

# Harvia

Laaja raportti

11/2020

# Pääsylippu saunamarkkinan konsolidointijunaan

Toistamme 22 euron tavoitehinnan ja nostamme suosituksen osta-tasolle (aik. lisää). Harvia on vakaasti kasvavan sauna- ja spa-markkinan kannattavin toimija, mikä perustuu vahvaan markkina-asemaan, pitkän historian kautta syntyneeseen tuotekehitys- ja tuotanto-osaamiseen sekä tehokkaaseen toimintamalliin. Harvialla on laaja sauna-alan tuoteportfolio, kattava jakeluverkosto sekä alan johtavat brändit (Harvia, Sentiotec, EOS ja Kusatek). Vakaat orgaaniset kasvunäkymät, hyvä kannattavuus, korkea kassavirtasuhde ja tehokas pääomankäyttö ovat hyviä syitä sijoittaa Harviaan. Yhtiöstä tulee vielä houkuttelevampi sijoituskohde sen takia, että Harvia on viime vuosina todistanut pystyvänsä luomaan merkittävästi omistaja-arvoa tekemällä erinomaisia yrityskauppoja pirstaleisella sauna- ja spa-markkinalla. Harviasta on kovaa vauhtia tulossa alan kiistaton ykkönen ja osake tarjoaa houkuttelevan hintaisen pääsylipun saunamarkkinan konsolidointijunaan.

## Harvia on globaalin sauna- ja spa-markkinan johtava toimija

Harvia on 1950 perustettu suomalainen sauna- ja spa-alan yhtiö, jonka liikevaihto vuonna 2020 on ennusteidemme mukaan 104 MEUR ja oikaistu liikevoitto 22 MEUR (EBIT 21,0 %). Yhtiöllä on 7 tuotantolaitosta (Suomi, Saksa, USA, Kiina, Romania ja Viro) ja myyntiä yli 80 maahan (yli 70 % liikevaihdosta Suomen ulkopuolelta). Harvian tuotevalikoima kattaa laaja-alaisesti kaikki kolme saunatyyppeä: perinteisen saunan, höyrysaunan ja infrapunasaunan. Liikevaihdosta 54 % tulee kiukaista, mutta yhtiö tarjoaa myös kokonaisia saunoja, ohjauskeskuksia, höyrygeneraattoreita, sekä muita varaosia ja palveluita. Harvia on markkinajohtaja globaaleilla 410 MEUR:n kiuas- ja saunakomponenttimarkkinoilla (markkinaosuus ~14 %) sekä toiseksi suurin toimija globaaleilla 3,0 miljardin euron sauna- ja spa-markkinoilla (markkinaosuus ~3 %).

## Toimiala tarjoaa suhdannevakaata kasvua ja pirstaleinen kilpailukenttä luo epäorgaanisen kasvun mahdollisuuksia

Maailmassa on noin 17 miljoonaa saunaa ja sauna- ja spa-markkinan arvioidaan kasvavan keskimäärin 5 % vuodessa. Markkina on historiallisesti ollut hyvin suhdannevakaa, sillä suuri asennettu saunakanta ja kiukaiden tiheä korvausväli luo tasaista korvauskysyntää. Korvauskysynnän osuus kiuas- ja komponenttimarkkinasta on lähes 80 % ja sauna- ja spa-markkinasta noin 60 %. Harvialla on valmiiksi toimialan paras kannattavuus, tunnetuimmat brändit, laaja jakeluverkosto ja erittäin tehokas tuotantomalli, mikä antaa yhtiölle vahvat kilpailuedut. Harvia on kasvanut historiallisesti hieman yleistä markkinakasvua nopeammin, mutta viime vuosina yhtiö on kiihdyttänyt kasvuaan pirstaleisella toimialalla tekemällä hyvin onnistuneita yrityskauppoja (Sentiotec 2016, AHS 2018 ja EOS 2020). Onnistumiset yrityskaupoissa ovat todistaneet, että Harvia osaa tehdä yrityskauppoja huokeilla ehdoilla, integroida yhtiöt sujuvasti konserniin ja päästä niiden kautta uusiin tuotekategorioidiin, uusiin asiakkuuksiin, nopeammin kasvaville markkinoille ja hyviin synergiaetuihin. Pidämme todennäköisenä, että Harvia jatkaa globaalin sauna- ja spa-markkinan konsolidointia kuskien paikalla ja näemme yritysostokortin selvästi positiivisena asiana omistajien kannalta, jolla on mahdollisuus luoda merkittävää omistaja-arvoa.

## Osake tarjoaa hyvän tuotto-odotuksen maltillisella riskiprofiililla

Harvian taloudelliset tavoitteet ovat yli 5 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu, 20 %:n EBIT-marginaali ja nettovelka/EBITDA (1,5-2,5x). Lähivuosien (2021-2023) kasvuennusteemme ylittää 5 %:n vauhdin, liikevoitto pysyy yli 20 %:ssa (EOS-kaupan 2,2 MEUR:n synergiat tukevat kannattavuutta) ja vahvan kassavirran takia velkaantuminen laskee tavoitetason alle, ellei yhtiö tee uusia yrityskauppoja tai jaa ulos lähes 100 % tuloksesta (osinkopolitiikka vähintään 60 %). Ennustamaamme ~10 %:n orgaanista tuloskasvua ajavat maantieteellinen laajentuminen, keskiostoksen arvon nostaminen ja tuottavuuden parantaminen. Tulokasvun lisäksi Harvia tarjoaa ennusteillamme vakaata noin 3-4 %:n osinkotuottoa (jakosuhde ~70 %). Näin laadukkaalle yhtiölle nykyarvostus (P/E 22x ja EV/EBIT 18x) on täysin hyväksyttävissä, joten näemme osakkeen vuotuisen tuoton nousevan 10-15 %:iin (lähemäs yläpäättä), mikä on matalaan riskiprofiiliin nähden hyvin houkutteleva.

## Analytikot



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

## Suositus



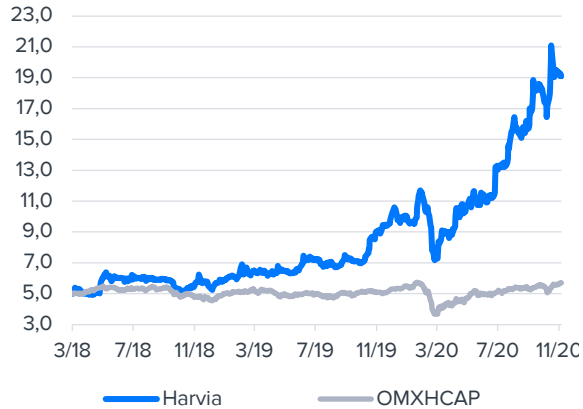
## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	74	104	118	127
<b>kasvu-%</b>	20 %	41 %	13 %	8 %
<b>EBIT oik.</b>	13,9	21,9	24,5	26,7
<b>EBIT-% oik.</b>	18,7 %	21,0 %	20,9 %	21,0 %
<b>Nettotulos</b>	9,6	14,0	17,2	19,5
<b>EPS (oik.)</b>	0,54	0,86	0,96	1,05

<b>P/E (oik.)</b>	19,5	22,2	19,9	18,3
<b>P/B</b>	2,9	5,4	4,8	4,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,6 %	2,6 %	3,1 %	3,7 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	16,1	18,5	16,2	14,7
<b>EV/EBITDA</b>	13,6	16,9	14,1	13,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	3,0	3,9	3,4	3,1

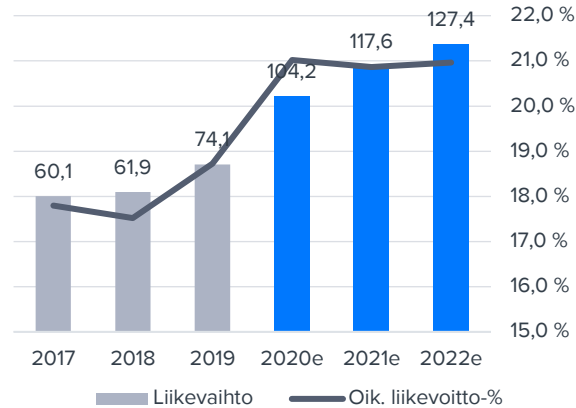
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



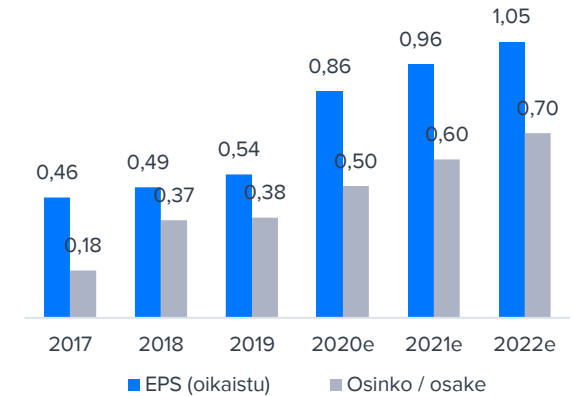
Lähde: Thomson Reuters

## 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
- Kannattavuuden parantaminen tuotemixin ja tehokkuuden parantamisen kautta

### Riskitekijät

- Korkea riippuvuus Muuramen tehtaasta
- Koronaviruksen aiheuttaman talousshokin vaikutus kysyntään
- Muutokset toimialan kilpailukentässä tai -asemassa
- Materiaalikustannusten vaikutus kannattavuuteen
- Talouden ja rakentamisen suhdannevaihdellut voivat hidastaa kasvua
- Yrityskauppojen integroinnin onnistuminen

### Arvostus

- Suotuisat pitkän aikavälin tuloskasvunäkymät antavat osakkeelle positiivisen ajurin
- Lähivuosien ennusteillamme tulosperustainen arvostus on jo hyväksytyt tason ylärajoilla
- Tällä hetkellä kohtalaisella tasolla oleva (ja kasvava) osinkotuotto tukee osaketta
- Vahva tase, vakaa kassavirta, hyvä kannattavuus, laadukas johto ja yritysosto-optiot puoltavat korkeaa arvostusta
- Osakkeen arvostus on hieman verrokkiryhmän yläpuolella

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-12</b>
Toimiala ja markkinakatsaus	<b>13-15</b>
Kilpailuympäristö	<b>16-18</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>19-20</b>
Historiallinen kehitys	<b>21-23</b>
Harvian toteuttamat yritysostot	<b>24-25</b>
Ennusteet	<b>26-30</b>
Osakkeen arvostus	<b>31-35</b>
Sijoitusprofiili	<b>36-39</b>
Osaketuoton ajurit	<b>40</b>
Yhteenveto	<b>41</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>42</b>

# Harvia lyhyesti

Harvia on maailman johtava sauna- ja spa-yhtiö. Yhtiöllä on kattava tarjooma kiukaista ja kiuaskomponenteista aina kokonaiseen sauna- ja spa-ratkaisuun. Harvian asiakkaita ovat niin kuluttaja-asiakkaat kuin sauna- ja spa-alan ammattilaiset. Harvian liikevaihdosta yli 70 % tulee Suomen ulkopuolelta.

