

Terveystalo

Laaja raportti

26.3.2024 08:10



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kuntoutus loppusuoralla

Terveystalon viime vuonna vahvasti käynnistynyt kannattavuuskäännöksen jatkaa tänä vuonna vankasti eteenpäin. Yhtiön defensiivinen profiili, vahva markkina-asema ja tulokasvunäkymät huomioiden pidämme osakkeen riski/tuotto-suhdetta nykyarvostuksella (2024e oik. P/E 12x) erittäin houkuttelevana. Toistamme 8,70 euron tavoitehintamme ja nostamme suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää).

Laaja kattaus terveyspalveluita Suomessa ja Ruotsissa

Terveystalon ytimen muodostavat Terveydenhuollon palvelut, jossa tuotetaan kokonaisvaltaisia integroituja hoitoketjuja laajan fyysisen verkoston ja digitaalisten palveluiden avulla. Segmentti vastaa suurimmasta osasta yhtiön liikevaihtoa ja tulosta, mutta jo vahvan markkina-aseman myötä segmentin kasvuprofiili on pidemmällä aikavälillä nähdäksemme maltillinen. Yhtiöllä on myös joukko erilaisia itsenäiseen arvonluontiin tähtäviä liiketoimintoja (Portfolioliiketoiminnat), kuten suun terveys, ulkoistukset, henkilöstövuokraus, hieronta, fysioterapia ja lasten suojelu. Supistuvan ulkoistusliiketoiminnan lisäksi Portfolioliiketoiminnoissa nähtiin alkuvuonna pieni divestointi, ja pidämme myös jatkossa irtaantumista muista irrallisista liiketoiminnoista mahdollisena. Näiden lisäksi yhtiö toimii Ruotsissa työterveydessä vuonna 2021 ostetun Feelgood-brändin alla. Ruotsin kehitys on alkumetreillä jättänyt toivomisen varaa, kun varsinaiseen terveydenhuoltoon ei olla vielä onnistuttu laajenemaan ja kannattavuuskehitys on ollut vaisua. Tällä hetkellä fokus Ruotsissa onkin kannattavuuden kohentamisessa ennen kuin yritysostoihin allokoidaan merkittävästi lisää pääomia. Yritysostojen lisäksi Terveystalo vaikuttaa olevan yleisestikin tällä hetkellä myös muissa investoinneissaan (mm. digi-investoinnit) aiempaa valikoivampi, mikä on mielestämme tervetullutta ottaen huomioon korkojen nousu ja tietyt historiassa tehdyt virhearviot pääoman allokoinnissa.

Katset ovat tiukasti vuoden 2025 kannattavuustavoitteessa

Terveystalon vuoden 2022 kannattavuusromahduksen jälkeen aloitettu kannattavuusohjelma käynnistyi erittäin vahvasti viime vuonna ja yhtiö käytännössä saavutti ohjelman vuodelle 2024 asetetut tavoitteet vuoden etujassa. Ohjelman seurauksena kannattavuus oikeni jo selvästi vuonna 2023 (oik. EBITA-%: 9,8 %) ja jo tehtyjen toimien ansiosta käänne jatkuu kuluvana vuonna (ohjeistus 10,1-11,5 %). Tällä hetkellä yhtiön fokus on vahvasti 12 %:n oikaistun EBITA-marginaalin saavuttamisessa vuonna 2025. Taso on nähdäksemme saavutettavissa, mutta se vaatii omien toimien lisäksi arviomme mukaan jossain määrin tukea myös ulkoisista tekijöistä. Muuttujia tämän osalta on muun muassa kevään palkkaneuvottelut (TPES) ja kysyntätalanteen kehitys, sillä volyymikasvu heijastuu hyvin kannattavuuteen yhtiön kannattavuusohjelman myötä parantuneen operatiivisen vivun myötä.

Matalaan riskiprofiiliin nähden tuotto-odotus erittäin houkutteleva

Terveystalon vuosien 2024-2025 IFRS16-oikaistun EV/EBITA-kertoimet ovat 9x-8x. Vastaavat PPA-poistoista oikaistun P/E-kertoimet ovat 12x-10x. Vaikka emme pidä yhtiön historiallisia kertoimia perusteltuna nykyisessä korkoympäristössä (2020-2023 mediaani IFRS16-oik. EV/EBITA 13x), ovat jo kuluvan vuoden kertoimet mielestämme hyvin maltillisia. Ensi vuoden kertoimissa näemme selvää nousuvaraa. Pääasiassa tuotto-odotus nojaa lähivuosille ennustamaamme tulokasvuun (24e-27e oik. EPS kasvu >10 %) sekä osinkotuottoon (4-5 %). Pidämme vuoden 2022 kannattavuusromahdusta poikkeuksena ja yhtiön pääasiassa vakaaseen suorittamiseen sekä matalaan riskiprofiiliin peilattuna näemme osakkeen tuotto-odotuksen nykyarvostuksella erittäin houkuttelevana.

Suositus

Osta

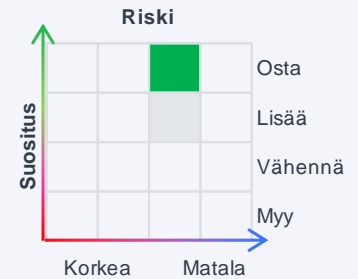
(aik. Lisää)

8,70 EUR

(aik. 8,70 EUR)

Osakekurssi:

7,34



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	1286	1332	1372	1404
kasvu-%	2 %	4 %	3 %	2 %
EBITA (oik.)	125,5	144,7	159,6	165,9
EBITA-% (oik.)	9,8 %	10,9 %	11,6 %	11,8 %
Nettotulos	-42,2	57,8	81,8	90,8
EPS (oik.)	0,54	0,60	0,73	0,79

P/E (oik.)	14,4	12,2	10,0	9,3
P/B	1,9	1,7	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	3,9 %	4,4 %	4,6 %	4,9 %
EV/EBIT (oik.)	15,1	11,5	9,8	9,1
EV/EBITDA	8,0	7,0	6,0	5,6
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	1,0	1,0

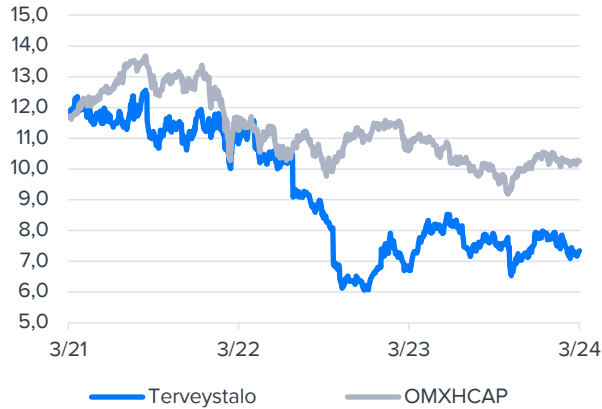
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

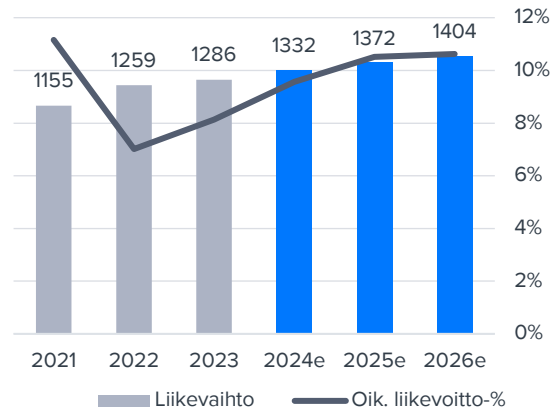
Terveystalo arvioi koko vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan (2023: 1 286 MEUR) ja oikaistun liikevoiton ennen aineettomien hyödykkeiden poistoja ja arvonalentumisia (EBITA) olevan 10,1 % –11,5 % liikevaihdesta.

Osakekurssi



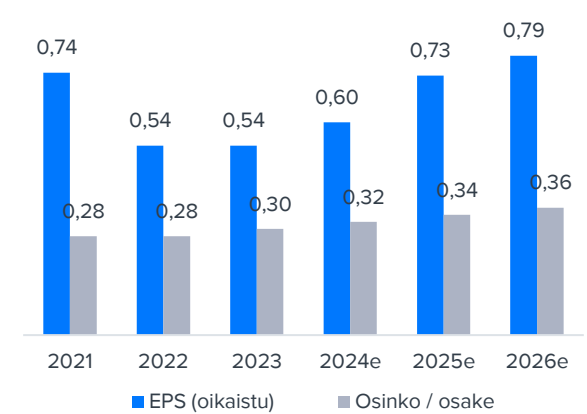
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Poliittisten päätösten arvaamattomuus sote-toimialalla
- Kuluttajaluottamuksen ja ostovoiman lasku
- Yrityskauppojen arvostustasot toimialalla tyypillisesti korkeita
- Riippuvuus tietojärjestelmistä
- Taseen korkea liikearvo
- Vakuutusyhtiöohjauksen mahdolliset muutokset
- Alalla kova kilpailu osaajista

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,34	7,34	7,34
Osakemäärä, milj. kpl	127,0	127,0	127,0
Markkina-arvo	932	932	932
Yritysarvo (EV)	1469	1415	1357
P/E (oik.)	12,2	10,0	9,3
P/E	16,1	11,4	10,3
P/B	1,7	1,5	1,4
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA (oik.)	7,0	6,0	5,6
EV/EBIT (oik.)	11,5	9,8	9,1
Osinko/tulos (%)	70,4 %	52,8 %	50,4 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	4,6 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-14
Sijoitusprofiili	s. 14-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 16-19
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 20-28
Taloudellinen kehitys	s. 29-32
Ennusteet	s. 33-37
Arvonmääritys ja suositus	s. 38-45
Vastuuvapauslauseke	s. 46
ESG	s. 47

Terveystalo lyhyesti

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

1286 MEUR (kasvu +2,2 %)

Liikevaihto 2023

125,6 MEUR (9,8 % liikevaihdesta)

Oikaistu EBITA 2023

1,2 miljoonaa

Yksittäistä asiakasta vuonna 2023

6,3 miljoonaa ja 1,3 miljoonaa

Fyysiset vastaanotot ja etävastaanotot 2023

9824 / 6092

Henkilöstö + ammatinharjoittajat 2023 lopussa

-2019

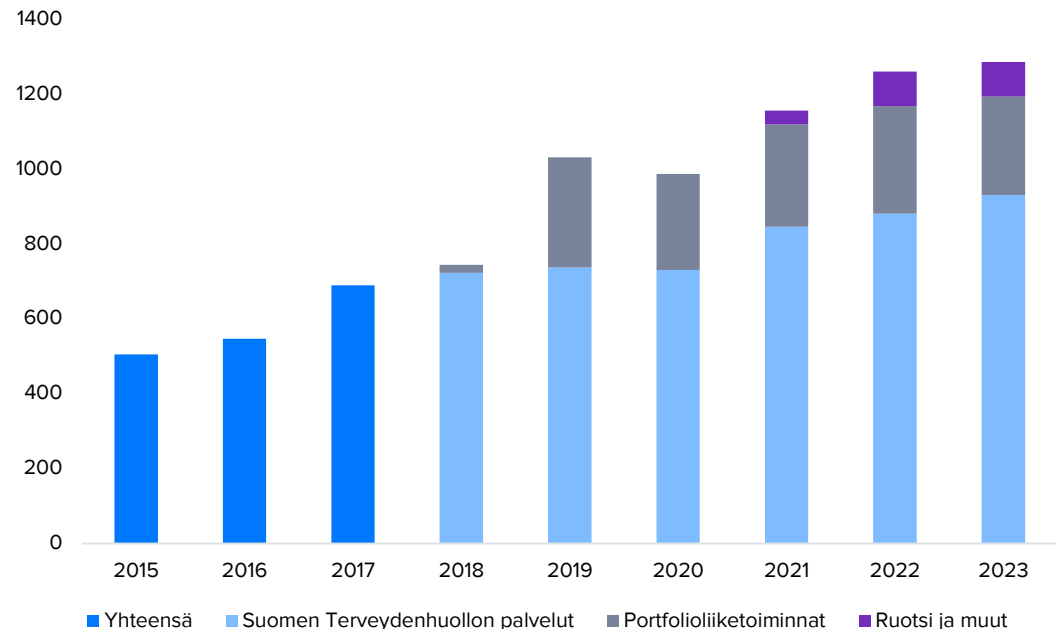
- Pörssilistattuna jo vuosina 2007-2009, kunnes Bridgepoint Capital osti terveystalon itselleen
- Vuonna 2013 EQT:n hallinnoima rahasto osti terveystalon Bridgepoint Capitalilta
- Listautuminen vuonna 2017 ja Diacorin hankinta
- Attendo Suomen terveystalona osaksi vuonna 2019 alusta

2020-2021

- Pandemia heikentää ensin voimakkaasti perinteisten palveluiden kysyntää, mutta pian koronatestaus alkaa tuottaa kannattavaa diagnostiikkamyyntiä
- Laajentuminen Ruotsiin työterveystoimija Feelgoodin hankinnan myötä vuonna 2021

2022-2023

- Pandemian jälkeen kysyntä painottui matalakatteisiin hoitoketjuihin, mikä koronatestauksen vähentymisen lisäksi heikensi kannattavuutta vuonna 2022
- Kannattavuusohjelma tuotti tuloksia jo vuonna 2023 ja ohjeistus lupaa kannattavuuskäännteelle jatkoa vuonna 2024
- Yritysostotahti hidastui vuonna 2023 ja myös Ruotsissa pääfokus vuodesta 2024 alkaen kannattavuuden parantamisessa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/6)

Suomen johtava yksityinen terveystaloyhtiö

Terveystalo on liikevaihdoltaan ja verkostoltaan Suomen suurin yksityinen terveystaloyritys. Terveystalolla oli vuonna 2023 noin 7,6 miljoonaa asiakaskäyntiä, joista 1,3 miljoonaa toteutui etäkanavissa. Terveystalolla on Suomessa yhteensä 377 toimipaikkaa. Yhtiö laajeni Ruotsiin vuonna 2021 ostamalla työterveystoimija Feelgoodin, minkä jälkeen yhtiö on jatkanut yritysostoja maassa. Ruotsissa yhtiö toimii yhteensä 152 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 2023 Terveystalo teki 1286 MEUR liikevaihtoa, josta 93 % tuli Suomesta ja loput 7 % Ruotsista. Oikaistua EBITAa yhtiö teki 125,6 MEUR (9,8 % lv:sta).

Tärkeimmät palvelualueet

Terveystalon palvelutarjoomaan kuuluu työterveyspalvelut, yleis- ja erikoislääkäripalvelut, diagnostiikka, kirurgia, hyvinvointipalvelut, suunterveys, ulkoistus- ja henkilöstövuokrauspalvelut ja lastensuojelu.

Yhtiö tarjoaa yleislääkärin, työterveyslääkärin sekä noin 30 eri erikoisalan lääkärin vastaanottopalveluita sen laajan fyysisen toimipisteverkoston sekä etäkäyntien avulla.

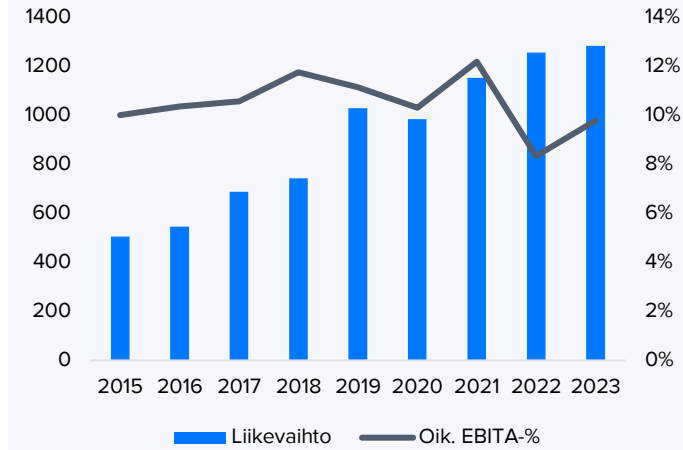
Työterveyden lakisääteinen tehtävä on ennaltaehkäistä työstä aiheutuvia terveyshaittoja ja Terveystalo tuottaa siihen liittyviä ennaltaehkäiseviä palveluita, kuten työpaikkaselvitykset, terveystarkastukset, työkyvyn edistäminen, neuvonta ja ohjaus kuntoutukseen sekä työterveyden laadun ja vaikuttavuuden arvioinnit ja seuranta. Työterveys on Terveystalolle selvästi suurin yksittäinen palvelualue. Suomessa Terveystalolla on yli 27 000 yritysasiakasta ja noin 680 000 työterveyshuollettavaa. Ruotsissa yritysasiakkaita on 8 000 ja 1,1 miljoonaa työterveyshuollettavaa. Lakisääteisten palveluiden lisäksi Terveystalo tuottaa laajasti muitakin terveydenhuollon palveluita yritysasiakkaille.

Terveystalon **kuvantamis- ja diagnostiikkapalvelut** kattavat useita palveluja lukuisilta lääketieteen erikoisaloilta. Palveluihin kuuluvat muun muassa laboratoriopalvelut, röntgen-, tietokonetomografia ja magneettikuvantamispalvelut. Palvelut tukevat yhtiön liiketoiminnan diagnostiikkatarpeita ja palveluita tarjotaan myös suoraan asiakkaalle. Diagnostiikkamyyni on yleisesti korkeakatteista, ja siten tärkeää yhtiön tuloksenteon kannalta.

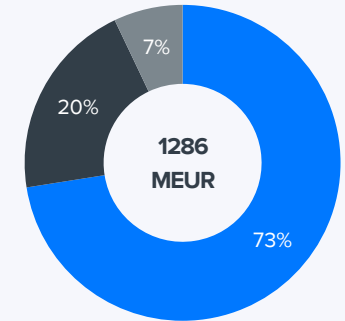
Terveystalon **sairaalapalveluihin** kuuluvat muun muassa yleiskirurgia, ortopediset leikkaukset ja silmäleikkaukset. Näitä yhtiö tarjoaa 18 sairaalaysikköä kattavan verkoston avulla.

Terveystalon **hyvinvointipalveluihin** lasketaan mukaan fysioterapia, psykologi- ja psykoterapeutti-palvelut, ravitsemusterapia, työkykyvalmennus, hieronta ja rokotuspalvelut. Myös monissa näistä digitaaliset palvelut ovat merkittävässä roolissa.

Liikevaihdon (MEUR) ja kannattavuuden kehitys



Terveystalon liikevaihdon jakauma segmenteittään 2023*



■ Terveydenhuollon palvelut ■ Portfolioliiketoiminnat ■ Ruotsi

* Eliminointien (-22 MEUR) allokointi segmenttien välillä arvioitu

Lähde: Terveystalo, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/6)

Terveystalon **suunterveyden** palvelut kattavat yleis- ja erikoishammashoitoa sekä suuhygienistipalveluja. Näitä yhtiö tarjoaa 31 hammaslääkärikeskuksensa kautta. Suunterveys täydentää Terveystalon muuta hoitoketjua, mikä edesauttaa palveluiden ristiinmyyntiä samalle asiakkaalle sekä nostaa tehokkuutta yksittäisen asiakkaan hoidossa, kun monimutkaisia läheteketjuja ei tarvita. Yhtiön markkinaosuus on silti suhteellisen matala (~10 %).

Raportointisegmentit

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

Terveydenhuollon palvelut (73 % liikevaihdosta)

Yhtiön suurin ja ytimen muodostava Terveydenhuollon palvelut -segmentti tarjoaa Suomessa asiakkaille integroitua hoitopolkua ennaltaehkäisevän työterveyden palveluista perusterveydenhuollon ja erikoislääketieteen palveluihin, diagnostiikkaan ja päiväkirurgiaan. Segmentti on konsernin tuloksen kannalta ylivoimaisesti merkittävin segmentin oikaistun EBITA:n (2023: 109 MEUR) vastatessa 87 % koko konsernin vastaavasta luvusta.

Vastaanotot muodostavat suurimman osan segmentin liikevaihdosta (2023: 65 %) ja ne sisältävät sekä etävastaanotot että fyysiset vastaanotot. Fyysiset vastaanotot vastaavat

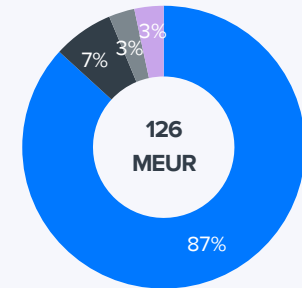
selvästi suurinta osaa vastaanotoista (2023: 78 %). Etävastaanottojen määrä laski viime vuonna 14 % koronan tuoman tuen hävittyä. Pelkästään vastaanottojen kannattavuuspotentiaali ei ole erityisen suuri näiden toimiessa pitkälti ammatinharjoittajien kautta, joskin yhtiö on viime aikoina onnistunut parantamaan myös näiden kateprofiilia. Terveystalo saa tyypillisesti noin neljänneksen vastaanottojen hinnasta ammatinharjoittajan ottaessa suurimman siivun. Tuloksen kannalta onkin tärkeää, että potilas pysyy yhtiön hoitoketjussa mahdollisimman pitkään.

Diagnostiikka vastasi viime vuonna 24 % segmentin liikevaihdosta. Diagnostiikkamyynti on korkeakatteista ja siten tärkeää yhtiön tuloksenteon kannalta. Tästä hyvä esimerkki 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 11 % Terveydenhuollon liikevaihdosta. Erä pitää sisällään muun muassa leikkaustoiminnan, mikä on yleensä yhtiölle myös varsin korkeakatteista liiketoimintaa.

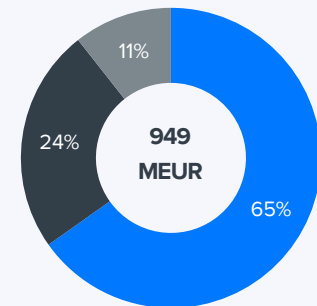
Segmentin sisällä yhtiö raportoi liikevaihdon vielä erikseen asiakkuuksittain, joista yritysasiakkaat vastasivat 60 %, yksityisasiakkaat 31 % ja julkinen sektori vastasi 9 % liikevaihdosta vuonna 2023.

