

Terveystalo

Seurannan aloitus

4/2019

Korkea laatu ja kasvunäkymät näkyvät jo hinnassa

Aloitamme Terveystalon seurannan 10,0 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella. Pidämme yhtiön kilpailuetuja poikkeuksellisen vahvoina. Yhtiöllä on myös taustallaan väestön ikääntymisen sekä sosiaali- ja terveydenhuoltoalan suotuisat megatrendit. Positiiviset näkymät on kuitenkin hinnoiteltu osakekurssiin ja jääme odottamaan parempaa ostopaikkaa.

Terveystalo on Suomen johtava terveyspalveluiden tuottaja

Terveystalo on Attendo Terveyspalveluiden yritystalon jälkeen Suomen suurin sosiaali- ja terveyspalveluyhtiö. Yhtiö erottuu pääkilpailijoistaan keskittymällä puhtaasti terveydenhuoltoon. Yhtiö kuuluu Mehiläisen ja Pihlajalinnan kanssa siihen harvaan joukkoon, joka pystyy laajan palveluvalikoiman, verkoston ja kokemuksen ansiosta voittamaan valtakunnallisia työterveys- ja vakuutusyhtiöasiakkuuksia, kasvamaan yritystalon ja ottamaan haltuun isoja sote-palveluiden ulkoistuksia kunnilta. Terveystalo on toimialan kannattavin yhtiö, mikä kuvastaa sen vahvoja kilpailuetuja (brändi, digitaaliset työkalut, laaja asiakas- ja lääkärikunta, kannattava toimipisteverkosto sekä datan määrä). Yhtiö on markkinajohtaja sekä työterveydessä että yksityisasiakkaiden lääkärikäynneissä.

Markkinat kasvavat tuli sotea tai ei, poliittiset riskit varjostavat julkisen puolen markkinanäkymiä

Väestön ikääntyminen luo kasvavaa tarvetta sote-palveluiden kysynnälle ja kuntien heikko talustilanne pakottaa niitä etsimään uusia ratkaisuja mahdollisesti yksityisen sektorin tuotantoa hyödyntäen. Suomen terveydenhuoltomarkkinoiden on ennustettu kasvavan 3,7 % vuosivauhtia vuosien 2017-2022 aikana (lähde: NHG), minkä lisäksi Terveystalo kykenee täydentävien yritystalojen tukemana kasvamaan arviomme mukaan markkinaa 1-2 % nopeammin. Yhtiö on viime aikoina tehnyt integroitua hoitoketjuun täydentäviä yritystaloja suunterveyteen ja ennaltaehkäisyyn keskittyviin toimijoihin ja odotamme kehityksen jatkuvan. Attendo-yritystalon myötä yhtiön nettovelka/EBITDA on koholla, mutta vahvan kassavirran myötä Terveystalon kyky sulattaa isojakin yritystaloja on hyvä.

Attendo-yritystalon integrointi vuoden 2019 teemana, veroaste nousee selvästi

Ennusteissamme Terveystalon 2019 liikevaihto kasvaa 1006 MEUR:oon ja EBITA-marginaali laskee 11,3 %:iin (aik. 11,8 %) johtuen Attendolta hankittujen toimintojen alemmista marginaaleista. Nykyiset operaatiot jatkavat kannattavuuden parannustaan jatkuvan parantamisen sekä kulujen skaalautumisen myötä. Alemmilla riveillä korkokulut kasvavat kohonneen nettovelan seurauksena ja veroaste kasvaa 23 %:iin (2018: 0,8 %) johtuen verovähennyskelpoisten tappioiden poistumisesta, mikä laskee oikaistua osakekohtaista tulosta 0,41 euroon (oik. EPS 0,48 euroa). Ennusteissamme 2020 liikevaihto kasvaa 5 % 1056 MEUR:oon, EBITA-% nousee 11,8 %:iin läpitulevien synergioiden tukemana ja EPS palaa 2018 tasolle 0,48 euroon.

Osakekurssissa näkyvät jo yhtiön korkea laatu ja kasvunäkymät

Ennusteillamme Terveystalon 2019 ja 2020 P/E-luvut ovat 24x ja 20x ja yhtiötä hinnoitellaan verokirymään nähden 30 % preemiolla. Pidämme preemiota oikeutettuna yhtiön vahva markkina-asema ja kilpailuedut huomioiden, mutta siinä ei ole mielestämme nousuvaraa. Terveystalolla on paljon yrityskauppoihin liittyviä kassavirtaan vaikuttamattomia PPA-poistoja kuten muillakin toimialan yhtiöillä. Niistä oikaistuna Terveystalon P/E luvut laskevat maltilliselle tasolle (17x ja 15x). Vuosien 2019 ja 2020 EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x ja 10x (sis. IFRS 16 muutokset), jotka ovat mielestämme myös neutraalilla tasolla. Yhtiön veroasteen normalisoitumisesta johtuva 2019 negatiivinen EPS-kehitys (-15 %) luo erikoistilanteen ja hyvä operatiivinen kehitys voi arvostuskuvaa ajatellen hautautua sen alle. Vuonna 2020 myös osakekohtaisen tulosparannuksen edetessä näemme yhtiön arvossa jälleen nousuvaraa. Tämä edellyttää kuitenkin myönteisen toimintaympäristön jatkumista (talous, poliittinen). Kokonaisuutena tuotto/riski suhde on arviomme mukaan nykykurssilla neutraali.

Analytikot



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



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä



Edellinen: -

10,0 EUR

Edellinen: -

Osakekurssi: 9,83 EUR

Potentiaali: 1,7 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	745	1006	1056	1109
kasvu-%	8 %	35 %	5 %	5 %
EBITA (oik)	87,7	113,6	125,3	136,8
EBITA-% (oik.)	11,8 %	11,3 %	11,9 %	12,3 %
Nettotulos	68,6	49,9	62,0	71,9
EPS (oik.)	0,48	0,41	0,48	0,56

P/E (oik.)	16,8	23,8	20,3	17,5
P/B	2,0	2,3	2,2	2,0
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %
EV/EBIT (oik.)	21,3	22,0	18,9	16,2
EV/EBITDA	12,3	10,8	9,6	8,7
EV/Liikevaihto	1,9	1,8	1,7	1,5

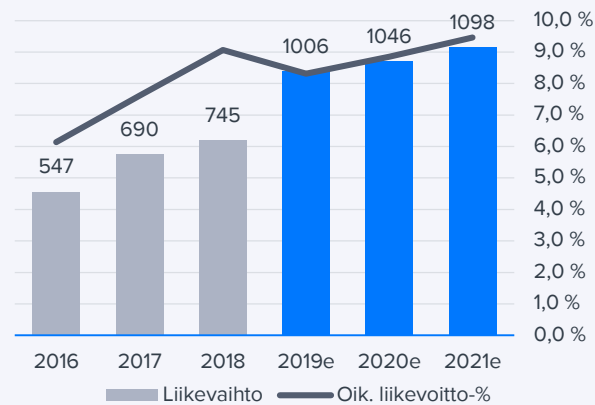
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Laaja toimipisteiden sekä asiakkaiden ja lääkärin 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



Riskitekijät

- Poliittisten päätösten arvaamattomuus sote-toimialalla
- Kilpailijoiden laajentuminen ja vakuutusyhtiöohjauksen vahvistuminen
- Yrityskaupoissa onnistuminen
- Taloustilanteen heikentyminen
- Riippuvuus tietojärjestelmistä



Arvostus

- Yhtiön arvostuksessa näkyvä toimialalle ladatut suuret kasvuodotukset
- Yhtiön vahva asema Suomen markkinoilla sekä kilpailuedut oikeuttavat preemioon kilpailijoihin verrattuna
- Korkeat kertoimet eivät kestä tulopettymyksiä tai negatiivisia yllätyksiä poliittisten päätösten osalta.

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely ja palvelualueet	5-9
Liiketoimintamalli	10-14
Taloudellinen kehitys	15-18
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	19-21
Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina	22-27
Kilpailuympäristö	28-30
Sote-uudistus	31
Keskeiset riskit	32
Ennusteet	33-37
Arvonmääritys ja suositus	38-44
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	45

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

744,7 MEUR (+8 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

15 %

Markkinaosuus lääkärikäynneissä 2018

25 %

Markkinaosuus työterveydessä 2018

87,7 MEUR

EBITA (oik.) 2018




14,2 %

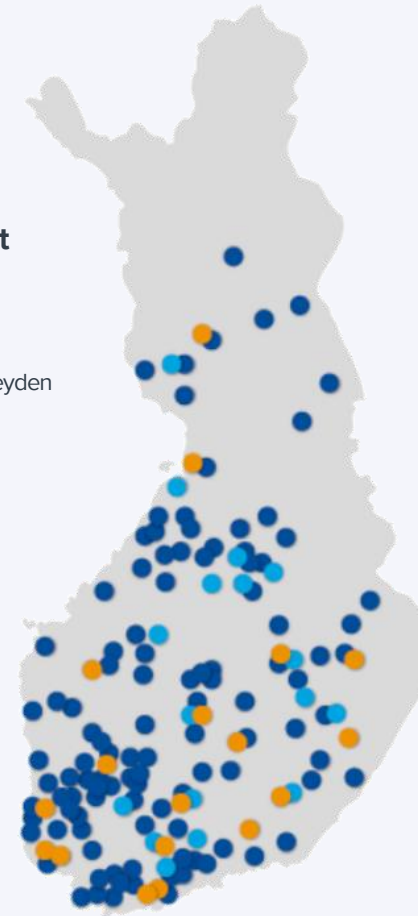
Oman pääoman tuotto 2018

6018 + 4877

Henkilöstö + ammatinharjoittajat 2018 lopussa (sis. Attendo Terveystalot)

Terveystalon toimipisteet

-  Sairaalat
-  Lääkärikeskukset, suunterveyden ja työterveyden klinikat
-  Kuntaulkoistukset



Yhtiöesittely 1/2

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 260 toimipaikkaa eri puolilla Suomea. Toimipaikkaverkostoa täydentävät ympärivuorokautiset digitaaliset palvelut. Yhtiöllä oli vuonna 2018 1,2 miljoonaa yksittäistä asiakasta sekä 3,5 miljoonaa lääkärikäyntiä, mikä vastaa noin 15 % Suomen kaikista lääkärikäynneistä. Lisäksi yli neljännes Suomen työllisistä kuuluu Terveystalon työterveyspalvelujen piiriin.

Historia

Terveystalo perustettiin vuonna 2001 Medipa Oy:n ja Vaajakosken Lääkäriasema Oy:n yhdistymisen seurauksena. Tuolloin yhtiöllä oli liiketoimintaa neljässä toimipaikassa ja hoitohenkilöstöä noin 60 kpl. Tämän jälkeen yhtiö on tehnyt yli 160 yritysostoa sisältäen muun muassa yksityisiä klinikoita, laboratoriotointoja 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 kuitenkin julkisessa ostotarjousmenettelyssä pois pörssistä. Kauppahinta oli hyvä (yli 200 %:n preemio) ottaen huomioon Terveystalon silloisen romahtaneen markkina-arvon. Yhtiön osakkeen lasku liittyi silloin vahvasti korkeaan velkaantumiseen johtuen 2007 Medivire Työterveyspalveluiden ostosta 127 MEUR:lla sekä 2008 puhjenneeseen finanssikriisiin.

Vuosina 2010-2013 yhtiö teki liiketoimintojensa keskittämiseen ja standardointiin tähtäviä toimia ja investoi tietotekniikkaan. Yhtiö 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 (arvomme mukaan noin puolet). Uusi omistaja keskittyi erityisesti tehostamaan yhtiön toimintaan 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 Terveystalolle itselleen. Kauppa saatiin päätökseen

2018 lopussa ja sen myötä yhtiö laajeni voimakkaasti kuntaulkoistusten markkinoille. Isompien kauppojen lisäksi yhtiö on jatkanut useiden pienten yritysostojen tekoa viime vuosina.

Vuoden 2018 aikana Terveystalo on jatkanut laajentumistaan sen integroitua hoitoketjua vahvistaviin ennaltaehkäiseviin hyvinvointipalveluihin kuten fysioterapiapalveluihin (Prima Oy, Jämsän Fysikaalinen Hoitolaitos Oy:n) sekä hierontapalveluihin (Rela-hierojat). Lisäksi yhtiö osti noin 20 prosentin osuuden Etsimo Healthcare Oy:sta, jonka kehittämän koneoppimista hyödyntävän sovelluksen avulla asiakas voi saada alustavan diagnoosin tarvitseeko hänen mennä käymään lääkärissä kokemastaan oireesta.

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. Terveystalon osakkeenomistajien määrä oli annin jälkeen yli 12 000 Yhtiön osakekurssi on tämän jälkeen hieman laskenut ja nykyisellä 9,8 euron osakekursilla markkina-arvo on 1254 MEUR.

Terveystalon suurin omistaja on Varma keskinäinen eläkevakuutusyhtiö (17,3 % osakkeista). Toiseksi suurin omistaja on Retting Group AB (10,2 % osakkeista) ja kolmanneksi suurin omistaja on Hartwall Capital (11,3 % osakkeista) ja neljänneksi suurin Helsingin Diakonissalaitoksen säätiö, joka sai osakkeet suunnatussa annissa Terveystalon hankittua Diacorin.

Yhtiön toimitusjohtajana on jo vuodesta 2010 toiminut Yrjö Närhinen ja talousjohtajana vuodesta 2015 Ilkka Laurila.

Yhtiöesittely 2/2

Liikevaihto asiakasryhmittäin

Terveystalo jaottelee liikevaihtonsa asiakasryhmien mukaan. Yksityisasiakkaiden sekä yritysasiakkaiden liikevaihto laskee kausiluontoisesti Q3:lla, kun asiakkaat ja henkilökunta ovat lomalla. Julkisen sektorin liikevaihto on puolestaan kausiluontoisesti tasaisinta, sillä sen laskutus perustuu pääsääntöisesti kiinteisiin hintoihin ja kesälomakausina tällaisiin sopimuksiin liittyvät henkilökustannukset pienenevät ja kannattavuus paranee. Vuonna 2018 Terveystalon liikevaihto yritysasiakkuuksissa kasvoi 8,2 prosenttia, yksityisasiakkuuksissa 2,8 prosenttia ja julkisiasiakkuuksissa 27,6 prosenttia.

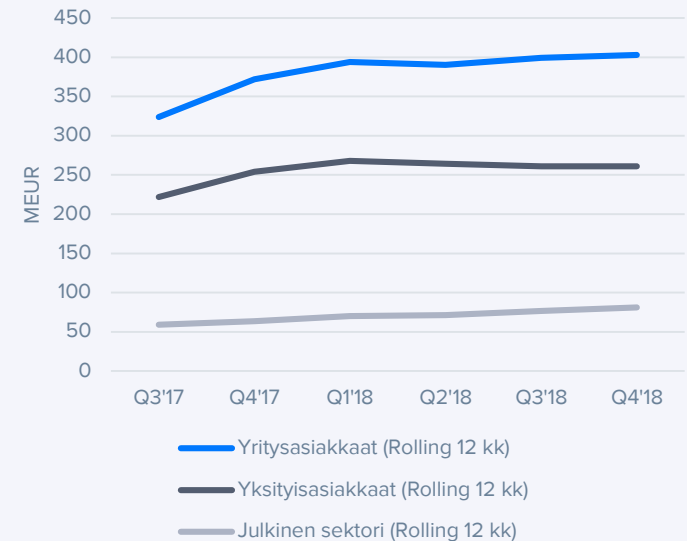
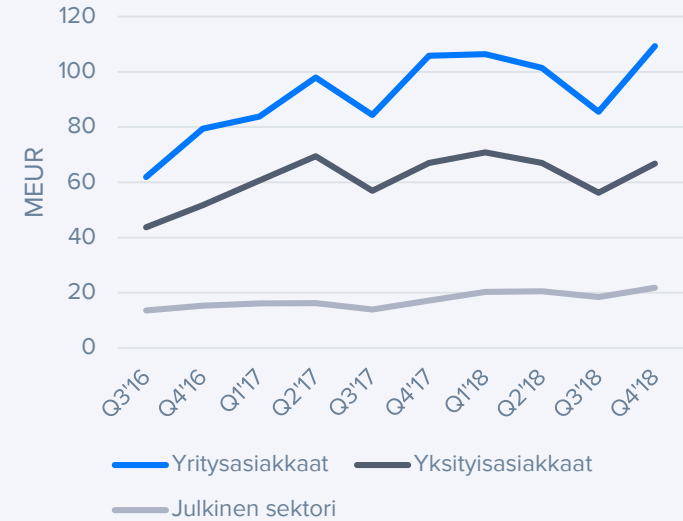
Yritysasiakkaat (2018: 54 % liikevaihdosta) ovat Terveystalon suurin asiakasryhmä. Terveystalon yritysasiakkaat käsittävät yhtiön työterveysasiakkaat lukuun ottamatta kunnallisia työterveysasiakkaita. Yhtiö tarjoaa lakisääteisiä työterveyspalveluja ja muita työterveys- ja työhyvinvointipalveluja kaiken kokoisille yritysasiakkaille. Terveystalo on Suomen suurin työterveyspalvelujen tarjoaja liikevaihdon ja työterveyshuollon loppukäyttäjien määrän perusteella. Terveystalo tarjoaa työterveydenhuollon palveluja yli 23 000 yritykselle ja vuonna 2018 yhtiöllä oli yhteensä noin 670 000 työterveyshuollettavaa.

Yksityisasiakkaat (2018: 35 % liikevaihdosta) ovat Terveystalon toiseksi suurin asiakasryhmä. Yksityisasiakkaiden palvelut maksaa joko asiakas itse tai vakuutusyhtiö. Yhtiön vahva brändi, pääsy palveluihin ilman pitkiä odotusaikoja, laaja palvelutarjonta ja henkilökohtaiset digitaaliset palvelut kasvattavat yhtiön houkuttelevuutta yksityisasiakkaan näkökulmasta. Viime kvartaaleina segmentin liikevaihtoon on kohdistunut painetta alaspäin, sillä kilpailutilanne yksityisasiakkaista on kiristynyt Suomen suurissa kaupungeissa pääkaupunkiseutua lukuun

ottamatta. Markkinatoimijat kuten OP ja Pihlajalinna ovat perustaneet uusia sairaaloita ja lääkäriasemia. Lisäännytynyt kapasiteetti on näkynyt Terveystalon yksityisasiakkaiden liikevaihdon lievänä laskuna Q2'18-Q4'18, sillä lääkärin ja asiakkaiden määrä ei ole kasvanut näissä kaupungeissa samassa suhteessa. Myös voimistunut vakuutusyhtiöohjaus on johtanut leikkauspalveluiden alhaisempiin volyymeihin. Yksityisasiakkaiden liikevaihtoa on toisaalta viime aikoina tukenut hyvinvointi- ja digitaalisten palveluiden vahva kysyntä ja hyvinvointiliiketoiminnan yrityskaupat.

Julkisen sektorin asiakkaat (2018: 11 % liikevaihdosta) Terveystalon julkisen sektorin asiakasryhmään kuuluu suomalaisia julkisen sektorin organisaatioita, kuten kuntia, sairaanhoitopiirejä ja valtionhallinnon organisaatioita sekä kunnallisia työterveysasiakkaita. Julkisen puolen palvelut koostuvat isolla volyymilla ostettavista palveluista sekä kuntalukoistuksista tai kunnan työterveyden tuottamisesta.

2018 julkisten asiakkaiden myynnin kasvuun vaikuttivat erityisesti uudet ulkoistussopimukset Kinnulassa, Lumijoella, Tervolassa sekä lisälmen sairaalan erikoissairaanhoitossa. Vuoden 2019 alusta yhtiö ottaa selvän kasvuharppauksen julkisen sektorin asiakkaissa, sillä Attendo Suomen Terveyspalveluiden liikevaihdosta (235 MEUR) 85 % tuli julkiselta puolelta vuonna 2017. Eri puolilla Suomea on parhaillaan käynnissä valinnanvapauskokeiluja, joissa pyritään selvittämään, mikä olisi paras tapa edetä Sote-uudistuksen toteuttamisessa. Piloteissa on erilaiset kiinteät korvausperusteet, ja kokeiluihin sisältyvät palvelut poikkeavat toisistaan. Terveystalo on mukana useassa valinnanvapauskokeiluissa. Näiden liikevaihdollinen kokoluokka on kuitenkin hyvin pieni verrattuna muuhun toimintaan.



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 laajenee myös voimakkaasti julkisen sektorin ulkoistusasiakkaisiin. Yhtiön palvelutarjonnassa ei tapahdu kaupan myötä suuria muutoksia lukuun ottamatta kuntien kokonaisulkoistuksia, joihin kuuluu myös sosiaalihuollon palveluita. Ne yhtiö pyrkii käsityksemme mukaan pääosin alihankkimaan kumppaneiltaan.

Lääkärikäynnit

Terveystalo tarjoaa asiakkailleen laajalti yleislääkäriin, työterveyslääkäriin ja erikoislääkärien vastaanottopalveluita. Yhtiö tarjoaa muun muassa sisätautien ja gynekologian vastaanottopalveluita. Yhtiöllä oli vuonna 2018 3,5 miljoonaa lääkärikäyntiä (15 % kaikista lääkärikäynneistä Suomessa). Yhtiöllä on koko maan kattava 180 toimipisteen verkosto noin 100 paikkakunnalla sekä niitä tukevat digitaaliset etälääkäripalvelut.

Diagnostiikka

Terveystalon kuvantamis- ja diagnostiikkapalvelut kattavat useita palveluja lukuisilta lääketieteiden erikoisaloilta. Palveluihin kuuluvat muun muassa laboratorion palvelut, röntgen-, tietokonetomografia ja magneettikuvantamispalvelut. Kuvantamis- ja diagnostiikka palvelut toimivat itsenäisesti ja niitä tarjotaan suoraan asiakkaalle. Palvelut tukevat myös yhtiön liiketoiminnan diagnostiikkatarpeita.

Sairaalapalvelut

Terveystalolla on 20 lääkärikeskus-sairaala, jotka

tarjoavat päiväkirurgiaa ja lyhytaikaista leikkausten jälkihoitoa sekä toipumispalveluja. Sairaalapalveluihin kuuluvat muun muassa yleiskirurgia, ortopediset leikkaukset ja silmäleikkaukset.