## 1950

Perustamisvuosi

## 3/2018

Listautuminen

## #2

Markkina-asema sauna- ja spa-markkinalla (~3,0 miljardia euroa)

## #1

Markkina-asema kiuas- ja saunakomponenttimarkkinalla (~410 MEUR)

## 104 MEUR (+41 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020e (Inderes ennuste)

## 22 MEUR (EBIT 21 %)

Oikaistu liikevoitto 2020e (Inderes ennuste)

## 587

Henkilöstö Q3'20 lopussa

## 7

Omaa tuotantolaitosta

## 357 MEUR

Markkina-arvo (osakekurssilla 19,1 €)

### 1950 - 2014

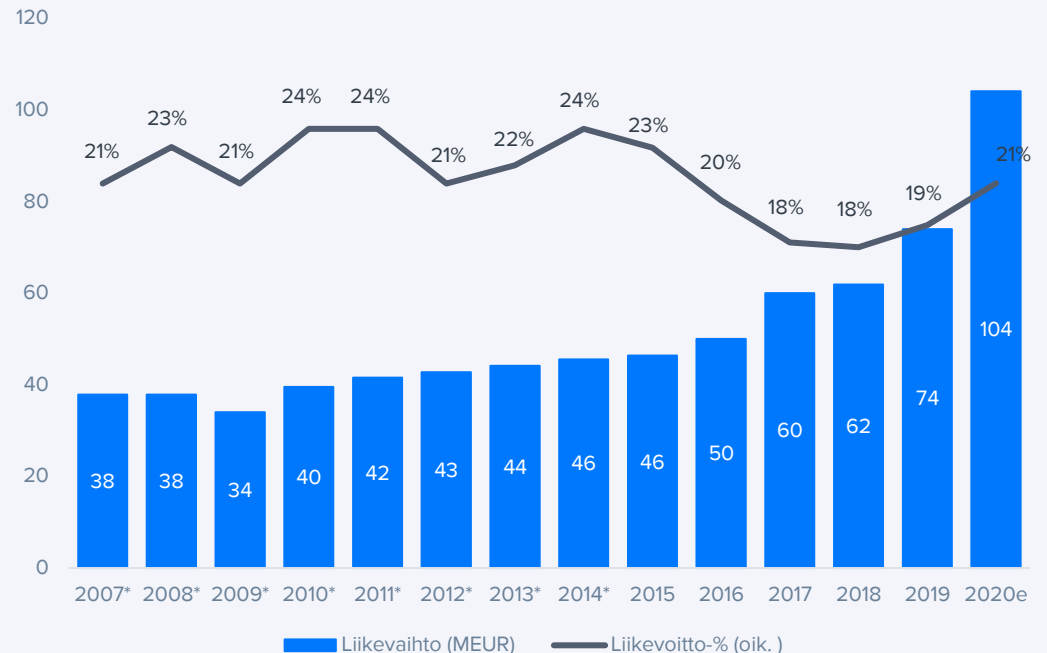
- Perheomisteinen ja -vetoinen yhtiö
- Vahva markkina-asema perinteisissä saunamaissa (Suomi, Venäjä ja Skandinavia)

### 2014 - 2017

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

### 2018-

- Pörssilistautuminen 3/2018
- Toiminnan laajentaminen Pohjois-Amerikassa Almost Heaven Saunas- yrityskaupalla 12/2018
- Tarjooman laajentaminen ammatti- ja premium-kategorioissa EOS-yrityskaupalla 3/2020



Lähde: Harvia / Inderes

- 2007-2014 luvut ovat Harvia Oy:n (nyk. Harvia Finland Oy:n) FAS-kirjanpidon mukaisia lukuja.
- 2015-2020e luvut ovat IFRS:n mukaisia liikevoittoja oikaistuna vertailukelpoisuuteen vaikuttavilla erillä.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## Maailman johtava sauna- ja spa-alan yhtiö

Muuramassa pääkonttoriaan pitävä Harvia on noussut 70-vuotisen historiansa aikana yhdeksi maailman johtavista sauna- ja spa-yhtiöistä. Harvian pitkä historia on luonut organisaatioon merkittävää kokemusta, tietotaitoa ja osaamista, jotka luovat suhteellisen pienellä ja pirstaloituneella sauna- ja spa-toimialalla Harvialle merkittävää kilpailuetua.

Harvian vuoden 2020 liikevaihto asettuu ennusteissamme noin 104 MEUR:oon. Harvian osuus globaalista 3 miljardin euron sauna- ja spa-markkinasta on ~3 % ja tarkemmin rajatusta 410 MEUR:n kiuas- ja saunakomponenttimarkkinasta ~14 %. Harvian markkina-asema on historiallisesti ollut erityisen vahva suurilla, perinteiseen saunakulttuuriin keskittyneillä markkinoilla (Suomi, Venäjä ja Skandinavia).

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 sekä Venäjän 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 ja Kusatek) ovat toimialansa tunnetuimpia. Harvia myy tuotteitaan sekä itse että kattavan jälleenmyyntiverkoston kautta maailmanlaajuisesti.

Harvia myy tuotteitaan yli 80 maahan. Vuoden 2020 tammi-syyskuussa liikevaihdosta yli 70 % tuli Suomen ulkopuolisilta markkinoilta. Viimeaikaiset

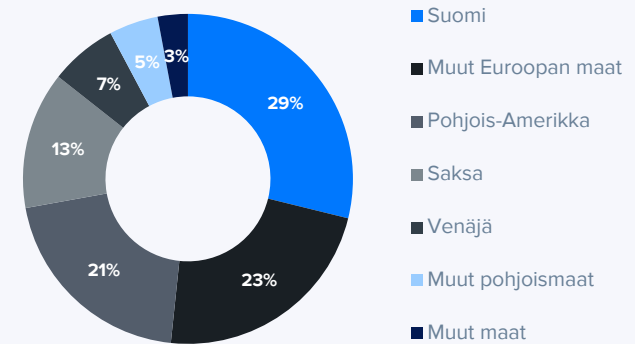
yritysosot ovat tasapainottaneet liikevaihdon maatiieteellistä jakaumaa ja Suomen osuus liikevaihdosta oli Q1-Q3'20 aikana enää 29 %. Suomen jälkeen suurimmat markkina-alueet Harvialle ovat Muut Euroopan maat (23 % liikevaihdosta), Pohjois-Amerikka (21 %), Saksa (13 %) ja Venäjä (7 %).

## Kannattavaa kasvua yritysostojen kautta

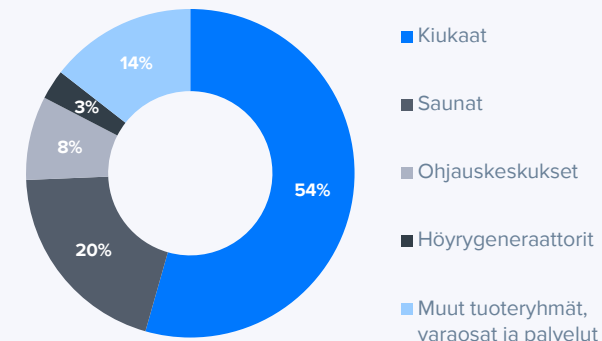
Harvia on historiassaan kasvanut tasaisesti ja kannattavasti. Vuonna 2016 yhtiö lähti vauhdittamaan kasvuun Sentiotec-yritysosotolla (2015: lv. 7,4 MEUR). Tämän jälkeen Harvia on hankkinut itselleen myös Yhdysvalloista AHS:n (2017 lv. n. 8 MEUR) loppuvuonna 2018, joka on lukumääräisesti Yhdysvaltojen suurin saunavalmistaja ja edullisemmän hintaluokan ulkosaunoissa markkinajohtaja. Yrityskaupan aikaan AHS oli vielä tappiollinen yhtiö, mutta Harvian komennossa AHS:n tuloskuunto on saatu jo lyhyessä ajassa käännettyä voitolliseksi. Integraatio on edennyt ennakoitua nopeammin ja Harvian tavoittelema kaksinumeroinen liikevoittomarginaali AHS:ille on jo arviomme mukaan lähes saavutettu.

Koronapandemian keskellä keväällä 2020 Harvia tiedotti hankkineensa enemmistöosuuden (80 %) saksalaisesta ammatti- ja premium-segmentin kiuas- ja saunakomponenttivalmistaja EOS:sta (2019 lv. 17,3 MEUR). Yritysoson kautta Harvia sai lisättyä tuoteportfolioonsa tavoittelemaan premium-luokan tuotteita. EOS:n kannattavuus oli puolestaan jo yrityskaupan hetkellä lähellä Harvian kannattavuutta, joten yhtiöt ovat voineet keskittyä integraatiovaiheessa synergioiden ulosmittaamiseen alusta alkaen.

Liikevaihto markkina-alueittain 1-9/2020



Liikevaihto tuoteryhmittäin 1-9/2020



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Harvian liikevoittomarginaali on pysynyt viime vuosina yrityskaupoista huolimatta lähes 20 %:n tasolla, joka on toimialan ehdotonta kärkeä. Harvian vahva tase ja kassavirta antavat yhtiölle mahdollisuuden myös jatkaa sauna- ja spa-markkinan konsolidointia kasvunsa kiihdyttämiseksi.

Vuonna 2019 Harvian liikevaihto kasvoi erityisesti AHS-yritysoston myötä 20 % edellisvuodesta ja oli 74,1 MEUR (2018: 61,9 MEUR). Yhtiön oikaistu liikevoitto oli 13,9 MEUR (2018: 10,9 MEUR), eli 18,7 % liikevaihdosta. Yhtiön liikevaihto ja liiketulos kasvavat myös vuonna 2020 merkittävästi EOS-yritysoston ja koronapandemian vauhdittamien remonti- ja kunnostusprojektien myötä. Meidän ennusteissamme Harvian liikevaihto vuonna 2020 kasvaa noin 41 % tasolle 104 MEUR ja oikaistu liikevoitto kasvaa noin 58 % tasolle 22 MEUR (EBIT 21,0 %).

Harvian orgaanisen kasvun taustalla on sauna- ja spa-markkinoiden vakaa kasvu, jonka selkärankana toimii suhdannevakaa korvauskysyntä sekä voimistuva hyvinvointitrendi, saunakulttuurin leviäminen uusille markkinoille ja keskistoksen kasvu. Vuonna 2020 Harvian orgaanista kasvua on merkittävästi kiihdyttänyt koronapandemian myötä kasvanut ”kotoilutrendi”.

Korkean kannattavuuden pääajurina Harvialle ovat tehokas ja pitkälle automatisoitu tuotantomalli, yhtiön oma suunnittelu- ja joustava valmistustoiminta sekä yhtiön brändien ja tuotteiden hyvä tunnettuus. Yhtiön liiketoiminta on myös alhaisen investointitarpeen, tehokkaiden ja modernien tuotantolaitosten sekä joustavan tuotantomallin vuoksi hyvin pääomatehokasta.

## Tuotteet ja palvelut

Harvian tuotevalikoima pyrkii vastaamaan laaja-alaisesti kansainvälisen sauna- ja spa-markkinan tarpeisiin. Yhtiön tuotevalikoima kattaa kaikki kolme saunatyyppeä: perinteisen saunan, höyrysaunan ja infrapunasaunan. Yhtiö on rakentanut näiden ympärille 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 (54 % liikevaihdosta), mutta tarjoamaan kuuluu myös kokonaisia saunoja (20 %), ohjauskeskuksia (8 %), höyrygeneraattoreita (3 %) sekä muita sauna- ja spa-tuotteita, varaosia ja palveluita (14 %). Yhtiö tarjoaa valikoidusti kiukaiden ja saunojen huolto- ja asennuspalveluja Suomessa. Harvia on aiemmin profiloitunut pääasiassa kiuasvalmistajaksi, mutta yhtiö on viime vuosina kehittynyt yhä kokonaisvaltaisemmaksi sauna- ja spa-alan toimijaksi yrityskauppojen sekä uusien tuotelanseerausten että myyntikanavien avausten myötä. Tämä on heijastunut myös yhtiön liikevaihtoon saunojen suhteellisen osuuden merkittävänä kasvuna. Saunojen liikevaihdon voimakasta kasvua on vauhdittanut etenkin Pohjois-Amerikan liikevaihdon lisääntyminen AHS-yrityskaupan myötä.