Terveystalon oikaistun EBITA:n jakauma segmentteittäin 2023



■ Terveydenhuollon palvelut ■ Portfolioliiketoiminnot
■ Ruotsi ■ Muut

Suomen terveydenhuollon palveluiden liikevaihdon jakauma 2023



■ Vastaanotot ■ Diagnostiikka ■ Muut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/6)

Portfolioliiketoiminnot (20 % 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-, hierontapalvelut. Organisaatiomuutoksen jälkeen Portfolioliiketoiminnot eriyettiin itsenäisiksi liiketoiminnoiksi ja niiden rooli yhtiön strategiassa onkin itsenäinen arvonluonti. Keskipitkällä aikavälillä näemme 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 oli viime vuonna selvässä laskussa päättyvien sopimusten myötä ja vastasi yhteensä 34 % segmentin liikevaihdosta. Ulkoistusten kannattavuus on ollut myös viime vuosina paineessa, kun kiinteästi hinnoiteltujen sopimusten indeksikorotukset eivät ole pysyneet perässä palvelun tuotannon kustannusnousujen kanssa. Kustannuksia on nostanut 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

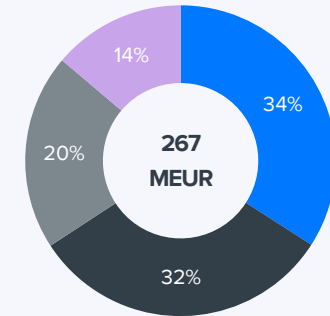
ulkoistussopimusten liikevaihto tulee jatkamaan laskussa tulevana vuosina. Ulkoistusten lisäksi suun terveys ja henkilöstövuokrausliiketoiminnot ovat peräisin Attendo-yrityskaupasta.

Ruotsi (7 % liikevaihdosta)

Terveystalo on Ruotsin markkinan kolmanneksi suurin toimija työterveydessä Feelgoodin hankinnan myötä. Yhtiö tarjoaa nyt Ruotsissa työterveyshuollon, johtamisen kehittämisen ja päihdeiden väärinkäytön ehkäisemisen palveluja sekä digitaalisia yksityisen terveydenhuollon ja hyvinvoinnin palveluja. Toimintaa on tarkoitus laajentaa Ruotsissa vielä huomattavasti kohti Suomen kaltaisia integroituja hoitoketjuja, joskin varsinaisen terveydenhuollon rintamalta ei ole vielä kuulunut yritysostoja (pl. pieni Quality Care -yrityskauppa).

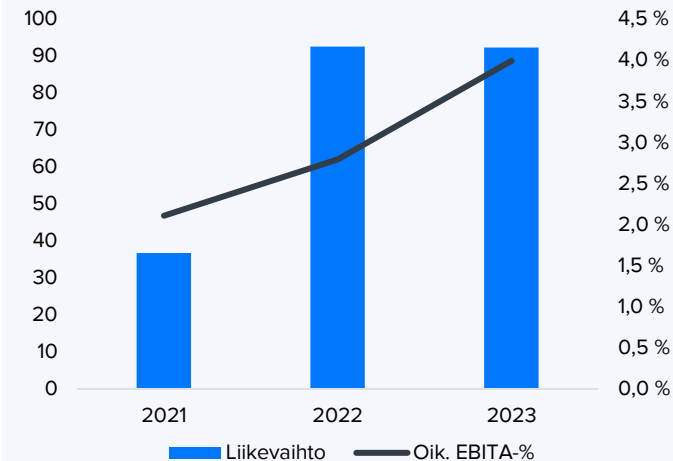
Vuonna 2023 Ruotsin liiketoimintojen kehitys oli vaisua, kun heikentyvä talousympäristö osui yhtiön ennaltaehkäisevään työterveyshuoltoon keskittyvään liiketoimintaan. Yhtiön antama ohjeistus indikoi heikon kehityksen jatkuvan myös vuoden 2024 puolelle. Alkuvaiheessa Ruotsin operaatioiden kannattavuus on myös vielä selvästi Suomen terveydenhuoltopalveluita matalampi. Yhtiö ei ole kuitenkaan itse ollut tyytyväinen Ruotsin kehitykseen ja yhtiö on aloittanut 2024 alusta maassa kannattavuuden parantamiseen tähtääviä toimenpiteitä. Ruotsin nykyisen liiketoimintamallin kannattavuuspotentiaali on kuitenkin Suomen terveydenhuollon palveluita heikompi, ja kannattavuuden saaminen Suomen tasolle vaatiikin laajenemista integroituihin hoitoketjuihin.

Portfolioliiketoimintojen liikevaihdon jakauma 2023

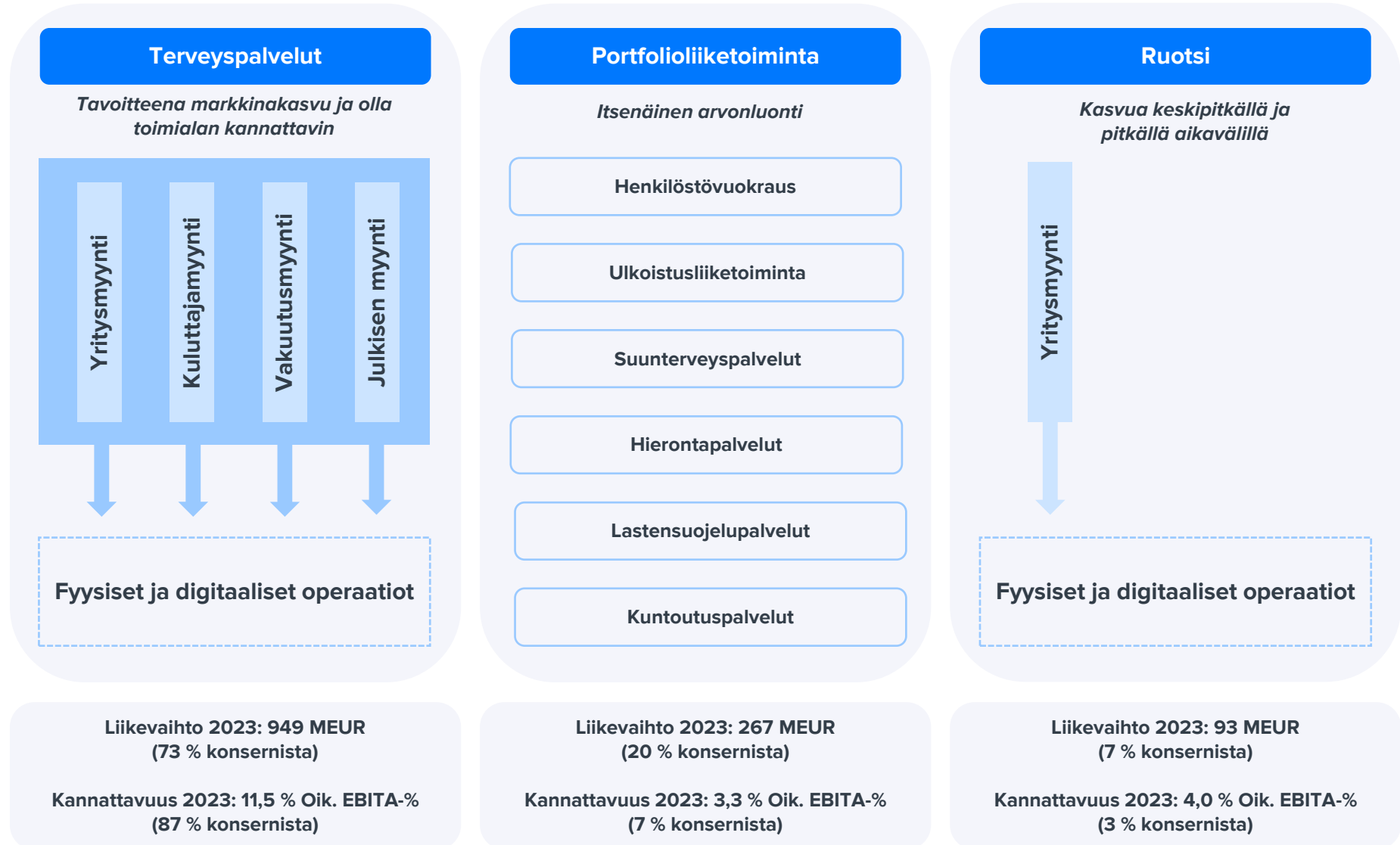


■ Ulkoistukset ■ Henkilöstövuokraus ■ Suunterveys ■ Muut

Ruotsin liikevaihdon (MEUR) ja kannattavuuden kehitys



Terveystalon organisaatiomalli ja segmenttirakenne



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/6)

Yritysassiakkaat ovat Terveystalon suurin asiakasryhmä

Terveystalon yritysasiakkaat käsittävät yhtiön työterveysasiakkaat lukuun ottamatta kunnallisia työterveysasiakkaita. Yritysassiakkailla yhtiö tarjoaa lakisääteisiä työterveyspalveluja ja muita sairaanhoidon palveluja sekä hyvinvointipalveluja. Terveystalo on Suomen suurin työterveyspalvelujen tarjoaja liikevaihdon ja työterveyshuollon loppukäyttäjien määrän perusteella.

Yksityisasiakkaat ovat yhtiön toiseksi suurin asiakasryhmä. Yksityisasiakkaiden palvelut maksaa joko asiakas itse tai vakuutusyhtiö. Yksityisasiakkaat ovat kannattavin asiakasryhmä johtuen niille tyypillisistä pitkistä hoitoketjuista sisältäen mm. erikoislääkäreiden vastaanottoja, leikkauksia ja laboratoriodiagnostiikkaa. Yksityisasiakkaiden kannattavuutta tukee myös se, että ne maksavat usein listahinnan, kun taas suurille yrityksille tarjotaan usein alennuksia. Yksityishenkilöiden ostamat terveysvakuutukset ovat lisääntyneet selvästi, mikä on tukenut asiakasryhmän kysyntää.

Terveystalon julkisen sektorin asiakasryhmään kuuluu suomalaisia julkisen sektorin organisaatioita, kuten hyvinvointialueita, valtionhallinnon organisaatioita sekä kunnallisia työterveysasiakkaita. Vuoden 2023 alussa uusista hyvinvointialueista on tullut palvelujen suurin tilaaja. Julkisen sektorin asiakkaille tarjottavat palvelut koostuvat kokonais- ja osaulkoistuksista, terveydenhuollon henkilöstövuokrauspalveluista, erikoissairanhoidon palveluista, muista

terveydenhuollon palveluista ja työterveyspalveluista. Julkiselle sektorille tarjotaan siis palveluita niin ulkoistusten kautta, työterveyden sekä julkisen sektorin tekemien spot-ostojen kautta.

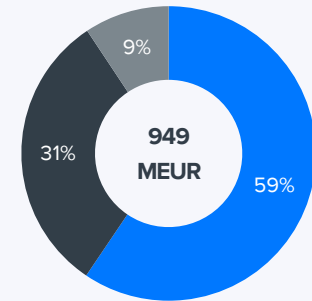
Attendo-yritysosto vuonna 2019 kasvatti Terveystalon julkisen sektorin asiakkaiden suhteellista osuutta selvästi ja toi yhtiölle merkittäviä kiinteästi hinnoiteltuja sopimuksia. Attendolta Terveystalolle siirtyi kaupan myötä 7 kunnan kokonaisulkoistus. Kaupan jälkeen sote-uudistuksen sisältö muuttui kuitenkin radikaalisti ja myös kokonaisulkoistusten markkina on ollut jäissä. Uusia isompia sopimuksia ei ole alkanut ja vanhoja sopimuksia on päättynyt sopimuskausien umpeutuessa. Hankinta toteutettiin ajassa, jossa valinnanvapausmarkkinan odotettiin avautuvan, minkä myötä jälkikäteen Attendo-kauppaa voi pitää virhearviona. Tästä osoituksena oli yhtiön Q4'23:llä tehdyt mittavat yhteensä 84 MEUR:n alaskirjaukset, jotka kohdistuivat pääasiassa Attendo-kaupasta tulleeseen liikearvoon ja aktivoituihin asiakassuhteisiin.

Liiketoimintamalli

Käytön mukaan laskutettavat palvelut

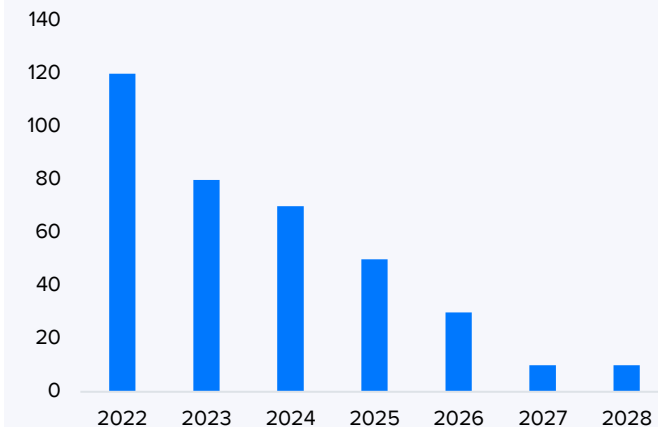
Terveystalon liikevaihdesta 93 % kertyy liiketoimintamallista, jossa yhtiö laskuttaa asiakasta palvelujen käytön mukaan. Tähän ryhmään kuuluvat yksityisasiakkaiden palvelut ja selkeä enemmistö työterveyden palveluista. Myös julkiset asiakkaat tilaavat käytön mukaan laskutettavia palveluita, jotka tuotetaan yhtiön omassa verkostossa (mm. silmäkirurgia).

Terveydenhuollon palveluiden liikevaihdon jakauma asiakasryhmittäin 2023



■ Yritysassiakkaat ■ Yksityisasiakkaat ■ Julkinen sektori

Nykyisten ulkoistussopimustan liikevaihto (MEUR, arvio vuoden 2023 lopussa)



10

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (5/6)

Kiinteähintainen laskutus

Osassa julkisissa asiakkuuksissa (ulkoistukset) ja pienessä osassa työterveyden sopimuksista yhtiö saa kiinteän korvauksen kunnalta tai yritykseltä ottaessaan kokonaisvastuun tietyn ihmisjoukon terveystalosta. 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 ulkoistus sopimuksissa erityispiirteensä on, että liiketoiminta toteutetaan tyypillisesti asiakkaan (hyvinvointialueen) tiloissa, jolloin ne eivät vaadi investointeja (capex) ja pääoman tuottopotentiaali on siten korkea. 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 lääkärin että asiakkaiden suuntaan

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

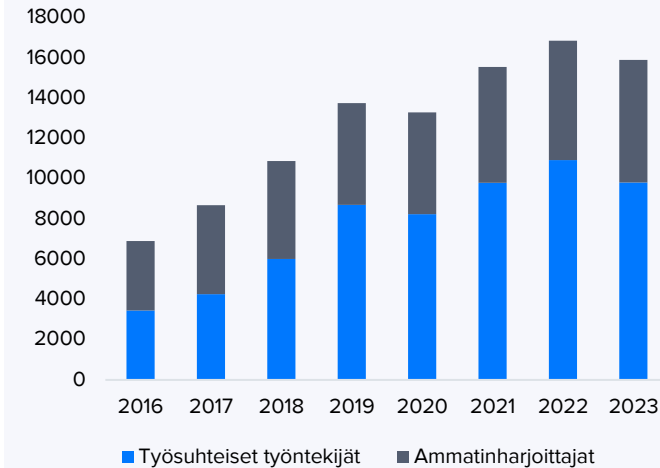
Vahvassa kysyntätilanteessa tarjonta onkin ajoittain muodostunut yhtiölle pullonkaulaksi vahvemmalle kasvulle. Yhtiö on viime onnistunut

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.

Suuri osa lääkäreistä työskentelee ammatinharjoittajina ja heillä ei ole kilpailullisia esteitä vaihtaa eri työnantajien välillä. Siten yhtiön kilpailukyvyyn kannalta yhtiön kyvyllä houkuttaa lääkäreitä yhtiön kannalta hyvällä ehdoilla onkin suuri merkitys. Ammatinharjoittajien näkökulmasta Terveystalon kyky tarjota lääkärille tasainen asiakasvirta, tehokas sisäinen lähetejärjestelmä, hyvä työympäristö ja kilpailukykyinen palkka 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 2023 19, mikä on alan kontekstissa kohtuullinen (Pihlajalinna 4, Mehiläinen 31). Universum-tutkimuksessa yhtiö on valittu useamman kerran putkeen (viimeksi 2023) terveystalouden houkuttelevimmaksi työpaikaksi. Yhtiön houkuttelevuus yksityisasiakkaiden näkökulmasta puolestaan nojaa Terveystalo-brändin laatumieli kuvaan, yhtiön laajaan toimipisteverkostoon ja niissä työskenteleviin terveydenhuollon ammattilaisiin, vaivattomaan hoitopääsyyn ja integroituun hoitoketjuun sekä asiakaskokemukseen.

Työntekijöiden ja ammatinharjoittajien kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (6/6)

Myös digitaaliset työkalut ovat keskeinen asiakkaiden sitouttamista ja asiakasuskollisuutta edistävä tekijä. Terveystalon vastaanottojen NPS (asiakkaiden suosittelemiseksi) vuonna 2023 oli 85, mitä voi pitää yleisesti korkeana tasona (Pihlajalinna 79, Mehiläinen 90). 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 sairauspoissaolojen määrää sekä työnantajan maksamien TyEL-maksujen suuruutta saadaan laskettua. TyEL-maksu riippuu yhtiön aiemmista työkyvyttömyyseläketapauksista.

Myös vakuutusyhtiöllä 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. Digitaaliset vastaanotot vievät liiketoimintamallia askeleen lähemmäs digitaalista alustataloutta, jolloin verkostovaikutukset eivät enää ole lokaaleja vaan valtakunnallisia.

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

Digitaalisten ratkaisuilla haetaan tehokkuushyötyjä

Digitaalisten ratkaisujen hyödyntäminen tuottavuuden sekä hoidon jatkuvuuden parantamiseksi on olennaisessa roolissa Terveystalon toimintaa. 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.

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.

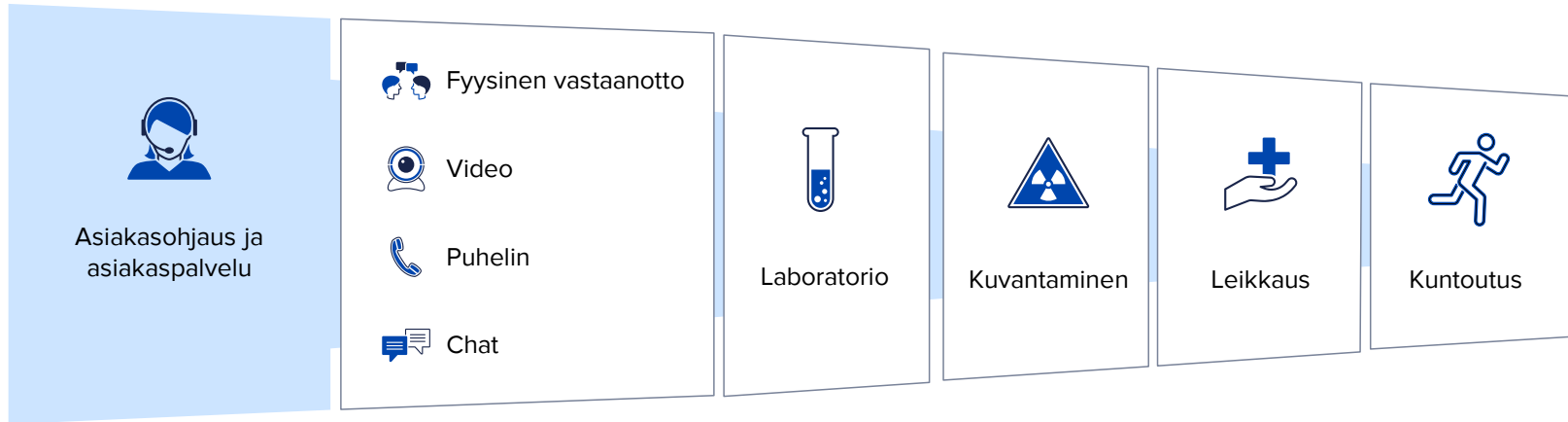
Digikehityksen pitäisi tehostaa lääkärin työtä ja auttaa kysynnän ja tarjonnan kohtaamisessa mahdollistaen markkinaa nopeampaa kasvua sekä tehokkuushyötyjä. Digi-investoinnit mahdollistivat myös hyvän reaktiokyvyn koronapandemiaan sen digiratkaisuiden turvin. Vuonna 2023 yhtiöllä oli noin 1,3 miljoonaa etävastaanottoa. Määrät moninkertaistuivat pandemian aikana, mutta viime vuonna määrät kääntyivät selvään laskuun pandemian jälkeen.

Yhtiön digikehitykseen tekemien investointien tuottoa on kuitenkin suhteellisen vaikea arvioida ulkopuolelta, sillä tämä vaatisi arvioita yhtiön kilpailukyvyistä ilman kyseisiä investointeja. Digi-investoinnit laskivat vuonna 2023 merkittävästi vuoden 2022 (2023: 16 MEUR, 2022: 29 MEUR) tasoilta ja pidämmekin mahdollisena, että digitaalisiin palveluihin on myös ajoittain yli-investoitu.

