

# Terveystalo

Laaja raportti

12/2020

# Voittava alusta rakenteilla

Toistamme terveystalon tavoitehinnan 10,9 euroa ja lisää-suosituksen. Pidämme yhtiön asemaa ja kilpailuetuja poikkeuksellisen vahvoina. Osake on tänä vuonna saanut painetta ensin koronaviruksesta ja yksityisille toimijoille epäedullisesta sote-mallista. Nykyinen strategia vie yhtiötä oikeaan suuntaan ja pidemmän ajan tuloskasvunäkymä yksityisesti rahoitetulla markkinalla säilyy hyvänä ja siihen peilaten nykyinen arvostus on houkutteleva.

## Terveystalo on toimialan kannattavin yhtiö

Terveystalo on markkinajohtaja sekä työterveydessä että yksityisasiakkaiden lääkärikäynneissä. Se on toimialan kannattavin yhtiö, mikä kuvastaa sen vahvoja kilpailuetuja (brändi, digitaaliset työkalut, laaja asiakas- ja lääkärikunta, kannattava toimipisteverkosto sekä datan määrä). Terveystalon markkinat ovat 2014-2019 kasvaneet 2,1% (CAGR) ja yhtiö on kasvanut markkinaa selvästi nopeammin. Myös koronapandemiasta se vaikuttaa selviävän vähin vaurioin ja terveystalon kyky jatkaa markkinan konsolidointia on säilynyt vahvana.

## Strategia tähtää terveystalon alustan vahvistamiseen ja hoitopolun personointiin

Korona on kiihdyttänyt toimialan digimurrosta, mihin terveystalo on hyvissä asemissa pitkälle investoidulla digialustallaan, jota myös jatkuvasti kehitetään paremmaksi. Yhtiön strategiana on luoda toimialan älykkäin palvelualusta, jolla asiakkaat ja ammattilaiset yhdistetään toisiinsa entistä kitkattomammin. Strategia tähtää myös asiakkaan terveystalossa toimimiseen, jolloin hoidon painopiste siirtyy ennaltaehkäisyyn. Tähän yhtiön laaja datamäärä tarjoaa vielä paljon mahdollisuuksia. Painopiste on siirtymässä enemmän myös kuluttajalähtöiseen toimintamalliin mm. hinnoittelun osalta. Terveystalo hakee kasvua myös uusista palveluista, joilla se vahvistaa integroitua hoitoketjuaan ja laajentaa kohdemarkkinaansa.

## Yksityisen puolen myynnin kasvu skaalaa kuluja ja EBITA-marginaali lähestyy tavoitteita asteittain

Ennusteissamme terveystalon 2020 liikevaihto laskee 6 %:lla 970 MEUR:oon ja EBITA-marginaali laskee 9,6 %:iin (2019: 11,2 %) johtuen koronapandemian romauttamista käyttöasteista kevään aikana. Ennusteissamme 2021 liikevaihto kasvaa 4 % 1011 MEUR:oon ja EBITA-% palautuu 11,2 %:iin yksityisen markkinan elyessä. Pidemmällä tähtäimellä liikevaihto jatkaa 4-5 %:n kasvussa ja EBITA-marginaali saavuttaa tavoitetason (12-13 %) vuonna 2023. Eduskunnan käsittelyyn maanantaina tuleva nykyisen hallituksen sote-malli pitää kasvunäkymät ulkoistusten osalta vaisuina, mutta niiden rooli yhtiön liiketoiminnassa on rajallinen.

## Arvostus on etenkin pidemmällä perspektiivillä houkutteleva

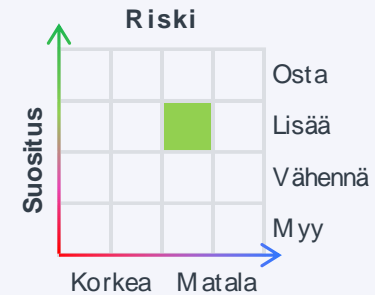
2020e P/E-luku (oik.) 28x on korkea, mutta EV/EBITDA 11x lähellä neutraalia johtuen operaatioiden tuottamasta vahvasta rahavirrasta myös koronavuonna. 2021e-kertoimilla P/E 21x ja EV/EBITDA 10x laskevat nopeasti edullisiksi kysyntäkuvan normalisoituessa. Myös yhtiön aiempi selkeä tulos pohjainen preemiohinnoittelu on kaventunut verokirjymään nähden, mitä emme pidä perusteltuna. Välillä 2020-2023e ennustamamme noin 22 %:n (CAGR) tuloskasvu toimii osakkeen tuotto-odotuksen keskeisenä ajurina. Epävarmuutta ennusteidemme realisoitumista kohtaan nostavat koronapandemian lyhyen ja pitkän ajan vaikutukset sekä nykyisen sotemallin lopullinen sisältö ja vaikutukset. Myös tämä huomioituna on tuotto/riskisuhde mielestämme houkutteleva. Rokoteuutiset olivat mielestämme myös positiivisia terveystalolle, mutta ne eivät ole näkyneet osakekurssissa..

## Analytiikot



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

## Suositus



**Lisää**  
(aik. Lisää)  
**10,90 EUR**  
(aik. 10,90 EUR)  
**Osakekurssi:**  
9,52

## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	1031	970	1011	1062
<b>kasvu-%</b>	38 %	-6 %	4 %	5 %
<b>EBITA (oik)</b>	114,9	93,6	112,7	125,8
<b>EBITA-% (oik.)</b>	11,1 %	9,6 %	11,2 %	11,9 %
<b>Nettotulos</b>	53,9	40,0	57,1	72,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,46	0,34	0,45	0,56

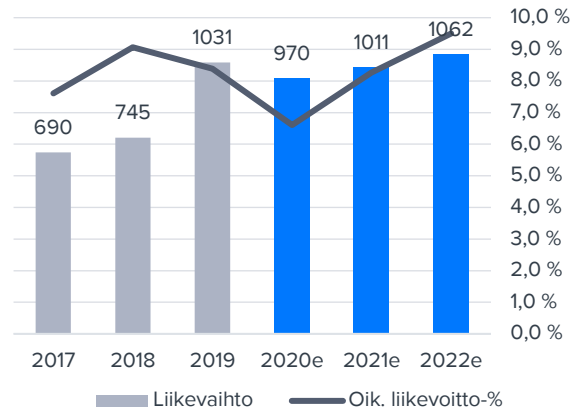
<b>P/E (oik.)</b>	24,3	27,7	21,4	16,9
<b>P/B</b>	2,6	2,1	2,0	1,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,2 %	2,1 %	2,5 %	2,9 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	22,9	26,9	20,1	16,2
<b>EV/EBITDA</b>	11,6	11,4	9,8	8,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,9	1,8	1,7	1,5

## Osakekurssi



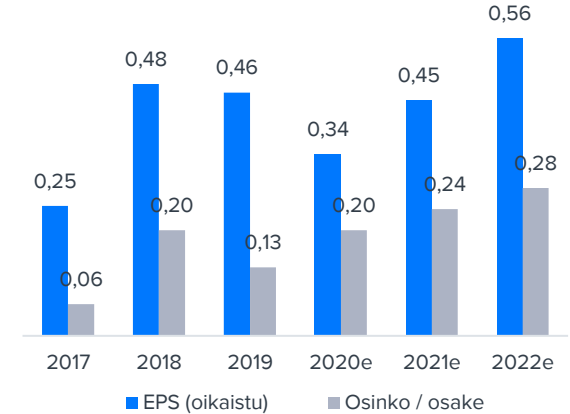
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%

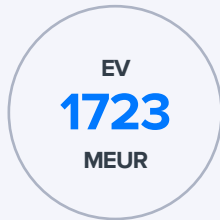


Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Laaja toimipisteiden sekä asiakkaiden ja lääkärien verkosto sekä integroitu hoitoketju tuovat selvää kilpailuetua
- Skaalautuvat keskitetyt toiminnot ja laadun johtamisen työkalut tukevat tulosparannusta
- Julkisen sektorin avun tarve sote-kustannusten hillintään ja väestön ikääntyminen
- Koronan patoama kysyntä

### Riskitekijät

- Korona-epidemian leviäminen ja häiriöt kysynnän ja tarjonnan tasapainossa
- Poliittisten päätösten arvaamattomuus sote-toimialalla
- Taloustilanteen heikentyminen
- Yrityskaupoissa onnistuminen
- Riippuvuus tietojärjestelmistä
- Taseen korkea liikearvo

### Arvostus

- Tuloskasvun kääntyessä negatiiviseksi 2020e P/E-kerroin on korkea, eikä anna tukea osakkeelle
- 2021e-kertoimet laskevat edullisiksi kysyntäkuvan normalisoituessa
- Yhtiön vahva asema Suomen markkinoilla sekä kilpailuedut oikeuttavat preemioon kilpailijoihin verrattuna
- Osinkotuotto tukee vain lievästi tuotto-odotusta

# Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	<b>5-9</b>
Liiketoimintamalli	<b>10-14</b>
Taloudellinen kehitys ja isoimmat yritysostot	<b>15-19</b>
Kilpailuympäristö	<b>20-21</b>
Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina	<b>22-25</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>26-29</b>
Ennusteet	<b>29-34</b>
Arvonmääritys	<b>35-37</b>
Taulukot	<b>38-41</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>42</b>

# Terveystalo lyhyesti

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

**2001**

Perustamisvuosi

**2017**

Listautuminen

**1031 MEUR** (+38 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

**11,2 %**

EBITA-% (oik.) 2019

**1,2 miljoonaa**

Terveystalossa asioinutta asiakasta 2019




**Yli 15 %**

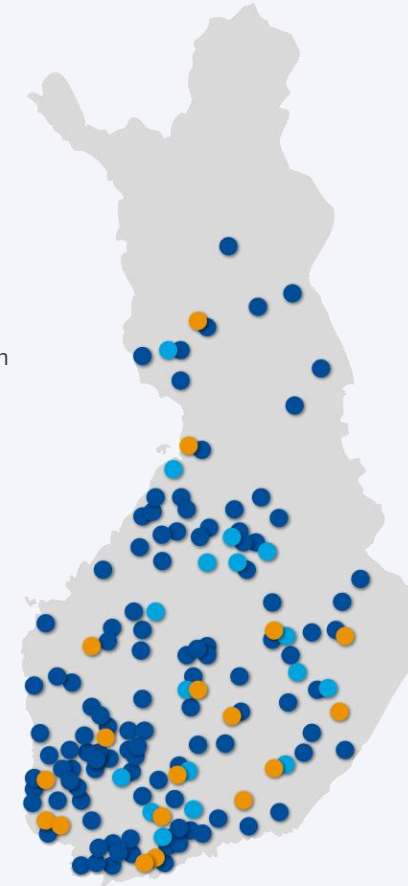
Markkinaosuus lääkärikäynneissä 2019

**8685 + 5068**

Henkilöstö + ammatinharjoittajat vuoden 2019 lopussa

## Terveystalon toimipisteet

-  Sairaalat
-  Lääkärikeskukset, suunterveyden ja työterveyden klinikat
-  Kuntaulkoistukset



# Historia

## Suomen johtava terveystaloyritys

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

Terveystalon valtakunnallinen verkosto kattaa noin 300 toimipaikkaa eri puolilla Suomea. Toimipaikkaverkosta täydentävät ympärivuorokautiset digitaaliset palvelut. terveystalossa asioi vuonna 2019 1,2 miljoonaa asiakasta ja lääkärikäyntejä oli 3,7 miljoonaa, mikä vastaa 15 % Suomen kaikista lääkärikäynneistä.

## Historia

Terveystalo perustettiin vuonna 2001 Medipa Oy:n ja Vaajakosken Lääkäriasema Oy:n yhdistymisen seurauksena. Tuolloin yhtiöllä oli liiketoimintaa neljässä toimipaikassa ja noin 60 hengen hoitohenkilöstö. Tämän jälkeen terveystalo on tehnyt lähes 200 yritysostoa sisältäen muun muassa yksityisiä klinikoita, laboratoriotoimintoja sekä kuvantamis- ja sairaalayksiköitä.

Yhtiön entisen emoyhtiön terveystalo Healthcare Oy:n osakkeet olivat julkisen kaupankäynnin kohteena Helsingin pörssissä jo 2007-2009. Vuonna 2009 pääomasijoitusyhtiö Bridgepoint Capital osti yhtiön julkisessa ostotarjousmenettelyssä pois pörssistä. Kauppahinta oli hyvä (yli 200 %:n preemio) ottaen huomioon terveystalon silloisen romahtaneen markkina-arvon. Yhtiön osakkeen lasku liittyi silloin yritysostovetoisen kasvun aiheuttamaan korkeaan

velkaantumiseen (2007 Medivire Työterveyspalveluiden osto 127 MEUR:lla) sekä 2008 puhjenneseen finanssikriisiin.

Vuosina 2010-2013 terveystalo teki liiketoimintojensa keskittämiseen ja standardointiin tähtääviä toimia ja investoi tietotekniikkaan. Se avasi Kampin sairaalan 2010. Vuonna 2011 yhtiö hankki muun muassa Lääkäriasema Pulssi Oy:n (liikevaihto 27 MEUR) sekä ODL Terveys Oy:n (liikevaihto 40 MEUR).

Vuonna 2013 toisen pääomasijoittajan EQT VI LP:n hallinnoima rahasto osti terveystalon itselleen. Transaktiossa syntyi myös merkittävä osa terveystalon taseen nykyisestä liikearvosta (arviomme mukaan noin puolet). Uusi omistaja keskittyi erityisesti tehostamaan terveystalon toimintaa sekä tekemään lisäinvestointeja digitaalisten palveluiden kehittämiseen, kuluttajabrändäykseen, lääketieteellisten palvelujen laadun kehittämiseen ja valtakunnalliseen verkostoon.

Yhtiön Oma Terveys -verkkosovellus lanseerattiin vuonna 2013 ja Oma Terveys -mobiilisovellus vuonna 2016. Vuonna 2015 terveystalo laajensi palveluitaan myös suunterveydenhoitoon tavoitteenaan rakentaa maanlaajuinen suunterveyden palveluiden verkosto. Yhtiö tekikin useita yrityskauppoja tähän liittyen.

Marraskuussa 2016 terveystalo ja Helsingin Diakonissalaitoksen säätiö sopivat Diacorin myymisestä terveystalolle ja kauppa saatiin päätökseen maaliskuun 2017 lopulla. Diacorin

liikevaihto oli tuolloin noin 80 MEUR. Kaupan myötä terveystalo sai kasvatettua markkinaosuuttaan selvästi pääkaupunkisudulla sekä Turussa ja se toi merkittäviä synergiaetuja mm. yksikköjä yhdistelemällä. Tammikuussa 2017 yhtiö myös laajensi työterveydenpalveluitaan hankkimalla Porissa ja Raumalla toimivan Porin Lääkäritalon.

Toukokuussa 2018 yhtiö kertoi toistaiseksi isoimmasta yritysostostaan kun se hankki Attendo Suomen Terveystalot itselleen. Kauppa saatiin päätökseen 2018 lopussa ja sen myötä yhtiö laajeni voimakkaasti kuntaulkoistusten markkinoille. Myös suunterveyden verkosto vahvistui. Isompien kauppojen lisäksi terveystalo on jatkanut useiden pienten yritysostojen tekoa viime vuosina. Viime aikoina terveystalo on jatkanut laajentumistaan sen integroitua hoitoketjua vahvistaviin ennaltaehkäiseviin hyvinvointipalveluihin kuten fysioterapiapalveluihin sekä hierontapalveluihin.

## Uudelleenlistautuminen tapahtui syksyllä 2017

Terveystalo listautui Helsingin pörssiin vuoden 2017 lokakuussa 9,76 euron osakekohtaisella hinnalla. Anti ylimerkittiin ja yhtiö keräsi osakeannilla noin 100 MEUR bruttovarat.

Yhtiön toimitusjohtajana on vuodesta 2019 toiminut Ville Iho ja talousjohtajana vuodesta 2015 Ilkka Laurila.

# Asiakassegmentit

## Liikevaihto asiakasryhmittäin

Terveystalo jaottelee liikevaihtonsa asiakasryhmien mukaan. Yksityisasiakkaiden sekä yritysasiakkaiden liikevaihto laskee kausiluontoisesti Q3:lla, kun asiakkaat, ammatinharjoittajat ja henkilökunta ovat lomalla. Julkisen sektorin liikevaihto on puolestaan kausiluontoisesti tasaisinta, sillä sen laskutus perustuu ulkoistusten osalta kiinteisiin hintoihin. Ulkoistusten osuus julkisen puolen myynnistä on hieman alle puolet.

## Yritysasiakkaat ja yksityisasiakkaat

Yritysasiakkaat (2019: 42 % liikevaihdosta) ovat Terveystalon suurin asiakasryhmä. Terveystalon yritysasiakkaat käsittävät yhtiön työterveysasiakkaat lukuun ottamatta kunnallisia työterveysasiakkaita. Yhtiö tarjoaa lakisääteisiä työterveyspalveluja ja muita työterveys- ja työhyvinvointipalveluja kaiken kokoisille yritysasiakkaille. Terveystalo on Suomen suurin työterveyspalvelujen tarjoaja liikevaihdon ja työterveyshuollon loppukäyttäjien määrän perusteella. Yhtiö tarjoaa työterveydenhuollon palveluja yli 24 000 yritykselle ja vuonna 2019 sillä oli yhteensä noin 700 000 työterveyshuollettavaa.

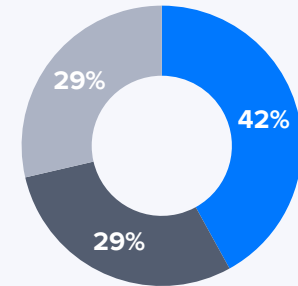
Yksityisasiakkaat (2019: 29 % liikevaihdosta) ovat Terveystalon toiseksi suurin asiakasryhmä. Yksityisasiakkaiden palvelut maksaa joko asiakas itse tai vakuutusyhtiö. Terveystalon vahva brändi, pääsy palveluihin ilman pitkiä odotusaikoja, laaja palvelutarjonta ja henkilökohtaiset digitaaliset palvelut kasvattavat yhtiön houkuttelevuutta yksityisasiakkaan näkökulmasta.

Vuonna 2019 Terveystalon liikevaihto yritysasiakkuuksissa kasvoi 7 %:lla ja yksityisasiakkuuksissa 16 %:lla. Vahvan kasvun taustalla olivat yrityskauppojen lisäksi ennaltaehkäisevien, hyvinvointi- ja digitaalisten palveluiden vahvana jatkunut kysyntä sekä tarjonnan laaja-alainen kasvattaminen lääkäri- ja muussa vastaanotto toiminnassa. Yksityisen puolen myynti kärsi 2020 keväällä merkittävästi liikkumisrajoituksista, mutta sai puolestaan syksyllä tukea nopeasti kasvaneista korotestausmääristä.