## Jakelu

Konsernin liikevaihto koostuu pääasiassa tuotteiden myynnistä (vähäinen osa sauna-asennuksista sekä huolto- ja korjauspalveluista). Harvia myy suurimman

osan tuotteistaan jälleenmyyjille ja jakeluyrityksille. Harvian suurin asiakassuhde perustuu asiakkaan ryhmätason puitesopimukseen, jonka alla konsernin solmimat yksittäiset tilaussopimukset muodostivat yhteensä noin 13 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2019.

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.

Harvian tuotteiden jakelu tapahtuu jälleenmyyntiverkoston kautta maailmanlaajuisesti. Suurimmat asiakasryhmät ovat vähittäis- ja tukkukauppiat, jotka myyvät yhtiön tuotteita mm. rakentajille ja loppuasiakkaille. Harvian koko myynnistä noin puolet tapahtuu vähittäiskauppa-asiakkaille, jotka ovat tyypillisesti rakennustarvikeliikkeitä ja liikeketjuja. Noin kolmasosa myynnistä tapahtuu tukkukauppiaille. Tukku kauppiat voivat olla sähkö- ja lvi-tukku kauppiaita, kylpyhuonetarvikkeiden tukku kauppiaita tai saunoihin erikoistuneita tukku kauppiaita.

Integraattorit ja saunanrakentajat ovat tärkeä asiakasryhmä kokonaisuun saunaratkaisuihin keskittyneillä markkinoilla, kuten esimerkiksi Keski-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa. Pohjoismaissa merkityksellisiä ovat myös rakennusliikkeet, jotka asentavat saunoja uusiin asuinrakennuksiin. Lisäksi yhtiö suuntaa valikoidusti suoramyyntiä etenkin Suomessa ja muualla Euroopassa loppuasiakkaille, kuten hotelleille ja kuntosaliketjuille.

# Harvian tuotteet ja palvelut

Tuotesegmentti	Tuotekuvaus	%-osuus liikevaihdosta Q1-Q3'20	Liikevaihdon kasvu CAGR 2017-Q3'20LTM
Kiukaat	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Sähkö- ja puukiukaita</li> <li>Kiukaiden lisävarusteita mm. suojakaiteet- ja seinät, tulisijan suoja-alustat, savuputket ja -piiput</li> </ul>	<b>54 %</b>	<b>~14 %</b>
Saunat	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Saunan ovet, lauteet, paneelit ja muut rakenteet</li> <li>Yksittäiset saunasisustuksen tuotteet</li> <li>Valmiit saunat</li> </ul>	<b>20 %</b>	<b>~45 %</b>
Tarvikkeet, palvelut ja muut tuotteet	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Kiukaiden vastukset ja muut varaosat</li> <li>Kiuaskivet, lämminvesisäiliöt, saunan valaisimet, löylykauhat ja -kiulut, lämpömittarit ja saunatuoksut</li> <li>Infrapunatuotteet</li> <li>Saunojen huolto-, asennus- ja korjauspalvelut kuluttaja- ja yritysasiakkaille (Saunamax)</li> </ul>	<b>14 %</b>	<b>~17 %</b>
Ohjauskeskukset	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Ohjauskeskuksia sähkökiukaisiin, yhdistelmäkiukaisiin, infrapunasaunoihin ja hybridisaunoihin</li> </ul>	<b>8 %</b>	<b>~8 %</b>
Höyrygeneraattorit	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Höyrygeneraattoreita</li> <li>Lisävarusteita höyrysaunoihin kuten höyrysuuttimia ja tuoksupumppuja</li> </ul>	<b>3 %</b>	<b>~5 %</b>



# Harvian asiakkaat ja jakelukanavat

Jakelukanava	Jakelukanavan luonne	%-osuus liikevaihdosta	Esimerkkiasiakkaita
Vähittäiskaupat	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yhtiön myynnistä noin puolet tapahtuu vähittäiskauppa-asiakkaille</li> <li>Vähittäiskauppiaat ovat tyypillisesti rakennustarvikeliikkeitä</li> <li>Tärkeä kanava erityisesti Suomessa ja Ruotsissa</li> </ul>	~50 %*	
Tukkukaupat	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yhtiön myynnistä noin kolmasosa tapahtuu tukkukauppiaille</li> <li>Tukkukauppiaat ovat tyypillisesti sähkö- ja lvi-tukkukauppiaita</li> <li>Tärkeä kanava erityisesti Suomessa ja Ruotsissa</li> </ul>	~30 %*	
Integraattorit / saunarakentajat	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yhtiön myynnistä noin 15% suuntautuu saunarakentajille</li> <li>Tärkeä asiakasryhmä kokonaisuun saunaratkaisuihin keskittyneillä markkinoilla kuten Keski-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa</li> <li>Saunarakentajat toteuttavat rakennusurakan loppukäyttäjille</li> </ul>	>10 %*	
Rakennusliikkeet	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pohjoismaissa yhtiön tuotteita myydään rakennusliikkeille, jotka asentavat saunoja uusiin asuinrakennuksiin</li> <li>Rakennusliikkeet hankkivat joko yksittäisiä saunakomponentteja tai kokonaisia saunoja</li> </ul>	<5 %*	
Suoramyynti	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yhtiö suuntaa valikoidusti suoramyyntiä etenkin kotimaassa, muualla Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa suurille loppuasiakkaille, kuten hotelleille tai kuntokeskusetjuille</li> </ul>	<5 %*	

\*Inderesin arvio jakelukanavan suhteellisesta osuudesta konsernin liikevaihdosta.

Harvian suurin asiakassuhde perustuu asiakkaan ryhmätason puitesopimukseen, jonka alla konsernin solmimat yksittäiset tilaussopimukset muodostivat yhteensä 13 % liikevaihdosta vuonna 2019 (2018: 16 %).

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

## Tuotanto

### Komponentit ja raaka-aineet

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. Harvia valmistaa lähes kaikki yhtiön myynnissä olevat tuotteet itse. Näiden lisäksi yhtiö hankkii sopimusvalmistajilta puukiukaita ja kiukaiden runkoja sekä muilta kolmansilta osapuolilta erilaisia saunatarvikkeita (mm. saunatekstiilit). Yhtiöllä on monia vaihtoehtoisia toimittajia ja hankintoja tehdään tyypillisesti tilauskohtaisesti.

### Tuotantolaitokset

Harvialla on seitsemän omaa tuotantolaitosta, jotka sijaitsevat Suomessa, Kiinassa, Saksassa, Yhdysvalloissa, Virossa (2 kpl) ja Romaniassa.

Suomessa (Muurame) sijaitsee yhtiön päätuotantolaitos, missä valmistetaan valtaosa yhtiön kiukaista. Muuramen tuotantolaitoksessa valmistettiin vuonna 2017 yli 70 000 sähkökiuasta ja yli 35 000 puukiuasta, mutta tuotantomäärät ovat arviomme mukaan kasvaneet selvästi tämän jälkeen. Muuramessa valmistetaan kiukaiden lisäksi komponentteja, höyrytuotteita ja ovialementtejä. Muuramen tuotantolaitoksella on yhtiön mukaan vielä mahdollista lisätä kapasiteettia ilman suuria lisäinvestointeja.

Saksan (Driedorf) tuotantolaitos siirtyi Harvialle EOS-yrittäjäkaupassa keväällä 2020. Saksan tuotantolaitoksella valmistetaan EOS:n ammatti- ja

premium-luokan kiukaita ja saunakomponentteja. Saksan tehtaalla valmistetaan pienemmän sarjan tuotantoa tai jopa yksittäisiä tuotteita ja tehdään myös elektroniikkaa. Saksan tehtaalla tehdään myös Kusatek-tuotemerkin kaasukiukaita. Myös Saksan tuotantokapasiteettia on mahdollista lisätä ilman suuria investointeja.

Kiinassa (Guangzhou) yhtiö tuottaa pääosin edullisempia sähkökiuasosastoja toimitettavaksi Eurooppaan, mutta myös jossakin määrin Aasian markkinoille. Kiinassa valmistetaan myös höyrygeneraattoreita höyrykylpykäyttöön ja komponentteja muille tehtaille. Kiinassa valmistettiin yhtiön mukaan noin 34 000 kiuasta vuonna 2017, mutta tuotantomäärät ovat arviomme mukaan kasvaneet selvästi tämän jälkeen.

Yhdysvalloissa (Renick) valmistetaan kokonaisia saunaratkaisuja ulkokäyttöön (ns. tynnyrisaunat) ja sisäkäyttöön. Kapasiteetin käyttöaste on tänä vuonna ollut erittäin korkea ja Harvia on juuri investoimassa 40 %:n lisäkapasiteettiin (0,7 MEUR), minkä pitäisi valmistua vuoden 2020 loppuun mennessä.

Romaniassa (Gheorgheni) tuotetaan pääosin edullisemmän hintaluokan sisä- ja ulkosaunoja Keski-Euroopan myyntiin, minkä lisäksi siellä valmistetaan saunatarvikkeita ja kootaan infrapunasäteilijöitä ja johdinsarjoja. Myös Romanian tehtaalla riittää yhtiön mukaan tuotantokapasiteettia hyvin kasvun varalle.

Virossa Harvialla on kaksi pientä tuotantolaitosta. Tarton tuotantolaitoksella yhtiö valmistaa spalelementtejä höyryhuoneisiin, kylpylöiden lepodivaaneihin ja suihkuosastoihin. Tallinnan

tuotantolaitos on avattu vuonna 2019 laudelementtien valmistamista varten, K-Rauta myy tuotteita kattavassa myymäläverkostossaan.

### Muut toimipisteet

Muuramessa sijaitsee valmistustoiminnan lisäksi Harvian talous-, myynti-, markkinointi-, vienti-, saunasuunnittelu- sekä tuotekehitysosasto. Itävallassa (Vöcklabruck) yhtiöllä on myynti- ja asiakaspalvelutoimipiste sekä Keski-Euroopan logistiikkakeskus. Myös Keski-Euroopan tuotekehitystä hoidetaan Itävallan toimipisteeltä. Yhdysvalloissa yhtiöllä on tuotantolaitoksen lisäksi erillinen myyntikonttori ja showroom (Michigan), mihin on Renickin tehtaalta matkaa noin 1000 km. Sieltä käsin yhtiö hoitaa paikallisen myynnin ja markkinoinnin. Venäjällä yhtiöllä on sopimuskumppaneita, joka valmistavat yhtiölle puukiukaita Venäjän markkinoille sekä puukiukaiden runkoja Muuramen tehtaalle. Saksassa EOS:n tehtaalla yhteydessä toimii myös logistiikka, myynti ja markkinointi.

### Liiketoiminnan kausivaihtelu melko maltillista

Harvian liiketoiminnan kausivaihtelut ovat melko maltillisia, vaikka suurin osa jakeluketjujen tilauksista painottuu tyypillisesti Q1:lle ja Q4:lle. Pääosa Pohjois-Euroopan tilauksista saadaan tyypillisesti ensimmäisellä neljänneksellä, kun taas Keski-Euroopan ja Pohjois-Amerikan tilausaktiivisuus painottuu loppuvuoteen. Suurten asiakkaiden ostojen volyymin vaihtelut ja siirtymiset voivat kuitenkin aiheuttaa liikevaihtoon merkittävää heiluntaa (esim. asiakkaiden kampanjat tai suurten varastotilausten toimitusten ajoittuminen).

# Harvian tuotanto- ja toimipaikat



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

## Harvian liiketoimintamallin riskiprofiili on kokonaisuutena maltillinen

Harvian liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena hyvin maltillinen. Liiketoimintamallin riskitasoa laskee erityisesti loppukysynnän alhainen syklisten tuottojen osuus, pitkät ja laaja-alaisesti hajautuneet jakelusuhteet, joustava tuotantomalli, sekä vahva operatiivinen kassavirta ja matala pääomaintensiivisyys. Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa hiukan lähinnä jakelukanavien paikoin merkittävä hinnoitteluvoima ja keskittyneisyys, valuuttakurssien heilunta sekä edelleen korkeahko riippuvuus Muuramen tehtaasta, vaikka tuotantoa on saatu hajautettua kasvavissa määrin Saksan, Kiinan, USA:n, Viron ja Romanian tehtaille.