Muut palvelut

Terveystalo tarjoaa asiakkaille myös koko hoitoketjun kattavia palveluita kuten suunterveydenhoitoa ennaltaehkäiseviä palveluita.

1. Suunterveydenhoito

Yhtiö tarjoaa laajalti suunterveyden palveluita, kuten yleis- ja erikoishammashoitoa sekä suuhygienistipalveluja. Attendo Suomen Terveystalouden hankinnan myötä Terveystalo on yksi Suomen suurimpia suunterveyden palveluntuottajia, yhteensä yli 40 suunterveyden toimipaikalla 26 paikkakunnalla. Suunterveys täydentää Terveystalon muuta hoitoketjua, mikä edesauttaa palveluiden ristiinmyyntiä samalle asiakkaalle sekä nostaa tehokkuutta yksittäisen asiakkaan hoidossa, kun monimutkaisia läheteketjuja eri toimijoiden välillä ei tarvita.

2. Ennaltaehkäisevät hyvinvointipalvelut

Vuonna 2018 Terveystalon hyvinvointiliiketoiminta organisoitiin yhdeksi palvelutarjontakokonaisuudeksi. Ennaltaehkäiseviin hyvinvointipalveluihin lasketaan mukaan fysioterapia, psykologi- ja psykoterapeuttipalvelut, ravitsemusterapia, työkykyvalmennusta, hieronta ja rokotuspalvelut. Esimerkiksi 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.

Ennaltaehkäisevien palveluiden määrän arvioidaan kasvavan ja niiden kasvua tukee Terveystalon kehittämä digitaalinen terveydenhallintasuunnitelma ”Oma Suunnitelma”. Sen avulla asiakas voi seurata omaa terveyttään ja parantaa omaa hyvinvointiaan. Henkilökohtaisia terveystalouden suunnitelmia on tehty yhtiön asiakkaille jo noin 170 000 kappaletta sen jälkeen kun palvelu otettiin käyttöön 2017 lopussa.

3. Kunta- ja sairaalaulkoistukset

Ennen Attendo-kauppaa yhtiöllä oli 2015 alkanut kuuden vuoden kokonaisulkoistussopimus Rantasalmella sekä 2018 alkaneet osittaisulkoistukset Kinnulassa, Tervolassa ja Lumijoella sekä lisälmen sairaalan ulkoistus. Attendon terveystalousta tulevasta liikevaihdosta noin 120 MEUR koostuu julkisen sektorin ja suunterveyden ulkoistuksista. Nämä ulkoistussopimukset koostuivat 7 kokonaisulkoistuksesta (Puolanka, Rääkkylä, Tohmajärvi, Kärsämäki, Pyhtää, Sulkava, Sysmä) ja 15 ulkoistetusta terveyskeskuksesta ja suunterveyden yksiköistä. Uuden kokonaisuuden toisiaan täydentävä palveluiden tarjonta ja verkosto parantavat edelleen asiakkaille tarjottavia yhtenäisiä hoitoketjuja.

4. Henkilöstöpalvelut

Noin 75-80 MEUR Attendoilta tulevasta liikevaihdosta on henkilöstöpalveluiden liikevaihtoa. Henkilöstöpalveluissa työskentelee yleis-, erikois-, ja hammaslääkäreistä koostuva noin 2,600 terveydenhuollon ammattilaisen joukko. Henkilöstöpalvelut ovat monen nuoren lääkäriin ensimmäisiä työpaikkoja. Tyypillinen tarve julkisen sektorin asiakkaalla syntyy henkilöstöpalvelujen käytölle, jos toimijan oman henkilökunnan jäsen on sairaslomalla ja hänelle tarvitaan sijaista.

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 260 kpl
(maanlaajuinen)

Lääkärikeskussairaalat
20 kpl

Hammasklinikat 40 kpl

Kokonaisulkoistukset 8 kpl
Ulkoistetut terveysasemat n. 20 kpl

Relahierojat n. 40 kpl



Resurssit

Hoitohenkilöstö 6018 kpl

Ammatinharjoittajat 4877 kpl

Lisäksi henkilöstöpalvelut

Tilat ja laitteet

Digitaaliset palvelut
(Oma Suunnitelma
170 000 kpl)

Keskityt:
Toiminnanohjausjärjestelmä
Potilastietojärjestelmä



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 sijaintien keskeisyys
- Asiakaskokemus
- Nykyinen asiakaskunta ja lääkärien määrä

Kilpailijat



Asiakassegmentit

Kokonaisuudessaan yli 70 asiakastoimialaa

Yritysassiakkaat
(54 % liikevaihdosta)



Yksityisasiakkaat
(35 % liikevaihdosta)



Julkisen sektorin asiakkaat
(11 % liikevaihdosta)



Palvelualueet

Ydinpalvelualueet

Lääkärikäynnit

Diagnostiikka

Sairaalapalvelut

Muut täydentävät palvelut

Suunterveydenhoito

Hyvinvointipalvelut

Palvelut kunnille

Sosiaali- ja
terveydenhuollon
ulkoistukset

Henkilöstöpalvelut

Kuntien työterveyden ulkoistukset

Kustannusrakenne 2018



Materiaalit ja
palvelut
(47,2 %)



Työsuhde-etuksista
aiheutuvat kulut
(26,5 % kustannuksista)



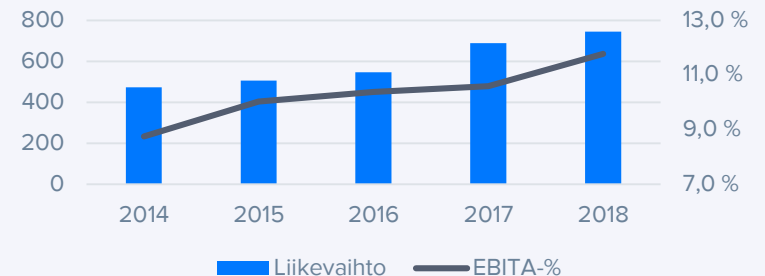
Liiketoiminnan
muut kulut
(13,1 %)



Poistot
(5,5 %)

Tulovirrat

**Liikevaihto 745 m€
EBITA (oik.) 87,7 m€ (2018)**



Liiketoimintamalli 1/3

Terveystalon liiketoimintamalli käytön mukaan laskutettavissa palveluissa

Terveystalon liikevaihdesta vuonna 2018 yli 90 % (ennen Attendo-kauppaa) kertyi yksityisellä puolella perinteisesti käytössä olleesta liiketoimintamallista, jossa yhtiö laskuttaa asiakasta palvelujen käytön mukaan. Tähän ryhmään kuuluvat kaikki yksityisasiakkaiden palvelut ja yhä selkeä enemmistö työterveyden palveluista. Myös julkiset asiakkaat tilaavat tiettyjä käytön mukaan laskutettavia palveluita isoissa erissä yhtiöltä (esim. 1000 MRI-kuvausta).

Terveystalon liiketoimintamalli käytön mukaan laskutettavissa palveluissa on arviomme mukaan hioutunut vuosien saatossa erinomaiselle tasolle, mikä näkyy sen korkeana kannattavuutena. Taustalla ovat yhtiön investoinnit toiminnan kehittämiseen ja erityisesti tietojärjestelmiin sekä keskitetysti johdetut operaatiot ja palveluntuotannon laadun johtaminen. Toiminnan mittakaavaedut näkyvät kulujen skaalautumisena ja mahdollistavat jatkoinvestoinnit erityisesti digitaalisten työkalujen kehittämiseen.

Lääkärit ovat tärkein tuotannon tekijä

Lääkärit ovat liiketoimintamallin tärkein yksittäinen tuotannontekijä, sillä yksityisasiakas hakeutuu hoitoon tyypillisesti juuri lääkärinvastaanoton kautta. Vasta lääkärin vastaanoton kautta potilas voidaan ohjata jatkotoimenpiteisiin integroidun hoitoketjun kautta tehokkaasti (mm. diagnostiikka, leikkaus, kuntoutus) ja potilasta laskutetaan toimenpiteiden edetessä. Yhtiön työvoimaan kuului ennen Attendo-kauppaa yli 9000 terveydenhuollon ammattilaista, joista 4700 työskenteli ammatinharjoittajina (pääosin lääkäreitä). Ammatinharjoittajan palkka on muuttuva kustannus, sillä se perustuu tulonjakomalliin. Yhtiöllä on myös kiinteällä palkalla toimivaa omaa hoitohenkilökuntaa (osa lääkäreistä, sairaanhoitajat, vastaanottoapulaiset yms.)

Liiketoiminnan kasvun ja kiinteiden kulujen skaalautuvuuden kannalta yhtiön kyky pitää palveluksessaan ja rekrytoida uusia lääkäreitä on avainasemassa. 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.

Yksityisasiakkaiden kysyntä on keskeistä

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 (Oma Terveys ja Oma Suunnitelma).

Työterveysasiakkaat arvostavat laajaa toimipisteverkostoa ja tehokkuutta

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, jotta sairauspoissaolojen määrää saadaan laskettua. Työterveyspalvelut tuottaa moniammatillainen tiimi, jossa on työterveyslääkäri, työterveyshoitaja, työfysioterapeutti, työ- ja organisoitintipsykologi sekä ravintoterapeutti. Myös näissä asiakkuuksissa yritykset tyypillisesti maksavat Terveystalolle palvelujen käytön mukaan, mutta myös

kiinteähintaisten sopimusten määrä on hiljalleen kasvussa, jolloin liiketoimintamallin logiikka on hieman erilainen (seuraava sivu).

Vakuutusyhtiöohjaus ja kilpailutilanne vaikuttavat myös asiakasvirtaan

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 hoitoaikaa ja parantaa kustannustehokkuutta. Asiakasvirran suuruus riippuu myös yhtiön omista toimista (markkinointi) sekä kilpailijoiden toimista.

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.

Yhtiön roolina on erityisesti kysynnän ja tarjonnan kohtaamisen sujuvoittaminen. Tässä yhtiön keskitetyt tietojärjestelmät sekä digitaaliset työkalut asiakkaille ja hoitohenkilökunnalle ovat keskeisessä roolissa. Varmistaakseen tuotannontekijöiden ja asiakkaiden optimaalisen kohtaamisen yhtiö hyödyntää laadun johtamisen työkaluja, mikä erottaa sen kilpailijoista.

Liiketoimintamalli 2/3

Laadun johtamisen digitaaliset työkalut keskeisessä roolissa

Yhtiö perustaa terveydenhuollon laatukäsitteensä 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 palvelutuotantoon kustannustehokkaasti ja sen kilpailukyky suhteessa muihin toimijoihin paranee. Kannattavuuden selkeimpänä ajurina on käytön mukaan laskutettavissa palveluissa käyttöaste ja toiminnan kasvu. Käytössä olevat tuotannontekijät 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.

Yhtiön reaaliaikainen digitaalinen verkkoajanvarausjärjestelmä sekä kattava toimipisteverkosto edesauttavat käyttöasteiden hallinnassa onnistumista, sillä asiakkaiden liikkuminen eri toimipisteiden välillä on helpompaa. Myös etälääkäri vastaanotot helpottavat kapasiteetin kohtaamista erityisesti haja-asutusalueilla.

Yhtiöllä on käytössä yhteiset toimintamallit eri toimipisteissään. Yhtiö 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 koko pörssitaiपालeen. Yhtiön

marginaalit ovat selvästi korkeampia kuin esim. toisella pörssi-yhtiöllä Pihlajalinnalla, jonka liikevoitto-% lääkärikeskuksissa ja erikoissairaanhoidossa (L&E) oli 2018 arviomme mukaan 0 % tunteumassa.

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 on vastaanottopalveluissa 70,9 sekä sairaalapalveluissa 91,0 ja yli yhtiön tavoitetasojen. Myös 92,7 % työntekijöistä on tyytyväisiä Terveystaloon työpaikkana, mikä osaltaan varmistaa asiakaskokemuksen laatua ja uuden henkilökunnan rekrytointia ja kasvua eteenpäin mentäessä.

Lääketieteellinen laatu on myös edellytys, jotta yhtiön houkuttelevuus hoitohenkilökunnan puolesta sekä asiakkaiden puolesta voi säilyä. Henkilökunta voi seurata potilaiden hoidon vaikuttavuutta yhtiön oman Etydi-tökalun avulla. Terveystalossa potilasturvallisuutta seurataan myös mm. potilasvahinkoilmoitusten kautta, joiden määrä alittaa toimialan yleisen valtakunnallisen keskiarvon.

Terveystalon liiketoimintamalli kiinteähintaisessa laskutuksessa

Julkisissa asiakkuuksissa (ulkoistukset) ja hiljalleen kasvavassa määrin myös työterveydessä yhtiö saa kiinteän korvauksen kunnalta tai yritykseltä ottaessaan kokonaisvastuun tietyn ihmisjoukon terveyspalveluista. Käytännössä tämä tarkoittaa esimerkiksi sitä, että yhtiölle maksetaan kustakin asiakkaasta vakiokorvaus vuosittain. Terveystalon kannattavuuden selkeimmät ajurit kiinteähintaisissa sopimuksissa ovat toiminnan tehokkuus ja ennaltaehkäisy. Kannattavin asiakas kiinteähintaisissa sopimuksissa on sellainen, jota ei tarvitse hoitaa. Kiinteähintaisissa laskutuksissa liikevaihto on ennustettavaa ja se kertyy tasaisesti

sopimusperiodin ajan.

Attendo-yritysosto kasvattaa Terveystalon julkisen sektorin asiakkaiden suhteellista osuutta ja tuo yhtiölle selkeää lisäosaamista kunta-asiakkaiden palvelutuotantoon tehden Terveystalosta halutun kumppanin myös kunnille. Kunta-asiakkaiden kilpailutuksissa pärjäämisessä kunnille tulee kyetä tuottamaan oikeat palvelut tehokkaasti ja ennalta määritellyllä kustannuspotilla ja tähän Attendo on erikoistunut vuosien saatossa mm. Kuntaturva palvelumallillaan. Kuntaturvalle määritetään yhdessä kunta-asiakkaan kanssa kiinteä hinta ja laatumittarit, joilla palvelujen toteuttamista seurataan.

Kuntaulkoistuksissa yhtiön tehtävänä on tehostaa toiminnan kustannusrakennetta, optimoida hoitoketjua ja tarjota samalla parempaa palvelutasoa asiakkaille kuin mitä kunta on itse pystynyt teettämään. Kokonaisulkoistuksiin sisältyy myös sosiaalihuollon palveluita (kuten hoivapalvelut), joita yhtiö pyrkii hankkimaan alihankintana kolmannelta osapuolelta, mikäli kumppani on saatavilla. Jos kumppania ei ole saatavilla, järjestää Terveystalo kyseiset palvelut itse. Osaava henkilöstö on myös potilashoitoketjun hallinnassa avainasemassa, sillä mitä nopeammin asiakas saadaan hoidettua kuntoon, sitä vähemmän kustannuksia kertyy. Arvioimme Attendolta siirtyvän henkilöstön olevan hyvin harjaantunut kiinteähintaisella laskutuksella pyöritettävään toimintaan.

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 tunnustetaan.

Liiketoimintamalli 3/3

Eri asiakassegmenttien ja liiketoimintamallien välillä on saavutettavissa synergioita

Vaikkakin liiketoiminnan luonne ja tulovirta poikkeavat eri asiakassegmenteissä selkeästi, on niiden välillä silti runsaasti synergioita. Ne liittyvät paljolti hoitoketjujen optimointiin sekä resurssien jakamiseen eri toimintojen välillä pitäen sisällään tilojen ja laitteiston jakamisen tietyissä toimipisteissä. Myös sama erikoislääkäri voi ottaa sekä työterveyden- että yksityisasiakkaita vastaan. Eri asiakassegmenttien välillä on arviomme mukaan myös runsaasti ristiinmyyntipotentiaalia.

Ennaltaehkäisyn rooli korostuu

Kokonaisuutena terveydenhuolto käy toimialana läpi murrosta, jonka ajureina ovat asiakaskäyttäytymisen muutos ja digitalisaatio sekä ikääntymisen ja elintasosairauksien mukanaan tuomat kasvavien terveysmenojen haasteet. Arvioimme myös Terveystalon liiketoiminnan painopisteen siirtyvän koko toimialan tavoin hiljalleen sairauksien hoidosta enemmän sairauksien ennaltaehkäisyyn. Terveystalon laaja kliininen tietokanta ja sen hyödyntäminen personoidussa lääketieteessä tarjoaa yhtiölle mahdollisuuden edelleen kehittää liiketoimintamallejaan.

Digipalvelut tehostavat kapasiteetin kohtaamista ja ennaltaehkäisevät

Digipalvelut soveltuvat sekä kiinteähintaisiin sopimuksiin, että käytön mukaan laskutettaviin palveluihin. Yhtiö pyrkii niiden avulla lisäämään erityisesti toiminnan tehokkuutta. Terveystalo tuottaa Oma Terveys -digisovelluksensa kautta etälääkäripalveluja, jotka helpottavat selvästi henkilöstöresurssin ja asiakkaan kohtaamista. Oma Terveys vie liiketoimintamallia askeleen lähemmäs digitaalista alustataloutta, jolloin verkostovaikutukset eivät enää ole lokaaleja vaan valtakunnallisia. Asiakas

voi sovelluksen kautta keskustella lääkärin kanssa ja sen välityksellä voidaan mm. määrätä lääkkeitä, tehdä lähete jatkotutkimuksiin tai kirjoittaa lyhyt sairausloma. Vuonna 2018 yhtiöllä oli jo 94 000 etävastaanottoa.

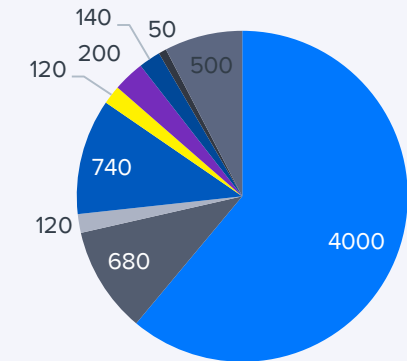
Oma Terveys -sovelluksen kautta asiakas voi laatia myös Oma Suunnitelman, joka helpottaa asiakkaiden oman terveyden hallintaa ja toimii siten myös ennaltaehkäisevänä palveluna. Personoitua dataa hyödyntämällä asiakas otetaan hoitopolkunsa johtamiseen mukaan, mikä sitouttaa asiakasta.

Myös työterveysasiakkaiden keskuudessa yhtiön terveydenhuollon laajin datamäärä luo paljon mahdollisuuksia ennaltaehkäisevien palveluiden tarpeen toteamiseen ja myyntiin, jos yrityksiltä kerättävästä datasta tunnistetaan työntekijöiden hyvinvoinnille riskejä. Ennaltaehkäisyn hinta on usein huomattavasti matalampi kuin esimerkiksi työntekijän ennenaikainen eläköityminen. Yrityisasiakkaiden käyttämä työkalu on Sirius HR.

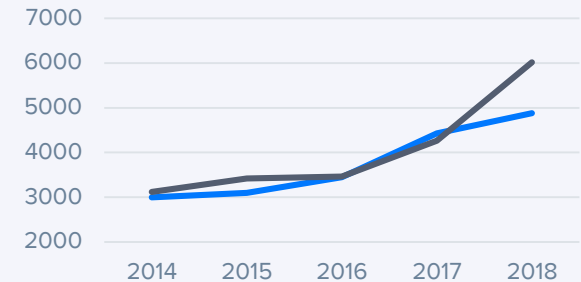
Hyvinvointipalvelut ennaltaehkäisevät

Huomioiden ennaltaehkäisevän terveydenhuollon vahvistuva trendi on mielestämme luonnollista, että yhtiö on vahvistanut hyvinvointiliiketoimintaansa hankkimalla viime vuoden aikana fysioterapiaan sekä hierontapalveluihin keskittyneitä toimijoita sekä panostanut paljon mielenhyvinvoinnin ammattilaisten palveluntuotantoon. Arvioimme yhtiön jatkavan hyvinvointipalveluiden verkoston vahvistamista myös jatkossa ja liikevaihtomixin hiljalleen siirtyvän enemmän palveluihin, joissa lääkärin rooli tuotannontekijänä on alhaisempi. Tämä on positiivista siinä mielessä, että yhtiön kasvuvauhti ei ole enää yhtä riippuvainen yhtiön palveluksessa olevien lääkärin määrän kasvusta. Hyvinvointipalvelut myös tehostavat hoitoketjua ja lyhentävät toipumisaikaa.