## Julkisen sektorin asiakkaat

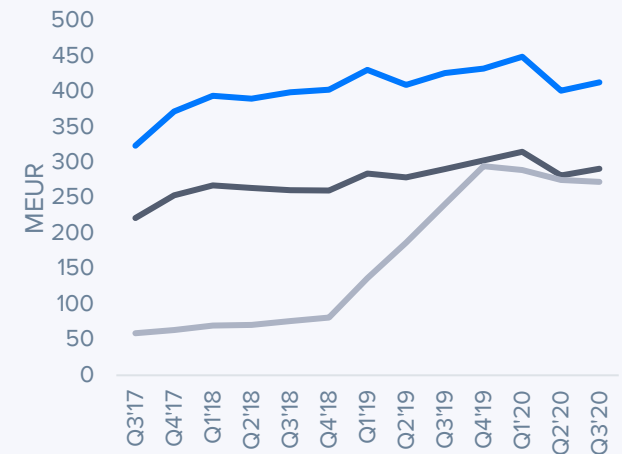
Terveystalon julkisen sektorin asiakasryhmään (2019: 29 % liikevaihdosta) kuuluu suomalaisia julkisen sektorin organisaatioita, kuten kuntia, sairaanhoitopiirejä ja valtionhallinnon organisaatioita sekä kunnallisia työterveysasiakkaita. Julkisen sektorin asiakkaille tarjottavat palvelut koostuvat kokonais- ja osaulkoistuksista, terveydenhuollon henkilöstövuokrauspalveluista, erikoissairaanhoidon palveluista, muista terveydenhuollon palveluista ja kuntien, kuntayhtymien ja sairaanhoitopiirien työterveyspalveluista. Vuoden 2019 alusta yhtiö otti selvän kasvuharppauksen julkisen sektorin myynnissä, sillä hankitun Attendo Suomen Terveyspalveluiden liikevaihdosta (235 MEUR) noin 85 % tuli julkiselta puolelta. Vuonna 2020 ulkoistusliiketoiminnan myynti on laskenut johtuen ulkoistussopimuksista.

Liikevaihdon jakauma 2019



■ Yritysasiakkaat ■ Yksityisasiakkaat  
■ Julkinen sektori

Rullaava 12kk liikevaihto



— Yritysasiakkaat — Yksityisasiakkaat  
— Julkinen sektori

# Palvelutarjonta

## Johtava terveystalouden tarjoaja

Terveystalo on perinteisesti ollut vahva toimija yksityisen puolen (yritykset ja yksityishenkilöt) asiakasryhmien terveystalouden tuottajana ja erityisesti erikoislääkärien vastaanotoissa. Attendo Suomen terveystaloudet hankinnan myötä yhtiö laajeni myös voimakkaasti julkisen sektorin asiakkaissa. Palvelutarjonta on tässä osiossa jaoteltu eri toimintoihin. Korostamme kuitenkin sijoittajille, että terveystalo pyrkii tarjoamaan asiakkailleen kokonaisvaltaisen integroidun hoitoketjun, ja siinä palvelutarjonta yhdistyy asiakkaan kannalta toimivaksi kokonaisuudeksi.

## Lääkärikäynnit

Terveystalo tarjoaa asiakkailleen laajalti yleislääkäriin, työterveyslääkäriin ja noin 30 eri erikoisalalan lääkäriin vastaanottopalveluita. Se tarjoaa muun muassa sisätautien ja gynekologian vastaanottopalveluita. terveystalolla oli vuonna 2019 3,7 miljoonaa lääkärikäyntiä (yli 15 % kaikista lääkärikäynneistä Suomessa). Yhtiöllä on koko maan kattava toimipisteverkosto noin 100 paikkakunnalla sekä sitä tukevat digitaaliset etälääkäripalvelut.

## Diagnostiikka

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

## Sairaalapalvelut

Terveystalolla on 17 lääkärikeskus-sairaala, jotka tarjoavat päiväkirurgiaa ja lyhytaikaista leikkausten jälkihoitoa sekä toipumispalveluja. Sairaalapalveluihin kuuluvat muun muassa yleiskirurgia, ortopediset leikkaukset ja silmäleikkaukset.

## Suunterveydenhoito

Yhtiö tarjoaa laajalti suunterveyden palveluita, kuten yleis- ja erikoishammashoitoa sekä suuhygienistipalveluja. Attendo Suomen terveystalouden hankinnan myötä klinikoiden määrä nousi selvästi ja nykyinen määrä on noin 40 kpl. Silti kasvuvaraa on vielä runsaasti, sillä markkinaosuus on vasta reilut 10 %. Suunterveys täydentää terveystalon muuta hoitoketjua, mikä edesauttaa palveluiden ristiinmyyntiä samalle asiakkaalle sekä nostaa tehokkuutta yksittäisen asiakkaan hoidossa, kun monimutkaisia läheteketjuja ei tarvita.

## Työterveyden ennaltaehkäisevät palvelut

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

## Hyvinvointipalvelut

Terveystalon hyvinvointipalveluihin lasketaan mukaan fysioterapia, psykologi- ja psykoterapeutti-palvelut, ravitsemusterapia, työkykyvalmennusta, hieronta ja rokotuspalvelut. Myös monissa näistä digitaaliset palvelut ovat merkittävässä roolissa. Hyvinvointipalveluiden liikevaihto on nyt reilut 80 MEUR/v ja se on kasvanut muita palvelualueita nopeammin. Yhtiön markkinaosuus on mm. mielenterveyden ja fysioterapian palveluissa vielä matala ja näemme sen osalta hyviä kasvumahdollisuuksia.

## Ulkoistuspalvelut ja henkilöstövuokrauspalvelut

Terveystalolla on tällä hetkellä sairaala- ja muiden osaulkoistusten lisäksi yhteensä 8 kokonaisulkoistussopimusta (s.13). Ulkoistusten liikevaihdon kokoluokka on nyt noin 120 MEUR/v.

Noin 80 MEUR Attendolta hankitusta liikevaihdosta oli julkisille asiakkaille suuntautuvaa henkilöstövuokrauspalveluita ja sen myynti on pysynyt suhteellisen vakaana. Tyypillinen tarve henkilöstöpalvelujen käytölle syntyy, jos toimijan oman henkilökunnan jäsen on sairauslomalla ja hänelle tarvitaan sijaista. Henkilöstöpalveluita käytetään myös syrjäseuduilla, jonne on vaikea saada lääkäreitä vakitöihin. Henkilöstöpalveluissa työskentelee yleis-, erikois-, ja hammaslääkäreistä koostuva noin 2,600 terveydenhuollon ammattilaisen joukko. Henkilöstöpalvelut ovat monen nuoren lääkärin ensimmäisiä työpaikkoja ja ne toimivat myös hyvänä porttina uran edetessä siirtyä ammatinharjoittajaksi terveystalolle, sillä lääkäreistä on toimialalla niukkuutta.



## Kumppanit

Vakuutusyhtiöt  
(Pohjola, Fennia, If,  
Lähi-Tapiola yms.)

Eläkeyhtiöt ja  
sairauskassat

Julkinen sektori  
(kunnat, kuntayhtymät)

Valvontaviranomaiset

Järjestöt, liitot

Alan koulutus ja tutkimus

Laboratoriopalvelut  
Synlab Finlab Oy

Hoivapalveluiden alihankinta  
(esim. Attendo)

Lääketoimittajat  
Yliopiston Apteekki  
Oriola Oyj  
Tamro Oyj

Terveydenhuoltotarvikkeet  
mm. Mediq Oy

## Toimipisteet

Toimipaikkaverkosto 300 kpl  
(maanlaajuinen)

Sairaalayksiköt 17 kpl

Hammasklinikat 40 kpl

Kokonaisulkoistukset 8 kpl  
Ulkoistetut terveysasemat n. 20 kpl

Relahierojat 45 kpl



## Resurssit

Työsuhteessa oleva  
henkilöstö 8685 kpl

Ammatinharjoittajat 5068 kpl

Tilat ja laitteet

Digitaaliset palvelut

Keskittetyt  
tukifunktiot

## Liiketoimintaidea

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

## Terveystalo

- Brändi ja maine
- Palvelutarjoama (hoitoketjun kattavuus)
- Toimipisteverkosto ja kattavat digipalvelut
- Asiakaskokemus
- Nykyinen asiakaskunta ja lääkärien määrä

## Kilpailijat



## Asiakassegmentit

Kokonaisuudessaan yli 70 asiakastoimialaa

Yritysassiakkaat  
(42 % liikevaihdosta)



Yksityisasiakkaat  
(29 % liikevaihdosta)



Julkisen sektorin asiakkaat  
(29 % liikevaihdosta)



## Palvelualueet

### Ydinpalvelualueet

Lääkärikäynnit

Diagnostiikka

Sairaalapalvelut

### Muut täydentävät palvelut

Suunterveydenhoito

Hyvinvointipalvelut

### Palvelut kunnille

Sosiaali- ja  
terveydenhuollon  
ulkoistukset

Henkilöstöpalvelut

Palvelumyynti ja kuntien  
työterveyden ulkoistukset

## Kustannusrakenne 2019



Materiaalit ja  
palvelut  
(45,9 %)



Työsuhte-etuuksista  
aiheutuvat kulut  
(30,5 % kustannuksista)

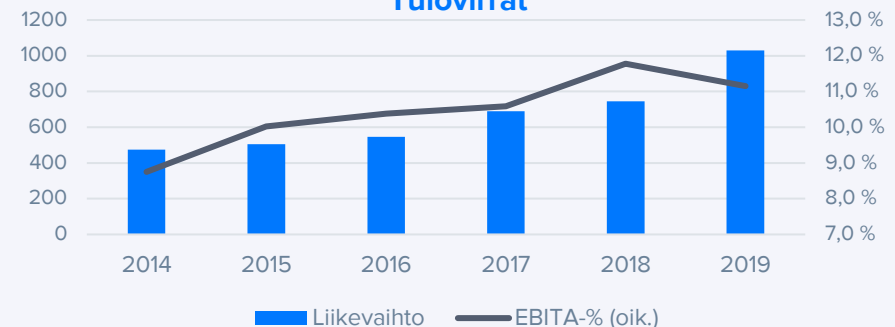


Liiketoiminnan  
muut kulut  
(7,2 %)



Poistot ja  
arvonalentumiset  
(8,7 %)

## Tulovirrat



# Liiketoimintamalli

## Käytön mukaan laskutettavat palvelut

Terveystalon yksityisen puolen liikevaihdosta yli 90 % kertyy liiketoimintamallista, jossa yhtiö laskuttaa asiakasta palvelujen käytön mukaan. Tähän ryhmään kuuluvat kaikki yksityisasiakkaiden palvelut ja yhä selkeä enemmistö työterveyden palveluista. Myös julkiset asiakkaat tilaavat käytön mukaan laskutettavia palveluita, jotka tuotetaan yhtiön omassa verkostossa (mm. silmäkirurgia).

Terveystalon liiketoimintamalli käytön mukaan laskutettavissa palveluissa on hioutunut erinomaiselle tasolle, mikä näkyy sen verrokkeja korkeampana kannattavuutena. Taustalla ovat yhtiön investoinnit toiminnan kehittämiseen ja erityisesti tietojärjestelmiin sekä keskitetysti johdetut operaatiot ja palveluntuotannon laadun johtaminen. Toiminnan mittakaavaedut näkyvät etenkin keskitettyjen toimintojen kulujen skaalautumisena ja mahdollistavat jatkoinvestoinnit erityisesti digitaalisten työkalujen kehittämiseen. Liiketoimintamallin erityispiirteenä on, että Terveystalon pitää olla kilpailukykyinen sekä lääkäreiden että asiakkaiden suuntaan.

## Lääkärit ovat tärkein tuotannon tekijä

Lääkärit ovat liiketoimintamallin tärkein yksittäinen tuotannontekijä, sillä yksityisasiakas hakeutuu hoitoon tyypillisesti juuri lääkärinvastaanoton kautta. Viime vuosina yhtiö on pyrkinyt helpottamaan tätä hoitoketjun pullonkaulaa ohjaamalla asiakkaita suoraan myös mm. terveydenhoitajalle, fysioterapiaan tai laboratorioon. Suuri osa lääkäreistä työskentelee ammatinharjoittajina ja heillä ei ole kilpailullisia

esteitä vaihtaa eri työnantajien välillä. Ammatinharjoittajien näkökulmasta Terveystalon kyky tarjota lääkärille tasainen asiakasvirta sekä integroitu hoitoketju, tehokas sisäinen lähetejärjestelmä, hyvä työympäristö ja kilpailukykyinen palkka ovat näkemyksemme mukaan tärkeimmät tekijät, siihen että yhtiötä pidetään houkuttelevana työnantajana.

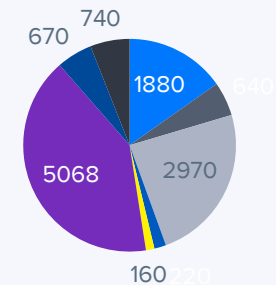
Ammatinharjoittajan palkka on muuttuva kustannus, sillä se perustuu tulonjakomalliin. Yhtiöllä on myös kiinteällä palkalla toimivaa omaa hoitohenkilökuntaa (pieni osa lääkäreistä, sairaanhoitajat, vastaanottoapulaiset yms.)

## Houkutteleva kumppani asiakkaille

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

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

## Henkilöstön jakaumaa (2019)\*



- Lääkärit ja lääketieteen kandidaatit
- Hammaslääkärit, hammashoitajat ja suuhygienistit
- Hoitajat
- Psykologit ja fysioterapeutit
- Muut terveydenhuollon ammattilaiset
- Itsenäiset ammatinharjoittajat
- Asiakaspalvelu
- Konsernihallinto

## Asiakasmäärät 2019

- 3,7 miljoonaa yksittäistä lääkärikäyntiä
- 1,2 miljoonaa yksittäistä asiakasta
- 150 000 etävastaanottoa (vrt. 2020 yli 500 000)
- 24 000 yritysasiakasta ja 700 000 loppuasiakasta
- NPS vastaanotoissa yli 80

Lähde: Inderes, Terveystalo. \*Työsuhteessa olevan henkilöstön jakauma eri ammatinimikkeillä. Ammatinharjoittajista suurin osa on lääkäreitä, mutta myös muita ammattilaisia kuten psykologeja kuuluu ammatinharjoittajiin.

# Liiketoimintamalli

Myös vakuutusyhtiöillä on merkittävä rooli potilasvirtojen ohjaamisessa tietyn palveluntarjoajan luokse 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 hoitoaika ja parantaa kustannustehokkuutta.

## Liiketoimintamalli sisältää paikallisia verkostovaikutuksia

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

Yhtiön roolina on erityisesti kysynnän ja tarjonnan kohtaamisen sujuvoittaminen. Tässä yhtiön tietojärjestelmät sekä digitaaliset työkalut asiakkaille ja hoitohenkilökunnalle ovat

keskeisessä roolissa. Varmistaakseen tuotannontekijöiden ja asiakkaiden optimaalisen kohtaamisen yhtiö hyödyntää laadun johtamisen työkaluja (seuraava sivu).

## Digipalvelut tehostavat kysynnän ja tarjonnan kohtaamista ja sitouttavat asiakasta

Terveystalo tuottaa Oma Terveys - digisovelluksensa kautta etälääkäripalveluja, jotka helpottavat osaltaan henkilöstöressurssin ja asiakkaan kohtaamista. Asiakas voi sovelluksen kautta keskustella lääkärin kanssa ja sen välityksellä voidaan mm. määrätä lääkkeitä, tehdä lähete jatkotutkimuksiin tai vaikka kirjoittaa lyhyt sairausloma. Vuonna 2019 yhtiöllä oli jo 150 000 etävastaanottoa ja koronakriisissä määrät ovat tästä vielä 3-4-kertaistuneet.

Oma Terveys -sovelluksen kautta asiakas voi laatia myös Oma Suunnitelman, joka helpottaa asiakkaiden oman terveyden hallintaa ja toimii siten myös ennaltaehkäisevänä palveluna. Personoitua dataa hyödyntämällä asiakas otetaan hoitopolkunsu johtamiseen mukaan, mikä sitouttaa asiakasta. Terveydenhuollon laajin datamäärä luo paljon mahdollisuuksia ennaltaehkäisevien palveluiden tarpeen toteamiseen ja myyntiin, ja sen tuomia mahdollisuuksia on käsitelty tarkemmin strategiaosiossa.

Terveystalo tarjoaa yritysasiakkaille digitaalisen työkalun henkilöstön työkyvyn johtamiseen. Sen ja kerätyn datan avulla riskejä tunnistetaan ajoissa ja toimenpiteitä voidaan kohdentaa paremmin, mikä lisää hoidon vaikuttavuutta.

## Terveystalon asiakkaille ja lääkäreille tarjoama alusta



# Liiketoimintamalli

## Laadun johtaminen keskeisessä roolissa

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

Toiminnallinen laatu on tärkeää, jotta yhtiö kykenee palveluntuotantoon kustannustehokkaasti ja sen kilpailukyky suhteessa muihin toimijoihin paranee. Kannattavuuden selkeimpänä ajurina on käytön mukaan laskutettavissa palveluissa käyttöaste ja toiminnan kasvu. Käytössä olevat tuotannon tekijät tulee saada kohtamaan mahdollisimman tehokkaasti asiakasvirran kanssa, jotta kiinteät kulut skaalautuvat. Olemassa oleva infrastruktuuri ja merkittävä kiinteiden kulujen (tietojärjestelmät ja keskitetyt toiminnot) ja puolikiinteiden (henkilöstö) kulujen osuus tuo toimintaan käyttövipua, jonka ansiosta lisämyynnin marginaalikustannukset ovat alhaiset.

Yhtiöllä on käytössä yhteiset toimintamallit eri toimipisteissään. Se myös mittaa toimipisteiden tehokkuutta keskitetysti, mikä on johtanut toiminnan jatkuvaan parantamiseen. Yhtiö on näkemysemme mukaan onnistunut erittäin hyvin tehokkuuden parantamisessa ja sen oikaistu EBITA-marginaali on noussut tasaisesti (s.15). Terveystalon marginaalit ovat myös selvästi

korkeampia kuin pohjoismaisten verrokkien.

Kokemuksellinen laatu on yhtiöllä tärkeää erityisesti asiakaspidon näkökulmasta. Korkea asiakaspito tukee kasvua eteenpäin mentäessä ja hillitsee asiakkaan vaihtamista kilpailijoille. Asiakkaiden tyytyväisyyttä mittaava (NPS) onkin kehittynyt positiivisesti ja se oli vastaanottopalveluissa noussut jo 80,5:een syyskuun 2020 lopussa.

Terveystalon henkilöstön tyytyväisyys on liiketoimintamallin kannalta myös tärkeä seurattava mittari, sillä se osaltaan varmistaa asiakaskokemuksen laatua ja kasvuun vaadittavan uuden henkilökunnan rekrytointia eteenpäin mentäessä. Henkilöstön suosittelemaksi oli kesäkuussa 2020 noussut tasolle 19 (2020 alussa 9), mutta sen osalta tavoitteeseen (31) on vielä matkaa. Vuonna 2019 88 % (tavoite yli 90 %) työntekijöistä oli tyytyväisiä Terveystaloon työpaikkana. Myös opiskelijoiden mielestä Terveystalo on alan houkuttelevin työpaikka jo seitsemättä vuotta peräkkäin.

Lääketieteellinen laatu on myös edellytys, jotta yhtiön houkuttelevuus hoitohenkilökunnan puolesta sekä asiakkaiden puolesta voi säilyä. Ammatillaiset käyttävät päätöksenteon ja hoidon vaikuttavuuden arvioinnin tukena myös Terveystalon omaa reaaliaikaista työkalua. Se tarjoaa mm. tietoa oman potilaspopulaation työkyky- ja sairausriskeistä. Potilasturvallisuutta seurataan myös mm. potilasvahinkoilmoitusten kautta, joiden määrä alittaa toimialan yleisen valtakunnallisen keskiarvon.