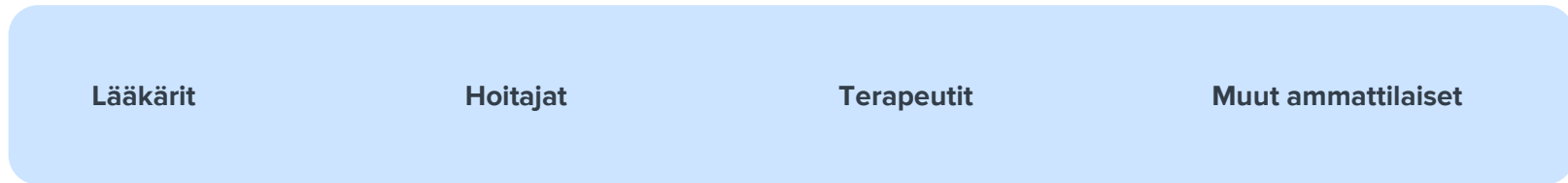
Investointien osalta mukaan onkin mahtunut muutenkin myös epäonnistumisia. Yhtiö päätti syksyllä 2022 keskeyttää yhtiön ulkopuolelta tilatun vuodesta 2018 käynnissä olleen potilastietojärjestelmän uudistuksen. Tästä koitui taseeseen 29 MEUR:n alaskirjaus Q3'22:lla. Projektin venyttyä yhtiö tuli johtopäätökseen, että samat toiminnallisuudet saadaan riskittömämmin aikaan nykyisessä Dynamic Health-järjestelmässä, jota myös sen toimittaja TietoEvy on suvantovaiheen jälleen alkanut jälleen kehittää.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Integroitu hoitoketju



Työvoima



Fyysinen verkosto



Sijoitusprofiili

1.

Vahva brändi ja markkina-asema

2.

Toimiminen defensiivisillä terveydenhuollon markkinoilla

3.

Yhtiö palannut kannattavuuskäänteeseen myötä kannattavan kasvun yhtiöksi

4.

Ruotsin toiminnoissa kannattavuus vielä matalalla tasolla

5.

Pääoman allokoinnissa onnistuminen kriittistä sijoitustarinan kannalta

Potentiaali



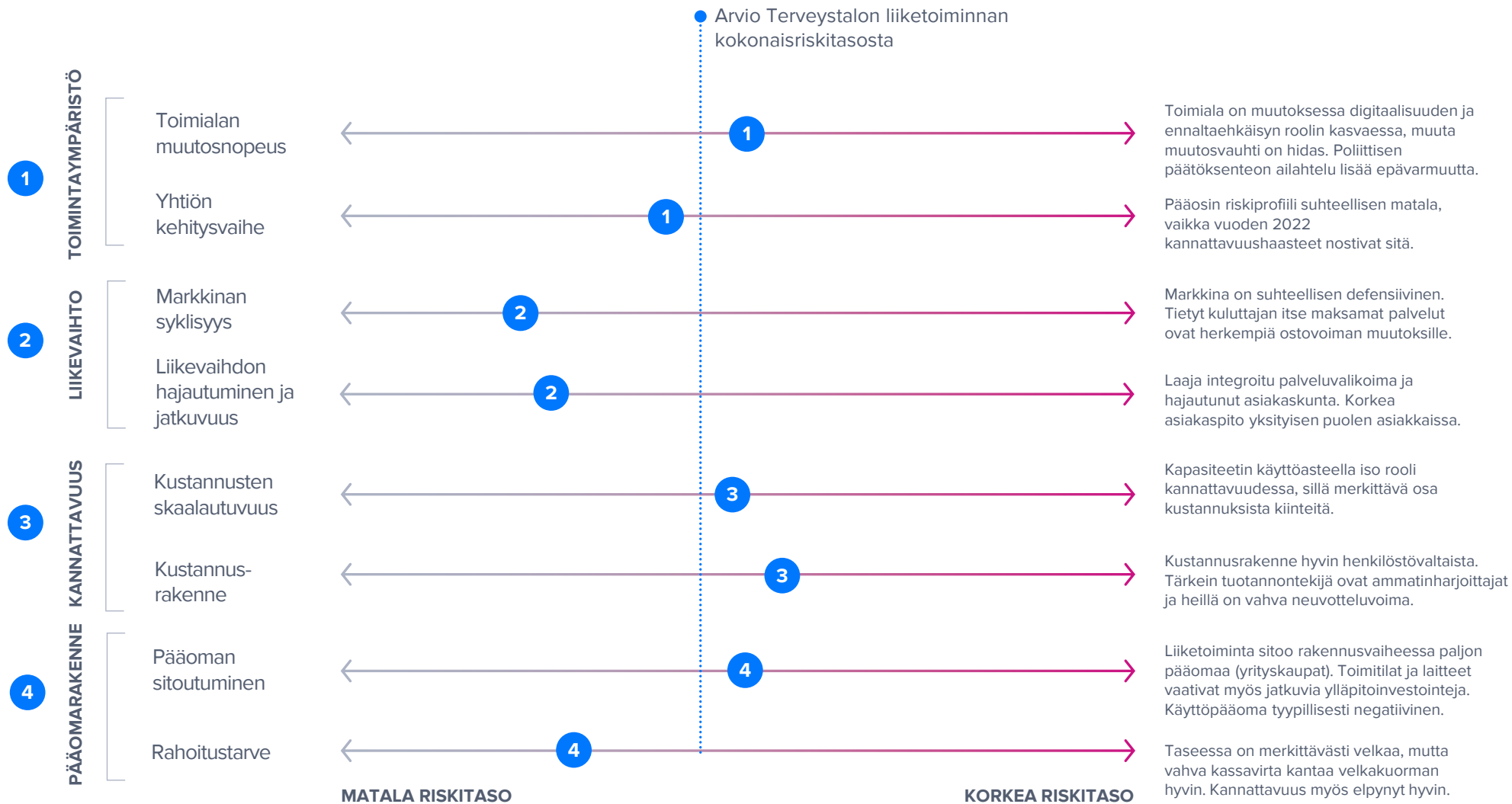
- Laaja asiakkaita ja lääkäreitä yhdistävä digifyysinen alusta ja tehokkaasti toimiva integroitu hoitoketju
- Keskitetyt toiminnot ja laadun johtamisen työkalut tukevat skaalautuvaa tulosparannusta
- Julkisen sektorin avun tarve hoitojonojen purkuun pitkällä aikavälillä
- Väestön ikääntyminen
- Yritysjärjestelyt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

Riskit



- Poliittisten päätösten arvaamattomuus sote-toimialalla
- Talustilanteen heikentyminen heikentää etenkin tiettyjen kuluttajien itse maksamien palveluiden kysyntää
- Yrityskauppojen arvostustasot toimialalla tyypillisesti korkeita, mistä taseen korkea liikearvo osaltaan viestii
- Digi-investointien tuottoa vaikea arvioida
- Vakuutusyhtiöohjauksen mahdolliset muutokset
- Alalla kova kilpailu osajista – ammatinharjoittajilla hyvä neuvotteluvoima

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia (1/3)

Fokus terveydenhuollon integroiduissa hoitoketjuissa

Terveystalon strategian ytimessä on tiedolla johdetun integroidun terveydenhuollon tuottaminen. 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. Yhtiö erottuu pääkilpailijoistaan siinä, että se keskittyy strategiassaan terveydenhuoltoon, eikä sillä ole kuntien kokonaisulkoistuksia ja lastensuojeluliiketoimintaa lukuun ottamatta sosiaalihuollon tarjontaa. Terveystalon strategiset tavoitteet voi tiivistää toimialan johtavaan kannattavuuteen pyrkimiseen ja myönteisen vaikutuksen aikaansaamiseen koko yhteiskunnassa.

Yhtiö pyrkii myös jatkuvasti laajentamaan tarjoomaansa lääketieteen osa-alueille, joissa se ei ole entuudestaan vahva. Näitä ovat tällä hetkellä esimerkiksi unilääketiede, mielenterveys ja lasten lääketiede.

Mielestämme yhtiön kilpailuedut Suomen terveydenhuollossa ovat vahva brändi

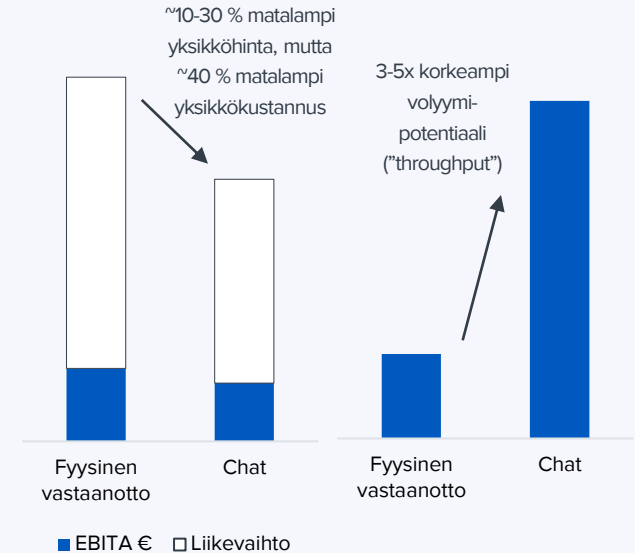
asiakkaiden ja lääkärin keskuudessa, mittakaava, edistyneet digitaaliset palvelut, laaja toimipisteverkosto ja tehokas integroitu hoitoketju.

Tavoitteena yhdistää fyysiset ja digitaaliset palvelut monikanavaisiksi 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 etäkäyntien jälkeen diagnostiikkaan tehdyt läheteet ovat olleet historiassa yleensä heikommalla tasolla kuin fyysisissä käynneissä, joka 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.

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



Strategia (2/3)

Kannattavuuden osalta etäkäynneillä on kaksijakoinen vaikutus. Puhtaan etävastaanoton hintapiste sekä absoluuttinen tulos on tyypillisesti fyysistä käyntiä matalampi, mutta suhteellinen kannattavuus parempi. Kannattavuuden osalta ongelma on etäkäyntien fyysistä vastaanottoa lyhyemmät hoitoketjut, mitä yhtiö onkin onnistunut parantamaan. Terveystalon onnistuessa hoitoonohjauksen optimoinnissaan etäkäyntien pitäisi mahdollistaa merkittävästi korkeampia volyymeja tuoden tehokkuushyötyjä. Etenkin korkean kysynnän tilanteessa hoidon ohjaaminen etäkäynteihin on hyvä keino hallita kysyntäpiikkejä. Oikein käytettynä monikanavaisuudella voi siten olla selvä positiivinen vaikutus kasvuun ja kannattavuuteen, mutta hoitoonohjauksen optimoinnissa ja kysynnän ennustamisessa yhtiöllä on käsityksemme mukaan vielä parantamisen varaa.

Olennessa roolissa digi-investoinneissa onkin aktiivisemmän roolin ottaminen asiakasvirran ohjaamisessa, jotta asiakas ohjataan juuri oikealle ammattilaiselle oikeaan aikaan. Syksyllä 2023 Terveystalo lanseerasi Oirearvio-työkalun, jonka tavoitteena on ohjata tekoälyä hyödyntäen työterveysasiakkaat oikealle asiantuntijalle ja oikeaan kanavaan. Työkalu on saanut käsityksemme mukaan hyvän vastaanoton työterveysasiakkaissa samalla poistaen hoitoonohjauksen manuaalisia työvaiheita.

Digitaalisilla työkaluilla pyritään myös tehostamaan terveydenalan ammattilaisten työtä mahdollistaen tarjonnan kasvattamisen, minkä lisäksi niillä pitäisi olla positiivinen vaikutus ammatinharjoittajien houkuttelemiseen Terveystalolle. Pelkkien työkalujen lisäksi yhtiön

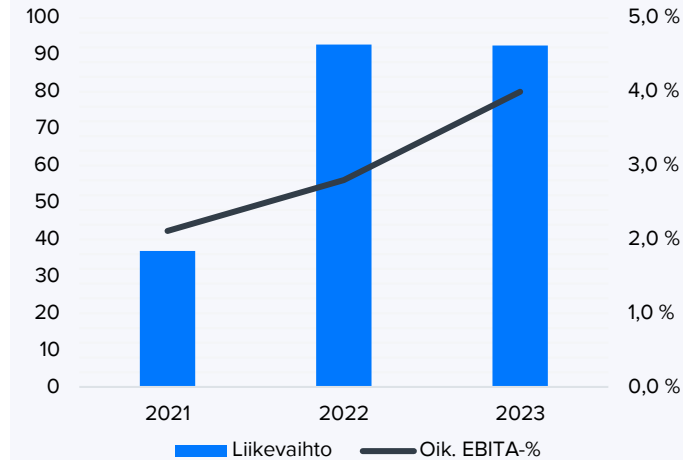
kannalta tärkeää on, että ammattilaiset omaksuvat työkalujen vaatimat muutokset omissa työtavoissaan. Siten digitaaliset työkalut eivät automaattisesti tuo tehokkuushyötyjä, vaan ne vaativat muutoksia myös ihmisten käyttäytymisessä. Tätä yhtiö pyrkii tukemaan aktiivisesti koulutuksilla.

Kansainvälistymisstrategia

Yhtiö laajeni kesällä 2021 Ruotsiin ostamalla työterveystoimija Feelgoodin, jonka brändi säilytettiin yritystoston jälkeen. Yrityskaupan jälkeen Feelgood on jatkanut epäorganista kasvuun ja tehnyt kuusi yritystostoa. Tähän asti yrityskaupat ovat keskittyneet pääasiassa ennaltaehkäisevään työterveyteen. Yhtiö on kuitenkin viestinyt, että sen tavoitteena on laajentua ennen pitkää terveydenhuoltoon ja integroituihin hoitoketjuihin, joissa kannattavuuspotentiaali pitäisi olla nykyistä toimintaa selvästi parempaa. Tässä yhtiö otti ensi askeleen kesällä 2023 ostetun Quality Caren myötä, joskin tämä oli erittäin pieni ostos ja niche toimija yritysten ylimpään johtoon keskittyvässä terveydenhuollossa.

Kasvupolku Ruotsissa on kuitenkin isossa kuvassa vasta alkuvaiheessa ja yhtiö on kertonut jatkavansa yritystostoja maassa. Vuonna 2023 yritystostojen tahti rauhoittui selvästi yhtiön tehdessä vain kaksi pienempää kauppaa. Osaltaan taustalla on Ruotsin odotettua heikompi kannattavuuskehitys. Yhtiö haluaakin lyhyellä aikavälillä parantaa liiketoiminnan kannattavuutta ja vasta vahvemman perustan jälkeen jälleen keskittyä vahvemmin kasvuun.

Ruotsin liikevaihdon (MEUR) ja kannattavuuden kehitys



Ruotsin yritystostot

Kohde	Ajankohta	Toimiala	Liikevaihto
Feelgood AB	7/2021	Työterveys	~70 MEUR
Dalarnas företagshälso	8/2021	Työterveys	~7 MEUR
Länhalsan	2/2022	Työterveys	~4 MEUR
Nämdemansgården	5/2022	Riippuvuushoito	~12 MEUR
Jobbhälsan	5/2022	Työterveys	~1 MEUR
Växjö Hälsöforum	8/2023	Terveyspalvelut	~1 MEUR
Quality Care	10/2023	Työterveys	~1 MEUR

Lähde: Terveystalo, Inderes

Strategia (3/3)

Arviomme mukaan Ruotsin nykyisen liiketoimintamallin kannattavuuspotentiaali on oikaistulla EBITAlla mitattuna 5-10 %. Ilman laajenemista terveydenhuoltoon emme näe Ruotsin yltävän yli 10 %:n EBITA-marginaalin tasolle. Ruotsin nykyisen liiketoiminnan kannattavuus on myös Suomen toimintoja sykklisempää, sillä palvelutarjoaman sisältäessä Suomen työterveydenhuoltoa vähemmän lakisääteisiä palveluita voi niiden tarve vaihdella taloussyökljen mukaan. Tästä nähtiin esimerkkejä 2023 loppupuolella.

Yhtiön mukaan kiikarissa on ollut yritysostokohteita, mutta osapuolten näkemykset ostokohteiden arvostuksista eivät ole täysin kohdanneet. Silti sitä ettei yhtiö ole kyennyt laajenemaan työterveyden ulkopuolella vielä tässä vaiheessa voi pitää pienenä pettymyksenä. Mielestämme on kuitenkin hyvä, ettei yhtiö ole väkisin pyrkinyt tekemään yritysostoja arvostustasoista piittaamatta. Yhtiön markkinaosuuden ollessa Suomessa jo hyvin korkea on kasvu Ruotsissa pidemmällä aikavälillä yhtiön kasvun kannalta tärkeässä roolissa.

Orgaanista kasvua Terveystalo ei ole Ruotsissa merkittävässä määrin saanut aikaan. Ruotsin valloituksen onnistumista on vielä aikaista arvioita, mutta pidämme sitä mielenkiintoisena optiona. Ruotsin liiketoimintojen edistymistä on tulevina vuosina tärkeä seurata yhtiön yritysostoihin käyttämien pääomien allokoituessa pitkälti tänne. Ongelmitta Ruotsiin laajeneminen ei kuitenkaan ole edennyt ja lyhyellä tähtäimellä kriittistä on saada liiketoiminnan kannattavuus paremmalle tasolle, jotta sinne allokoitujen pääomien voi katsoa tuottaneen kiitettävästi.

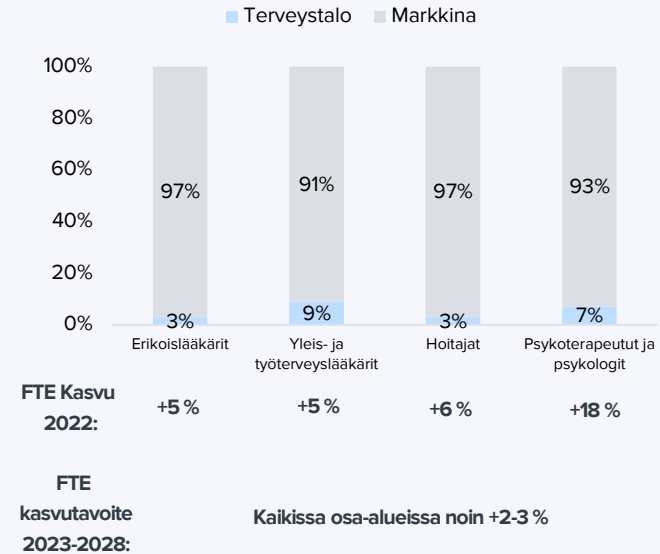
Tavoitteena olla paras työpaikka ammattilaisille

Lääkärien ollessa Terveystalon tärkeimpiä tuotannontekijöitä näiden houkutteleminen on yhtiölle strategisella tasolla hyvin tärkeää. Tätä tarvetta korostaa entisestään lääkärien 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 asiakas-tyytyväisyyden tukemana. Siten asiakaskysynnällä ja osaajien tarjonnalla onkin selvä yhteys. Muita houkuttelevuustekijöitä on muun muassa työkuultuuri, palkkausmalli sekä työn tehokkuutta parantavat digitaaliset työkalut.

Yleisesti yhtiö on onnistunut historiassa hyvin ammattilaisten houkuttelemisessa. Yhtiön mukaan sen työllistämien yleislääkärien ja hoitajien määrä on kasvanut selvästi nopeammin kuin ammattilaisten kokonaismäärä keskimäärin. Tämä on osaltaan näkynyt myös yhtiön yleistä markkinaa nopeammassa orgaanisessa kasvussa. Samaan aikaan yhtiö on onnistunut pitämään ammattilaistensa aloituspalkat hallinnassa, mikä on tärkeää ottaen huomioon osaajapulan aiheuttama riski palkkainflaation kiihtymiselle. Vaikka lyhyellä aikavälillä pula osaajista on rauhoittunut, pitkällä aikavälillä ammattilaisten houkutteleminen säilyy liiketoiminnan keskiössä.