Terveystalon henkilöstön jakautuminen 2018



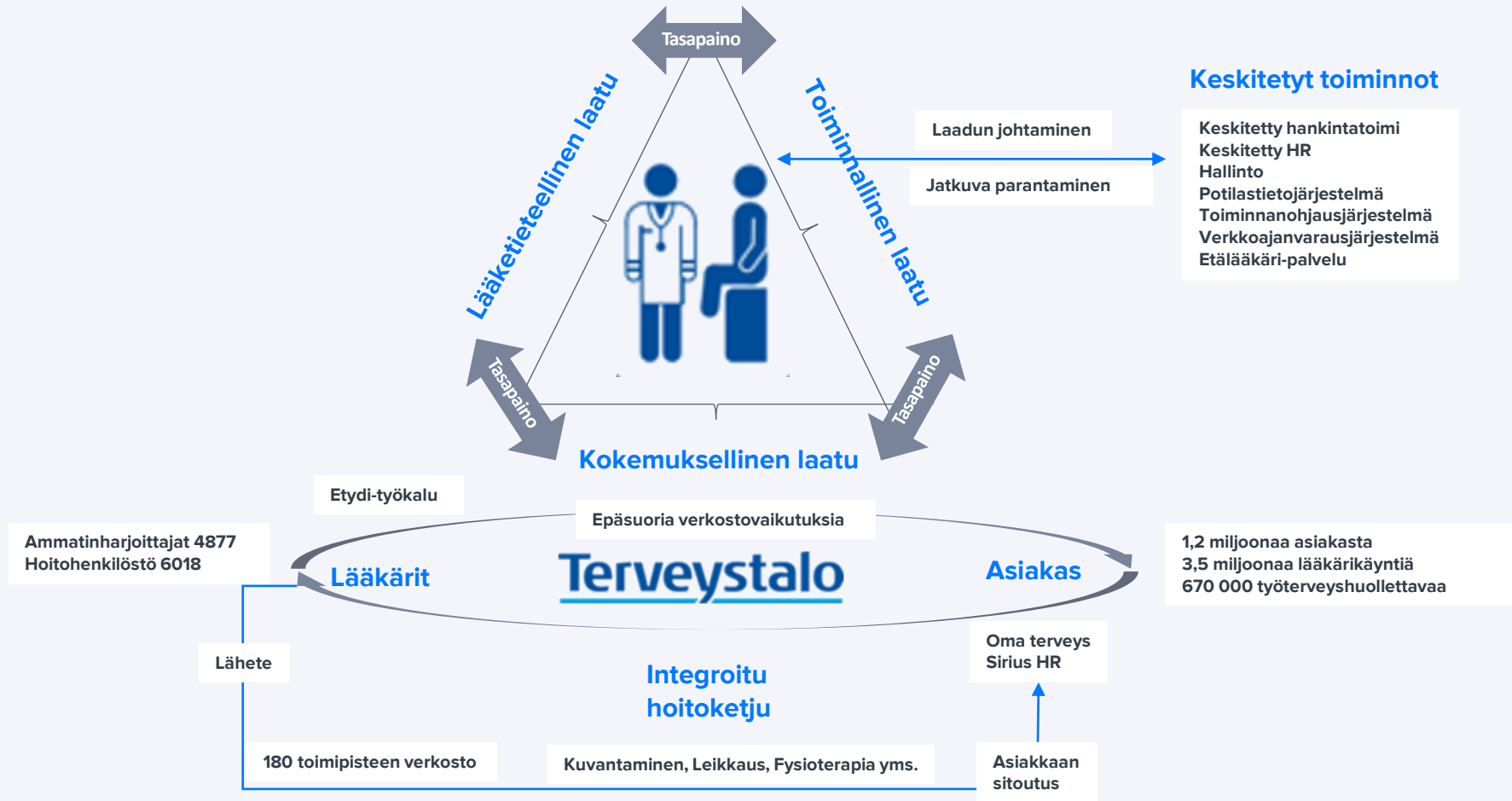
Henkilöstön määrän kehitys



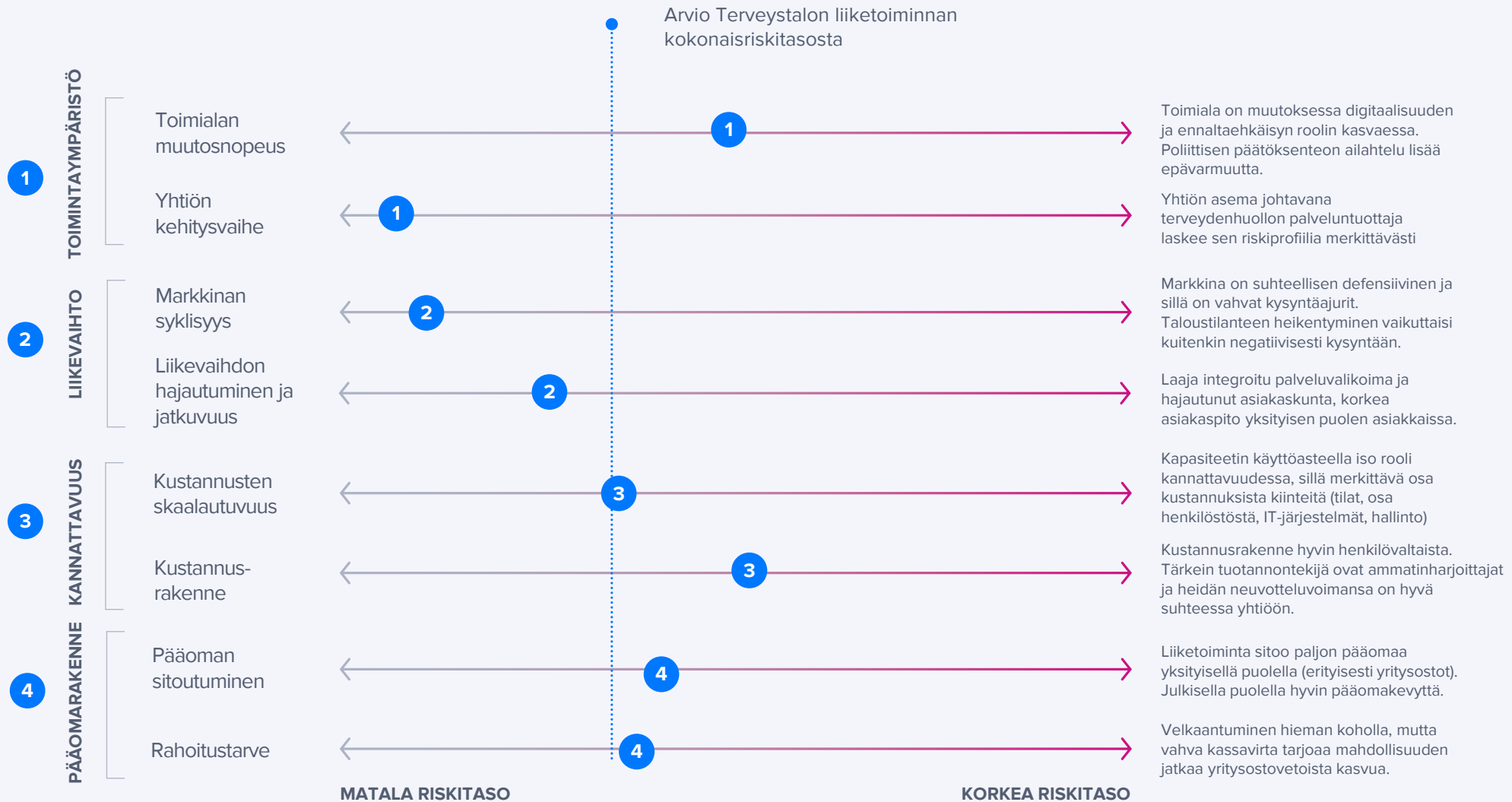
*Alempi kuva sisältää myös Attendolta siirtyvän henkilöstön

Liiketoimintamalli

Kysynnän ja tarjonnan kohtaamisen hallinta



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Taloudellinen kehitys 1/4

Liikevaihdon kasvu ollut voimakasta

Terveystalolla on hyvät historialliset näytöt sekä organisaation kasvusta, että yritysostoin tapahtuneesta kasvusta. Yhtiön liikevaihto on noussut vuosien 2014-2018 välillä 474 MEUR:sta 745 MEUR:oon, keskimääräisen vuosittaisen kasvun ollessa 57 % (CAGR). Tarkastelujakson alussa 2014-2016 yhtiön kasvu oli maltillisempaa (7,4 % CAGR), josta noin puolet tapahtui organisaation ja puolet yritysostoin pieniä yksityisiä lääkärikeskuksia tai suunterveyden klinikoita hankkimalla.

Vuosina 2017-2018 yhtiön kasvupyrähdys on tapahtunut isompien yritysostojen myötä. Liikevaihdon suuruudella mitattuna merkittävimmät ostokohteet ovat olleet 2017 alussa Porin lääkäritalo (14 MEUR) sekä Q1'17 lopussa toteutettu Diacorin osto (80 MEUR). 2018 lopussa toteutettu Attendo Terveyspalvelut yritysosto (235 MEUR), näkyy kokonaisuudessaan vasta 2019 liikevaihdossa.

Yhtiön organisaation kasvutekijöihin on vaikuttanut erityisesti kasvu työterveyspalveluissa ja julkisen sektorin asiakkaina. Keskeinen tekijä näissä on ollut sekä uusien sopimusten voittaminen että olemassa olevien sopimusten asiakaspito. Yhtiö on myös kyennyt lisäämään ristiinmyyntiään eri palveluissa ja asiakasryhmien välillä.

Kannattavuuden kehitys ollut positiivista

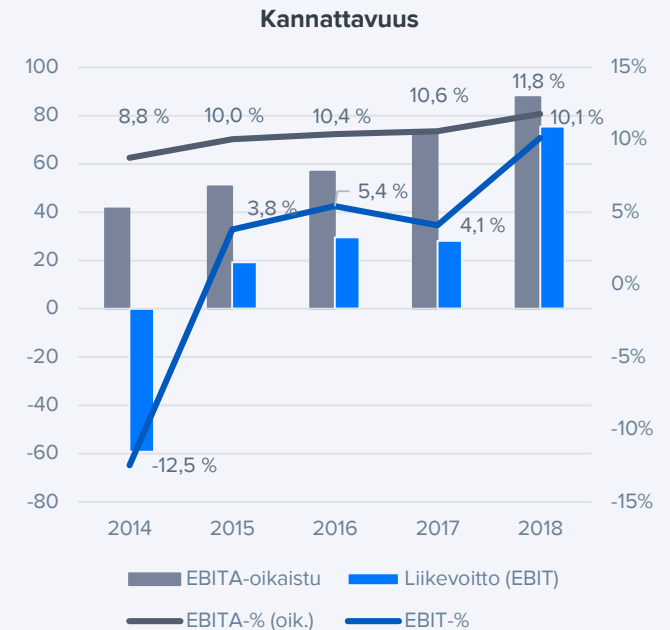
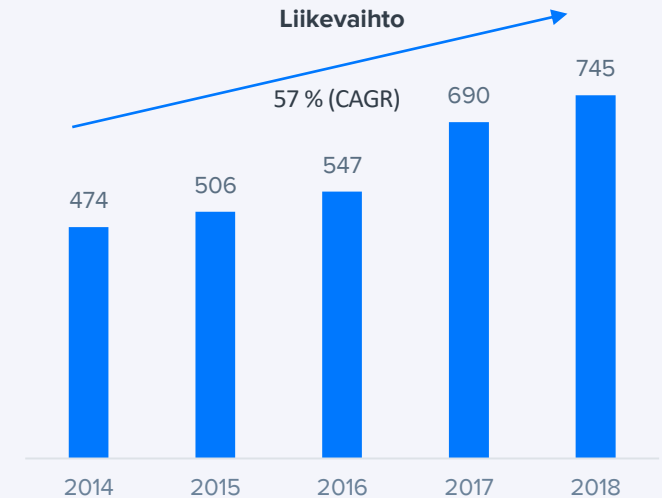
Yhtiö taloudelliset tavoitteet on kytketty oikaistun EBITA-marginaalin kehitykseen. Yhtiöllä on verrattain paljon yritysostoihin liittyviä asiakassopimusten ja tavaramerkkien arvonalentumisia (PPA-poistot, purchase price allocation) ja tästä syystä pidämme perusteltuna valintana seurata tätä mittaria yhtiön kannattavuuskehitystä tarkasteltaessa. Huomautamme kuitenkin sijoittajille, että A-komponentti sisältää tämän lisäksi taseeseen

aktivoitavia digikehityksen investointeja ja myöskään niiden poistot eivät näy EBITA-luvussa.

Olemme esittäneet kannattavuuskuvaajassa myös oikaisemattoman liikevoiton (EBIT) kehityksen, sillä se antaa kuvaa yhtiön liiketoiminnasta, kun kertaluontoiset erät ja arvoalentumiset otetaan huomioon. Yhtiön tekemät oikaisut liittyvät liiketoiminnan hankintojen kuluihin, liiketoiminnan uudelleenjärjestelykuluihin, käyttöomaisuuden myyntivoittoihin, strategisiin projekteihin, uusiin liiketoimintoihin ja muihin vertailukelpoisuuteen vaikuttaviin eriiin.

Vuosina 2014-2018 nähty oikaistun EBITA:n kasvu johtui pääosin liikevaihdon kasvusta, operatiivisen tehokkuuden kehittymisestä sekä yrityskauppojen kustannussynergioiden toteutumisesta. Vuoden 2018 erityisesti Diacorin ja Porin Lääkäritalon integraatioiden saanti päätökseen nosti kannattavuutta.

Liikevoittomarginaali on puolestaan heilunut arvonalentumisten ja kertaluontoisten erien mukana EBITA-marginaalia selvemmin. Tarkastelujakson ensimmäisen vuoden 2014 liikevoiton pilasi 68 MEUR liikearvon alaskirjaus ja tästä syystä liikevoitto-% oli selvästi tappiolla -12,5 %. Vuosina 2015-2017 yhtiöllä on ollut kertaluontoisia eriiä painottuen pääosin yritysostoihin, millä on ollut liikevoittoa laskeva vaikutus. Vuosi 2018 oli poikkeus ja oikaisut nostivat liikevoittoa nettona 7,7 MEUR:lla, sillä ne sisälsivät kertaluontoisia eriiä 15,8 MEUR johtuen omaisuuden myyntivoitoista (Ava Clinic sekä Porin kiinteistö) ja esimerkiksi Attendo-yrityskaupan kulut 6,6 MEUR hautautuivat tämän alle.



Taloudellinen kehitys 2/4

Materiaalit ja palvelut

Terveystalon merkittävin kustannuserä on materiaalit ja palvelut, jotka olivat vuonna 2018 47 % liikevaihdosta eli 351 MEUR. Ulkopuolisten palvelujen osuus kustannuksista oli 323 MEUR ja niistä noin 75-80 % on yksityisille ammatinharjoittajille maksettuja palkkioita. Terveystalon ammatinharjoittajalle maksama palkkio perustuu tulonjakomalliin. Ammatinharjoittajia yhtiön palveluksessa oli vuonna 2018 noin 4000 kpl ja Attendo Terveyspalveluiden yhdistämisen jälkeen 4827 kpl. Materiaalit ja palvelut ovat pysytelleet viime vuosina noin 47 %:ssa liikevaihdosta kertoen ammatinharjoittajien hyvästä neuvotteluvoimasta yhtiötä kohtaan, emmekä odota näiden kulujen skaalautuvan. Muita hankittavia palveluita ovat tietyt laboratorion palvelut ja vaativien erikoissairaanhoidon palveluiden ostot sairaanhoitopiireiltä. Kuntaulkoistuksissa tyypillisesti myös alihankintana hankittavien palveluiden osuus on isompi, mikä näkyy vuoden 2015-2016 materiaalien ja palveluiden lievänä kasvuna, sillä yhtiö aloitti silloin Rantasalmen kokonaisulkoistuksen.

Materiaalien osuus kustannuksista oli vuonna 2018 28,4 MEUR eli 3,8 % (2017 4,0 %). 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 mm. keskitetyn hankintatoimen ansiosta.

Työsuhde-etuuksista aiheutuneet kulut

Terveystalon 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 ovat laskeneet vuoden 2014 30 %:sta vuoden 2018 26 %:iin. Osaltaan kehitys on johtunut henkilöstön ajankäytön tehostamisesta ja erityisesti osan henkilöstön (esim. vastaanottoapulaiset ja hallinto) kulujen skaalautumisesta. Vuoden 2018 aikana yhtiössä työsuhteessa työskenteli noin 5000 henkilöä ja Attendon kaupan jälkeen noin 6000. Yhteensä henkilöstökulut olivat 2018 197,1 MEUR tai 26 % liikevaihdosta.

Muut kulut

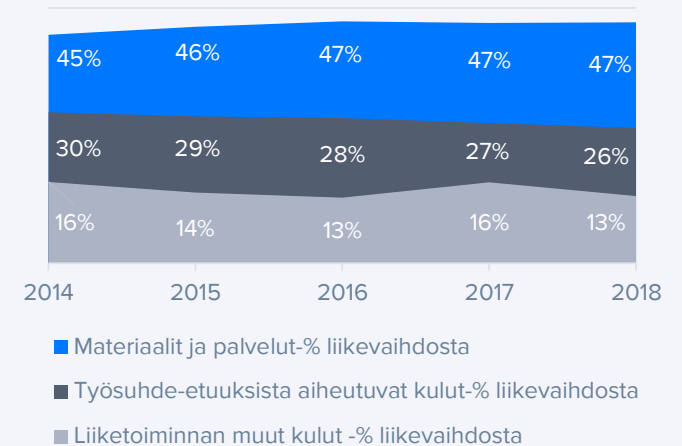
Terveystalon muut kulut koostuvat vuokrista ja toimitilakuluista, kalusto- ja tietojärjestelmäkuluista, myynnin ja markkinoinnin kuluista sekä muista kuluista. Monet näistä kuluista ovat luonteeltaan kiinteitä ja ne skaalautuvat toiminnan kasvaessa. Yhtiön vuokrien ja toimitilakulujen suhteellinen osuus on laskenut viime vuosina selvästi, mikä kertoo tilojen käytön tehostumisesta. Vuonna 2018 ne olivat 5,9 % liikevaihdosta ja vuonna 2017 6,6 %. Tähän liittyen yhtiö on ottanut käyttöön mm. reaaliaikaiset huoneiden hallintatyökalut. Myös yhtiön markkinointikulut laskivat vuoden 2017 1,3 %:sta vuoden 2018 1,0 %:iin kertoen yhtiön vahvasta brändistä ja vähäisestä markkinointitarpeesta. Myös yhtiön IT-kulut laskivat vuoden 2017 2,8 %:sta 2018 2,2 %:iin, siitäkin huolimatta, että yhtiön jatkoi panostuksiaan digitalisaation hyödyntämiseen liiketoiminnassa. Toki osa IT-kustannuksista lasketaan investointeihin, eivätkä ne näy muissa kuluissa.

Kuvaajasta nähdään hyvin kokonaisuutena muiden kulujen tehostumista sillä 2018 kulut olivat 13 % liikevaihdosta, kun ne vielä 2014 olivat 16 %:ia. Vuoden 2017 muita kuluja rasitti listautumisesta sekä Diacorin ja Porin lääkäritalon integroinnista kertyneet kertaluontoiset kulut.

Kustannukset yhteensä (MEUR)



Kustannusrakenne



Taloudellinen kehitys 3/4

Investoinnit

Terveystalon vuotuiset investoinnit, kun yritysostot lasketaan mukaan ovat olleet tarkasteluperiodilla 2014-2018 selvästi yli yhtiön poistotasojen, mikä kertoo yhtiön voimakkaasta kasvufokuksesta.

Investointien mix (aineelliset investoinnit, aineettomat investoinnit, yritysostot) on heilahdellut erityisesti yritysostojen myötä. Käyttöomaisuusinvestoinnit, joita tarvitaan toiminnan pyörittämiseen ovat olleet vakaampia. Selvin hyppäys on nähty aineettomiin hyödykkeisiin tehdyissä investoinneissa, sillä digitaalisten palveluiden ja järjestelmien rooli on kasvanut terveystalon liiketoiminnassa ja nämä investoinnit kasvoivat viime vuonna jo 10,4 MEUR:oon (2017: 5,1 MEUR).

Vuoden 2018 lopun taseessa (sis. Attendon) aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä oli 84 MEUR ja aineettomia 168 MEUR. Yritysostoina tehdyt investoinnit ovat kerryttäneet taseeseen myös merkittävästi liikearvoa (767 MEUR), sillä erityisesti isojen kohteiden yritysostoissa kauppahinnat ovat nousseet selvästi yli ostokohteiden tasearvojen. Tämä on ymmärrettävää, sillä tyypillisesti asiantuntijaliiketoiminnassa yrityskaupoilla ostetaan osaamista ja nopeaa alueellista markkinaosuutta. Se osa tästä ”ylihinnasta” jota ei voida kohdistaa ostokohteen tavaramerkeille ja asiakassuhteille jää liikearvoon. Huomautamme sijoittajille myös että 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 investointeihin.

Poistot

Terveystalon poistot ja arvonalentumiset olivat vuonna 2018 41,1 miljoonaa euroa eli 6 % liikevaihdosta.

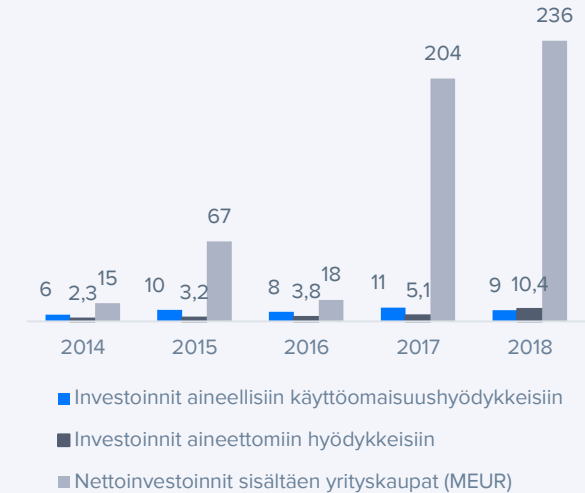
Aineellisten hyödykkeiden poistot ja arvonalentumiset olivat tästä noin 21,1 miljoonaa euroa. Niistä merkittävien erä ovat koneet ja kalusto 13,4 MEUR ja toimitilojen parannuksista tehty poistot 4,7 MEUR.

Aineettomien hyödykkeiden poistot olivat 2018 yhteensä 19,9 miljoonaa euroa, josta noin 5 MEUR oli yhtiön omia taseeseen aktivoituja kehityshankkeita (mm. ohjelmistokehitys), joita yhtiö poistaa noin 3-10 vuoden kuluessa. Kehityshankkeisiin liittyvät poistot kasvavat arviomme mukaan tulevaisuudessa, sillä yhtiö investoinnit niihin kasvoivat viime vuonna.