## Hyvin ennustettavien tuottojen osuus korkea

Harvian tuotteiden kysynnästä suurin osa muodostuu luonteeltaan vakaasta ja ennustettavasta korvauskysynnästä. Hieman voimakkaammin rakentamisen ja taloussyklisen mukana elävien uusien sauna- ja spa-ratkaisuiden ja projektitoimitusten kysynnän osuus on kasvanut viime vuosina yhtiön onnistuneen maantieteellisen laajentumisen (etenkin Pohjois-Amerikka) takia.

## Tehokas tuotantomalli ja tunnettu brändi takaavat hyvän hinnoitteluvoiman

Harvian brändeillä on vahva markkina-asema ja tunnettavuus omilla erikoistumisalueillaan ja erityisesti sauna- ja spa-markkinoiden perinteisillä markkina-alueilla. Yhtiön tehokas tuotekehitys- ja tuotantoprosessi mahdollistavat Harvian tuotteiden kilpailukykyiset hinnat etenkin volyymituotteissa,

minkä lisäksi laaja tuotevalikoima tekee yhtiöstä houkuttelevan kumppanin. Lisäksi EOS-kaupan myötä yhtiö sai laajennettua valikoimaansa ammatti- ja premium-tuotteissa.

## Tuotantomalli on hyvin joustava ja skaalautuva

Harvialla on seitsemän omaa tuotantolaitosta, jonka lisäksi yhtiöllä on Venäjällä sopimusvalmistuskumppaneita. Yhtiön kustannustehokkuutta edistää se, että merkittävä osa tuotantolaitosten työntekijöistä ovat tulospalkkauksen piirissä ja yhtiön käyttämät urakkapalkkasopimukset lisäävät tuotannon joustavuutta ja tuotantotyön kannustavuutta.

Harvia on myös keskittänyt eri tuotteiden tuotannot tiettyihin tuotantolaitoksiin, missä on itse suunnitellut ja valmistetut erikoistyökalut juuri näiden tuotteiden valmistamiseen. Tiettyjen tuotekategorioiden keskittäminen eri tehtaille tehostaa myös raaka-aineiden ja komponenttien saatavuutta ja optimoi hankinnan kustannuksia. Yhtiö on myös viime vuosina kehittänyt Muuramen ja Kiinan tehtaiden välistä yhteistyötä toisiaan tukevien ja täydentävien tuotantomallien avulla, joilla yhtiö on pyrkinyt vähentämään riippuvuuttaan Muuramen tehtaasta. Tuotannon joustavuutta on myös lisännyt EOS-tuotanto Saksan Driedorfissa.

## 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 etenkin Muuramen ja Kiinan tehtailla on mahdollista lisätä tämänhetkistä kapasiteettia merkittävästi ilman lisäinvestointeja pelkästään työntekijämäärää kasvattamalla ja työvuorojen lisäämisellä tietyissä työvaiheissa.

Yhdysvaltain tehtaan tuotantokapasiteettia on myös kasvatettu ja kasvatetaan lähitulevaisuudessa edelleen maltillisten lisäinvestointien avulla vahvan kysyntätilanteen takia. Yleisesti tuotannon matala pääomaintensiivisyys ja tasainen korvauskysyntä ovat mielestämme keskeisiä tekijöitä, jotka tekevät Harvian liiketoimintamallin riskiprofiilista matalan.

# Toimiala- ja markkinakatsaus 1/3

## Globaali sauna- ja spa-markkina

Globaalin sauna- ja spa-markkinan arvioidaan olevan noin 3,0 miljardia euroa vuonna 2020 ja markkinan arvioidaan kasvavan keskimäärin 5 % vuodessa. Kokonaismarkkinasta noin puolet muodostuu sauna- ja spa-tiloihin liittyvistä asennus-, huolto- ja korjaustöistä. Vuonna 2020 noin 14 % eli 410 MEUR koostuu kiukaista ja saunakomponenteista. Loppuosa markkinasta sisältää sauna- ja spa-huoneiden rakenteet, ohjauskeskukset ja muut lisätarvikkeet.

Maailmassa arvioidaan olevan noin 17 miljoonaa saunaa, joista noin 95 % on kotitalouksien käytössä. Näiden lisäksi saunoja on kaupallisessa käytössä, kuten hotelleissa, kylpylöissä, kuntokeskuksissa ja uimahalleissa.

## Harvian kohdemarkkinat

Harvian kohdemarkkina käsittää kolme eri saunatyyppeä: perinteinen sauna, höyrysauna ja infrapunasauna. Perinteiset saunat (sähkö- ja puulämmitteiset) ovat yleisin saunatyyppejä ja niiden osuus saunakannasta on arviolta 68 %. Etenkin Venäjällä ja Suomessa saunat ovat pääosin perinteisiä saunoja. Höyrysaunoja on arviolta 22 % saunakannasta ja se on suosituin saunatyyppejä erityisesti Etelä-Euroopassa ja Lähi-idässä. Saunoista noin 11 % on infrapunasaunoja. Infrapunasauna on vielä suhteellisen uusi saunatyyppejä, joka tunnetaan paremmin Keski-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa

Näiden kolmen saunatyypin lisäksi markkina sisältää myös ns. kombikiukailla varustettuja saunoja, joissa perinteiseen saunaan asennetaan höyryä tuottava kiuas, hybridisaunoja (perinteisen ja infrapunasaunan yhdistelmä) sekä

höyrysuikkuja.

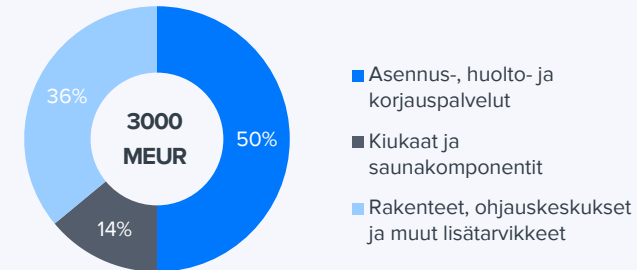
Harvian kohdemarkkinat muodostuvat kiukaista ja saunakomponenteista ml. höyrygeneraattorit ja infrapunasaätelijät, saunahuoneet, ohjauskeskukset ja muut lisätarvikkeet. Asennus-, korjaus- ja huoltotyö ei kuulu lähtökohtaisesti Harvian ydinliiketoimintaan, joten Harvian kohdemarkkina on ainakin toistaiseksi olennaisesti pienempi kuin koko 3 miljardin euron sauna- ja spa-markkina.

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. Korvauskysynnän ja uudismarkkinan suhteellinen vaikutus sauna- ja spa-markkinan kasvuun vaihtelee alueittain ja markkinoittain.

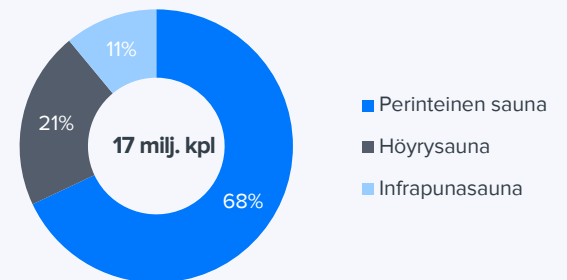
## Suhdannevakaa markkina

Sauna- ja spa-markkina on ollut historiallisesti suhdannevakaa, sillä suuri asennettu saunakanta ja erityisesti kiukaiden tiheä korvausväli luo tasaista vuosittaista korvauskysyntää. Sauna- ja spa-markkina onkin kasvanut historiallisesti noin 5 %:n vuotuista vauhtia. Yhtiön kokemuksen mukaan etenkin Suomessa sauna on osa arkea, ja kiukaan tai muun saunan osan ikääntyessä se korjataan tai korvataan rakennussuhdanteesta huolimatta. Usein tällöin Harvialle muodostuu myös hyvä tilaisuus myydä tilalle hieman edellistä kiuasta edistyneempi malli ja/tai muita lisätarvikkeita kiukaan kylkeen (mm. turvakaide, ohjauskeskus jne.) Saunojen levinneisyydellä on huomattava vaikutus sauna- ja spa-markkinoiden kehitykseen.

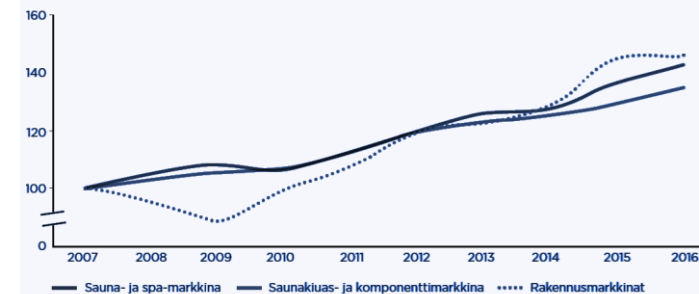
## Globaali sauna- ja spa-markkina\*



## Maailmanlaajuinen saunakanta\*



## Suhdannevakaa markkinakehitys\*



\*Lähde: Harvia, kansainvälisen liikkeenjohdon konsulttiyhtiön tekemä selvitys Harvialle (2017)

# Toimiala- ja markkinakatsaus 2/3

## Korvausmarkkina vs. uudismarkkina

Saunojen ja spa-tilojen korvauskysynnän osuus globaalista markkinasta vuonna 2016 oli noin 61 %, eikä tämä suhdeluku ole muuttunut oleellisesti viime vuosien aikana. Saunan lauteiden, muiden rakenteiden ja laitteiston kuluessa saunakokonaisuudet uusitaan arviolta 15-30 vuoden välein kuormituksen mukaan, ja kaupallisessa yhteiskäytössä useammin kuin asuinkäytössä. Saunojen ja spa-tilojen uudismarkkinan osuus on arviolta noin 39 %: 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. Kiuas- ja komponenttimarkkinasta noin 77 % oli korvauskysyntää vuonna 2016, eikä tämä suhdeluku ole muuttunut oleellisesti viime vuosien aikana. Kiukaiden ja muiden saunakomponenttien uudismarkkinan osuus on vain 23 %. Korvauskysynnän ja uudismarkkinan suhteellinen vaikutus sauna- ja spa-markkinan kasvuun vaihtelee alueittain ja markkinoittain.

## Markkinan kasvuajurit

Sauna- ja spa-markkina kasvoi vuosien 2010-2016 aikana noin 5 %:n vuotuista vauhtia ja markkinoiden ennustetaan jatkavan keskimäärin 5 %:n kasvuvauhtia myös vuoteen 2022 asti. Markkinan keskeisiin kasvutekijöihin kuuluvat vanhojen saunojen, kiukaiden ja saunakomponenttien korvaaminen sekä saunojen uudismarkkina. Toimialaan vaikuttavia

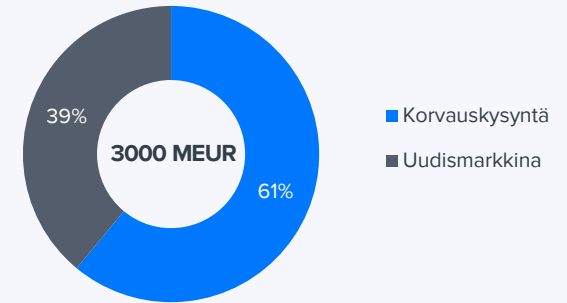
merkittävimpiä viimeaikaisia suuntauksia ovat myös seuraavat tekijät:

**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. Yhtiön mukaan mitä kauemmas Suomesta mennään, niin sitä enemmän saunomisen ja saunamarkkinoiden edistämässä painotetaan terveystrendejä.