Terveystalon ammattilaisten markkinaosuus



Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet (strategiakausi 2021-2025)

Vuosittainen liikevaihdon kasvu yli 5 %

- Kasvutavoite sisältää sekä orgaanisen että epäorgaanisen kasvun, ja ilman yritysostoja se on nähdäksemme haastava saavuttaa
- Yhtiö on yleensä yltänyt tavoitteeseen, mutta poikkeuksiakin on (2020 ja 2023)
- Yritysosot kohdistuvat Suomessa hoitoketjua täydentäviin yritysostoihin (esim. mielenterveys, fysioterapia ja suun terveys) sekä Ruotsin yritysostoihin
- Ruotsissa kannattavuus täytyy ensin saada kohennettua paremmalle tasolle, jotta sinne on järkevää allokoida lisää pääomia

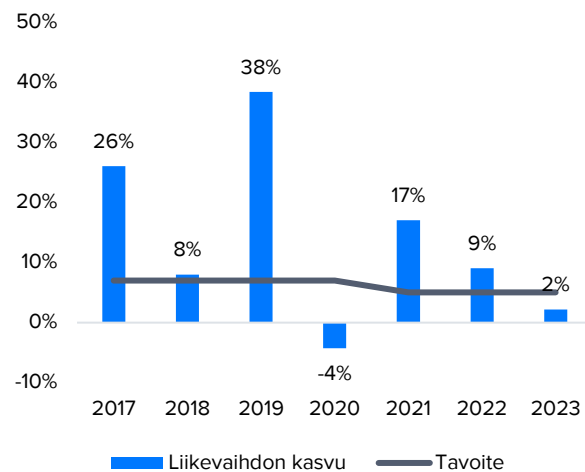
Oikaistu EBITA-marginaali yli 12 %

- Yhtiö tavoitteena saavuttaa taso vuonna 2025
- Tavoite on mahdollista saavuttaa, mutta vaatii hyvää operatiivista suoriutumista sekä kasvua, jolloin yhtiön liiketoiminnassa syntyy hyvä operatiivinen vipuvaikutus
- Nykyisessä kokoluokassa yhtiö saavuttanut tavoitteen kerran vuonna 2021, jolloin kannattavuutta tuki korkeakatteiset koronatestit
- Jatkossa Ruotsin ja Portfolioliiketoimintojen tulee kontribuoida tuloksen tekoon entistä enemmän

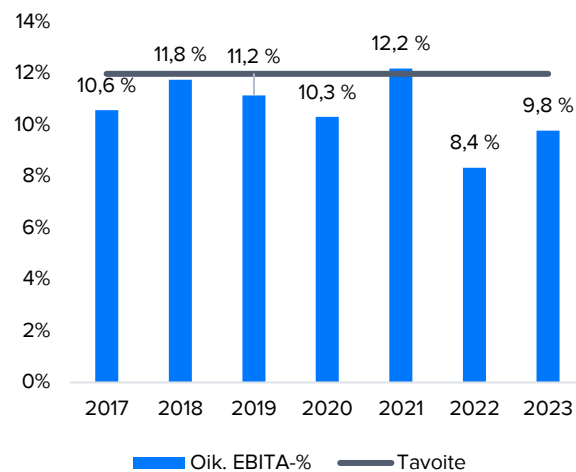
Nettovelka / oikaistu käyttökate <3,5x

- Poliitiikan mukaisesti taso voi ylittää tavoitteen hetkellisesti esimerkiksi yritysostojen yhteydessä
- Taso ylitetty viimeksi vuonna 2018
- Velkavivun käyttö on perusteltua toimialan defensiivisyys ja liiketoimintamalli huomioiden
- Velkaantuminen on kohtuullisella tasolla (2023: 3,0x, IFRS16 oik. 2,7x), mutta ei kestä merkittävää kannattavuuden romahdusta
- Korkojen nousun myötä rahoituskulut nousseet merkittävästi

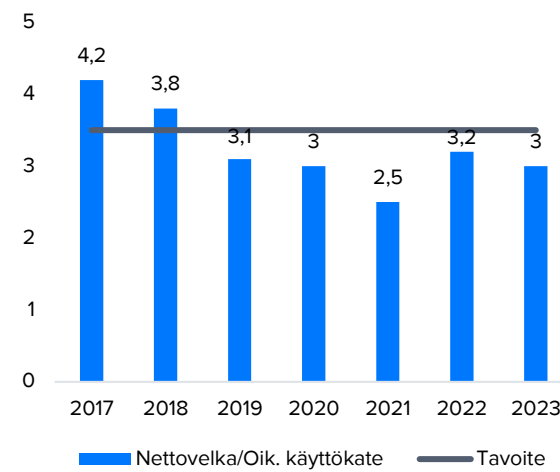
Liikevaihdon kasvu ja tavoitetaso



Kannattavuus ja tavoitetaso



Taseen velkaantuneisuus



Huom. Vuosina 2017-2020 kasvutavoite 6-8 %

Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (1/6)

Terveydenhuoltomarkkinoiden jakautuminen

Terveystalon toimii pääasiassa Suomen vajaa 16 mrd. euron terveydenhuollon markkinoilla. Yhtiölle relevantti yksityisesti tuotettu terveydenhuollon markkina on noin 4,5 mrd. euroa ja se pitää sisällään työterveyshuollon, perusterveydenhuollon, suunterveydenhuollon, erikoissairaanhoidon sekä lastensuojelun. terveystalon osuus markkinasta on noin 25-30 %. Työterveydessä yhtiön markkinaosuus on tätä vielä jonkin verran korkeampi. Suunterveydessä markkinaosuus on puolestaan matalampi (~10 %). Koko Suomen terveydenhuollon (ml. julkisesti tuotettu markkina) markkinasta terveystalolla on noin 7-8 %:n markkinaosuus.

Markkina on defensiivinen, mutta kasvu ollut historiassa maltillista

Vuosien 2015-2022 välillä Suomen yksityisesti tuotettu terveydenhuolto on kasvanut vain noin 2 %:n vuotuista vauhtia. terveystalon omien arvioiden mukaan markkina tulee kasvamaan noin 3-4 % 2022-2028 välillä, mikä tarkoittaisi kasvun kiihtymistä historiallisilta tasoilta. Yhtiön arvioiden mukaan erityisen vahvasti tulee kasvamaan julkisesti rahoitettu yksityinen tuotanto (2022-2028e: 6 % CAGR), joka on myös historiassa kasvanut yleistä markkinaa nopeammin. Tätä tukee etenkin julkisen terveydenhuollon pitkät hoitojonot. Osa-alueen integroidun hoidon kumppanuudet julkisen sektorin kanssa pitävät sisällään muun muassa erilaisia osa-ulkoistuksia ja esimerkiksi vastuulääkäri-malleja. Nämä uudet mallit korvaavat aiemmin voimassa ollutta kokonaisulkoistusmarkkinaa, jossa lainsäädäntö on pitkälti estänyt uusien sopimusten synnyn.

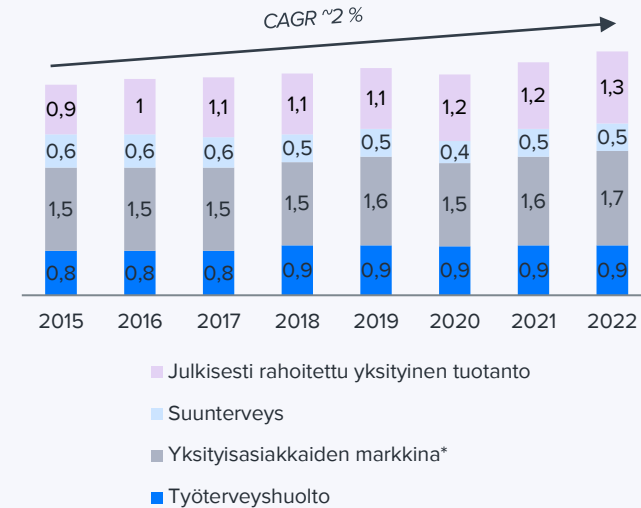
Osa-alue pitää myös sisällään ns. ”spot-kaupan”, jossa yksityisten yhtiöiden olemassa olevaan verkostoon myydään esimerkiksi leikkauksia.

Myös terveystalolle tärkeän työterveyden yhtiö odottaa kasvavan tulevina vuosina (2022-2028e: +3 % 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. terveystalo odottaa myös yksityisasiakkaiden markkinan kasvavan selvästi tulevina vuosina (2022-2028e: +3 % CAGR), jossa ajurina toimii julkisen terveydenhuollon kasvaneiden hoitojonojen myötä lisääntyneet yksityishenkilöiden terveysvakuutukset.

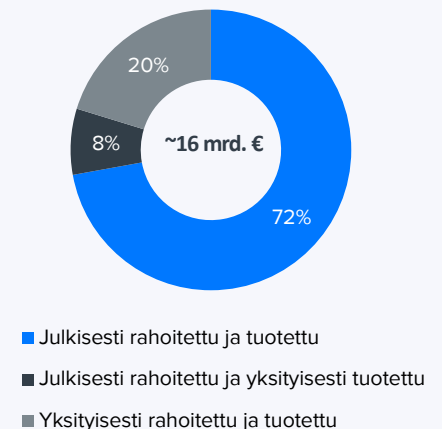
Osataan viime vuosina yksityisten terveyspalveluyhtiöiden kasvua on rajoittanut tarjonta, ja siten kysynnän voimistuminen ei aina myös automaattisesti näy yksityisten yhtiöiden kasvussa samassa mittakaavassa. Tämän luoma pullonkaula kasvuun on kuitenkin helpottanut, mikä voi viestiä osajien siirtymästä julkiselta puolelta yksityiselle puolelle.

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 terveyspalveluyhtiöille, mutta hyvinvointialueiden tiukkojen rahoitustilanteiden vuoksi myynti hyvinvointialueille on ollut varsin tahmeaa sote-uudistuksen alkuvaiheessa.

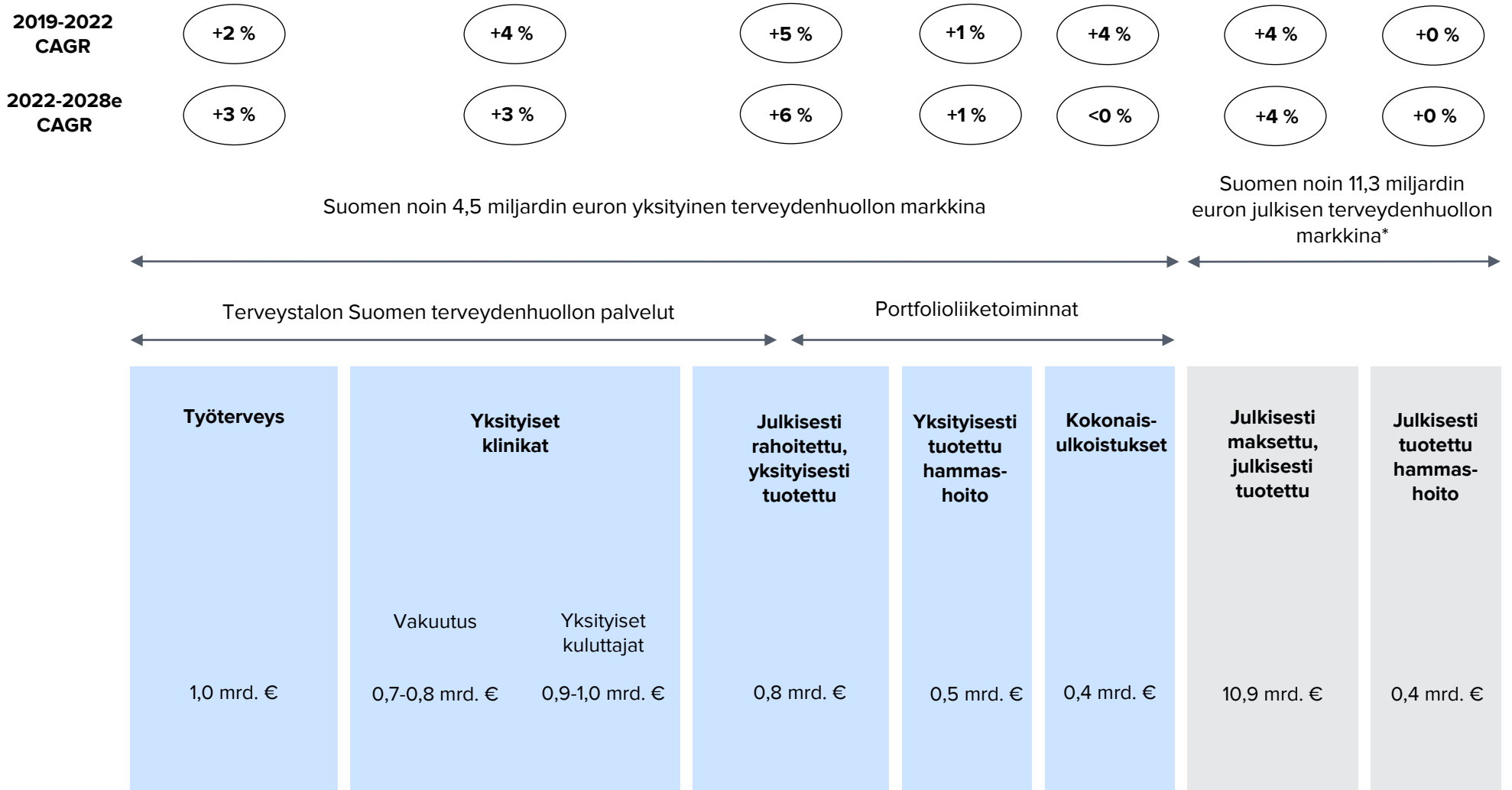
Yksityisen terveydenhuollon Suomen kohdemarkkina (mrd. euroa)



Terveydenhuollon markkinoiden jakautuminen (2022)



Suomen terveydenhuollon markkina



Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (2/6)

Julkinen markkina kasvanut hieman yksityistä nopeammin

THL julkistaa laajempaa dataa julkisen ja yksityisen terveydenhuollon menoista, jotka sisältävät myös mm. lääkkeet ja hoivan. Nämä terveydenhuollon käyttömenot ovat 2000-2021 kasvaneet yhteensä noin 3 % (CAGR) reiluun 25 mrd. euroon. Käyttömenojen kasvu on johtunut etenkin erikoissairaanhoidon kasvaneista kustannuksista.

Terveydenhuoltomarkkinoiden kasvun ajurit

Suomen terveydenhuollon markkinan kasvua tukee useampi megatrendi, joista suurin on arviomme mukaan ikääntyvä väestö. Terveystalon arvioiden mukaan yli 65 vuotiaiden terveydenhuoltopalveluiden kulutus on 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 menoilille. Historiassa tämä on näkynyt enemmän julkisen terveydenhuollon menojen kasvuna, mutta julkisen terveydenhuollon kantokyvyn ollessa rajallinen ja hoitojonojen erittäin pitkiä tulee tämä väkisin toimimaan kasvuajurina myös yksityiselle terveydenhuollolle. 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 vaikuttava trendi. Suomessa on arvioitu, että seuraavan 15 vuoden aikana alalle tarvitaan jopa 200 000 uutta osaajaa korvaamaan nykyisten ammattilaisten eläköitymistä ja vastaamaan kasvavaan palvelutarpeeseen. Tähän digitaaliset ratkaisut voi tuoda helpotusta, sillä nämä mahdollistavat niukkojen resurssien tehokkaamman käytön tuoden apua henkilöstöpulaan.

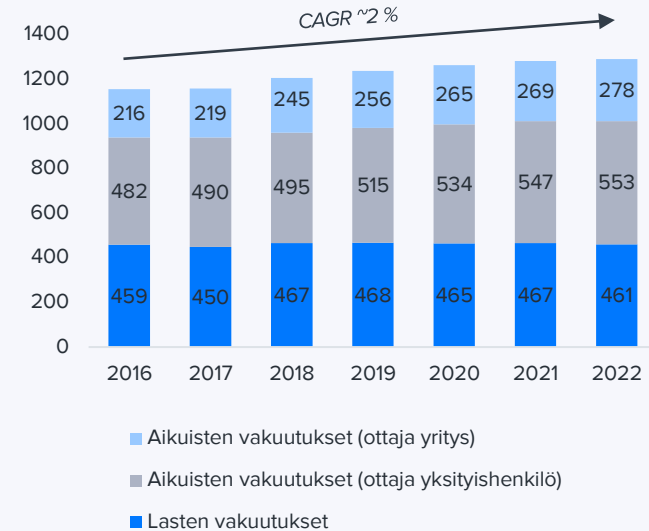
Yleisenä trendinä voi myös mainita lisäksi ihmisten lisääntyneen kiinnostuksen omaa terveyttä ja hyvinvointia sekä niiden mittaamista kohtaan. Tämän trendi pitäisi näkyä muun muassa erilaisten hyvinvointipalveluiden (esimerkiksi hieronta, fysioterapia, liikuntapalvelut, ravitsemusneuvonta) kysynnän kasvussa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

Kela-korvaukset muuttuneet useaan kertaan

Vuoden 2023 alusta yksityisten terveystalujen Kela-korvauksia leikattiin yksityisasiakkaiden osalta. Terveystalo arvioi tuolloin, että leikkauksilla voi olla negatiivinen vaikutus vastaanottojen sekä kuvantamistutkimusten kysyntään. Suurempaa negatiivista vaikutusta kysyntään ei kuitenkaan ilmennyt.

Vuonna 2023 valittu Petteri Orpon hallitus sen sijaan päätti nostaa Kela-tukia vuoden 2024 alusta alkaen. Tässä tarkoituksena on tukea yksityishenkilöitä turvautumaan yksityisten terveystalujen pariin helpottamaan julkisen terveydenhuollon hoitojonoja.

Sairaskuluvakuutusmäärien kehitys (tuhatta)



Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (3/6)

Kokonaisuudessaan Kela-tukia on tarkoitus nostaa vuosien 2024-2027 välillä 500 MEUR:illa, josta valtion rahoitusosuus on 335 MEUR. Summa on siten varsin merkittävä suhteutettuna yksityisasiakkaiden 1,7 mrd. euron markkinaan.

Terveystalo on kommentoinut, että Kela-tukien noston odotetaan tukevan yleis- ja erikoislääkärin vastaanottojen, psykiatrian sekä suunterveyden peruspalveluiden kysyntää. Tähän asti Kela-tukien nostolla ei ole käsityksemme mukaan kuitenkaan ollut suurta positiivista vaikutusta yhtiön kysyntään. Myös Pihlajalinnan kommentit ovat olleet samansuuntaisia. Osaltaan se voi kuitenkin helpottaa hinnankorotusten läpiviemistä yksityisasiakkaille.

Terveystalon listalleottoesitteen perusteella vuonna 2016 Kelan korvaamista yksityisasiakkaiden yksityisklinikoiden palveluista 53 % rahoitettiin vakuutuskorvauksilla, 38 % maksoivat asiakkaat itse ja 9 % maksoi Kela. Siten Kela-tukien merkitys on suhteellisen rajallinen.

Vakuutusyhtiöohjauksella merkittävä rooli

Vakuutusyhtiöiden merkitys hoidonmaksajina kasvaa jatkuvasti sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoilla suomalaisten yksityisten sairauskuluvakuutusten määrän jatkaessa kasvua. Vuoden 2022 lopussa sairauskuluvakuutus oli jo noin 1,3 miljoonalla suomalaisella. Erityisesti leikkaustoiminnassa vakuutusyhtiöohjauksella on merkittävä rooli, kun vakuutusyhtiö ostaa terveystaluyhtiöltä toimenpiteitä yleensä isommissa erissä ja ohjaa

potilaitaan vahinkojen sattuessa hyväksymilleen palveluntuottajille. Viime vuosina vakuutusyhtiöiden monituottajamallit ovat lisääntyneet ja asiakas voi valita itse listalta haluamansa palveluntarjoajan. Terveystalolla ei ole erityissuhdetta vakuutusyhtiöiden kanssa, joten muutos on käsityksemme mukaan ollut yhtiölle neutraalia.

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

Sote-uudistuksen tarve ja tavoitteet

Sote-uudistus on yksi suurimpia Suomessa tehtyjä julkisen sektorin organisaatiomuutoksia, ja sitä valmisteltiin yhteensä yli 10 vuotta. Uudistuksen tarve on syntynyt Suomen väestön ikääntyessä nopeaa tahtia aiheuttaen merkittäviä painetta Suomen julkiselle taloudelle nousseiden terveydenhuoltomenojen vuoksi. Tästä syystä syntyi tarve järjestää julkinen terveydenhuolto niin, että kustannusten merkittävää kasvua onnistuttaisiin hillitsemään samalla turvaten

yhdenvertaiset palvelut koko maassa.

Uudistuksen yleisluontoisina tavoitteina on turvata yhdenvertaiset ja laadukkaat palvelut, parantaa palvelujen saatavuutta, kaventaa terveyseroja, turvata ammattitaitoisen työvoiman saanti sekä hillitä kustannusten kasvua. Lyhyemmällä aikavälillä uudistuksen tavoitteena on erityisesti julkisen puolen pitkien hoitoketjujen purkaminen. THL:n mukaan elokuun 2023 lopussa 178 000 potilasta odotti pääsyä kiireettömään erikoissairaanhoidon. Hyvinvointialueiden välisissä hoitoketjuissa on kuitenkin merkittäviä eroja, mikä kieli hoitopääsyn yhdenvertaisuuden haasteista.

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

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

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 raja on haastava toteuttaa. Uusi hallitusohjelma myös mahdollistaa yksityisille toimijoille laajemman palveluvalikoiman (esim. matalan kynnyksen mielenterveyspalvelut). Lisäksi pidemmällä aikavälillä alan toimijoiden kustannusten ja vaikuttavuuden läpinäkyvyyden lisääminen pitäisi antaa lisätietoa eri toimijoiden toiminnan tehokkuudesta.

Myös uudessa sote-mallissa hyvinvointialueet voivat hankkia yksityisiltä palveluntuottajilta kaikkia niitä ostopalveluita, joita ei ole erikseen laissa kielletty. Isompia uusia vanhalla mallilla solmittuja ulkoistushankkeita ei kuitenkaan käytännössä enää tehdä, ja hyvinvointialueiden järjestämisvastuun (tarpeeksi omaa tuotantoa) pitää toteutua. Kokonaisulkoistusten tulevaisuus on tässä vaiheessa edelleen hieman hämärän peitossa, sillä hyvinvointialueiden toiminta on vasta käynnistynyt. Useiden hyvinvointialueiden rahoitustilanne on myös hyvin kireää, minkä vuoksi näiden ostot ovat olleet viime vuonna pitkälti jäissä. Terveystalo näkee kuitenkin mahdollisuuksia uudenaikaisissa 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. Terveystalo on tietoisesti luopumassa asteittain ulkoistusliiketoiminnasta tulevina vuosina päättyvien sopimusten myötä.

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 uudistunutta sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinaa. Nykyinen hallitus ja sen linjaukset vaikuttaa 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 alle 10 % Terveystalon liikevaihdosta tulee ulkoistussopimuksista ja se on siten pääkilpailijoitaan (Mehiläinen ja Pihlajalinn) selvästi vähemmän riippuvainen hyvinvointialueiden päätöksistä näiden suhteen.

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

Terveystalon näkemys nykyisen hallitusohjelman vaikutuksista yhtiön liiketoimintaan:



Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (5/6)

Ruotsissa julkinen terveydenhuolto Suomea isommassa roolissa

Ruotsin terveydenhuollon markkinat ovat noin 32,5 mrd. euron kokoiset eli suunnilleen kaksinkertaiset Suomeen verrattuna. Tästä noin 27 mrd. euroa on julkisesti tuotettua, joten julkisen markkinan osuus on siten selvästi Suomen vastaavaa suurempi. Yksityisesti tuotettu markkina on noin 7 mrd. euron suuruinen, josta suurin osa on kuitenkin julkisesti rahoitettu. Puhtaasti yksityisesti rahoitettu ja tuotettu on vain noin 5 % kokonaismarkkinasta eli reilu 1,5 miljardia euroa.

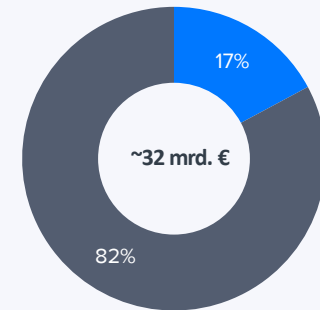
Yksityisesti rahoitettu ja tuotettu markkina koostuu Ruotsissa pääasiassa työnantajien rahoittamasta työterveyshuollosta sekä suunterveyden palveluista (julkinen sektori ei tarjoa suunterveyden palveluita yli 23-vuotiaille). Yksityinen markkina on erittäin fragmentoitunut ja kymmenen suurimman toimijan markkinaosuus on noin 36 %, 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 yleistymisen. Myös Ruotsissa julkisen terveydenhuollon hoitojonot ovat tyypillisesti pitkiä tukien yksityisen markkinan kasvunäkymiä tulevaisuudessa. Esimerkiksi Statistan ennusteiden mukaan sairausvakuutuksiin käytetyn rahamäärän odotetaan kasvavan Ruotsissa 3 %:n vuovauhtia vuosina 2024-2028.