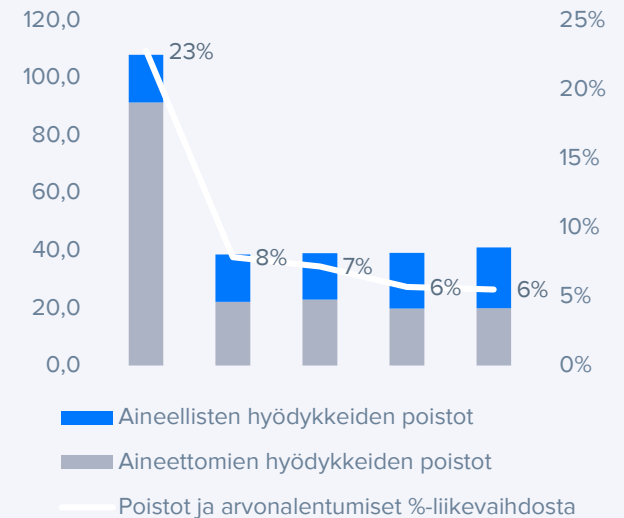
Loput poistoista (14,9 MEUR) liittyivät yrityskauppojen hankintamenojen allokointeihin liittyviin aineettomien hyödykkeiden poistoihin (PPA-poistot). Yrityskauppojen yhteydessä terveystalon aktivoi taseeseensa yritysostokohteen asiakassopimuksia sekä tavaramerkkejä, joita yhtiö poistaa noin 2-10 vuoden aikana. Esimerkiksi Attendo-kauppaan liittyen julkisen puolen ulkoistuksiin liittyvät asiakassopimukset (65,7 MEUR) poistetaan taseesta niiden sopimuskausien aikana (keskimäärin noin 7 vuotta). Kuntaulkoistusten operatiivisessa toiminnassa yhtiö käyttää tyypillisesti aiemmin kunnan käytössä olleita tiloja ja laitteita ja niihin liittyvät operatiivisen investointitarpeet ja poistotasot ovat hyvin vähäiset.

Taseen liikearvoon ei tehdä IFRS-kirjanpidossa poistoja. Liikearvoa voidaan kuitenkin joutua alentamaan, mikäli vuosittaisessa testauksessa sen arvo havaitaan liian korkeaksi suhteessa liikearvolta odotettuihin tuottoihin. Yhtiö joutui tekemään vuonna 2014 liikearvoonsa 68 MEUR alaskirjauksen, mikä selittää kyseisen vuoden korkeaa poistotasoa. Alaskirjaus oli seurausta arvonalentumistestauksessa käytettyjen arvioiden, kuten vuotuisen kannattavuuden kasvun oletuksen, markkinoiden kasvunopeuden ja diskonttauskoron, oikaisemisesta heijastamaan pysähtynyttä taloustilannetta vuonna 2014.

Investoinnit



Poistot ja arvonalentumiset



Taloudellinen kehitys 4/4

Taserakenne ja velanhoitokyky

Ennen pörssiistautumista Terveystalo operoi pääomasijoittajan omistuksessa korkealla velkavivulla ja matalalla omavaraisuusasteella. Listautuessaan yhtiö keräsi noin 89 MEUR nettovarait ja yhtiön tase vahvistui selvästi. Tämä laski myös sen korkokuluja.

Vuoden 2018 lopussa yhtiön korollinen nettovelka hyppäsi jälleen 413 MEUR:oon (2017: 256 MEUR) ja omavaraisuus laski 44 %:iin Attendo-yritysoston toteuttamisen myötä. Emme näe kohonnutta velkataakkaa kuitenkaan ongelmana. Mielestämme yhtiön tulee edelleen käyttää velkavipua maksimoidakseen omistaja-arvoa. Yhtiö saa suhteellisen halpaa rahaa pankeilta ja sen lainojen korkomarginaali on historiallisesti ollut noin 1,25-2,25 % (suhteessa EURIBOR:iin) velkaantumisesta riippuen.

Kuten jo aiemmin sivuilla nähtiin yhtiön tuloskehitys on ollut positiivista erityisesti 2018 aikana, mikä on nostanut taseen velankantokykyä selvästi. Yhtiön käyttökate nousi vuonna 2018 116,5 MEUR:oon (2017: 68,2 MEUR). Attendo-oston myötä Terveystalon nettovelka/EBITDA (oik.) nousi 2018 lopussa selvästi yli 3x-tavoitetason 3,8 x-tasolle. Luku huomioi kuitenkin vain velan 170 MEUR:on kasvun taseessa, mutta ei Attendon tulosvaikutusta. Suhde normalisoituu arviomme mukaan nopeasti ja odotamme sen olevan vuoden 2019 lopussa 2,8x ilman uusia yritysostoja.

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

Käyttöpääoma on negatiivinen

Terveystalon käyttöpääoma on negatiivinen (2018 -51 MEUR -7 % liikevaihdosta) ja yhtiö kykenee

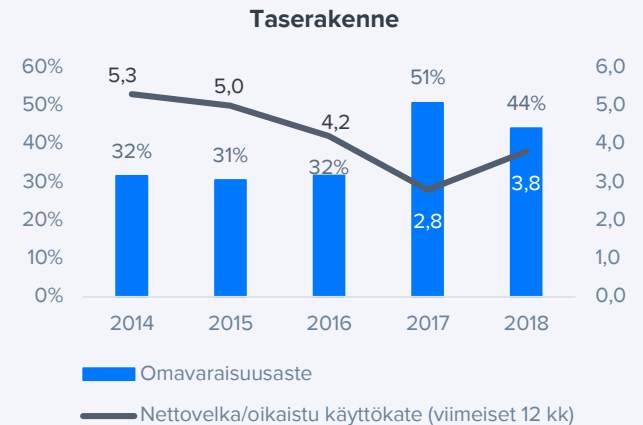
rahoittamaan osan kasvustaan sen avulla. Yhtiön ostovelat ovat (19,7 %) johtuen osto-organisaation keskittämisestä ja hyvästä neuvotteluvoimasta suhteessa toimittajiin. Yhtiön liiketoiminta ei tarvitse juurikaan varastoja (0,8 % liikevaihdosta), myöskään myyntisaamisia (12,1%) ei kerry taseeseen merkittävästi, sillä yksityisasiakkaat maksavat laskunsa tyypillisesti jo vastaanotolla. Yritysostokäyttäjillä on normaalisti kuitenkin pidemmät maksuajat.

Myös osakekohtainen tulos on kasvanut

Terveystalon osakekohtainen tulos on ollut nousutrendillä tarkastelujakson 2014-2018 aikana. Taustalla ovat olleet yhtiön voimakas kasvu ja suhteellisen kannattavuuden nousu toiminnan tehokkuuden kasvettua. Osakekohtainen tulos on heilahdellut paljon kertaluontoisten kulujen johdosta. Vuonna 2018 osakekohtainen tulos nousi jo 0,54 euroon ja kertaluontoisista eristä oikaistuna 0,48 euroon. Huomautamme sijoittajille, että osaltaan viime vuoden hyvän tuloskehityksen taustalla ovat olleet yhtiölle aiemmilta vuosilta kertyneet verovähennyskelpoiset tappiot. Verovähennyskelpoisia tappioita on yhtiöllä jäljellä enää 11,4 MEUR ja odotamme niiden tulosta tukevan vaikutuksen poistuvan Q1'19:n jälkeen.

Osinkohistoria on kasvuyhtiölle tyypillisesti vaatimaton

Yhtiö on maksanut lyhyen pörssiitupaaleensa aikana pääomanpalautusta tai osinkoa tilikaudelta 2017 0,06 euroa ja tilikaudelta 2018 0,20 euroa. Vastaavat osingonjakosuhteet raportoidusta tuloksesta olivat 2018 107 % ja 2017 37 %.



Strategia

Strategia ohjaa yhtiötä oikeaan suuntaan

Yhtiö erottuu pääkilpailijoistaan eniten siinä, että se keskittyy strategiassaan pelkästään terveydenhuoltoon. Näemme yhtiön keskittymisen positiivisena, sillä se pitää myös yhtiön strategisen fokuksen tiukasti sen ydinosaamisalueella ja sen kilpailuetujen vahvistamisessa. 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.

Terveydenhuoltomarkkinat kasvavat ja siitä pitää huolen väestön ikääntyminen ja elintapasairauksien kasvu. Yhtiö pyrkii kehittämään laajaa palveluntarjontaansa edelleen hoitoketjun eri vaiheissa. Terveystalo pyrkii kasvamaan sellaisten kasvuhankkeiden kautta, jotka vahvistavat nykyistä maantieteellistä verkostoa ja palvelun kattavuutta hoitoketjun eri vaiheissa. Laajentuminen tapahtuu joko yritysostoin, uusia yksiköjä avaamalla ja myös kuntien ulkoistuskilpailutuksia voittamalla. Viime aikaiset pienemmät yritysostot ovat keskittyneet erityisesti suunterveyden verkoston vahvistamiseen sekä ennaltaehkäiseviin palveluihin. Isommat yritysostot ovat puolestaan vahvistaneet erityisesti palvelun tuotannon ydintä eli Lääkärikäyntejä. Yhtiö tekee uusien yksiköiden avauksia harkitusti, mikäli asiakaskunta on jo valmiina. Terveystalon kasvustrategia perustuu kuuteen strategiseen

valintaan:

1. Ylivertainen palvelukokemus

Terveystalo pyrkii tarjoamaan kaikissa palvelukanavissa ylivertaisen palvelukokemuksen, joka perustuu asiakkaan yksilöllisten odotusten ja tarpeiden aktiiviseen tunnistamiseen ja täyttämiseen. Palvelua tukevat digitaaliset työkalut ovat keskeinen osa asiakaskokemusta. Myönteinen palvelukokemus edistää asiakaspitoa, mikä tukee yhtiön kasvua.

2. Vahvimmat asiakassuhteet

Terveystalon tavoitteena on olla kaikille asiakasryhmille ensisijainen terveyspalvelujen tarjoaja. Yhtiö kehittää jatkuvasti palvelutarjontaansa ja verkostoaan kyetäkseen palvelemaan asiakkaiden tarpeita entistäkin paremmin.

3. Halutuin työntekopaikka osaajille

Kyky houkutella päteviä ja motivoituneita terveydenhuollon ammattilaisia ja yksityisiä ammatinharjoittajia on tärkeää strategian ytimen muodostavien toiminnallisen tehokkuuden, hyvän palvelukokemuksen ja lääketieteellisen laadun saavuttamiseksi. Tyytyväiset työntekijät ovat myös asiakastyytyväisyyden edellytys.

4. Paikallisesti laadukkain ja valtakunnallisesti tehokkain

Kattava verkosto ja laaja palveluvalikoima muodostavat alustan, jolla asiakkaita voidaan palvella tehokkaasti, yksilöllisesti ja paikallisesti. Toiminnan mittakaavaetujen ansiosta yhtiö pystyy investoimaan jatkuvasti digitalisaatioon,

palvelukehitykseen ja toiminnalliseen tehokkuuteen, sillä näiden kiinteät kustannukset voidaan jyvittää laajalle verkostolle.

5. Mitattua vaikuttavuutta

Lääketieteellinen laatu syntyy muun muassa terveydenhuollon ammattilaisten lääketieteellisen asiantuntemuksen, laadukkaiden toimitilojen ja tehokkaiden koulutusprosessien kautta. Yhtiö pyrkii pysymään kehityksen etulinjassa hoidon laadun, läpinäkyvyyden ja vaikuttavuuden mittaamisessa ja lääketieteellisen laadun tulosten julkaisemisessa Suomessa. Yhtiön Etydi-työkalu ja laaja määrä potilasdataa mahdollistavat myös sen analysoinnin ja sitä kautta hoidon laadun kehittämisen.

6. Vastuullinen yhteiskunnallinen uudistaja

Yhtiö osallistuu aktiivisesti Suomen terveydenhuoltopalvelujen kehittämiseen ja suomalaisten hyvinvoinnin ja terveyden edistämiseen. Yhtiö painottaa asiakaskesteiden yhteistyömallien kehittämistä julkisen sektorin kanssa. Yhtiö on myös aikeissa kehittää uusia keinoja parantaa ja lisätä panostusta ennaltaehkäisevään hoitoon erityisesti elämäntapasairauksien osalta. Tätä kuvaa myös yhtiön vuonna 2018 määritetty missio: ”Taistelemme terveemmän elämän puolesta”. Ennaltaehkäisyyn panostaminen luo myös uusia ansaintamahdollisuuksia ja se lisää myös asiakkaan kokemaa arvoa, kun ongelmiin puututaan ajoissa.

Taloudelliset tavoitteet

Yhtiön taloudelliset tavoitteet

Terveystalo ei anna erillistä vuosittaista ohjeistusta, mutta yhtiö ohjaa markkinoiden odotuksia keskipitkänaikavälin taloudellisten tavoitteidensa avulla, joita pidämme melko realistisina. Yhtiön taloudelliset tavoitteet määriteltiin yhtiön pörssilistautumisen yhteydessä ja ne ovat ennallaan. Yhtiön toteutuneet historialliset luvut on esitetty taloudellinen kehitys osiossa (s. 15-18).

Kasvutavoite

Yhtiö tavoittelee 6-8 %:in liikevaihdon kasvua vuosittain (2018: kasvu 8 %). Yhtiön liikevaihdon kasvutavoite perustuu markkinan kasvuun ja markkinaosuuden maltilliseen voittamiseen. Ilman sote-uudistustakin yhtiö odottaa yksityisen tuotannon kasvavan noin viiden prosentin vuosivauhtia lähivuosina. Lisäksi Terveystalo on kasvanut historiassaan keskimäärin 1–3 prosenttiyksikköä markkinoita nopeammin. Markkinaosuuden kasvattamisen ohella yhtiö pyrkii myös lisäämään asiakaskohtaista myyntiä täydentävillä palveluilla. Markkinan kasvu jäi vuonna 2018 käsityksemme mukaan noin 1 %:iin (Kela-korvausten kasvu) ja tätä taustaa vasten yhtiön kasvutavoite vaikuttaa korkeahkolta. Arvioimme kuitenkin yhtiön kykenevän jatkossakin kasvamaan markkinaa nopeammin vahvojen kilpailuajajensa turvin.

Lyhyellä aikavälillä yritysasiakkaiden kysyntä jatkaa yhtiön arvion mukaan vakaana ja ennaltaehkäisevien palveluiden kysynnän

suhteellinen osuus kasvaa. Yksityisasiakkaiden kysyntä jatkaa vakaana, mutta markkinoille tullut uusi kapasiteetti vaikuttaa Terveystalon liikevaihtoon kasvua alentavasti. Kapasiteetin kasvun huippu on kuitenkin markkinoilla nähty ja vaikutuksen pitäisi jäädä lyhytaikaiseksi. Sosiaali- ja terveydenhuollon uudistuksen viivästyttä julkisen sektorin kysynnän kasvu todennäköisesti kiihtyy kuntaulkoistuksissa.

Pitkällä aikavälillä yhtiö tavoittelee (yritysostojen vaikutukset pois lukien) yritysasiakkuuksissa vähintään markkinakasvua vastaavaa kasvua, yksityisasiakkuuksissa historiallisen markkinakasvun ylittävää kasvua ja julkisen sektorin asiakkuuksissa markkinakasvua suurempaa kasvua.

Kannattavuustavoite

Yhtiö tavoittelee 12-13 % oikaistua EBITA-marginaalia ja se onkin noussut tasaisesti vuoden 2014 10 %:sta vuoden 2018 11,8 %:iin.

Kannattavuuden parannuksen taustalla on yhtiön jatkuvan parantamisen filosofia toiminnan kustannustehokkuuden ja kilpailukyvyyn varmistamiseksi. Myös koon kasvattaminen ja yrityskaupoista saatavat synergiat tukevat tätä kehitystä. Attendolta hankitun liiketoiminnan oikaistu EBITA-% oli vuonna 2017 7,5 % ja tavoitellut synergiat mukaan laskettuna noin 9,5 % ja siten selvästi muuta konsernia matalampi. Yhtiö kuitenkin piti keskipitkän ajan taloudelliset tavoitteensa ennallaan myös Attendo

Terveyspalveluiden hankinnan jälkeen, mikä viittaa siihen, että yhtiö näkee vielä merkittävää tehostamisen varaa operaatioissaan.

Pääomarakenne

Pääomarakenteen osalta yhtiö tavoittelee nettovelka/oikaistu käyttökate tasoa, joka on enintään 3x (2018: 3,8x). Yhtiön tavoitteet ovat lähellä muiden markkinatoimijoiden tavoitetasoja kuten Pihlajalinna (3x). Suurten yritysostojen tapahtuessa yhtiö voi hetkellisesti ylittää velkaantumistavoitteensa ja emme pidä tavoitetason ylittävää velkaantumisen kasvua ongelmana. Yhtiön kannattaakin käyttää velkavipua, sillä se saa vierasta pääomaa edullisesti. Ilman uusia yritysostoja arvioimme lukeman laskevan vuoden 2019 loppuun mennessä jo 2,8x tasolle (luku ei huomioi IFRS 16 muutoksia). Yhtiön vahva tase ja kasvanut käyttökate mahdollistavat liiketoiminnan kehittämisen ja kasvattamisen niin organisaation kuin yritysostojen kautta.

Voitonjako

Yhtiön osingonjakopolitiikassa on tavoite jakaa vähintään 30 % tilikauden voitosta omistajille (2018: 37 %). Osingonjakosuhteena 30 % on mielestämme realistinen taso nykyisellä kannattavuustasolla. Pääosan tuloksestaan yhtiö käyttää arvioimme mukaan kuitenkin edelleen yritysostojen rahoittamiseen.

Yrityskaupat osana strategiaa

Kilpailu parhaista kohteista on kireää

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. 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 taseeseen kertynyt liikearvo. Attendo terveystalouden ostosta yhtiölle kertyi liikearvoa 185,4 MEUR, Diacor-kaupasta 101,7 MEUR ja Porin Lääkäritalon hankinnassa 30,9 MEUR. Yhtiö on toteuttanut historiansa aikana yli 160 yritysostoa, mikä vahvistaa luottamustamme yhtiön tehokasta integraatiokykyä kohtaan ja synergiapotentiaalin arviointia ja toteutumista kohtaan myös Attendo-kaupan suhteen.

Attendo-kauppa

Attendo-järjestelyn velaton hinta (EV) oli 233 MEUR. Tämän päälle järjestelystä koitui 7 MEUR:n kertaluontoiset kulut, jotka kirjattiin Q4'18-tulokseen. Järjestelystä koituu vielä noin 5 MEUR:n integraatiokulut 2019 (capex + opex). Attendon 2018 käyttökate oli noin 20 MEUR ja

integroinnin arvioidaan tuovan 5 MEUR/v. kustannussynergiat. Kustannussynergiat syntyvät hankinnan volyymin kasvusta, parhaiden käytäntöjen jakamisesta, toiminnan harmonisoinnista ja operatiivisen tehokkuuden parantumisesta. Integraatio etenee siten, että suunterveyden ja työterveyden liiketoimintojen yhdistäminen on tarkoitus toteuttaa kevään 2019 aikana. Julkisen puolen liiketoimintojen yhdistyminen on suunniteltu toteutettavan H2'19 aikana. Kun kustannussynergiat ja integroinnin kulut huomioidaan laskee kaupan 2018 EV/EBITDA-kerroin kohtuullisemmalle noin 10x tasolle.

Kustannussynergioiden lisäksi järjestelyllä on myös strategisia synergioita. Yhtiön osaaminen ja markkina-asema kuntaulkoistuksissa nousee selvästi. Erityisesti palveluiden ristiinmyyntiä nykyisille ja uusille asiakkaille sekä hoitoketjun optimointia on mahdollista kehittää edelleen. Esimerkiksi Attendon perusterveydenhoidon asiakas voidaan ohjata sujuvasti Terveystalon erikoissairaanhoidon.

Yhtiö saa myös Attendon kautta uuden rekrytointikanavan nuoriin lääkäreihin. Attendon henkilöstöpalveluilla on palkkalistoillaan erityisesti nuoria yleislääkäreitä ja heidät on mahdollista pitää talon sisällä, kun heidän erikoistumisensa etenee. Järjestely pitää sisällään myös investointisynergioita, kun jatkossa yhtiöiden tarvitsee kehittää vain yhtä digitaalista järjestelmää ja esimerkiksi rinnakkaisia magneettikuvantamislaitteita ei tarvita.

Diacor ja Porin lääkäritalojen hankinnassa arvioidut synergiat toteutuivat

Yhtiön Diacor yritysosto toteutettiin Q1'17 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. Odotetut kustannussynergiat toteutuivat täysimääräisesti, joiden myötä kaupan kertoimet laskivat maltilliselle EV/EBITDA 7x tasolle.

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. Odotetut kustannussynergiat toteutuivat täysimääräisesti, joiden myötä kaupan kertoimet laskivat maltilliselle EV/EBITDA 8x tasolle.

Yhtiön toteuttamien yrityskauppojen mediaani kerroin edellisen 12 kk tulokselle on ollut 2015-maaliskuu 2017 välillä EV/EBITDA 11x ja kustannussynergioiden jälkeen 5x. Mediaani on ollut siten isoja kauppia selvästi alempi.

Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina 1/2

Terveystalo toimii Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoilla

Terveystalo toimii laaja-alaisesti Suomen terveydenhuollon markkinoilla.

Terveydenhuollon markkina käsittää niin perusterveydenhuollon, erikoissairaanhoidon, suun terveydenhuollon kuin työterveyshuollon palvelut.

Yhtiö tuottaa kuntien kokonaisulkoistusten myötä pienessä mittakaavassa myös sosiaalihuollon palveluita, mutta ensisijaisesti se pyrkii alihankkimaan ne kumppaneilta. Sosiaalihuollon markkina kattaa mm. vanhusten, mielenterveys- ja päihdeongelmaisten sekä vammaisten asumispalvelut, vanhusten ja vammaisten avopalvelut, lasten, nuorten ja perheiden palvelut sekä päivähoidon palvelut.

Suomen terveydenhuollon menot 20,5 miljardia euroa vuonna 2016

Terveyden ja hyvinvoinnin laitoksen (THL) tuoreimpien tilastojen mukaan vuonna 2016 Suomen terveydenhuoltomenot olivat 20,5 miljardia euroa*. Edelliseen vuoteen verrattuna terveydenhuollon menot pysyivät lähes ennallaan, kasvaen reaalisesti 0,1 %. Vuosien 2000-2016 aikana terveydenhuoltomenot ovat kasvaneet vuosittain keskimäärin 5,1 % (CAGR). Terveydenhuollon menot asukasta kohden ovat samaan aikaan kaksinkertaistuneet 1800 eurosta vuoden 2016 tasolle 3727 euroon.

Vuonna 2016 terveydenhuoltomenojen suhde bruttokansantuotteeseen oli 9,5 %, mikä oli 0,2

%-yksikköä vähemmän kuin vuotta aikaisemmin. Terveydenhuoltomenojen suhde BKT:hen on Suomessa 0,5 %-yksikköä OECD-maiden keskitasoa (9,0 %) korkeampi.

