

Harvia

Laaja raportti

9.9.2022 8:15



Rauli Juva
+358 50 588 0092
rauli.juva@inderes.fi



Thomas Westerholm
+358 50 541 2211
thomas.westerholm@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Houkutteleva arvostus laatuyhtiölle

Harvia on alansa johtava yhtiö, jolla on selkeitä kilpailuetuja. Tämä mahdollistaa hyvän pääoman tuoton ja arvonluonnin, jonka lisäksi yhtiön pääoman allokointi yritysostoihin on ollut onnistunutta. Tulevat kvartaalit ovat ennusteidemme mukaan Harvialle vaikeita, kun liikevaihto ja tulos laskevat, mutta arvostus ensi vuodenkin luvuilla on niin edullinen (EV/EBIT alle 10x), että nostamme Harvian suosituksen tasolle osta (aik. lisää) tavoitehinnalla 20,0 euroa (aik 22,0e).

Maailman johtava sauna- ja spa-alan yhtiö

Harvia on viime vuosina noussut maailman suurimmaksi sauna- ja spa-alan yhtiöksi. Yhtiö itse arvioi markkinaosuudekseen koko markkinasta noin 5 %, joka tarkoittaa, että Harvialle relevantista tuotemarkkinasta sen osuus olisi noin 10 %. Yhtiö on kasvattanut selvästi viime vuosina markkinaosuuksiaan (sekä yritysostoilla että orgaanisesti), jonka lisäksi markkinakasvu oli korona-aikana vahvaa. Harvia uskoo kuitenkin edelleen markkinan kasvavan 2023 eteenpäin historiallista noin 5 % vuosittaista kasvuvauhtiaan. Olemme hieman varovaisempia lähiajan kehityksestä, mutta uskomme että markkina ja Harvia pääsee 5 % vuosikasvuun taas 2024 alkaen.

Harvialla on selvät kilpailuedut etenkin sen ydinalueella: kiukaissa ja komponenteissa

Harvialla on mielestämme useita selviä kilpailuetuja, jotka tukevat yhtiön kannattavaa kasvua ja arvonluontia. Ne koskevat pääosin puu/sähkökiukaiden ja niiden komponenttien markkinaa. Nämä vastaavat noin 75 % Harvian myynnistä. Harvian kilpailuedut ovat mielestämme: 1) vertikaalinen integraatio ja oma suunnittelu, 2) skaalaedut (tuotannossa), 3) vahva(t) brändi(t), 4) laajat ja pitkäaikaiset jakelusuhteet. Näemme, että yhtiön johto on onnistunut erinomaisesti vuodesta 2014 alkaen ajamaan Harvian kansainvälistä kasvua ja vahvistamaan näitä kilpailuetuja. Yhtiö on myös mielestämme onnistunut luomaan arvoa allokoimalla pääomia yritysostoihin. Kilpailuedut ja matalat pääomatarpeet mahdollistavat yhtiölle noin 20 % sijoitetun pääoman tuoton tulevinä vuosina.

Liikevaihto ja tulos laskevat tulevina kvartaaleina, kasvu-uralle taas 2024

Ennustamme korona-ajan vahvan kysynnän poistumisen, Venäjältä vetäytymisen ja heikentyneen kuluttajakysynnän ajavan Harvian liikevaihdon laskua H222 sekä 2023. Myös marginaalitaso laskee 2021 ennätystasolta Harvialle tyypillisemmälle 20 % tasolle, ensi vuonna jonkin verran allekin. Osakekohtainen tulos laskee ennusteillamme tänä ja ensi vuonna noin 20 % vuodessa ja kasvaa 2024-25 noin 10 % vuodessa.

Arvostus on houkutteleva, vaikka lähijalle on odotettavissa laskevaa tulosta ja epävarmuutta

Odotamme Harvian liikevaihdon ja –tuloksen laskevan seuraavat kolme kvartaalia. Lisäksi pudotuksen suuruuden suhteen on nähdäksemme vielä riskiä myös alaspäin. Arvostusmielessä ensi vuodelle ennustamamme P/E 12,5x ja EV/EBIT 10x ovat kuitenkin epävarmuudesta huolimatta edullisia, kun kyseessä on laadukas ja kohtuulliset kasvunäkymät omaava yhtiö. Vuoden 2023 pitäisi mielestämme olla myös lähivuosista heikoin, joka korostaa kertomien edullisuutta. Kertomien nousu saattaa kuitenkin vaatia nykyistä positiivisempaa uutisvirtaa ja/tai yleisen arvostustason muutosta. Tuotto-odotus 12 kuukauden päähän on mielestämme selvästi positiivinen, vaikka emme lähikuukausina näe juuri positiivisia ajureita osakkeelle. Vuodesta 2024 alkaen uskomme Harvian tuottavan 5-10 % tuloskasvua, jonka lisäksi sijoittaja saa 4 % osinkotuoton. Pidemmän ajan tuotto-odotus on siis yli 10 %, joka on myös houkutteleva.

Suositus

Osta

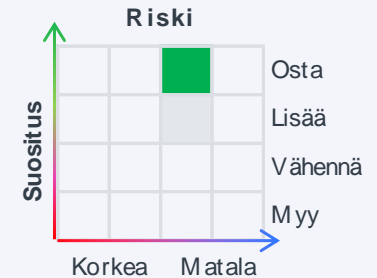
(aik. Lisää)

20,00 EUR

(aik. 22,00 EUR)

Osakekurssi:

15,23



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	179	181	166	176
kasvu-%	64 %	1 %	-8 %	6 %
EBIT oik.	47,4	37,1	30,4	33,5
EBIT-% oik.	26,5 %	20,4 %	18,3 %	19,0 %
Nettotulos	33,7	28,2	22,7	25,1
EPS (oik.)	1,85	1,51	1,22	1,34
P/E (oik.)	31,7	10,1	12,5	11,3
P/B	13,5	2,9	2,6	2,3
Osinkotuotto-%	1,0 %	4,0 %	4,1 %	4,3 %
EV/EBIT (oik.)	24,9	8,4	9,6	8,3
EV/EBITDA	22,5	7,1	7,9	7,0
EV/Liikevaihto	6,6	1,7	1,8	1,6

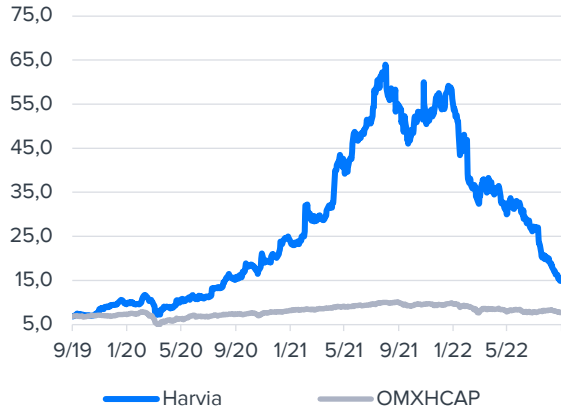
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

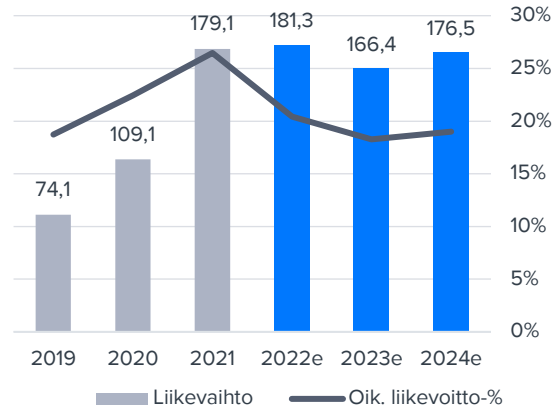
Harvia ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä. Yhtiön tavoitteena on keskimäärin yli 5 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu ja 20 %:n oikaistu liikevoittomarginaali.

Osakekurssi



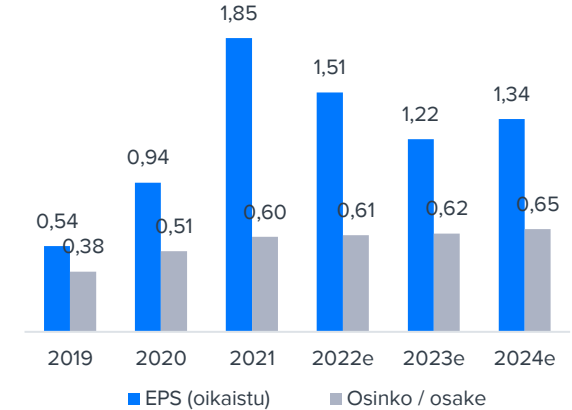
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vakaasti kasvava sauna- ja spa-markkina
- Johtava markkina-asema ja toimialan paras kannattavuus
- Vahva kassavirta ja matala investointitarve
- Liikevaihdon kasvu täydentävien yritysostojen ja jälleenmyyntiverkoston laajentamisen kautta



Riskitekijät

- Riippuvuus Muuramen tehtaasta
- Aikaistetun kysynnän tuoman myöätuulen poistuminen ja sen vaikutus liikevaihtoon
- Muutokset toimialan kilpailukentässä tai -asemassa
- Materiaalikustannusten vaikutus kannattavuuteen
- Talouden ja rakentamisen suhdannevaihtelut voivat hidastaa kasvua
- Yrityskauppojen integroinnin onnistuminen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	15,2	15,2	15,2
Osakemäärä, milj. kpl	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo	284	284	284
Yritysarvo (EV)	312	292	278
P/E (oik.)	10,1	12,5	11,3
P/E	10,1	12,5	11,3
P/Kassavirta	34,9	9,0	10,9
P/B	2,9	2,6	2,3
P/S	1,6	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	1,7	1,8	1,6
EV/EBITDA (oik.)	7,1	7,9	7,0
EV/EBIT (oik.)	8,4	9,6	8,3
Osinko/tulos (%)	40,4 %	51,0 %	48,4 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	4,1 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5 - 12
Sijoitus- ja riskiprofiili	s. 13 - 15
Toimiala ja kilpailijat	s. 16 - 21
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 22 - 23
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	s. 24 - 26
Ennusteet ja arvonmääritys	s. 27 - 36
Taulukot	s. 37 - 42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 43 - 44

Harvia lyhyesti

Harvia on maailman johtava sauna- ja spa-yhtiö. Yhtiöllä on kattava tarjooma kiukaista ja kiuaskomponenteista aina kokonaisuun sauna- ja spa-ratkaisuihin. Harvian asiakkaita ovat niin kuluttaja-asiakkaat kuin sauna- ja spa-alan ammattilaiset. Harvian liikevaihdosta lähes 80 % tulee Suomen ulkopuolelta.

1950

Perustamisvuosi

3/2018

Pörssilistautuminen

189 MEUR (+26 % v/v)

Liikevaihto viimeiseltä 12 kuukaudelta

43 MEUR (23 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto viimeiseltä 12 kuukaudelta

#1

Markkina-asema kiuas- ja saunakomponenttimarkkinalla

#1

Markkina-asema sauna- ja spa-markkinalla

824

Henkilöstö 2021 lopussa

9

Omaa tuotantolaitosta

1950 - 2014

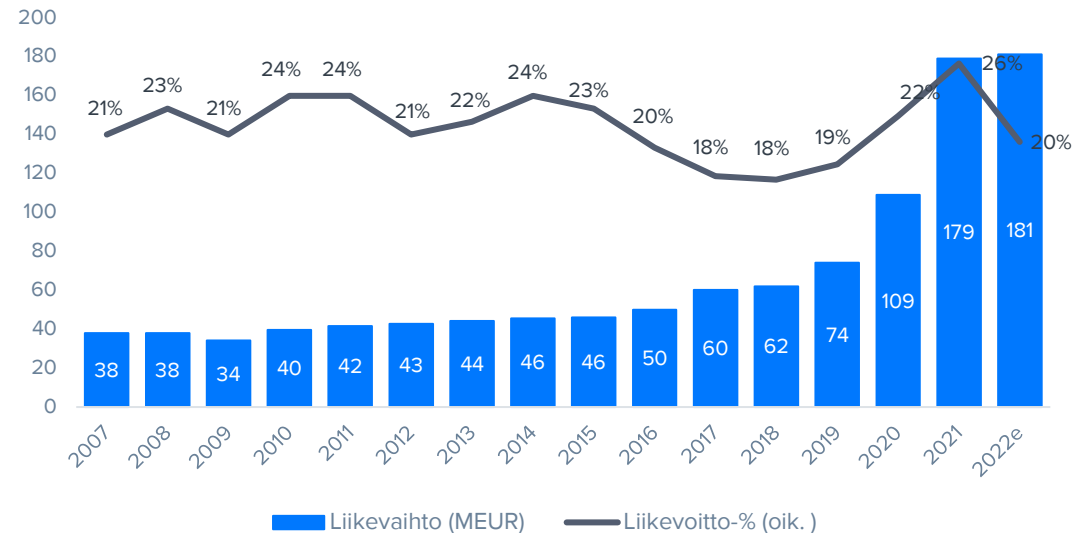
- Perheomisteinen ja -vetoinen yhtiö
- Vahva markkina-asema perinteisissä saunamaissa (Suomi, Venäjä ja Skandinavia)

2014 - 2017

- CapMan ostaa Harviasta enemmistön vuonna 2014
- Harvia laajentaa toimintaansa Saksassa ja muualla Keski-Euroopassa Sentiotec-kaupan myötä vuonna 2016

2018-

- Pörssilistautuminen 3/2018
- Toiminnan laajentaminen Pohjois-Amerikassa Almost Heaven Saunas- yrityskaupalla 12/2018
- Tarjooman laajentaminen ammatti- ja premium-kategorioissa EOS-yrityskaupalla 3/2020 sekä kylpytynnyreihin Kirami-kaupalla 5/2021



Lähde: Harvia / Inderes

*2007-2014 luvut ovat Harvia Oy:n (nyk. Harvia Finland Oy:n) FAS-kirjanpidon mukaisia lukuja.

2015-2022e luvut ovat IFRS:n mukaisia liikevoittoja oikaistuna vertailukelpoisuuteen vaikuttavilla erillä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Maailman johtava sauna- ja spa-alan yhtiö

Muuramessa pääkonttoriaan pitävä Harvia on noussut 70-vuotisen historiansa aikana maailman johtavaksi sauna- ja spa-yhtiöksi. Harvian pitkä historia on luonut organisaatioon merkittävää kokemusta ja osaamista, jotka luovat suhteellisen pienellä ja pirstaloituneella sauna- ja spa-toimialalla Harvialle kilpailuetua. Alalla hyvin tunnettu brändi, tuotannon vertikaalinen integrointi, isojen volyymien tuoma skaalaetu ja laaja jakeluverkosto ovat mielestämme myös yhtiön kilpailuetuja.

Yhtiö on arvioinut sen markkinaosuudeksi globaalista sauna- ja spa-markkinasta ~5 % ja tarkemmin rajatusta kiuas- ja saunakomponenttimarkkinasta ~20 %. Harvian markkina-asema on historiallisesti ollut erityisen vahva suurilla, perinteiseen saunakulttuuriin keskittyneillä markkinoilla (Suomi, Venäjä ja Skandinavia). Näistä Venäjä on nyt tippumassa pois, kun yhtiö vuoden 2022 aikana vetäytyy täysin maasta. Harvia on myös arvioinut ottaneensa selvästi markkinaosuuksia vuosien 2020-21 aikana, sillä vielä 2019 vastaavat osuudet olivat vain 3% ja 14%. Tätä ovat vauhdittaneet myös yrityskaupat. Vuonna 2016 tehdyn Sentiotec-yrityskaupan ja keväällä 2020 tehdyn EOS-yrityskaupan myötä yhtiö on saavuttanut markkinajohtajan aseman myös Saksassa ja vahvistanut asemiaan Keski- ja Itä-Euroopan markkinoilla. Vuoden 2018 Almost Heaven Saunas (AHS)-yrityskaupalla yhtiö laajensi toimintaansa Pohjois-Amerikassa.

Harvialla on pitkäkestoiset asiakassuhteet kaikilla sauna- ja spa-markkinan ydinalueilla ja sen

tuotemerkit (Harvia, EOS, Sentiotec) ovat toimialansa tunnetuimpia. Harvia myy tuotteitaan lähinnä jälleenmyyntiverkoston kautta maailmanlaajuisesti.

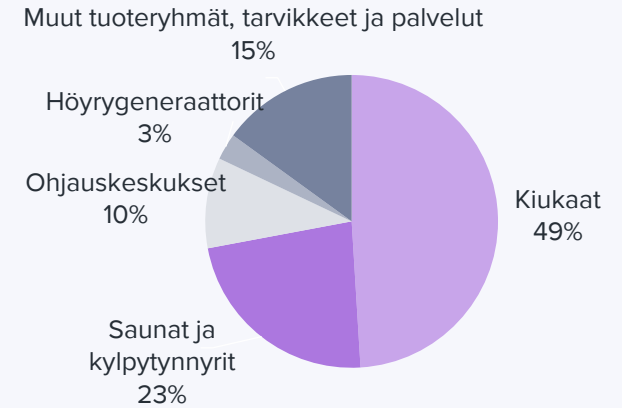
Harvia myy tuotteitaan yli 80 maahan. Vuonna 2021 lähes 80 % tuli Suomen ulkopuolisilta markkinoilta. Yritysosot ovat vähentäneet Suomen painoa myynnissä.

Tuotteet: Kiukaista laajemmaksi saunayhtiöksi

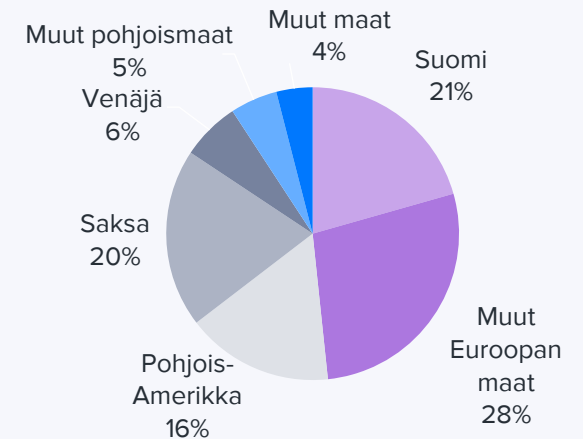
Harvia on aiemmin profiloitunut pääasiassa kiuasvalmistajaksi, mutta yhtiö on viime vuosina kehittänyt yhä kokonaisvaltaisemmaksi sauna- ja spa-alan toimijaksi yrityskauppojen sekä uusien tuotelanseerausten että myyntikanavien avausten myötä. Yhtiön tuotevalikoima kattaa kaikki kolme saunatyyppeä: perinteisen saunan, höyrusaunan ja infrapunasauran. Sen vahvinta aluetta on tosin selkeästi perinteinen sauna. Kahdessa muussa tyypissä emme näe Harvialla kilpailuetua, mutta ne tarjoavat silti yhtiölle kasvupotentiaalia. Yhtiö on rakentanut kattavan tuotevalikoiman, josta sekä ammattiasiakkaat että kuluttaja-asiakkaat löytävät kaikki tarvittavat tuotteet saunan kiukaista ja komponenteista lähtien kokonaiseen saunatoimitukseen.

Harvian liikevaihdosta suurimman osan muodostaa kiukaat (49 % 2021 liikevaihdosta), mutta valikoimaan kuuluu myös kokonaisia saunoja, ohjauskeskuksia, höyrygeneraattoreita, kylpytynnyreitä sekä muita sauna- ja spa-tuotteita, varaosia, tarvikkeita ja palveluita. Erityisesti kokonaisten saunojen myynti on kasvanut viime vuosina.



Liikevaihto tuoteryhmittäin 2021



Liikevaihto markkina-alueittain 2021



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7 - tuoteryhmät

Tuotesegmentti	Tuotekuvaus	Pääbrändit	Osuus liikevaihdosta 2021
Kiukaat	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ Sähkö- ja puukiukaita ▪ Kiukaiden lisävarusteita mm. suojakaiteet- ja seinät, tulisijan suoja-alustat, savuputket ja -piiput 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia ▪ EOS 	49%
Saunat ja kylpytynnyrit	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ Valmiit sisä- ja ulkosaunat ▪ Kylpytynnyrit ▪ Saunan sisustus / tarvikkeet 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia ▪ Sentiotec ▪ Almost Heaven ▪ Kirami (kylpytynnyrit) 	23%
Tarvikkeet, palvelut ja muut tuotteet	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ Kiukaiden vastukset ja muut varaosat ▪ Kiuaskivet, lämminvesisäiliöt, saunan valaisimet, löylykauhat ja -kiulut, lämpömittarit ja saunatuoksut ▪ Infrapunatuotteet ▪ Saunojen huolto-, asennus- ja korjauspalvelut kuluttaja- ja yritysasiakkaille (Saunamax) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia ▪ SaunaEurox (kivet) 	15%
Ohjauskeskukset	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ Ohjauskeskuksia sähkökiukaisiin, yhdistelmäkiukaisiin, infrapunasauoihin ja hybridisaunoihin 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia ▪ Sentiotec ▪ EOS 	10 %
Höyrygeneraattorit	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ Höyrygeneraattoreita ▪ Lisävarusteita höyrysaunoihin kuten höyrysuuttimia ja tuoksupumppuja 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia 	3 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Jakelu tapahtuu jälleenmyyjien kautta

Konsernin liikevaihto koostuu pääasiassa tuotteiden mynnistä (vähäinen osa saunasennuksista sekä huolto- ja korjauspalveluista). Harvia myy suurimman osan tuotteistaan jälleenmyyjille, kokonaisten saunojen rakentajille/myyjille ja jakeluyrityksille. Harvian suurin asiakassuhde perustuu asiakkaan ryhmätason puitesopimukseen, jonka alla konsernin solmimat yksittäiset tilaussopimukset muodostivat yhteensä noin 9 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2021. Yhtiön kasvaessa, tämä osuus on tasaisesti pienentynyt viime vuosina. Harvian tilauskanta on lyhyt, tyyppillisesti vain pari-kolme viikkoa.