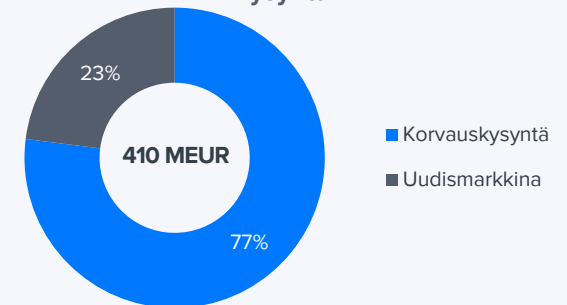
**Kiukaiden, saunakomponenttien ja lisävarusteiden kehitys:** kiukaiden ja saunakomponenttien kehitys on ollut viime vuosien aikana nopeaa. Kiukaisiin on tullut saataville uusia, entistä kehittyneempiä lisävarusteita, joten kuluttajien on aiempaa helpompaa hankkia esimerkiksi ohjauskeskuksen välityksellä ohjattavia kiukaita. Suomessa markkina on tältä osien vielä selvästi alikehittynyt verrattuna esim. Keski-Euroopassa myytyjen kiukaiden yhteydessä myytäviin ohjauskeskuksiin ja muihin lisätarvikkeisiin.

**Keskimääräisen hankinnan kasvu:** Saunojen, kiukaiden ja saunakomponenttien korvauskysynnän 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.

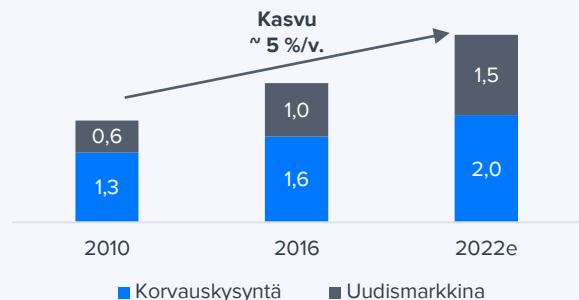
## Globaalin sauna- ja spa-markkinan kysyntä\*



## Globaalin kiuas- ja komponenttimarkkinan kysyntä\*



## Uudismarkkina ja korvausmarkkina\* (mrd. €)



\*Lähde: Harvia, kansainvälisen liikkeenjohdon konsulttiyhtiön tekemä selvitys Harvialle (2017)

# Toimiala- ja markkinakatsaus 3/3

## Suurimmat sauna- ja spa-markkinat

Euroopan suurimmat yksittäiset sauna- ja spa-markkinat ovat Venäjä, Saksa, Suomi ja Ruotsi. Nämä maat kattavat yhdessä noin 45 % globaalista sauna- ja spa-markkinasta. Muun Euroopan osuus oli ~19 %, Aasian ja Tyynenmeren alueen ~15 %, Pohjois-Amerikan ~9 %, Lähi-idän ~5 % ja muun maailman yhteensä ~7 %.

**Suomi** on Harvian kotimarkkina ja liikevaihdolla mitattuna suurin markkina-alue (2020e: 27 % liikevaihdosta). Harvia on Suomessa liikevaihdoltaan ja tunnettuudeltaan johtava sauna- ja spa-yhtiö ja suurin kiuas- ja saunakomponenttivalmistaja. Suomessa on pitkät saunaperinteet ja sen vuoksi täällä on paljon saunoja väkilukuun nähden. Suomessa arvioidaan olevan noin 2,5 miljoonaa saunaa ja suuren saunakannan takia uudismarkkinan osuus on matala. Suomen sauna- ja spa-markkinan koon arvioidaan olevan ~10 % globaalista markkinasta.

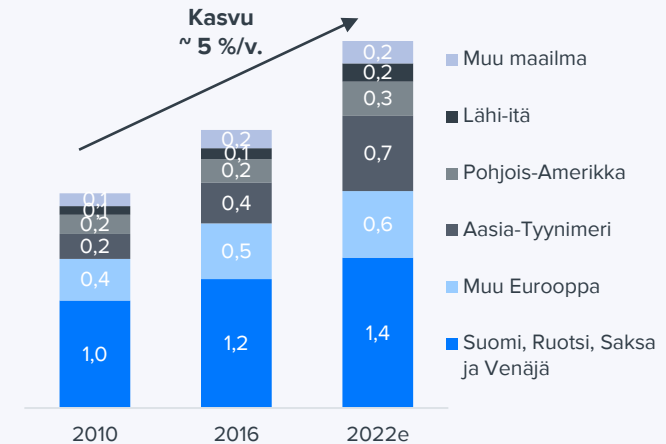
**Yhdysvallat** on nopeasti noussut Harvian toiseksi suurimmaksi markkina-alueeksi liikevaihdolla mitattuna (2020e: 20 % liikevaihdosta) ja se on maailman viidenneksi suurin sauna- ja spa-markkina. Yhdysvaltojen sauna- ja spa-markkina on maan kokoon nähden pieni, saunan suhteellisen vähäisen tunnettuuden vuoksi. Maassa on arviolta noin miljoonaa saunaa ja markkinan koko on noin 8 % globaalista sauna- ja spa-markkinasta. Uudismarkkinan osuus on selvästi suurempi kuin Suomessa, koska saunakanta on vähäinen. Harvia on liikevaihdolla mitattuna Yhdysvaltojen viiden suurimman sauna- ja spa-markkinoilla toimivan yhtiön joukossa ja näemme yhtiöllä olevan erittäin hyvät kasvumahdollisuudet tällä markkinalla.

**Saksa** on liikevaihdolla mitattuna Harvian kolmanneksi suurin yksittäinen maa (2020e: 14 % liikevaihdosta) ja myös maailman toiseksi suurin yksittäinen sauna- ja spa-markkina. Harvia on kasvanut Sentiotec- ja EOS-yritysostojen jälkeen Saksan suurimmaksi kiuas- ja saunakomponenttivalmistajaksi liikevaihdolla mitattuna. Saksassa arvioidaan olevan yli 2 miljoonaa saunaa ja sauna- ja spa-markkinoiden koon on arvioitu olevan noin 12 % globaalista markkinasta. Saksassa saunojen määrä on Suomea pienempi, mutta euromääräinen markkina on suurempi. Tämä johtuu osittain siitä, että saunoja on suhteellisesti enemmän liikekiinteistöissä kaupallisessa käytössä ja ne ovat tyypillisesti isokokoisia ja paremmin varusteltuja.

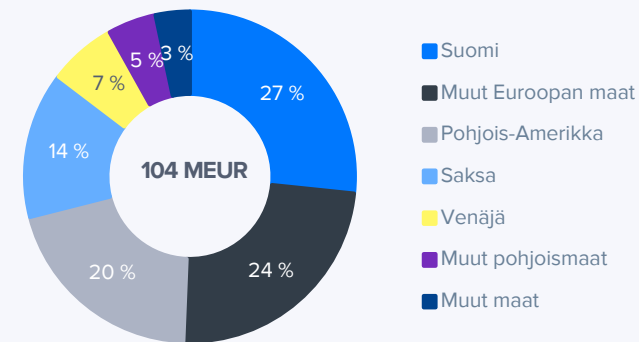
**Venäjä** on maailman suurin yksittäinen sauna- ja spa-markkina ja Harvian neljänneksi suurin toimintamaa liikevaihdolla mitattuna (2020e: 7 % liikevaihdosta). Harvia on liikevaihdolla mitattuna Venäjän toiseksi suurin sauna- ja spa-markkinoilla toimiva yhtiö TMF:n (ent. Termofor) jälkeen ja markkinoiden johtava sähkökiuasvalmistaja. Venäjällä arvioidaan olevan yli 6 miljoonaa saunaa ja markkinan koon olevan noin 16 % globaalista markkinasta. Samoin kuin Suomessa, Venäjän suuren saunakannan vuoksi uudismarkkinan osuus kokonaisuudessaan on pieni.

**Ruotsi** on Suomen jälkeen Pohjoismaiden toiseksi suurin sauna- ja spa-markkina ja liikevaihdolla mitattuna Harvian viidenneksi suurin markkina. Ruotsissa on arviolta yli 0,5 miljoonaa saunaa ja markkina koko on noin 4 % globaalista markkinasta. Harvia on Ruotsin toiseksi suurin sauna- ja spa-markkinoilla toimiva yhtiö TylöHelon jälkeen.

Sauna- ja spa-markkinoiden koko\* (mrd. € ja kasvu)



Liikevaihto markkina-alueittain 2020e



\*Lähde: Harvia, kansainvälisen liikkeenjohdon konsulttiyhtiön tekemä selvitys Harvialle (2017)

# Kilpailuympäristö 1/2

## Globaali sauna- ja spa-markkina

Globaali sauna- ja spa-markkina on hyvin pirstaloitunut. Markkinoiden johtavat 4 toimijaa muodostavat yhteensä vain noin 10 %:n markkinaosuuden ja niiden yhteenlaskettu liikevaihto on noin 300 MEUR. 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.

Liikevaihdolla mitattuna suurin globaali sauna- ja spa-markkinan toimija on saksalainen **Klafs** (arvioitu liikevaihto vuonna 2019 oli noin 105 MEUR), 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.

Harvia on globaalin sauna- ja spa-markkinan toiseksi suurin toimija (markkinaosuus ~3 %). 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. Harvia keskittyy kattavaan sauna- ja saunatarvikevalikoimaan, tehokkaaseen valmistusprosessiin ja hyviin asiakassuhteisiin. Yhtiö on Saunamax Oy:n hankinnan jälkeen tehnyt hyvin valikoivasti saunoihin liittyviä huolto- ja asennustöitä Suomessa, mutta sauna- ja spa-markkinaan liittyvä työ ei lähtökohtaisesti kuulu Harvian tarjontaan.

Globaalin sauna- ja spa-markkinan kolmanneksi ja neljänneksi suurimmat toimijat ovat kiinalainen integraattori **SaunaKing** sekä Harvian suoriin kilpailijia kiuas- ja komponenttivalmistaja suomalais-ruotsalainen **TylöHelo** (molempien yhtiöiden arvioidut liikevaihdot ovat noin 50 MEUR). Harvia on viime vuosina ajanut markkinaosuudessa SaunaKingin ohi, kun SaunaKing on fokusoinut

liiketoiminnassaan vahvemmin yhtiön muihin toimialoihin (mm. ilmanpuhdistukseen). Myös TyloHelon vaikeudet ovat antaneet Harvialle tilaisuuden ottaa yhtiöön merkittävää kaulaa.

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 -generattorien valmistajia, molemmat ovat Harvian asiakkaita), **Effegibi** (perinteiset saunat ja höyrysaunat), **Physiotherm**, **Sauna Works** ja **B-Intense** (infrapunasaunat).

Kokonaisuudessaan sauna- ja spa-markkina on hyvin fragmentoitunut ja valtaosa markkinasta koostuu pienistä ja paikallisista toimijoista. Tämän takia uskommekin sauna- ja spa-markkinan konsolidaation jatkuvan tulevina vuosina. Näemme Harvian jatkavan oman portfolionsa täydentämistä yritysostojen kautta etenkin niillä segmenteillä, joita portfoliosta vielä puuttuu (mm. yhtiöt, joilla on osaamista ammattihöyry- ja infrapunasaunoissa).