Terveydenhuoltomenot toiminnoittain

THL:n mukaan vuonna 2016 terveydenhuollon suurimmat menoerät koostuivat erikoissairaanhoidon (35,4 %), perusterveydenhuollon (16,5 %), ikääntyneiden ja vammaisten pitkäaikaishoidon eli laitoshoidon ja ympärivuorokautisen hoivan sisältävien asumispalvelujen sekä kotihoidon (18,8 %) ja avohoidon lääkkeiden sekä muiden lääkinnällisten kulutustavaroiden (12,5 %) menoista. Nämä muodostivat yli neljä viidesosaa vuoden 2016 terveydenhuoltomenoista.

Erikoissairaanhoidon (7,2 miljardia euroa) ja perusterveydenhuollon (3,4 miljardia euroa) menot muodostivat noin puolet vuoden 2016 terveydenhuoltomenoista. Erikoissairaanhoidon menot kasvoivat reaalisesti 1,4 % vuodesta 2015. Lääkkeiden ja muiden lääkinnällisten kulutustavaroiden menot (2,6 miljardia euroa) nousivat reaalisesti 5,0 %. Ikääntyneiden palveluiden osalta laitoshoidon menot jatkoivat laskuaan (-16,5 %), kun taas ikääntyneiden ympärivuorokautisen hoivan sisältävien asumispalvelujen menot kasvoivat (+5,1 %).

Terveydenhuoltomenojen rahoitus

THL:n tilastojen mukaan vuonna 2016 terveydenhuoltomenojen julkisen rahoituksen osuus oli 74,6 % (15,3 miljardia euroa) ja

yksityisen rahoituksen osuus 25,4 % (5,2 miljardia euroa). Julkisen rahoituksen osuus laski 0,5 %-yksikköä vuodesta 2015.

Kuntien rahoitusosuus terveydenhuoltomenoista oli vuonna 2016 edelleen suurin, 35,6 %, mikä oli 1,4 %-yksikköä edellisvuotta vähemmän. Vuonna 2016 valtion rahoittama osuus terveydenhuollon menoista oli 26,4 %. Kansaneläkelaitoksen (KELA) rahoitusosuus oli vuonna 2016 yhteensä 12,6 % eli 0,4 %-yksikköä vähemmän kuin vuotta aikaisemmin.

Vuonna 2016 kotitalouksien rahoittama osuus terveydenhuollosta oli 4,2 miljardia euroa, mikä vastaa 20,4 % terveydenhuollon kokonaismenoista. Tämä oli 0,6 %-yksikköä enemmän kuin vuotta aikaisemmin. Työnantajien rahoitusosuus terveydenhuollon kokonaismenoista oli 2,2 %. Avustuskassojen, yksityisten vakuutusten ja voittoa tavoittelemattomien yhteisöjen yhteenlaskettu rahoitusosuus terveydenhuoltomenoista oli 2,8 %.

*Lähde: THL, Terveydenhuollon menot ja rahoitus 2016 (päivitetty 10/2018)

Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina 2/2

Suomen terveydenhuollon kokonaiskustannukset

Edellä mainittu THL:n tilastoima käsite Suomen terveydenhuoltomenoista on hyvin laaja. Siihen sisältyy terveydenhuollon palveluiden lisäksi myös muita menoja, kuten lääkkeitä, hoitolaitteita, ambulanssimatkoja jne. Terveydenhuollon markkinat on määritelty selvästi suppeammin mm. Terveystalon listautumisesitteessä käytetyssä NHG:n raportissa, jossa on yhdistelty eri tahojen, kuten THL, Kela ja Tilastokeskus, tuottamaa julkista tilastotietoa.

NHG:n mukaan Suomen terveydenhuollon kokonaiskustannukset olivat noin 14,2 miljardia euroa vuonna 2016. Tämä luku käsittää perusterveydenhuollon, erikoissairaanhoidon, suun terveydenhuollon sekä työterveyshuollon palvelut.

Vuosien 2000-2016 aikana terveydenhuollon kokonaiskustannusten keskimääräinen kasvu (CAGR) oli 5,1 % vuodessa. Toimialan kasvuvauhti on ollut selvästi BKT:n kasvua nopeampaa ja kasvu on ollut tasaista huolimatta esimerkiksi ajanjaksolle osuneista laskusuhdanteista. Terveydenhuollon kustannukset henkilöä kohden ovat tarkastelujaksolla kaksinkertaistuneet, mikä on ollut pääasiallinen markkinakasvuun vaikuttanut tekijä.

Terveydenhuoltomarkkinoiden jakautuminen

Suomen terveydenhuoltomarkkinat jakautuvat julkisesti ja yksityisesti rahoitettuihin palveluihin. Julkisesti rahoitetut palvelut ovat lakisääteisiä, joita kunnat ovat velvollisia järjestämään ja tarjoamaan. Nämä palvelut koostuvat

perusterveydenhuollosta, julkisesta suunterveydenhuollosta ja erikoissairaanhoidosta.

Yksityisesti rahoitetut ja tuotetut palvelut koostuvat yksityisistä klinikoista, työterveyshuollosta ja yksityisesti rahoitettavista suunterveyden palveluista.

Terveydenhuoltomarkkinat voidaan jakaa kolmeen erilliseen osaan rahoituksen ja tarjottavien palveluiden tyyppin mukaan.

Julkisesti rahoitetut ja tuotetut palvelut, joiden arvo oli noin 10,9 miljardia euroa vuonna 2016 eli 77 % kokonaismarkkinasta.

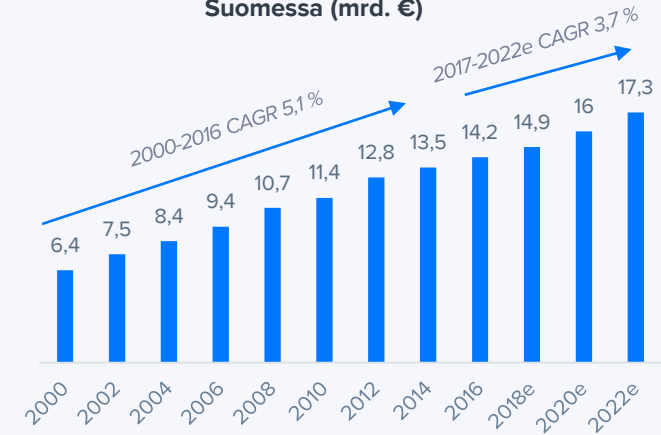
Yksityisesti rahoitetut ja tuotetut palvelut, joiden arvo oli noin 2,7 miljardia euroa vuonna 2016 eli 19 % kokonaismarkkinasta.

Julkisesti rahoitetut ja yksityisesti tuotetut palvelut, joiden arvo oli noin 0,6 miljardia euroa vuonna 2016 eli noin 4 % kokonaismarkkinasta.

Terveydenhuoltomarkkinoiden kasvun ajurit

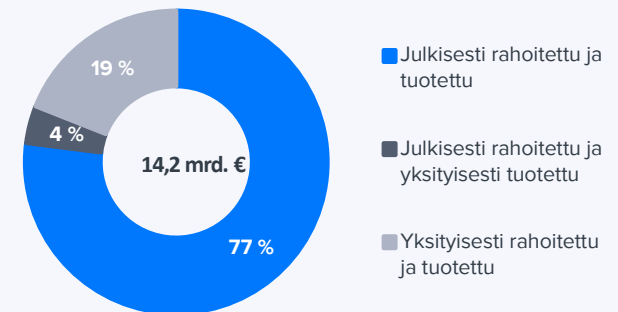
NHG ennustaa terveydenhuoltomarkkinoiden kasvavan vuosien 2017-2022 aikana noin 3,7 % vuosittain, joten kasvuvauhdin odotetaan hidastuvan hieman historialliselta tasoltaan. Markkinan suotuisia kasvuajureita ovat mm. ikääntyvä väestö, joka tarvitsee enemmän palveluita, elintasosairauksien kasvava määrä, vapaaehtoisten sairausvakuutuksien kasvu, terveys- ja hyvinvointitietoisuuden lisääntyminen, ennaltaehkäisevän hoidon kasvava rooli, kuntien heikentynyt taloustilanne, julkisen sektorin kasvava paine ulkoistaa palveluita yksityiselle sektorille ja terveysteknologian kehittyminen.

Terveydenhuollon kokonaiskustannukset Suomessa (mrd. €)



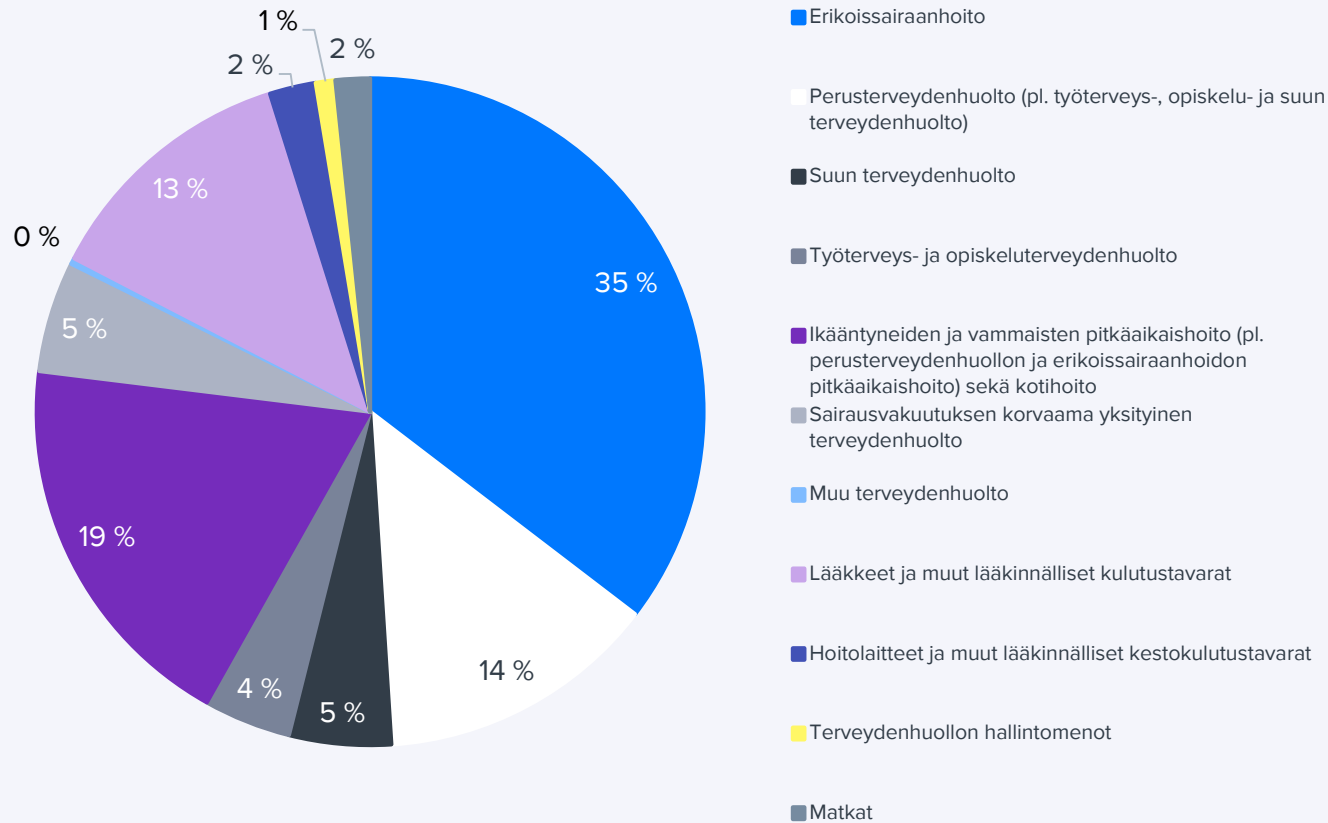
Lähde: NHG, Terveystalo Oyj sijoittajaesitys (2/2019)

Terveydenhuollon kokonaismarkkinoiden jakautuminen (2016)

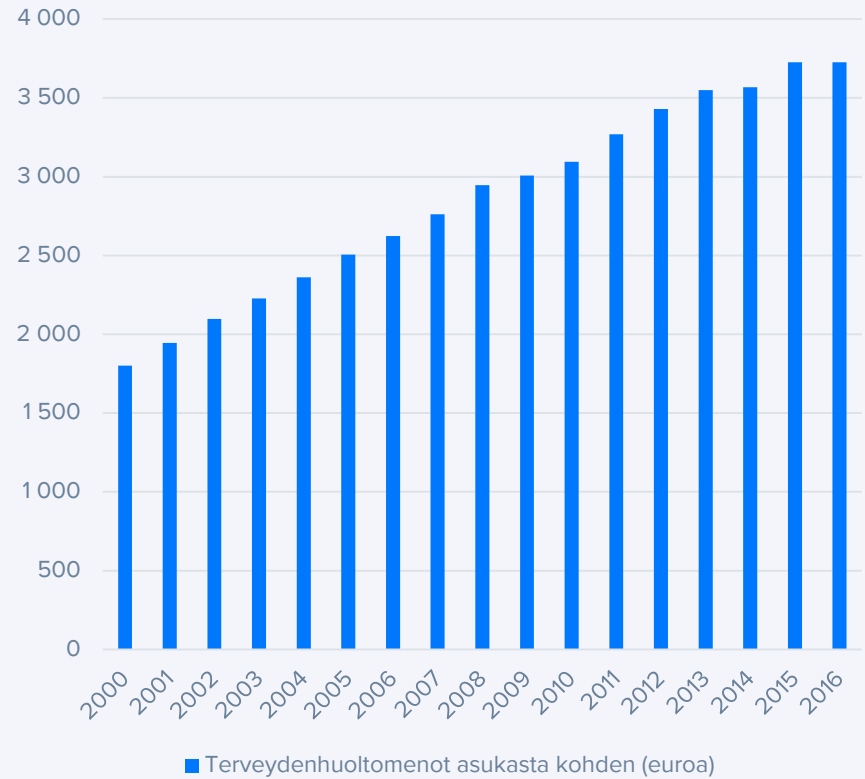
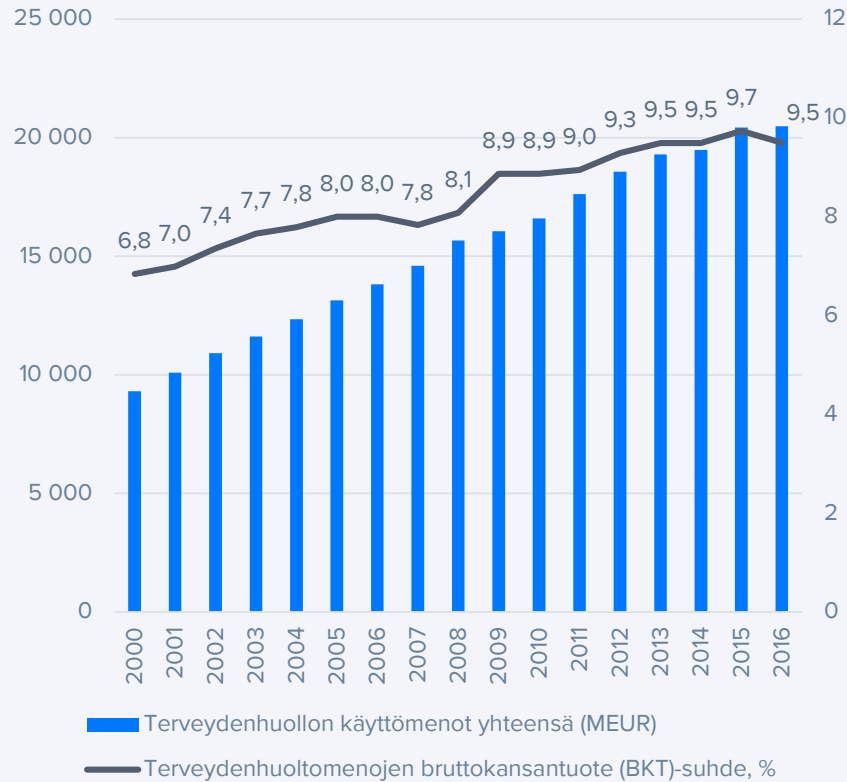


Lähde: NHG, Terveystalo Oyj listalleottoesitys

Suomen terveydenhuoltomenojen rakenne vuonna 2016 (20,5 mrd. euroa)



Suomen terveydenhuoltomenot (2000-2016)

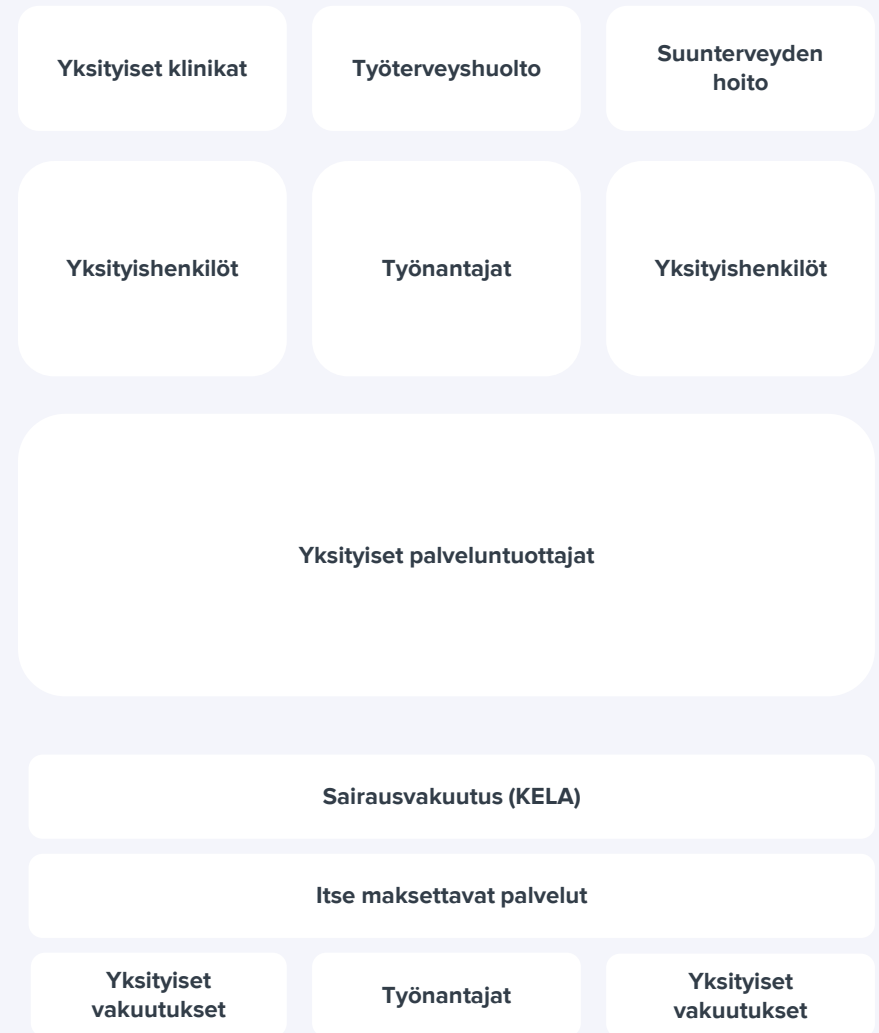


Suomen terveydenhuoltomarkkinoiden rakenne

Julkisesti rahoitetut terveyspalvelut



Yksityisesti rahoitetut terveyspalvelut



Suurimmat yksityiset sote-toimijat 2018 liikevaihdolla (MEUR) mitattuna



Terveystalo osti vuoden 2018 lopussa Attendo Suomen terveystalot (liikevaihto 235 MEUR). Näiden yhteenlaskettu pro forma-liikevaihto olisi ollut 976 MEUR.

Attendo Suomi liikevaihto sisältää vain jatkuvat hoiva-alan toiminnot (eli ilman myytyjä terveystalot).

Esperi Care liikevaihto on Inderesin arvio (2017: 213 MEUR). **Coronaria** liikevaihto on Inderesin arvio (2017: 168 MEUR).

Colosseum Dental Group liikevaihto on Inderesin arvio (Oral noin 100 MEUR ja Med Group (Onni) noin 25 MEUR).

Plusterveys liikevaihto on Inderesin arvio (2017: 115 MEUR).

Kilpailuympäristö 1/2

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 Suomen rajojen sisällä, eikä yhtiö ole käsityksemme mukaan lähivuosina laajentamassa toimintaa muihin maihin.

Yksityisten toimijoiden osuus kokonaismarkkinasta on vielä pieni

Terveydenhuolto on Suomessa vielä pääosin julkisesti tuotettua ja yksityisillä palvelutuottajilla on vain reilu 20 %:n osuus kokonaismarkkinasta. Suomessa on ollut pitkään suunnitteilla sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoiden uudistus ("sote-uudistus"), jonka on arvioitu merkittävästi vaikuttavan toimialan kilpailuympäristöön ja siihen tapaan, jolla julkisia sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluita tuotetaan ja rahoitetaan Suomessa.

Arviomme mukaan sote-uudistus voisi toteutuessaan parantaa yksityisten palvelutuottajien asemaa lisäämällä asiakkaiden mahdollisuutta valita oma palvelutuottajansa valinnanvapauslainsäädännön nojalla. Sote-uudistus kuitenkin kaatui maaliskuussa 2019 ja johti Suomen hallituksen eroon. Tällä hetkellä sote-uudistuksen etenemiseen ja toteutumiseen liittyy merkittävää epävarmuutta ja se nousee varmasti jälleen kevään 2019 vaalien jälkeen uuden hallituksen työstä.

Attendo-kauppa nostaa Terveystalon kärkeen

Terveystalo on vuoden 2018 luvuilla mitattuna Suomen 2. suurin toimija 745 MEUR:n liikevaihdolla (+8 %). Yksityishenkilöiden ja yritysten terveydenhuollon alueilla se on kuitenkin selkeä markkinajohtaja. Vuoden 2018 lopussa toteutetun Attendo Suomen terveystaloiden oston jälkeen Terveystalon pro forma-liikevaihto nousee jo 976 MEUR:oon. Terveystalo on selvästi verrokkejaan kannattavampi ja sen oikaistu EBITDA vuonna 2018 oli 14,6 % (2017: 13,4 %).