# Liiketoimintamalli

## Liiketoimintamalli kiinteähintaisessa laskutuksessa

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

Kuntaulkoistuksissa yhtiön tehtävänä on tehostaa toiminnan kustannusrakennetta, optimoida hoitoketjua ja tarjota samalla parempaa palvelutasoa asiakkaille kuin mitä kunta on itse pystynyt teettämään. Attendo-yritysosto kasvatti Terveystalon julkisen sektorin asiakkaiden suhteellista osuutta ja toi yhtiölle lisäosaamista kunta-asiakkaiden palvelutuotantoon. Kunta-asiakkaiden kilpailutuksissa pärjäämisessä kunnille tulee kyetä tuottamaan oikeat palvelut sovitulla laatumittareilla ja ennalta määrittelyllä kustannuspotilla ja tähän Attendo on erikoistunut vuosien saatossa mm. Kuntaturva-palvelumallillaan.

Osaava henkilöstö on myös potilashoitoketjun hallinnassa avainasemassa, sillä mitä nopeammin asiakas saadaan hoidettua kuntoon, sitä

vähemmän kustannuksia kertyy. Ulkoistussopimuksissa erityispiirteenä on, että liiketoiminta toteutetaan tyypillisesti asiakkaan tiloissa, jolloin ne eivät vaadi investointeja (capex) ja pääoman tuotto on siten korkea. Operaatioiden haltuunotto vie kuitenkin aikaa ja tyypillisesti kannattavuus paranee ajan kuluessa kun operaatiot ehditään ottaa haltuun ja tehostamispotentiaalit tunnistetaan.

Kokonaisulkoistuksiin sisältyy myös sosiaalihuollonpalveluita (kuten hoivapalvelut), joiden suhteellinen osuus on hyvin pieni. Yhtiö pyrkii hankkimaan niitä alihankintana kolmannelta osapuolelta. Attendo on jatkanut kokonaisulkoistuksissa Terveystalon alihankkijana hoivapalveluiden tuottajana, mikäli palveluja on kuntaturvakunnissa ostettu Attendo Oy:ltä. Attendo Kuntaturva Oy:n tuottamat hoivapalvelut siirtyivät puolestaan kaupassa Terveystalolle.

## Kokonaisulkoistukset

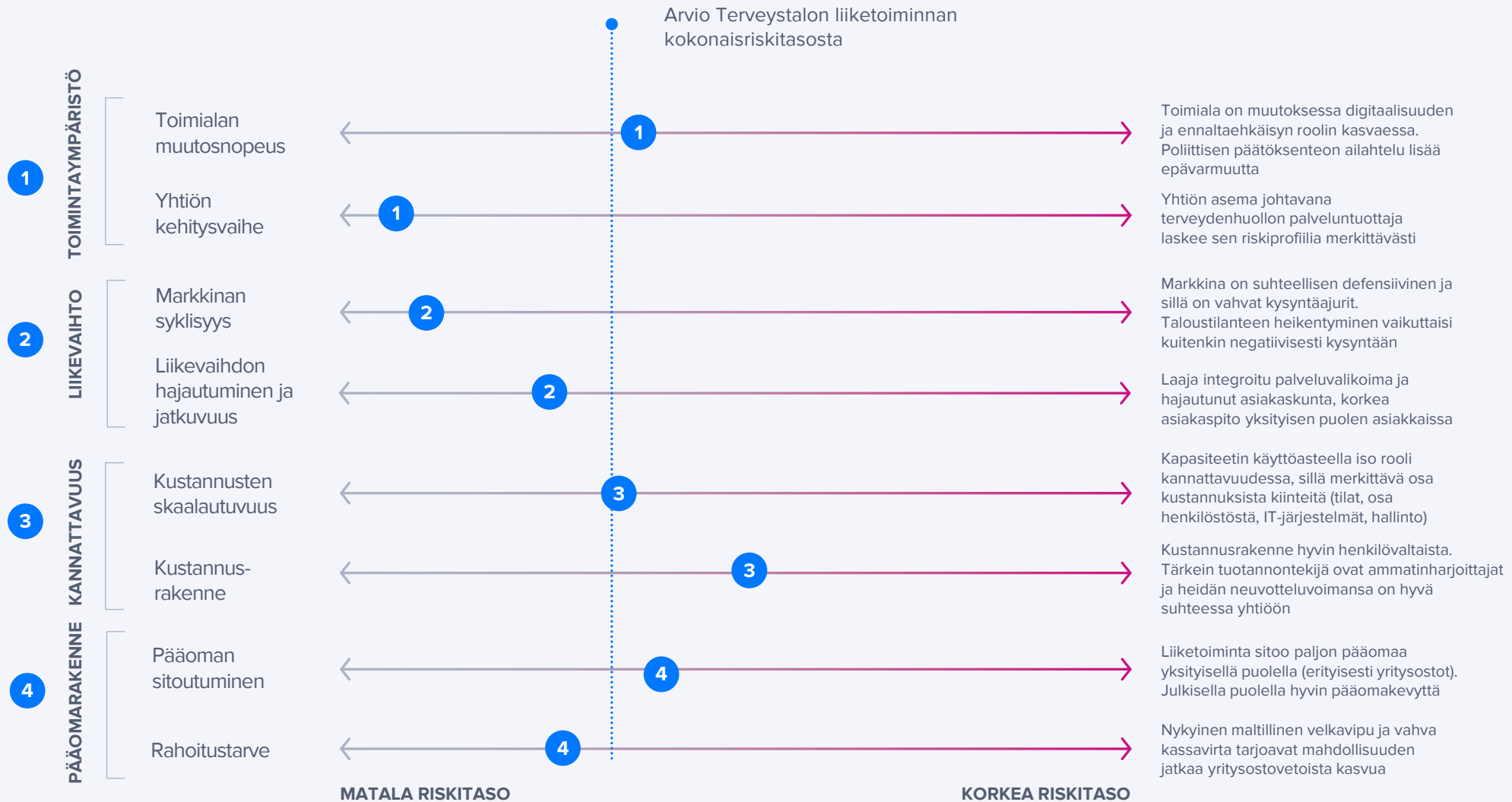
- Pyhtää (5 187 as.) 31.12.2024 saakka
- Rääkkylä (2 181 as.) 31.12.2020 saakka
- Kärämäki (2 613 as.) 30.6.2022 asti + 5 v. optio
- Sysmä (3 753 as.) 31.12.2025 asti + 5 v. optio
- Sulkava (2 530 as.) 1.1.2023 asti + 4 v. optio
- Rantasalmi (3 514 as.) 1.1.2015 - 31.12.2020
- Lumijoki (2 052 as.) 1.5.2022 asti
- Puolanka (2 597 as.) 31.12.2025 asti + 2 v. optio

## Osaulkoistukset

- Kinnula (1 615 as.) terveystalot 31.12.2031 asti
- Tervola (3 062 as.) 31.12.2028 asti, koskee enintään 30 %:n osuutta kunnan sote-palveluista
- Hattula (9 475 as.) terveystalot 31.12.2023 asti

Lähde: Inderes, kuntaliitto (helmikuu 2020) ja muut eri lähteet. Sopimusportfolion pituudet sekä laajuudet ovat monesti muuttuneet sopimuksia uudelleen neuvoteltaessa ja tiedot ovat sijoittajalle suuntaa antavia.

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Taloudellinen kehitys

## Liikevaihdon kasvu ollut voimakasta

Terveystalolla on hyvät historialliset näytöt sekä orgaanisesta kasvusta että yritysostoin tapahtuneesta kasvusta. Yhtiön liikevaihto on noussut vuosien 2014-2019 välillä 474 MEUR:sta 1031 MEUR:oon. Vuosina 2014-2016 yhtiön kasvu oli 7,4 % CAGR, josta noin puolet tapahtui orgaanisesti ja puolet pieniä yksityisiä lääkärikeskuksia tai suunterveyden klinikoita hankkimalla. Vuosina 2017-2019 suuremmat yritysostot eli Diacor (80 MEUR) ja Attendo Terveyspalvelut (235 MEUR) nostivat kasvun 22 %:iin (CAGR). Yhtiö on myös kasvattanut hyvinvointipalvelujen tarjontaansa viime vuosina pienemmin yritysostoin.

## Kannattavuuden kehitys ollut positiivista

Vuosina 2014-2018 nähty oikaistun EBITA-%:n (oikaistu liikevoitto ennen aineettomien hyödykkeiden poistoja ja arvonalentumisia) kasvu on johtunut liikevaihdon kasvusta ja operatiivisen tehokkuuden parantumisesta. Samalla kasvanut palvelutarjoama on mahdollistanut ristiinmyynnin asiakkaille. Myös toteutettujen yrityskauppojen kustannussynergiatavoitteet ovat ylittyneet ja vuonna 2018 EBITA-marginaali nousi jo 11,8 %:iin.

Vuonna 2019 Attendolta siirtyneiden toimintojen alemmat marginaalit (7,5 % ja synergioilla 9,5 %) laskivat Terveystalon suhteellista kannattavuutta 11,2 %:iin, mutta tästä oikaistuna muiden operaatioiden kannattavuus kehittyi edelleen positiivisesti. Vuonna 2020 koronakriisi aiheutti Q2:lla väliaikaisen notkahduksen kasvuun ja samalla kannattavuuteen palveluiden

käyttöasteiden laskiessa. Q3:lla yhtiö palasi kuitenkin kasvuun yltäen jälleen ennätysmarginaalitasoihin ja viimeisen 12 kuukauden EBITA-% palautui 9,8 %:iin.

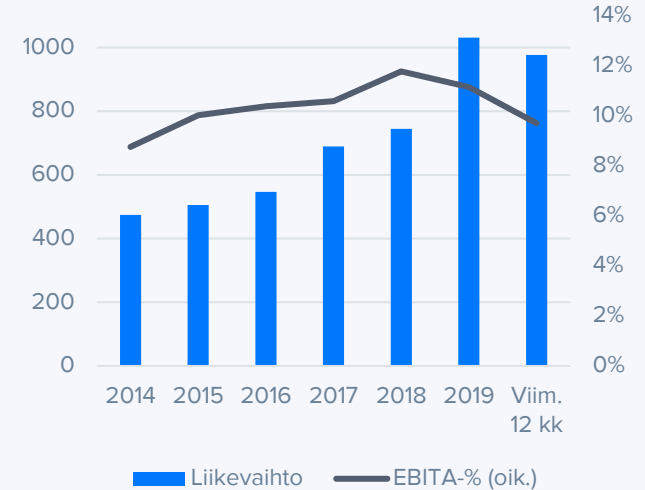
Yhtiöllä on verrattain paljon yritysostoihin liittyviä asiakkassopimusten ja tavaramerkkien arvonalentumisia (PPA) ja tästä syystä pidämme perusteltuna valintana seurata EBITA-mittaria. Huomautamme kuitenkin sijoittajille, että A-komponentti sisältää tämän lisäksi taseeseen aktivoitavia digikehityksen investointeja ja myöskään niiden poistot eivät näy EBITA-luvussa.

## Osakekohtainen tulos heilahdellut kertaeristä

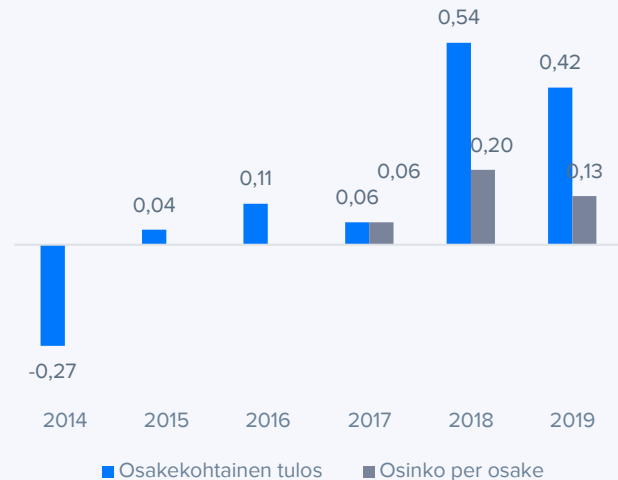
Myös Terveystalon osakekohtainen tulos on ollut nousutrendillä, vaikka se on samalla heilahdellut paljon kertaluontoisten erien johdosta. Tarkastelujakson ensimmäisen vuoden 2014 pilasi 68 MEUR:n liikearvon alaskirjaus. Vuosina 2015-2017 yhtiöllä on ollut kertaluontoisia eriä painottuen pääosin yritysostoihin, joilla on ollut tulosta laskeva vaikutus. Vuonna 2018 osakekohtainen tulos sai tukea kertaluontoisista myyntivoitoista ja nousi jo 0,54 euroon. Vuonna 2019 osakekohtainen tulos laski 0,42 euroon veroasteen normalisoituessa, kun yhtiöllä ei ollut enää aiemmilta vuosilta vähennettäviä tappioita.

Yhtiö on maksanut lyhyen pörssitaipaleensa aikana pääomanpalautusta tai osinkoa tilikaudelta 2017 0,06 euroa ja tilikaudelta 2018 0,20 euroa sekä tilikaudelta 2019 0,13 euroa, jolloin kasvavan osingon trendi katkesi, kun toinen 0,13 euron erä jätettiin maksamatta pandemiasta johtuen.

## Liikevaihto (MEUR) ja kannattavuus



## EPS- ja osinko



# Taloudellinen kehitys

## Materiaalit ja palvelut pysyneet vakaina

Yhtiön merkittävin kustannuserä on materiaalit ja palvelut, jotka olivat vuonna 2019 46 % liikevaihdosta eli 473 MEUR (2018: 351 MEUR). Ulkopuolisten palvelujen osuus näistä kustannuksista oli 441 MEUR. Niistä valtaosa on yksityisille ammatinharjoittajille maksettuja palkkioita, jotka perustuvat tulojakomalliin. Ammatinharjoittajia oli vuonna 2019 yhteensä yli 5000. Materiaalit ja palvelut ovat pysytelleet viime vuosina vakaana osuutena liikevaihdosta kertoen ammatinharjoittajien hyvästä neuvotteluvoimasta yhtiötä kohtaan. Vuoden 2019 pientä laskua selittää ammatinharjoittajien selvästi pienempi osuus Attendolta tulleissa ulkoistuksissa. Muita ulkoa hankittavia palveluita ovat tietyt laboratoripalvelut ja vaativien erikoissairaanhoidon palveluiden ostot sairaanhoitopiireiltä.

Materiaalien osuus kustannuksista oli vuonna 2019 32 MEUR. Ne sisältävät lääkkeiden ja muiden lääkintätarvikkeiden ostot. Yhtiön suurimmat lääketoimittajat ovat Yliopiston Apteekki, Oriola sekä Tamro. Yhtiö on saanut viime vuosina kasvaneen kokonsa myötä laskettua materiaalihankintojen suhteellisia kustannuksia, sillä myös hankintatoimi on keskitetty.

## Henkilöstökulut hyppäsivät Attendon myötä

Henkilöstökulut koostuvat työsuhteessa olevien terveydenhuollon ammattihenkilöiden ja muiden työntekijöiden palkoista sekä palkan sivukuluista. Palkkatasot asetetaan yleensä työehtosopimuksissa, jotka neuvotellaan

ammattiliittojen kesken ja tarkistetaan yleensä kerran vuodessa. Yhtiön työsuhte-etuuksista johtuneet kulut laskivat vuoden 2014 30 %:sta vuoden 2018 26 %:iin henkilöstön työajan tehostuessa ja palveluiden käyttöasteiden parantuessa.

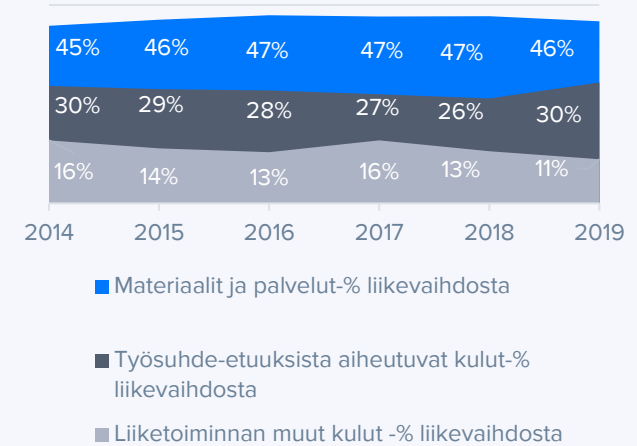
Henkilöstökulujen suhde hyppäsi vuonna 2019 30 %:iin liikevaihdosta, mutta tämä johtui Attendolta tulleista ulkoistusopimuksista sekä henkilöstöpalveluista. Vuoden 2019 lopussa yhtiössä työsuhteessa työskenteli 8685 henkilöä (2018: 6018). Yhteensä henkilöstökulut olivat vuonna 2019 314 MEUR (2018: 197,1 MEUR).

## Muut kulut skaalautuneet tehokkaasti

Olemme muuttaneet vuoden 2019 muut kulut vertailukelpoisiksi aiempiin vuosiin nähden, vaikka IFRS 16-standardin mukaan 39,9 MEUR:n vuokratulot ovat tuloslaskelmassa siirtyneet 2019 alusta muille riveille (pääasiassa poistoihin). Kuvaajassa esittämämme muut kulut koostuvat siten vuokrasta ja kalusto- ja toimitilakuluista, IT-kuluista, myynnin ja markkinoinnin kuluista ja muista kuluista.

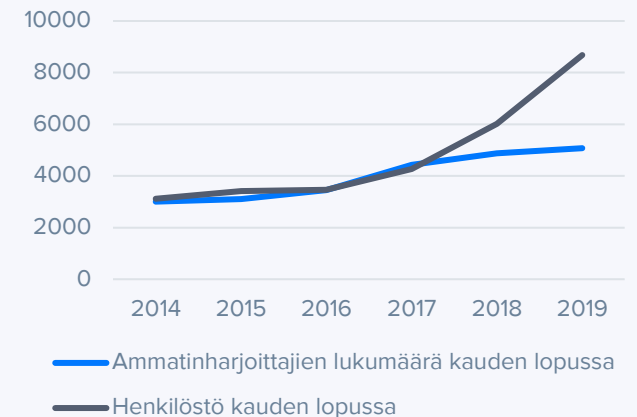
Vertailukelpoisesti tarkasteltuna muiden kulujen osuus oli vuonna 2019 laskenut 11 %:iin liikevaihdosta, kun ne vuonna 2014 olivat vielä 16 % liikevaihdosta. Ainoastaan IT-kulut ovat kasvaneet selvästi liikevaihtoa nopeammin digitaalisuuden roolin kasvettua. Muuten muut kulut ovat skaalautuneet tehokkaasti ja mm. markkinointipanostusten absoluuttista määrää ei ole tarvinnut kasvattaa toiminnan kasvusta huolimatta, mikä kertoo vahvasta brändistä.

## Kulurakenne



\*2019 Ilman IFRS 16 muutoksia

## Henkilöstön määrän kehitys



\*2019 henkilöstön hyppäystä selittävät Attendo-Terveyspalveluiden myötä siirtyneet työntekijät, joissa ammatinharjoittajien määrä matala



# Taloudellinen kehitys

## Vahvaa rahavirtaa allokoidaan eri kohteisiin

Yhtiön operaatiot tuottavat vahvaa rahavirtaa, joka on kehittynyt hyvin positiivisesti toiminnan kasvun sekä kannattavuuden parantuessa. Vuonna 2019 liiketoiminnan rahavirta nousi jo 134 MEUR:oon (ilman 40 MEUR:n positiivista IFRS-16 vaikutusta). Rahavirtaa allokoidaan yritysostoihin, orgaanista kasvua luoviin investointeihin ja osinkoon.

Digitaalisten palveluiden ja järjestelmien rooli on kasvanut Terveystalon liiketoiminnassa selvästi ja nämä aineettomiin hyödykkeisiin tehtyt investoinnit kasvoivat viime vuonna jo 17,7 MEUR:oon (2018: 10,4 MEUR). Terveystalon käyttömajausinvestoinnit (koneet ja kalusto ja toimitilojen parannukset), joita tarvitaan toiminnan pyörittämiseen ovat olleet suhteellisen vakaita (20 MEUR/v tasoilla) viime vuosina.