Harvian jälleenmyyntikanavat voivat vaihdella merkittävästi eri maantieteellisten alueiden ominaispiirteiden mukaan. Ne voidaan kuitenkin jakaa viiteen pääryhmään: 1) vähittäiskaupat 2) tukkukaupat, 3) integraattorit ja saunanrakentajat, 4) rakennusyhtiöt ja 5) suoramyynti. Käymme läpi jakelukanavat seuraavalla sivulla.

Oma komponenttisuunnittelu tuo kilpailuetua

Harvia suunnittelee ja valmistaa lähes kaikki yhtiön myynnissä olevat tuotteet sekä pääosan komponenteistakin itse eli on vertikaalisesti pidemmälle integroinut kuin tyyppillinen kilpailija. Tämä on nähdäksemme yksi Harvian tärkeitä kilpailuetuja, koska toimitusketjun laajempi hallinta antaa Harvialle sekä kilpailijoita isomman osuuden tuotteiden kokonaismarginaalista että mahdollistaa ainutlaatuisen ja tehokkaampien teknisten ratkaisuiden tekemisen. Yhdessä isojen volyymien

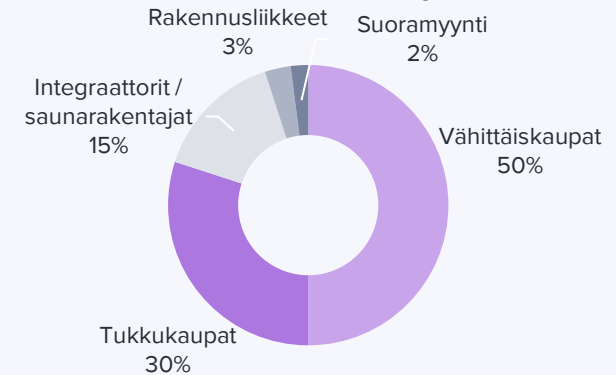
kanssa, tämä tekee arviomme mukaan Harvian tehokkuudesta ylivertaisen kilpailijoihin nähden.

Kiukaiden valmistamiseen Harvian tarvitsemia komponentteja ja raaka-aineita ovat elektroniikka- ja sähkökomponentit, kuten ohjauskeskukset ja kiukaiden vastukset, teräs ja muut metallimateriaalit. Saunojen rakenteisiin yhtiö tarvitsee puuta. Näiden lisäksi yhtiö hankkii sopimusvalmistajilta kiukaiden runkoja sekä muilta kolmansilta osapuolilta erilaisia saunatarvikkeita (mm. saunatekstiilit). Yhtiöllä on monia vaihtoehtoisia toimittajia ja usein myös kyky tehdä sellaisetkin osat itse, joita se tällä hetkellä ostaa ulkopuoliselta toimittajalta.

Kustannusrakenne tuo operatiivista vipua

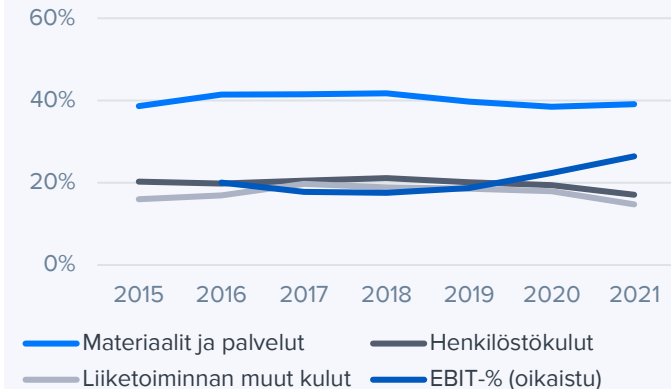
Harvian kuluista noin 40 % (suhteessa liikevaihtoon) menee materiaaleihin ja palveluihin eli lähinnä metalliin, puuhun ja sähkö/elektroniikkakomponentteihin. Henkilöstökulut ja muut kulut ovat molemmat historiallisesti noin 20 % liikevaihdosta, viime vuonna jonkin verran alle. Henkilöstöstä 2021 lopussa noin 2/3 oli työntekijöitä ja 1/3 toimihenkilöitä. Etenkin kiukaiden tuotanto Suomessa ja Kiinassa on urakkapalkan piirissä, joten voisi ajatella että noin 40 % henkilöstökuluista muuttuu tuotannon volyymien mukaan. Näin ollen noin 60 % kuluista olisi muuttuvia ja loput kiinteitä. Kohtuullisen iso kiinteiden kulujen osuus aiheuttaa operatiivista vipua eli volyymien kasvaessa marginaalin pitäisi parantua, kuten 2020-21 nähtiin ja toisaalta niiden laskiessa marginaali pitäisi laskea.

Jakelukanavat, arvioitu jakauma





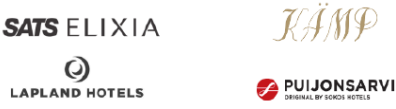


Lähde: Harvia / Inderes

Harvian kulurakenne



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7 - asiakkaat ja jakelukanavat

Jakelukanava	Jakelukanavan luonne	%-osuus liikevaihdosta	Esimerkkiasiakkaita
Vähittäiskaupat	<ul style="list-style-type: none"> Vähittäiskauppiat ovat tyypillisesti rakennustarvikeliikkeitä, etenkin Suomessa ja Ruotsissa Keski-Euroopassa myös esim. saunoihin erikoistuneet liikkeet Tyypillinen päätöksentekijä loppukäyttäjä tai myyjä 	~50 %*	
Tukkukaupat	<ul style="list-style-type: none"> Tukkukauppiat ovat tyypillisesti sähkö-, lä-, tai kylpyhuonetukkukauppiaita Tärkeä kanava erityisesti Suomessa ja Ruotsissa Tyypillinen päätöksentekijä myyjä tai sähköasentaja 	~30 %*	
Integraattorit / saunarakentajat	<ul style="list-style-type: none"> Tärkeä kanava kokonaisuun saunaratkaisuihin keskittyneillä markkinoilla kuten Keski-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa Saunarakentajat toteuttavat rakennusurakan loppukäyttäjälle Tyypillinen päätöksentekijä myyjä, arkkitehti 	~15 %*	
Rakennusliikkeet	<ul style="list-style-type: none"> Pohjoismaissa yhtiön tuotteita myydään rakennusliikkeille, jotka asentavat saunoja uusiin asuinrakennuksiin Rakennusliikkeet hankkivat joko yksittäisiä saunakomponentteja tai kokonaisia saunoja Tyypillinen päätöksentekijä arkkitehti 	<5 %*	
Suoramyynti	<ul style="list-style-type: none"> Yhtiö suuntaa valikoidusti suoramyyntiä etenkin kotimaassa, muualla Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa suurille loppuasiakkaille, kuten hotelleille tai kuntokeskusetjuille Tyypillinen päätöksentekijä loppukäyttäjä tai arkkitehti Almost Heaven Saunas –yhtiön myynnistä merkittävä osa on suoramyyntiä myös suoraan kuluttajille 	<5 %*	

*Inderesin arvio jakelukanavan suhteellisesta osuudesta konsernin liikevaihdosta.

Harvian suurin asiakassuhde perustuu asiakkaan ryhmätason puitesopimukseen, jonka alla konsernin solmimat yksittäiset tilaussopimukset muodostivat yhteensä 9 % liikevaihdosta vuonna 2021 (2020: 10 %).

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Tuotantoa yhdeksässä omassa tehtaassa

Harvialla on yhdeksän omaa tuotantolaitosta. Suurin on Harvian kiuastuotanto sen kotipaikassa Muuramessa, mutta yhtiö on laajentanut tuotantoaan myös Kiinaan ja saanut yritysostojen kautta tuotantoa Saksassa, USA:ssa ja Romaniassa. Viime vuonna yritysostojen kautta tuli lisäyksenä Kirammin (kylpytynnyrit) ja SaunaEuroxin (kiuasrevet) tuotantoyksiköt Suomessa. Harvian vetäytyttyä Venäjältä, sopimusvalmistus siellä luonnollisesti päättyi. Yhtiön kustannustehokkuutta edistää se, että merkittävä osa tuotantolaitosten työntekijöistä ovat tulospalkkauksen piirissä ja yhtiön käyttämät urakkapalkkasopimukset (lähinnä Suomیا ja Kiina) lisäävät tuotannon joustavuutta ja tuotantotyön kannustavuutta. Pääosin oma tuotanto sinällään kuitenkin lisää myynnin vaihtelun tuomaa tulosvipua, molempiin suuntiin.

Harvia on myös keskittänyt eri tuotteiden tuotannot tiettyihin tuotantolaitoksiin, missä on itse suunnitellut ja valmistetut erikoistyökalut juuri näiden tuotteiden valmistamiseen. Tiettyjen tuotekategorioiden keskittäminen eri tehtaalle tehostaa myös raaka-aineiden ja komponenttien saatavuutta ja optimoi hankinnan kustannuksia.

Tunnettu brändi tukee markkina-asemia

Harvian brändeillä on vahva markkina-asema ja tunnettavuus omilla erikoistumisalueillaan ja erityisesti sauna- ja spa-markkinoiden perinteisillä markkina-alueilla. Lisäksi EOS-kaupan myötä yhtiö sai laajennettua valikoimaansa ammatti- ja premium-tuotteissa.

Vahva operatiivinen kassavirta ja matala investointitarve

Harvian operatiivinen kassavirta on tyypillisesti erittäin vahvaa. Yhtiön liikevoittomarginaali on historiallisesti pysynyt erinomaisella noin 20 %:n tasolla ja tuotannon rakenteesta johtuen vuotuinen investointitarve on verrattain pieni. Yhtiöllä on modernit tuotantolaitokset ja kapasiteettia on kasvatettu useammassa maassa vastaamaan korona-ajan kysyntään. Vuoden 2021 investoinnit olivatkin hyvin suuria yhtiön normaaliin tasoon nähden. Uskomme tämän kapasiteetin etenkin kiuasvalmistuksessa riittävän myös pitkälle tulevaisuuteen, kun volyymitasot normalisoituvat koronapiikistä. Saunatuotannon puolella uusia investointitarpeita voi tulla nopeammin, mutta ne ovat hyvin pieniä investointeja.

Tuotannon matala pääomaintensiivisyys pitää investointitarpeet normaalitilanteessa matalana ja näin ollen hyvä operatiivinen kassavirta konvertoituu myös vapaaksi kassavirraksi.

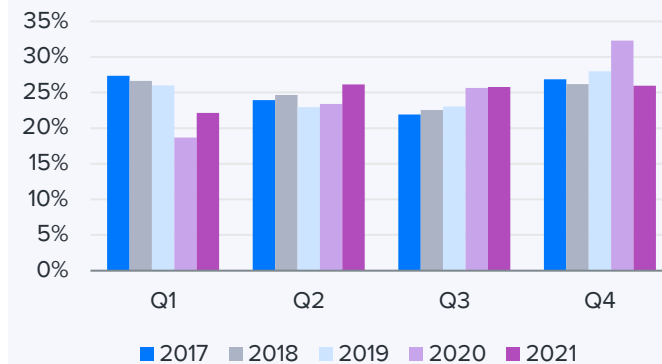
Liiketoiminnan kausivaihtelu melko maltillista

Harvian liiketoiminnan kausivaihtelut ovat melko maltillisia. Suurin osa jakeluketjujen tilauksista painottuu tyypillisesti Q1:lle ja Q4:lle, jotka ovat historiallisesti olleet parhaat kvartaalit. Yritysostojen ja kasvun myötä vaihtelu on kuitenkin tasaantunut, toisaalta korona-aikana kvartaalivaihtelu hämärtyi isojen kysyntämuutosten takia. Pääosa Pohjois-Euroopan tilauksista saadaan tyypillisesti ensimmäisellä neljänneksellä, kun taas Keski-Euroopan ja Pohjois-Amerikan tilausaktiivisuus painottuu loppuvuoteen.

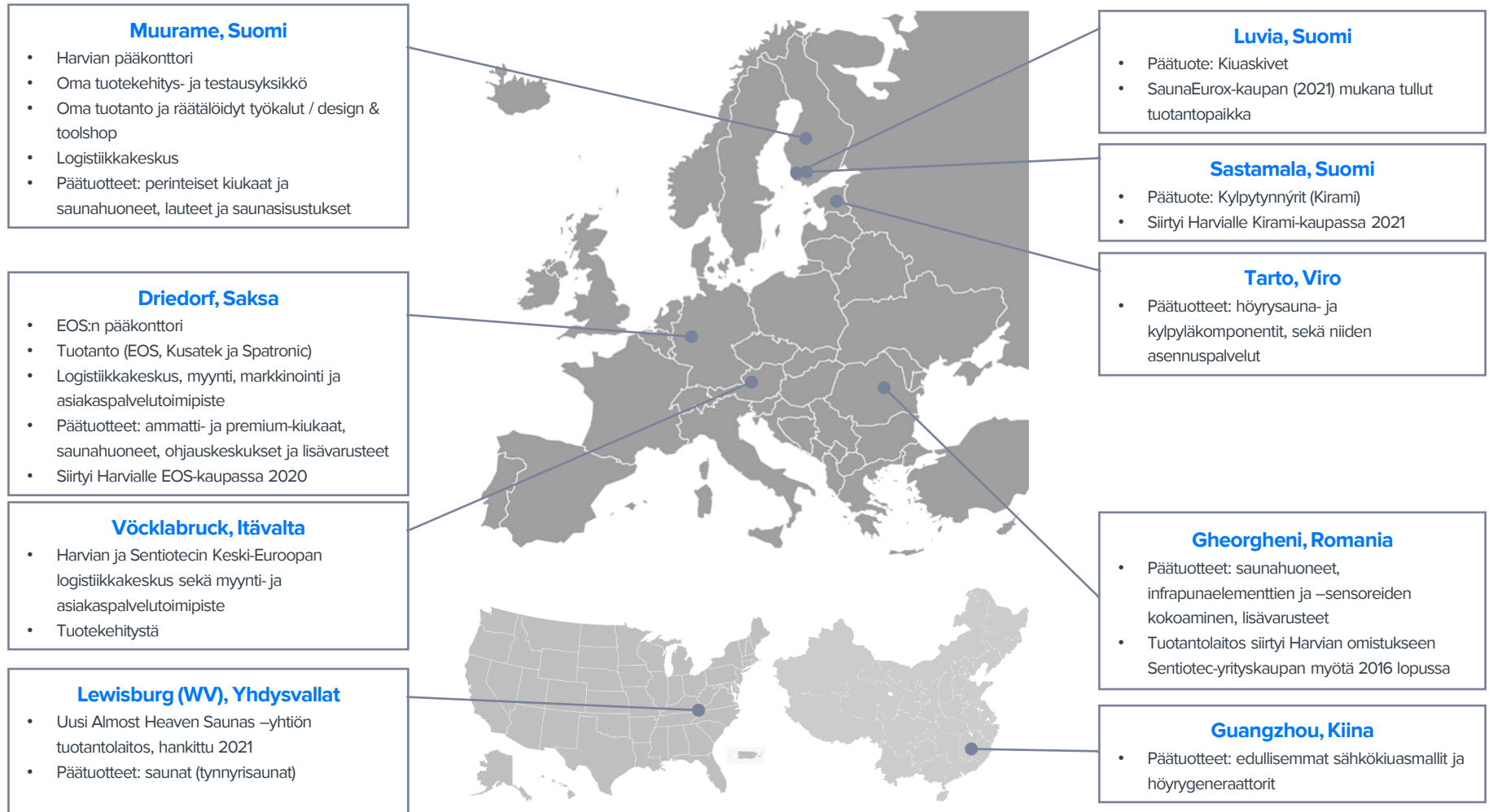
Investoinnit



Liikevaihdon kausiluonteisuus 2017-21



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7 - tuotantopaikat



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Omistusrakenne hajautunut

Ennen pörssilistausta maaliskuussa 2018 Harvia oli CapManin rahastojen omistuksessa. CapMan myi viimeiset osakkeensa marraskuussa 2019. Tämän 12,3 % osuuden Harviasta osti perhesijoitusyhtiö Onvest, joka kuitenkin päätyi syyskuussa 2021 myymään valtaosan omistuksestaan ja omistaa nykyisin 4.4 % Harviasta. Tällä omistuksella Onvest on edelleen Harvian suurin kotimainen omistaja, mutta suurin omistaja on Hollantilainen sijoitusyhtiö Kempen, joka liputti yli 5 % osuuden Harviassa maaliskuussa 2022.

Harvian omistus on kuitenkin kaiken kaikkiaan hajanainen. Top 10 rekisteröidyistä omistajista löytyy Onvestin lisäksi kolme Harvian suvun jäsentä, kotimaisia instituutiosijoittajia sekä yhtiön toimitusjohtaja ja talousjohtaja. Ulkomaisten omistusosuus on tällä hetkellä noin 40 %, joka on laskenut 2021 lopun 48,5 %:sta. Ennen korona-aikaa, 2019 lopussa ulkomaisten omistusosuus oli 50 % ja omistusosuus on aaltoillut sen jälkeen 40-50 % haarukassa.

Selkeän pääomistajan puute heijastuu mielestämme hallituksen kokoonpanossa. Hallituksen puheenjohtaja on edelleen CapManin edustajana sinne 2014 tullut Olli Liitola. Hallituksen kokoonpano on muuten vaihtunut runsaasti sillä viidestä jäsenestä kolme on aloittanut 2021 ja yksi 2022. Samalla hallitus on kansainvälistynyt, joka on mielestämme hyvä asia.

Periaatteessa hajautunut omistus tarjoaa mahdollisuuden jollekin tehdä ostoparjous Harviasta, kun vahvaa ankkurinomistajaa ei ole, eikä omistajaa joka yksinään voisi estää yhtiön

lunastuksen (eli yli 10 % omistusta). Harvian ollessa alan suurin yhtiö, ei teollisista toimijoista kuitenkaan löydy luontaista ostajaa. Harvian päätyminen uudelleen pääomasijoitusyhtiön omistukseen on mielestämme mahdollista, sillä yhtiön vahva kassavirta ja alan konsolidaatiomahdollisuudet voisivat tehdä siitä edelleen kiinnostavan kohteen pääomasijoittajalle.

Johdolla merkittävät osakeomistukset

Harvian toimitusjohtajana on 2016 alkaen toiminut Tapio Pajuharju, joka oli 2014-16 Harvian hallituksessa. Aiemmin hän on johtanut Hartwallia ja Lumenea. Talousjohtaja Ari Vesterinen on ollut Harvialla 2014 alkaen ja sitä ennen pitkään kilpailija TylöHelo-konsernin johtotehtävissä. Molemmilla on merkittävät osakeomistukset Harviassa, Pajuharjulla 267 tuhatta osaketta, Vesterisellä 147 tuhatta.

Muun johtoryhmän kahdeksasta jäsenestä kolmella on yli 100 tuhatta osaketta, kolmella kymmeniä tuhansia. Nämä jäsenet ovat tulleet Harviaan 2014-16 ja ovat seurausta 2014 tapahtuneesta omistajanvaihdoksesta, jonka jälkeen johtoryhmää vahvistettiin. Listautumisen jälkeen yhtiön tulleilla Skandinavian myyntijohtajalla ja innovaatio- ja markkinajohtajalla on pienemmät omistukset.

Mielestämme Harvian johto on toiminut hyvin ja toteuttanut tehokkaasti valittua strategiaa eli kansainvälistä kasvu. Myös yritysostot näyttävät onnistuneilta, joita käsittelemme myöhemmin lisää. Jatkossa arvostaisimme yhtiön sisäisiä nimityksiä myös ylimpään johtoon.