Työterveyshuolto selvästi Suomen vastaavaa pienempi

Ruotsin työterveyden markkina on noin 0,5 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 hieman alle 20 %:n markkinaosuudella. Siten markkinan koko ei vielä nähdäksemme aiheuta rajoitteita yhtiön kasvulle vaan markkinaosuuksia on vielä otettavissa. Pidemmällä aikavälillä Terveystalon Ruotsin liiketoimintojen kasvun kannalta kriittistä on kuitenkin laajentua entistä voimakkaammin puhtaasta työterveydenhuollon palveluista laajemmin varsinaisiin terveydenhuollon palveluihin milloin kohdemarkkinan koko kasvaisi myös selvästi. Tämä yhtiön tulee tehdä kuitenkin epäorgaanisesti, sillä yhtiö ei itse pysty tuomaan integroituja hoitoketjuja osaksi maan nykyistä työterveysjärjestelmää.

Ruotsin terveydenhuollon markkinoiden jakautuminen



■ Yksityisesti tuotettu ■ Julkisesti rahoitettu ja tuotettu

Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (6/6)

Kilpailuympäristö

Yleiskatsaus kilpailuympäristöön

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

Mehiläinen suurin sote-toimija

Suomen suurin sosiaali- ja terveystalouden toimija 2023 liikevaihdolla mitattuna oli Mehiläinen (1850 MEUR). Mehiläinen toimii laajalla palveluvalikoimalla terveydenhuollon (64 % 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 vuonna 2022 (oik. EBITA-% 8,4 %) elpyen kuitenkin vahvasti vuonna 2023 (oik. EBITA-% 11,7 %). Vuonna 2023 sillä oli työterveyshuollettavia 620 000.

Terveystalo oli vuoden 2023 luvuilla mitattuna Suomen 2. suurin toimija 1286 MEUR:n liikevaihdolla. Terveystalolla on

työterveyshuollettavia noin 680 000.

Pihlajalinna on liikevaihdolla mitattuna Suomen 3. suurin yksityinen toimija. Pihlajalinna toimii laajalla palveluvalikoimalla terveydenhuollossa ja lisäksi sillä on kuntien kanssa muodostettuja yhteisyrityksiä kuntaulkoistuksissa. Yhtiön liikevaihto vuonna 2023 oli 720 MEUR ja oikaistu EBITA oli 5,2 %. Pihlajalinnan kannattavuus on historiassa heilunut varsin voimakkaasti. Tämä on nähdäksemme osittain seurausta siitä, että ulkoistuksen ovat olleet yhtiön liiketoimintaportfoliossa esimerkiksi Terveystalo selvästi suuremmissa roolissa. Täällä erityisesti erikoissairaanhoidon kustannukset ovat ajoittain aiheuttaneet ajoittain merkittäviä yllättäviä kulueriä. Pihlajalinnalla oli vuonna 2023 reilu 280 000 loppuasiakasta työterveyspalveluissa 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. Pihlajalinna on kasvattanut verkostoaan maantieteellisesti viime vuosina, mutta on vielä kahta isointa kilpailijaa jäljessä. Yhtiöt kohtaavat kilpailua myös alueellisesti vahvoilta toimijoilta (esimerkiksi Aava pääkaupunkiseudulla).

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 Esperio Care. Laboratoriopalveluiden tuottamiseen fokuoivat Synlab, jota Terveystalo hyödyntää keskuslaboratoriona, sekä Fimlab. Ne ottivat isot kasvuharppaukset koronatestaamisen myötä.

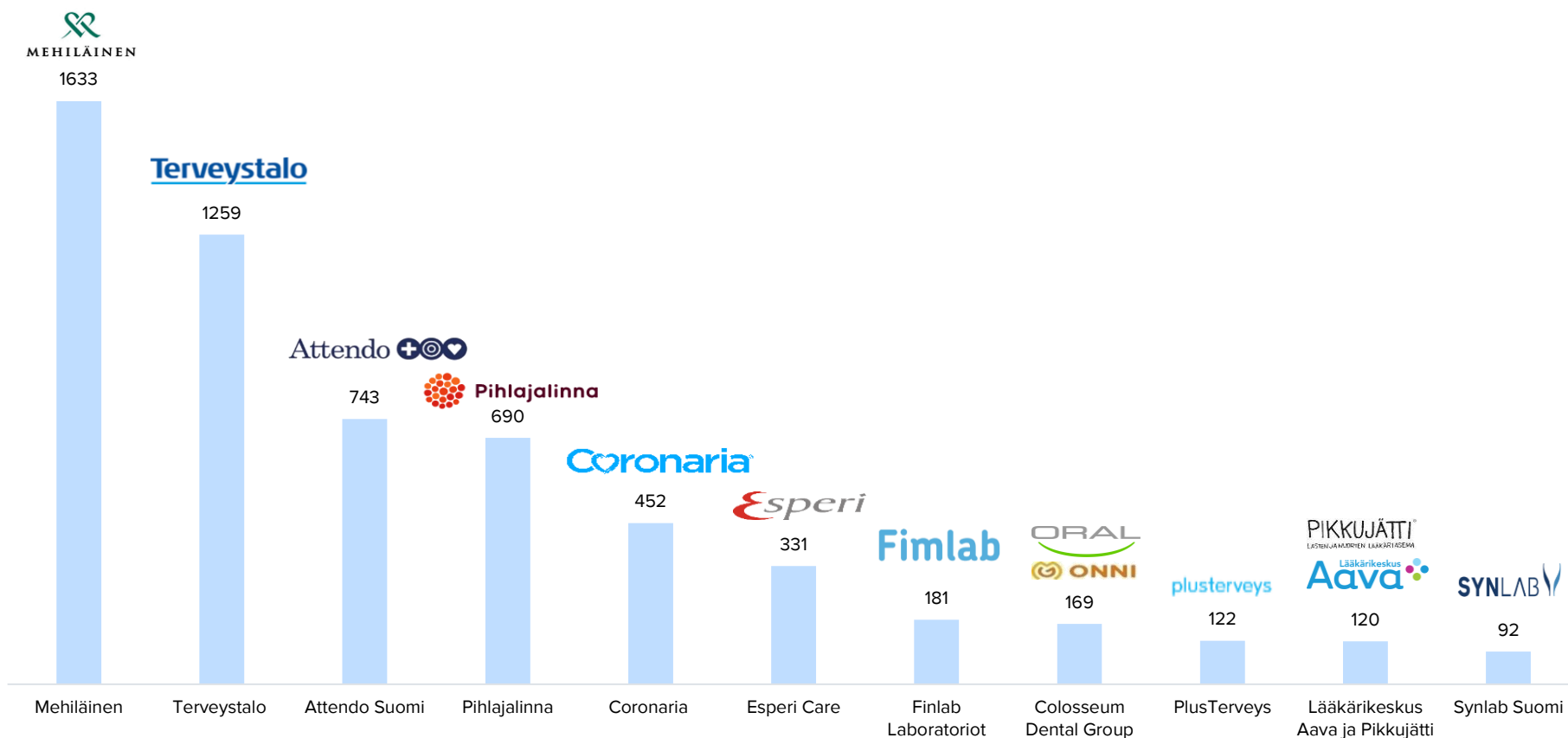
Fysioterapian osalta vahva toimija on ollut Fysios, joka oli itsenäisenä yhtiönä hyvin aggressiivinen yritysostoissa. Mehiläinen osti sen kuitenkin vuonna 2022. Mielenhyvinvoinnissa Vastaamo oli kasvanut vahvasti, mutta sen tarina sai päätöksen 2020 potilastietovuodosta ja jäljelle jäänyt psykoterapiatoiminta myytiin Vervelle. Myös Coronaria on ollut (2022: 452 MEUR) aktiivinen yrityskaupoissa etenkin terapiapuolella. Coronaria on myös silmäleikkauksissa markkinajohtaja ostettuaan Silmäseman vuonna 2020. Alalla on edelleen runsaasti pieniä alueellisia toimijoita tarjolla ostokohteiksi.

Tällä hetkellä näyttää siltä, että ainoastaan Terveystalo, Mehiläinen sekä Pihlajalinna ovat jo liian isoja yhtiötä ollakseen ostokohteita muille. Markkina on jo myös konsolidoitunut sen verran pitkälle, että suurempien yritysostojen toteuttaminen on kilpailulainsäädännön kannalta haastavaa.

Terveystalon kilpailijoita eri segmenteissä

		Perusterveydenhuolto ja työterveys	Erikoissairaanhoido	Leikkaukset	Laboratoriot	Kuvantaminen
Integroitu yksityinen terveydenhuolto	Työterveys (0,9 mrd. €)	     				
	Yksityisesti rahoitettu, yksityisesti tuotettu (0,8 mrd. €)					
	Julkisesti rahoitettu, yksityisesti tuotettu (0,9 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 2022 liikevaihdon mukaan (MEUR)



Lähde: Inderes, yhtiöiden tilinpäätökset. Yhtiöiden liikevaihdot tilikaudelta 2022. Osassa kyseessä on Inderesin arvio, jos konserni muodostuu useasta yhtiöstä.

Taloudellinen kehitys (1/4)

Kasvu tullut pääasiassa yrityskaupoista

Terveystalon liikevaihto on kasvanut keskimäärin 12,4 % vuosien 2016-2023 välillä. Kasvusta suurin osa on tullut epäorgaanisesti yritysostojen kautta. Orgaaninen kasvu on ollut arviomme mukaan matalahkoa yksinnumeroista tasoa, mutta kuitenkin selvästi 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 transaktiosta. 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 tehnyt juuri orgaanisia toimipisteavauksia. Viime vuosien suurin yrityskauppa on Feelgoodin osto Ruotsissa vuonna 2021 noin 70 MEUR:lla.

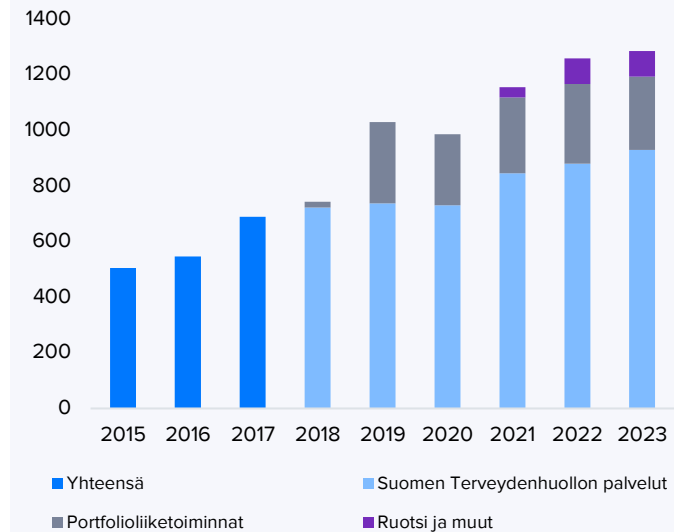
Kasvu yritysostoin on ollut erittäin pääomaintensiivistä, mutta se on ollut välttämätöntä yhtiön nykyisen markkina-aseman saavuttamiseksi. Yhtiö tekemien yritysostojen arvostustasot ovat olleet historiassa varsin korkeita

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.

Suurista yrityskaupoista selkeä epäonnistuminen oli 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 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.

Terveystalon yritysostotahti hidastui selvästi vuonna 2023, jolloin myös yhtiön kokonaisliikevaihdon kasvuvauhti (+2 %) hidastui selvästi. Potentiaalisia yritysostokohteita on Suomessa rajallisesti ja yritysostot tulevat jatkossa keskittymään entistä enemmän Ruotsiin. Täälläkin yhtiö on indikoinut fokuksen olevan lyhyellä tähtäimellä kannattavuuden kohentamisessa ennen kuin yhtiö kiihdyttää tahtiaan yritysostoissa.

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 hoitoketjun jäivät tyypillisesti lyhyemmiksi, sekä yleisen kustannusinflaation merkittävä kiihtyminen.

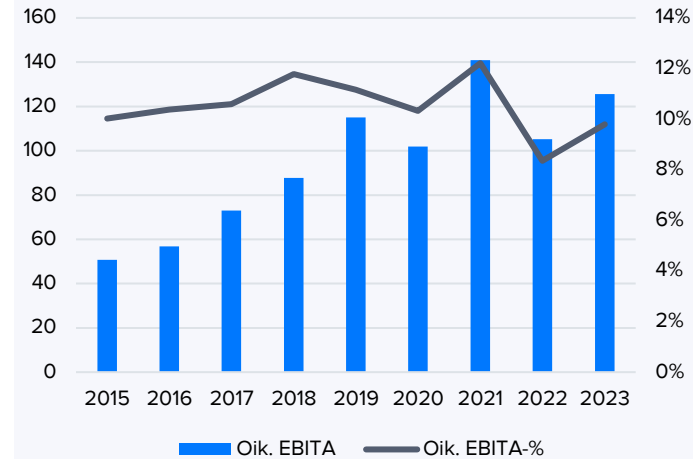
Kannattavuuden romahtamisen jälkeen terveystalo käynnisti syksyllä kannattavuuden elvyttämiseen tähtäävän tehokkuusohjelman ("Alpha"). Ohjelman kautta yhtiö tavoitteli alun perin vähintään 50 MEUR:n inflaatiokorjattua, vuositason (run-rate) EBITA-parannusta vuoden 2024 loppuun mennessä. Alpha-ohjelma pureutui aluksi erityisesti kypsän liiketoiminnan eli Suomen terveystaluiden kannattavuushaasteisiin.

Ohjelma käynnistyi alkuperäisiä odotuksia nopeammin ja sitä päätettiin myös laajentaa vuoden 2023 aikana yhtiön saavuttaessa vuoden lopussa jo 60 MEUR:n run-rate säästöt. Samalla kuitenkin myös ohjelmaan liittyvät kertaluonteiset kulut ovat kasvaneet. Ohjelman tuoma tulosparannus vuodelle 2023 oli yhtiön mukaan yhteensä 37 MEUR. Terveystalon oikaistu EBITA elpyikin vuonna 2023 9,8 % tasolle. Tasosta on edelleen hieman matkaa yhtiön tavoitetasoon

(vuonna 2025 yli 12 % oikaistu EBITA-marginaali) ja siten onkin selvää, että kannattavuusohjelman laajentaminen oli pakollista mikäli yhtiö haluaa tämän saavuttaa. Varsinaista tavoitetasoa ohjelman run-rate-tasolle ei tällä hetkellä ole vaan tavoitteena tällä hetkellä onkin puhtaasti vuoden 2025 kannattavuustavoite.

Kannattavuusohjelman tavoitelluista säästöistä alun perin 30-40 % oli suoria kustannussäästöjä ja siten varsin suoraviivaisia. Näistä suurin osa suoritettiin heti ohjelman alussa ja ne kohdistuivat organisaatiomuutoksen yhteydessä toteutettaviin hallintohenkilöstön vähennyksiin. Myös ulkoisten kulujen osalta säästöjä tavoiteltiin etenkin digikehityksen osalta, sillä panostuksia kohdennetaan jatkossa harkitummin konsernin omaan sisäiseen kehitystyöhön. 30-40 % muodostui marginaaliparannuksista, joissa avainasemassa on hinnankorotukset. Terveystalo onkin tehnyt vuosien 2023 ja 2024 aikana merkittäviä marginaaleja tukevia hinnankorotuksia. Yhtiö on myös pyrkinyt karsimaan heikosti kannattavia sopimuksia, joita on käsityksemme mukaan ollut etenkin julkisen puolen työterveydessä ja myös suurten yritysten parissa. Loput 20-40 % tulosparannuksesta muodostui tarjontaa kasvattamalla ja myyntimixiä parantamalla. Yhtiö on viime aikoina onnistunut ammattilaisten määrän lisäämisessä, eikä tarjonta ole ollut pullonkaula kasvulle. Yleisesti tarjonnan osalta on hyvä huomata, että ammattilaisten ylösajo täyteen potentiaaliin vie aikaa, sillä tyypillisesti lääkärit nostavat asiakkaille tarjolla olevia vapaita aikoja vähitellen.

Tuloksen ja kannattavuuden kehitys



Investointien kehitys (MEUR, ed. 12kk)



Taloudellinen kehitys (3/4)

Investoinnit

Terveystalon liiketoiminta vaatii jatkuvia investointeja koneisiin, laitteisiin sekä toimitiloihin. Nämä ovat olleet varsin tasaisesti vuosittain noin 20-30 MEUR. Vuonna 2023 terveystalo investoinnit toimitiloihin (10 MEUR) kasvoivat selvästi, mutta sen sijaan investoinnit laitteisiin ja välineisiin (14 MEUR) laskivat.

Terveystalo on investoinut digitaalisiin ratkaisuihinsa vuosittain noin 20-30 MEUR. Näihin liittyvät investoinnit saavuttivat huippunsa vuonna 2022 (29 MEUR), jonka jälkeen tahti rauhoittui selvästi vuonna 2023 (16 MEUR). Investointitason lasku oli arviomme mukaan osittain seurausta yhtiön ulkopuolelta vuonna 2018 tilatun potilastietojärjestelmän tilauksen lopetus syksyllä 2022, mistä koitui taseeseen 29 MEUR:n alaskirjaus. Projektin venyttyä yhtiö tuli johtopäätökseen, että samat toiminnallisuudet saadaan riskittömämmin aikaan nykyisessä Dynamic Health-järjestelmässä, jota myös sen toimittaja TietoEvy on suvantovaiheen jälleen alkanut jälleen kehittää. Jatkossa yhtiö pyrkii välttämään epäonnistumiset digi-investoinneissaan painottamalla modulaarisuuteen ja avoimiin rajapintoihin perustuvaa talonsisäistä IT-kehitystä. Potilastietojärjestelmään kohdistunut alaskirjaus (sekä Attendo-kaupasta syntyneen liikearvon ja asiakassuhteiden alaskirjaus vuoden 2023 lopulla) osoittavat, että pääoman allokoinnissa on tehty historiassa ajoittain virhearviointeja.

Kokonaisuudessaan bruttoinvestoinnit laskivat vuonna 2023 41 MEUR:oon vuoden 2022 58

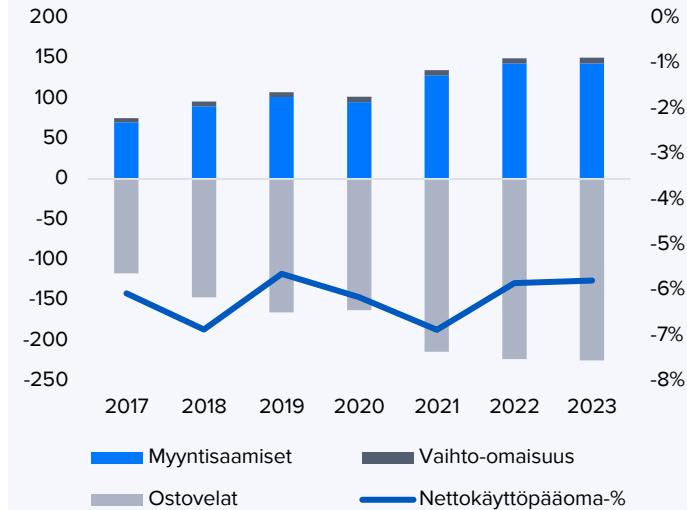
MEUR:sta. Yhtiö onkin viestinyt olevansa jatkossa aiempaa valikoivampi investointien suhteen. Pidämme tätä tervetulleena ottaen huomioon historiassa investointien maltilliset takaisinmaksunäkymät sekä myös tietyt virhearviot historiallisissa investoinneissa.

Käyttöpääoma ja rahavirta

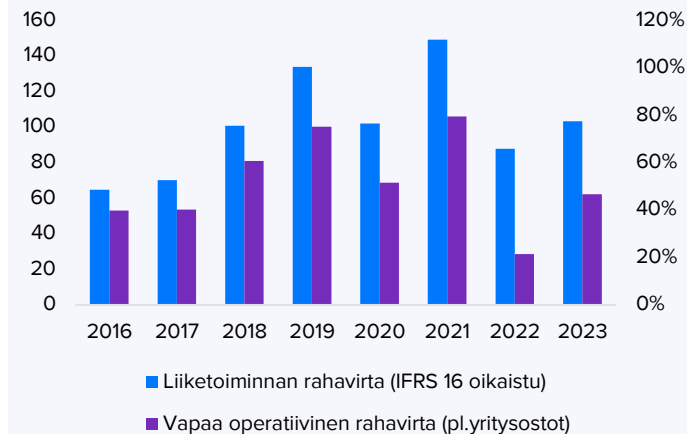
Terveystalon liiketoiminta on pyörinyt historiallisesti negatiivisella käyttöpääomalla, jonka myötä yhtiön liiketoiminta tuottaa vahvaa kassavirtaa yhtiön kasvaessa. Vuoden 2023 nettokäyttöpääoma oli noin -6 % liikevaihdosta. Negatiivinen käyttöpääoma on osaltaan seurausta yhtiön keskitetystä osto-organisaatiosta ja hyvästä neuvotteluvoimasta suhteessa toimittajiin. Käyttöpääomaprofiilia parantaa myös se, että yksityisasiakkaat maksavat heti vastaanotolla. Yritysiasiakkailla 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. terveystalo on allokoिनut liiketoiminnan tuottamaa vahvaa rahavirtaa ylläpito- ja kasvuinvestointeihin, yritysostoihin, velkojensa korkoihin sekä osinkoihin. Liiketoiminnan rahavirran osalta on hyvä huomioida, ettei se sisällä vuokravelkojen lyhennyksiä, jotka olemme erikseen vähentäneet liiketoiminnan rahavirrasta sivupalkissa olevassa kuvaajassa.