Kuvaajassa esitetyt investoinnit sisältävät myös pienemmät yritysostot, sillä niitä toteutetaan jatkuvasti. Vuonna 2019 ei toteutettu suuria yritysostoja, mikä piti kokonaisinvestoinnit 46,7 MEUR:ssa. Investointien vähentämisen jälkeen rahavirta oli noin 87 MEUR. Se oli selvästi vuoden 2019 nettotulosta (54 MEUR) korkeampi ja ero johtui PPA-poistojen suuresta määrästä.

## PPA-poistot toistaiseksi hyvin korkeat

Terveystalon poistot ja arvonalentumiset ilman IFRS 16 poistoja olivat vuonna 2019 51,5 MEUR eli 5 % liikevaihdosta. Aineellisten hyödykkeiden poistot olivat tästä noin 23 MEUR eli lähellä investointeja. Aineettomien hyödykkeiden poistot olivat sen sijaan 28,1 MEUR, josta 6,6 MEUR liittyivät taseeseen aktivoituihin kehityshankkeisiin

(mm. ohjelmistokehitys). Loput poistoista (21,5 MEUR) koostuivat yrityskauppojen hankintamenojen allokointeihin liittyvistä aineettomien hyödykkeiden poistoista (PPA-poistot). Yrityskauppojen yhteydessä Terveystalon aktivoi taseeseensa yritysostokohteen asiakassopimuksia sekä tavaramerkkejä, joita se poistaa 2-10 vuoden aikana. Attendo-kauppaan liittyen julkisen puolen ulkoistuksiin liittyvät asiakassopimukset (65,7 MEUR) poistetaan taseesta niiden sopimuskausien aikana (keskimäärin noin 7 vuotta). Kuntaulkoistuksissa yhtiö käyttää kunnan käytössä olleita tiloja ja laitteita. Niihin liittyvät investointitarpeet ja poistotasot ovat siten hyvin vähäiset.

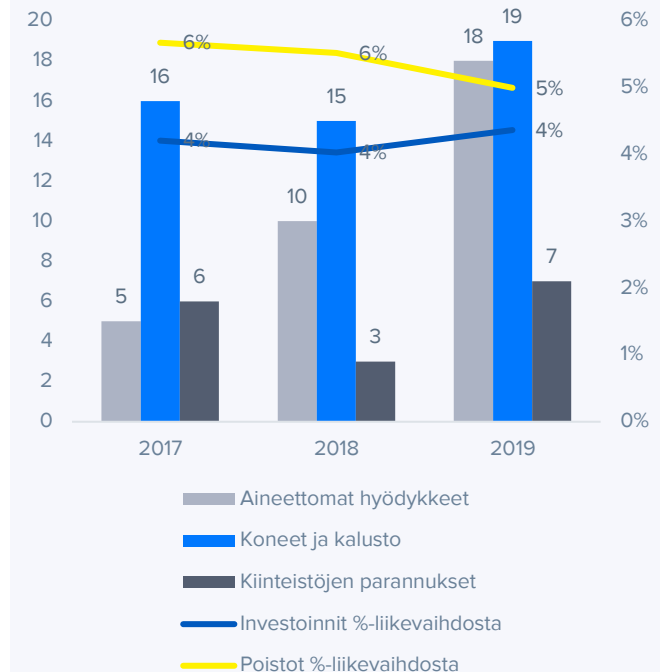
## Taseessa runsaasti liikearvoa

Vuoden 2019 lopun taseessa aineellisia käyttömajaushyödykkeitä oli 86 MEUR ja aineettomia hyödykkeitä 162 MEUR. Yritysostostoina tehdyt investoinnit ovat kerryttäneet taseeseen myös merkittävästi liikearvoa (779 MEUR), sillä erityisesti isojen kohteiden yritysostoissa kauppahinnat ovat nousseet selvästi yli ostokohteiden tasearvojen. Tämä on ymmärrettävää, sillä tyypillisesti asiantuntijaliiketoiminnassa yrityskaupoilla ostetaan osaamista ja alueellista markkinaosuutta. Se osa tästä ”ylihinnasta” jota ei voida kohdistaa ostokohteen tavaramerkeille ja asiakassuhteille jää liikearvoon. Arviomme mukaan noin puolet yhtiön nykyisestä liikearvosta syntyi jo vuonna 2013 Bridge Point Capitalin myytyä Terveystalon EQT VI LP:n hallinnoimalle rahastolle, eikä se siten liittynyt yhtiön tekemiin investointeihin.

Operatiivinen rahavirta (MEUR)



Investoinnit (MEUR) ilman suuria yritysostoja



# Taloudellinen kehitys

## Nettovelat heiluneet isojen yritysostojen mukana

Ennen pörssilistautumista Terveystalo operoi pääomasijoittajan omistuksessa korkealla velkavivulla. Listautuessaan 2017 yhtiö keräsi noin 89 MEUR:n nettovarot ja yhtiön tase vahvistui selvästi. Vuoden 2018 lopussa velat kohosivat jälleen hetkellisesti Attendo-yritysoston myötä 413 MEUR:oon. Vuoden 2019 lopussa yhtiön korollinen nettovelka oli laskenut 370 MEUR:oon (ilman IFRS 16 vaikutusta) vahvan rahavirran lyhentäessä velkoja nopeasti.

Mielestämme yhtiön tulee edelleen käyttää velkavipua maksimoidakseen omistaja-arvoa. Yhtiö saa halpaa rahaa pankeilta, sillä se toimii defensiivisillä terveydenhuollon markkinoilla. Yhtiön 2019 lopulla uudelleen neuvoteltu 410 MEUR:n rahoituspaketti laski entisestään korkokuluja (nykyinen korko laskelmiemme mukaan n. 1,5 %). Paketin erityispiirteenä oli, että korkomarginaali on osin myös riippuvainen vastuullisuustavoitteiden (asiakastytyväisyys, henkilöstön työtyytyväisyys ja hyvinvointi sekä jätteen vähentäminen) saavuttamisesta.

## Velankantokyky säilynyt vahvana

Yhtiön käyttökatteen vahvan kehitys on myös nostanut taseen velankantokykyä selvästi. Vuoden 2019 lopussa velanhoidosta kertova Nettovelat/käyttökate (viim. 12kk, ei IFRS 16) oli laskenut nopeasti maltilliseksi 2,7x:ään. Verrattuna kilpailijoihin on suhdeluku edelleen maltillinen (mm. Mehiläinen n. 8x). Myös koronaviruksen Terveystalon Nettovelka/EBITDA (Q3'20-Q4'19) on

pysynyt tavoitteiden mukaisella alle 3,5x-tasolla, huolimatta väliaikaisesti heikentyneestä tuloskunnosta.

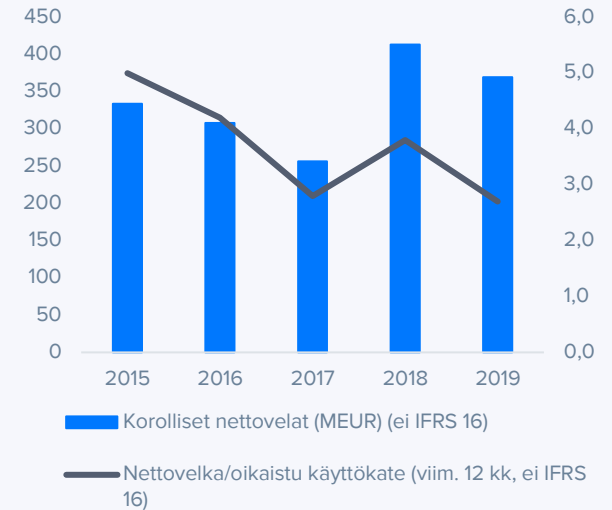
Mielestämme Terveystalolle antaa selkeää kilpailuetua sen korkeana säilynyt kyky toteuttaa yritysostoja myös jatkossa vieraalla pääomalla. Historiallisesti yritysostot ovat onnistuneet ja integroinneista läpi tulleet synergiat ovat näkyneet myös kannattavuuden parantumisena, mikä on osaltaan nostanut velankantokykyä.

## Käyttöpääoma selvästi negatiivinen

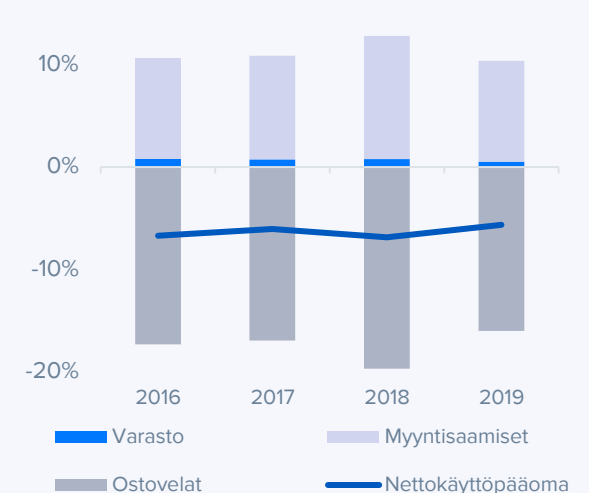
Terveystalon käyttöpääoma on negatiivinen (2019 -58 MEUR tai -5,6 %:ia liikevaihdosta ja sen myötä yhtiö kykenee rahoittamaan osan kasvustaan myös sen avulla. Yhtiön ostovelkojen suhde liikevaihtoon oli 2019 lopussa 16 %. Hyvä taso johtuu mm. keskitetystä osto-organisaatiosta ja hyvästä neuvotteluvoimasta suhteessa toimittajiin. Yhtiön liiketoiminta ei tarvitse juurikaan varastoja (0,6 % liikevaihdosta), myöskään myyntisaamisia (9,9 % liikevaihdosta) ei kerry taseeseen merkittävästi, sillä yksityisasiakkaat maksavat laskunsa tyypillisesti jo vastaanotolla. Yrityisasiakkailla on kuitenkin pidemmät maksuajat.

Nettokäyttöpääoma on pysynyt myös jo vuodesta 2016 lähellä nykytasojaan suhteessa liikevaihtoon. Pidämme tätä erittäin hyvänä saavutuksena, sillä samaan aikaan yhtiö on myös integroinut isoja yritysostokohteita.

### Taserakenne



### Nettokäyttöpääoma (%-liikevaihdosta)



# Viime vuosien yritysostot

## Yritysostojen ammattilainen

Terveystalon tekemiä isompia yritysostoja tarkasteltaessa huomataan, että kauppojen kertoimet ovat nousseet korkeiksi ilman synergioita. Tämä kertoo kilpailun hyvistä ostokohteista käyvän kireänä. Yhtiö kykenee kuitenkin puristamaan yrityskaupoista merkittäviä synergioita, mistä syystä se on vahvoilla tarjouskilpailussa muita toimijoita vastaan.

Vuosina 2017-2019 tehtyjen suurempien yritysostojen osalta (Attendo Terveyspalvelut, Diacor, ja Porin lääkäritalot, Työsyke, Työkunto) Terveystalon tavoittelemat synergiat ylitettiin keskimäärin noin 9 %:lla ja synergioiden läpitulon myötä näiden kauppojen EV/EBITDA (LTM)-kertoimet laskivat 13x:stä 6x:ään. Myös pienemmissä kaupoissa kertoimet ovat laskeneet synergioiden mukana samantyyllisesti.

Yrityskaupoin tehtävä laajentuminen on alalla strategisesti riskittömämpää, sillä yhtiön ei tarvitse silloin aloittaa asiakas- ja lääkärihankintaa tyhjästä. Jos yhtiöllä on jo valmis asiakaskanta uudella paikkakunnalla esim. ison yrityksen työterveyskilpailutuksen voitosta, on uuden yksikön perustaminen usein potentiaalinen vaihtoehto.

Erityisesti isoimpien yrityskauppojen korkeista hinnoista kertoo omaa kieltään Terveystalon taseeseen kertynyt liikearvo. Attendo terveyspalveluiden ostosta yhtiölle kertyi liikearvoa 185,4 MEUR, Diacor-kaupasta 101,7 MEUR ja Porin Lääkäritalon hankinnassa 30,9 MEUR. Yhtiö on toteuttanut historiansa aikana

lähes 200 yritysostoa.

## Diacor ja Porin lääkäritalojen hankinnat

Yhtiön Diacor yritysosto toteutettiin Q1'17:sta lopussa. Kauppa vahvisti Terveystalon verkostoa selvästi erityisesti pääkaupunkiseudulla sekä Turussa noin 135 000 työterveyden loppuasiakkaalla ja noin 700 000 vuosittaisella potilaskäynnillä. Diacorin liikevaihto oli vuonna 2016 noin 80 MEUR ja sen käyttökate oli noin 3,5 MEUR. Terveystalo maksoi kokonaisuudesta velattoman hinnan 113,7 MEUR (osa rahana + osa osakkeilla). Yhtiön ohjeistamat kustannussynergiat 12 MEUR olivat korkeat ja ne koostuivat toimipisteverkoston optimoinnista, pääkonttorikustannusten vähenemisestä sekä hankinnan mittakaavaeduista.

Yhtiö hankki Porin lääkäritalon 43,4 MEUR:lla vuoden 2017 alussa ja tällä kaupalla yhtiö vahvisti jalansijaansa Porissa ja Raumalla saaden 15 200 työterveyshuollon loppuasiakasta lisää. Porin lääkäritalojen liikevaihto oli vuonna 2016 14 MEUR ja käyttökate 2,7 MEUR. Tästä kaupasta yhtiö odotti synergioita 2,6 MEUR.

## Attendo Terveyspalvelut -yritysosto

Attendo Terveyspalveluiden yritysosto on Terveystalon tähänastisista yritysostoista suurin. Järjestelyn velaton hinta (EV) oli 233 MEUR. Attendo Terveyspalveluiden 2018 liikevaihto oli noin 235 MEUR ja käyttökate noin 20 MEUR ja integroinnin arvioitiin tuovan 5 MEUR/v kustannussynergiat. Kustannussynergiat syntyivät hankinnan volyymien kasvusta, parhaiden

käytäntöjen jakamisesta, toiminnan harmonisoinnista ja operatiivisen tehokkuuden parantumisesta.

Kaupan toteuttamisen jälkeen käsittelyssä oleva sote-uudistusmalli (s.25) on muuttunut merkittävästi. Muutosten myötä myös yksityisten palveluntuottajien ulkoistusliiketoiminnan näkymät ovat heikentyneet. Osa Attendolta tulleista kokonaisulkoistusopimuksista on myös jo päättynyt sopimuskauden loppuun ja osa on päättymässä, eikä uusia sopimuksia ole juurikaan saatu korvaamaan tätä poistumaa (pl. Puolanka). Tätä taustaa vasten Attendo-yritysosto ei arviomme mukaan ole täyttänyt Terveystalon, sille asettamia odotuksia.

Yritysostoa ei voi kuitenkaan suoralta käsin tuomita epäonnistuneena, sillä järjestelyllä oli ulkoistusliiketoimintaosaamisen hankinnan lisäksi myös strategisia synergioita. Näistä tärkeimpänä oli se, että yhtiö sai uuden rekrytointikanavan nuoriin lääkäriin. Attendon henkilöstöpalveluilla on palkkalistoillaan erityisesti nuoria yleislääkäreitä ja heidät on mahdollista pitää talon sisällä, kun heidän erikoistumisensa etenee.

## Yhtiö ostaa jatkuvasti pieniä kohteita

Viime aikoina pienet yritysostot ovat keskittyneet erityisesti kuntien työterveystoimijoiden oston, suunterveyden verkoston vahvistamiseen sekä ennaltaehkäiseviin palveluihin. Olemme mallintaneet pienet yritysostot yhtiön investointi- ja kasvuennusteisiimme niiden jatkuvan luonteen vuoksi.

# 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. Terveystalo toimii Suomessa, mutta näemme mahdollisena että se laajentuisi lähivuosina myös Pohjoismaissa.

## Yksityisten toimijoiden osuus suhteellisen pieni

Terveydenhuolto on Suomessa vielä pääosin julkisesti tuotettua ja yksityisillä palveluntuottajilla on noin 25 %:n osuus kokonaismarkkinasta. Suomessa on ollut pitkään suunnitteilla sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoiden uudistus ("sote-uudistus"), jonka lopputuleman on arvioitu vaikuttavan toimialan kilpailuympäristöön ja siihen tapaan, jolla julkisia sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluita tuotetaan ja rahoitetaan Suomessa. Olemme käsitelleet nykyisen hallituksen uudistusta sivulla 25.

Suomen suurin toimija 2019 liikevaihdolla mitattuna on Mehiläinen: 1064 MEUR (+16 %). Mehiläinen toimii laajalla palveluvalikoimalla terveydenhuollon (67 % liikevaihdosta) lisäksi myös vanhusten-, vammaisten-, mielenterveys- ja päihdehoidon puolella. Mehiläinen on Terveystalon ohella toinen hyvin kannattava toimija Suomen terveydenhuollon markkinalla ja sen oikaistu 2019 EBITDA oli 11,7 %. Viime vuonna,

sillä oli 2,9 miljoonaa lääkärikäyntiä ja työterveyshuollettavia 460 000.

Terveystalo on vuoden 2019 luvuilla mitattuna Suomen 2. suurin toimija 1031 MEUR:n liikevaihdolla (+38 %). Yksityishenkilöiden ja yritysten terveydenhuollon alueilla se on kuitenkin selkeä markkinajohtaja. Terveystalo on selvästi verrokkejaan kannattavampi ja sen oikaistu EBITDA vuonna 2019 oli 13,3 % (ilman IFRS 16).

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 2019 oli 519 MEUR (+15 %) ja oikaistu EBITDA oli 7,8 % (ilman IFRS 16).

## Konsolidaatio on voimakasta ja jatkuu

Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinat ovat 2000-luvulla keskittyneet yleisen rakennemuutoksen ja yritysostojen seurauksena. Terveystalo, Mehiläinen ja Pihlajalinna ovat konsolidaation seurauksena toimijat, joilla on tarjota (lähes) koko maan ja laajan palvelutarjonnan kattava toimipisteverkosto. Pihlajalinna on kasvattanut verkostoaan viime vuosina, mutta on vielä kahta isointa kilpailijaa jäljessä. Terveystalo kohtaa kilpailua myös alueellisesti vahvoilta toimijoilta (mm. Aava pääkaupunkiseudulla) tai leikkaustoimintaan keskittyvältä Pohjola Sairaaltalalta (sairaalat 5 suuressa kaupungissa).

Myös erikoistuneet toimijat luovat Terveystalolle

kilpailu-uhkaa etenkin suunterveydessä ja hyvinvointipalveluissa. Vaikka erikoistuneet toimijat eivät kykene tarjoamaan integroitua hoitoketjua asiakkaille, pitää erikoistuminen niiden brändin ja tarjooman kuluttajille selkeänä ja niiden on mahdollista saada mittakaava- ja tehokkuushyötyjä keskittymällä tiukasti ydinosaamiseensa. Fysioterapian osalta vahva toimija on Fysios, joka on ollut viime vuodet hyvin aggressiivinen yritysostoissa. Mielenhyvinvoinnissa Vastaamo oli myös kasvanut vahvasti, mutta sen tarina sai kovan kolauksen vuoden 2020 potilastietovuodesta.

Suunterveyden puolella vahvoja erikoistuneita toimijoita ovat Colosseum Dental Group (Oral ja Onni) sekä PlusTerveys. Myös Hoiva-alan vauhdikkaiden kasvajien (Esperi Care, Attendo) eteneminen on hidastunut, sillä hoivakohun myötä kasvaneet hoitajamitoitusvaatimukset ovat tuoneet yhtiöille kannattavuushaasteita.