Suomen suurin toimija 2018 liikevaihdolla mitattuna on Mehiläinen: 916 MEUR (+21 %). Mehiläinen toimii laajalla palveluvalikoimalla terveydenhuollon (67 % liikevaihdosta) lisäksi myös vanhusten-, vammaisten-, mielenterveys- ja päihdehoidon puolella. Mehiläinen vaihtoi omistajaa vuonna 2018 noin 1,8 miljardin euron velattomalla arvolla ja yhtiön nykyisiin omistajiin kuuluvat mm. CVC Capital Partners, Varma, Ilmarinen, LähiTapiola ja Mehiläisen toimiva johto. Mehiläinen on Terveystalon ohella toinen hyvin kannattava toimija Suomen terveydenhuollon markkinalla ja sen oikaistu 2018 EBITDA oli 11,8 % (2017: 12,3 %). Viime vuonna, sillä oli 2,8 miljoonaa lääkärikäyntiä ja työterveyshuollettavia 390 000.

Pihlajalinna on liikevaihdolla mitattuna Suomen 3. suurin yksityinen sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluiden tarjoaja. Pihlajalinna toimii laajalla palveluvalikoimalla terveydenhuollon lisäksi kuntien kanssa muodostettujen yhteisyritysten kautta. Lisäksi yhtiöllä 9 omaa yksityistä hoivakotia ja 3 vastaanottokeskusta. Yhtiön liikevaihto vuonna

2018 oli 488 MEUR (+15 %). Pihlajalinnan oikaistu EBITDA oli 6,6 % (2017: 8,0 %).

Konsolidaatio on voimakasta

Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinat ovat 2000-luvulla keskittyneet yleisen rakennemuutoksen ja yritysostojen seurauksena isoihin konserneihin. Toimialaa ovat aktiivisesti konsolidoineet muutamat isot pelaajat, joita ovat terveydenhuoltomarkkinoilla esim. Terveystalo, Mehiläinen ja Pihlajalinna. Hoivapuolella markkinoiden konsolidaatiota ovat vieneet aktiivisesti eteenpäin esim. Attendo, Esperia Care ja Coronaria. Suunterveydenhuollossa mm. Oral ja Plusterveys. Muilta osin markkinat ovat vielä hajanaiset ja tarjoavat hyvät edellytykset edelleen jatkuvalla konsolidaatiolla.

Terveystalo, Mehiläinen ja Pihlajalinna ovat konsolidaation seurauksena ainoat toimijat Suomessa, joilla on tarjota (lähes) koko maan kattava toimipisteverkosto. Pihlajalinna kasvatti verkostoaan selvästi vuoden 2018 aikana, mutta on vielä kahta isointa kilpailijaa jäljessä. Terveystalo kohtaa Mehiläisen ja Pihlajalinnan lisäksi kilpailua sekä alueellisesti vahvoilta toimijoilta (mm. Aava pääkaupunkiseudulla) tai eri palvelualueilla (esim. Oral ja PlusTerveys suunterveydenhoidon alalla). Leikkaustoiminnassa nopeasti viime vuosina kapasiteettiaan kasvattanut Pohjola Sairaala on myös onnistunut viemään Terveystalolta asiakkaita niissä viidessä isossa kaupungissa, joihin se on sairaalan rakentanut. Hoivapalveluissa vahvoja toimijoita ovat mm. Attendo, Esperia Care ja Coronaria.

Kilpailuympäristö 2/2

Keskittymisestä mittakaavahyötyjä

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 toimintojen kustannustehokkuutta ja tuovat siten kilpailuetuja pienempiin toimijoihin nähden. Tämä edelleen auttaa suuria yhtiöitä voittamaan lisää asiakkuuksia, mikä ruokkii positiivista kasvukierrettä. Laaja palveluvalikoima ja -verkosto toimivat myös kilpailuetuina, kun yhtiöt kilpailevat julkisen sektorin ulkoistussopimuksista tai solmivat yhteistyösopimuksia vakuutusyhtiöiden kanssa, joilla on keskeinen asema potilasohjauksessa.

Alan keskittymisestä puhuttaessa pitää kuitenkin huomioida, että sosiaali- ja terveydenhuollon kokonaismarkkinat ovat edelleen vahvasti julkisen sektorin hallinnassa ja tämä huomioiden yksityisten palvelutuottajien kasvumahdollisuudet ovat suuret. Yksityisesti tuotettujen palveluiden osuus koko terveydenhuoltomarkkinasta on vain reilu 20 %.

Yrityskaupat ovat olennainen osa toimialaa

Yrityskaupat ovat olennainen osa sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoiden toimintaa. Tällä alalla yhtiöiden kasvu tapahtuu pitkälti yrityskauppojen kautta, sillä uusien keskusten rakentaminen johtaa nopeasti ylikapasiteettiin, millä on vaikutusta kaikkien alueen toimijoiden

kannattavuuteen ja uusien keskusten kääntäminen kannattavaksi voi kestää kauan.

Yrityskaupat voidaan jakaa strategisesti kahteen tyyppiin: 1) nykyistä liiketoimintaa täydentävät yrityskaupat ja 2) liiketoiminnan laajentamiseen tähtäävät yrityskaupat. Tarkoituksena on siis joko laajentaa maantieteellistä verkostoa tai palvelutarjontaa, jotta asiakkaita pystytään palvelemaan paremmin.

Terveystalo on tehnyt vuodesta 2001 lähtien yli 160 yritysostoa. Tämä tarkoittaa noin 10 yrityskauppaa per vuosi. terveystalo on ollut erityisen aktiivinen pienten noin 0-5 MEUR liikevaihtoa tekevien lääkärikeskusten tai hammasklinikoiden ostoissa, mutta yhtiö on tehnyt viime vuosina myös hyvin suuria yrityskauppoja. terveystalon suurempia yrityskauppoja on käsitelty tarkemmin sivulla 21.

Mehiläinen on myös erittäin aktiivinen pienten yrityskauppojen markkinoille. Mehiläisen suurimmat kaupat olivat 2014 Mediverkko (liikevaihto 110 MEUR) , vuonna 2016 Mainio Vire (liikevaihto 87 MEUR) ja vuonna 2017 Neo Terveys (liikevaihto 16 MEUR). Sekä Mehiläinen että terveystalo ovat muutaman vuoden aikana kaksinkertaistaneet liikevaihtonsa lähes 1,0 miljardin euron luokkaan yritysostoilla.

Pihlajalinna on tehnyt perustamisestaan lähtien kymmeniä yrityskauppoja. Yhtiö tekee jatkuvasti pieniä yrityskauppoja (liikevaihto 1-5 MEUR), mutta historiasta löytyy myös merkittävän kokoisia kauppoja. Pihlajalinnan suurimpia kauppoja olivat vuonna 2012 ostettu Dextra Oy (liikevaihto 28 MEUR), jonka avulla yhtiö laajentui

valtakunnalliseksi vahvaksi lääkärikeskusten ja erikoissairaanhoidon brändiksi. Dextra-brändi on sittemmin muutettu Pihlajalinnaksi. Vuonna 2015 ostettu Tampereen Lääkärikeskus Oy/ Koskiklinikka (liikevaihto 15 MEUR) vahvisti edelleen Pihlajalinnan lääkärikeskusten ja sairaaloiden peittoa. Vuonna 2018 ostettu Forever-liikuntakeskusketju laajensi toimintaa ennaltaehkäisevään kuntosalitoimintaan ja antaa yhtiölle mahdollisuuksia laajentua uusille toimipaikoille ja työterveyshuoltoon.

Konsolidaation voidaan olettaa jatkuvan

Asiakastiedon rekisterin mukaan pelkästään terveydenhuollon markkinoilla on Suomessa edelleen noin 600 yritystä, joiden liikevaihto on välillä 0,4-10 MEUR. Alalla on siten edelleen runsaasti pieniä alueellisia toimijoita tarjolla ostokohteiksi. Arvioimme suurten konsernien jatkavan edelleen markkinoita nopeampaa kasvua, joka nojaa osittain niiden tekemiin lukuisiin palveluvalikoimaa tai maantieteellistä verkostoa täydentäviin yritysostoihin. Tällä hetkellä näyttää siltä, että vain terveystalo ja Mehiläinen ovat liian isoja suupaloja muille Suomen markkinoilla jo valmiiksi toimiville sote-yhtiöille. Kaikki muut toimijat ovat periaatteessa potentiaalisia ostokohteita.

Kilpailuympäristö

Terveydenhuollon keskukset

	Sairaalat	Lääkäriasemat	Hammas- klinikat	Työterveyshuollon pisteet
 Pihlajalinna	11	55	24	75
 MEHILÄINEN	11	58	32	75
<u>Terveystalo</u>	18	161	18	161
Attendo 		28	24	15
 Esperi				12
 Aava	2	19		7
 Coronaria	2	4	7	7
 Pohjola Sairaala	5	5	1	5

Sosiaalihuollon keskukset

Vanhukset	Vammaiset	Lapset	Mielenterveys
36	15	1	1
84	28	86	61
245	46	6	92
153	46		58
9			
31	18		19

Attendo Suomen terveystalot ovat vuoden 2019 alusta lähtien osa Terveystaloa

Sote-uudistus

Uudistuksen tarve

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 toimintatappoja. Kunnat ovat vastuussa sote-palveluiden järjestämisestä asukkailleen ja niiden menoista yli puolet kuluu sote-menoihin. Vuoden 2018 taloustietojen mukaan Suomen kunnista 2/3 teki negatiivisen tuloksen. Kasvat sote-menot ja heikko talustilanne pakottavat järjeistämään toimintoja.

Uudistuksen tavoitteet

Uudistuksen tavoitteena on ottaa käyttöön tehokkaimmat ja vaikuttavimmat toimintatavat, jotta erot hyvinvoinnissa ja terveydessä vähenevät ja sote-palveluita saadaan jatkossa nykyistä yhdenvertaisemmin. Uudistuksella on tarkoitus kuroa umpeen iso osa julkisen talouden kestävyysvajeesta ja siitä on odotettu 3 miljardin euron "säästöjä" 2029 mennessä. Sote-uudistuksen yhteyteen kaavailussa maakuntauudistuksessa oli tarkoitus siirtää sote-palveluiden järjestämisvastuu noin 300 kunnalta 18 maakunnalle. Vastuun siirtämistä maakunnille perusteltiin sillä, että suurilla maakunnilla olisi taloudellisesti parempi kantokyky. Yksi sote-uudistuksen keskeisin kohta yksityisten palveluntuottajien kannalta on ollut myös valinnanvapaus, joka tarkoittaa sitä, että asiakas voisi valita nykyistä laajemmin mistä se hankkii

sote-palvelut. Valinnanvapauden piiriin kuuluvissa palveluissa voisi valita joko julkisen sektorin, yksityisen yrityksen tai järjestön, ja kaikissa maksu olisi sama. Tavoitteena on lisätä asiakkaan vaikutusmahdollisuuksia, nopeuttaa palveluun pääsyä ja parantaa palvelujen laatua. Jos valinnanvapaus lisääntyy, oletus on, että yksityiset yritykset alkavat tuottaa yhä enemmän julkisilla varoilla tuotettavia sote-palveluja. Aluksi nämä palvelut liittyisivät etenkin perusterveydenhuoltoon ja hoivapalveluihin.

Tämän lisäksi yksityiselle sektorille avautuisi todennäköisesti mahdollisuuksia täydentää julkisen sektorin palveluntarjontaa etenkin perustason erikoissairaanhoidossa ja kiireettömässä erikoissairaanhoidossa, kun väestö ikääntyy ja julkinen sektori karsii erikoissairaanhoidon aiempaa harvempiin yksiköihin.

Tulevaisuus on iso kysymysmerkki

Sote-uudistuksen muoto ja aikataulu ovat jatkuvasti venyneet, eikä kaikkia puolueita ja perustuslakivaliokuntaa tyydyttävää ratkaisua ole vielä löytynyt. Kuntien talustilanne on samaan aikaan muuttunut entistä heikommaksi ja uudistukselle on jatkuvasti suurempi tarve. Juha Sipilän hallitus nimesi sote-uudistuksen merkittävimäksi hankkeekseen, mutta se kaatui 8.3.2019 ja johti hallituksen eroon. Sote-uudistus törmäsi neljä vuotta sitten perustuslakivaliokunnan lausuntoon ja jälleen tällä kertaa perustuslain tulkinnasta nousseet esteet nousivat viime metreillä uudistuksen tielle.

Sote-uudistuksen piti viimeisten suunnitelmien

mukaan astua voimaan vuonna 2021 ja valinnanvapauden tuli alkaa lisääntyä tämän jälkeen vaiheittain. Uudistuksen tulevaisuudesta ei tällä hetkellä ole mitään tietoa ja uusi hallitus joutuu todennäköisesti aloittamaan valmistelun jälleen kerran siitä mihin viimeksi jäätin. Aikaisempien arvioiden mukaan yksityisille tuottajille tarjolla oleva markkina voisi karkeasti yli kaksinkertaistua sote uudistuksen myötä (Sosiaali- ja terveysministeriö), mutta, koska tällä hetkellä sisältö on hämärän peitossa eivät nämä arviot enää päde.

Sote-uudistuksen kompurointi ja poliittinen epävarmuus kasvattavat toimialariskiä

Terveydenhuollon ja muiden toimialan yhtiöiden kasvunäkymät ovat osittain linkitetty siihen, mikä yksityisten palveluntuottajien rooli tulee jatkossa olemaan ja kuinka laajasti ne otetaan mukaan osaksi uudistunutta sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinaa. Tämä on yksi suurimmista toimialaan liittyvistä riskeistä, sillä epävarmat näkymät vaikeuttavat yhtiöiden omien suunnitelmien laatimista ja nostavat riskiprofiilia pääomamarkkinoilla. Monet yksityiset palveluntuottajat kuten Terveydenhuolto ovat todenneet, että heidän tulevaisuutensa ei riipu sotesta ja kannattavaa kasvua on mahdollista saada aikaan sotella tai ilman. Soten kaatuminen voi johtaa myös siihen, että talousvaikeuksissa olevat kunnat aktivoituvat jälleen etsimään uusia ratkaisuja sote-menojen hillitsemiseksi yksityisten palveluntuottajien kanssa, mikä saattaa poikia uusia kilpailutuksia.

Terveystalon keskeiset riskit

Kilpailun kiristyminen ja työvoiman saatavuus

Yhtiön kilpailutilanne erityisesti yksityisasiakkaissa kiristyi viime vuonna. Kehitys johtui kilpailijoiden rakentamasta uudesta lääkärikeskus- ja sairaalapasiteetista erityisesti suurissa kaupungeissa (Turku, Pori, Oulu). Tämä näkyi 2018 yksityisasiakkaiden määrän lievänä laskuna. Yhtiön suuri koko ja vakiintuneet asiakassuhteet alentavat kilpailupaineen kiristymisen riskiä. Myös korkea suhteellinen kannattavuus kilpailijoihin nähden laskee toimintaympäristön kehitykseen liittyviä riskejä.

Yhtiön kilpailukyky linkittyy myös kykyyn hankkia ja pitää palveluksessa ammattitaitoista työvoimaa, jolla on monipuolista osaamista. Lääkärit ovat Terveystalon liiketoiminnan tärkein tuotannon tekijä ja niiden määrä on markkinalla rajoitettu. Yhtiön pitääkin onnistua säilyttämään houkuttelevuutensa lääkärien parissa. Suomen markkinalla lääkärien kokonaismäärä on noin 24 000 ja se kasvaa vuosittain noin 2 %.

Vakuutusyhtiöohjauksen vahvistuminen

Markkinoilla on viime vuosina nähty joidenkin toimijoiden yhteistyön tiivistymistä esimerkiksi omistussuhteiden kautta (mm. Lähi-Tapiola ja Mehiläinen). Arviomme mukaan tämä on näkynyt Terveystalon leikkauspalveluiden volyymissa negatiivisesti. Tämän kaltaisen kehityksen voimistumisella voisi olla negatiivinen vaikutus Terveystalon liiketoimintaan. Tehokas toimintamalli ja laaja verkosto tekevät yhtiöstä houkuttelevan kumppanin vakuutusyhtiöille, mikä laskee riskiä.

Poliittiset riskit ja sote-uudistus

Sote-uudistuksen toteutusaikatauluun ja yksityisille palveluntuottajille tarjolla oleviin liiketoimintaehtoihin liittyy merkittävää epävarmuutta johtuen poliittisten päätösten ailahtelusta.

Yrityskaupoissa onnistuminen

Yrityskaupoissa riskit liittyvät erityisesti ylihinnan maksamiseen sekä integroinnissa onnistumiseen, kulttuurien yhteensovittamiseen ja ennakoitujen synergioiden toteutumiseen. Yritysostojen yhteydessä omistajavaihdos johtaa usein myös joidenkin asiakkaiden ja henkilöstön vaihtuvuuteen, mutta yhtiö pyrkii ottamaan tämän huomioon laskiessaan hankintojen synergiapotentialia. Järjestelmällinen kohteiden valinta, oikean arvostuksen sekä tehokkaan integraation varmistaminen ja ostokohteen strateginen yhteensopivuus ovat yhtiön työkaluja pienentää yrityskauppoihin liittyviä riskejä.

Taloustilanteen heikentyminen

Yksityishenkilöille tarjottavien terveystalouden palveluiden kysyntä riippuu kotitalouksien ostovoimasta ja terveystalouden yksityisen kulutuksen kasvusta. Taantumassa työllisten määrä tyypillisesti laskee ja yritykset voivat myös supistaa työntekijöilleen tarjoamiaan eilakisääteisiä työterveyden terveystalouden palvelujaan. Myös julkisen talouden heikentyminen voi pienentää julkisen sektorin rahoitusta yksityiselle terveydenhuollolle ja siten välillisesti heikentää palveluiden kysyntää. Julkinen sektori voi myös

ulkoistuksissa joutua keskittymään enemmän hintaan kuin palvelujen laatuun hankintasopimuksia hyväksyessään, millä voisi olla negatiivinen vaikutus yhtiön asemaan kilpailutuksissa. Viimeaikainen Hoivakohu kuitenkin ei tue tätä kehitystä, sillä palvelujen laatu on nostettu esiin tärkeänä kriteerinä.

Maineriski

Yhtiö työskentelee terveydenhuoltoalalla ja media tarttuu helposti aiheisiin, jos yhtiön toiminnassa havaitaan puutteita ja tällä voisi olla haitallisia vaikutuksia yhtiön brändiin. Yhtiön riski on mielestämme markkinan keskiarvoa alempi, sen kattavista laadun johtamisen työkaluista johtuen.

Taseen korkea liikearvo

Terveystalon taseen huomattavin omaisuus on liikearvo, sillä sen suuruus oli 768,7 MEUR vastaten 150 % yhtiön omasta pääomasta. Nykyisillä ennusteillamme emme odota liikearvoon jouduttavan tehtävän alaskirjauksia, sillä yhtiön vuosikertomuksessa esitetyissä parametreissa on selvää turvamarginaalia. Suomen taloustilanteen selvä heikentyminen voisi toteutuessaan kuitenkin johtaa myös liikearvon alaskirjauksiin.

Tietojärjestelmät

Yhtiö on riippuvainen keskeisistä tietojärjestelmistään ja häiriöt järjestelmissä voivat aiheuttaa merkittävän keskeytyksen sen liiketoiminnassa.

Ennusteet 1/3

Attendo-yrityskaupan ja IFRS 16 vaikutukset

Terveystalon vuoden 2019 teemana on Attendo-yrityksoston integrointi muihin operaatioihin ja tästä syntyvät kustannussynergiat. Attendo Terveyspalveluiden oikaistu EBITA-marginaali (7,5 %) on selvästi Terveystalon marginaalia (11,8 %) matalampi, mikä laskee Terveystalon suhteellista kannattavuutta lyhyellä aikavälillä. Samalla EBITA-marginaalin kausivaihtelut tasaantuvat. Järjestelyn kustannussynergioiden esiintulo kokonaisuudessaan tapahtuu noin 12 kk aikajänteellä ja ne nostavat Attendon operaatioiden EBITA-marginaalin 9,5 %:iin. Investointi- ja poistotarpeiltaan Attendolta siirtyvä liiketoiminta on hyvin matalaa. Yrityksostoon liittyvät merkittävät PPA-poistot rasittavat kuitenkin Terveystalon liikevoittoa ja osakekohtaista tulosta lähivuosina. Tästä syystä seuraamme ennusteissamme myös oikaistua EBITA-%, liikevoiton ja osakekohtaisen tuloksen ohella.

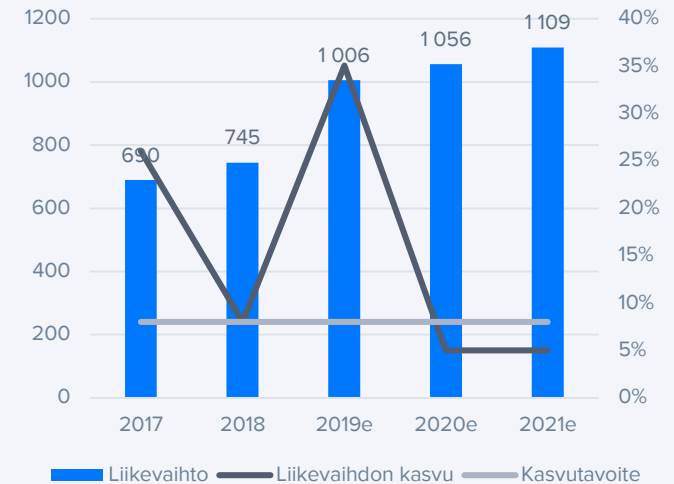
Huomautamme sijoittajille, että olemme myös tehneet IFRS-16 tilinpäätösstandardinmuutokset ennusteisiimme ja taseeseen vuodesta 2019 alkaen (historialliset luvut eivät huomioi muutoksia). Niiden seurauksena yhtiön käyttökate nousee vertailukauteen 2018 verrattuna noin 40 MEUR/v, liikevoitto nousee 1,2 MEUR/v ja osakekohtainen tulos laskee noin 1,5 sentillä. Taseen puolella yhtiön varat ja velat nousevat viimeisimmän arvion mukaan 202,5 MEUR.