Käyttöpääoman kehitys



Liiketoiminnan rahavirta ja vapaa operatiivinen rahavirta



Taloudellinen kehitys (4/4)

Raskaan taseen myötä pääoman tuotot vaisuilla tasoilla

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 varsin vaisut. Vuonna 2023 yhtiön pääoman tuottoluvut olivat pakkasella merkittävien alaskirjausten vuoksi. Historiassa sijoitetun pääoman sekä oman pääoman tuotto on kuitenkin pääsääntöisesti ollut 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 on onkin nähdäksemme varsin kallista. Kalliin rakennusvaiheen jälkeen orgaanisen myynnin kasvun pitäisi tulla matalammilla investointitarpeilla ja uudelleen investoidun pääoman pitäisi tuottaa suhteellisesti paremmin. Siten pääoman tuottolukujen pitäisi asteittain ajan myötä. Pääomakevyeksi yhtiön liiketoimintaa ei kuitenkaan voi sanoa, sillä myös ylläpitoinvestointeja vaaditaan jatkuvasti.

Terveystalon taseen vastaavaa puolella liikearvo on selvästi suurin erä (824 MEUR). Liikearvo on huomattavan korkea ja ylittää selvästi yhtiön oman pääoman (515 MEUR). terveystalo testaa tasaisin väliajoin, että sen liikearvon kirjanpitoarvo ei ylitä

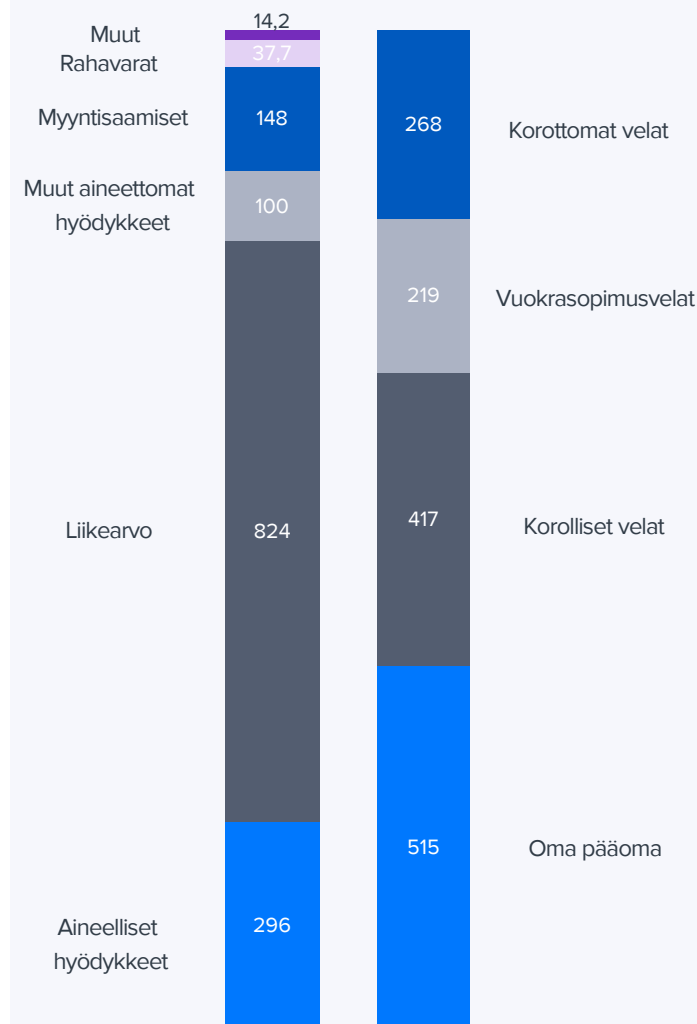
käypää arvoa. Vuoden 2023 lopulla yhtiö joutuiikin alaskirjaamaan liikearvoaan osana muita aineettomiin hyödykkeisiin kohdistuvia alaskirjauksia. Emme pidä liikearvon alaskirjauksia mahdollisina myös jatkossa, etenkin jos Ruotsissa kannattavuuskehitystä ei saada parannettua. Ruotsin liikearvo kattaa toisaalta vain 5,4 % liikearvosta. Myös Portfolioliiketoimintojen julkisrahoitteisen osan uudet alaskirjaukset ovat nähdäksemme myös jatkossa mahdollisia (17,8 % liikearvosta). 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 (15 %), aineettomat hyödykkeet (7 %) sekä aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet (6 % taseesta). Lyhytaikaiset varat koostuvat pääasiassa myyntisaamisista (10 %) ja rahavaroista (3 %).

Taseen vastattavaa puolella oma pääoma muodosti vuoden 2023 lopulla 36,5 % taseesta (omavaraisuusaste). Korollisia velkoja oli yhteensä 29 % taseesta. Vuokrasopimusvelkat muodostivat 15 % taseesta, joiden osuus kasvoi merkittävästi vuoden 2022 tasosta (12 %) yhtiön solmiessa uusia pidempiaikaisia vuokrasopimuksia suosiollisemmassa vuokrausmarkkinassa. Myös ostovelat ovat merkittävä erä taseessa (16 %).

Nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen oli vuoden 2023 3,0x (IFRS16 oik. 2,7x), mikä on absoluuttisesti jo varsin korkea taso. Taseasema jossain määrin rajaa mahdollisuuksia suuremmille yrityskaupoille, joskin näitä yhtiö ei nykytilanteessa nähdäksemme etsikään.

Vuoden 2023 lopun tase



Ennusteet (1/3)

Ennusteiden lähtökohdat

Terveystalo raportoi liikevaihtoaan sekä oikaistua EBITAa kolmesta eri segmentistä (Terveydenhuollon palvelut, Portfolioliiketoiminnat ja Ruotsi), minkä mukaan myös me mallinamme yhtiön kehitystä. Tämän lisäksi yhtiö raportoi Terveydenhuollon 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 lisäksi yhtiö raportoi Muut-segmenttiä, joka pitää sisällään muun muassa konsernin sisäisen liiketoiminnan eliminoinnit.

Terveystalon pääasiassa vakaan ja defensiivisen profiilin sekä eri liikevaihtoeiden raportoinnin myötä yhtiön liikevaihto on lyhyellä tähtämellä pääsääntöisesti varsin hyvin ennustettavaa. Suurimman segmentin, Terveydenhuollon palveluiden, osalta yhtiön tekemistä hinnankorotuksista saa varsin hyvää tukea kasvuennusteille. Käyntivolyymien ennustaminen on luonnollisesti aina haastavampaa, mihin saa kuitenkin tukea muun muassa terveyspalveluihin käytetystä korttidatasta. terveystalo myös raportoi ylähengitystieinfektioiden määriä, minkä kautta voi esimerkiksi vertailla flunssakausien voimakkuutta (vaikuttaa erityisesti Q4:llä ja Q1:llä).

Keskkipitkän ja pitkän aikavälin ennusteisiin vaikuttaa luonnollisesti markkinan kasvuoletukset, sekä näkemyksemme yhtiön kilpailukyyn kehityksestä. Yhtiön ison koon ja vahvan markkina-

aseman myötä etenkin Suomen yksityisissä terveyspalveluissa pitkällä tähtämellä markkinakasvua nopeampaa kasvua on haastava saada aikaan.

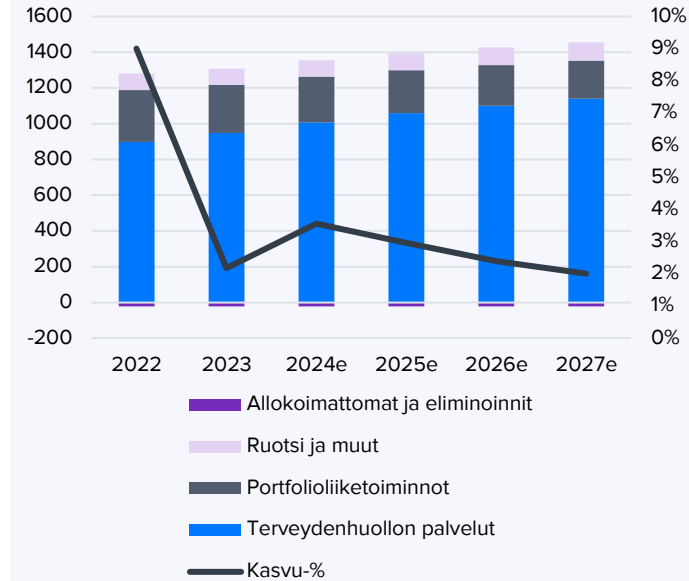
Tuloksen osalta yhtiö raportoi eri segmenttien oikaistun EBITA:n. Segmenttikohtaisia tarkempia kulurakenteita yhtiö ei kuitenkaan avaa. Segmenttien tuloksen mallintamisessa pyrimme hahmottamaan vipuvaikutusta, jolla liikevaihdon muutos eri liikevaihtoeissa näkyy tuloksessa, samalla ottaen huomioon segmentin kiinteisiin kuluihin liittyvät muospaineet. Mallinamme myös koko konsernin tuloslaskelmaa tukilaskelmana.

Vuoden 2024 ennusteet

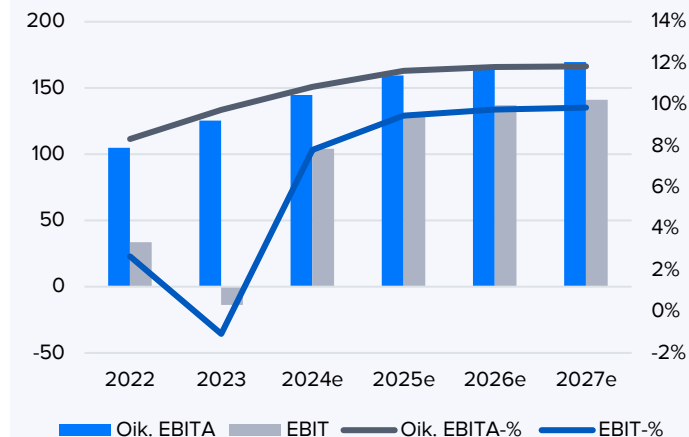
Terveystalo antoi vuonna 2023 Q1:n yhteydessä ensimmäistä kertaa ohjeistuksen ja jatkoi tällä linjalla myös tänä vuonna. Yhtiö ohjeistaa kuluvan vuoden liikevaihdon kasvavan (2023: 1286 MEUR) ja oikaistun EBITA-marginaalin olevan 10,1-11,5 % (2023: 9,8 %).

Ennustamme terveystalon liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 3,5 % 1332 MEUR:oon. Kasvua ajaa etenkin Terveydenhuollon palvelut, joiden odotamme kasvavan noin 6 % 1007 MEUR:oon. Kasvu tulee arviomme mukaan pääasiassa hinnankorotuksista. Volyymeissa emme odota erityisen suurta muutosta viime vuodesta työterveyshuollettavien määrän ollessa pidempään jo suhteellisen stabiili. Yhtiö luopui viime vuonna tietyistä huonomman katteen julkisen puolen työterveyssovimuksista, joista aiheutuu arviomme mukaan vielä pieniä häntiä tälle vuodelle rajoittaen kasvua.

Liikevaihtoennusteet (MEUR) ja kasvu-%



Tuloksen (MEUR) ja kannattavuuden ennusteet



Ennusteet (2/3)

Liikevaihtoeristä arvioimme vastaanottojen, diagnostiikan ja muiden palveluiden kaikkien kasvavan 5-7 %:n tahtia. Perinteinen flunssakausiin ajoittuva diagnostiikka on pitkälti jo elpynyt koronaa edeltävälle tasolle. Kroonisiin sairauksiin liittyvissä hoitopoluissa ja diagnostiikassa on käsityksemme mukaan vielä parantamispotentiaalia, mutta emme odota tästä vielä näkyviä tuloksia tänä vuonna.

Portfolioliiketoimintojen liikevaihdon odotamme laskevan 4 % 256 MEUR:oon. Laskua ajaa etenkin päättyvät ulkoistussopimukset, jotka aiheuttavat viime vuoteen nähden noin 10 MEUR:n loven liikevaihtoon. Henkilöstövuokrausliiketoiminnassa odotamme niukkaa kasvua. Suun terveyden ja muiden palveluiden liikevaihdon odotamme laskevan lievästi viime vuodesta erityisesti Suomen talouden taantumana vuoksi näiden erien ollessa herkempiä kuluttajien ostovoimassa nähtäville muutoksille. Muissa palveluissa liikevaihtoa painaa myös hieman alkuvuonna tiedotettu tulkkauksen keskittyvän liiketoiminnan divestointi (noin 4 MEUR:n liiketoiminta).

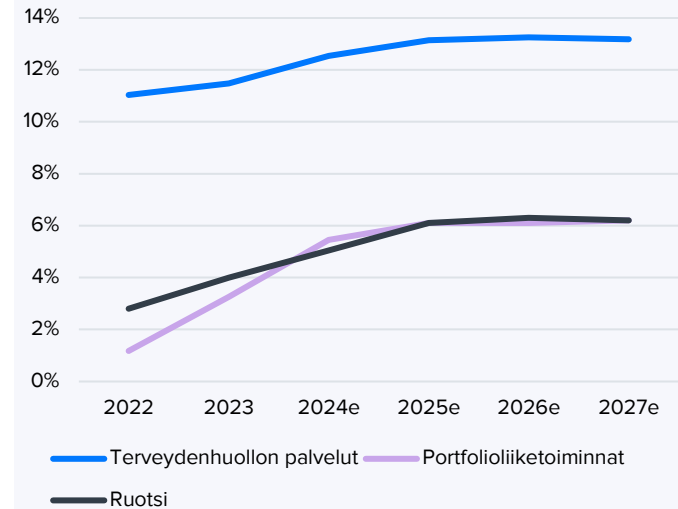
Terveystalo on ohjeistanut Ruotsin liikevaihdon laskevan tänä vuonna markkinan heikkouden vuoksi. Ennusteemme odottaa reilun 1 %:n laskua 91,3 MEUR:oon. Nykyisellä kruunun kurssilla valuuttojen pitäisi tuoda jo lievää tukea kasvuun tänä vuonna. Alkuvuonna liikevaihto saa marginaalista tukea kesällä 2023 tehdyistä Quality Care ja Växjö Hälsoforum –yrityskaupoista. Näiden vaikutus hautautuu kuitenkin heikon kysyntäympäristön alle, ja arvioimme Ruotsin liikevaihdon olevan laskussa etenkin alkuvuonna, kun vertailukaudet ovat vielä kohtalaisen vahvoja.

Ennustamme Terveystalon oikaistun EBITA:n nousevan vuonna 2024 145 MEUR:oon (2023: 125 MEUR). Tämä vastaisi 10,9 %:n oikaistua EBITA-marginaalia ollen suunnilleen ohjeistushaarukan keskipisteen tuntumassa. Kannattavuuden paranemisen taustalla on etenkin Terveystalon syksyllä 2022 käynnistämä kannattavuusohjelma ("Alpha"), joka on kehittynyt yhtiön sekä meidän alkuperäisiä odotuksiamme nopeammin. Ohjelmalla tavoiteltiin alun perin vuoden 2024 lopussa 50 MEUR:n run-rate tasoa säästöissä, mutta yhtiö saavutti vuoden 2023 lopulla jo yli 60 MEUR:n tason. Hyvin käynnistyneen ohjelman jälkeen kannattavuusohjelmaa päätettiin jatkaa alkuperäisestä. Toisaalta tämä on myös välttämätöntä, mikäli yhtiö haluaa saavuttaa vuoden 2025 12 %:n oikaistun EBITA-marginaalin tavoitteen.

Vuonna 2023 ohjelman tuoma tulosparannus oikaistun EBITAn tasolla oli 37 MEUR ja yksinkertaistettuna tänä vuonna tulosparannuksen pitäisi olla 20-25 MEUR jo pelkästään viime vuonna tehdyillä toimenpiteillä. Laskutoimitus ei ole kuitenkaan näin yksinkertainen ja run-rate vaikutus mittaa puhtaasti ohjelman tuomaa parannusta tulokseen. Esimerkiksi vuonna 2023 absoluuttinen oikaistu EBITA kasvoi lopulta "vain" noin 20 MEUR, kun muista eristä (kuten koronatestit) tuli vastatuulta lukuihin.

Joka tapauksessa kannattavuutta parantaa erityisesti viime ja tänä vuonna tehdyt ja tehtävät säästö- ja hinnoittelutoimenpiteet sekä hoitoketjujen pidentämiseen tähtäävät toimet. Yleisesti yhtiö on myös muokannut hinnoittelurakenteitaan niin, että yhtiön vastaanottojen kannattavuus on parantunut.

Segmenttien kannattavuusennusteet
(Oik. EBITA-%)



EPS ja osinko



Ennusteet (3/3)

Yhtiön omat toimet kannattavuuden osalta ovat edenneet hyvin ja tukevat selvästi kannattavuutta tänä vuonna. Riskejä kannattavuuden osalta aiheuttaa muun muassa kevään palkkaneuvottelut (TPTES), joista odotetaan kireitä. Lisäksi volyyminkehityksellä on merkittävä vaikutus kannattavuuteen yhtiön kannattavuusohjelman myötä parantuneen operatiivisen vivun myötä.

Vuosien 2025-2027 ennusteet

Vuonna 2025 odotamme Terveystalon liikevaihdon kasvavan 3 % 1372 MEUR:oon. Kasvu nojaa ennusteissamme myös ensi vuonna Terveystalon palveluihin (ennuste +5 %). Inflaation rauhoittuessa uskomme, ettei yhtiö kykene tulevana vuosina enää tekemään aivan viime vuosien kaltaisia hinnankorotuksia, mikä selittää segmentin kasvun hidastumista. Portfolioliiketoimintojen liikevaihdon odotamme jatkavan laskussa (ennuste -6 %) ulkoistusliiketoiminnan myötä. Ruotsin odotamme palaavan ensi vuonna kasvuun (ennuste +5 %). Terveystalo tavoittelee vuonna 2025 saavuttavansa 12 %:n oikaistun EBITA-marginaalin, ja yhtiö on vaikuttanut kommunikaatiossaan hyvin luottavaiselta tavoitteen suhteen. Meidän ennusteemme on hieman tavoitteen alapuolella 11,6 %:ssa (oik. EBITA 160 MEUR). Tavoite on nähdäksemme mahdollista saavuttaa, mutta se vaatii onnistumisia useammalla rintamalla. Ensinnäkin Ruotsin ja Portfolioliiketoimintojen tulee alkaa kontribuoimaan entistä enemmän yhtiön tuloksentekoon. Ulkoistusliiketoiminnan supistuminen toisaalta parantaa suhteellista kannattavuutta automaattisesti sen heikomman kannattavuuden vuoksi. Tämän lisäksi palkkainflaatiosta ei ole varaa tulla merkittäviä

negatiivisia yllätyksiä (kevään 2024 TPTES neuvottelut). Tavoite vaatisi myös nähdäksemme kysyntäympäristön kohenemista nykyisestä Ruotsin ja kuluttajien itse maksamien palveluiden kysynnän ollessa tällä hetkellä paineessa.

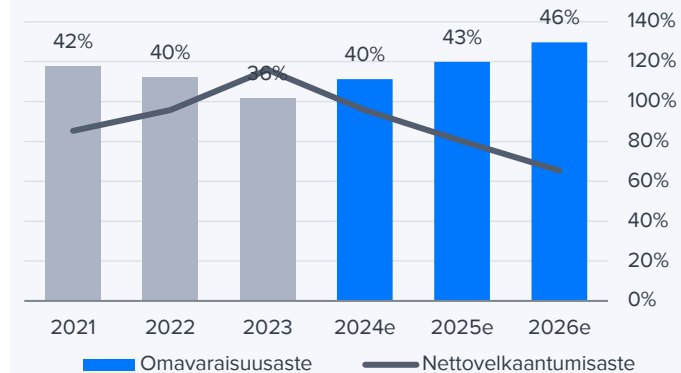
Vuonna 2026 odotamme liikevaihdon kasvavan 2,4 % 1404 MEUR:oon edelleen pitkälti Terveystalon palveluiden ajamana samalla, kun ulkoistussopimuskanta supistuu edelleen. Oikaistun EBITA:n odotamme kasvavan 166 MEUR:oon (11,8 % lv:sta). Samojen ajurien tukemana odotamme Terveystalon liikevaihdon kasvavan vuonna 2027 2 % 1433 MEUR:oon ja oikaistun EBITA:n 170 MEUR:oon (11,8 % lv:sta).

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2028-2030 odotamme kasvun kiihtyvän noin 3 %:n tasolle ulkoistussopimusten tuoman vastatuulen pitkälti päättyessä vuodesta 2027 eteenpäin. Tästä kasvu maltillistuu asteittain kohti 2 %:n terminaalikasvua. Isossa kuvassa ennusteperiodin kasvuennusteemme (2024-2032: noin 2-4 %) heijastelee pitkälti markkinan odotettua kasvuvauhtia. Tämä on mielestämme perusteltua ottaen huomioon yhtiön iso koko ja korkea markkinaosuus Suomessa, minkä seurauksena markkinaa nopeampi kasvu on pitkällä aikavälillä nähdäksemme haastavaa.

Odotamme raportoidun liikevoittomarginaalin saavuttavan 9,9 % vuosina 2026 ja asteittain laskevan kohti 8,6 %:n tasoa. Niin ikään oikaistun EBITA-marginaalin kannattavuushuippu saavutetaan ennusteissamme vuosina 2026-2027 (Oik. EBITA-%: 11,8 %) ja tästä laskevan asteittain hieman alle 10 %:n tasolle, mikä on terminaalioletuksemme.