Alalla on edelleen runsaasti pieniä alueellisia toimijoita tarjolla ostokohteiksi. Tällä hetkellä näyttää siltä, että ainoastaan Terveystalo, Mehiläinen sekä Pihlajalinna ovat liian isoja suupaloja muille, mutta kaikki muut toimijat ovat periaatteessa potentiaalisia ostokohteita. Suuren kokoluokan tuomat mittakaavaedut edistävät yksityisten palvelutuottajien keskittymistä. Suuret yhtiöt hyötyvät mittakaavaeduista esim. laajemman maantieteellisen verkoston tuomana kilpailuetuna, kehittäessään digitaalisia työkaluja, henkilöstöhallintoa, laatua ja brändiä. Mittakaavaedut edesauttavat myös toimintojen kustannustehokkuutta.

# Suurimpia sote-toimijoita ja erikoistuneita kilpailijoita, 2019 liikevaihto (MEUR)



**Cor Group Oy** sisältää myös Coronarian ostaman Silmäaseman pro forma liikevaihdon (2019: 131 MEUR).

**Aho Group Oy** Suurin osa liikevaihdosta liittyy Aavaan ja lastenlääkäripalveluita tarjoavaan Pikkujättiin, mutta sisältää käsityksemme mukaan hieman myös muiden omistusten liikevaihtoa

Lähde: Inderes, Talouselämän Terveystalous 2019 -selvitys

# Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina

## Terveydenhuoltomarkkinoiden jakautuminen

Terveystalolle perinteisesti relevanttina nähty markkina koostuu yksityisesti tuotetusta perusterveydenhuollosta, suunterveydenhuollosta, erikoissairaanhoidosta sekä työterveyshuollosta. Tämän markkinan koko oli vuonna 2019 noin 3,7 mrd. euroa. terveystalon osuus tästä markkinasta on noin 25 %. Työterveydessä markkinaosuus on tätä selvästi korkeampi (reilut 35 %). Suunterveydessä markkinaosuus on puolestaan selvästi matalampi lähempänä 10 %:ia.

Kun myös julkisesti tuotettu markkina huomioidaan on terveystalon markkinaosuus noin 6 % terveydenhuollon kokonaismarkkinasta, sillä julkisen tuotannon osuus on edellä mainituista palveluista arvioimme mukaan noin 75 %. Vuonna 2016 osuus oli 77 % (NHG), mutta tämän jälkeinen Mehiläisen Länsipohjan ulkoistus on kasvattanut yksityisten osuutta tuotannosta.

Vuosien 2014-2019 välillä terveystalon kohdemarkkina on kasvanut 2,1 % vuodessa (CAGR), mikä on ollut BKT:n kasvua nopeampaa. Yksityisen työterveyden markkinan kasvu on käsityksemme mukaan ollut hieman muun markkinan kasvua nopeampaa hinnankorotusten tukiessa markkinaa sekä monien kuntien myytyä oman palveluntuotantonsa yksityisille. Yksityisesti tuotetun suunterveydenhuollon markkina puolestaan laski selvästi vuoden 2016 lakimuutoksen myötä, kun hoidon Kela-korvaus puolitettiin 15 %:iin.

## Terveydenhuollon kokonaiskustannukset

THL:n julkistaa laajempaa dataa julkisen ja

yksityisen terveydenhuollon menoista (s.23), jotka sisältävät myös mm. lääkkeet, ja hoivan. Nämä terveydenhuollon käyttömenot ovat 2014-2018 kasvaneet myös hieman yli 2 % vuodessa (CAGR) 21,1 miljardiin euroon. Käyttömenojen kasvun on viime vuosina johtunut etenkin kasvaneista erikoissairaanhoidon kustannuksista. Pidemmällä aikavälillä (2000-2018) käyttömenot ovat kasvaneet jopa 4,5 % (CAGR).

## Terveydenhuoltomarkkinoiden kasvun ajurit

Arvioimme, että lähivuosina yksityiset terveydenhuoltomarkkinat kasvavat lähellä viime vuosien vauhtia. Positiivisia ajureita ovat etenkin väestön ikääntyminen ja elintapasairauksien kasvu. Yksityisen markkinan kasvuvauhtiin vaikuttaa myös sote-uudistuksen rakenne (seuraava sivu), ja nykyisen esityksen perusteella julkisesti rahoitetun yksityisen markkinan kasvunäkymät ovat mielestämme vaisut. Samalla koronakriisi on kuitenkin myös venyttänyt julkisen puolen jonoja ennätyspitkiksi, minkä voi olettaa tukevan yksityistä markkinaa. THL:n mukaan mm. elokuun 2020 lopussa julkisella puolella hoitoa odottaneista noin jopa 18 000 potilasta (12,9 %) oli odottanut yli puoli vuotta pääsyä kiireettömään erikoissairaanhoidon (aik. keskimäärin 2 000).

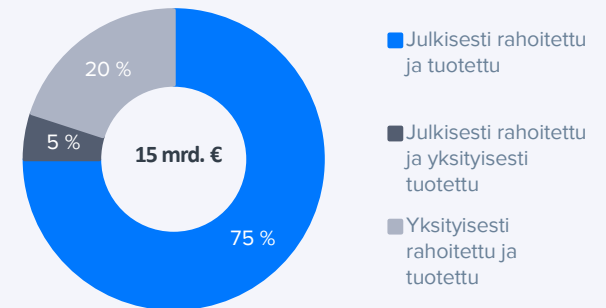
Yksityisen markkinan positiivisia ajureita ovat myös vapaaehtoisten sairausvakuutuksien kasvu, terveys- ja hyvinvointitietoisuuden lisääntyminen, ennaltaehkäisevän hoidon kasvava rooli ja terveysteknologian kehittyminen. Hyvinvoinnin palveluiden osalta etenkin mielenterveyden ja fysioterapian palveluissa markkina on THL:n tilastojen mukaan myös kasvanut vahvasti, 13 % ja 10 % vuodessa (2014-2018 CAGR).

## Terveystalolle relevantti terveydenhuollon markkina



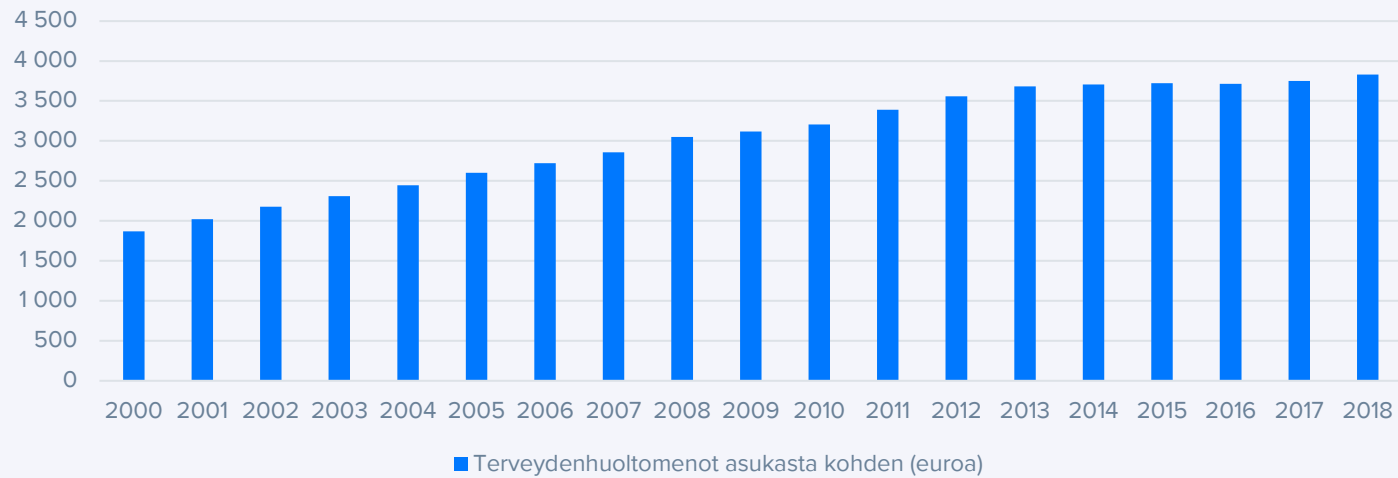
Lähde: terveystalo CMD sijoittajaesitys (9/2020)

## Terveydenhuollon kokonaismarkkinoiden jakautuminen (2019\*)

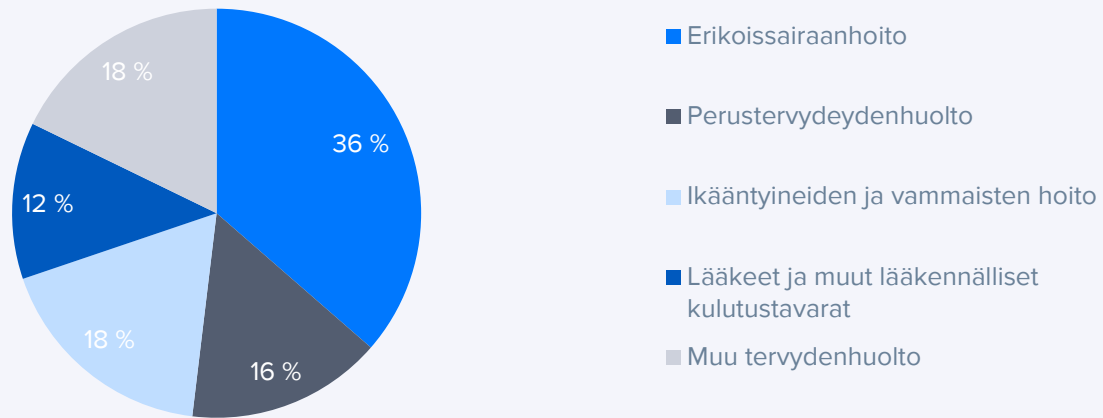


Lähde: Inderes arvio\*, vuoden 2016 tilanne terveystalon listalleottoesitteestä ja sen jälkeinen markkinan kasvut THL:n datan perusteella

# Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina



Suomen terveydenhuoltomenojen rakenne vuonna 2018 (21,1 mrd euroa)

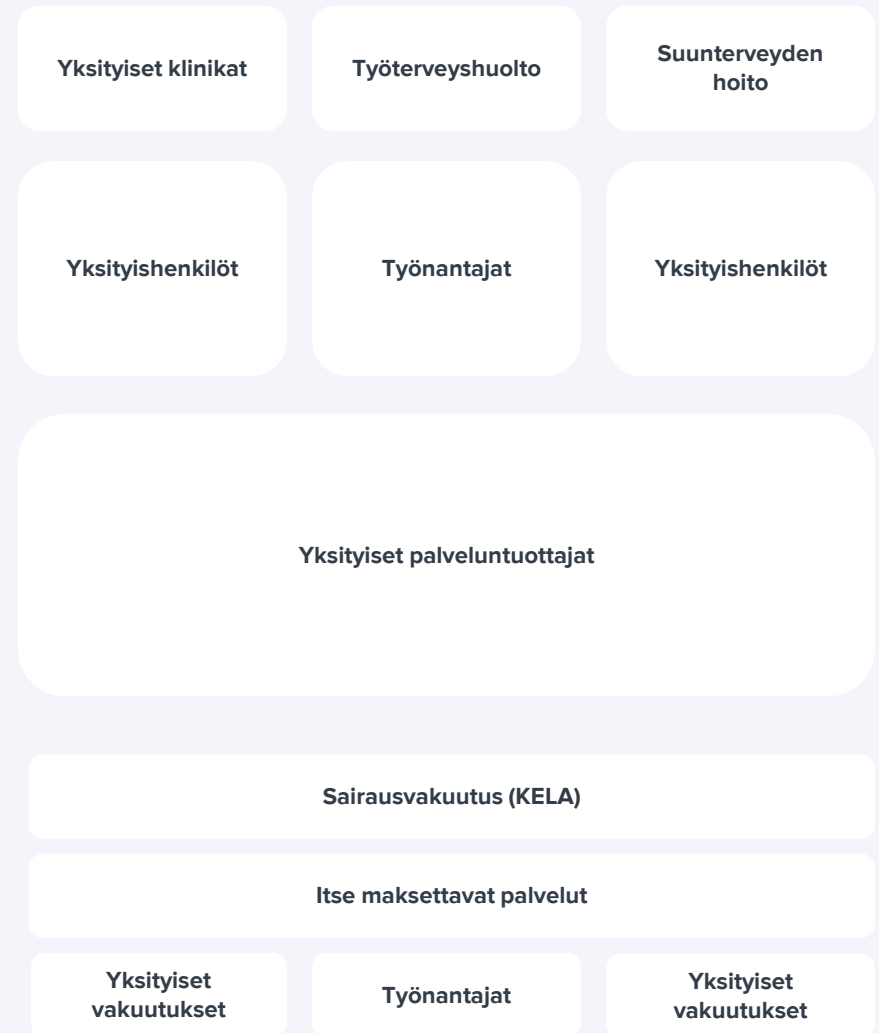


# Suomen terveydenhuoltomarkkinoiden nykyinen rakenne

## Julkisesti rahoitetut terveyspalvelut



## Yksityisesti rahoitetut terveyspalvelut





# Sote-uudistus

## Uudistuksen tarve

Reilusti yli 10 vuotta valmisteltu Sote-uudistus on yksi suurimpia hankkeita, mitä Suomessa on koskaan yritetty tehdä. Uudistuksen tarve syntyy siitä, että väestö ikääntyy nopeasti ja vanhemmat ihmiset tarvitsevat enemmän palveluita. Ihmiset eivät tällä hetkellä saa yhdenvertaisesti sote-palveluita ja niiden tuottamiseen on syntynyt tehottomia toimintatapoja. Kunnat ovat vastuussa sote- palveluiden järjestämisestä asukkailleen ja niiden menoista yli puolet kuluu sote-menoihin. 2019 taloustietojen mukaan Suomen kunnista 3/4 teki negatiivisen tuloksen.

## Uudistuksen tavoitteet

Nykyisen hallituksen sote-uudistus tavoittelee aiempien esitysten mukaisesti julkisen puolen pitkien jonojen purkamista, hyvinvointierojen kaventamista, yhdenvertaisten palvelujen sekä työvoiman saatavuuden turvaamista. 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-esityksessä luovuttu.

Sote-uudistuksen yhteyteen kaavailussa maakuntauudistuksessa on tarkoitus siirtää sote-palveluiden järjestämisvastuu noin 300 kunnalta 21 hyvinvointialueelle sekä Helsingille. Vastuun siirtämistä hyvinvointialueille perustellaan sillä, että suurilla maakunnilla olisi taloudellisesti parempi kantokyky. Mallissa on myös viisi yhteistoiminta-alueita erityistason palveluita varten.

Nykyisen sote-mallin johtavana ajatuksena on säilyttää päävastuu palveluiden tuottamisesta tiukasti julkisilla toimijoilla. Yksityiset toimijat nähdään julkista täydentävinä palveluntuottajina.

Myös uudessa sote-mallissa hyvinvointialueet voivat hankkia yksityisiltä palveluntuottajilta kaikkia niitä ostopalveluita, joita ei ole erikseen laissa kielletty. Isompien uusien ulkoistushankkeiden toteuttaminen käsityksemme mukaan kuitenkin vaikeutuu selvästi, sillä hyvinvointialueen järjestämisvastuun (riittävästi omaa palvelutuotantoa) pitää toteutua. Muodostettavilla hyvinvointialueilla on mahdollisuus irtisanoa sellaiset nykyiset ulkoistussopimukset, joissa järjestämisvastuu ei toteudu hyvinvointialueen kokonaisarvion perusteella. Sopimusten irtisanomisaika on asetettu vuoden 2025 loppuun. Käsityksemme mukaan yksittäisten kuntien nykyiset kokonaisulkoistukset voivat uudessakin sotemallissa olla edelleen mahdollisia, jos maakunnat katsovat niiden olevan tarkoituksenmukaisia ja ne eivät ole liian suuria koko maakunnan mittakaavassa. Mehiläisen Länsi-Pohjan sairaalan yhteispäivystys on ainoa, joka nykyisen esityksen mukaan ei voisi jatkua enää ulkoistettuna ostopalveluna vuoden 2025 jälkeen.

## Aikatauluun ja sisältöön liittyy epävarmuutta

Sote-uudistuksen muoto ja aikataulu ovat aiemmilla hallituskausilla venyneet, eikä kaikkia puolueita ja perustuslakivaliokuntaa tyydyttävää ratkaisua ole lopulta saatu kasaan. Kuntien taloustilanne on samaan aikaan muuttunut entistä

heikommaksi ja uudistukselle on jatkuvasti suurempi tarve. Nykyisen hallituksen sote-uudistus on tähän mennessä edennyt vauhdilla huolimatta yksityisten palveluntuottajien sekä ulkoistuksia tilanneiden kuntien vastustuksesta. Nykyisen aikataulun mukaan eduskunta alkaa käsitellä lakipakettia 14. joulukuussa 2020. Prosessin tavoitteena on, että lait tulisivat voimaan loppuvuodesta 2021. Jos paketti hyväksytään, hyvinvointialueiden valtuustot aloittaisivat aikaisintaan maaliskuussa 2022 ja hyvinvointialueet aloittaisivat 2023 alussa.

## 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. Tämä on yksi suurimmista toimialaan liittyvistä riskeistä, sillä epävarmat näkymät vaikeuttavat yhtiöiden omien suunnitelmien laatimista ja nostavat riskiprofilia pääomamarkkinoilla. Monet yksityiset palveluntuottajat kuten Terveystalo ovat todenneet, että heidän tulevaisuutensa ei riipu sotesta ja kannattavaa kasvua on mahdollista saada aikaan sotella tai ilman. Nykyiset Terveystalon ennusteemme olettavat, että yhtiön kasvu tulee pääosin yksityisesti rahoitetulta markkinalta ja julkisen rahoitetun markkinan osalta liikevaihto koostuu lukuisista pienistä sopimuksista. Kasvuennusteemme eivät siten nojaa isompiin ulkoistusopimuksiin.

# Strategia

## Fokus terveystalossa

Yhtiö erottuu pääkilpailijoistaan siinä, että se keskittyy strategiassaan terveydenhuoltoon, eikä sillä ole kuntien kokonaisulkoistuksia lukuun ottamatta sosiaalihuollon tarjontaa. Näemme yhtiön keskittymisen positiivisena, sillä se pitää myös fokuksen ydinosaamisalueella.

Mielestämme yhtiön tunnistettavat kilpailuedut ovat vahva brändi, mittakaava, edistyneet digitaaliset palvelut, hyvä markkina-asema sekä asiakkaiden että lääkärin keskuudessa, laaja toimipisteverkosto sekä tehokas integroitu hoitoketju ja laaja kliininen tietokanta, joka mahdollistaa ennaltaehkäisevien palveluiden räätälöinnin.

Yhtiön strategia painottuu skaalautuvan palvelualustan rakentamiseen ja kehittämiseen. Se koostuu sekä fyysisistä toimipisteistä että digitaalisesta alustasta. Yhtiön toimipisteverkosto on maanlaajuinen ja Terveystalon toimipisteet ovat lähellä suurta osaa suomalaisia. Myös digipalvelujen kasvuun yhtiö on positioitunut edistyneillä digipalveluillaan erinomaisesti. Korona-aikana digivastaanotot ovat kasvattaneet suosiotaan merkittävästi ja osuuden ennakoidaan nousevan tänä vuonna jopa 15 %:iin verrattuna viime vuoden 3,5 %:sta.