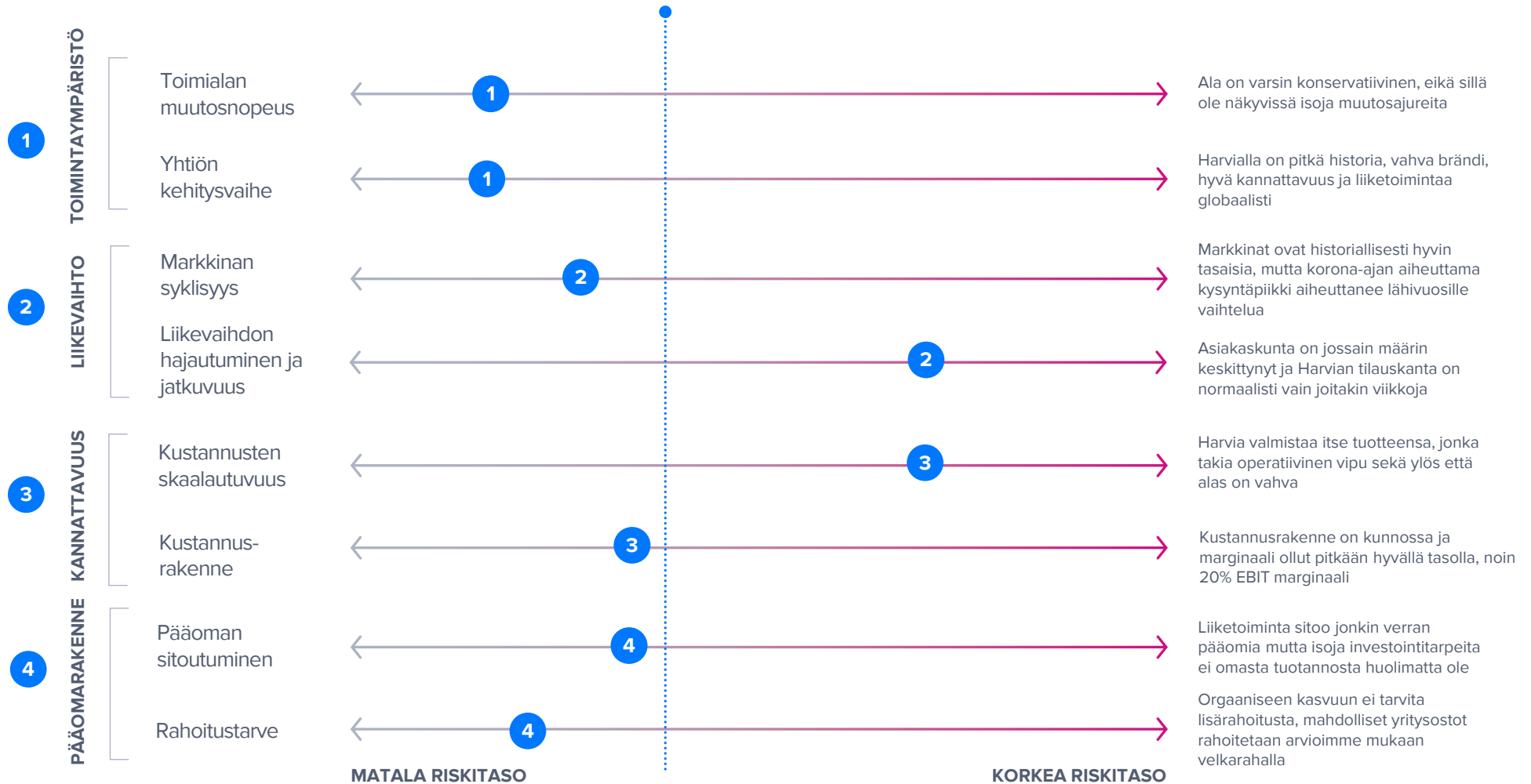
Suurimmat omistajat 31.8.2022

	Omistus
Onvest	4,4 %
WestStar	3,1 %
Danske Invest Suomi Osake	2,6 %
Tiipeti Oy / Pertti Harvia	2,2 %
Ilmarinen	2,1 %
Elo	1,6 %
Tapio Pajuharju	1,4 %
KTR-Invest Oy / Risto Harvia	1,2 %
Mantereenniemi Oy / Sari Harvia-Jyllinmaa	1,2 %
Ari Vesterinen	0,8 %

Lähde: Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Harvian liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sijoitusprofiili 1/2 – Harvian kilpailuedut

Harvialla on selvät kilpailuedut etenkin sen ydinalueella: kiukaissa ja komponenteissa

Harvialla on mielestämme useita selviä kilpailuetuja, jotka tukevat yhtiön kannattavaa kasvua ja arvonluontia. Käsittelemme niitä myös muualla raportissa, mutta käymme ne kootusti läpi tässä. Yhtiön kilpailuedut ovat pitkän aikavälin menestyksen ja siten osakkeen kehityksen kannalta erittäin tärkeä asia. Kilpailueduista puhuttaessa huomioimme, että ne koskevat pääosin Harvian perinteisten tuotealueiden eli puu/sähkökiukaiden ja niiden komponenttien markkinaa. Nämä vastaavat nykyisin noin 75 % Harvian myynnistä. Sen sijaan kokonaisten saunojen tuotannossa/myynnissä edut ovat mielestämme vähäisemmät, mutta niitä löytyy samoista asioista kuin kiukaissa ja komponenteissa. Käymme näitä läpi tarkemmin alla.

Vertikaalinen integraatio ja oma suunnittelu

Harvia suunnittelee ja valmistaa lähes kaikki yhtiön myynnissä olevat tuotteet sekä pääosan komponenteistakin itse eli on vertikaalisesti pidemmälle integroitunut kuin tyypillinen kilpailija. Tämä on nähdäksemme yksi Harvian tärkeitä kilpailuetuja, koska toimitusketjun laajempi hallinta antaa Harvialle sekä kilpailijoita isomman osuuden tuotteiden kokonaismarginaalista että mahdollistaa ainutlaatuisten ja tehokkaampien teknisten ratkaisuiden tekemisen. Tähän liittyvä osaaminen on kertynyt Harviaan vuosikymmenten aikana, eikä se nähdäksemme ole siten helposti kopioitavissa. Oma suunnittelu ja tehokas valmistus vaatii myös jonkin verran resursseja, johon pienillä yhtiöillä ei luultavasti ole varaa.

Kokonaisten saunojen myynnissä emme näe Harvialla vastaavaa etua, joskin saunojen rakentaminen voidaan nähdä vertikaalisen integraation jatkamisena. Tämä sopii erinomaisesti Harvian strategiaan ottaa isompi osuus koko sauna- ja spa-markkinasta, mutta varsinaista kilpailuetua se ei mielestämme tuo.

Skaalaedut

Osittain edelliseen kohtaan liittyen, Harvian isot tuotantovolyymit tuovat myös tuotantoon tehokkuutta, johon pienemmät kilpailijat tuskin pystyvät. Tämä mahdollistaa Harvialle hyvän kannattavuuden myös matalamman hintasegmentin tuotteissa (kiukaiden ja komponenttien osalta).

Saunojen osalta Harvialle on USA:ssa kilpailijoihin nähden suhteellisen iso volyymi ja uusi, tehokas tuotantolaitos, joten siellä yhtiöllä on ainakin jonkinlainen etu. Liiketoiminnan kasvaessa tämä voi vahvistua selkeäksi kilpailueduksi. Muilla alueilla skaala saunojen suhteen ei tällä hetkellä ole ainakaan kilpailijoita edellä.

Vahva(t) brändi(t)

Harvian brändi on erittäin tunnettu kaikilla saunamarkkinoilla. Koska päätöksentekijä kiukaan ostossa on usein joku muu kuin loppukäyttäjä/kuluttaja, brändin tunnettuus on tärkeää myös ammattilaisten (tukkukauppiat, sähköasentajat, arkkitehdit tms.) keskuudessa. Harvian pitkä historia ja vahva asema etenkin kuluttajakäyttöön suunnatuissa sähkö- ja puukiukaissa takaa sen brändin laajan maineen. Toisaalta konserniin ostetut brändit, kuten EOS ja Sentiotec, ovat vahvoja ammattilaissegmentin

kiukaissa ja täydentävät hyvin brändisalkkua sekä tuotetarjontaa.

Kokonaisten saunojen osalta Harvian pitäisi olla mahdollista hyödyntää sen tunnettua brändiä. Brändin merkitys ylipäänsä saunarakentamisessa on kuitenkin oletettavasti vähäisempää kuin kiukaissa, joka vähentää tämänkin kilpailuedun merkitystä saunojen osalta.

Laajat ja pitkäaikaiset jakelusuhteet

Koska Harvian tuoteryhmissä tuotteet myydään pääosin jakelijoiden kautta, on jakeluverkosto ja suhteet jakelijoihin tärkeitä. Harvian pitkän historian ja laajan tuotevalikoiman ansiosta, sillä on laaja jakeluverkosto ja paikoin vuosikymmeniä kestäneet asiakassuhteet. Alan kilpailijoihin nähden näemme tämän enemmänkin seurauksena Harvian muista kilpailueduista. Alalle tulon kynnystä, ainakin laajemmassa mittakaavassa, vaikeuttaa kuitenkin nykyisten toimijoiden vakiintuneet asemat isoimmissa myyntikanavissa.

Vaikka näemme esim. yhtiön johdon laadun ja yritysostot hyvinä, emme sisällytä niitä tähän listaan. Tämä johtuu siitä, että nähdäksemme kilpailuedut tulee olla enemmänkin pysyviä ja pitkäaikaisia yhtiöön liittyviä asioita. Harvian johto on kuitenkin mielestämme yhtiölle selkeä vahvuus, sillä se on menestyksekkäästi toteuttanut kannattavaa kasvua jo 2014 lähtien. Yritysostojen onnistumista käsittelemme erikseen myöhemmin. Samoin markkinan ominaisuudet eivät ole yhtiön kilpailuetuja, mutta vaikuttavat yhtiöön sijoituskohteena. Taloudelliset luvut taas näemme lähinnä seurauksena kilpailueduista.

Sijoitusprofiili 2/2

1.

Vahva markkina-asema ja globaalisti alalla tunnettu brändi

2.

Vertikaalinen integraatio ja pitkä kokemus tukevat korkeaa kannattavuutta

3.

Pieni investointitarve tukee vahvaa vapaan kassavirran luontia

4.

Yhtiön pääoman tuotto on korkea ja selvästi yli tuottovaatimuksen eli yhtiö luo omistajille arvoa

5.

Laajentuminen uusille markkinoille ja/tai uusiin tuotekategorioihin mahdollisuus arvonluontiin

6.

Historiallisesti tasaisesti kasvava markkina - tosin lyhyellä aikavälillä odotamme heikompa markkinaa

Potentiaali



- **Keskiostoksen arvon kasvattaminen** tuoteportfoliota laajentamalla, lisämyynnillä ja ominaisuuksiltaan edistyksellisempien tuotteiden ja saunakokonaisuuksien myynnillä
- **Maantieteellinen laajentuminen** sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti (90 % saunamarkkinoista Suomen ulkopuolella)
- **Täydentävät yritysostot** pirstaleisella globaalilla sauna- ja spa –markkinalla ovat jo luoneet omistaja-arvoa ja uskomme Harvian myös jatkavan täydentäviä yritysostoja mikäli hyviä kohteita löytyy. Luontaisia kohteita olisi mielestämme esim. höyrygeneraattorit- tai infrapunasäteilijät, jossa Harvialla on heikompi asema ja/tai näihin liittyvät laajemmat saunakokonaisuudet

Riskit



- **Vahvan kysynnän normalisoituminen korona-ajan jälkeen.** Markkinan koko ja kasvunäkymät lähivuosille ovat selvästi historiallista tasaista kasvua epävarmemmat
- **Riippuvuus Muuramen tehtaasta** on yksi isoimmista Harvian toiminnan jatkuvuuteen liittyvistä riskeistä, joskin yrityskauppojen tuoma laajempi tuotanto on tasannut tätä riskiä
- **Materiaali- ja palvelukustannusten nousu** voi haitata kannattavuutta, ellei yhtiö onnistu siirtämään sitä omiin myyntihintoihinsa
- **Yritysostoriskit:** Mahdollisissa tulevilla yritysostoissa maksetut hinnat sekä toimintojen integrointi tuovat omat riskinsä toimintaan

Toimiala- ja markkinakatsaus 1/3

Tässä osiossa olevat tiedot ovat pääosin yhtiön antamia arvioita ja joiltakin osin jo useamman vuoden vanhoja. Tarkkoja lukuja markkinasta ei kerätä, eikä sellaisia siis ole näillä näkymin käytettävissä.

Globaali sauna- ja spa-markkina

Sauna- ja spa-markkina on kasvanut historiallisesti (2008-2019) 4-5 %:n vuotuista vauhtia. Kiuasmarkkina on kasvanut hieman hitaammin, noin 3 %:n vauhtia.

Harvia arvioi globaalin sauna- ja spa-markkinan olleen vuonna 2021 noin 3,9 miljardia euroa. Tämä vastaa yli 25 % kasvua vuodesta 2019. Tämä markkina-arvio viittaa loppumarkkinan kokoon eli kuinka paljon tuotteita myydään Harvian jakelijoilta ulos. Harvian kulloisenkin vuoden kysyntään voi siis vaikuttaa myös jakelijoiden varastomuutokset, joiden odotetaan vuonna 2022 olevan negatiivisia, jolloin Harvian kohtaama kysyntä / sisäänmyynti jakelijoille on tätä markkinalukua pienempi. Useamman vuoden jaksolta tällainen varastovaikutus pitäisi tasaantua.

Korona-aikana markkinoiden voimakas kasvu johtui meidän ja yhtiön arvion mukaan osin ns. aikaistetusta kysynnästä. Tämä johtuu mielestämme osittain tuotteiden penetraation noususta eli uusia käyttäjiä on tullut nopeammin kuin keskimäärin, mutta myös korvaussyklin tilapäisestä lyhentymisestä eli korona-aikana saunoja, kiukaita tms. on uusittu nopeammin kuin keskimäärin. Tämä tulee arviomme mukaan tasoittumaan tulevana vuosina ja vähentämään kysyntää.

Kokonaismarkkinasta noin puolet muodostuu sauna- ja spa-tiloihin liittyvistä asennus-, huolto- ja korjaustöistä, noin 15 % koostuu kiukaista, saunakomponenteista ja ohjauskeskuksista. Loppuosa markkinasta sisältää sauna- ja spa-huoneiden rakenteet ja muut lisätarvikkeet.

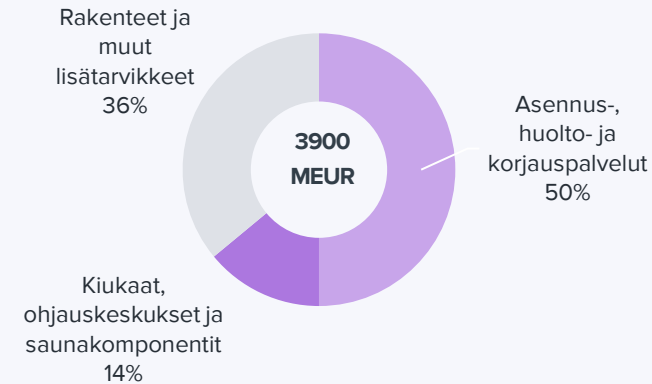
Maailmassa arvioidaan olevan noin 18 miljoonaa saunaa, joista noin 95 % on kotitalouksien käytössä. Näiden lisäksi saunoja on kaupallisessa käytössä, kuten hotelleissa, kylpylöissä, kuntokeskuksissa ja uimahalleissa.

Harvian kohdemarkkinat vajaa 2 mrd EUR

Harvian kohdemarkkina käsittää kolme eri saunatyyppeä: perinteinen sauna, höyrysauna ja infrapunasauna. Perinteiset saunat (sähkö- ja puulämmitteiset) ovat yleisin saunatyyppe ja niiden osuus saunakannasta on arviolta noin 2/3. Etenkin Suomessa saunat ovat pääosin perinteisiä saunoja. Höyrysaunoja on reilut 20 % saunakannasta ja se on suosituin saunatyyppe erityisesti Etelä-Euroopassa ja Lähi-idässä. Saunoista noin 10 % on infrapunasaunoja. Infrapunasauna on vielä suhteellisen uusi saunatyyppe, joka tunnetaan paremmin Keski-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa.

Harvian kohdemarkkinat muodostuvat kiukaista ja saunakomponenteista ml. höyrygeneraattorit ja infrapunasäätelijät, saunahuoneet, ohjauskeskukset ja muut lisätarvikkeet. Asennus-, korjaus- ja huoltotyö ei kuulu Harvian ydinliiketoimintaan, joten Harvian kohdemarkkina on vain noin puolet koko sauna- ja spa-markkinasta.

Globaali sauna- ja spamarkkina



Lähde: Harvian arvio kokonaismarkkinasta 2021, kansainvälisen liikkeenjohton konsulttiyhtiön tekemä selvitys Harvialle (2017) eri osa-alueiden suhteellisten osuuksien osalta

Harvialle relevantti markkina ja markkinaosuus



Lähde: Inderesin arvio

Toimiala- ja markkinakatsaus 2/3

Emme usko Harvian pyrkivänkään vahvemmin työvoimavaltaiseen palvelumarkkinaan, koska yrityksen fokus on enemmän tuotteiden valmistuksessa ja myynnissä, eikä siellä sillä ei ole selkeitä kilpailuetuja. Asentamisen hoitavat asiakkaat tai yhteistyökumppanit.

Harvialla on yhtiön arvion mukaan noin 5% markkinaosuus koko sauna- ja spa-markkinasta ja noin 20% osuus kiuasmarkkinasta. Huomioiden, että Harvia ei tee asennusta, sen osuus sille relevantista puolikkaasta sauna & spa-markkinaa on siis noin 10 %.

Suhdannevakaa markkina

Sauna- ja spa-markkina on ollut historiallisesti suhdannevakaa, sillä suuri asennettu saunakanta ja erityisesti kiukaiden korvauskysyntä luo tasaista vuosittaista korvauskysyntää. Yhtiön kokemuksen mukaan etenkin Suomessa ja muilla perinteisillä saunamarkkinoilla sauna on osa arkea, ja kiukaan tai muun saunan osan ikääntyessä se korjataan tai korvataan rakennussuhdanteesta huolimatta. Markkina ei olekaan historiallisesti ollut riippuvainen/korreloinut rakennusmarkkinoiden kanssa. Tämä näkyy hyvin esim. finanssikriisin aikana, jolloin markkinat kasvoivat hieman vielä 2009 ja 2010 koko sauna- & spa-markkina laski vain 2 %, kiuasmarkkinan pysyessä hieman plussalla (1 %).

Iso korvausmarkkina tukee kysyntää

Saunojen ja spa-tilojen korvauskysynnän osuus globaalista markkinasta on johdon arvion mukaan noin 60%, jolloin uudismarkkinalle jää 40%. Tämä suhdeluku ei ole muuttunut oleellisesti viime vuosien aikana. Tosin tarkkoja lukuja ei tiedä

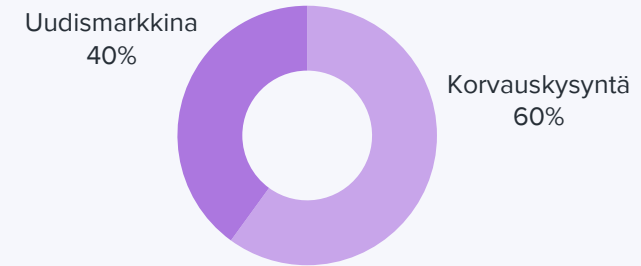
kukaan, ja esim. korona-ajan kysynnässä luku on voinut olla matalampi, kun aikaistettu kysyntä on kohdistunut enemmän uudiskysyntään. Saunan lauteiden, muiden rakenteiden ja laitteiston kuluessa saunakokonaisuudet uusitaan arviolta 20-30 vuoden välein kuormituksen mukaan, ja kaupallisessa yhteiskäytössä useammin kuin asuinkäytössä. Uudismarkkina sisältää uusien saunojen ja spa-tilojen rakentamisen uusiin rakennuskohteisiin ja olemassa oleviin rakennuksiin.

Kiukaiden ja muiden saunakomponenttien korvaaminen on suhteessa edullisempaa kuin saunakokonaisuuksien uusiminen ja niitä uusitaan useammin. Harvian johdon arvion mukaan kiuas uusitaan tai vaihdetaan kaupallisessa käytössä 2-5 vuodessa ja kotitalouksien käytössä noin 10-20 vuodessa. Kiuas- ja komponenttimarkkinasta noin 75 % on johdon arvion mukaan korvauskysyntää ja näin ollen 25% uudiskysyntää. Tässäkään luvussa ei ole saatavilla olevien tietojen valossa ollut isoja muutoksia. Korvauskysynnän ja uudismarkkinan suhteellinen vaikutus sauna- ja spa-markkinan kasvuun vaihtelee alueittain ja markkinoittain. Tuoreemmilla saunamarkkinoilla uudiskysynnän osuus luonnollisesti on suurempi.

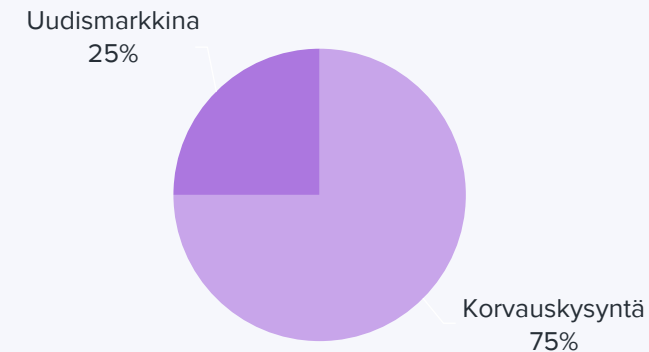
Markkinan kasvuajurit

Sauna- ja spa-markkina kasvoi vuosien 2010-2019 aikana noin 5 %:n vuotuista vauhtia ja uudismarkkina kasvoi jonkin verran korvauskysyntää nopeammin. Vuonna 2020 yhtiö arvioi markkinakasvun olleen noin 10 % ja 2021 noin 15 %. Harvian johto uskoo historialliseen 5 % kasvuvauhtiin myös pidemmällä aikavälillä tulevaisuudessa.