Markkinan ylikapasiteetin sulattelu vaikuttaa vielä 2019 orgaaniseen kasvuun

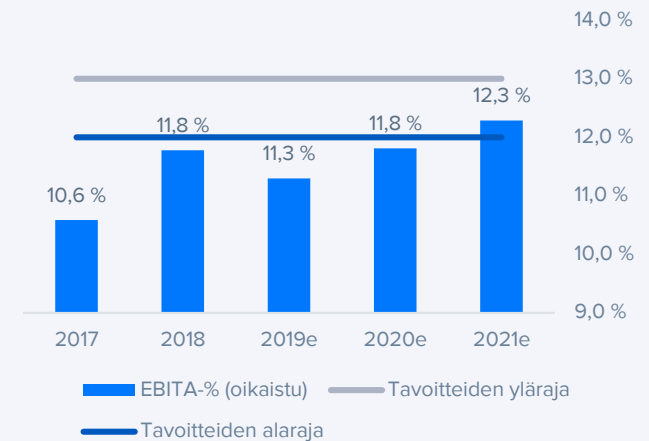
Odotamme yhtiön orgaanisen kasvun olevan vuonna 2019 edelleen kohtuullisen hidasta (noin 2 %), kun markkinoilla lisääntynyt lääkärikeskuskapasiteetti pitää kilpailun kireänä lääkäreistä ja asiakkaista yksityisellä puolella. Yhtiö on käsityksemme mukaan onnistunut osin taklaamaan lääkäripulaa ohjaamalla osan potilaistaan suoraan esimerkiksi hoitajille tai fysioterapeuteille. Tämä laskee huoltamme ylikapasiteetin vaikutuksista, sillä käsityksemme mukaan yhtiön kysyntä on pysynyt hyvällä tasolla. Attendo-yrityksosto sekä myös yhtiön uudet hyvinvointiliiketoimintaan kohdistuneet yrityskaupat tukevat kasvua voimakkaasti 2019. Odotamme liikevaihdon kasvavan kokonaisuutena 1006 MEUR:oon (+35 %).

Liikevaihtoennusteisiimme merkittävää epävarmuutta luo julkisen puolen kysynnän purkautumisen aikataulu ja Sote-uudistuksen siirtyminen uuden hallituksen pöydälle. Selvää on, että Sote-uudistuksen viivästyminen on heikentänyt monien kuntien taloustilannetta ja uskomme maaliskuussa 2019 kaatuneen sote-uudistuksen aiheuttavan ulkoistusmarkkinoille taas liikettä. Isojen ulkoistusten voittaminen voi tuoda nopeaakin orgaanista kasvupyrähdystä Terveystalolle. Käsityksemme mukaan ainakin Savonlinnan sairaala on keväällä tulossa julkisen kilpailutukseen ja sopimuksen arvo on vuositasolla noin 50 MEUR.

Liikevaihdon kasvu



Kannattavuus



Ennusteet 2/3

Vuonna 2019 Terveystalon oikaistu EBITA kasvaa ennusteessamme 113,6 MEUR:oon (2018: 87,7 MEUR). Vanhat operaatiot parantavat marginaaliaan 0,5 %, mutta kokonaisuutena suhteellinen kannattavuus laskee Attendolta hankittujen toimintojen alemmista marginaaleista johtuen. 2019 oikaistu EBITA-% laskee ennusteissamme 11,3 %:iin (2018: 11,8 %). Yhtiöllä oli PPA-poistoja viime vuonna 15 MEUR ja arvioimme tämän luvun kasvavan Attendo-kaupan myötä 23,5 MEUR:oon. Viime vuonna kertaerät (7,9 MEUR) tukivat liikevoittoa ja tänä vuonna integraatio rasittaa sitä (arviomme -3 MEUR). Vuoden 2019 liikevoitto kasvaa ennusteissamme 80,6 MEUR:oon (2018: 75,4 MEUR).

Alemmilla riveillä kasvaneen nettovelan sekä IFRS-16 tuomien muutosten myötä (vaikutus +3,6 MEUR) rahoituskulut nousevat 15,6 MEUR:oon (2018: 9,2 MEUR). Yhtiö on aiempina vuosina kyennyt hyödyntämään verovähennyskelpoisia tappioitaan, mikä on tukenut osakekohtaista tulosta. Niiden määrä oli vuoden 2018 lopussa enää 11,4 MEUR ja ne käytetään ennusteessamme loppuun Q1'19. Myöskään PPA-poistot eivät ole verovähennyskelpoisia, mikä nostaa vuonna 2019 veroasteen arviomme mukaan 23 %:iin (2018: -0,8 %). Näiden seurauksena osakekohtainen tulos (oik.) laskee ennusteessamme 0,41 euroon (2018: 0,48 euroa).

Ennusteet 2020-2021

Arvioimme liikevaihdon jatkavan 5 %:n kasvua markkinakasvun tukemana vuosina 2020-2021.

Yhtiö jatkaa lähivuosina myös yritystovetoista strategiaansa. Huomautamme sijoittajille, että mallinamme ennusteissamme myös pieniä täydentäviä yritystovetoja, joita yhtiö toteuttaa arviomme mukaan myös jatkossa pitkin vuotta. Niiden vaikutus kasvuun on noin 1-2 % ja lisäksi ne lisäävät yhtiön investointeja noin 10 MEUR/v.

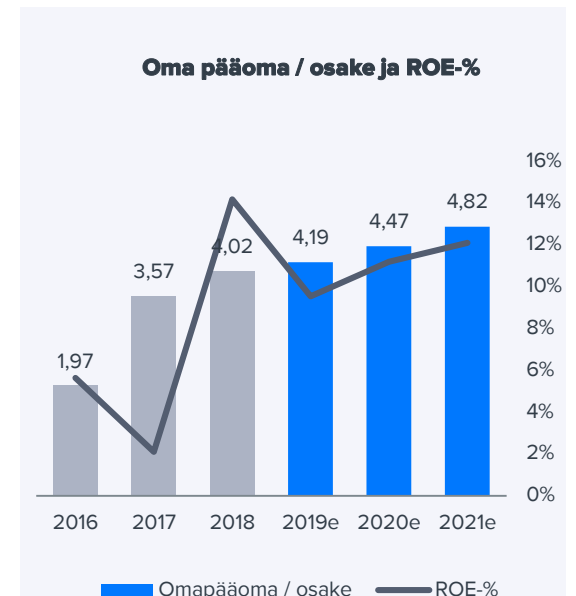
Yhtiön oikaistu EBITA-marginaali nousee ennusteessamme 11,8 %:iin vuonna 2020 ja vuonna 2021 yhtiö ylittää ensimmäistä kertaa oikaistun EBITA-% tavoitteeseensa (12-13 %) 12,3 % marginaalilla. Yhtiön PPA-poistot pysyvät edelleen korkeana (24 MEUR), mutta liikevoitto nousee 94,4 MEUR:oon (2020) ja 105,8 MEUR:oon (2021). Yhtiön asteittainen kannattavuuden parantuminen tapahtuu tehokkuuden jatkuvan parantamisen sekä kasvavan koon myötä, mikä johtaa kulujen skaalautumiseen. Luottamustamme yhtiön kannattavuusparannusta kohtaan vahvistaa yhtiön suhteellisen marginaalin parantuminen läpi sen pörssiainepaleen jokaisella kvartaalilla.

Ennusteissamme rahoituskulut laskevat asteittain velkaantumisen laskun myötä, mutta veroaste pysyy noin 23 %:in tasolla johtuen PPA-poistojen korkeasta määrästä. Osakekohtainen tulos nousee ennusteissamme 0,48 euroon (2020) ja 0,56 euroon (2021). Oikaistu osakekohtainen tuloskasvu on aikavälillä 2020-2021 noin 17 % vuodessa (CAGR-%), kun pohjaluvuksi otetaan vuoden 2019 osakekohtainen tulos (0,41 euroa).

ROE-% kohoaa asteittain

Yhtiön oman pääoman tuotto kohoaa asteittain ennustamamme suhteellisen kannattavuuden

nousun myötä. Absoluuttisesti ROE 10-12 % ei ole järin korkea palveluyhtiölle, jonka kilpailuedut ovat korkeat. Tämä johtuu pääasiassa yritystovetoisen kasvun suhteellisesta pääomaintensiivisyydestä ja tästä johtuen taseeseen kertyneestä korkeasta liikearvosta (150 % omasta pääomasta) ja aineettomista oikeuksista. Huomautamme myös sijoittajille, että mikäli kuntaulkoistusten markkina aukeaa odottamaamme nopeammin, myös ROE-% alkaa kohota jyrkemmin, sillä kuntaulkoistuksissa pääomaa sitoutuu hyvin vähän investointeihin. Niissä tyypillisesti suhteellinen kannattavuus on kuitenkin aluksi matala ja se kohoaa operaatioiden haltuunotto edistymisen myötä, kun tehostamispotentiaalit tunnistetaan.



Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Sote-ratkaisun toteutustapa on arviomme mukaan pidemmällä aikavälillä tärkein yksittäinen tekijä, joka määrittää yksityisten toimijoiden kasvua. Odotamme yhtiön kasvun jatkuvan 2022-2027 noin 4 %, sillä väestö ikääntyy ja erityisesti kuntien kustannuspaineet tukevat kasvua. Vuoden 2028 terminaalisissa odotamme kasvun jäävän 2 %:iin. Yhtiön liikevoittomarginaali nousee terminaali- ennusteissamme noin 11,0 %:iin, sillä tässä vaiheessa emme odota PPA-poistojen enää merkittävästi rasittavan liikevoittoa. Liikevoitto jää kuitenkin hieman alle yhtiön taloudellisten tavoitteiden, sillä tässä vaiheessa odotamme myyntimixin painottuneen nykyistä enemmän julkisella rahalla tuotettuihin palveluihin sekä ennaltaehkäiseviin palveluihin, joiden kannattavuus on arviomme mukaan hieman matalampi.

Emme odota merkittävien uusien pelureiden etabloituvan Suomen markkinalle tulevina vuosina, sillä asiakas- ja lääkäriverkostojen ylösajaminen on hyvin kallista ja hankalaa uusille toimijoille. Esim. Pohjola Sairaala toimii tästä hyvänä esimerkkinä. Vuonna 2018 Pohjola Sairaallalle kertyi 73 MEUR liikevaihdolla 11,7 MEUR liiketappio, vaikka yhtiöllä oli jo valmis vakuutusasiakkaiden portfolio, jonka päälle rakentaa liiketoimintaansa.

Osinkoennusteet

Odotamme Terveystalon jakavan 0,20 euron osinkoa tilikausilta 2019-2020 ja 0,21 euroa vuonna 2021. Yhtiö todennäköisesti käyttää enemmistön tulorahoituksestaan kohonneen

velkansa sulatteluun ja pieniin yritysostoihin, mistä syystä olemme pitäneet lähivuosien ennusteemme osingonjakosuhteesta suhteellisen matalalla 40-50 %:n tasolla. Odotamme kuitenkin, että yhtiö ei laske osinkonsa absoluuttista tasoa. Ennusteemme on kuitenkin selvästi yhtiön taloudellisten tavoitteiden minimin yläpuolella ja niiden toteutumiseen liittyy siten enemmän epävarmuutta.

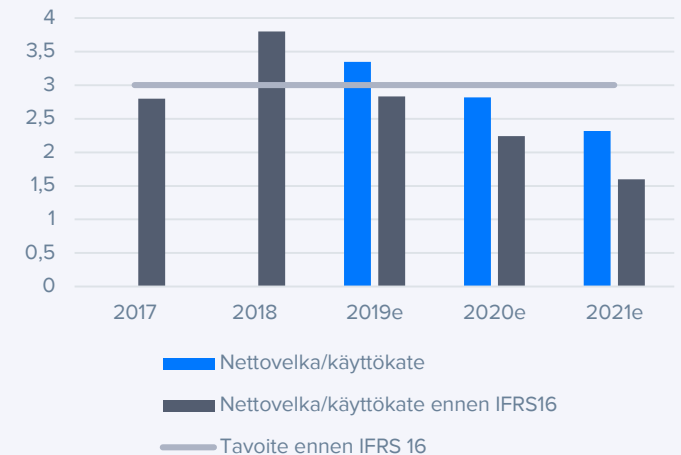
Taseen velkaantuminen laskee nopeasti, jos isoja yritysostoja ei toteuteta

Emme ole ottaneet mahdollisista suuremmista yritysostoista tulevaa liikevaihtoa huomioon ennusteissamme, koska niiden ajoitusta, kokoluokkaa jne. on mahdotonta arvioida. Taseen velkaantuminen laskeekin ennusteissamme nopeasti alle yhtiön tavoitetason ja vuoden 2019 lopussa nettovelka/käyttökate on jo 2,8x. Huomautamme sijoittajille, että IFS 16 maailmassa sama luku on kuitenkin noin 3,3x ja on mahdollista, että yhtiö tekee tähän tavoitteeseen päivityksen uuden tilinpäätösstandardin myötä.

Voitonjako



Velkaantuneisuus



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	690	198	189	160	198	745	263	255	223	265	1006	1056	1109	1153
Terveystalo	690	198	189	160	198	745	263	255	223	265	1006	1056	1109	1153
Käyttökate	68,2	30,2	32,2	27,6	26,5	117	46,2	40,0	35,9	48,8	171	186	197	206
Poistot ja arvonalennukset	-40,0	-10,2	-10,2	-10,3	-10,4	-41,1	-22,6	-22,6	-22,6	-22,6	-90,4	-91,9	-91,4	-87,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	52,5	20,0	22,0	17,3	8,2	67,5	24,6	18,4	14,3	26,2	83,6	94,4	106	118
Liikevoitto	28,2	20,0	22,0	17,3	16,1	75,4	23,6	17,4	13,3	26,2	80,6	94,4	106	118
Terveystalo	28,2	20,0	22,0	17,3	16,1	75,4	23,6	17,4	13,3	26,2	80,6	94,4	106	118
Nettorahoituskulut	-24,1	-2,3	-2,8	-1,9	-2,2	-9,2	-3,9	-3,9	-3,9	-3,9	-15,6	-13,9	-12,5	-10,9
Tulos ennen veroja	3,9	17,7	19,4	17,1	13,9	68,1	19,7	13,5	9,4	22,3	65,0	80,5	93,4	107
Verot	3,3	9,6	-4,1	-1,1	-3,9	0,5	-2,7	-3,8	-2,9	-5,7	-15,1	-18,5	-21,5	-23,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	7,2	27,3	15,3	16,0	10,0	68,6	17,0	9,8	6,5	16,6	49,9	62,0	71,9	83,6
EPS (oikaistu)	0,25	0,21	0,12	0,13	0,02	0,48	0,14	0,08	0,06	0,13	0,41	0,48	0,56	0,65
EPS (raportoitu)	0,06	0,21	0,12	0,13	0,08	0,54	0,13	0,08	0,05	0,13	0,39	0,48	0,56	0,65

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	26,1 %	23,1 %	2,9 %	3,2 %	4,2 %	8,0 %	33,0 %	35,0 %	39,0 %	34,0 %	35,1 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	56,3 %	90,5 %	254,8 %	-792,0 %	-78,6 %	28,6 %	23,0 %	-16,1 %	-17,2 %	219,7 %	23,9 %	12,9 %	12,1 %	11,6 %
Käyttökate-%	9,9 %	15,3 %	17,0 %	17,2 %	13,4 %	15,6 %	17,6 %	15,7 %	16,1 %	18,4 %	17,0 %	17,6 %	17,8 %	17,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,6 %	10,1 %	11,6 %	10,8 %	4,1 %	9,1 %	9,4 %	7,2 %	6,4 %	9,9 %	8,3 %	8,9 %	9,5 %	10,2 %
Nettotulos-%	1,0 %	13,8 %	8,1 %	10,0 %	5,1 %	9,2 %	6,5 %	3,8 %	2,9 %	6,3 %	5,0 %	5,9 %	6,5 %	7,3 %

Lähde: Inderes

Huom. 2019 alkaen lukuihin tehty IFRS 16 muutokset

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	793	1029	1213	1193	1174
Liikearvo	583	769	769	769	769
Aineettomat hyödykkeet	109	168	154	139	124
Käyttöomaisuus	92,1	83,6	282	277	272
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,9	3,0	3,0	3,0	3,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	7,4	5,8	5,8	5,8	5,8
Vaihtuvat vastaavat	109	134	159	167	175
Vaihto-omaisuus	5,2	5,8	7,8	8,2	8,6
Muut lyhytaikaiset varat	1,2	0,9	0,9	0,9	0,9
Myyntisaamiset	70,0	89,9	101	106	111
Likvidit varat	33,0	36,9	49,8	52,3	54,9
Taseen loppusumma	902	1162	1372	1360	1349

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	457	512	536	573	618
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-68,8	0,1	24,5	60,9	106
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	526	518	518	518	518
Muu oma pääoma	0,0	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	307	451	613	512	461
Laskennalliset verovelat	24,1	34,1	34,1	34,1	34,1
Varaukset	6,6	9,1	9,1	9,1	9,1
Lainat rahoituslaitoksilta	270	400	562	461	410
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,3	7,8	7,8	7,8	7,8
Lyhytaikaiset velat	138	199	223	276	271
Lainat rahoituslaitoksilta	19,2	49,8	70,4	116	103
Lyhytaikaiset korottomat velat	117	147	151	158	166
Muut lyhytaikaiset velat	1,6	2,5	1,3	1,3	1,3
Taseen loppusumma	902	1162	1372	1360	1349

Arvonmääritys ja suositus 1/2

Tavoitehinta ja suositus

Aloitamme Terveystalon seurannan vähennäsuosituksella ja 10,0 euron tavoitehinnalla. Osakkeen nykykurssi (9,83 euroa) suhteessa tavoitehintamme ei tarjoa riittävää nousuvaraa positiiviselle suositukselle. Yhtiö on kuitenkin vahvojen kilpailuettujensa myötä laadukas ja jääme siten odottamaan paremman tuotto/riskisuhteen tarjoavaa ostopaikkaa. Sellainen saattaa avautua, jos yhtiön keskeisiä riskejä (s. 32) aletaan jälleen hinnoitella nykyistä enemmän.

Yhtiön kertoimissa näkyvät kovat kasvuodotukset

Ennusteidemme mukaiset kertaluonteisista eristä oikaistut 2019 ja 2020 P/E-kertoimet ovat 24x ja 20x, jotka ovat absoluuttisesti korkeita. Sijoittajan on tässä yhteydessä hyvä kuitenkin tiedostaa, että Terveystalolla on huomattavat vuosittaiset PPA-poistot (noin 23 MEUR), jotka eivät vaikuta yhtiön kassavirtaan. Mielestämme sijoittajan onkin relevanttia katsoa myös PPA-poistoista oikaistuja kertoimia, vaikka Terveystalo ei erittelekään kyseistä lukua tuloslaskelmassaan. Yhtiön PPA-poistoista oikaistut 2019 ja 2020 P/E-kertoimet ovat 17x ja 15x ja nämä ovat mielestämme lähellä neutraalia tasoa Terveystalon tyyliselle kasvuyhtiölle.

EV/EBITDA on Terveystalolle osin relevantimpi kerroin, sillä se huomioi taseen korkean velkavivun ja PPA-poistot ovat vielä mukana käyttökatteessa. Terveystalon 2019 ja 2020 EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x ja 10x ja mielestämme hieman koholla, mutta ne ovat

hyväksyttäviä vahvojen kilpailuettujen kasvuyhtiölle, joka toimii defensiivisellä alalla. Huomautamme, että tekemämme IFRS-16 muutokset ovat nostaneet suhteellisesti enemmän käyttökatetta (+40 MEUR) kuin nettovelkaa (+202 MEUR) ja siten laskeneet EV/EBITDA kertoimia. Ilman muutoksia EV/EBITDA-kertoimet olisivat noin (12,5x ja 11x).

Yhtiön arvostuskertoimissa näkyvät vahvat tuloskasvuodotukset. Ennusteidemme rima on asetettu melko korkealle ja yhtiön pitää yltää näihin odotuksiin, jotta osakkeen nykyinen arvostus on perusteltua.

Preemio verrokkiryhmään nähden on mielestämme perusteltu

Terveystalon kannattavuus on markkinoiden kärkeä. Yhtiön kilpailuedut ja markkina-asema ovat vahvat ja yhtiö ansaitsee mielestämme selvän preemion suhteessa verrokkiryhmäämme. Vuosien 2019 ja 2020 P/E-lukuja tarkastelemalla Terveystalo on hinnoiteltu noin 30 % preemiolla verrokkeihin. Arviomme mukaan eroa nostaa hieman Terveystalon korkeat PPA-poistot, joita on toki verrokkiryhmän muillakin yhtiöillä, sillä myös ne ovat konsolidoineet markkinoita vahvasti PPA-poistoja aiheuttavien yritysostojen kautta.

Terveystalon 2019e ja 2020e EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 15 % yli verrokkiryhmän. Huomautamme sijoittajille, että kaikissa verrokkiryhmän ennusteissa ei ole välttämättä vielä huomioitu IFRS 16 muutoksia, mikä väliaikaisesti heikentää sen vertailukelpoisuutta ja meidän näkemyksemme mukaan kaventaa

eroa EV/EBITDA:n osalta.

Terveystalon liikevaihtopohjainen arvostus 2019e EV/S 1,8x on myös korkealla tasolla (+35 %) suhteessa verrokkeihin, mutta tämä johtuu osin yhtiön korkeasta suhteellisesta kannattavuudesta verrokkeihin nähden.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on 10,1 euroa ja se tukee arviotamme osakkeen neutraalista hinnoittelusta. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun (4-5 %) jälkeen terminaalijaksolla 2,0 %:n tasolle. Samalla EBIT-marginaali nousee asteittain vuoden 2019 8,3 %:sta vuoden 2023 10,0 % liikevaihdosta ja on terminaalijaksolla 11,0 %. Terminaalin oikaistu EBITA-marginaali on arviomme mukaan hieman alle yhtiön tavoitehaarukan alalaidan, sillä tässä vaiheessa PPA-poistojen määrä ei ole enää huomattava (EBITA tavoite 12-13 %). Terminaali (2027 jälkeen) heijastelee nykyisenkaltaisena jatkuvaa kilpailutilannetta, jossa yksityinen markkina on jatkanut konsolidoitumistaan muutamalle suurelle pelurille ja myös julkisten asiakkaiden ja ennaltaehkäisevän hoidon osuus myyntimixistä on asteittain kasvanut.