Strategian ytimessä on asiakkaan koko hoitoketjun johtaminen ja yhtiö pyrkii pitämään asiakkaan sen alustalla, jossa yhdistyvät kaikki kuluttajalle relevantit palvelut. Alustan arvolupausta pyritään myös jatkuvasti kehittämään asiakastarpeita vastaavaksi.

## Uuden strategiakauden tavoitteet

Terveystalon strategiakauden (2021-2025) ensimmäinen pääkohta on rakentaa toimialan älykkäin palvelualusta. Sen toiminnallisuutta kehittämällä terveydenhuollon ammattilaiset sekä asiakkaat yhdistetään toisiinsa mahdollisimman kitkattomasti. Strategian toisena pääkohtana on toimia asiakkaan kokonaisvaltaisena terveystalona.

## Toimialan älykkäin palvelualusta

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

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

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

## Toimialan älykkäin palvelualusta

Parempi konversio

~25-40

MEUR

Tuotannon  
pullonkaulojen  
ohittaminen

~20

MEUR

Ammattilaisten  
työajan  
tehostuminen

~10-15

MEUR

Enemmän vierailuja

~30-100

MEUR

Lähde: Terveystalo CMD sijoittajaesitys (9/2020), arvioituja liikevaihtopotentiaaleja strategian onnistuneesta toteuttamisesta

# Strategia

## Asiakkaan terveyskumppani

Ennaltaehkäisy on terveydenhuollossa vahvistuva trendi, mutta markkina on hyvin polarisoitunut asiakaskäyttäjymisen osalta. Terveystalon datan mukaan jopa 50 %:lle suomalaisista on jo kehittynyt elintapasairaus tai heillä on kohonnut riski sairastua sellaiseen (Terveystalo CMD). Toisaalta myös yhä useampi ihminen on kiinnostunut omasta terveydestään, mikä näkyy mm. kannettavien mittalaitteiden, terveellisten ruokavalioiden, meditaation ja yogan sekä liikunnan suosion lisääntymisenä.

Yhtiö pyrkii luomaan asiakasarvoa havaitsemalla asiakasdatasta ennalta ne yksilöt, joilla on tunnistettavia riskejä sairastua tulevaisuudessa. Yhtiö käyttää klinisen datan tukena myös asiakkaille toteutettavia terveystarkastuksia (Evaluu), jotka tuodaan yhteen muun datan kanssa. Tulevaisuudessa hoidon personoinnissa on tarkoitus käyttää myös yhä enemmän muuta dataa, jota voidaan saada mm. älysoikeuksista.

Ennaltaehkäiseviä palveluja on tähän mennessä tarjottu jo laajasti yritysasiakkaille (mm. mielenterveys), sillä yrityksille on kyetty datan avulla perusteellamaan hoidon avulla kertyvät euromääräiset säästöt mm. vähentyneiden sairauspoissaolojen kautta. Työterveyden asiakaskohtainen myynti onkin 2018-2019 kehittynyt vahvasti. Ennaltaehkäiseviä palveluita aiotaan laajentaa myös yksityisasiakkaille.

Yhtiö pyrkii lähestymään myös jo terveydestään proaktiivisesti kiinnostuneita yksityisasiakkaita. Heille tarjotaan matalankynnyksen palveluita (mm. terveystarkastus ja laboratoriomittaukset ilman

lähetettä) sekä ilmaista omaa hyvinvointia tukevaa sisältöä digitaalisen alustan kautta, joka voi johtaa myöhemmin lisäostoihin. Yhtiö pyrkii myös kehittämään muilta kuluttajasektoreilta tuttuja hinnoittelupaketteja (mm. kk-maksu). Niiden avulla asiakas on mahdollista sitouttaa paremmin oman terveyden ylläpitoon.

Asiakkaille tarjottavia palveluita pyritään myös laajentamaan edelleen. Yhtiö on viime vuosina vahvistanut hyvinvointiliiketoimintaansa yritysostoin sekä panostanut paljon mielenhyvinvoinnin ammattilaisten matalan kynnyksen palveluihin (mm. mielen sparrin ja chat). Myös kannattavat sekä skaalautuvat kumppanuudet tulevat digipuolella kysymykseen (mm. Yogaia) palveluntarjoajan laajentamisessa.

Näemme asiakkaan terveystumppanina toimimisen positiivisena Terveystalolle myös sitä kautta, että liikevaihtomix siirtyy hiljalleen enemmän palveluihin, joissa lääkärin rooli tuotannon tekijänä on alhaisempi. Sen myötä yhtiön kasvuvauhti ei ole enää yhtä riippuvainen yhtiön palveluksessa olevien lääkärin määrästä. Myös se että potilaan terveyshistoria pysyy tallessa Oma Terveystumppaluksessa sekä se että lääkäriin pääsee digipalveluiden avulla muutamassa sekunnissa sitouttavat asiakasta enemmän Terveystaloon kuin tiettyyn lääkäriin. Aktiiviset Oma Terveystumppaluksen käyttäjät (nykyisin 210 000) käyttävät palveluihin jo nykyisellään keskimääräistä asiakasta 100 % enemmän. Jos yhä useampi nykyisestä laajasta asiakaskunnasta saadaan aktivoitua myös digipalveluiden piiriin, on lisämyynnin aikaan saannille hyvät edellytykset.

## Asiakkaan terveystumppani



# Taloudelliset tavoitteet

## Taloudelliset tavoitteet

Yhtiön taloudellisiin tavoitteisiin tehtiin kesällä 2020 vain pieniä tarkennuksia suhteessa 2017 pörssilistautumisen yhteydessä annettuihin.

### Kasvutavoite

Yhtiö tavoittelee yli 5 %:n (aik. 6-8 %) liikevaihdon kasvua vuosittain. Liikevaihdon kasvutavoite ei ole aiemman tavoitteen tapaan enää yhtä tiukasti kytkettynä terveyden huollon markkinan kasvuun ja markkinaosuuksien voittamiseen sen sisällä. Tämä johtuu siitä, että yhtiö hakee kasvua myös uusista palveluista ja kasvutavoite perustuu siten myös kohdemarkkinan laajentamisen, asiakasvierailujen kasvutukseen ja osuuden kasvutukseen asiakkaan kokonaiskulutuksesta. Yhtiön tavoite pitää sisällään myös pienet synergiset yritysostot, joita toteutetaan jatkuvasti ja joiden vaikutus vuosittaiseen kasvuun on arviomme mukaan 1-2 %. Ne kohdistuvat alustan skaalautuvien ominaisuuksien vahvistamiseen (mm. Evalua), hoitoketjua täydentäviin palveluihin, joissa markkinaosuus vielä matala ja mahdollisiin niche-alueisiin (esim. uniklinikka). Arvioimme yhtiön kykenevän jatkossakin kasvamaan markkinaa selvästi nopeammin.

### Kannattavuustavoite

Yhtiön tavoitteena on säilyttää kannattavuusjohtajuus myös tulevina vuosina Pohjoismaissa. Se tavoittelee edelleen 12-13 %:n oikaistua EBITA-marginaalia. Uskomme yhtiön yltävän tavoitteeseensa kunhan koronakriisi helpottaa, sillä marginaali paranivat ennen 2020 poikkeusoloja tasaisesti (s.15).

Kannattavuuden parannuksen taustalla tärkein tekijä on operatiivinen vipuvaikutus, jolloin olemassa olevalla alustalla saavutettu lisämyynti on hyvin kannattavaa. Vipuvaikutus johtuu korkeasta kiinteiden ja puolikiinteiden kulujen osuudesta. Lisämyynnin EBITA-marginaalin vaikutus on tyypillisesti 20-40 %. Myös yhtiön jatkuvan parantamisen filosofia pitää toiminnan kustannustehokkuuden hyvällä tasolla. Hyvässä skenaariossa EBITA-marginaalitavoitteen ylityksellekään ei mielestämme ole estettä.

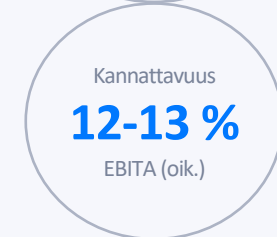
### Pääomarakenne

Pääomarakenteen osalta yhtiö tavoittelee nettovelka/oikaistu käyttökate tasoa (viim. 12 kk), joka on enintään 3,5x. Suurten yritystojen tapahtuessa yhtiö voi hetkellisesti ylittää velkaantumistavoitteensa. Yhtiön tavoitteet ovat lähellä muiden listattujen markkinatoimijoiden tavoitetasoja. Yhtiön vahva tase (s. 18) ja kasvanut käyttökate mahdollistavat liiketoiminnan kehittämisen ja kasvattamisen niin orgaanisesti kuin yritystojen kautta. Viimeisen 12kk osalta suhde on 3,4x huolimatta koronan vaikutuksesta.

### Voitonjako

Yhtiön osingonjakopolitiikan tavoite on jakaa vähintään 40 % tilikauden voitosta omistajille (aikaisempi tavoite 30 %). Tavoitteen nosto heijastelee arviomme mukaan aiempaa hieman rajatumpia tarpeita allokoida nykyisten operaatioiden tuottamaa rahavirtaa uusiin yritysostoihin.

## Taloudelliset tavoitteet



# Strategia



## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

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

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

### Seuraavat 5 vuotta

- Asiakkaan ja ammattilaisen entistä sujuvampi yhdistäminen Terveystalon alustalla
- Datan entistä parempi hyödyntäminen personoidussa hoidossa
- Asiakkaalle aktiivisempi rooli oman terveyden edistämisessä
- Asiakasuskollisuuden vahvistaminen digitaalisen palvelumallin avulla

# Ennusteet

## Yhtiö ohjaa odotuksia kahdella tapaa

Terveystalo ei anna vuosittaisia liikevaihto- tai tulosohjeistuksia. Pidemmän aikavälin odotuksia yhtiön ohjaa taloudellisilla tavoitteilla, joita on käsitelty tarkemmin sivulla 28. Yhtiö ohjaa seuraavan kuuden kuukauden odotuksia eri asiakassegmenttien markkinanäkemyksillä.

## Korona vuosi on ollut poikkeuksellinen

Vuotta 2020 on leimannut voimakkaasti koronapandemia. Tammi-helmikuussa yhtiön yksityisen puolen liikevaihto oli vielä vahvassa kasvussa, mutta pandemian kiihtymisen myötä kysyntä terveyspalveluille romahti maaliskuusta alkaen ihmisten välttääessä liikkumista. Voimakkain romahdus koettiin Q2:lla, kun yritysasiakkaiden liikevaihto laski 20 %:lla ja yksityisasiakkaiden 24 %:lla. Myynnin lasku vaikutti negatiivisesti myös Terveystalon normaalisti vahvoihin käyttöasteisiin. Yhtiö sai torjuttua pahinta kannattavuuden pudotusta toimintoja ketterästi sopeuttamalla mm. lomautusten kautta. Yksityisen puolen operatiivinen vipuvaikutus laski kuitenkin oikaistun EBITA-marginaalin 4,2 %:iin (Q2'19: 10,0 %).

Q3:lla puolestaan nopeasti ylösajettu koronatestaustoiminta sekä julkisen puolen jonojen kasvusta tukea saanut markkina nostivat luvut ennätystasolle. Terveystalon liikevaihto kasvoi 240 MEUR:oon (Q3'19: 234 MEUR) ja EBITA-marginaali 12,8 %:iin (Q3'19: 10,4 %). Kuntapuolella 2020 myynnin kehitys on ollut pandemian aikana vakaampaa, mutta myös sen myyntiä ovat laskeneet vuoden alusta päättyneet ulkoistussopimukset.

Q4:n osalta odotamme yksityisen puolen liikevaihdon olevan lähellä vertailukautta koronatestien määrän kasvun paikatessa muun palvelumyynnin laskua. Ennusteemme 2020 liikevaihdolle on 970 MEUR (myynnin lasku 6 %) ja oikaistulle EBITA:lle 94 MEUR (2019: 115 MEUR).

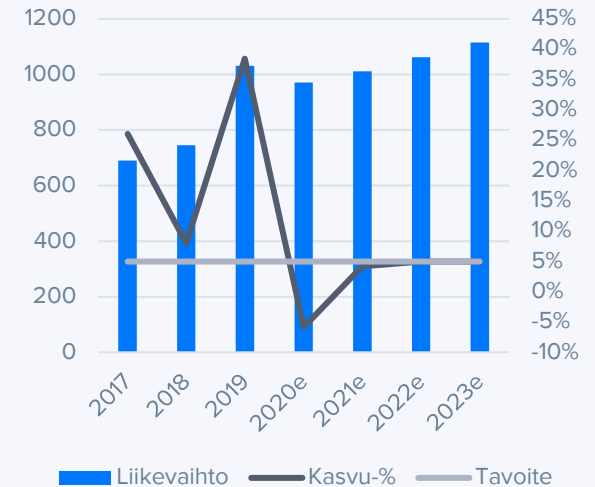
## Seuraavan 6 kuukauden markkinanäkemys

**Yritysasiakkuuksissa** ennaltaehkäisevien ja lakisääteisten työterveyspalveluiden kysyntä on normalisoitunut. Akuutin ja ei-kiireellisen sairauenhoidon kysynnän palautuminen on epävarmaa pandemian jatkuessa. Koronatestauskysynnän odotetaan säilyvän korkealla tasolla pandemian akuutissa vaiheessa. Etänä tuotettavien palveluiden kysyntä kasvaa merkittävästi. Merkittävät muutokset työllisyydessä voivat heijastua pohjalla olevaan kysyntään.

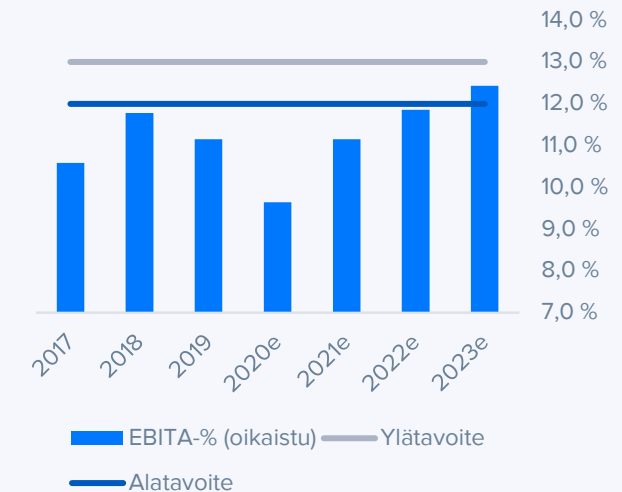
**Yksityisasiakkaissa** kokonaiskysynnän odotetaan säilyvän normaalilla tasolla edellyttäen, että erityisesti liikkumista koskevilta merkittäviltä rajoitustoimilta vältytään. Akuutin ja ei-kiireellisen sairauenhoidon kysyntä on normalisoitunut, mutta kysynnän tulevaan kehitykseen liittyy kuitenkin epävarmuutta pandemian jatkuessa. Etänä tuotettavien palveluiden kysyntä kasvaa merkittävästi. Merkittävät muutokset kuluttajaluottamuksessa voivat heijastua pohjalla olevaan kysyntään.

**Julkisen sektorin** kysynnän työterveydessä, palvelumyynnissä ja henkilöstöpalveluissa odotetaan jatkuvan vakaana. Ulkoistusten liikevaihto laskee merkittävästi päättyvien ulkoistusten johdosta.

## Liikevaihdon kasvu



## Kannattavuus



# Ennusteet

## 2021 rokotteet normalisoivat tilanteen

Odotamme 2021 liikevaihdon kasvavan kokonaisuutena 4 %:lla 1011 MEUR:oon. Yksityisen puolen kysyntä elpyy ennusteessamme voimakkaasti (+8 %), mutta ennustamme julkisen puolen liikevaihdolle noin 6 %:n laskua.

Sekä yritysasiakkaissa että yksityisasiakkaissa maaliskesäkuun vertailuluvut ovat erittäin heikot, jolloin odotamme vahvaa kasvua (lähes +30 %). Vuoden jälkipuoliskon alkaessa arvioimme koko väestön saaneen koronarokotukset ja tilanne normalisoituu terveystalouden kysynnän osalta. Samalla testaustoiminnan positiivinen vaikutus liikevaihtoon (6 %) poistuu ja pitää kasvuluvut vain lievästi positiivisina. Työllisten määrässä emme odota merkittävää laskua, vaikka riski työttömyyden kasvulle on edelleen koholla ja toteutuessaan sillä olisi negatiivinen vaikutus työterveyden laskutukseen.

Julkiselle puolelle ennustamamme liikevaihdon lasku johtuu yhtiön tiettyjen ulkoistussopimusten päättymisestä (s.13). Tarkkaa poistuvaa liikevaihdon määrää ei ole selvillä sopimusneuvottelujen ollessa vielä käynnissä. Positiivisena optiona Terveystalolle näemme julkisen puolen patoutuneen kysynnän purkautumisen joko kuntien palvelumyynnin kasvun myötä tai jonotukseen kyllästyneiden asiakkaiden hakeutuessa itse Terveystaloon maksaviksi asiakkaiksi (näkyisi yksityisasiakkaiden myynnissä). Ennusteemme sen suhteen ovat kuitenkin konservatiiviset. Kokonaisuutena 2021e

oikaistu EBITA 113 MEUR jää ennusteessamme vielä lievästi alle vahvan 2019 tason (115 MEUR).

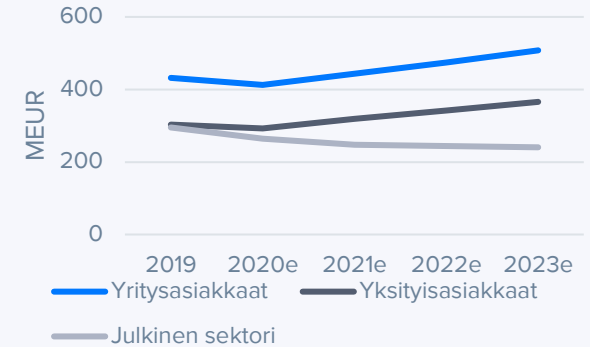
## Pidempi perspektiivi

Terveystalon nykyinen strategia on mielestämme uskottava ja sen taloudelliset tavoitteet realistiset. 2022 ennusteemme liikevaihdoksi on 1061 MEUR (+5 %) ja 2023 1115 MEUR (+5 %). Kannattavuus paranee edelleen asteittain yksityisen puolen myynnin kasvun (+7 %) skaalatessa kuluja tehokkaasti. Samalla julkisen puolen myynti laskee loivasti, sillä fokus on yksityisellä puolella. 2022 EBITA-marginaali on 11,9 % ja 2023 12,4 % yltäen ensimmäistä kertaa 12-13 %:n tavoitehaarukkaan.

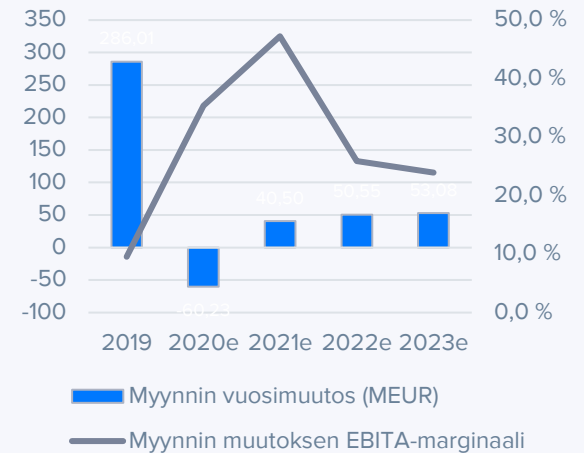
Vuosina 2024-2028 ennustamme yhtiön kasvun olevan 4 % vuodessa ja vielä noin kaksinkertainen markkinan kasvuun verrattuna. Odotamme yhtiön kasvun tulevan edelleen yksityiseltä puolelta (+7 %). Yhtiön EBITA-% nousee 12-13 %:n haarukan ylälaitaan. Terminaalissa 2029 alkaen Terveystalon kasvu noudattelee markkinalle arvioimaamme kasvua (2 %) johtuen saturoituvista markkinaosuuksista myös uudemmilla palvelualueilla. EBITA-% pysyy 12-13 %:n haarukan sisällä.