Sauna- ja spamarkkinan kysyntä*



Kiukaiden kysyntä*



*Lähde: Harvia, johdon arvio

Toimiala- ja markkinakatsaus 3/3

Pidämme tätä uskottavana, mutta huomiomme jakelijoiden varastotyhjennysten ja heikentyneen kuluttajakäytön negatiivisen vaikutuksen H222-H123 aikana. Tätä lyhyen aikavälin näkymää käsittelemme tarkemmin ennusteiden yhteydessä.

Toimialan pitkän aikavälin kasvun ajureita ovat mm:

Saunan tunnettuuden kasvu: saunojen tunnettuus vaihtelee alueittain ja sen odotetaan kasvavan Pohjois-Amerikan ja Kiinan kaltaisilla kehittyvillä sauna- ja spa-markkinoilla. Saunan tunnettuuteen vaikuttavia tekijöitä ovat mm. saunomiseen liittyvien terveysvaikutusten tietoisuuden kasvaminen ja hyvinvointiin panostamisen lisääntyminen.

Keskimääräisen hankinnan kasvu: Saunojen, kiukaiden ja saunakomponenttien korvauskäytön ja uudismarkkinan lisäksi saunan keskimääräisen hankinnan kasvun ennustetaan vaikuttavan sauna- ja spa-markkinan kehitykseen. Keskimääräiseen hankintaan vaikuttavat vastaavan saunakokonaisuuden hinnan kehitys, parempaan tuotteeseen vaihtaminen sekä keskimääräisen hankinnan laajentuminen kattamaan kiukaiden lisäksi erilaisia lisävarusteita.

Suurimmat sauna- ja spa-markkinat

Euroopan suurimmat yksittäiset sauna- ja spa-markkinat ovat Venäjä, Saksa, Suomi ja Ruotsi. Nämä maat kattavat yhdessä yli 40 % globaalista sauna- ja spa-markkinasta. Muun Euroopan osuus oli ~20 %, Pohjois-Amerikan ~10 %, ja muun maailman yhteensä ~30 %.

Suomi on Harvian kotimarkkina ja liikevaihdolla mitattuna suurin markkina-alue. Harvia on

Suomessa liikevaihdoltaan ja tunnettuudeltaan johtava sauna- ja spa-yhtiö ja suurin kiuas- ja saunakomponenttivalmistaja. Suomessa arvioidaan olevan noin 2,5 miljoonaa saunaa ja suuren saunakannan takia uudismarkkinan osuus on matala.

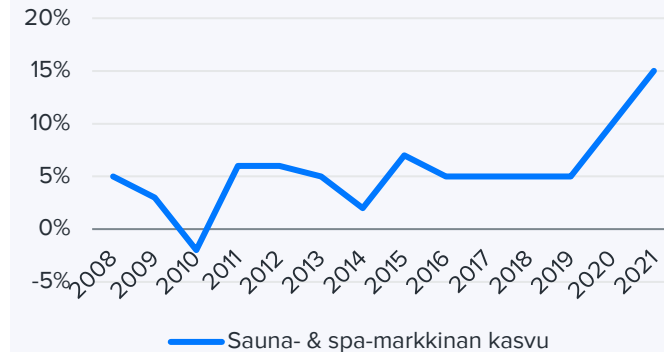
Yhdysvallat kilpailee paikasta Harvian toiseksi suurimpana markkinana ja se on maailman viidenneksi suurin sauna- ja spa-markkina. Yhdysvaltojen sauna- ja spa-markkina on maan kokoon nähden pieni, saunan suhteellisen vähäisen tunnettuuden vuoksi. Maassa on arviolta noin miljoonaa saunaa. Uudismarkkinan osuus on selvästi suurempi kuin Suomessa, koska saunakanta on vähäinen.

Saksa oli vuonna 2021 liikevaihdoltaan Harvialle lähes yhtä suuri kuin Suomi, mutta tänä vuonna se jäänee kolmossijalle. Saksa on maailman toiseksi suurin yksittäinen sauna- ja spa-markkina. Harvia on kasvanut Sentiotec- ja EOS-yritysostoilla Saksan suurimmaksi kiuas- ja saunakomponenttivalmistajaksi liikevaihdolla mitattuna. Saksassa arvioidaan olevan yli 2 miljoonaa saunaa. Saksassa saunojen määrä on Suomea pienempi, mutta euromääräinen markkina on suurempi mm. isojen kaupallisten saunojen suuremman osuuden takia.

Ruotsi on Suomen jälkeen Pohjoismaiden toiseksi suurin sauna- ja spa-markkina. Ruotsissa on arviolta yli 0,5 miljoonaa saunaa. Harvia on Ruotsin toiseksi suurin sauna- ja spa-markkinoilla toimiva yhtiö TylöHelon jälkeen.

Venäjä on maailman suurin yksittäinen sauna- ja spa-markkina. Venäjältä vetäytyminen jättää siis merkittävän markkinan Harvian ulottumattomiin.

Arvioitu markkinakasvu



Lähde: Harvian johdon arvio

Kilpailuympäristö 1/3

Harvia on alan johtaja

Globaali sauna- ja spa-markkina on suhteellisen hajautunut. Toisaalta, kun puolet markkinasta on asennus- ja huoltopalveluita, joita tyypillisesti tekevät eri yhtiöt kuin itse laitteita, tämä ei mielestämme ole yllättävää. Esimerkiksi pelkissä kiukaissa Harvian markkinaosuus on varsin korkea, 20%. Harvian kilpailukenttä koostuu pääosin kahden tyyppisistä yhtiöistä: 1) kiuas- ja komponenttivalmistajista sekä 2) saunarakentajista ja integraattoreista. Näiden kahden eri ryhmän toimintamallit eroavat toisistaan siten, että jälkimmäiset eivät yleensä valmista itse käyttämiään kiukaita ja komponentteja, vaan ostavat niitä esim. Harvian kaltaisilta valmistajilta.

Käsityksemme mukaan liikevaihdolla mitattuna Harvian suurin kilpailija on saksalainen **Klafs**, joka toimittaa saunakokonaisuuksia sekä kuluttajille että kaupalliseen käyttöön. Klafsin toteuttamia sauna- ja spa-ratkaisuja löytyy mm. monista hotelleista, kuntosaleista ja kylpylöistä. Klafsilla on valikoimissaan erilaisia saunaratkaisuja, kiukaita ja

ohjauskeskuksia myös kotikäyttöön. Enemmistöomistus Klafsista myytiin alkuvuodesta 2021 sijoitusyhtiö Egerialle, jonka jälkeen Klafs on laajentanut tuotevalikoimaansa uima-altaisiin.

Harvialla on toimialaan hyvin erilainen lähestymistapa kuin Klafsilla. Harvian liikevaihto koostuu pääosin erilaisista tuotteista (kiukaat, saunakomponentit, ohjauskeskukset, saunahuoneet, höyrygeneraattorit, varaosat jne.), joita yhtiö jakelee erilaisten jälleenmyyntikanavien kautta.

Globaalin sauna- ja spa-markkinan seuraavaksi suurimmat toimijat ovat kiinalainen integraattori **SaunaKing** sekä Harvian suurin kilpailija kiuas- ja komponenttivalmistaja suomalais-ruotsalainen **TylöHelo**, nykyiseltä konsernimeltään Sauna 360. Sen omistaa pääomasijoitusyhtiö Nordic Mezzazine. Näiden kanssa kooltaan samaan kategoriaan mahtuu yhtiön käsityksen mukaan myös isoimmat infrapunasaunojen myyjät kuten **Golden Desings** ja **Sauna Works / Clearlight**. Harvian infrapunamyynnin ollessa varsin pientä, nämä eivät

kuitenkaan ole merkittävässä määrin suoria kilpailijoita Harvialle.

Sauna- ja spa-markkinalla toimii myös useita paikallisia yhtiöitä mm. **SaWo**, **Narvi** (perinteiset kiukaat ja saunakomponentit), **Lang** (saksalainen EOS:n verrokki premium-segmentissä), **Mr. Steam**, **Steamist** (höyryhuoneiden ja -generaattorien valmistajia, molemmat ovat Harvian asiakkaita), **Effegibi** (perinteiset saunat ja höyrysaunat), **Physiotherm** (infrapunasaunat), **Huum** (designkiukaat).

Kehittyneillä sauna- ja spa-markkinoilla (Suomi, Ruotsi ja Saksa) Harvialla on erityisen vahva markkina-asema ja yhtiö on kaikilla näillä markkinoilla joko suurin tai toiseksi suurin toimija. Harvia on vahvistanut asemiaan merkittävästi Pohjois-Amerikan markkinoilla AHS-yrityskaupan seurauksena (tuoteportfolion kasvu ja uudet jakelukanavat omille tuotteille). Aasia-Tyynenmeren markkinoilla Harvia kuuluu top 5-10 toimijoihin.

Erityyppiset yhtiöt ja niiden markkinaosuudet	Yhtiöiden määrä	Vuotuinen liikevaihto	Esimerkkejä	Kuvaus
Johtavat yhtiöt (15 %)	4 kpl	Yli 50 MEUR	Klafs, Harvia, SaunaKing, Sauna360	<ul style="list-style-type: none">Integraattoreita tai suuria saunakomponenttivalmistajiaToimintoja useissa maissaKattava sauna- ja saunatarvikevalikoima
Paikalliset yhtiöt (5 %)	Noin 25 kpl	5-20 MEUR	Narvi, Huum, SaWo, Physiotherm, Effegibi	<ul style="list-style-type: none">Integraattoreita, saunakomponenttivalmistajia tai osittain saunamarkkinoille keskittyviä yhtiöitäTyypillisesti suppeampi valikoima
Pienet yhtiöt (80 %)	Yli 2000 kpl	Alle 5 MEUR	Sunrans, Iki-Kiuas, Misa, Stoveman, Mondex	<ul style="list-style-type: none">Tuotevalikoima on tyypillisesti suppea, kattaen edullisia tai keskihintaisia tuotteitaMukana myös muutamia kalliisiin tuotteisiin erikoistuneita

Kilpailuympäristö 2/3

Kiukaat ja saunakomponentit

Harvian pääasiallinen kohdemarkkina on kiuas- ja saunakomponenttimarkkina, jolla yhtiön markkinaosuus on noin 20%. Harvia toimii kiuas- ja komponenttimarkkinalla laajalla tuotevalikoimalla Harvia-, Sentiotec-, EOS- ja Kusatek-tuotemerkeillä, jotka Harviaa lukuun ottamatta on hankittu yritysostojen kautta ja ne ovat täydentäneet sekä tuoteportfoliota (korkeampaan ja premium hintaluokkaan sekä ammattikanaviin) että maantieteellistä peittoa (suurempi läsnäolo Keski- ja Itä-Euroopassa).

Kiuas- ja saunakomponenttimarkkinan 2. suurin toimija on **Sauna360**, joka on Harvian tavoin keskittynyt enemmän tuotteiden valmistamiseen kuin saunojen rakentamiseen tai huoltoon. Tylö- ja Helo- tuotemerkkien lisäksi yhtiöllä on myös Kastor-, Finnleo- ja Amerec-tuotemerkit. Yhtiö menetti markkina-asemiaan ja myyntiään aiempina vuosina, mutta on 2021 onnistunut kasvamaan yli 60 MEUR liikevaihtotasoon. Yhtiöllä on edelleen vahva asema Ruotsissa ja se on Ruotsin markkinajohtaja, mutta Harvia on noussut entistä vahvemmaksi haastajaksi myös siellä. Pohjois-Amerikassa Sauna360 on vahva toimija etenkin höyrypuolella Amerec-tuotemerkin kautta. Tämä olisi varmasti myös Harviaa kiinnostava liiketoiminta. Kannattavuus on selvästi Harviaa alhaisempi, mutta koronavuosina se on onnistunut tekemään positiivista liiketulosta, marginaalin ollessa 5-7% 2020-21.

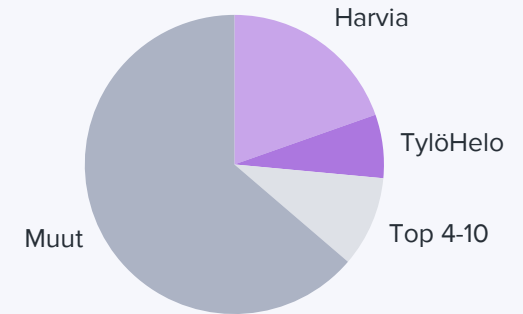
Sawo on Suomessa perustettu ja nykyisin kiukaita Filippiineillä valmistava yritys, joka keskittyy edullisiin ja keskihintaisiin kiukaisiin ja saunakomponentteihin. Suomalainen **Narvi** (liikevaihto hieman yli 12 MEUR 2021) myy kiukaita

myös Kota- ja Aito-tuotemerkeillä. Narvi on vahva Suomessa erityisesti puukiuasmarkkinoilla. Narvi siirtyi tänä vuonna pääomasijoittajan omistukseen. Samaan kokoluokkaan on noussut designkiukaita valmistava Virolainen **Huum**. Muita tunnettuja saunavalmistajia Suomen markkinoilla ovat **Iki-Kiuas Oy**, Protec Oy:n osana toimiva **Mondex-brändi**, ja **Misa Oy**, joiden liikevaihdot ovat käsityksemme mukaan alle 5 MEUR.

Harvia tekee kilpailijoihin nähden toimialan parasta kannattavuutta ja sen liikevoittomarginaali on viimeisen 10 vuoden ajan ollut noin 20 %. Narvi on ennen koronaa tehnyt keskimäärin 5 % liikevoittomarginaalia, mutta 2021 se oli yli 15%. Iki-Kiuas Oy:n liikevoittomarginaali on vaihdellut 7-12 %:n välillä ja Misa Oy:n liikevoittomarginaali parani 8% tasolle viime vuonna. Kilpailijoidenkin parantuneesta suorituksesta näkyy korona-ajan aiheuttama myötätuuli koko alalle. Harvian vahva kannattavuus johtuu nähdäksemme ainakin 1) omasta komponenttisuunnittelusta ja –tuotannosta 2) vahvasta brändistä ja 3) isojen volyymien tuomasta skaalaedusta.

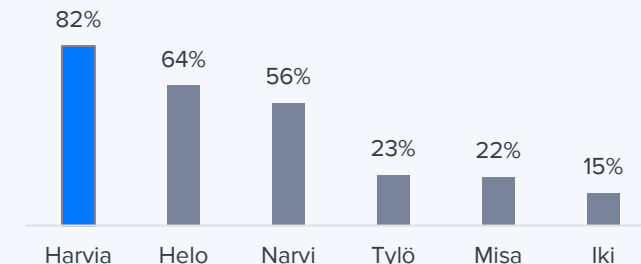
Kokonaisuudessaan sauna- ja spa-markkina on suhteellisen fragmentoitunut ja valtaosa markkinasta koostuu pienistä ja paikallisista toimijoista. Useampi toimija on myös pääomasijoittajan omistuksessa, joiden omistusaika on yleensä rajallinen. Tämän takia uskomme markkinan konsolidaation jatkuvan. Näemme Harvian jatkavan oman portfolionsa täydentämistä yritysostojen kautta etenkin niillä segmenteillä, joita portfoliosta vielä puuttuu (mm. yhtiöt, joilla on osaamista ammattihöyry- ja infrapunasauunoissa).

Kiuas- ja saunakomponenttimarkkinan arvioidut osuudet



Lähde: Harvia, Inderesin arvio

Tunnetuimmat saunabrändit Suomessa*



*Kansainvälisen konsulttiyhtiön tekemä kysely Suomessa 2017

Kilpailuympäristö 3/3

Arvioitu markkina-asema

Kiuas- ja saunakomponenttivalmistajat

Kiukaat ja saunakomponentit

Koko sauna- ja spa-markkina

Tarjooma

HARVIA		#1	#1	<ul style="list-style-type: none"> Laaja tuotevalikoima Harvia, Sentiotec ja EOS--tuotemerkeillä
TYLÖHELO		#2	top #5	<ul style="list-style-type: none"> Laaja tuotevalikoima Tylö-, Helo-, Finnleo- ja Amerec-tuotemerkeillä
SAWO		#4	top #10	<ul style="list-style-type: none"> Edullisia ja keskihintaisia kiukaita ja saunakomponentteja
NARVI		#5	top #15	<ul style="list-style-type: none"> Puukiukaita Suomessa ja Ruotsissa Narvi-, Kota ja Aito -tuotemerkeillä

Integraattorit ja saunanrakentajat

KLAFS MY SAUNA AND SPA		#2	<ul style="list-style-type: none"> Laaja valikoima saunaratkaisuja
SAUNAKING		#3	<ul style="list-style-type: none"> Laaja saunavalikoima
DURAVIT		top #10	<ul style="list-style-type: none"> Kylpyhuoneisiin erikoistunut yhtiö, jolla suppea saunatarjooma
PHYSIO THERM® Infrarotkabinen		top #10	<ul style="list-style-type: none"> Valikoima infrapunasaunoja
effegibi®		top #10	<ul style="list-style-type: none"> Perinteisiä saunoja ja höyrysaunoja

Strategia

Harvian strategiset tavoitteet



Keskiostoksen kasvattaminen



- Tavoitteena myydä enemmän ominaisuuksiltaan edistyneempiä kiukaita ja laajempia saunakokonaisuuksia sekä kasvattaa korkeamman hintaluokan tuotteiden myyntiä

Maantieteellinen laajentuminen



- Markkinaosuuden kasvu kaikilla markkinoilla
- Jälleenmyyntiverkoston vahvistaminen ja tuotteiden saatavuuden ja näkyvyyden parantaminen päämarkkinoilla
- Yritystojen ristiinmyyntisynergioiden hyödyntäminen

Tuottavuuden parantaminen



- Tuotannon maantieteellisen rakenteen, tuotevalikoiman ja suunnittelun optimointi
- Osto- ja logistiikka toiminnan tehostaminen
- Kapasiteetin käyttöasteen parantaminen ja automaation lisäys

Inderesin kommentit Harvian strategisista tavoitteista

- Harvia on laajentunut kalliimpiin tuotteisiin (Sentiotec & EOS) sekä saunakokonaisuuksiin (Almost Heaven Saunas) etenkin yritysostojen kautta, joka on tavoitteen mukaisesti kasvattanut tuotteiden keskihintaa
- Ristiinmyynnin avulla Harvia pystyy lisäämään näiden tuotteiden myyntiä myös omissa myyntikanavissaan
- Huomioimme, että keskihinnan lisäksi myynnin marginaali on tärkeä. Esimerkiksi kokonaisissa saunoissa on Harvian perinteisiä vahvuuksia (kiukaat, ohjainkeskukset) matalampi marginaali
- Mielestämme Harvialla on rajalliset mahdollisuudet vaikuttaa suoraan loppuasiakkaan keskiostokseen, koska myynti tapahtuu jakelijoiden välityksellä

- Harvia on viime vuosina onnistunut hyvin markkinaosuuden kasvattamisessa sekä orgaanisesti että yritysostojen avulla. Venäjän myynnin loppuminen tosin vei Harvialta yhden ison saunamarkkinan ja rajaa näin tulevaisuuden potentiaalia jonkun verran
- Kysynnän kasvun kestävyys korona-ajan huippukysynnän jälkeen on vielä epävarmaa
- Jälleenmyyntiverkoston kasvattaminen on hidasta työtä, joka Harvian mukaan etenee
- Vahva brändi ja hyvät tuotteet tukevat laajentumismahdollisuuksia
- Yritysostojen ristiinmyynnin kehittämisellä voidaan tukea myynnin kasvua esim. Keski-Euroopassa tulevinakin

- Tuottavuuden parantaminen on nähdäksemme normaali osa minkä tahansa yhtiön toimintaa
- Harvia on tuottanut käytännössä täydellä kapasiteetilla tuotteita 2020-21 ja kasvattanut tuotantoaan viime vuosina merkittävästi vastatakseen kovaan kysyntään. Mikäli kysyntä asettuu pysyvästi matalammalle tasolle, on sen haasteena pitää tuotanto tehokkaana matalammasta käyttöasteesta huolimatta
- Arviomme mukaan Harvian hyvä ja tasainen kannattavuus historiassa kertoo, että sen tuotanto on keskimäärin varsin tehokasta. Tätä tukee isot volyymit ja volyymeihin perustuva palkkausmalli

Taloudelliset tavoitteet



Taloudelliset tavoitteet (annettu listautumisen yhteydessä 2018)

Vuosiliikevaihdon kasvu keskimäärin yli 5 %

- Harvia on kasvanut vuosina 2020-21 hurjaa vauhtia, jonka uskomme tasoittuvan lähivuosina.
- Markkinoiden historiallinen kasvu on noin 5 % vuodessa, joten tavoite vaatii hieman yli markkinakasvua
- Keskimääräisenä tasona, ja koronan tukeman kysynnän tasaantumisen jälkeen, näemme kasvutavoitteen Harvialle realistisena