Erityyppiset yhtiöt ja niiden markkinaosuudet	Yhtiöiden määrä	Vuotuinen liikevaihto	Esimerkkejä	Kuvaus
Johtavat yhtiöt (10 %)	4 kpl	Yli 50 MEUR	<b>Klafs, Harvia, SaunaKing, TylöHelo</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Integraattoreita tai suuria saunakomponenttivalmistajia</li><li>Toimintoja useissa maissa</li><li>Kattava sauna- ja saunatarvikevalikoima</li></ul>
Paikalliset yhtiöt (5 %)	Noin 25 kpl	5-15 MEUR	<b>Narvi, SaWo, Mondex, TMF, Physiotherm, Effegibi</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Integraattoreita, saunakomponenttivalmistajia tai osittain saunamarkkinoille keskittyviä yhtiöitä</li><li>Tyypillisesti suppeampi valikoima</li></ul>
Pienet yhtiöt (85 %)	Yli 2000 kpl	Alle 5 MEUR	<b>Sunrans, Iki-Kiuas, Misa, Stoveman</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Tuotevalikoima on tyypillisesti suppea, kattaen edullisia tai keskiahintaisia tuotteita</li><li>Mukana myös muutamia kalliisiin tuotteisiin erikoistuneita</li></ul>



# Kilpailuympäristö 2/2

Kehittyneillä sauna- ja spa-markkinoilla (Suomi, Ruotsi, Venäjä 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-Tyyntenmeren markkinoilla Harvia kuuluu top 5-10 toimijoihin.

## Kiukaat ja saunakomponentit

Harvian pääasiallinen kohdemarkkina on kiuas- ja saunakomponenttimarkkina (~410 MEUR), jolla yhtiön markkinaosuus oli ennen EOS-kauppaa 11 % ja EOS-kaupan jälkeen 14 %. Harvia on vuonna 2020 kasvanut selvästi markkinaa nopeammin, joten yhtiön markkinaosuus saattaa lähestyä jo 15 %:n tasoa. Harvia toimii kiuas- ja komponenttimarkkinalla laajalla ja kattavalla tuotevalikoimalla Harvia-, Sentiotec-, Sentio By Harvia-, EOS- ja Kusatek-tuotemerkeillä. EOS-, Sentiotec- ja Kusatek-tuotemerkit on hankittu yritysostojen kautta viime vuosina ja ne ovat täydentäneet sekä tuoteportfoliota (korkeampaan ja premium hintaluokkaan sekä ammattikanaviin) että maantieteellistä peittoa (suurempi läsnäolo Keski- ja Itä-Euroopassa sekä Venäjällä).

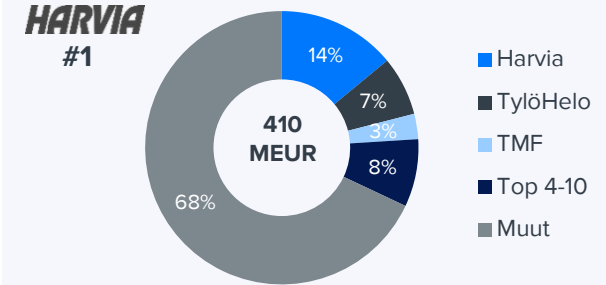
Kiuas- ja saunakomponenttimarkkinan 2. suurin toimija on **TylöHelo** (n. 7 % markkinaosuus), joka on Harvian tavoin keskittynyt enemmän tuotteiden valmistamiseen kuin saunojen rakentamiseen tai huoltoon. Tylö- ja Helo- tuotemerkkien lisäksi yhtiöllä on myös Kastor-, Finnleo- ja Amerec-tuotemerkit. TylöHelo on viime aikoina menettänyt markkina-asemiaan kotimarkkinoilla (Suomessa ja

Ruotsissa) sekä Keski-Euroopassa. TylöHelolla on kuitenkin edelleen vahva asema Ruotsissa ja se on Ruotsin markkinajohtaja ("saunamarkkinoiden Volvo"), mutta Harvia on noussut entistä vahvemmaksi haastajaksi myös siellä. Pohjois-Amerikassa TylöHelo on vahva toimija etenkin höyrypuolella Amerec-tuotemerkin kautta. TylöHelon kannattavuus on selvästi Harviaa alhaisempi ja yhtiön liikevoitto on viime vuosina ollut nollassa tai hieman negatiivinen.

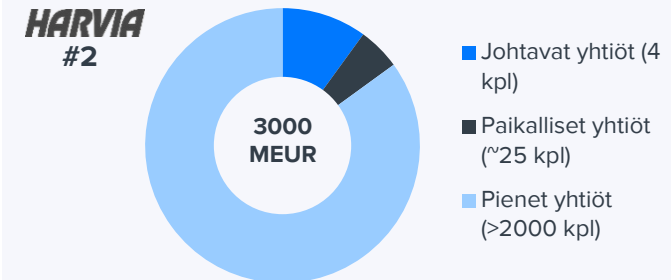
Venäläinen **TMF** (ent. Termofor) on keskittynyt puukiukaiden valmistukseen pääosin Venäjän markkinoille. TMF:n markkinaosuus kiuas- ja komponenttimarkkinoista on noin 3 %. **Sawo** on filippiiniläis-suomalainen kiukaita Filippiineillä valmistava yritys, joka keskittyy edullisiin ja keskihintaisiin kiukaisiin ja saunakomponentteihin. Sawo on liikevaihdolla mitattuna sauna- ja kiuasmarkkinan neljänneksi suurin toimija. Suomalainen **Narvi** on markkinoiden kuudenneksi suurin toimija (liikevaihto hieman alle 10 MEUR), joka myy kiukaita myös Kota- ja Aito-tuotemerkeillä. Narvi on vahva Suomessa erityisesti puukiuasmarkkinoilla. Muita tunnettuja saunavalmistajia Suomen markkinoilla ovat **Iki-Kiuas Oy** ja **Misa Oy**, joiden liikevaihdot ovat noin 2 MEUR:n luokkaa.

Harvia tekee kilpailijoihin nähden selvästi toimialan parasta kannattavuutta ja sen liikevoittomarginaali on viimeisen 10 vuoden ajan ollut noin 20 %. Narvi on muutaman vuoden ajan tehnyt keskimäärin 5 % liikevoittomarginaalia, Iki-Kiuas Oy:n liikevoittomarginaali on vaihdellut 7-12 %:n välillä ja Misa Oy:n liikevoittomarginaali on kääntynyt negatiiviseksi viime vuosina.

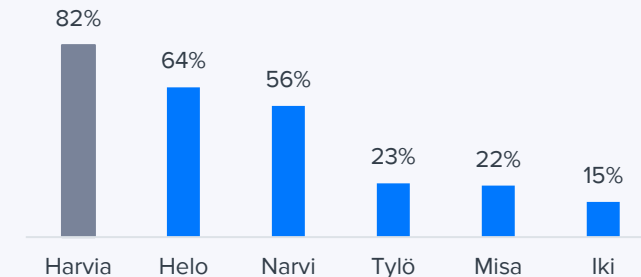
## Kiuas- ja saunakomponenttimarkkinan toimijat



## Sauna- ja spa-markkinan toimijat



## Tunnetuimmat saunabrändit Suomessa\*



\*Kansainvälisen konsulttiyhtiön tekemä kysely Suomessa 2017

# Kilpailuympäristö

## Arvioitu markkina-asema

Kiuas- ja saunakomponenttivalmistajat

Kiukaat ja saunakomponentit







Koko sauna- ja spa-markkina

Tarjooma

		#1	#2	<ul style="list-style-type: none"> <li>Laaja tuotevalikoima Harvia, Sentiotec, EOS- ja Kusatek-tuotemerkeillä</li> </ul>
		#2	#4	<ul style="list-style-type: none"> <li>Laaja tuotevalikoima Tylö-, Helo-, Finnleo- ja Amerec-tuotemerkeillä</li> </ul>
		#3	#7	<ul style="list-style-type: none"> <li>Laaja premium-segmentin kiuas- ja saunakomponenttivalikoima</li> </ul>
		#4	#8	<ul style="list-style-type: none"> <li>Puukiukaita Venäjän markkinoille</li> </ul>
		#5	#10	<ul style="list-style-type: none"> <li>Edullisia ja keskihintaisia kiukaita ja saunakomponentteja</li> </ul>
		#6	#11	<ul style="list-style-type: none"> <li>Puukiukaita Suomessa ja Ruotsissa Narvi-, Kota ja Aito -tuotemerkeillä</li> </ul>

Harvia osti enemmistön EOS Groupista 30.4.2020

Integraattorit ja saunanrakentajat

		#1	<ul style="list-style-type: none"> <li>Laaja valikoima saunaratkaisuja</li> </ul>
		#3	<ul style="list-style-type: none"> <li>Laaja saunavalikoima</li> </ul>
		#5	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kylpyhuoneisiin erikoistunut yhtiö, jolla suppea saunatarjooma</li> </ul>
		#6	<ul style="list-style-type: none"> <li>Valikoima infrapunasauvoja</li> </ul>
		#9	<ul style="list-style-type: none"> <li>Perinteisiä saunoja ja höyrysaunoja</li> </ul>

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Strategia

Harvian tavoitteena on olla johtava toimija sauna- ja spa-tuotteiden markkinoilla. Yhtiö on määrittänyt tavoitteen saavuttamisessa keskeiset strategiset painopisteet seuraavasti:

1. Keskiostoksen arvon kasvattaminen
2. Maantieteellinen laajentuminen
3. Tuottavuuden parantaminen

**Keskiostoksen arvon kasvattamisessa** Harvian tavoitteena on myydä nykyistä enemmän ominaisuuksiltaan edistysellisempiä kiukaita ja laajempia saunakokonaisuuksia sekä kasvattaa muidenkin korkeamman hintaluokan tuotteidensa myyntiä. Yhtiö pyrkii kasvattamaan keskiostosten arvoa mm. lisämyynnillä, kuten tarjoamalla kiukaan lisäksi ohjauskeskuksen, suojakaiteen, saunatarvikkeet, varaosat ja kiuaskivet. Keskiostoksen kasvattamisessa tuotekehitykseen panostaminen ja uusien houkuttelevien tuotelanseerausten rooli on avainasemassa.

Harvialla on perinteisesti ollut erityisen kilpailukykyinen tarjoama edullisemmissa ja keskihintaisissa tuotteissa yhtiön päämarkkina-alueilla. Vuonna 2016 tapahtuneen Sentiotec-yrityksoston jälkeen Harvian tarjoama täydentyi korkeampaan hintaluokkaan SENTIO by Harvia -mallistoilla (mm. kiukaita ja ohjauskeskuksia). Vuonna 2018 hankitun AHS:n kautta yhtiön uusien sauna- ja spa-ratkaisujen sekä projektitoimitusten (mm. tynnyrisaunat) määrät ovat kasvaneet etenkin Pohjois-Amerikassa, mikä on myös kasvattanut keskihintaa.

Harvia laajensi portfoliotaan ammatti- ja premium-

luokan kiuas- ja saunakomponenttituotteilla keväällä 2020 EOS-yrityskaupan myötä. Yhtiön tarkoituksena on tarjota näitä korkeamman hintaluokan ja ammatti- ja premium-tason tuotteita kaikilla Harvian kohdemarkkinoilla. Harvia pystyy esimerkiksi myymään ohjauskeskuksia muiden kuin Harvian omien kiukaiden yhteyteen ja tarjoamaan ammatti- ja premium-luokan tuotteita esimerkiksi erilaisiin hyvinvointikeskuksiin ja/tai korkeamman laatuluokan saunakokonaisuuksiin.

**Maantieteellisessä laajentumisessa** Harvian tavoitteena on kasvattaa markkinaosuutta sen kaikilla markkinoilla Suomessa, Skandinaviassa, Saksassa, muissa EU-maissa, Venäjällä ja Pohjois-Amerikassa. Tavoitteen saavuttamisen keskiössä on jälleenmyyntiverkoston jatkuva vahvistaminen ja sen myötä markkinoille räätälöityjen tuotekokonaisuuksien saatavuuden ja näkyvyyden parantaminen päämarkkinoilla.