Osingonjakosuhteen ennusteemme ovat lähivuodet taloudellisten tavoitteiden minimin (40 %) yläpuolella jakosuhteen ollessa nettotuloksesta yli 50 %, jonka vahva kassavirta mielestämme mahdollistaa (s. 32). Investointien (ei sis. IFRS 16) odotamme olevan lähivuodet kokonaisuudessaan noin 40 MEUR/v sisältäen pienet yritysostot.

## Asiakassegmenttien ennusteet liikevaihdolle



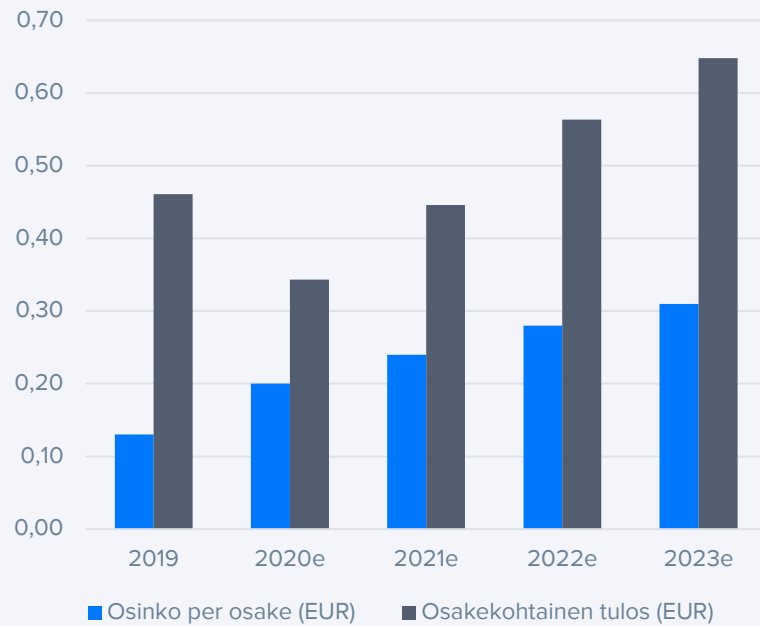
## Ennustamamme operatiivinen vipuvaikutus\*



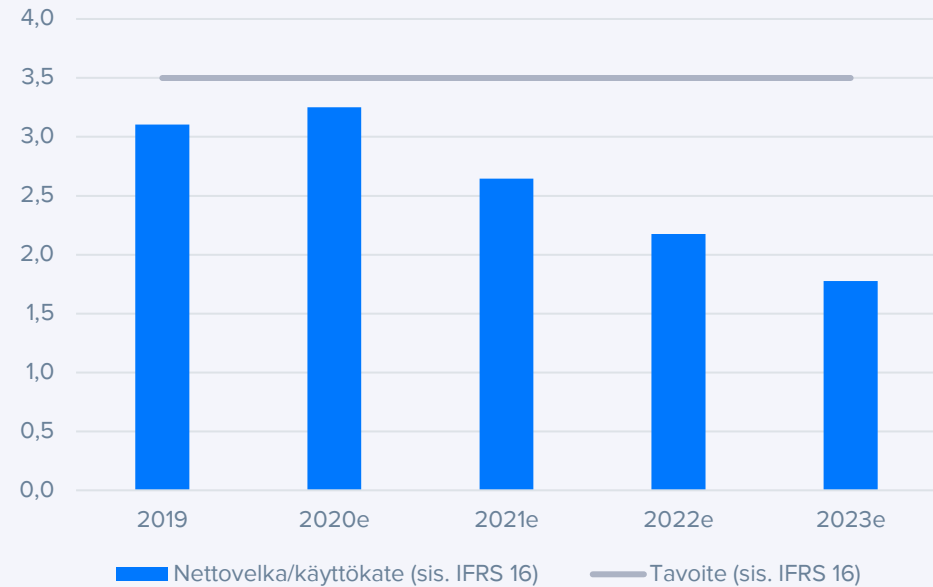
\*2019 lisämyynnin EBITA-marginaali oli normaalia matalampi, sillä myynnin kasvu johtui paljolti alempikeitteisen Attendon hankinnasta. 2020 myynnin lasku näkyi voimakkaana vipuna väärään suuntaan käyttöasteiden laskettua. 2021 asiakasmix kehittyi EBITA-%:n kannalta suotuisasti ennusteessamme.

# Ennusteet

## Voitonjako



## Pääomarakenne





# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>745</b>	<b>268</b>	<b>259</b>	<b>234</b>	<b>270</b>	<b>1031</b>	<b>257</b>	<b>209</b>	<b>240</b>	<b>264</b>	<b>970</b>	<b>1011</b>	<b>1062</b>	<b>1115</b>
Terveystalo	745	268	259	234	270	1031	257	209	240	264	970	1011	1062	1115
<b>Käyttökate</b>	<b>117</b>	<b>47,1</b>	<b>39,1</b>	<b>38,1</b>	<b>45,8</b>	<b>170</b>	<b>35,8</b>	<b>23,1</b>	<b>45,6</b>	<b>46,5</b>	<b>151</b>	<b>172</b>	<b>187</b>	<b>197</b>
Poistot ja arvonalennukset	-41,1	-22,2	-22,4	-22,1	-22,0	-88,7	-22,8	-22,6	-22,7	-22,7	-90,8	-88,8	-86,5	-83,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>67,5</b>	<b>25,6</b>	<b>18,9</b>	<b>17,3</b>	<b>24,7</b>	<b>86,5</b>	<b>15,3</b>	<b>1,3</b>	<b>23,7</b>	<b>23,8</b>	<b>64,1</b>	<b>83,5</b>	<b>101</b>	<b>114</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>75,4</b>	<b>24,9</b>	<b>16,7</b>	<b>16,0</b>	<b>23,8</b>	<b>81,4</b>	<b>13,0</b>	<b>0,5</b>	<b>22,9</b>	<b>23,8</b>	<b>60,2</b>	<b>83,5</b>	<b>101</b>	<b>114</b>
Terveystalo	75,4	24,9	16,7	16,0	23,8	81,4	13,0	0,5	22,9	23,8	60,2	83,5	101	114
Nettorahoituskulut	-9,2	-3,5	-3,7	-3,3	-3,8	-14,3	-2,4	-2,3	-2,5	-2,5	-9,7	-10,4	-9,5	-8,5
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>68,1</b>	<b>21,4</b>	<b>12,9</b>	<b>12,7</b>	<b>20,0</b>	<b>67,0</b>	<b>10,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>20,0</b>	<b>21,3</b>	<b>50,0</b>	<b>73,2</b>	<b>91,3</b>	<b>105</b>
Verot	0,5	-4,1	-2,5	-2,3	-3,8	-12,7	-1,8	0,4	-3,9	-4,7	-10,0	-16,1	-19,2	-22,1
Vähemmistöosuudet	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>68,6</b>	<b>17,2</b>	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>16,1</b>	<b>53,9</b>	<b>8,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>16,1</b>	<b>16,6</b>	<b>40,0</b>	<b>57,1</b>	<b>72,2</b>	<b>83,0</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,48</b>	<b>0,14</b>	<b>0,10</b>	<b>0,09</b>	<b>0,13</b>	<b>0,46</b>	<b>0,09</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,13</b>	<b>0,13</b>	<b>0,34</b>	<b>0,45</b>	<b>0,56</b>	<b>0,65</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,54</b>	<b>0,13</b>	<b>0,08</b>	<b>0,08</b>	<b>0,13</b>	<b>0,42</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,13</b>	<b>0,13</b>	<b>0,31</b>	<b>0,45</b>	<b>0,56</b>	<b>0,65</b>

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	8,0 %	35,6 %	36,8 %	46,0 %	36,6 %	38,4 %	-3,9 %	-19,1 %	2,6 %	-2,4 %	-5,9 %	4,2 %	5,0 %	5,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	28,6 %	24,3 %	24,3 %	78,4 %	12,3 %	28,1 %	-40,2 %	-93,1 %	37,0 %	-3,5 %	-25,9 %	30,3 %	20,7 %	12,6 %
<b>Käyttökate-%</b>	15,6 %	17,6 %	15,1 %	16,3 %	16,9 %	16,5 %	13,9 %	11,0 %	19,0 %	17,6 %	15,6 %	17,1 %	17,6 %	17,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	9,1 %	9,6 %	7,3 %	7,4 %	9,1 %	8,4 %	5,9 %	0,6 %	9,9 %	9,0 %	6,6 %	8,3 %	9,5 %	10,2 %
<b>Nettotulos-%</b>	9,2 %	6,4 %	4,0 %	4,4 %	6,0 %	5,2 %	3,4 %	-0,7 %	6,7 %	6,3 %	4,1 %	5,6 %	6,8 %	7,4 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>1029</b>	<b>1211</b>	<b>1190</b>	<b>1181</b>	<b>1175</b>
Liikearvo	769	779	779	779	779
Aineettomat hyödykkeet	168	162	157	146	141
Käyttöomaisuus	83,6	263	247	249	248
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	3,0	3,2	3,2	3,2	3,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	5,8	3,7	3,7	3,7	3,7
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>134</b>	<b>149</b>	<b>141</b>	<b>147</b>	<b>155</b>
Vaihto-omaisuus	5,8	5,6	5,3	5,5	5,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Myyntisaamiset	89,9	102	97,0	101	106
Likvidit varat	36,9	40,6	38,2	39,8	41,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1162</b>	<b>1359</b>	<b>1331</b>	<b>1328</b>	<b>1329</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>512</b>	<b>541</b>	<b>590</b>	<b>622</b>	<b>663</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,1	55,1	78,5	110	151
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	518	493	518	518	518
Muu oma pääoma	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>451</b>	<b>552</b>	<b>480</b>	<b>448</b>	<b>409</b>
Laskennalliset verovelat	34,1	30,3	30,3	30,3	30,3
Varaukset	9,1	7,5	7,5	7,5	7,5
Lainat rahoituslaitoksilta	400	504	433	400	362
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	7,8	9,7	9,7	9,7	9,7
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>199</b>	<b>267</b>	<b>261</b>	<b>259</b>	<b>257</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	49,8	84,8	109	101	91,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	147	165	150	157	165
Muut lyhytaikaiset velat	2,5	16,3	1,3	1,3	1,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1162</b>	<b>1359</b>	<b>1331</b>	<b>1328</b>	<b>1329</b>

# Arvonmääritys

## Arvostus on 2020e P/E-kertoimella koholla

Ennusteidemme mukainen kertaluonteisista eristä oikaistu 2020e P/E-kerroin on 28x. Kuluva vuoden tuloskuopasta johtuen se on absoluuttisesti korkea, eikä se anna tukea osakkeelle. 2021e P/E-kerroin 21x on kuitenkin jo Terveystalolle edullinen, kun kysyntätilanne alkaa normalisoitua ja 2022e P/E-kerroin 17x on jo halpa.

## EV/EBITDA kuvaa vahvaa rahavirtaa paremmin

EV/EBITDA on Terveystalolle osin relevantimpi kerroin, sillä se huomioi taseen velkavivun ja yhtiön aiempiin transaktioihin liittyviä korkeita PPA-poistoja (s.17) ei ole vielä vähennetty käyttökatteessa. Terveystalon 2020e ja 2021e EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x ja 10x ja niillä tarkasteltuna myös kuluva vuoden kerroin on mielestämme lähellä neutraalia tasoa, vaikka tulostasossa on vielä reilusti potentiaalia kohota.

## Historiallinen arvostus

Myös historiallisesti tarkasteltuna Terveystalon EV/EBITDA on toteutuneella tuloksella pyörinyt lyhyen pörssi Taipaleen aikana 12x tasoilla. Tämä arvostuskerroin on käynyt hetkellisesti myös selvästi tämän tason alla (noin 10x) tilanteessa missä markkinat huolestuivat lokakuussa 2018 yksityiselle markkinalle rakennetusta ylikapasiteetista. Arvostus kuitenkin palautui kun ylikapasiteettihuolet helpottivat. Huomautamme sijoittajille, että historiallisten lukujen vertailtavuutta vuoteen 2018 sotkee hieman 2019 alussa voimaantulleet IFRS-16 muutokset, jotka laskivat Terveystalon EV/EBITDA suhdetta n. 10 %:lla.

## Preemio verrokkeihin kaventunut

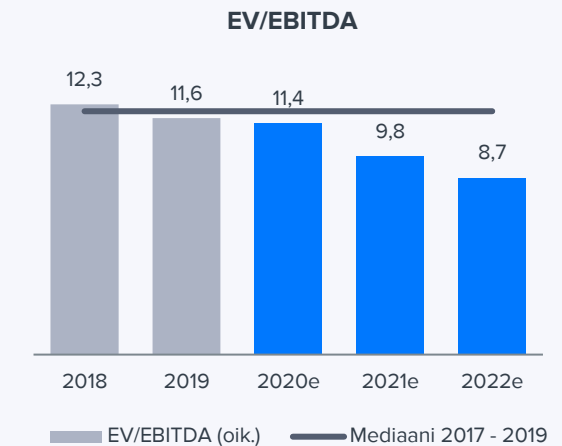
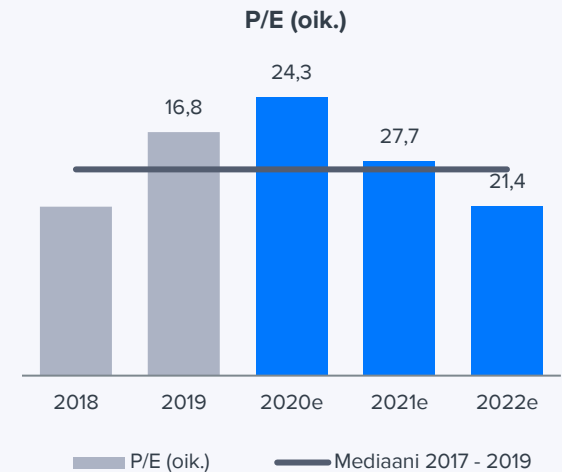
Suhteessa verrokkiryhmään Terveystalo ansaitsee mielestämme edelleen tulla hinnoitelluksi selvällä preemiolla, sillä normaalioloissa sen kannattavuus on markkinoiden kärkikastia ja yhtiön kilpailuedut ja markkina-asema ovat vahvat. Huomautamme sijoittajille, että preemiot olivat pitkään (n. 30 %) tasoilla, mutta tällä hetkellä preemio on kaventunut P/E-luvuilla 0 %:iin ja EV/EBITDA luvuilla n. 15 %:iin.

## PEG-kerroin myös hyväksyttävä

Kasvuyhtiöiden hinnoittelussa käytetään usein PEG-mittaria (P/E-luku jaettuna ennustetulla tuloskasvulla), joka on hyvä realiteettitarkastus yhtiölle hyväksyttävään arvostukseen. Kasvuyhtiöille hyväksytty taso on viime vuosina noussut selvästi yli 1x-tason matalasta korkotasosta johtuen. Jos käytämme meidän ennustamaamme (2020-2023e) tuloskasvuvauhtia, Terveystalon PEG-suhdeluvuksi tuleva 1,3x ei ole mielestämme koholla.

## EV/S ja osinkotuotto

Terveystalon liikevaihtopohjainen arvostus 2020e EV/S 1,8x on verrokkeja korkeammalla tasolla (+20 %). Tämä liittyy kuitenkin yhtiön korkeaan suhteelliseen kannattavuuteen verrokkeihin nähden ja mielestämme preemio voisi olla korkeampikin. Terveystalon osinkotuotot 2020e ja 2021e tuloksista ovat 2,1 % ja 2,5 % ja siten suhteellisen matalat. Vaikka ne ovatkin verrokkeja korkeammat, eivät ne mataluudesta johtuen tarjoa tukitasoja osakkeelle.



# Arvonmääritys

## DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on 10,9 euroa viestien selvästä nousuvarasta. 2020-2023 ennusteemme esiteltiin sivuilla 30-32. Vuosina 2024-2027e ennustamme liikevaihdon kasvun olevan 4,0 %, jonka jälkeen sen kasvu tasaantuu terminaali-jaksolla 2,0 %:n tasolle, mikä on lähellä markkinalle ennustamaamme kasvua. Samalla liikevoittomarginaali nousee asteittain vuoden 2020 kuopan 6,2 %:sta vuoden 2024 11,0 %:iin ja on terminaali-jaksolla 11,0 %. Terminaali-jakson oikaistu EBITA-marginaali on yhtiön tavoitehaarukan sisällä (EBITA tavoite 12-13 %), sillä tässä vaiheessa myös PPA-poistojen määrä on laskenut selvästi.

Terminaali (2028 jälkeen) heijastelee kilpailutilannetta, jossa yksityinen markkina on jatkanut konsolidoitumistaan kahdelle suurelle pelurille ja ennaltaehkäisevän hoidon osuus myyntimixistä on asteittain kasvanut. Mallissa terminaali-jakson painoarvo kassavirtojen arvosta on korkea, 64 %. Tämä johtuu yhtiön vahvasta kasvufokuksesta sekä käyttämämme pääoman kustannuksen (WACC) suhteellisen matalasta tasosta (7,2 %). Matala pääoman kustannus heijastelee yhtiön maltillista riskitasoa.

## Tuotto-odotus on noussut houkuttelevaksi

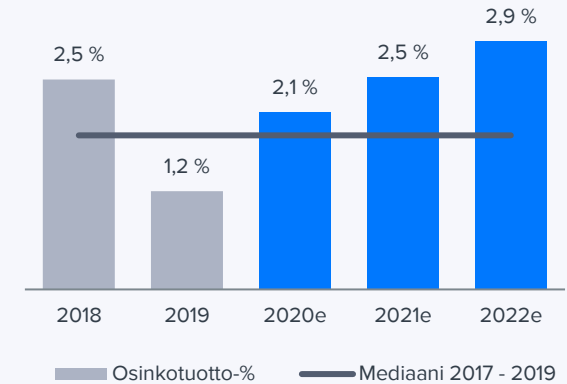
Välillä 2020-2023e ennustamamme noin 22 %:n (CAGR) tuloskasvu toimii osakkeen tuotto-odotuksen keskeisenä ajurina. Toteutuessaan tuloskasvu normalisoi nopeasti kohollaan olevat P/E-kertoimet ja sen jälkeen tekee niistä hyvin edulliset. Epävarmuus ennusteiden realisoitumista

kohtaan säilyy koholla nykyisen sote-uudistuksen muuttaessa toimintaympäristöä mahdollisesti epäedullisempaan suuntaan. Tästä ei kuitenkaan ole varmuutta ja lopullinen muoto tai edes läpimeno eivät ole vielä varmoja. Joka tapauksessa nykyinen sotemalli pitää näkyvyyden heikkona julkisten asiakkaiden kysynnän kehitykseen ja siksi ennusteemme sen suhteen ovat varovaisia. Riskiä laskee se, että Terveystalo ei ole kilpailijoidensa tavoin yhtä riippuvainen julkisista asiakkuuksista.