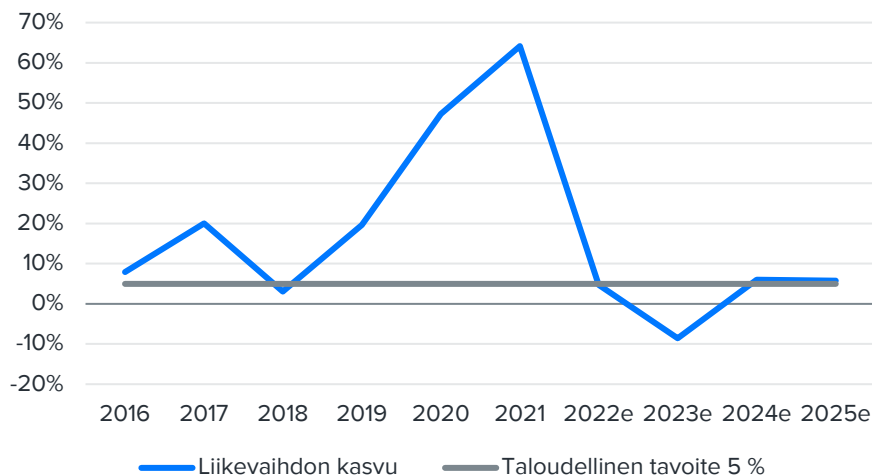
Oikaistu liikevoittoprosentti 20 %

- Harvian kannattavuus on historiallisesti ollut 20% tavoitteen molemmin puolin, huippuvuonna 2021 selvästi parempi
- Uskomme Harvian pystyvän myös jatkossa suunnilleen tavoiteltuun marginaalitasoon
- Taso on kuitenkin jo alan huippua ja Harvia on laajentanut toimintaansa hieman matalakatteisemmilla tuotealueilla. Tämän takia emme näe tavoitteen nostoa tai merkittävää ylittämistä todennäköisenä

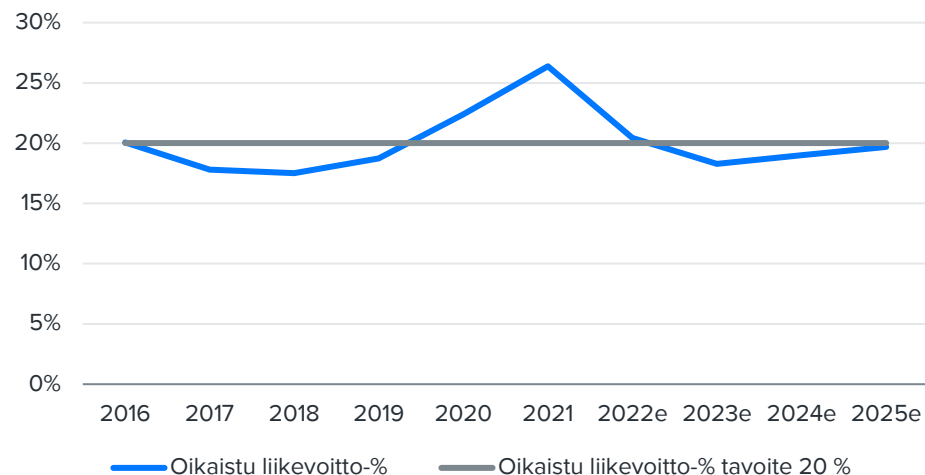
Nettovelka / oikaistu käyttökate 1,5x-2,5x

- Harvian kassavirta on vahva ja investointitarpeet pienehköjä
- Näin ollen normaalitilanteessa yhtiö pystyy lyhentämään hyvin velkaansa ja sitä lisäävät lähinnä mahdolliset yritysostot
- Harvia oli Q222 lopussa, EOS-Saksa vähemmistökauppa huomioiden, tasolla 1,4x
- Uskomme Harvian pysyvän tavoitehaarukassa, tai sen alapuolella, myös jatkossa

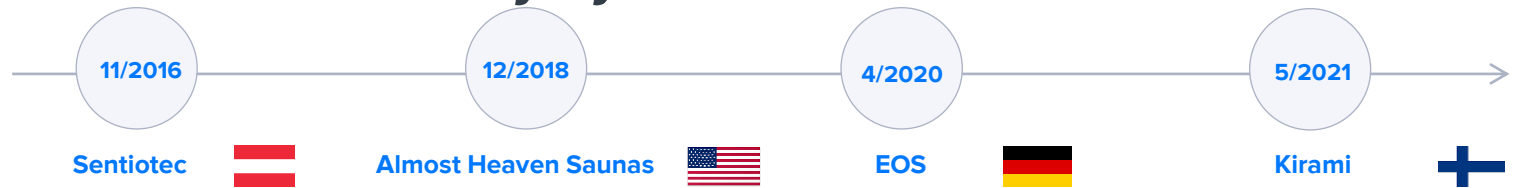
Liikevaihdon kasvutavoite



Liikevoitto-% tavoite



Harvian toteuttamat merkittävät yritysostot



Liikevaihto	7,4 MEUR (2015)	~8 MEUR (2017)	17,3 MEUR (2019)	22,1 MEUR (5/2020-4/2021)
Kannattavuus	Harviaa heikempi hankintahetkellä (EBITDA <10%)	EBITDA neg. (2017)	Oik. EBIT-%: 16,5 % (2019)	Oik. EBIT-%: 14,1 % (5/2020-4/2021)
Kauppahinta	4,5 MEUR	4 MEUR (EV/S ~0,5x)	19,7 MEUR (EV/EBITDA ~8x) + lisäkauppahinta 19 MEUR (7/22) samalla kertomella viimeiseltä 12 kuukaudelta	7 MEUR + 0-4 MEUR kolme vuotta kaupan jälkeen (EV/EBIT 2,3 – 4,8x)
Omistusosuus	100 %	100 %	78,6 % Saksan ja 80 % Venäjän liiketoiminnoista (lopun Saksan toiminnoista ostettiin 7/22)	100%, 50% osuus Viron ja Ruotsin yhtiöistä
Henkilöstömäärä	73	Noin 40	Noin 150	Noin 40
Päämarkkinat	Keski-Eurooppa	Yhdysvallat	Keski- ja Itä-Eurooppa, Venäjä	Suomi, Keski-Eurooppa, Skandinavia
Tuotemerkit				
Tuotetarjoama	Korkeamman hintaluokan kiukaat, ohjauskeskukset, saunahuoneet ja oheislaitteet	Edullisemmän hintaluokan ulko- ja sisäsaunat (mm. tynnyrisaunat)	Ammatti- ja premium-luokan kiukaat ja höyrygeneraattorit (EOS), kaasukäyttöiset kiukaat (Kusatek), ohjausyksiköt ja elektroniikka (Spatronic)	Kylpytynnyrit ja –altaat Pihasaunat (Finnvision-brändi)

Historiallinen kehitys

Liikevaihdon kasvu on ollut voimakasta

Vuoden 2016 Sentiotec-yrityskauppaan asti liikevaihdon kehitys oli melko tasaista (matalia yksinumeroisia prosentteja), jonka jälkeen liikevaihto lähti voimakkaaseen kasvuun etenkin yritysostojen kautta.

Vuosina 2016-2018 Harvian orgaaninen kasvu jäi hieman keskimääräisestä globaalista sauna- ja spa-markkinan kasvuvauhdista ollen vuositasolla 3-4 %. Arvioimme tämän johtuneen yhtiön merkittävästä altistumisesta hitaammin kasvaville perinteisille saunamarkkinoille (Suomi, Skandinaavia ja Venäjä), mistä vielä vuonna 2018 tuli yli puolet yhtiön liikevaihdosta. Myös Harvian vahva alue, kiuasmarkkina, kasvaa tyypillisesti hieman koko markkinaa hitaammin. Yritysostojen, uusien tuotelanseerausten ja uusien jakelukanavien avaamisen myötä yhtiö on kuitenkin saanut laajennettua myyntiään maantieteellisesti ja yhä suurempi osa liikevaihdosta tulee nykyään nopeammin kasvavilta saunamarkkinoilta.

Yritysostojen tukemana kasvuvauhti oli kuitenkin sekä 2017 että 2019 noin 20% jonka jälkeen korona räjäytti kysynnän kattoon ja osittain yritysostojen tukemana kasvu oli 47% ja 64% 2020 ja 2021. Tahti jatkui kovana vielä Q1'22, mutta Q2'22 kasvunumerot kääntyivät negatiivien puolelle, etenkin Saksan ison pudotuksen takia.

Kannattavuus on toimialan huippuluokkaa

Harvian kannattavuus on toimialan huippua ja se on ollut myös hyvin tasaista. Yhtiön erinomainen kannattavuus on jatkunut jo kymmeniä vuosia. Vuosina 2015-2018 Harvian oikaistu liikevoitto

vaihteli kapealla vaihteluvälillä (10-11 MEUR) ja yhtiö ylsi keskimäärin 18.5 %:n oikaistuun liikevoittomarginaaliin. Vuonna 2019 oikaistu liikevoitto parani 13,9 MEUR:oon AHS:n yritysoston ja tuloskäänteen seurauksena.

Vaikka Harvian ostamat yritykset ovat osittain olleet kannattavuudeltaan sen perinteisiä toimintoja heikompia, kannattavuuskehitys 2020-21 aikana on ollut selkeästi nouseva. Tätä tuki luonnollisesti valtava myynnin kasvu, jonka ansiosta yhtiö on päässyt nauttimaan positiivisesta operatiivisesta vivusta ja arvioimme mukaan myös hyvästä hinnoittelusta, kun tuotteiden kysyntä on ollut kovaa.

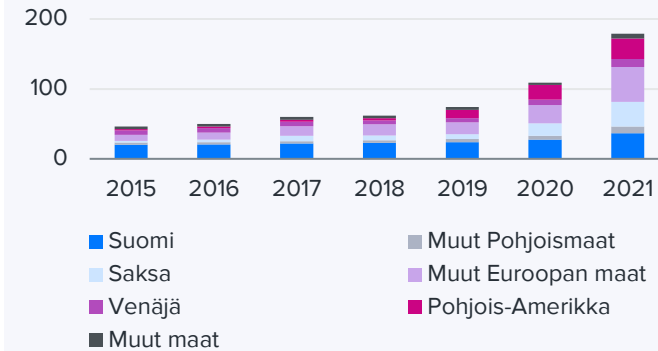
Oikaistu liikevoittomarginaali nousikin 2021 reilusti yli 20 % tavoitteen, ollen 26.4%. Uskomme tämän kuitenkin jäävän huippuvuodeksi ja kannattavuuden tasoittuvan jatkossa.

Investoinnit kasvoivat rajusti 2021

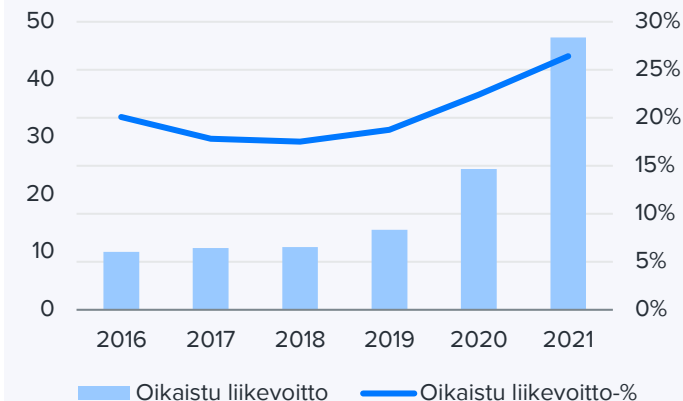
Harvian vuotuinen investointitarve on tyypillisesti hyvin matala. 2015-2019 yhtiö investoi vain 1,3 MEUR vuodessa (1,5-2,6 % liikevaihdosta). Nämä investoinnit olivat lähinnä ylläpitoinvestointeja. Vuosien 2020-21 aikana yhtiön investointitaso nousi merkittävästi kun yhtiö pyrki vastaamaan nopeasti kasvaneeseen kysyntään. Tämä sisälsi investointeja mm. Muuramen tehtaaseen ja täysin uuteen tehtaaseen USA:ssa.

Tehdasinvestointien lisäksi Harvia on käyttänyt vahvaa kassavirtaansa yritysostoihin viime vuosina. Vahvan kassavirran ja tuloskehityksen ansiosta tase on tästä huolimatta pysynyt vahvana ja esim. nettovelka / EBITDA on alle yhtiön tavoitehaarukan 1,5-2,5x.

Liikevaihto markkinoittain (MEUR)



Oikaistu liikevoitto (MEUR)



Taloudellinen tilanne

Tase pysynyt hyvänä yritysostoista huolimatta

Harvian tase on ollut vahvalla tasolla vuoden 2018 listautumisesta lähtien, jolloin yhtiö käytti kerätyt pääomat lähes täysimääräisesti osakaslainojen takaisinmaksuun. Vaikka yhtiö on tehnyt useita yritysostoja, omavaraisuusaste oli Q222 lopussa hyvällä yli 40 % tasolla.

Yhtiön velkaantuneisuuden taloudellisenä tavoitteena on säilyttää nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhde 1,5-2,5x välillä. Harvia on onnistunut tässä tavoitteessa läpi pörssihistoriansa hyvin ja suhde on itse asiassa tasaisesti laskenut. Vuosina 2020-21 suhdeluku on ollut 1x ympärillä, vahvan tuloksen ja kassavirran tukemana. Kun otetaan huomioon heinäkuussa toteutettu EOS-Saksan vähemmistöosuuden osto, suhdeluku oli 1,4x Q222 lopussa. Yhtiö pystyy tarvittaessa korkean kannattavuutensa ja kassavirtansa avulla suhteellisen nopeasti lyhentämään velkojaan, jos esimerkiksi yrityskaupan seurauksena velkamäärä kasvaisi.

Taseasema mahdollistaa yritysostojen jatkamisen, mutta ei takaa niitä

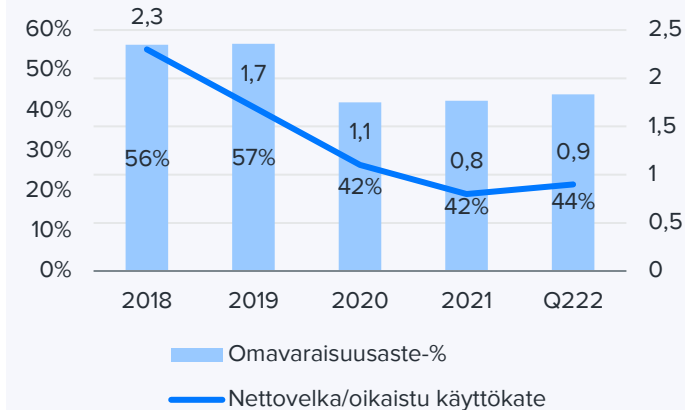
Harvia on ollut viime vuosina aktiivinen sauna- ja spa-markkinan konsolidoija. Harvia tavoittelee yritysostoja myös jatkossa ja sillä onkin hyvät näytöt aiemmista kaupoista. Arvelemme kuitenkin tällä hetkellä yrityskauppamarkkinan olevan ostajan kannalta hankala, kun alalla on tehty poikkeuksellisen hyviä tuloksia viime vuosina. Myyjät oletettavasti haluavat arvostaa yhtiönsä näiden tulosten perusteella, jota emme pidä Harvialle ostajan roolissa järkevänä. Toisaalta Harvian tekemät yritysostot ovat tyypillisesti olleet yhtiöitä, joiden kanssa heillä on ollut yhteistyötä jo

pidempään, eikä yrityskaupan motiivina (myyjällä) ole välttämättä ollut optimaalisen myyntiajankohdan löytäminen. Kiinnostavia ostokohteita voi siis tarjoutua Harvialle sen vahvan aseman ja suhteiden ansiosta. Joka tapauksessa uskomme, että voi mennä jonkin aikaa ennen kuin sopiva ja sopivan hintainen kohde yrityskauppojen suhteen löytyy.

Tuoteportfolion osalta Harvialle olisi luontevaa ostaa osaamista infrapuna- ja/tai höyrysaunojen puolella, missä sen asema on vielä vaatimaton. Käsitksemme mukaan höyrysaunojen puolella on viime aikoina tehty useampia kauppia, joten voi olla, että lyhyellä aikavälillä potentiaaliset kohteet ovat jo vaihtaneet omistajaa. Infrapunasauoissa taas pääosa merkittävistä toimijoista on ulkoistanut saunojen tuotannon jolloin erottautuminen/tehostaminen sillä puolella on vaikeaa. Infrapunasauojen myyntiargumentit ja tuotteiden käyttö poikkeaa myös jonkin verran Harvian nykyisestä tuoteportfoliosta. Infrapunan osalta suorat synergiat/tehostamismahdollisuudet olisivatkin mielestämme pienempiä kuin esim. Sentiotec tai Almost Heaven Saunas –kaupoissa. Näissä Harvia toi omaa osaamistaan ostettaviin yrityksiin ja toisaalta sai vahvempaa jalansijaa ko. yhtiöiden markkinoilta, joka johti ostettujen yhtiöiden selvään parantumiseen.

Vahva tase, hyvä tuloskunto ja kassavirta mahdollistavat kohtuullisenkin kokoiset yrityskaupat myös nopealla aikataululla. Nettovelka / käyttökate tavoitteen puitteissa Harvia voisi ottaa tällä hetkellä noin 50 MEUR lisävelkaa. Historiaa katsoen, ja arviomme mukaan, mahdollisten yrityskauppojen koko mahtuu hyvin tämän määrän alle.

Taseasema



Ennusteet 1/3

Ennustamme orgaanista kehitystä

Mallinamme Harviaa sen maantieteellisten segmenttien liikevaihdon sekä yhtiötason bruttokatteen, kulujen ja siten liikevoiton kehityksen kautta. Emme ennusta mahdollisia tulevia yrityskauppoja eli ennusteemme pohjautuu lähinnä orgaaniseen kehitykseen.

Käymme tässä osiossa läpi virallisten ennusteidemme perustat ja sen jälkeen löytyy kolme erilaista potentiaalista skenaariota.

Yhtiö näkee alla olevan markkinan edelleen kasvavan

Harvia ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä eikä siten tulos- tai liikevaihto-ohjeistusta. Yhtiö totesi Q2-raportin yhteydessä, että se näkee edelleen sauna- ja spa-tuotteiden yleisyyden kasvavan ja korvauskysynnän pysyvän vakaana. Yhtiö on asettanut pitkän aikavälin tavoitteiksi keskimäärin yli 5 %:n vuotuisen liikevaihdon kasvun ja yli 20 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin. Yhtiö kommentoi myös, että nykyinen markkinatilanne ei vaikuta näihin arvioihin tai tavoitteisiin. Huomioimme kuitenkin, että tämä ei tarkoita kasvun tai kasvatavoitteen olevan yli 5 % joka vuonna. Ennusteillamme tästä jäädänkin sekä 2022 (1 % tai ilman Venäjän vaikutusta 4 %) että 2023 (-8 % tai ilman Venäjän vaikutusta -4 %).

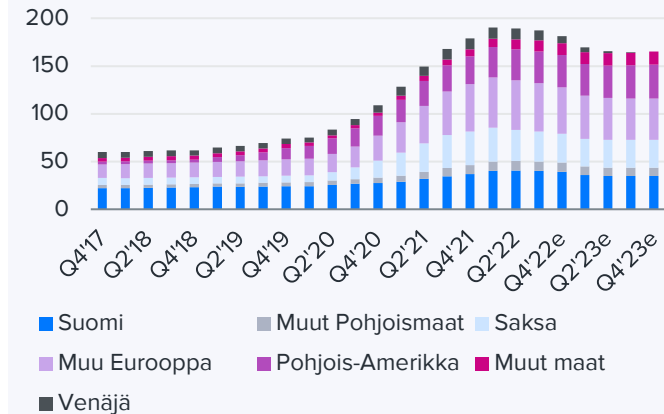
Yhtiö sanoi myös, että se näkee markkinan kasvavan hinnankorotusten tukemana mahdollisesti 10 % tänä vuonna. Tämä viittaa Harvian jakelijoiden ulosmyyntiin ja varastomuutosten takia Harvian sisäänmyynnin osalta markkina voi kehittyä heikommin.

Uskomme, että heikentyvän kuluttajakysynnän takia markkinakasvu voi jäädä Harvian johdon odotuksia heikommaksi tänä vuonna. Harvia ei enää usko, että markkina kasvaisi lähivuosina 5 % nopeammin, kuten se kevääseen 2022 asti arvioi. Tämä johtuu aikaistetun kysynnän loppumisesta. Yhtiö totesi myös korona-ajan poikkeuksellisen vahvana pysyneen tilauskannan normalisoituneen nyt muutaman viikon tasolle. Yhtiön näkyvyys on siis heikentynyt oleellisesti, joka lisää epävarmuutta.