Etenkin Keski- ja Itä-Euroopassa sekä Venäjällä Harvia pyrkii optimoimaan hankittujen liiketoimintojen (Sentiotec ja EOS) ja Harvian välisiä jakelustrategioita ja hyödyntämään ristiinmyyntiä. Pohjois-Amerikassa Harvia on saanut kasvatettua AHS-yrityksoston kautta omia jakelukanaviaan sekä laajennettua tuotetarjoomaansa. Lisäksi yhtiö pyrkii uusien tuotelanseerausten avulla kasvattamaan markkinaosuuttaan sen kaikilla päämarkkinoilla. Pidämme myös todennäköisenä, että yhtiö jatkaa markkinan konsolidointia lähivuosina ja odotamme kasvupanostusten kohdistuvan etenkin kasvaville Pohjois-Amerikan ja/tai Aasian markkinoille.

**Tuottavuuden parantamisessa** yhtiö keskittyy jatkuvasti parantamaan toiminnallista tehokkuuttaan mm. optimoimalla tuotannon maantieteellistä

rakennetta, tehostamalla ostoa ja logistiikkaa, optimoimalla tuotetarjoomaansa, suunnitteleamalla tuotteet yksinkertaisiksi valmistaa, nostamalla kapasiteetin käyttöastetta ja lisäämällä automatisointia tuotantolaitoksissaan. Harvialla on hajautettu tuotantomalli, jossa eri tuotantoyksiköt keskittyvät valmistamaan tiettyjä tuotteita. Yhtiö pyrkii lisäksi jatkamaan tuotetarjontansa optimointia.

## Taloudelliset tavoitteet

Harvian taloudelliset tavoitteet ovat:

- **Kasvu:** Keskimäärin yli 5 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu
- **Kannattavuus:** 20 %:n oikaistu liikevoittomarginaali
- **Velkaantumisaste:** Nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen välillä 1,5x-2,5x

Harvia ylitti kasvun osalta selvästi taloudellisen tavoitteensa vuonna 2019 (kasvu +20 %), missä avainasemassa oli 2018 lopussa tehty AHS-yritysosto. Vuonna 2020 liikevaihdon kasvu on ennusteemme mukaan yli 40 %, minkä taustalla on EOS-yrityskauppa ja koronapandemiasta johtuva remonttiprojektien lisääntyminen.

Harvin kasvutavoite on mielestämme konservatiivinen ja yhtiö usein toteaaakin tähän, että tavoite on **yli 5 %**, joten kasvu voi olla kovempaa. Uskomme yhtiön pystyvän pitkällä aikavälillä ylittämään tavoitteensa, sillä se nojaa noin 5 %:n globaaliin sauna- ja spa-markkinan kasvuun. Harvia pystyy kuitenkin vahvan markkina-aseman, laajan tuoteportfolion ja tehokkaan toimintamallinsa ansiosta kasvamaan markkinaa nopeammin.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Orgaanisen kasvun lisäksi yhtiö tulee mitä varmemmin jatkamaan pieniä täydentäviä yritysostoja, mikä tuo tähän päälle vielä epäorgaanisen kasvun.

Kannattavuuden osalta Harvia on viime vuosina jäänyt hieman taloudellisen tavoitteen alapuolelle. Vuonna 2019 oikaistu liikevoittomarginaali oli 18,7 % (2018: 17,5 %), mutta tammi-syyskuussa 2020 oikaistu liikevoittomarginaali nousi 21,2 %:iin, mikä on yli tavoitetason (EBIT 20 %). Uskomme Harvian saavuttavan kannattavuustavoitteensa koko vuoden 2020 osalta ja ennusteemme oikaistusta liikevoittomarginaalista on 21,0 %. Yhtiö tulee kuitenkin tänä vuonna kirjaamaan kertaluonteisia kuluja EOS-yrityskauppaan liittyen, minkä takia odotamme raportoidun liikevoiton jäävän 19,0 %:iin.

Pidämme lähivuosina taloudellisten tavoitteiden mukaista 20 %:n liikevoittotavoitetta realistisena ja olemme vuodesta 2021 alkaen jopa raportoidun liikevoittoennusteemme osalta tavoitteen yläpuolella (EBIT 2021e: 20,2 %) Harvian ja EOS:n yhdistymisestä odotetut synergiahyödyt (arviolta 2,2 MEUR vuositasolla) realisoituvat asteittain vuoteen 2024 mennessä, minkä pitäisi tukea kannattavuuden nousua kestävästi 20 %:n paremmalle puolelle.

Velkaantumisaste (nettovelka/oikaistu käyttökate) on pysynyt tavoitetason (1,5x-2,5x) sisällä koko Harvian pörssihistorian ajan. Vaikka yhtiö on tehnyt viime vuosina isoja yritystoitoja, on hyvä kasvu, kannattavuus ja vahva kassavirta painanut velkaantumisastetta painovoiman tavoin alaspäin. Velkaantumisaste on mielestämme Harvian kolmesta taloudellisesta tavoitteesta helpoin

saavuttaa ja nykyvalossa näyttää siltä, että yhtiön tase pikemminkin ylikapitalisoituu liian nopeasti, ellei taseen ylimääräisiä varoja käytetä avokätisesti joko yritysostoihin tai osingonjakoon.

## Osinkopolitiikka

Harvian hallitus on vahvistanut osinkopolitiikan, jonka mukaan tavoitteena on maksaa säännöllisesti kasvavaa osinkoa kaksi kertaa vuodessa, yhteensä vähintään 60 % nettotuloksesta.

Uskomme Harvian onnistuvan tavoitteessaan maksaa kasvavaa osinkoa yhtiön korkean kannattavuuden, vahvan kassavirran ja hyvien tulokasvunäkymien ansiosta. Ennusteemme yhtiön osingonjakosuhteesta ovat lähivuosina noin 70 %:n tasolla. Yhtiö voisi mielestämme jakaa osinkoa selvästi korkeammalla jakosuhteella, mutta taseeseen halutaan todennäköisesti jättää taloudellista liikkumavaraa potentiaalisia yritysostokohteita varten.

Jos Harvian osinko jää 70 %:n tasolle, tulee tase ylikapitalisoitumaan nopeasti ja yhtiö menee velkaantumisasteessa tavoitehaarukan alarajasta (1,5x) läpi hyvin nopeasti.

# Historiallinen kehitys 1/3

## Liikevaihdon kasvu on ollut voimakasta

Vuonna 2019 Harvian liikevaihto kasvoi 20 % 74,1 MEUR:oon. Kasvu tuli pääosin AHS-kaupasta (Pohjois-Amerikan liikevaihto +290 %), jonka yhtiö toteutti 2018 lopussa. Orgaaninen kasvu vuonna 2019 oli 5 %, mikä on linjassa globaalin sauna- ja spa-markkinan keskimääräisen vauhdin kanssa. Vuonna 2020 Harvian liikevaihto jatkaa voimakkaalla kasvu-uralla (+41 %) EOS-yrityskaupan myötä (EOS:n lv. 2019: 17,3 MEUR) sekä vahvan orgaanisen kasvun siivittämänä.

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, Skandinavia ja Venäjä), mistä vielä vuonna 2018 tuli yli puolet yhtiön liikevaihdosta. 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.

2010-luvulla Harvian keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu on ollut noin 7 %, mikä ylittää yhtiön pitkän aikavälin kasvutavoitteen (+5 %). Vuoden 2016 Sentiotec-yrityskauppaan asti liikevaihdon kehitys oli melko tasaista (matalia yksinumeroisia prosentteja), jonka jälkeen liikevaihto lähti voimakkaaseen kasvuun etenkin yritysostojen kautta. Tätä kuvaa myös hyvin viimeisen viiden vuoden noin 12 %:n keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu.

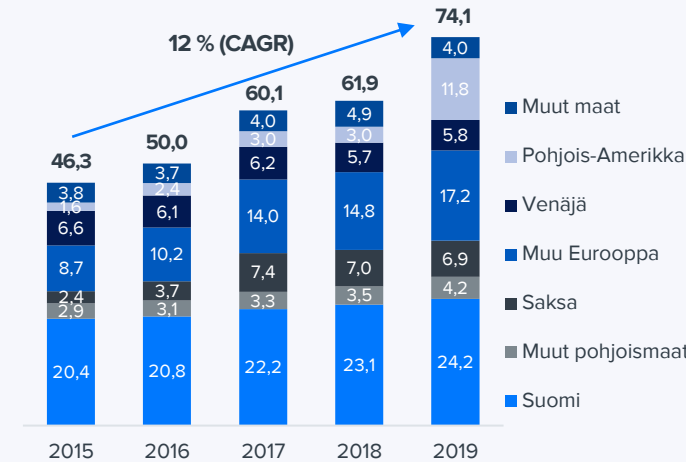
Harvian liikevaihto on suuremmilta osin (etenkin perinteisillä markkinoilla) hyvin suhdannevakaata suuren korvauskysynnän ansiosta. Yhtiön liikevaihto laski viimeksi vuonna 2009 finanssikriisin jälkimainingeissa, jolloin se aleni noin 10 %.

## Kannattavuus on toimialan huippuluokkaa

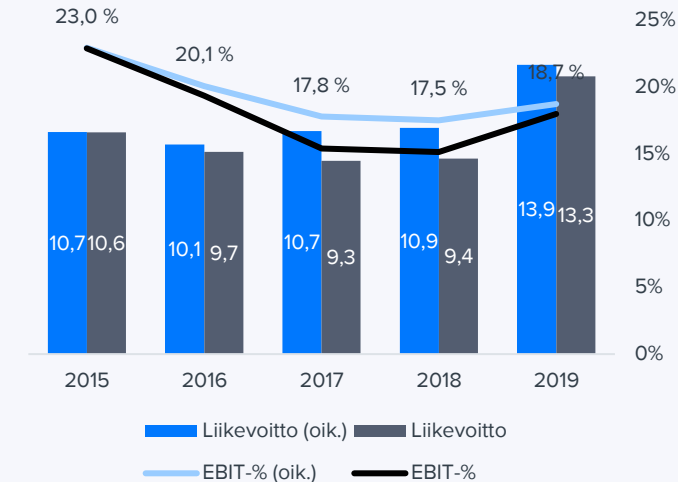
Harvian kannattavuus on toimialan ehdotonta huippua ja se on ollut myös hyvin tasaista. Yhtiön erinomainen kannattavuus on jatkunut jo kymmeniä vuosia. Vuosina 2015-2018 Harvian oikaistu liikevoitto vaihteli kapealla vaihteluvälillä (10-11 MEUR) ja yhtiö ylsi keskimäärin lähes 20 %:n oikaistuun liikevoittomarginaaliin. Vuonna 2019 oikaistu liikevoitto otti isomman loikan 13,9 MEUR:oon AHS:n onnistuneen integraation seurauksena. Samalla suhteellinen kannattavuus parani oikaistun liikevoittomarginaalin ollessa 18,7 % (2018: 17,5 %).

Liikevoittomarginaali on tarkastelujaksolla laskenut vuoden 2015 korkealta 23 %:n tasolta alle 20 %:n tason vuosien 2017-2019 aikana. Liikevoittomarginaalin laskun taustalla on ollut merkittäviä kuluja aiheuttanut pörssiistautuminen, yritysostojen myötä konserniin tulleet kannattavuudeltaan heikommät liiketoiminnot ja panostukset ulkomaille laajentumiseen. Yhtiö on kuitenkin saanut käännettyä yritysostokohteiden kannattavuuden selvästi paremmaksi jo lyhyessä ajassa ja tämä näkyi jo vuoden 2019 oikaistussa liikevoittomarginaalissa (18,7 %). Sama trendi kannattavuuden parantamiseksi on jatkunut myös vuonna 2020 ja tammi-syyskuun oikaistu liikevoittomarginaali oli noussut jo 21,2 %:iin ja ylittänyt yhtiön taloudellisen tavoitteen.