Taseen avainlukujen kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	1259	341	322	280	342	1286	349	333	293	357	1332	1372	1404	1433
Terveystuhoon palvelut	898	250	235	209	255	949	265	249	223	271	1007	1058	1101	1139
Portfolioliiketoiminnot	291	70,8	68,6	60,5	67,3	267	65,9	65,0	59,6	65,6	256	240	227	213
Ruotsi ja muut	92,8	25,5	24,6	15,8	26,6	92,5	24,2	24,1	16,1	26,9	91,3	95,0	98,8	102
Allokoimattomat ja eliminoinnit	-22,3	-5,0	-5,5	-5,1	-6,2	-21,8	-5,2	-5,4	-5,4	-6,0	-22,0	-22,0	-22,0	-22,0
Käyttökate	169	45,9	43,6	36,9	52,7	179	55,7	48,0	43,0	62,2	209	235	241	244
Terveystuhoon palvelut EBITA (oik.)	99,1	31,4	23,5	20,3	33,7	109	35,9	27,8	24,2	38,3	126	139	146	150
Portfolioliiketoiminnot EBITA (oik.)	3,4	2,9	2,0	1,8	2,0	8,7	4,3	3,4	2,7	3,6	14,0	14,7	13,8	13,2
Ruotsi ja muut EBITA (oik.)	2,6	1,8	1,6	-2,1	2,4	3,7	1,2	1,6	-1,1	3,0	4,6	5,8	6,2	6,3
Allokoimattomat ja eliminoinnit EBITA (oik.)	-0,1	0,3	1,4	1,0	1,5	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertaerät	-39,5	-9,3	-3,5	-2,7	-5,5	-21,0	-5,0	-4,0	-2,0	-2,0	-13,0	-6,0	-6,0	-5,0
EBITA ilman kertaeriä	105	36,4	28,5	21,0	39,6	125	41,4	32,7	25,7	44,9	145	160	166	170
Liikevoitto ilman kertaeriä	88,4	32,1	22,1	16,6	33,9	105	37,1	28,4	21,4	40,6	128	144	149	153
Liikevoitto	33,9	19,1	14,9	10,2	-58,9	-14,7	29,5	21,8	16,8	36,0	104	130	137	142
Nettorahoituskulut	-2,9	-5,0	-5,1	-6,5	-7,6	-24,2	-8,0	-8,0	-7,5	-7,5	-31,0	-26,3	-22,2	-17,4
Tulos ennen veroja	31,0	14,1	9,7	3,7	-66,5	-38,9	21,5	13,8	9,3	28,5	73,1	104	115	125
Verot	-6,5	-3,0	-2,3	-0,4	2,4	-3,3	-4,5	-2,9	-2,0	-6,0	-15,4	-21,7	-24,1	-26,2
Nettotulos	24,5	11,1	7,4	3,4	-64,1	-42,2	17,0	10,9	7,4	22,5	57,8	81,8	90,8	98,5
EPS (oikaistu)	0,54	0,17	0,12	0,08	0,17	0,54	0,18	0,13	0,09	0,21	0,60	0,73	0,79	0,85
EPS (raportoitu)	0,19	0,09	0,06	0,03	-0,50	-0,33	0,13	0,09	0,06	0,18	0,45	0,64	0,71	0,78

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	9,0 %	3,5 %	1,3 %	1,5 %	2,3 %	2,2 %	2,4 %	3,1 %	4,4 %	4,3 %	3,5 %	3,0 %	2,4 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-31,4 %	-9,9 %	11,4 %	84,4 %	41,3 %	18,4 %	15,7 %	28,9 %	29,0 %	19,6 %	21,8 %	13,1 %	3,4 %	2,7 %
Käyttökate-%	13,4 %	13,5 %	13,5 %	13,2 %	15,4 %	13,9 %	15,9 %	14,4 %	14,7 %	17,4 %	15,7 %	17,1 %	17,1 %	17,0 %
Oikaistu EBITA-%	8,3 %	10,7 %	8,8 %	7,5 %	11,6 %	9,8 %	11,9 %	9,8 %	8,8 %	12,6 %	10,9 %	11,6 %	11,8 %	11,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,0 %	9,4 %	6,8 %	5,9 %	9,9 %	8,1 %	10,6 %	8,6 %	7,3 %	11,4 %	9,6 %	10,5 %	10,6 %	10,7 %
Nettotulos-%	1,9 %	3,2 %	2,3 %	1,2 %	-18,7 %	-3,3 %	4,9 %	3,3 %	2,5 %	6,3 %	4,3 %	6,0 %	6,5 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2024e	2024	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1333	1332	0 %	1378	1372	0 %	1425	1404	-1 %
Käyttökate	207	209	1 %	232	235	1 %	240	241	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	127	128	0 %	141	144	3 %	149	149	0 %
Liikevoitto	104	104	0 %	127	130	2 %	138	137	-1 %
Tulos ennen veroja	76	73	-4 %	103	104	1 %	117	115	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,62	0,60	-3 %	0,72	0,73	1 %	0,80	0,79	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,31	0,32	3 %	0,32	0,34	6 %	0,33	0,36	9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	1290	1227	1213	1202	1194
Liikearvo	880	824	824	824	824
Aineettomat hyödykkeet	145	99,9	88,1	83,4	80,6
Käyttöomaisuus	256	296	294	288	283
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	7,7	6,0	6,0	6,0	6,0
Vaihtuvat vastaavat	190	193	197	203	208
Vaihto-omaisuus	6,6	7,1	7,4	7,6	7,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	143	148	151	155	159
Likvidit varat	40,2	37,7	39,1	40,2	41,2
Taseen loppusumma	1479	1419	1410	1405	1401

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	592	515	560	602	649
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	115	38,2	57,9	99,0	147
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	493	493	518	518	518
Muu oma pääoma	-15,8	-15,7	-15,7	-15,7	-15,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	570	604	497	454	409
Laskennalliset verovelat	29,5	20,2	20,2	20,2	20,2
Varaukset	8,3	2,8	2,8	2,8	2,8
Korolliset velat	516	567	460	418	372
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	16,2	13,7	13,7	13,7	13,7
Lyhytaikaiset velat	317	300	353	349	344
Korolliset velat	90,7	68,8	116	105	93,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	223	225	236	243	249
Muut lyhytaikaiset velat	3,2	6,9	1,3	1,3	1,3
Taseen loppusumma	1479	1419	1410	1405	1401

Arvonmääritys (1/3)

Pörssitaival ei ole ollut sijoittajille suuri menestys

Terveystralon kasvu on ollut pörssitaipaleensa aikana ripeää ja yhtiö on liikevaihdollisesti onnistunut lähes tuplaamaan kokoluokkansa listautumisvuodesta 2017. Omistajille tämä kasvutarina ei ole kuitenkaan ollut tuottoisa osakekurssin ollessa tänä päivänä selvästi listautumishintaa matalammalla tasolla. Myös osingot huomioiden osakkeen tuotto on listautumiseen osallistuneille jäänyt selvästi negatiiviseksi. Yksi selvä tekijä tämän taustalla on listautumishetken korkea arvostustaso, joka onkin vuosien mittaan maltillistunut kun yhtiön tuloskasvu on ottanut korkeita kertoimia kiinni. Arvostusta tarkasteltaessa on myös hyvä huomioida, että korkojen nousu on myös vaikuttanut negatiivisesti osakkeen hyväksyttävään arvostustasoon.

Korkean arvostuksen lisäksi osakkeen heikkoa suoriutumista selittää mielestämme etenkin kasvun korkea hintalappu. Vahvan markkina-aseman saavuttaminen yritysostovetoisesti on ollut erittäin pääomaintensiivistä ja ostettujen kohteiden suhteellisen korkeiden arvostustasojen myötä sijoitetun pääoman tuotot ovat jääneet suhteellisen vaisuiksi. Entisestään niitä on heikentänyt tietyt virhearviot yritysostoissa ja organisaatioinvestoinneissa (kuten Attendo Terveyspalveluiden osto ja oman potilastietojärjestelmän kehitys), mihin liittyvät mittavat alaskirjaukset osoittavat, että näihin on hukattu aikoinaan liikaa pääomia. Yritysostojen ja digi-investointien myötä yhtiö on kuitenkin saavuttanut erittäin vahvan markkina-aseman omalla toimialallaan.

Hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavia tekijöitä

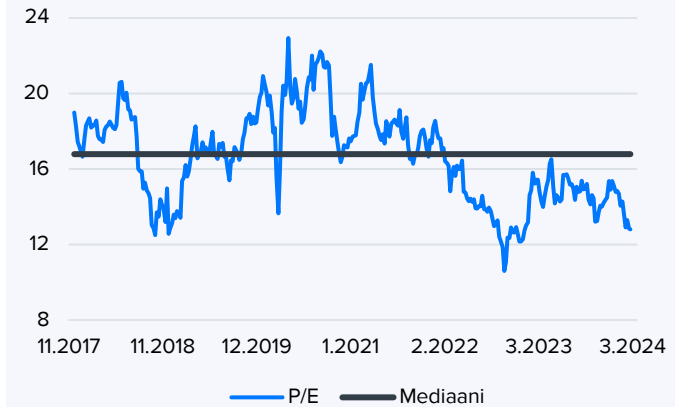
Mielestämme seuraavat tekijät tulee ottaa huomioon tarkastellessa Terveystralon arvostusta

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

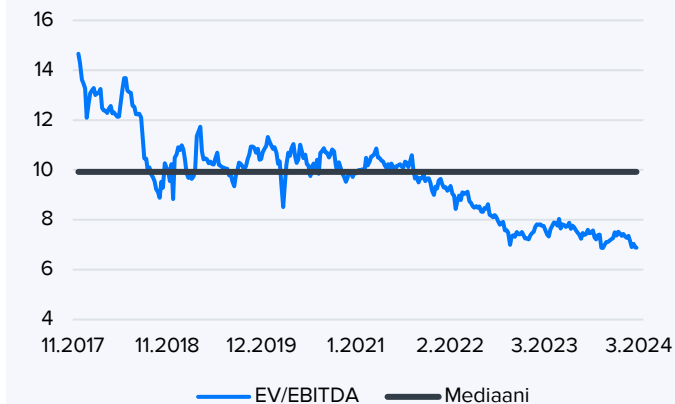
Vahvan markkina-aseman vastapuolena on **maltillinen kasvunäkymä**, sillä markkinaosuus voittamalla kasvuvarama on vain lievästi. Siten pidemmällä aikavälillä orgaaninen kasvu etenkin Terveystalon palveluissa lähentelee väkisin markkinan kasvua. Muilla alueilla (kuten suun terveys, hyvinvointipalvelut ja Ruotsi) kasvua voidaan kuitenkin saavuttaa vielä myös markkinaosuuksia voittamalla.

Pääoman tuottoluvut ovat matalia, mikä on seurausta etenkin kalliista yritysostovetoisesta kasvuvaiheesta, EQT:n ja Bridgepoint Capitalin välisen transaktion tuomasta liikearvosta sekä toteutuneilla luvuilla edelleen vaisuhkosta kannattavuudesta. Orgaanisen kasvun myötä ja kannattavuuden elpymässä hyvälle tasolle pääoman tuottoluvuilla on kuitenkin edellytykset nousta nähdäksemme selvästi kaksinumeroiseksi.

Historiallisen 12kk eteenpäin katsovan P/E-kertoimen kehitys



Historiallisen 12kk eteenpäin katsovan EV/EBITDA-kertoimen kehitys



Arvonmääritys (2/3)

Toisaalta myös yhtiön orgaaninen liiketoiminta vaatii jatkuvia ylläpitoinvestointeja toimitiloihin sekä koneisiin ja laitteisiin, minkä vuoksi pääomakevyeksi yhtiön liiketoimintaa ei voi sanoa.

Yhtiön näytöt **yrityskaupoissa** ovat nähdäksemme pääasiassa hyvät yhtiön nykyisen rakenteen muodostuessa pitkälti yritysostojen kautta. Toisaalta myös virhearvioita on tehty (Attendo) ja tyypillisesti toimialan ostokohteiden arvostustasot ovat suhteellisen korkeita (ennen synergioita) rajaten yritysostojen arvonluontipotentiaalia.

Alan krooninen osaajapula sekä poliittisiin päätöksiin liittyvä epävarmuus nostaa jossain määrin Terveystalon riskiprofiilia.

PPA-poistot, vuokravelat ja kertaerät aiheuttavat arvostuskertoiimiin omat erikoisuutensa

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

Terveystalo itse ohjeistaa tulostaan oikaistulla EBITA:lla. Luvun tarkoitus on tyypillisesti oikaista ei-kassavirtavaikutteiset poistot (PPA-poistot). Q4'23:llä tehtyjen alaskirjausten jälkeen A-komponentti pitää kuitenkin sisällään enemmän muita aineettomien hyödykkeiden poistoja (kassavirtavaikutteisia) kuin PPA-poistoja. Muut kassavirtavaikutteiset käyttöomaisuuteen tehtävät poistot on vähennetty luvusta näiden kuuluessa poistojen D-komponenttiin.

Oikaistu EBITA on historiassa kuitenkin heijastellut kohtuullisen hyvin yhtiön vuokrasta vähennettyä

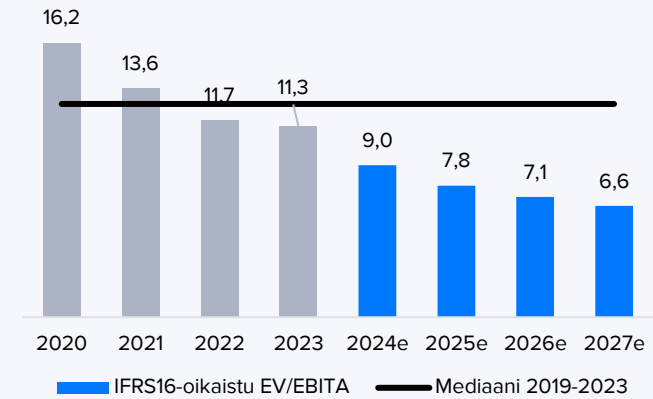
liiketoiminnan rahavirtaa. IFRS16-oikaistussa EV/EBITA-kertoimessa oikaisemme yhtiön taseen merkittävät vuokrasopimusvelat korollisista veloista, sillä vuokrat huomioidaan jo kuluina poistoissa. Olemme myös vähentäneet oikaistussa EBITA:ssa vuokravelkoihin liittyvän rahoituskulukomponentin.

Lisäksi tarkastelemme kertaeristä ja PPA-poistoista oikaistu P/E-kerrointa. P/E-kerrointa on tärkeää tarkastella nyt etenkin kun rahoituskulut ovat nousseet merkittävästi korkojen nousun myötä.

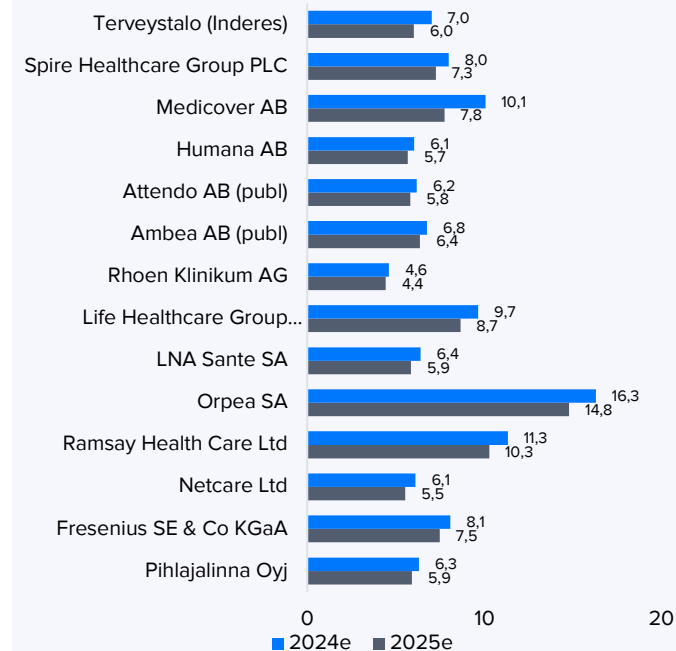
Molemmissa kertoimissa haasteena on yhtiön kertaeriksi kirjaamat kulut, joita yhtiö kuitenkin tekee jatkuvasti. Tyypillisesti nämä ovat olleet suhteellisen pieniä ja liittyneet esimerkiksi yrityskauppoihin, mutta viime vuosina yhtiön kannattavuusohjelman myötä kertaerät ovat kasvaneet selvästi. Siten raportoidut tulosluvut ovat oikaistuja heikommät ja toisin kuin esimerkiksi PPA-poistoilla kertaerillä on vaikutusta myös yhtiön kassavirtaan. Kannattavuusohjelmaan liittyvien kertaerien pitäisi vähentyä selvästi ohjelman päättyessä, näiden liittyessä pääasiassa irtisanomispaketteihin ja konsulttipalkkioihin. Jonkin sortin uudelleenjärjestelyihin tai yrityskauppoihin liittyviä kertaeriä tulee varmasti aina jatkossakin, mikä on hyvä huomioida oikaistuissa kertoimissa.

Nojaamme arvomäärityksessä myös merkittävästi DCF-kassavirtalaskelmaan, joka on ennustettavien kassavirtojen ansiosta hyvin käyttökelpoinen. Myös verrokkit luovat tietyt raamit arvostuksen tarkasteluun, joskaan orjamaisesti verrokkien arvostusta ei tule tarkastella.

IFRS 16-oikaistu EV/EBITA



Verrokkiryhmän arvostus (EV/EBITDA)



Lähde: Inderes

Arvonmääritys (3/3)

Kerroinperusteinen arvostus

Terveystalon vuosien 2024-2025 IFRS16-oikaistut EV/EBITA-kertoimet ovat 9x-8x. Vastaavat oikaistut P/E-kertoimet ovat 12x-10x. Mielestämme neutraali arvostushaarukka oikaistulla P/E-kertoimella on tällä hetkellä noin 12x-16x. Kuluvaan vuoden kertoimet ovat juuri hyväksymämme haarukan alalaidalla, mutta ensi vuoden kertoimissa näemme jo selvää nousuvaraa. Nykyiset tasot ovat mielestämme yhtiön profiilille erittäin maltilliset. Osake on myös hinnoiteltu historiallisiin tasoihinsa nähden selvällä alennuksella (2020-2023 mediaani oik. EV/EBITA 13x ja oik. P/E 15x). Vuosina 2019-2021 yhtiötä hinnoiteltiin ajoittain yli 20x P/E-kertoimella, mitä emme kuitenkaan pidä realistisina tasoina nykyisessä korkoympäristössä.

DCF-malli osoittaa nousuvaraa

DCF-mallimme antama oman pääoman arvo on 9,2 euroa osakkeelta viestien selvästä nousuvarasta. Mallimme mukainen oman pääoman kustannus on 9,4 % ja WACC 7,8 %, joita pidämme kohtuullisena yhtiön maltillinen riskitaso, selkeät pidemmän aikavälin kysyntäajurit, markkinan defensiivisyys ja yhtiön käyttämä velkavipu huomioiden.

Ensi vuoden kertoimilla lievä alennus verrokkeihin

Verrokkianalysissä katsomme etenkin EV/EBITDA-kerrointa käyttökäteen ollessa mielestämme yhtiöiden välillä vertailukelpoinen luku. Yritysarvoon (EV) vaikuttaa kuitenkin vuokrasopimusten pituus, mikä osaltaan vaikuttaa kertoimien vertailukelpoisuuteen. Verrokkeihinsa nähden terveystaloa arvostetaan tämän vuoden EV/EBITDA-kertoimella lievällä preemiolla ja ensi vuonna sen sijaan jo pienellä alennuksella, mikä kielii osakkeen maltillisesta arvostuksesta.

Osakkeen riski/tuotto-suhde erittäin houkutteleva

Terveystalon kannattavuuskäänte edistyi viime vuonna vakuuttavasti ja kannattavuuskäänte on jatkumassa tänä vuonna edelleen. Yleisesti yhtiö on myös hyödyntänyt viime vuosina vahvaa markkina-asemaansa ja hinnoitteluvoimaansa mallikkaasti ydinliiketoiminnassaan Terveydenhuollon palveluissa. Kasvupotentiaalin ollessa Suomessa kuitenkin rajallinen tarjoaa Ruotsi yhtiölle pitkällä aikavälillä selviä kasvumahdollisuuksia. Ruotsissa yhtiöllä ei kuitenkaan ole vielä näyttöjä varsinaisen terveydenhuollon puolella, minne laajentuminen mahdollistaisi selvästi nykyistä vahvemman kannattavuuden. Tässä vaiheessa Ruotsi on kuitenkin vielä mielenkiintoisen option roolissa. Pidämme yhtiön tämän hetkistä rauhallista tahtia Ruotsin yritysostoissa ja kannattavuuden priorisoimista järkevänä, sillä hätäköidyillä ja liian kalliilla yritysostoilla voi helposti tuhota omistaja-arvoa. Yhtiö on nähdäksemme tällä hetkellä muutenkin fokuusoituneempi investoinneissaan, mikä on mielestämme positiivista ottaen korkojen nousu ja historiassa tehdyt virhearviot huomioon.

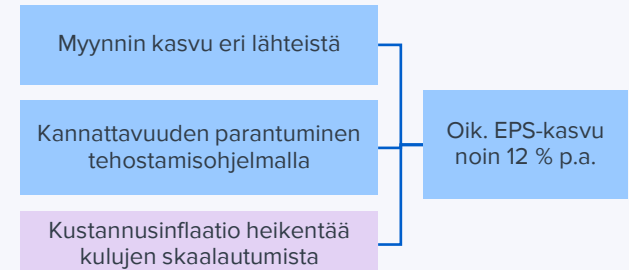
Näkemyksemme mukaan terveystalon käypä arvo on noin 8-10 euroa. terveystalon osakkeen lähivuosien tuotto-odotus pohjautuu nähdäksemme pääasiassa ennustamaamme tuloskasvuun (2024e-2027e oik. EPS: >10 %) sekä osinkotuottoon (4-5 %). Lisäksi näemme kertoimissa lievää nousuvaraa.

Kokonaisuudessaan terveystalon osake tarjoaa lähivuosille arviomme mukaan yli 15 %:n tuotto-odotuksen, mikä on yhtiön riskiprofiili huomioiden erittäin houkutteleva. Toistamme terveystalon 8,7 euron tavoitehinnan ja kurssilaskun jälkeen nostamme suosiksemme osta-tasolle (aik. lisää).