Liikevaihto laskussa H222-2023

Harvian liikevaihto kääntyi Q222 laskuun lähinnä Saksan 30 %:n laskun seurauksena. Arvioimme, että heikentyvä kuluttajakysyntä tulee hidastamaan kasvua/kääntämään sen negatiiviseksi myös muilla Euroopan markkinoilla H222 aikana. Kiramin kesällä ilmoitetut lomautukset ja yhtiön kommentit viittaavat, että ainakin kylpytynnyreissä koronasta ”normalisoituminen” voi johtaa selvään myynnin laskuun. Kokonaisuudessaan loppuvuoden osalta näemme pientä laskua Suomessa ja muissa Pohjoismaissa sekä isomme pudotuksen Saksassa ja muussa Euroopassa. Pohjois-Amerikassa vahvempi USD vs. EUR tukee kasvua ja muut maat –segmentissä odotamme hyvän myynnin kasvun jatkuvan. Venäjälle myydään vielä H2 aikana EOS-kiukaita reilulla 2 MEUR, jonka jälkeen Venäjän kauppa loppuu. Tämä vaikuttaa osaltaan H2'22 ja 2023 myyntiin negatiivisesti. Koko vuoden 2022 osalta ennustamme 1 % myynnin kasvua tai 4 % ilman Venäjää, lähinnä vahvan Q1 kasvun takia (28 %).

12kk rullaava liikevaihto alueittain



Liikevaihdon kehitys vuosittain



Ennusteet 2/3

Uskomme sekä kuluttajien että jakelijoiden kysynnän olevan varovaista etenkin vuoden 2023 alkupuolella. Harvian kysynnän heikentyminen alkoi tänä vuonna kiuassegmentistä, mutta uskomme myös saunoissa näkyvän kysynnän laskua vuodenvaihdetta kohti mentäessä.

Saunojen ostamisessa aikajänne on arviomme mukaan kiukaita pidempi, jolloin kysynnän muutokset näkyvät pienellä viiveellä. Sama tosin koskee nähdäksemme esim. remonttien yhteydessä uusittavia kiukaita eli kun remonttihalukkuus vähenee, kiukaiden kysyntä laskee viiveellä tätä seuraten.

Ennustamme 10 % myynnin laskua Suomessa, Pohjoismaissa ja muu Eurooppa alueella, kun taas Saksan odotamme tasaantuvan vuoden 2022 ison pudotuksen jälkeen. Venäjän myyntiä ei enää 2023 pitäisi olla. Pohjois-Amerikassa odotamme pienen kasvun jatkuvan, samoin muut maat –segmentissä odotamme 10 % kasvua, kun Harvia suuntaa Venäjän myynnistä vapautuneita resursseja uusilla markkinoilla kasvamiseen. Jos verrataan Q2'21-Q1'22 toteutunutta huippuliikevaihtoa (190 MEUR) vuoteen 2023, arviomme, että pelkästään Kiramin kysynnän normalisoituminen (noin 10 MEUR) ja Venäjän myynnin poistuminen (11 MEUR) pitäisi laskea liikevaihtoa yli 20 MEUR. Toisaalta hinnankorotukset voivat tuoda yli 10 % lisää liikevaihtoa eli volyymikkehitys on selvästi liikevaihdon kehitystä heikompaa.

Vertailulukujen helpottaessa Q223 alkaen, Harvian suhteellisen kehityksen pitäisi näyttää paremmalta vuoden 2023 loppua kohti

mentäessä. Samoin odotamme kuluttajien tilanteen vähintäänkin tasaantuvan vuoden 2023 aikana, jolloin myös Harvian kysyntä tasaantuisi. Emme kuitenkaan odota juurikaan kasvua vielä H222 aikanaan. Koko vuodelta 2023 odotamme 8 % myynnin laskua, mutta Venäjä pois lukien tiputus on 4 %.

Takaisin kasvutrendille 2024

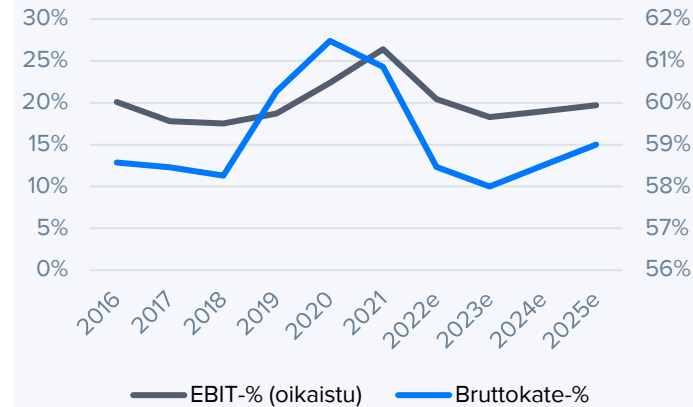
Vuonna 2024-25 odotamme markkinoiden palautuvan lähemmäs noin 5 % trendikasvua ja Harvian yltävän sen yli taloudellisten tavoitteidensa mukaisesti. Ennustamamme 6 % kasvua vetää Pohjois-Amerikka ja muut maat –segmentti, mutta ennustamme kasvua kaikilla markkina-alueilla.

EOS-brändin odotettu myynnin alkaminen Pohjois-Amerikassa tulee tukemaan sen markkina-alueen kasvua, mutta merkittävää kasvuajuria koko yhtiön tasolla emme EOS:in Amerikan laajentumisesta odota. CEO Pajuharju on useamman kerran sanonut, että tälle(kin) markkinalle lähdetään pikkuhiljaa, joten lähivuosina liikevaihto jäänee alle miljoonan.

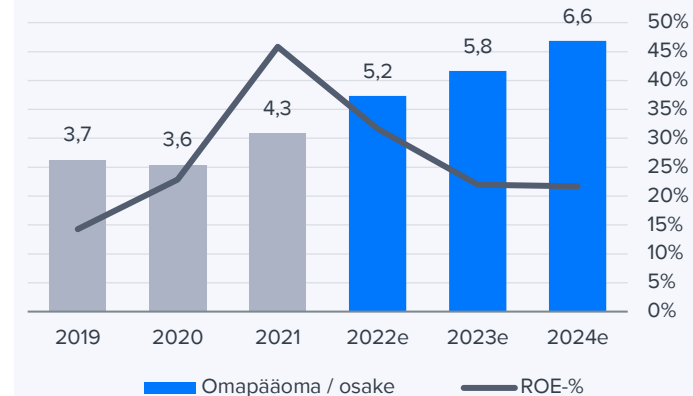
Liikevoittomarginaali palautuu 20 %:n tasolle

Harvian bruttokate oli 2019-21 yli 60 %, jota uskomme tukeneen korkean kysynnän tuoma suotuisa hinnoittelu sekä täydellä tehokkuudella käynyt tuotanto. Korkean kysynnän tasaannuttua, bruttokate oli H122 58,5 % tasolla, johon vaikutti myös korkeampikatteen kiuas-tuoteryhmän myynnin lasku. Arvioimme että bruttokate tulee lähivuosina pysymään 58-59 % tasoilla, jolla se oli myös 2016-18.

Bruttokate ja EBIT-%



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Ennusteet 3/3

Tähän kuitenkin vaikuttaa tuoteryhmäkohtainen liikevaihdon kehitys, sillä saunoissa kate on edelleen kiukaita ja komponentteja jonkin verran heikompi. Emme ennusta suoraan tuoteryhmiä, mutta ennustamme kasvu Pohjois-Amerikassa ja toisaalta lasku Euroopassa viittaa tuotemixin heikentymiseen.

Arvioimme, että myös kiinteät kulut nousevat suhteessa liikevaihtoon viime vuosien erittäin hyvältä tasolta, kun liikevaihto kääntyy laskuun. Tuotannon osalta henkilöstökulut joustavat jossain määrin, mutta emme usko, että Harvia lähtee muuten henkilöstöä oleellisesti vähentämään tilapäisen liikevaihdon lasku takia, kun se selvästi toimii edelleen pitkällä aikavälillä kasvavassa markkinassa. Sama logiikka pätee muihin kiinteisiin kuluihin.

Ennustamme kiinteiden kulujen kokonaisuudessaan olevan 2023 absoluuttisesti hieman viime vuoden tason alle, mutta suhteessa liikevaihtoon korkeammalla. Karkeasti samana pysyvän poistotason jälkeen, tämä johtaa liikevoittomarginaalin tippumiseen 20 %:n pintaan tänä vuonna vuoden 2021 ennätyskorkeasta 26 % tasosta ja edelleen 18 % vuonna 2023, kunnes se 2025 mennessä palautuu noin 20 % tavoitetasoon, johon yhtiö on historiallisestikin yltänyt.

Osakekohtainen tulos ja osinko

Harvian velkaantuneisuus on maltillista ja siten rahoituskulut varsin pieniä, ennustamme noin 1 MEUR nettorahoituskuluja vuosille 2023-24. Vuonna 2022 nettorahoituskulut ovat positiivisia koronvaihtosopimusten arvonmuutosten ansiosta.

Veroprocentin odotamme säilyvän viime aikojen tasolla eli 23 % vuosina 2023-25. Osakekohtaista tulosta tukee hieman vähemmistöerien poistuminen 2022 lopussa, kun EOS-Saksan vähemmistöosuus lunastettiin heinäkuussa 2022 ja EOS-Venäjän toiminta loppuu 2022 loppuun mennessä.

Ennusteissamme vertailukelpoinen osakekohtainen tulos laskee noin 20 %/v vuosina 2022-23 ja kasvaa taas noin 10 %/v vuosina 2024-25. Näin vuonna 2025 päädytään karkeasti kuluvaan vuoden tasolle, noin 1,5 euroon.

Harvia on perinteisesti jakanut melko suuren osan voitostaan osinkoina. Vuoden 2021 osinkopäätöksen yhteydessä yhtiö kuitenkin poisti aiemman ”vähintään 60 % nettotuloksesta” tavoitteen osinkopolitiikastaan ja tavoittelee nyt ”vain” kasvavaa osinkoa. Tämän tukemana yhtiö mielestämme järkevästi laskee osingonjakosuhdetta selvästi vuodelta 2021, mutta nosti kuitenkin absoluuttista osinkoaan. Tämän ansiosta uskomme, että Harvia pystyy laskevasta tuloksesta huolimatta jatkamaan nousevan osingon trendiä myös 2022-23. Tämä nostaa osingonjakosuhteen 50 % tasoon vuoden 2023 osalta. Vahva kassavirta huomioiden isompikin osingonjakosuhte olisi hyvin mahdollinen.

Tase säilyy vahvana myös ennusteissa

Vaikka ennustamme laskevaa tulosta vuosille 2022-23, Harvian vahva kassavirta ajaa yhtiön taseen lähes nettovelattomaksi jo 2023 lopussa. Saksan EOS:in vähemmistöosuuden oston jälkeen myöskään aiempiin yritysostoihin liittyvät lisäkauppahinnat ovat suurusluokaltaan vain pari

miljoonaa (lähinnä Kirami), joten sieltäkään ei merkittävää lisävelkaantumista ole luvassa. Näin ollen heikentyvästä tuloksesta huolimatta, yhtiöllä on erinomaiset edellytykset sekä nostaa osinkoa että tehdä yritysostoja. 2023 lopun luvuilla sillä olisi velkaantumistavoitteensa puitteissa jo noin 100 MEUR tulivoimaa yritysostoihin. Mikäli ostokohteita ei löydy, tai jos ostot ovat pienehköjä, Harvia voi mielestämme hyvin optimoida taserakennettaan myös ylimääräisellä osingolla. Tämä on kuitenkin todennäköistä vasta, kun tulostrendi on taas nousussa eli ehkä esimerkiksi 2024 keväällä.

Korkea pääoman tuotto luo arvoa

Ennustamme pääoman tuotot lähivuosille liikkuvat Harvialle 20 % tasolla. Koska yhtiön kasvu vaatii vain vähän pääomia, pääoman kierto ja tuotto ovat nousseet tuloksen kasvaessa. Ennustamme kasvutrendin jatkuvan 2024 eteenpäin ja pääoman tuoton pysyvän korkeana, joka luo omistajille lisäarvoa. Tässä suhteessa näemme ainoana selkeänä riskinä, että Harvia sitoisi pääomia kalliiseen yrityskauppaan, joka heijastuisi myös matalampana pääoman tuottona.

Tulevien vuosien taseen kääntyminen nettokassalle heikentää jonkin verran oman pääoman tuottoja. Esim. käyttämällä varoja onnistuneisiin yritysostoihin ja/tai isompiin osinkoihin, voidaan oman pääoman tuottoa parantaa. Tähän kannustaa myös Harvian nettovelka / oikaistu käyttökate –tavoitteen alaraja 1,5x.

Ennustemuutokset

Hieman varovaisemmat ennusteet

Euroopassa kuluttajien ostovoimaa ja luottamusta painavat tekijät eli korkotason nousu ja energiakriisin kärjistyminen ovat jatkuneet viime viikkoina. Tämän takia olemme laskeneet ennusteitamme vuositasona noin 5 % kautta linjan. Koska vuodesta 2022 on jo puolet takana, vaikutus tälle vuodelle on 2 %.

Ennusteiden laskut ovat johtuvat kysynnästä, kun taas marginaaliprofiili ennusteissamme on ennallaan. Tämän takia sekä liikevaihto että tulosrivit ovat laskeneet suunnilleen saman verran.

Olemme myös hieman laskeneet osinkoennusteitamme, mutta odotamme edelleen nousevaa osinkoa.

Ennusteet on käyty tarkemmin läpi edellisillä sivuilla, ohessa myös yksityiskohtaisemmat numerot.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	50	60	62	74	109	179	181	166	176
Materiaalit ja palvelut	-20	-25	-26	-29	-42	-70	-75	-70	-73
<i>Materiaalit ja palvelut (%liikevaihdosta)</i>	<i>-41,4 %</i>	<i>-41,5 %</i>	<i>-41,7 %</i>	<i>-39,7 %</i>	<i>-38,5 %</i>	<i>-39,1 %</i>	<i>-41,5 %</i>	<i>-42,0 %</i>	<i>-41,5 %</i>
Bruttokate	29	35	36	45	67	109	106	97	103
<i>Bruttokate-%</i>	<i>58,6 %</i>	<i>58,5 %</i>	<i>58,3 %</i>	<i>60,3 %</i>	<i>61,5 %</i>	<i>60,9 %</i>	<i>58,5 %</i>	<i>58,0 %</i>	<i>58,5 %</i>
Liiketoiminnan muut tuotot	0,4	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
Henkilöstökulut	-10	-12	-13	-15	-21	-31	-32	-32	-34
<i>Henkilöstökulut (%liikevaihdosta)</i>	<i>-19,8 %</i>	<i>-20,5 %</i>	<i>-21,1 %</i>	<i>-20,1 %</i>	<i>-19,4 %</i>	<i>-17,1 %</i>	<i>-17,9 %</i>	<i>-19,0 %</i>	<i>-19,0 %</i>
Liiketoiminnan muut kulut	-8	-12	-12	-14	-20	-26	-30	-28	-30
<i>Liiketoiminnan muut kulut (%liikevaihdosta)</i>	<i>-16,9 %</i>	<i>-19,7 %</i>	<i>-18,9 %</i>	<i>-18,6 %</i>	<i>-17,9 %</i>	<i>-14,8 %</i>	<i>-16,7 %</i>	<i>-17,0 %</i>	<i>-17,0 %</i>
Käyttökate (EBITDA)	11	11	12	16	27	52	44	37	40
EBITDA-%	22,6 %	18,6 %	18,6 %	22,2 %	24,5 %	29,3 %	24,1 %	22,2 %	22,7 %
Poistot	-1,6	-1,9	-2,2	-3,1	-4,3	-5,8	-6,7	-6,6	-6,6
Oikaistu liikevoitto (oik. EBIT)	10	11	11	14	24	47	37	30	34
<i>EBIT-% (oikaistu)</i>	<i>20,1 %</i>	<i>17,8 %</i>	<i>17,5 %</i>	<i>18,7 %</i>	<i>22,4 %</i>	<i>26,4 %</i>	<i>20,4 %</i>	<i>18,3 %</i>	<i>19,0 %</i>

Ennustemuutokset	2022e		Muutos %	2023e		Muutos %	2024e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	184	181	-2 %	175	166	-5 %	186	176	-5 %
Käyttökate	44,4	43,7	-2 %	38,9	37,0	-5 %	41,9	39,9	-5 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	37,7	37,1	-2 %	32,3	30,4	-6 %	35,6	33,5	-6 %
Liikevoitto	37,7	37,1	-2 %	32,3	30,4	-6 %	35,6	33,5	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,54	1,51	-2 %	1,28	1,22	-5 %	1,42	1,34	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,63	0,61	-3 %	0,65	0,62	-5 %	0,68	0,65	-4 %

Lähde: Inderes

Liikevaihto ja –voittoskenaarioita 1/3

Koronan aiheuttaman aikaistetun/ylimääräisen kysynnän mallintaminen

Olemme pyrkineet muutamalla eri skenaariolla mallintamaan koronavuosien aiheuttamaa aikaistettua/ylimääräistä kysyntää. Tätä varten olemme käyttäneet erilaisia oletuksia siitä, mikä Harvian ns. kestävä/trendikasvu on ollut 2020-22 ja mikä osa on koronan tuomaa poikkeuksellista kasvua, joka ei tule toistumaan. Mikäli tätä trendin yläpuolella olevaa kysyntää ajatellaan aikaistetuksi kysynnäksi, pitäisi sen vastaavasti näkyä trendiä heikompana kysyntänä/liikevaihtona tulevina vuosina. Paljon toki riippuu siitä, minkälaiseksi tuon trendikasvun arvioi.

Olemme tällä tavalla arvioineet eri liikevaihtoskenaarioita, joita voi verrata toteutuneisiin lukuihin (ilman Venäjää) ja varsinaisiin lähivuosien

ennusteisiimme. Lisäksi olemme laskeneet tasaisella 20 % EBIT-marginaalilla liikevoittotrendin.

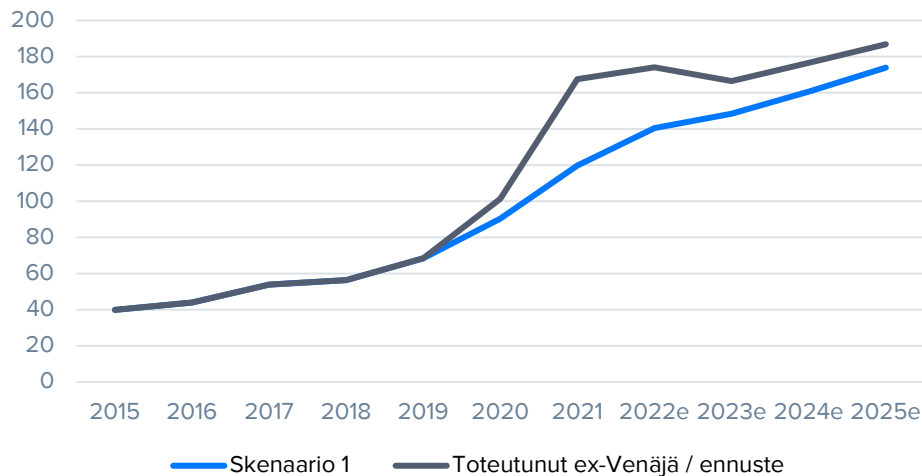
Skenaario 1 – 10-15 % trendikasvu 2020-21

- Skenaariossa 1 otamme pohjaluvuiksi 2019 luvut ja oletetaan vuosien 2020-21 "trendikasvuksi" Suomessa 10 % ja muilla markkinoilla 15 %. Tämä koostuu markkinoiden historiallista 5 % kasvuvauhtia nopeammasta kasvusta sekä Harvian kasvaneista markkinaosuuksista
- Vuonna 2022 oletetaan kaikkien markkinoiden kasvavan 10 % hinnankorotusten tukemana ja volyymien olevan tasainen. Lisäksi vahvistunut USD tukee Pohjois-Amerikan myyntiä
- 2023 kasvuvauhdin oletetaan olevan kaikilla markkinoilla 5 %, paitsi Pohjois-Amerikassa vahvemman USD:n tukemana 10 %

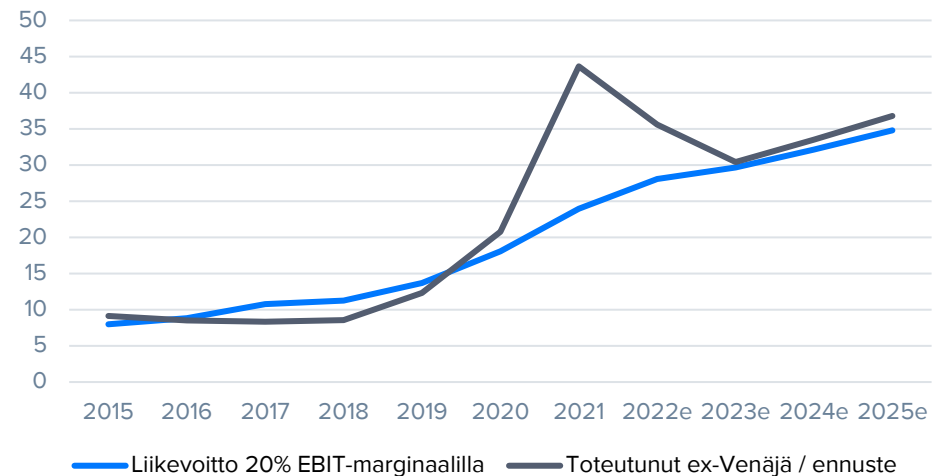
- 2024-25 oletetaan Suomen myynnin kasvavan 5 % ja muiden maiden 10 % kun Harvia jatkaa markkinaosuuksien ottamista ja saunatrendi jatkuu
- Yritysosotot on huomioitu julkistetuilla tai arvioituilla 2019 luvuilla, joihin on käytetty yllä mainittuja kasvuarvioita
- 20 % EBIT marginaalioletuksella tämä skenaario näyttää 2023 liikevoitoksi 30 MEUR

Huomioimme, että tässä skenaariossa mallinnettu liikevaihto ja -voitto jää ennustevuosinakin todellisten ennusteidemme alapuolelle. Mikäli tämä skenaario olisi oikealla suunnalla, ennusteissa olisi vielä laskuvaraa, etenkin jos liikevaihto käy lähivuosina trendin alapuolella.