Mallissa terminaalijaksos painoarvo kassavirtojen arvosta on hyvin korkea, 68 %, johtuen yhtiön vahvasta kasvufokuksesta vielä lähivuosina. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannuksen (WACC) 7,7 % taso on suhteellisen matala ja se heijastelee yhtiön maltillista riskitasoa.

Arvonmääritys ja suositus 2/2

Osinkopohjainen arvostus

Yhtiö todennäköisesti käyttää lähivuosina enemmistön tulorahoituksestaan Attendo-yrityksoston myötä kohonneen velkansa sulatteluun sekä pieniin yritysostoihin. Terveystalon osinkotuotot 2019e ja 2020e tuloksista ovat 2,0 % ja 2,1 % ja osinkotuotto ei siten itsessään tarjoa tukitasoja osakkeelle.

Viime vuoden isot yrityskaupat tapahtuivat korkeilla kertoimilla

Yksityisessä omistuksessa oleva Mehiläinen on mielestämme Terveystalon keskeisin verrokki. Nämä kaksi yhtiötä ovat Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoiden kaksi suurinta toimijaa ja ne ovat liikevaihdon, kannattavuuden ja maantieteellisen peiton osalta hyvin lähellä toisiaan.

Toukokuussa 2018 KKR:n ja Tritonin rahastot kertoivat myyneensä Mehiläisen ja uudeksi enemmistöomistajaksi tuli CVC Capital Partnersin rahasto. Yhtiöt eivät julkistaneet kauppahintaa, mutta Financial Times viittasi asiasta perillä oleviin lähteisiin, joiden mukaan velaton kauppahinta (EV) oli 1,8 miljardia euroa. Mehiläisen 2018 toteutuneilla luvuilla (liikevaihto 916 MEUR ja oikaistu käyttökate 108 MEUR, EBITDA 12 %) EV/liikevaihto oli 2,0x ja EV/EBITDA 16,7x. Kaupan hintatasoon peilaten Terveystalon nykyisessä arvostuksessa olisi vielä nousuvaraa. Mielestämme Mehiläisen omistajavaihdoksen korkea valuaatio asettaa eräänlaisen härkä-skenaarion ylärajan toimialan arvostuksille, eikä Terveystalon arvostuksessa voi liiaksi tukeutua tähän.

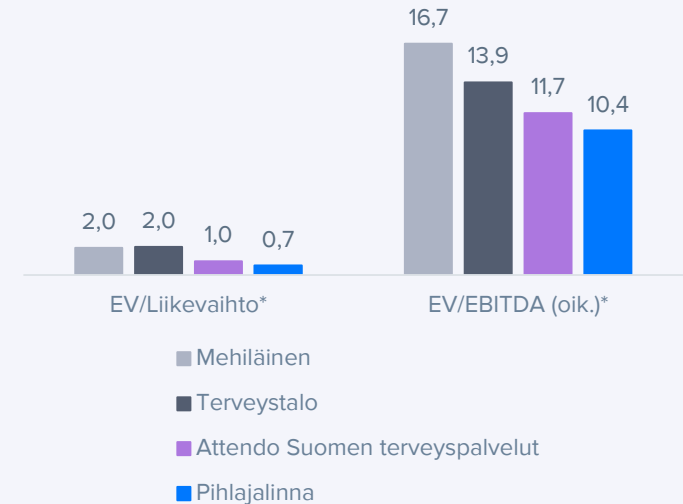
Markkinoiden yhtiölle hyväksymä arvostus

Markkinoiden yhtiölle hyväksymä historiallinen arvostus on lyhyen pörssitaipaleen aikana vaihdellut arviomme mukaan välillä EV/EBITDA (oik.) 10x-15x edellisen 12 kk-tuloksella (ei-IFRS 16). Luvun tarkkaa laskentaa hankaloittaa se, että yrityskaupat nostavat ensin taseen velkaa ja synergiapotentialia realisoituu viiveellä, mikä edellyttää lukujen oikaisuja. Nykyinen 13,9x EV/EBITDA-kerroin 2018 toteutuneella tuloksella (ilman Attendon vaikutusta) on lähempänä haarukan ylälaitaa. Lokakuun 2017 listautumisen aikaan kerroin oli haarukan ylälaidassa samoin kesäkuussa 2018. Haarukan alalaidassa oltiin lokakuussa 2018, kun markkinat huolestuivat toimialan lääkärikeskus- ja sairaalakapasiteetin nopeasta kasvusta. Markkinoiden yhtiöltä odottaman tuloskasvun kulmakerroin on yhtiölle hyväksytyjen arvostuskertoimien selkein ajuri, mikä selittää rajuja heilahduksia.

Verojen kasvu peittää hyvää operatiivista kehitystä alleen EPS:n osalta

Nykyiset tuloskasvuennusteemme odottavat vuoden 2019 EPS:n laskevan (-15 %) johtuen veroasteen normalisoitumisesta ja PPA-poistojen kasvusta. Osakekohtaisessa tuloksessa nähdään siis arviomme mukaan merkittävä pudotus vuonna 2019 ja se palaa takaisin vuoden 2018 tasolle vasta vuonna 2020. Tämä tarkoittaa sitä, että EPS-tuloskasvu on 0 % vuosien 2018-2020 aikana. Näemmekin riskin sille, että osakkeen kokonaistuotto vuoden sisällä rajoittuu lähinnä osinkoon ja yhtiön hyvä operatiivinen kehitys hautautuu tämän alle. Osaketuoton ajureita on havainnollistettu seuraavan sivun graafissa.

Mehiläisen yrityskauppa-pohjainen arvostus omassa luokassaan

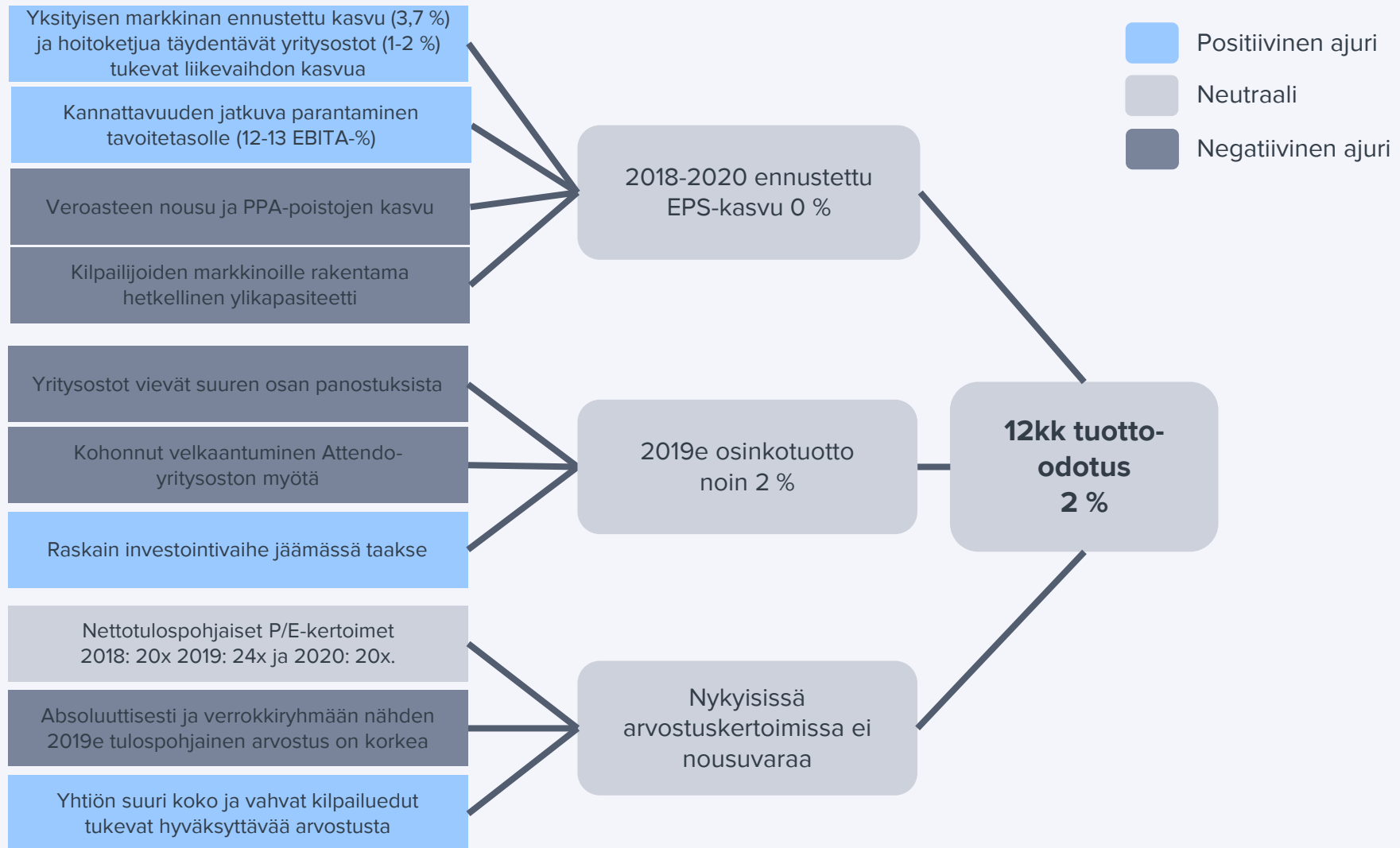


*Taulukon EV/Liikevaihto-kertoimet on laskettu tilikauden 2018 toteutuneella liikevaihdolla, eivätkä ne huomioi IFRS 16 muutoksia. EV/EBITDA-kertoimet on laskettu tilikauden 2018 oikaistulla käyttökatteella (EBITDA).

Terveystalon ja Pihlajalinnan arvostuskertoimet perustuvat 11.4.2019 pörssikurssiin ja tilikauden 2018 lopun nettovelkaan. Terveystalon nettovelasta on oikaistu Attendo-kauppa.

Mehiläisen ja Attendo Suomen terveyspalveluiden arvostuskertoimet perustuvat 2018 toukokuussa julkistettuihin yrityskauppahintoihin (1,8 miljardia euroa ja 233 MEUR).

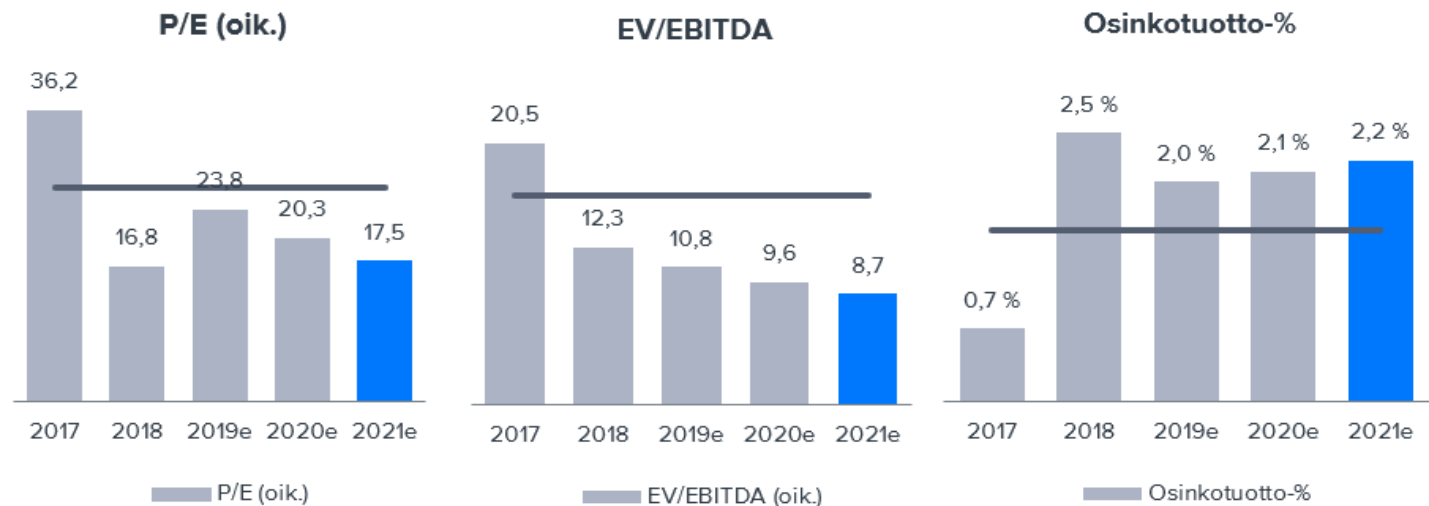
Terveystalon osakkeen ajurit



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	8,90	8,03	9,83	9,83	9,83	9,83
Osakemäärä, milj. kpl	128,0	127,3	128,0	128,0	128,0	128,0
Markkina-arvo	1140	1022	1259	1259	1259	1259
Yritysarvo (EV)	1396	1436	1841	1783	1716	1644
P/E (oik.)	36,2	16,8	23,8	20,3	17,5	15,1
P/E	>100	14,9	25,2	20,3	17,5	15,1
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	13,3	12,2	11,5
P/B	2,5	2,0	2,3	2,2	2,0	1,9
P/S	1,7	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
EV/Liikevaihto	2,0	1,9	1,8	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA (oik.)	20,5	12,3	10,8	9,6	8,7	8,0
EV/EBIT (oik.)	26,6	21,3	22,0	18,9	16,2	13,9
Osinko/tulos (%)	106,7 %	37,1 %	51,3 %	43,4 %	39,2 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	0,7 %	2,5 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

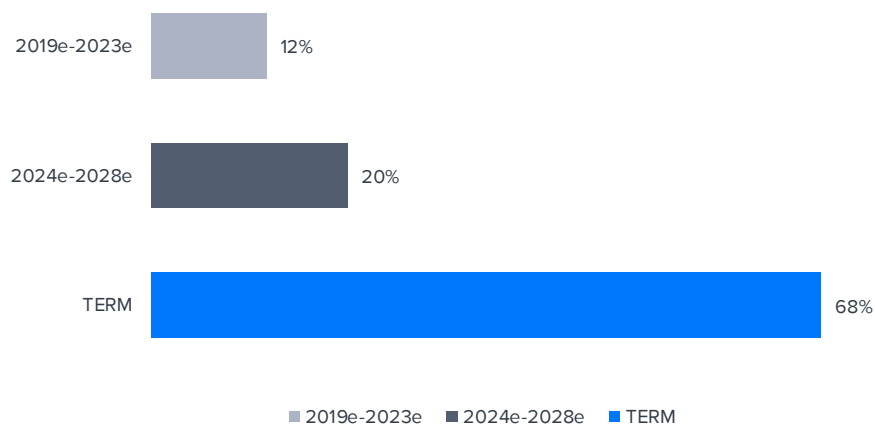
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Pihlajalinna Oyj	9,95	224	327	14,2	13,1	7,8	7,4	0,6	0,6	16,2	15,2	1,8	2,3	1,7
Mediclinic International PLC	314,60	2679	4849	12,9	11,7	8,6	8,1	1,4	1,4	11,8	10,6	2,4	2,6	0,7
Fresenius SE & Co KGaA	51,45	28496	54955	11,7	11,1	8,7	8,2	1,6	1,5	15,2	14,2	1,6	1,7	1,6
Netcare Ltd	2422,00	2257	2614	10,9	10,2	9,0	8,5	1,9	1,7	13,4	12,6	4,9	5,3	3,3
Ramsay Health Care Ltd	63,89	8139	11854	17,2	15,6	12,0	10,8	1,7	1,5	22,4	20,5	2,3	2,5	5,0
Orpea SA	107,50	6912	11966	24,7	23,1	18,2	16,8	3,2	3,0	27,1	24,2	1,2	1,4	2,3
Korian SA	35,20	2873	5621	16,9	15,1	10,9	9,9	1,6	1,5	21,6	18,4	1,9	2,0	1,1
LNA Sante SA	46,70	451	655	16,4	15,1	11,0	9,9	1,2	1,1	16,2	14,5	0,8	0,8	2,2
Life Healthcare Group Holdings Ltd	2822,90	2637	3677	13,3	12,0	9,6	8,8	2,3	2,1	20,1	16,7	3,6	4,3	2,6
GHP Specialty Care AB (publ)	14,05	91	102	15,2	13,9	8,9	8,1	0,9	0,8	19,8	17,7	2,3	2,6	2,4
Attendo AB (publ)	47,80	735	971	14,9	11,8	10,3	6,9	0,9	0,8	15,7	14,2	1,3	1,8	1,2
Rhoen Klinikum AG	26,05	1737	1612	26,3	29,6	13,4	13,4	1,3	1,2	39,0	40,4	1,1	1,1	1,5
Spire Healthcare Group PLC	136,00	630	1153	18,0	16,0	8,1	7,6	1,0	1,0	22,0	17,5	2,4	2,5	0,5
Ambea AB (publ)	74,00	477	668	10,2	8,0	6,4	4,7	0,6	0,6	10,6	9,1	1,7	2,7	1,5
Terveystalo (Inderes)	9,83	1259	1841	22,0	18,9	10,8	9,6	1,8	1,7	23,8	20,3	2,0	2,1	2,3
Keskiarvo				15,9	14,7	10,2	9,2	1,4	1,3	19,4	17,6	2,1	2,4	2,0
Mediaani				15,1	13,5	9,3	8,3	1,3	1,3	18,0	16,0	1,9	2,4	1,6
Erotus-% vrt. mediaani				46 %	40 %	15 %	15 %	36 %	31 %	32 %	27 %	10 %	-11 %	43 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	75,4	80,6	94,4	106	118	120	125	136	142	154	157	
+ Kokonaispoistot	41,1	90,4	91,9	91,4	87,4	82,4	80,2	78,5	77,2	76,1	75,3	
- Maksetut verot	12,1	-15,1	-18,5	-21,5	-23,6	-23,2	-24,5	-27,3	-28,8	-31,8	-31,3	
- verot rahoituskuluista	0,1	-3,6	-3,2	-2,9	-2,4	-2,0	-1,7	-1,3	-1,0	-0,6	-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 muutokset	10,5	-9,9	2,1	2,2	1,9	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	1,2	
Operatiivinen kassavirta	139	142	167	175	181	179	181	188	191	200	202	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-278,6	-274,5	-72,0	-72,0	-72,0	-72,0	-72,0	-72,0	-72,0	-72,0	-68,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-135,4	-132,2	94,7	103	109	107	109	116	119	128	134	
+/- 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	-135,4	-132,2	94,7	103	109	107	109	116	119	128	134	2401
Diskontattu vapaa kassavirta		-125,3	83,3	84,3	83,1	75,5	71,2	70,7	67,4	67,3	65,1	1169
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1711	1837	1753	1669	1586	1511	1439	1369	1301	1234	1169
Velaton arvo DCF		1711										
- Korolliset velat		-450,2										
+ Rahavarat		36,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		1298										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,1										

Rahavirran jakauma jaksottain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	22,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,25 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,7 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	689,5	744,7	1005,8	1056,1
Käyttökate	68,2	116,5	171,0	186,2
Liikevoitto	28,2	75,4	80,6	94,4
Voitto ennen veroja	3,9	68,1	65,0	80,5
Nettovoitto	7,2	68,6	49,9	62,0
Kertaluontoiset erät	-24,3	7,9	-3,0	0,0

Tase	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	902,3	1162,3	1372,1	1360,1
Oma pääoma	457,2	511,7	536,1	572,5
Liikearvo	583,3	768,7	768,7	768,7
Nettovelat	256,4	413,3	582,9	524,5

Kassavirta	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	68,2	116,5	171,0	186,2
Nettokäyttöpääoman muutos	6,5	10,5	-9,9	2,1
Operatiivinen kassavirta	70,9	139,2	142,3	166,7
Investoinnit	-196,4	-278,6	-274,5	-72,0
Vapaa kassavirta	-146,6	-135,4	-132,2	94,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Varma keskinäinen eläkevakuutusyhtiö	17,3 %
Rettig Group AB	16,5 %
Hartwall Capital	11,3 %
Helsingin Diakonissalaitoksen säätiö	10,5 %
Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	4,7 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Elo	4,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	0,06	0,54	0,39	0,48
EPS (oikaistu)	0,25	0,48	0,41	0,48
Operat. kassavirta / osake	0,55	1,09	1,11	1,30
Vapaa kassavirta / osake	-1,15	-1,06	-1,03	0,74
Omapääoma / osake	3,57	4,02	4,19	4,47
Osinko / osake	0,06	0,20	0,20	0,21

Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	26 %	8 %	35 %	5 %
Käyttökateen kasvu-%	-1%	71%	47%	9 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	56 %	29 %	24 %	13 %
EPS oik. kasvu-%	73 %	94 %	-13 %	17 %
Käyttökate-%	9,9 %	15,6 %	17,0 %	17,6 %
Oik. Liikevoitto-%	7,6 %	9,1 %	8,3 %	8,9 %
Liikevoitto-%	4,1%	10,1%	8,0 %	8,9 %
ROE-%	2,1%	14,2%	9,5 %	11,2 %
ROI-%	4,2 %	9,1 %	7,6 %	8,1 %
Omavaraisuusaste	50,7 %	44,0 %	39,1 %	42,1 %
Nettovelkaantumisaste	56,1 %	80,8 %	108,7 %	91,6 %

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	2,0	1,9	1,8	1,7
EV/EBITDA (oik.)	20,5	12,3	10,8	9,6
EV/EBIT (oik.)	26,6	21,3	22,0	18,9
P/E (oik.)	36,2	16,8	23,8	20,3
P/B	2,5	2,0	2,3	2,2
Osinkotuotto-%	0,7 %	2,5 %	2,0 %	2,1 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	>15 %
------	-------

Lisää	5-15 %
-------	--------

Vähennä	-5-5 %
---------	--------

Myy	< -5 %
-----	--------

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analytiikon 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 liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.4.2019	Vähennä	10,00 €	9,83 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**