Osaketuoton ajurit 2024e-2027e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

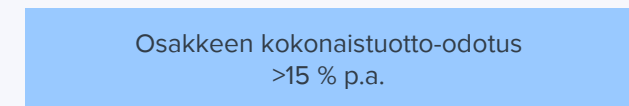
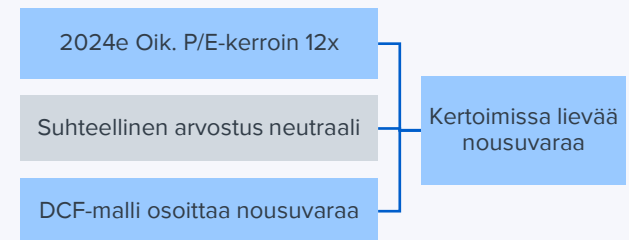
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

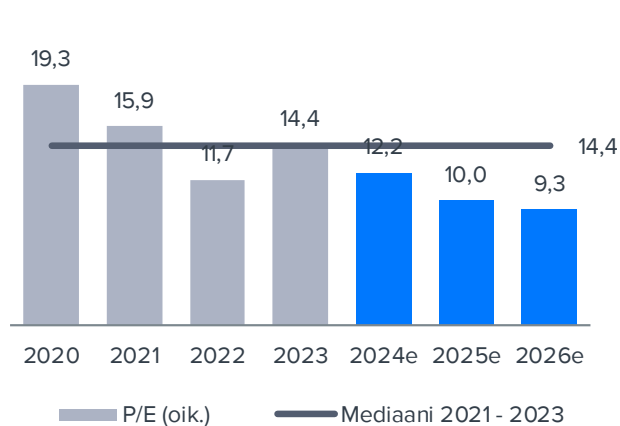


Arvostustaulukko

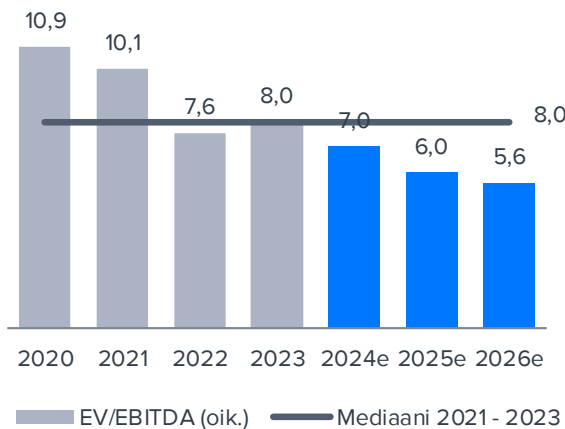
Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,0	11,8	6,25	7,74	7,34	7,34	7,34	7,34
Osakemäärä, milj. kpl	128,0	128,0	127,0	127,0	127,0	127,0	127,0	127,0
Markkina-arvo	1285	1516	794	983	932	932	932	932
Yritysarvo (EV)	1777	2035	1361	1581	1469	1415	1357	1298
P/E (oik.)	19,3	15,9	11,7	14,4	12,2	10,0	9,3	8,7
P/E	28,0	18,9	32,4	neg.	16,1	11,4	10,3	9,5
P/B	2,2	2,5	1,3	1,9	1,7	1,5	1,4	1,3
P/S	1,3	1,3	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,8	1,8	1,1	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	10,9	10,1	7,6	8,0	7,0	6,0	5,6	5,3
EV/EBIT (oik.)	19,1	15,8	15,4	15,1	11,5	9,8	9,1	8,5
Osinko/tulos (%)	72,5 %	44,8 %	145,1 %	neg.	70,4 %	52,8 %	50,4 %	49,0 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	2,4 %	4,5 %	3,9 %	4,4 %	4,6 %	4,9 %	5,2 %

Lähde: Inderes

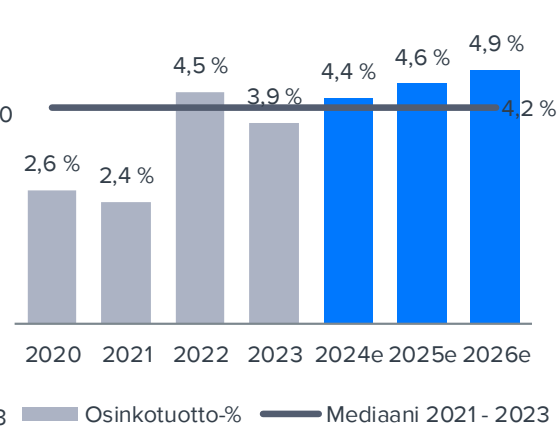
P/E (oik.)



EV/EBITDA



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Pihlajalinna Oyj	169	539	15,5	13,5	6,3	5,9	0,7	0,7	10,1	7,9	2,8	3,8	1,1
Fresenius SE & Co KGaA	16513	30400	12,4	10,7	8,1	7,5	1,3	1,2	8,4	7,2	3,8	4,3	0,7
Netcare Ltd	844	1365	6,8	6,5	6,1	5,5	1,1	1,0	9,2	7,8	7,1	8,5	1,4
Ramsay Health Care Ltd	7776	14776	21,8	18,7	11,3	10,3	1,5	1,4	40,9	28,5	1,6	2,2	2,6
Orpea SA	2108	15109	107,5	59,1	16,3	14,8	2,8	2,5		0,3			
LNA Sante SA	219	946	14,2	12,6	6,4	5,9	1,2	1,0	8,3	7,1	2,5	2,8	0,7
Life Healthcare Group Holdings Ltd	1192	1847	12,8	11,3	9,7	8,7	1,6	1,5	15,8	12,9	3,2	3,9	1,8
Rhoen Klinikum AG	757	439	11,0	12,9	4,6	4,4	0,3	0,3	23,3	24,9			0,6
Ambea AB (publ)	503	1444	15,1	13,8	6,8	6,4	1,2	1,1	10,8	8,9	2,5	3,1	1,1
Attendo AB (publ)	564	1776	14,5	13,3	6,2	5,8	1,1	1,1	12,2	10,2	2,9	3,4	1,1
Humana AB	100	518	377,5	12,9	6,1	5,7	0,7	0,6		5,2	1,0	5,3	0,4
Medicover AB	1777	2723	30,9	21,1	10,1	7,8	1,4	1,2	60,0	30,5	1,2	1,4	3,5
Spire Healthcare Group PLC	1088	2487	13,6	12,1	8,0	7,3	1,4	1,3	22,8	16,6	1,1	1,5	1,2
Terveystalo (Inderes)	932	1469	11,5	9,8	7,0	6,0	1,1	1,0	12,2	10,0	4,4	4,6	1,7
Keskiarvo			50,3	16,8	8,1	7,4	1,2	1,1	20,2	12,9	2,7	3,6	1,4
Mediaani			14,5	12,9	6,8	6,4	1,2	1,1	12,2	8,9	2,5	3,4	1,1
Erotus-% vrt. mediaani			-20 %	-24 %	4 %	-5 %	-7 %	-9 %	0 %	13 %	72 %	35 %	49 %

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

DCF-laskelma

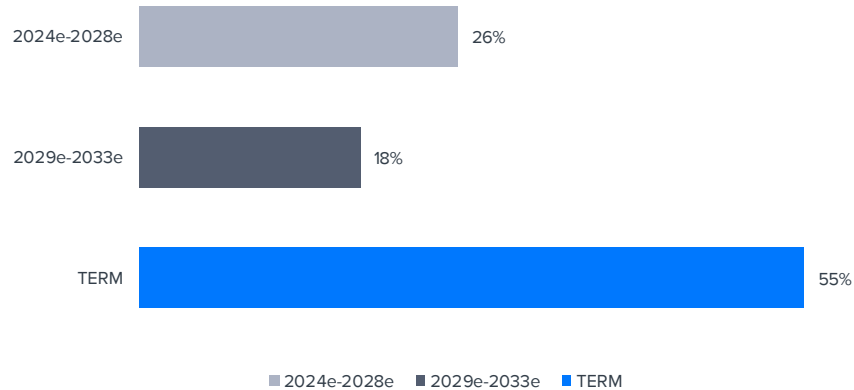
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,2 %	3,5 %	3,0 %	2,4 %	2,0 %	3,1 %	2,9 %	2,8 %	2,7 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-1,1 %	7,8 %	9,5 %	9,8 %	9,9 %	9,9 %	9,6 %	9,2 %	8,7 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Liikevoitto	-14,7	104	130	137	142	146	146	144	140	140	143	
+ Kokonaispoistot	194	105	105	104	102	101	101	101	102	102	102	
- Maksetut verot	-10,9	-15,4	-21,7	-24,1	-26,2	-27,5	-27,9	-28,0	-27,5	-28,0	-29,1	
- verot rahoituskuluista	-5,0	-6,5	-5,5	-4,7	-3,7	-3,2	-2,7	-2,2	-1,8	-1,3	-0,9	
+ 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	-0,2	2,4	2,3	1,9	1,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,3	1,9	
Operatiivinen kassavirta	163	190	210	214	216	219	219	217	214	215	217	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-8,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-132,6	-91,0	-94,0	-95,0	-97,0	-99,0	-100,0	-101,0	-102,0	-102,0	-102,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	22,4	98,5	116	119	119	120	119	116	112	113	115	
+/- Muut	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	22,4	103	116	119	119	120	119	116	112	113	115	2029
Diskontattu vapaa kassavirta		96,8	101	96,5	89,4	83,8	77,0	70,0	62,8	58,5	55,3	976
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1768	1671	1570	1473	1384	1300	1223	1153	1090	1031	976
Velaton arvo DCF		1768										
- Korolliset velat		-635,8										
+ Rahavarat		37,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		1170										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,2										

Pääoman kustannus (WACC)

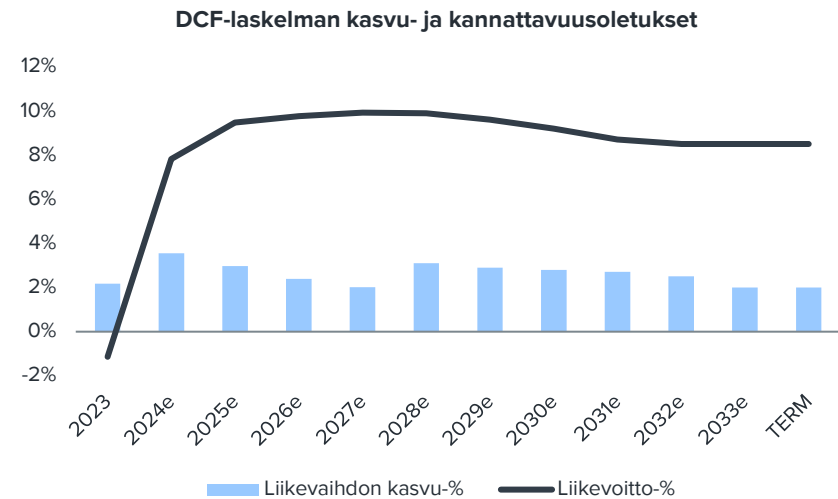
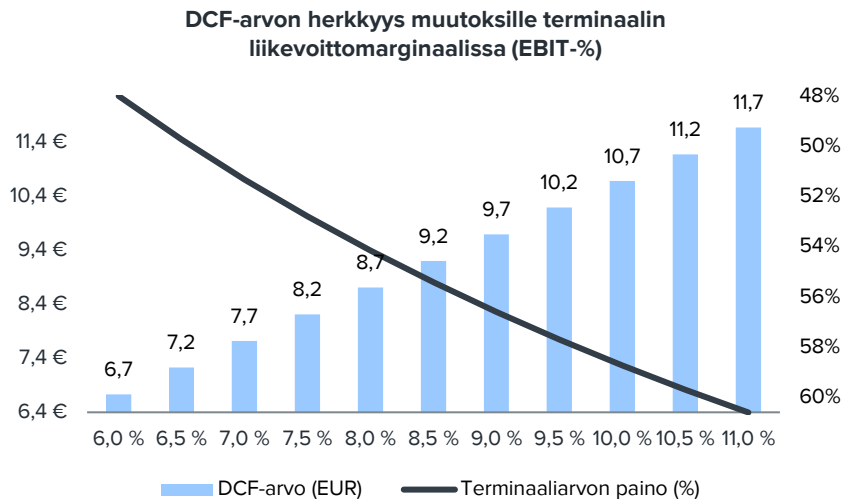
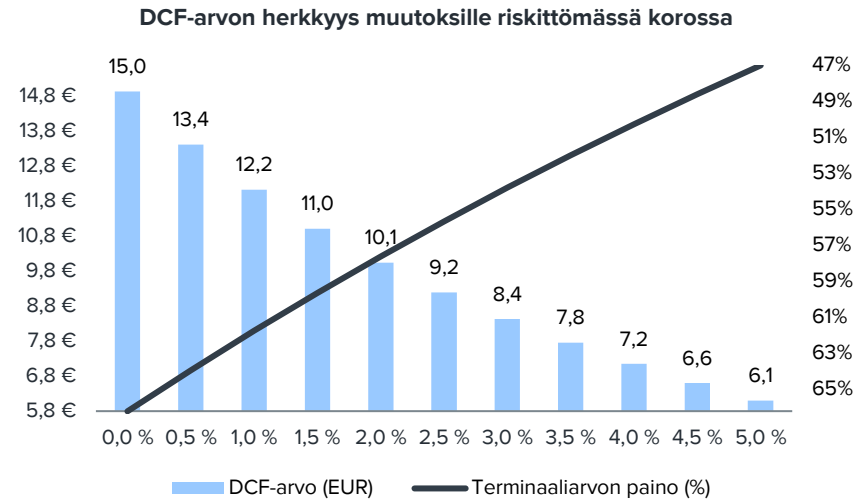
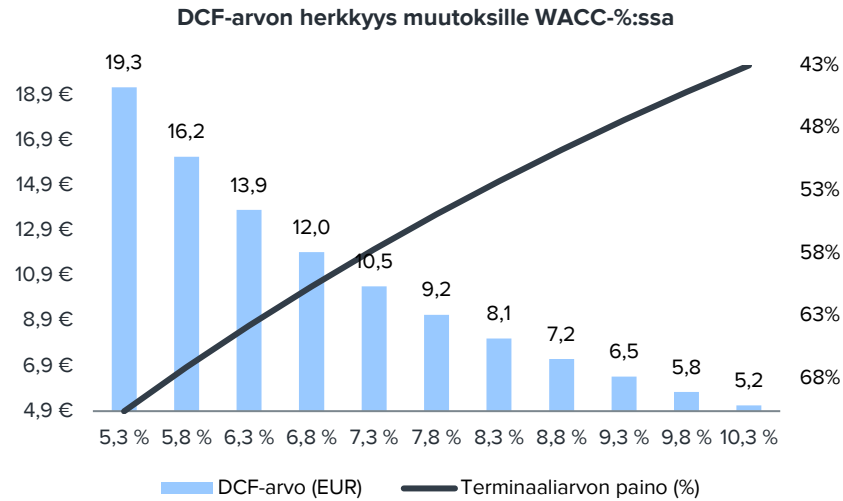
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,20 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksottain



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	1259,1	1286,5	1332,1	1371,6	EPS (raportoitu)	0,19	-0,33	0,45	0,64
Käyttökate	168,9	179,1	208,9	234,5	EPS (oikaistu)	0,54	0,54	0,60	0,73
Liikevoitto	33,9	-14,7	104,1	129,9	Operat. kassavirta / osake	1,12	1,28	1,49	1,65
Voitto ennen veroja	31,0	-38,9	73,1	103,5	Vapaa kassavirta / osake	0,20	0,18	0,81	0,91
Nettovoitto	24,5	-42,2	57,8	81,8	Omapääoma / osake	4,66	4,06	4,41	4,74
Kertaluontoiset erät	-54,5	-119,4	-23,4	-14,4	Osinko / osake	0,28	0,30	0,32	0,34
Tase	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	1479,4	1419,3	1410,0	1405,2	Liikevaihdon kasvu-%	9 %	2 %	4 %	3 %
Oma pääoma	592,0	515,4	560,5	601,6	Käyttökateen kasvu-%	-15 %	6 %	17 %	12 %
Liikearvo	879,5	823,5	823,5	823,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	-31 %	18 %	22 %	13 %
Nettovelat	566,8	598,0	536,7	482,6	EPS oik. kasvu-%	-28 %	0 %	12 %	22 %
Kassavirta	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	13,4 %	13,9 %	15,7 %	17,1 %
Käyttökate	168,9	179,1	208,9	234,5	Oik. Liikevoitto-%	7,0 %	8,1 %	9,6 %	10,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-18,1	-0,2	2,4	2,3	Liikevoitto-%	2,7 %	-1,1 %	7,8 %	9,5 %
Operatiivinen kassavirta	142,4	163,0	189,5	209,6	ROE-%	4,1 %	-7,6 %	10,7 %	14,1 %
Investoinnit	-146,7	-132,6	-91,0	-94,0	ROI-%	2,9 %	-1,3 %	9,1 %	11,5 %
Vapaa kassavirta	25,1	22,4	102,5	115,6	Omavaraisuusaste	40,0 %	36,3 %	39,7 %	42,8 %
					Nettovelkaantumisaste	95,7 %	116,0 %	95,8 %	80,2 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024e	2025e					
EV/Liikevaihto	1,1	1,2	1,1	1,0					
EV/EBITDA (oik.)	7,6	8,0	7,0	6,0					
EV/EBIT (oik.)	15,4	15,1	11,5	9,8					
P/E (oik.)	11,7	14,4	12,2	10,0					
P/B	1,3	1,9	1,7	1,5					
Osinkotuotto-%	4,5 %	3,9 %	4,4 %	4,6 %					

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.2.2020	Vähennä	12,20 €	11,94 €
23.3.2020	Vähennä	8,50 €	8,28 €
5.5.2020	Vähennä	8,50 €	9,01 €
7.5.2020	Vähennä	8,50 €	8,58 €
10.6.2020	Lisää	9,20 €	8,72 €
17.6.2020	Vähennä	9,20 €	9,30 €
6.8.2020	Lisää	9,70 €	9,30 €
8.10.2020	Lisää	10,70 €	10,20 €
30.10.2020	Lisää	10,90 €	9,75 €
11.12.2020	Lisää	10,90 €	9,52 €
12.2.2021	Lisää	11,80 €	10,64 €
18.3.2021	Lisää	12,00 €	11,50 €
30.4.2021	Lisää	13,00 €	12,06 €
13.8.2021	Osta	13,00 €	11,62 €
20.9.2021	Osta	13,00 €	11,06 €
29.10.2021	Osta	13,00 €	11,44 €
31.1.2022	Osta	13,00 €	11,22 €
11.2.2022	Lisää	13,00 €	11,80 €
29.4.2022	Lisää	12,50 €	11,04 €
14.7.2022	Lisää	12,00 €	10,52 €
20.7.2022	Lisää	11,00 €	9,52 €
17.10.2022	Lisää	7,50 €	6,90 €
28.10.2022	Lisää	7,30 €	6,70 €
9.1.2023	Lisää	7,30 €	6,52 €
13.2.2023	Lisää	8,30 €	7,55 €
2.5.2023	Osta	9,00 €	7,93 €
19.7.2023	Osta	9,00 €	7,92 €
<i>Analyytikon vaihdos</i>			
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 €

ESG

Terveystalon liiketoiminta pääasiassa taksonomian ulkopuolella

Terveystalo arvioi, ettei sen palvelut pääsääntöisesti kuulu taksonomiassa määriteltyjen toimialojen piiriin. Koska taksonomialainsäädännön oletetaan laajentuvan koskevan uusia toimialoja tulevaisuudessa, jäämme odottamaan mahdollisia vaikutuksia terveystalon taksonomiaprosentteihin. Tällä hetkellä ainoastaan lastensuojelu (Residential care activities) terveystalon liiketoiminnoista on luokiteltu taksonomiassa, mutta yhtiön oman selvityksen mukaan toiminta ei täytä taksonomiamukaisuuden kriteereitä.

Terveystalo toteaa, että se pyrkii minimoimaan toimintansa ympäristövaikutuksia ja edistämään terveydenhuollon digitalisaatiota, mutta nämä toimet eivät sisälly tähänhetkiseen taksonomiaan. Emme näe toistaiseksi, että alhainen taksonomiaprosentti vaikuttaisi yhtiön rahoituksen hintaan tai saatavuuteen. Lisäksi, yhtiön liiketoiminnan suorat ympäristövaikutukset ovat nähdäksemme suhteellisen vähäisiä.

Yhtiön ilmastotavoite tähtää oman toiminnan päästöttömyyteen vuonna 2030

Terveystalon ilmastotavoite tavoittelee hiilijalanjäljen pienentämistä siten, että vuonna 2030 sen oma toiminta on päästötöntä. Terveystalon ilmastotavoite ei ole linjassa Pariisin ilmastosopimuksen 1,5 asteen tavoitteen kanssa, koska tavoite kattaa vain oman toiminnan, ei koko arvoketjua laaja-alaisesti. Koska terveystalon toiminnot sijaitsevat pääosin Suomessa ja Ruotsissa, joissa vihreän sähkön saatavuus on hyvä, emme usko, että tavoitteen saavuttaminen aiheuttaa yllättäviä kustannuksia tai vaatii merkittäviä investointeja.

Terveystalon tavoitteena on vähentää suoria ja epäsuoria hiilidioksidipäästöjä (Scope 1 ja 2) 80 % vuoteen 2025 mennessä (vuoden 2018 tasosta). Yhtiö pyrkii myös siihen, että hankkimastaan sähköstä 100 % on vihreää sähköä. Keskeisenä teemana terveystalon ympäristövastuussa on myös jätteiden kierrätys ja hyötykäyttö, missä yhtiön tavoitteena on minimoida jätteen syntyminen kaikessa sen liiketoiminnassa.

Taksonomiakelpoisuus	2022	2023
Liikevaihto	1 %	1 %
OPEX	1 %	1 %
CAPEX	1 %	0 %

Taksonomian mukaisuus	2022	2023
Liikevaihto	0 %	0 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	0 %

Ilmasto

Ilmastotavoite	Kyllä	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Ei

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, 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.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen 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

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**