Liikevaihto, skenaario 1



Liikevoitto, skenaario 1



Liikevaihto ja –voittoskenaarioita 2/3

Skenaario 2 – kansainvälinen kasvu jatkuu

- Skenaario 2 olettaa, että Suomea lukuun ottamatta Harvia pystyy jatkamaan kasvua korona-ajan korkeilta liikevaihtotasoilta. Suomessa saunojen ja Harvian tunnettuus on jo niin korkea, että emme usko korona-ajan lisänneen kestävästi markkinaa, vaan kyseessä on aikaistettu kysyntä / kertaluonteinen myyntipiikki
- Suomessa otamme siis pohjaluvuksi 2019 tason ja laskemme "kestävän kasvun" olleen 2020-21 5 % vuodessa, 2022 hinnankorotusten tukemana 10 % ja vuodesta 2023 eteenpäin 5 %. Yritysostot on huomioitu ja Kiramin ja SaunaEuroxin osalta oletukset ovat linjassa Suomen myynnin kanssa
- Muissa maissa oletamme kasvun jatkuvan 2021 tasosta ja olevan vuonna 2022 10 % (Pohjois-Amerikka USD:n tukemana hieman enemmän) ja

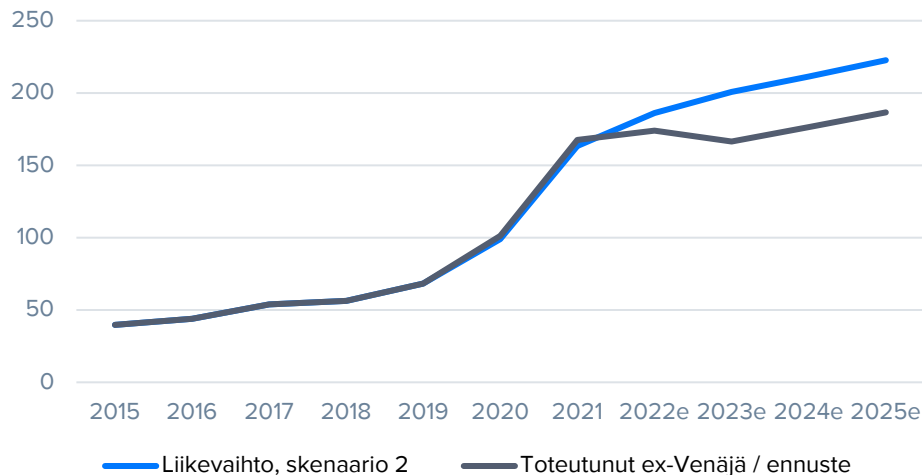
2023 eteenpäin 5 % (jälleen Pohjois-Amerikka 2023 USDn tukemana hieman enemmän)

- 20% EBIT marginaalioletuksella tämän skenaarion 2023 liikevoittoarvio on noin 40 MEUR

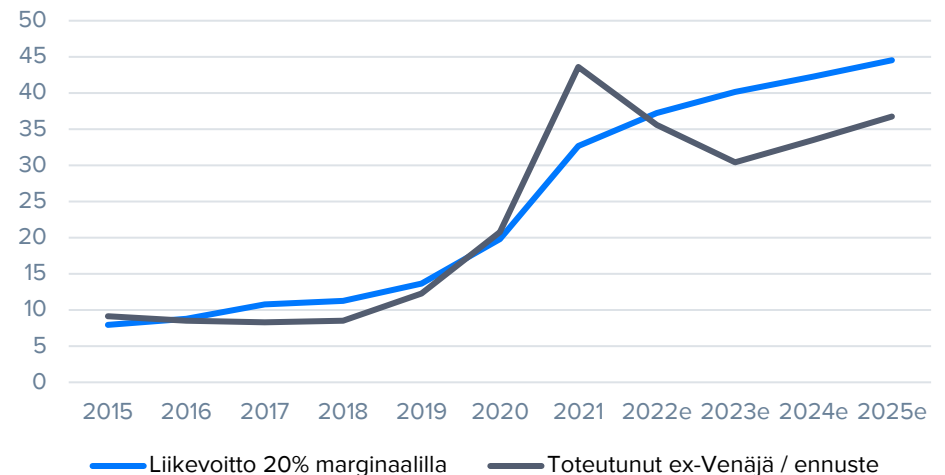
Tämä skenaario käytännössä olettaa, että korona-ajan aikaistettu / ylimääräinen kysyntä kohdistui vain Suomeen ja Kiramiin. Skenaarioon luvut meneekin jonkin verran todellisten ennusteidemme yläpuolella tuleville vuosille. Q2:ssa nähty kysynnän pudotus Saksassa ei mielestämme tue tätä skenaariota ellei se ollut hyvin tilapäinen tiputus.

Tässä skenaariossa kysynnän "normalisoituminen" on ajoitettu vuodelle 2023. Tämä on lähinnä mallinnuksen helpottamiseksi, käytännössä ajoitus ei varmasti ole näin selvärajainen tai ainakaan juuri yhdelle kalenterivuodelle. Sama koskee muitakin skenaarioita.

Liikevaihto skenaario 2



Liikevoitto skenaario 2



Liikevaihto ja –voittoskenaarioita 3/3

Skenaario 3 – Keski-Eurooppa kärsii inflaatiosta ja energiakriisistä

- Skenaario 3 on muuten sama kuin skenaario 2, mutta olettaa, että Saksa ja muu Eurooppa kärsii vuosina 2022-23 inflaation ja energiakriisin aiheuttaman ostovoiman ja -halukkuuden heikentymisen seurauksena selvästä myynnin laskusta (-10 % sekä 2022 että 2023 /vuosi), jonka jälkeen markkina jatkaa 2024 eteenpäin 5 % vuosikasvua
- 20 % EBIT marginaalioletuksella tämän skenaarion 2023 liikevoittoarvio on noin 33 MEUR

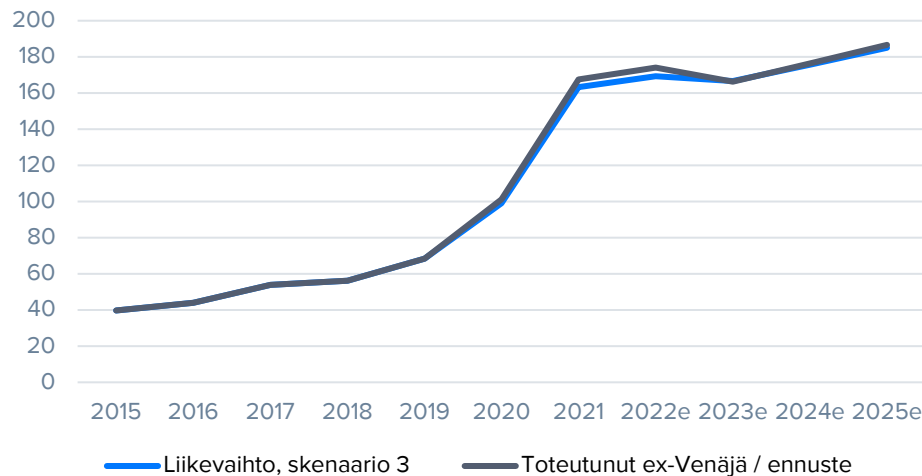
Skenaario 3 on liikevaihtoennusteiden osalta lähellä meidän todellisia ennusteita ja myös maantieteelliseltä kehitykseltä saman suuntainen, vaikkei ihan vastaava. Liikevoiton osalta oletamme

kuitenkin myynnin laskun ja heikentyvän markkinatilanteen vaikuttavan myös marginaaliin negatiivisesti niin, että liikevoittomarginaali tippuu 20 %:n alapuolelle. Tämän vuoksi liikevoittoennustemme on 30 MEUR, joka on hieman matalampi kuin skenaarion tasainen 20 %:n marginaalioletus.

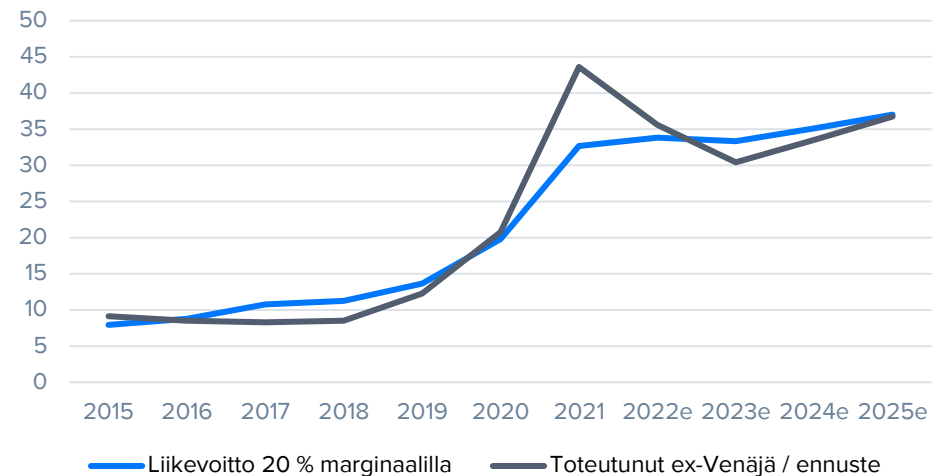
Tästä skenaariosta näkyy myös hyvin, että liikevaihdon kehityksen lisäksi kannattavuuden kehitys ja taso olivat vuonna 2021 poikkeuksellisen korkeita. Liikevaihdon tasaantumisen lisäksi, kannattavuuden oletettu normalisoituminen 20 % tavoitetason tuntumaan vaikuttaa siis absoluuttiseen tulostasoon oleellisesti.

Kaikkia skenaarioita katsoessa on syytä muistaa, että nämä ovat vain suuntaa antavia hahmotelmia.

Liikevaihto skenaario 3



Liikevoitto skenaario 3



Arvonmääritys ja suositus 1/3

Lähiainojen tulosheilunta arvonmäärityksen haasteena

Harvia on historiallisesti varsin tasaisesti kasvava laatu-yhtiö. Tämä mahdollistaa hyvin sekä DCF-mallin että tulos pohjaisen arvostuksen käytön ja tekee myös osinkotuotosta ennustettavaa. Viimevuosien ripeä kasvu ja ennusteissamme oleva tuloslasku 2022-23, sekä niihin liittyvä epävarmuus, luo kuitenkin jonkin verran haastetta arvonmääritykselle. Metodien toimivuutta sinällään se ei haittaa, mutta oletusten tekeminen on huomattavasti hankalampaa kuin esim. Harvialle kolme vuotta sitten. Tuotto-odotuksessa katsomme lähivuosien tuloskasvua, osinkotasoa sekä mahdollista arvostuskertoimien muutosta.

Tuotto/riski-suhde positiivinen epävarmuudesta huolimatta

Arvioimme Harvian tuloksen laskevan Q2:n jälkeen myös seuraavat kolme kvartaalia, kunnes helpommat vertailuluvut tarjoavat mahdollisuuden kääntyä taas positiiviseen suuntaan. Näemme myös edelleen riskin siitä, että lähiainojen pudotus on odotuksiamme nopeampaa, kun kysyntä normalisoituu koronan jälkeen ja heikentyvä kuluttajakysyntä iskee Harviaan. Tämän laskevan tulos trendin aikana meidän on vaikea nähdä osakkeelle selkeitä positiivisia ajureita.

Arvostusmielessä ensi vuodelle ennustamamme P/E 12,5x ja EV/EBIT 10x ovat kuitenkin epävarmuudesta huolimatta edullisia, kun kyseessä on laadukas ja kohtuulliset kasvunäkymät omaava yhtiö. Kertoimien nousu

saattaa kuitenkin vaatia nykyistä positiivisempaa uutisvirtaa ja/tai yleisen arvostustason muutosta.

Jos olettaisimme Harvialle vain 5 %:n trendikasvun vuosina 2020-23 (eli kaikki kasvu tämän yli on ollut vain tilapäistä "koronaekstraa") ja 20 % EBIT marginaalin vuonna 2023, olisi liikevoitto 24 MEUR. Tälläkin tasolla 2023 EV/EBIT olisi 12x eli varsin maltillinen ja helposti perusteltavissa.

Kun katsomme osakkeen tuotto-odotusta 12 kuukauden päähän, olemme että kertoimet nousevat, kun Harvialla on taas näkymä tuloskasvusta lähivuosille. 20 euron tavoitehintamme tarkoittaa Harvialle EV/EBIT 11x ja P/E 15x vuodelle 2024. Mielestämme nämä ovat neutraaliksi kertoimiksi Harvialle vaihteluvälillä alalaidassa, mutta nykyisessä epävarmuudessa perusteltuja. Tuotto/riskisuhde tulevalle 12 kuukaudelle on positiivinen, perustellen ostasuosituksen

DCF-malli

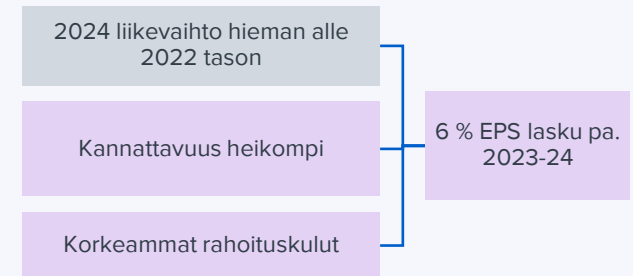
Vakaan toimialan, tasaisen kasvun ja melko hyvin ennustettavan liiketoiminnan takia DCF-malli on mielestämme Harvialle relevantti arvonmääritysmenetelmä.

Tarkempien ennustevuosiemme (2022-25, jotka on käyty läpi aiemmin) jälkeen ennustamme yhtiölle 2026-2031 liikevaihdon ja tuloksen kasvun hidastumista 5 %:sta 2 %:iin (liikevoittomarginaali tasainen 20 %), joka on myös terminaalijakson kasvuoletuksemme.

Osaketuoton ajurit 2022-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

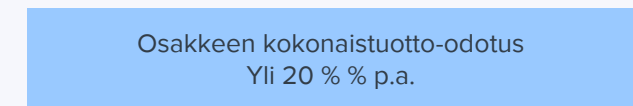
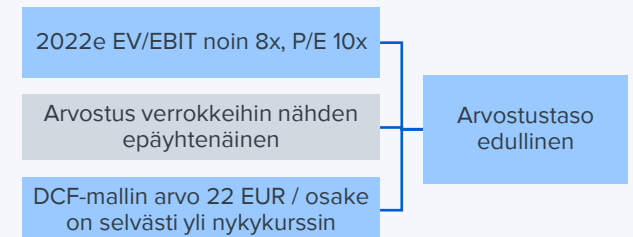
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys 2/3

Investointitason odotamme pysyvän maltillisina, sillä Harvia on tehnyt merkittäviä investointeja viime vuonna joiden ansiosta sillä on varaa kasvaa. Toisaalta liikevaihto kasvaa ennusteissamme noin 50 MEUR vuodesta 2022 vuoteen 2031, kun taas vuosina 2019-21 se kasvoi 100 MEUR (osin yritysostoin toki). Ennustettu kasvu pystytään siis tuottamaan pienilläkin investoinneilla.

Tuottovaatimuksena (WACC) käytämme 7.9 %:n tasoa. Iso osa (noin 60%) rahavirroista syntyy vasta vuoden 2031 jälkeen eli terminaalijaksolla.

DCF-mallimme antaa Harvian velattomaksi arvoksi noin 470 MEUR, joka tarkoittaa osakepääoman arvoksi noin 420 MEUR eli noin 22 euroa osakkeelta. DCF kuvastaa mielestämme yhtiön pidemmän aikavälin potentiaalia. Kurssin palautumista lähemmäs tätä arvoa joudutaan kuitenkin odottamaan siihen asti, että nykyisen tuloskuopan syvyys selviää ja yhtiö pääsee taas tuloskasvuun kiinni.

Tulospohjainen arvostus

Harvian EV/EBIT arvostus on 2022 tuloksella noin 8x. Se on alhainen taso, mutta ottaen huomioon ennustamamme tuloksen laskun korona-ajan huipun jälkeen, ei vuoden 2022 kerroin ole nähdäksemme paras lähtökohta. Vuoden 2023 EV/EBIT on alle 10x, joka näyttää jo hyvinkin edulliselta. Se on erityisen edullisen näköinen, jos 2023 on lähiaikojen heikoin vuosi, kuten odotamme. Harvian historiallinen arvostus on ollut reippaasti korkeampi, mutta se johtuu lähinnä rajun kasvun ja kurssin nousun tuomista vuosien 2020-21 kertoimista. Yli 20 % pääoman tuotto

huomioiden, Harvian EV/EBIT voisi olla selvästi korkeampikin, kun lähiajan tulostasoon saadaan selkeämpi näkymä ja/tai tulos kääntyy taas nousuun.

P/E-luvulla Harvia on hinnoiteltu vuoden 2023 tuloksella 12,5x, sekin mielestämme vaatimaton taso, joskaan ei yhtä selvästi halpa kuin EV/EBIT. Tämä johtuu siitä, että Harvialla ei 2023 lopussa ennusteillamme ole juurikaan velkaa, joka näkyy EV/EBIT kertoimissa.

Harvia tarjoaa nykykursilla ja asteittain nousevalla 40-50% osingonjakosuhteella yli 4 %:n osinkotuoton.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Harvialle on vaikea löytää pörssilistattuja samankaltaisia verrokkiryhtiöitä, sillä toista kiukaiden ja saunatarvikkeiden valmistamiseen keskittyvää yhtiötä ei löydy maailman pörseistä. Olemme käyttäneet verrokkiryhmässä kansainvälisiä pörssiyrityksiä, jotka muistuttavat kukin omien piirteidensä puolesta jotenkin Harviaa. Yhteisiä piirteitä voi löytyä samasta maantieteellisestä liiketoiminta-alueesta, samankaltaisesta tuotanto- ja jakelustrategiasta, kasvu- ja kannattavuusprofileista jne.

Suomalaisiksi verrokkiryhtiöiksi ovat päätyneet kuluttajatuoteyrityksiä Nokian Renkaat ja Rapala. Ruotsalaisiksi verrokkiryhtiöiksi ovat päätyneet mm. auton kattotelineitä valmistava Thule, ilmastointi- ja sähkölaitteita valmistava Dometic, kodinkonelaitteita valmistava Electrolux ja lämpöpumppuja valmistava Nibe.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	15,2	15,2	15,2
Osakemäärä, milj. kpl	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo	284	284	284
Yritysarvo (EV)	312	292	278
P/E (oik.)	10,1	12,5	11,3
P/E	10,1	12,5	11,3
P/Kassavirta	34,9	9,0	10,9
P/B	2,9	2,6	2,3
P/S	1,6	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	1,7	1,8	1,6
EV/EBITDA (oik.)	7,1	7,9	7,0
EV/EBIT (oik.)	8,4	9,6	8,3
Osinko/tulos (%)	40,4 %	51,0 %	48,4 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	4,1 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/3

Muita käyttämiämme verrokkiyhtiöitä ovat mm. kodintuotteita valmistava De'Longi ja kuntoilulaitteita valmistava Technogym.

Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT vuodelle 2023 on 10x ja P/E 12x. Verrokkiryhmään nähden Harvia ei siis näytä erityisen edulliselta eli osittain kysymys näyttää olevan koko markkinan tai sektorin vaatimattomasta arvostuksesta. Osinkotuotto verrokkiryhmällä on samaa luokkaa kuin Harvialla. Verrokkiryhmän eroista johtuen sen arvostus ei mielestämme suoraan ole sovellettavissa Harviaan.

Aiemmat yritysostot näyttävät onnistuneilta

Harvia on ollut suhteellisen aktiivinen yritysostoissa. Yhtiö on myöskin onnistunut niiden integroinnissa ilmeisen hyvin ja pystynyt parantamaan ostettujen kohteiden kannattavuutta. Esimerkiksi jo vuosia sitten ostetut Sentiotec ja Almost Heaven Saunas on saatu selvästi paremmalle kannattavuustasolle tuomalla Harvian tietotaitoa eri prosesseista ostettuihin yhtiöihin ja toisaalta hyödyntämällä ostettujen firmojen organisaatiota Harvian tuotteiden myyntiin. Koska näiden ostojen kauppahinnat olivat vain 4-5 MEUR, voidaan jo varmuudella sanoa niiden olleen Harvialle arvoa luovia ostoksia.