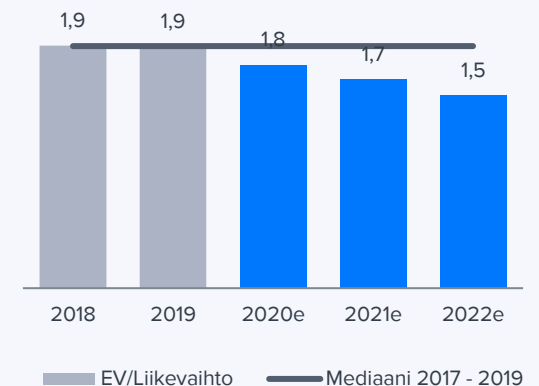
Myös koronapandemian jatkuminen tuo kysynnän kehitykseen riskejä lyhyellä aikavälillä sekä pitkällä aikavälillä, jos työllisyystilanne lähtisi heikentymään sen seurauksena nykyisestäään. Koronarokotusten myötä markkinaa varjostanut suurin epävarmuus on kuitenkin vähitellen poistumassa. Myös Nordean jakaman kuluttajien luottokorttidatan perusteella korttiostot ovat terveystalokannalla loka- ja marraskuussa pitäneet hyvin pintansa ja olleet lähellä vertailukautta. Kevään vaikeaan tilanteeseen (Q2: markkina oli noin -30 %) ei terveystalokannalla siten ainakaan toistaiseksi ole ajauduttu, vaikka tautitapaukset ovat jälleen nousseet jyrkästi. Tämä parantaa mielestämme myös lyhyen aikavälin sijoituksen riskikuvaa.

Viimeaikaisen kurssilaskun myötä Terveystalon osakkeen tuotto/riskisuhde on mielestämme noussut houkuttelevaksi etenkin pidemmällä perspektiivillä tarkasteltuna. Osaketuoton ajureita on havainnollistettu seuraavan sivun graafissa.

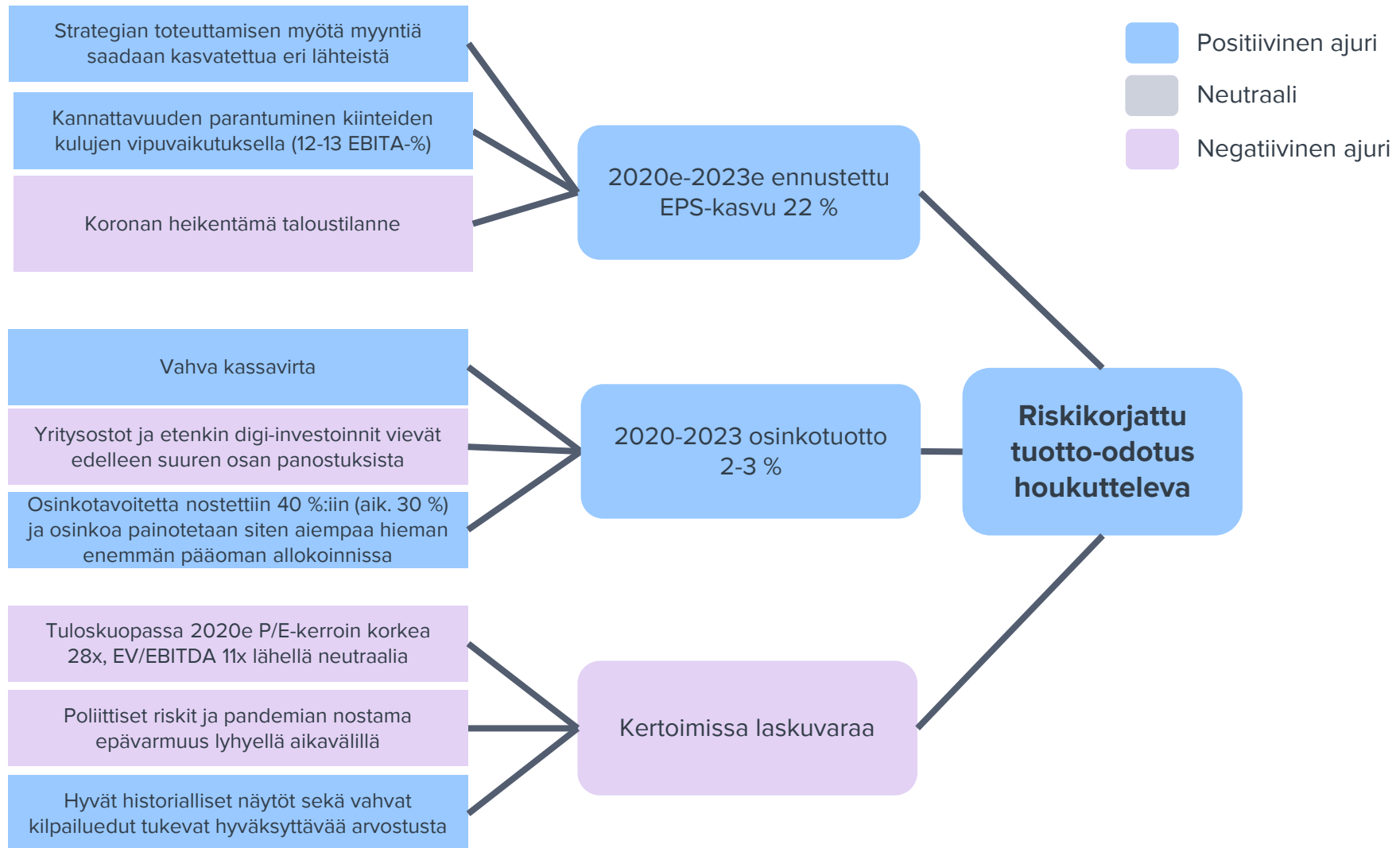
Osinkotuotto-%



EV/Liikevaihto



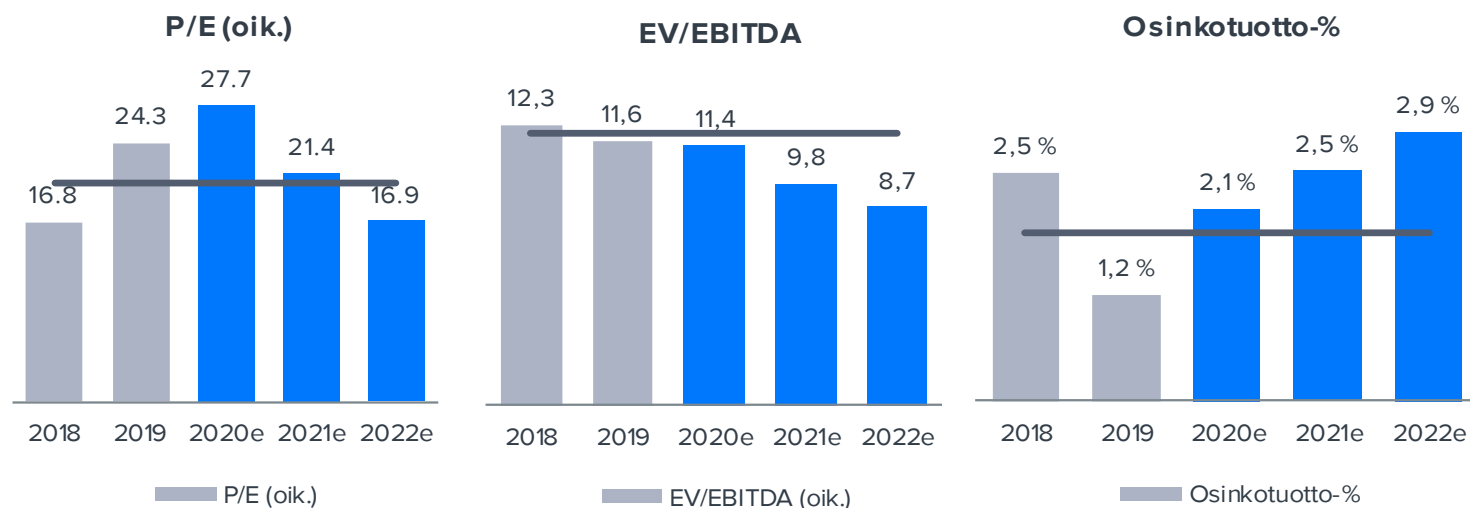
# Terveystalon osakkeen ajurit (2020e-2023e)



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	8,03	11,2	9,52	9,52	9,52	9,52
Osakemäärä, milj. kpl	127,3	128,0	128,0	128,0	128,0	128,0
Markkina-arvo	1022	1431	1219	1219	1219	1219
Yritysarvo (EV)	1436	1980	1723	1681	1630	1578
P/E (oik.)	16,8	24,3	27,7	21,4	16,9	14,7
P/E	14,9	26,6	30,4	21,4	16,9	14,7
P/Kassavirta	neg.	neg.	27,7	16,0	13,8	12,8
P/B	2,0	2,6	2,1	2,0	1,8	1,7
P/S	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
EV/Liikevaihto	1,9	1,9	1,8	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA (oik.)	12,3	11,6	11,4	9,8	8,7	8,0
EV/EBIT (oik.)	21,3	22,9	26,9	20,1	16,2	13,9
Osinko/tulos (%)	37,1 %	30,9 %	64,0 %	53,9 %	49,7 %	47,8 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	1,2 %	2,1 %	2,5 %	2,9 %	3,3 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

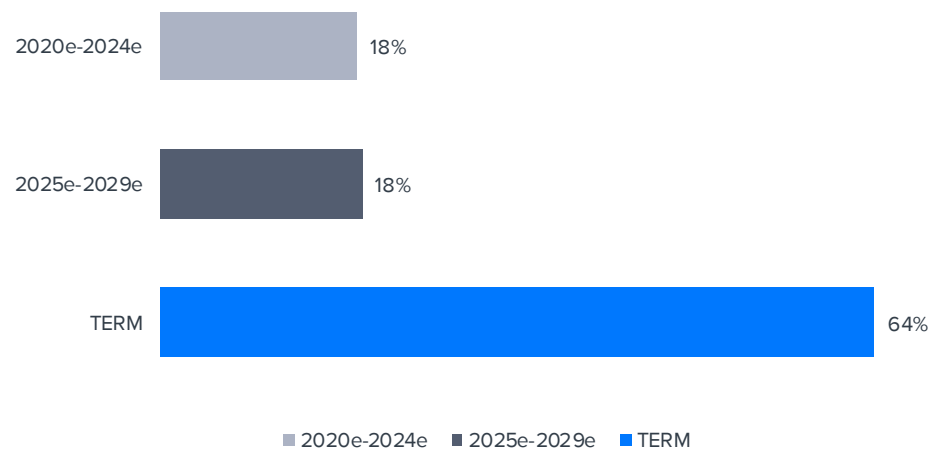
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Pihlajalinna Oyj	8,82	202	410	23,9	17,2	8,0	6,9	0,8	0,8	21,7	15,0	1,4	2,0	1,8
Mediclinic International PLC	275,20	2234	5005	13,9	22,1	8,9	10,7	1,5	1,5	12,0	23,4	2,3	0,4	0,6
Fresenius SE & Co KGaA	38,31	21204	54982	11,9	11,0	7,7	7,3	1,5	1,4	11,9	10,7	2,1	2,4	1,0
Netcare Ltd	1161,00	939	1556	15,5	9,7	10,2	7,1	1,5	1,3	16,6	9,9		5,6	1,6
Ramsay Health Care Ltd	64,19	9054	14446	25,8	21,8	14,7	12,2	1,9	1,8	37,7	33,0	1,0	1,3	3,5
Orpea SA	107,10	6851	15364	34,9	27,6	17,3	14,9	3,9	3,6	42,1	27,5	1,1	1,3	2,1
Korian SA	29,28	3089	9793	34,3	25,5	11,6	9,8	2,6	2,4	43,9	20,8	1,7	2,1	1,0
LNA Sante SA	48,15	466	1089	22,4	16,6	9,9	8,2	2,0	1,7	28,2	17,2	0,7	1,0	2,5
Life Healthcare Group Holdings Ltd	1515,00	1237	2086	15,0	11,3	8,3	6,9	1,5	1,4	23,8	13,2		4,6	1,4
GHP Specialty Care AB	24,10	169	167	16,2	17,7	8,4	8,6	1,2	1,1	26,1	29,6	1,2	1,3	3,7
Attendo AB (publ)	44,48	703	1965		27,4	9,9	8,7	1,6	1,6	46,4	26,1		0,7	1,5
Rhoen Klinikum AG	16,50	1107	937	63,6	37,0	11,4	10,2	0,7	0,7	63,5	44,6	1,8	1,2	1,0
Spire Healthcare Group PLC	141,00	633	1821	44,4	17,6	13,7	9,1	2,0	1,6		58,0	0,7	1,6	0,8
Ambea AB (publ)	57,80	540	1379	20,1	17,0	8,8	8,0	1,3	1,2	13,0	10,7	1,3	2,5	1,3
<b>Terveystalo (Inderes)</b>	<b>9,52</b>	<b>1219</b>	<b>1723</b>	<b>26,9</b>	<b>20,1</b>	<b>11,4</b>	<b>9,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>27,7</b>	<b>21,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>26,3</b>	<b>20,0</b>	<b>10,6</b>	<b>9,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>29,8</b>	<b>24,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>
<b>Mediaani</b>				<b>22,4</b>	<b>17,7</b>	<b>9,9</b>	<b>8,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>26,1</b>	<b>22,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
<b>Erutus-% vrt. mediaani</b>				<b>20 %</b>	<b>14 %</b>	<b>15 %</b>	<b>13 %</b>	<b>18 %</b>	<b>15 %</b>	<b>6 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>62 %</b>	<b>74 %</b>	<b>42 %</b>

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

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>81,4</b>	<b>60,2</b>	<b>83,5</b>	<b>101</b>	<b>114</b>	<b>128</b>	<b>133</b>	<b>138</b>	<b>143</b>	<b>149</b>	<b>152</b>	
+ Kokonaispoistot	88,7	90,8	88,8	86,5	83,0	82,4	81,9	81,6	81,2	81,0	80,8	
- Maksetut verot	-14,4	-10,0	-16,1	-19,2	-22,1	-25,2	-26,5	-27,9	-29,2	-30,8	-30,3	
- verot rahoituskuluista	-2,7	-1,9	-2,3	-2,0	-1,8	-1,6	-1,3	-1,1	-0,9	-0,5	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	20,9	-25,1	2,0	2,5	2,6	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	1,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>174</b>	<b>114</b>	<b>156</b>	<b>169</b>	<b>175</b>	<b>185</b>	<b>189</b>	<b>193</b>	<b>197</b>	<b>201</b>	<b>204</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-272,7	-70,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-82,5	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-98,5</b>	<b>44,0</b>	<b>76,0</b>	<b>88,6</b>	<b>95,3</b>	<b>105</b>	<b>109</b>	<b>113</b>	<b>117</b>	<b>121</b>	<b>121</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-98,5	44,0	76,0	88,6	95,3	105	109	113	117	121	121	2374
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>43,8</b>	<b>70,6</b>	<b>76,8</b>	<b>77,0</b>	<b>79,4</b>	<b>76,6</b>	<b>74,0</b>	<b>71,6</b>	<b>69,3</b>	<b>64,6</b>	<b>1263</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1967	1923	1852	1775	1698	1619	1542	1468	1397	1327	1263
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>1967</b>										
- Korolliset velat		-588,8										
+ Rahavarat		40,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-16,6										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>1401</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>10,9</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	22,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,25 %
Likviditeettipremio	1,25 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,4 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,2 %</b>

Lähde: Inderes



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	744,7	1030,7	<b>970,4</b>	<b>1011,0</b>
Käyttökate	116,5	170,1	<b>151,0</b>	<b>172,4</b>
Liikevoitto	75,4	81,4	<b>60,2</b>	<b>83,5</b>
Voitto ennen veroja	68,1	67,0	<b>50,0</b>	<b>73,2</b>
Nettovoitto	68,6	53,9	<b>40,0</b>	<b>57,1</b>
Kertaluontoiset erät	7,9	-5,1	<b>-3,9</b>	<b>0,0</b>

Tase	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	1162,3	1359,3	<b>1331,2</b>	<b>1328,3</b>
Oma pääoma	511,7	541,3	<b>590,1</b>	<b>621,5</b>
Liikearvo	768,7	779,2	<b>779,2</b>	<b>779,2</b>
Nettovelat	413,3	548,2	<b>503,7</b>	<b>461,4</b>

Kassavirta	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	116,5	170,1	<b>151,0</b>	<b>172,4</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	10,5	20,9	<b>-25,1</b>	<b>2,0</b>
Operatiivinen kassavirta	139,2	173,9	<b>114,0</b>	<b>156,0</b>
Investoinnit	-278,6	-272,7	<b>-70,0</b>	<b>-80,0</b>
Vapaa kassavirta	-135,4	-98,5	<b>44,0</b>	<b>76,0</b>

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Varma keskinäinen eläkevakuutusyhtiö	17,3 %
Rettig Group AB	16,5 %
Hartwall Capital	11,3 %
Pohjola Vakuutus Oy	6,7 %
OP-Henkivakuutus Oy	5,5 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Elo	4,1 %

Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020e	2021e
EPS (raportoitu)	0,54	0,42	<b>0,31</b>	<b>0,45</b>
EPS (oikaistu)	0,48	0,46	<b>0,34</b>	<b>0,45</b>
Operat. kassavirta / osake	1,09	1,36	<b>0,89</b>	<b>1,22</b>
Vapaa kassavirta / osake	-1,06	-0,77	<b>0,34</b>	<b>0,59</b>
Omapääoma / osake	4,02	4,23	<b>4,61</b>	<b>4,85</b>
Osinko / osake	0,20	0,13	<b>0,20</b>	<b>0,24</b>

Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	8 %	38 %	<b>-6 %</b>	<b>4 %</b>
Käyttökatteen kasvu-%	71 %	46 %	<b>-11 %</b>	<b>14 %</b>
Liikevoiton oik. kasvu-%	29 %	28 %	<b>-26 %</b>	<b>30 %</b>
EPS oik. kasvu-%	94 %	-3 %	<b>-26 %</b>	<b>30 %</b>
Käyttökate-%	15,6 %	16,5 %	<b>15,6 %</b>	<b>17,1 %</b>
Oik. Liikevoitto-%	9,1 %	8,4 %	<b>6,6 %</b>	<b>8,3 %</b>
Liikevoitto-%	10,1 %	7,9 %	<b>6,2 %</b>	<b>8,3 %</b>
ROE-%	14,2 %	10,2 %	<b>7,1 %</b>	<b>9,4 %</b>
ROI-%	9,1 %	7,8 %	<b>5,3 %</b>	<b>7,4 %</b>
Omavaraisuusaste	44,0 %	39,8 %	<b>44,3 %</b>	<b>46,8 %</b>
Nettovelkaantumisaste	80,8 %	101,3 %	<b>85,4 %</b>	<b>74,2 %</b>

Arvostuskertoimet	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	1,9	1,9	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>
EV/EBITDA (oik.)	12,3	11,6	<b>11,4</b>	<b>9,8</b>
EV/EBIT (oik.)	21,3	22,9	<b>26,9</b>	<b>20,1</b>
P/E (oik.)	16,8	24,3	<b>27,7</b>	<b>21,4</b>
P/B	2,0	2,6	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>
Osinkotuotto-%	2,5 %	1,2 %	<b>2,1 %</b>	<b>2,5 %</b>

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauselu 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 (välttömät 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 vaikuttavien seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liikeytoiminnassaan 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.

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.4.2019	Vähennä	10,00 €	9,83 €
9.5.2019	Lisää	10,00 €	9,25 €
8.8.2019	Lisää	10,00 €	8,77 €
1.11.2019	Lisää	10,50 €	9,97 €
21.1.2020	Lisää	12,90 €	12,52 €
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 €

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

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

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

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

### Inderes Oy

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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**