Viimeisimpien ostosten (EOS, Kirami) osalta korona-ajan tuoma kysyntäbuumi hämärtää yhtiön omaa osuutta parantuneeseen suoritukseen. Tästä huolimatta, jos arvioimme

EOSin pystyvän edes 20 MEUR liikevaihtoon (17 MEUR raportoitu vuodelta 2019) ja Harvian tyyppilliseen 20 % kannattavuuteen, muodostuisi kauppahinnasta EV/EBIT kerroin 10x. Tämä siitä huolimatta, että Harvia joutui Saksan vähemmistöosuudesta maksamaan melko suuren summan verrattuna alkuperäiseen ostohintaan. Kiramin osalta lopullisia johtopäätöksiä kaupan järjestydestä ei mielestämme vielä voi tehdä, mutta toisaalta kauppahinta oli hyvin pieni korona-ajan vahvaan tulokseen nähden, joten taloudellisesti sekään tuskin kovin huonosti sujuu, ellei liiketoiminta vajoa tappiolle. Kokonaisuudessaan pääomien allokointi yrityskauppoihin on mielestämme ollut onnistunutta ja arvoa luovaa.

Yritysostot lähiaikoina epätodennäköisempiä

Tällä hetkellä kuitenkin koko alan tilanne lienee samantyyppinen kuin Harvialla, eli viime vuodet ovat olleet hyviä ja tulevaisuus todennäköisesti heikompi. Uskomme tämän luovan myyjän ja ostajan kauppahinta-arvioihin sen verran eroa, että ainakin Harvian (ostajan) kannalta juuri tällä hetkellä voi olla vaikea löytää arvoa luovia yrityskauppoita. Harvia on myös viime vuosina lisännyt merkittävästi omaa tuotantokapasiteettia, joten senkään osalta sillä ei ole tarpeita, jota yritysostolla voisi täyttää. Toisaalta Harvian tekemät yritysostot ovat tyyppillisesti olleet yhtiöitä, joiden kanssa heillä on ollut yhteistyötä jo pidempään, eikä yrityskaupan motiivina (myyjällä) ole välttämättä ollut

optimaalisen myyntiajankohdan löytäminen.

Näemme kuitenkin kokonaisuutena Harvian yritysostojen olleen onnistuneita ja siten yhtiöllä on myös jatkossa mahdollisuus luoda arvoa niillä. Kuten aiemmin mainitsimme, tuotekategorian täydennykset etenkin infrapuna- ja höyrysaunapuolella olisivat mielestämme loogisimmat kohteet mahdollisille yritysostoille. Toki myös saunavalmistuspäälle integrointi Almost Heaven Saunas –kaupan tyyliin olisi loogista Harvian strategian kannalta.

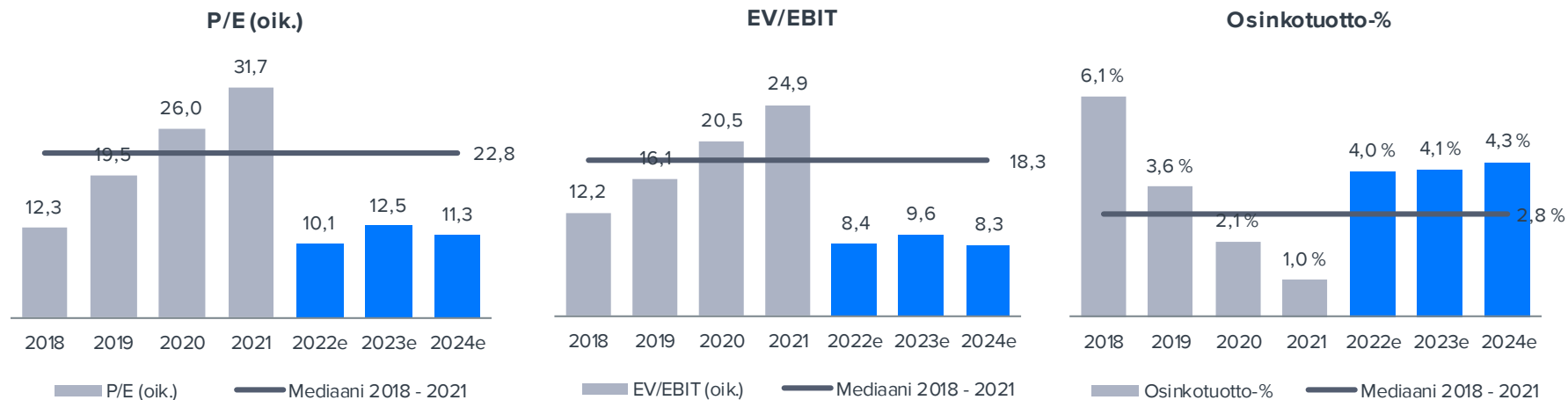
Pidemmän aikavälin tuotto-odotus kohtuullinen

Uskomme Harvian pystyvän ensi vuoden pudotuksen jälkeen palaamaan noin 5 %, tai hieman yli, kasvavalle liikevaihtouralle, tavoitteensa mukaisesti. Uskomme samoin, että tavoitteen mukainen noin 20 % EBIT-marginaali on saavutettavissa jatkossakin, joskaan ei viime vuonna nähtyä yli 25 % tasoa. Tästä saamme tulevaksi tuloskasvuodotukseksi 5-10 % pa. Kun siihen lisätään noin 4 % osinkotuotto, kokonaistuotoksi muodostuu yli 10 %. Kun Harvian tulostason normalisoituminen koronan jäljiltä on nähty, riskitaso tämän tuoton saavuttamiseksi tippuu mielestämme selvästi verrattuna nykyiseen epävarmaan tilanteeseen. Kuten aiemmin mainittu, tilanteen selkeytyminen pitäisi johtaa myös arvostuskertoimien nousuun, joka on lähivuosille selkeästi tärkein tuotto-odotuksen komponentti.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi		6,10	10,6	24,5	58,7	15,2	15,2	15,2	15,2
Osakemäärä, milj. kpl		16,7	18,7	18,6	18,6	18,7	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo		102	198	457	1091	284	284	284	284
Yritysarvo (EV)		132	224	503	1181	312	292	278	264
P/E (oik.)		12,3	19,5	26,0	31,7	10,1	12,5	11,3	10,3
P/E		15,0	20,6	29,5	32,4	10,1	12,5	11,3	10,3
P/Kassavirta		17,6	16,2	32,4	>100	34,9	9,0	10,9	10,3
P/B		1,5	2,9	6,9	13,5	2,9	2,6	2,3	2,1
P/S		1,6	2,7	4,2	6,1	1,6	1,7	1,6	1,5
EV/Liikevaihto		2,1	3,0	4,6	6,6	1,7	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA (oik.)		11,4	13,6	18,8	22,5	7,1	7,9	7,0	6,2
EV/EBIT (oik.)		12,2	16,1	20,5	24,9	8,4	9,6	8,3	7,2
Osinko/tulos (%)		91,1 %	74,0 %	61,5 %	33,1 %	40,4 %	51,0 %	48,4 %	47,4 %
Osinkotuotto-%		6,1 %	3,6 %	2,1 %	1,0 %	4,0 %	4,1 %	4,3 %	4,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Thule Group AB	2440	2682	12,9	12,2	11,9	11,2	2,6	2,6	15,4	14,7	5,4	5,6	4,2
Nobia AB	418	658	9,5	7,6	4,3	3,9	0,5	0,5	8,9	7,5	8,5	9,0	0,9
Dometic Group AB	1793	3237	10,0	9,8	7,6	7,5	1,2	1,2	8,6	9,0	4,1	4,3	0,8
Nokian Tyres plc	1480	1723	22,4	13,3	5,2	6,5	1,1	1,2	12,9	14,4	5,0	4,5	1,0
Rapala VMC Oyj	195	303	18,9	11,4	11,7	7,6	1,1	1,1	22,2	11,8	2,5	4,0	1,4
Husqvarna AB	3734	4625	10,5	9,2	6,9	6,3	1,0	1,0	12,0	10,2	4,4	4,8	1,7
Inwido AB	550	669	7,1	7,2	5,5	5,6	0,8	0,8	7,9	8,0	6,4	6,6	1,2
Nibe Industrier AB	20301	20981	42,3	37,2	33,2	29,3	5,9	5,3	54,8	48,3	0,5	0,6	8,7
Technogym SpA	1304	1258	14,4	11,8	9,8	8,4	1,8	1,6	20,2	16,7	2,6	3,0	3,8
Rockwool A/S	4033	3957	8,9	8,9	6,0	5,9	1,0	1,0	12,5	12,1	0,4	0,4	1,5
Kingspan Group PLC	10537	11983	14,2	14,7	11,7	11,8	1,5	1,5	16,1	17,0	0,9	0,9	3,1
Electrolux AB	3349	4972	10,9	7,7	5,4	4,4	0,4	0,4	12,6	7,7	7,1	7,5	1,9
De' Longhi SpA	2505	2732	10,5	8,9	7,8	6,9	0,9	0,9	13,1	10,9	3,4	3,7	1,5
Harvia (Inderes)	284	312	8,4	9,6	7,1	7,9	1,7	1,8	10,1	12,5	4,0	4,1	2,9
Keskiarvo			14,8	12,3	9,8	8,9	1,5	1,5	16,7	14,5	3,9	4,2	2,4
Mediaani			10,9	9,8	7,6	6,9	1,1	1,1	12,9	11,8	4,1	4,3	1,5
Erotus-% vrt. mediaani			-23 %	-2 %	-6 %	15 %	62 %	67 %	-22 %	7 %	-3 %	-5 %	90 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	109	39,6	46,8	46,2	46,5	179	50,8	46,0	44,1	40,4	181	166	176	187
Suomi	27,7	8,2	10,1	10,1	8,5	36,9	11,7	10,4	9,8	7,7	39,5	35,6	36,6	37,7
Muut Pohjoismaat	5,6	1,8	2,3	2,6	2,7	9,4	2,1	2,6	2,5	2,4	9,6	8,6	9,1	9,4
Saksa	17,6	8,5	9,1	9,1	8,7	35,4	8,6	6,4	7,7	7,4	30,1	29,2	30,6	32,2
Muut Euroopan maat	26,1	10,5	12,7	13,1	13,3	49,7	13,4	12,0	11,8	11,3	48,5	43,6	45,8	47,7
Venäjä	7,9	2,4	2,6	2,9	3,7	11,5	2,3	2,6	1,9	0,4	7,2	0,0	0,0	0,0
Pohjois-Amerikka	20,8	6,7	8,4	6,6	7,4	29,1	9,6	8,9	7,2	8,1	33,9	35,6	39,2	43,1
Muut maat	3,3	1,6	1,5	1,8	2,2	7,2	3,2	3,1	3,1	3,1	12,5	13,8	15,2	16,7
Käyttökate	26,7	12,3	14,3	13,3	12,7	52,5	13,7	10,4	10,9	8,8	43,7	37,0	39,9	42,4
Poistot ja arvonalennukset	-4,3	-1,2	-1,4	-1,7	-1,6	-5,8	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-6,7	-6,6	-6,4	-5,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	24,5	11,1	13,2	11,8	11,3	47,4	12,1	8,6	9,2	7,1	37,1	30,4	33,5	36,8
Liikevoitto	22,4	11,0	12,9	11,6	11,1	46,6	12,1	8,7	9,2	7,1	37,1	30,4	33,5	36,8
Nettorahoituskulut	-2,0	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-1,5	0,7	1,0	-0,5	-0,5	0,8	-1,0	-0,9	-0,9
Tulos ennen veroja	20,3	10,8	12,4	11,2	10,8	45,2	12,8	9,8	8,7	6,6	37,8	29,5	32,6	35,8
Verot	-4,4	-2,4	-3,0	-2,7	-2,3	-10,4	-3,2	-2,0	-2,0	-1,5	-8,7	-6,8	-7,5	-8,2
Vähemmistöosuudet	-0,5	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	15,5	8,2	9,1	8,3	8,2	33,7	9,2	7,4	6,5	5,1	28,2	22,7	25,1	27,6
EPS (oikaistu)	0,94	0,45	0,51	0,45	0,45	1,85	0,50	0,39	0,35	0,27	1,51	1,22	1,34	1,48
EPS (raportoitu)	0,83	0,44	0,49	0,44	0,44	1,81	0,50	0,40	0,35	0,27	1,51	1,22	1,34	1,48

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	47,3 %	94,6 %	83,4 %	65,1 %	31,9 %	64,2 %	28,2 %	-1,8 %	-4,5 %	-13,1 %	1,2 %	-8,2 %	6,1 %	5,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	76,4 %	164,8 %	146,0 %	93,5 %	28,4 %	93,8 %	8,7 %	-34,9 %	-21,5 %	-37,0 %	-21,9 %	-17,9 %	10,2 %	9,7 %
Käyttökate-%	24,5 %	31,0 %	30,5 %	28,7 %	27,3 %	29,3 %	27,0 %	22,5 %	24,7 %	21,7 %	24,1 %	22,2 %	22,6 %	22,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	22,4 %	28,1 %	28,3 %	25,5 %	24,3 %	26,5 %	23,8 %	18,7 %	21,0 %	17,6 %	20,4 %	18,3 %	19,0 %	19,7 %
Nettotulos-%	14,2 %	20,7 %	19,3 %	17,9 %	17,5 %	18,8 %	18,2 %	16,1 %	14,7 %	12,5 %	15,6 %	13,6 %	14,2 %	14,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	103	119	117	114	110
Liikearvo	71,0	73,7	73,7	73,7	73,7
Aineettomat hyödykkeet	10,4	12,7	12,7	12,9	13,1
Käyttöomaisuus	16,9	28,0	26,3	22,7	19,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,9	1,5	1,5	1,5	1,5
Vaihtuvat vastaavat	62,7	82,2	98,0	110	128
Vaihto-omaisuus	20,7	46,1	47,1	39,9	42,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	14,4	20,4	21,8	21,6	22,9
Likvidit varat	27,3	15,5	29,0	48,4	62,3
Taseen loppusumma	166	201	215	224	238

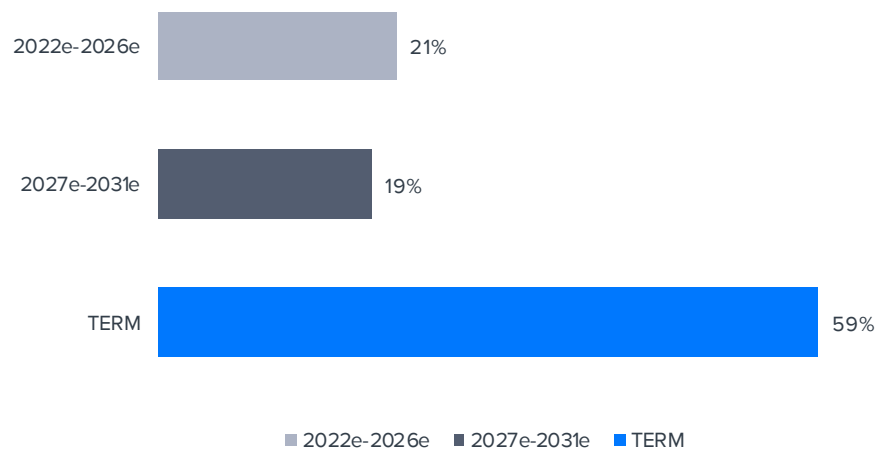
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	68,9	84,1	97,8	109	123
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	23,7	47,9	64,9	76,2	89,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	42,6	32,6	32,6	32,6	32,6
Vähemmistöosuus	2,4	3,6	0,2	0,2	0,2
Pitkäaikaiset velat	74,4	84,9	84,6	84,6	84,6
Laskennalliset verovelat	1,9	2,3	2,3	2,3	2,3
Varaukset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Lainat rahoituslaitoksilta	56,3	56,4	56,0	56,0	56,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	15,8	25,9	25,9	25,9	25,9
Lyhytaikaiset velat	22,4	32,4	32,6	30,0	30,9
Lainat rahoituslaitoksilta	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	17,2	24,6	25,4	23,3	24,7
Muut lyhytaikaiset velat	5,2	7,7	7,2	6,7	6,2
Taseen loppusumma	166	201	215	224	238

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	46,6	37,1	30,4	33,5	36,8	39,2	40,8	42,0	43,1	43,9	44,8	
+ Kokonaispoistot	5,8	6,7	6,6	6,4	5,6	5,0	4,6	4,4	4,4	3,8	4,0	
- Maksetut verot	-9,7	-8,7	-6,8	-7,5	-8,2	-8,9	-9,3	-9,7	-9,9	-10,1	-10,3	
- verot rahoituskuluista	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-21,3	-2,1	4,7	-2,8	-2,9	-2,1	-1,8	-1,4	-1,2	-1,0	-1,0	
Operatiivinen kassavirta	21,1	33,1	34,8	29,4	31,1	33,0	34,2	35,4	36,3	36,6	37,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	10,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-21,9	-5,0	-3,2	-3,2	-3,5	-3,9	-4,2	-4,4	-4,6	-4,8	-4,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	9,4	28,1	31,6	26,2	27,5	29,1	30,0	30,9	31,7	31,8	32,7	
+/- Muut	0,0	-20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	9,4	8,1	31,6	26,2	27,5	29,1	30,0	30,9	31,7	31,8	32,7	566
Diskontattu vapaa kassavirta		8,0	28,6	22,0	21,4	21,0	20,1	19,2	18,2	16,9	16,1	279
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		471	463	434	412	391	370	350	330	312	295	279
Velaton arvo DCF		471										
- Korolliset velat		-56,4										
+ Rahavarat		15,5										
-Vähemmistöosuus		-0,6										
-Osinko/pääomapalautus		-11,2										
Oman pääoman arvo DCF		418										
Oman pääoman arvo DCF per osake		22,4										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,3
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,9 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	74,1	109,1	179,1	181,3	166,4	EPS (raportoitu)	0,51	0,83	1,81	1,51	1,22
Käyttökate	16,4	26,7	52,5	43,7	37,0	EPS (oikaistu)	0,54	0,94	1,85	1,51	1,22
Liikevoitto	13,3	22,4	46,6	37,1	30,4	Operat. kassavirta / osake	0,84	1,38	1,14	1,78	1,86
Voitto ennen veroja	12,1	20,3	45,2	37,8	29,5	Vapaa kassavirta / osake	0,65	0,76	0,51	0,44	1,69
Nettovoitto	9,6	15,5	33,7	28,2	22,7	Omapääoma / osake	3,68	3,56	4,33	5,23	5,84
Kertaluontoiset erät	-0,6	-2,1	-0,8	0,0	0,0	Osinko / osake	0,38	0,51	0,60	0,61	0,62
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	121,8	165,6	201,5	215,0	223,7	Liikevaihdon kasvu-%	20 %	47 %	64 %	1 %	-8 %
Oma pääoma	68,8	68,9	84,1	97,8	109,1	Käyttökateen kasvu-%	43 %	62 %	97 %	-17 %	-15 %
Liikearvo	60,2	71,0	73,7	73,7	73,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	28 %	76 %	94 %	-22 %	-18 %
Nettovelat	25,6	29,1	40,9	27,0	7,6	EPS oik. kasvu-%	10 %	74 %	97 %	-18 %	-20 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	22,2 %	24,5 %	29,3 %	24,1 %	22,2 %
Käyttökate	16,4	26,7	52,5	43,7	37,0	Oik. Liikevoitto-%	18,7 %	22,4 %	26,5 %	20,4 %	18,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,3	2,5	-21,3	-2,1	4,7	Liikevoitto-%	18,0 %	20,5 %	26,0 %	20,4 %	18,3 %
Operatiivinen kassavirta	15,6	25,8	21,1	33,1	34,8	ROE-%	14,3 %	22,9 %	45,8 %	31,7 %	22,0 %
Investoinnit	-5,2	-23,9	-21,9	-5,0	-3,2	ROI-%	12,7 %	19,4 %	35,2 %	25,2 %	19,1 %
Vapaa kassavirta	12,2	14,1	9,4	8,1	31,6	Omavaraisuusaste	56,5 %	41,6 %	41,8 %	45,5 %	48,8 %
						Nettovelkaantumisaste	37,2 %	42,2 %	48,7 %	27,6 %	6,9 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	3,0	4,6	6,6	1,7	1,8						
EV/EBITDA (oik.)	13,6	18,8	22,5	7,1	7,9						
EV/EBIT (oik.)	16,1	20,5	24,9	8,4	9,6						
P/E (oik.)	19,5	26,0	31,7	10,1	12,5						
P/B	2,9	6,9	13,5	2,9	2,6						
Osinkotuotto-%	3,6 %	2,1 %	1,0 %	4,0 %	4,1 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.8.2020	Lisää	16,00 €	14,40 €
5.11.2020	Lisää	22,00 €	19,95 €
26.11.2020	Osta	22,00 €	19,10 €
12.2.2021	Lisää	33,00 €	30,00 €
18.4.2021	Osta	45,00 €	33,65 €
6.5.2021	Lisää	47,00 €	42,25 €
31.5.2021	Lisää	52,00 €	46,05 €
17.7.2021	Lisää	62,00 €	58,20 €
12.8.2021	Lisää	64,00 €	59,00 €
2.9.2021	Osta	64,00 €	53,30 €
5.11.2021	Lisää	65,00 €	60,00 €
<i>Analyyttikko vaihtuu</i>			
27.1.2022	Osta	57,00 €	44,20 €
10.2.2022	Osta	51,00 €	39,20 €
11.3.2022	Osta	42,00 €	34,15 €
5.5.2022	Osta	42,00 €	32,22 €
20.7.2022	Lisää	27,00 €	24,00 €
<i>Analyyttikko vaihtuu</i>			
12.8.2022	Lisää	22,00 €	19,93 €
9.9.2022	Osta	20,00 €	15,23 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**