Liikevaihdon kasvu (MEUR)



Liikevoitto (MEUR)



# Historiallinen kehitys 2/3

Yritystokohteiden heikomman kannattavuuden lisäksi Harvia on viime vuosina suorittanut erilaisia strategisia kehitysprojekteja (mm. listautuminen), jotka ovat aiheuttaneet kertaluonteisia kuluja. Tämän takia raportoitu liikevoitto oli 2016-2019 oikaistua liikevoittoa heikommalla tasolla. Vuonna 2020 oikaistu liikevoitto on jälleen korkeammalla tasolla kuin raportoitu liikevoitto EOS-kauppaan liittyvien kertaluonteisten kulujen (~2 MEUR) takia.

Harvian vahvan ja tasaisen kannattavuuden taustalla on näkemyksemme mukaan mm. ennakoitavissa oleva tasainen kysyntärakenne, tuotannon tehokkuus ja joustavuus, suhteellisen alhaiset työvoimakustannukset, vahva markkina-asema ja tunnettu brändi sekä pitkät asiakassuhteet valituilla maantieteellisillä alueilla.

## Matala investointitarve

Harvian vuotuinen investointitarve on hyvin matala. Yhtiö on viimeisen viiden vuoden aikana (2015-2019) investoinut sekä aineellisiin että aineettomiin hyödykkeisiin keskimäärin vain noin 1,3 MEUR vuodessa (1,5-2,6 % liikevaihdosta). Investoinnit ovat lähinnä ylläpitoinvestointeja aineellisiin käyttömajaisuushyödykkeisiin tuotannon tehostamiseksi tai kehittämiseksi sekä investointeja aineettomiin hyödykkeisiin. Yhtiöllä on modernit tuotantolaitokset ja tärkeimmissä tuotantolaitoksissa on mahdollista lisätä kapasiteettia ilman lisäinvestointeja pelkästään työntekijöitä ja työvuoroja lisäämällä.

Harvia päätti vuoden 2020 keväällä investoida Yhdysvaltain tuotantolaitoksen kapasiteetin kasvattamiseksi (40 % lisäys kapasiteettiin). Laajennuksen odotetaan olevan hyödynnettävissä täysimääräisesti vuoden 2020 loppuun mennessä

ja sen pitäisi auttaa yhtiötä vastaamaan nopeasti kasvaneeseen kysyntään Pohjois-Amerikassa. Kapasiteetin nosto ei kuitenkaan aiheuta investointeihin olennaista kasvua, sillä sen on arvioitu maksavan vain noin 0,7 MEUR.

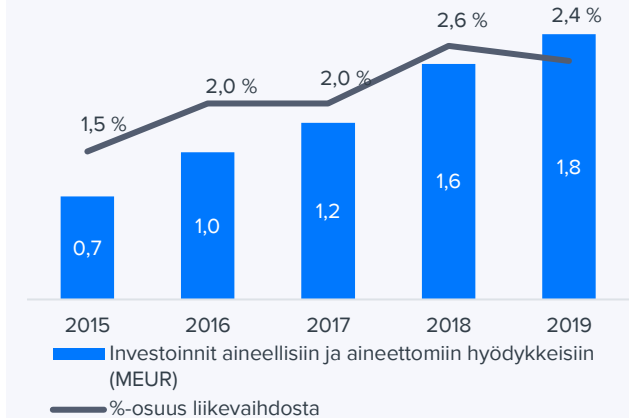
Mielestämme ei ole syytä olettaa, että Harvian vuotuinen 1,5-2,0 MEUR:n investointitaso muuttuisi lähivuosina merkittävästi, vaikka yhtiön kokoluokka on nyt isompi. Yhtiö on myös itse indikoinut 2-3 MEUR:n vuotuisen investointitason olevan nykyisen toimintamallin kannalta hyvä nyrrkisääntö. Niinä vuosina, jolloin tehdään suurempia korvausinvestointeja, investointitarve voi tilapäisesti nousta korkeammaksi.

Harvia on tehnyt viime vuosina yritysostoja, joilla se on laajentunut uusille markkina-alueille ja/tai tuote- ja palvelukategorioiden. Pidämme mahdollisena (ja jopa todennäköisenä), että yhtiö jatkaa strategisia yritysostoja, joilla se pyrkii kasvattamaan markkina-asemaansa eri maantieteellisillä alueilla, pääsemään sitä kautta kiinni uusiin jakelukanaviin ja muuntautumaan yhä kokonaisvaltaisemmaksi sauna- ja spa-markkinoiden toimijaksi laajentamalla portfolioitaan segmenteille, jotka eivät entuudestaan kuulu Harvian ydinosaamisen piiriin (ammattimainen höyry- ja infrapunasauna).

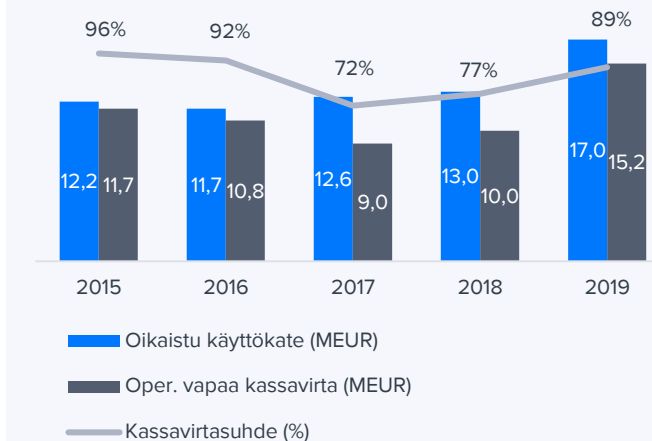
## Korkea kassavirtasuhde

Hyvän kannattavuuden ja alhaisen investointitarpeen johdosta Harvian kassavirta on vahvaa. Harvia julkaisee kassavirtasuhdetunnuslukua, joka mittaa operatiivisen vapaan kassavirran suhdetta oikaistuun käyttökatteeseen. Vuosien 2015-2019 välillä tämä luku on vaihdellut välillä 72-96 %, mikä on hyvällä tasolla.

## Investoinnit



## Kassavirtasuhde



# Historiallinen kehitys 3/3

Operatiivinen vapaa kassavirta kertoo kuinka paljon yhtiö pystyy tuottamaan kassavirtaa investointien jälkeen, ja mikä sen kyky on maksaa osinkoa tai tehdä yritysostoja. Harvia tapauksessa vahva kassavirtasuhte ja alhaiset investointitarpeet ovat luoneet hyvät edellytykset viime vuosina tehdyille markkina-asemaa vahvistaneille yrityskaupoille. Vahvan kassavirran ja matalan investointitarpeen yhdistelmä mahdollistaa myös hyvän tulevaisuuden osingonmaksukyvyyn ja arviommekin, että vahvan kannattavuuden ansiosta Harvia pystyy mahdollisista yritysostoista huolimatta maksamaan tavoittelemansa säännöllisesti kasvavaa osinkoa vähintään 60 %:n osingonjakosuhteella.

## Vahva tase yritysostoista huolimatta

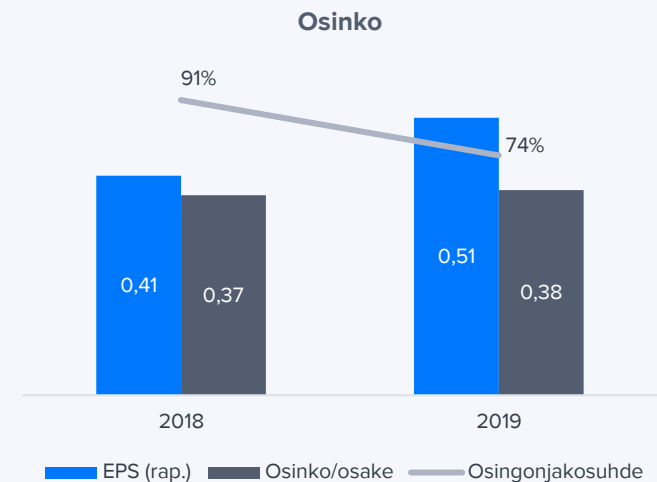
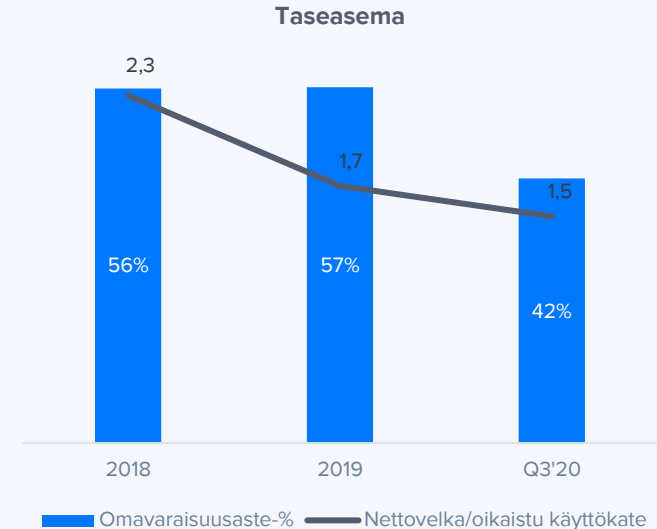
Harvian tase on ollut vahvalla tasolla vuoden 2018 listautumisesta lähtien, jolloin yhtiö käytti kerätyt pääomat lähes täysimääräisesti osakaslainojen takaisinmaksuun. Omavaraisuusaste onkin ollut viimeiset kaksi vuotta erinomaisella yli 50 % tasolla. Omavaraisuusaste oli Q3'20 lopussa laskenut 42 %:in EOS-yrityskaupan myötä pysyen silti hyvällä tasolla.

Yhtiön velkaantuneisuuden taloudellisena tavoitteena on säilyttää nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhde 1,5-2,5x välillä. Harvia on onnistunut tässä tavoitteessa läpi pörssihistoriansa hyvin ja suhdeluku pysyi tässä tavoitehaarukassa myös kohtalaisen ison EOS-yrityskaupan jälkeen (velkaantumisaste Q3'20: 1,5x). Yhtiö pystyy tarvittaessa korkean kannattavuutensa ja kassavirtansa avulla suhteellisen nopeasti lyhentämään velkojaan ja tervehdyttämään tasetaan.

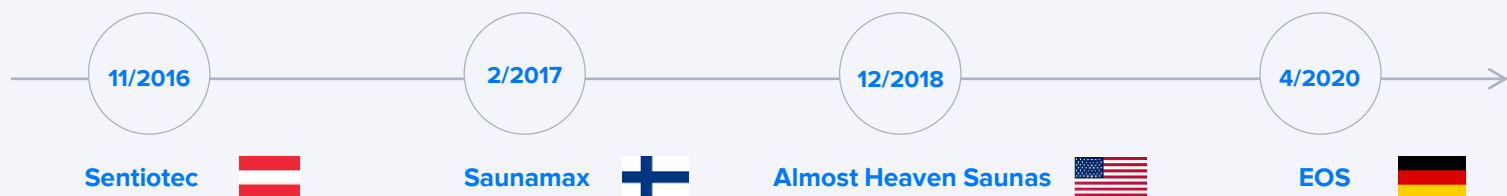
## Taseasema mahdollistaa yritysostojen jatkamisen

Harvia on viime vuosina ottanut kuskin paikan sauna- ja spa-markkinaa konsolidoivana toimijana. Pidämme todennäköisenä, että Harvia jatkaa strategisten yritysostojen tekemistä osana kasvutavoitettaan, jos tarjolle tulee yhtiön strategiaan sopivia kohteita.

Vahva tase, hyvä tuloskunto ja kassavirta mahdollistavat taloudellisen liikkumavaran, jolla yhtiö voi tulevina vuosina jatkaa kohtuullisen kokoisia yritysostoja huolimatta melko tuoreesta ja isosta EOS-yrityskaupasta.



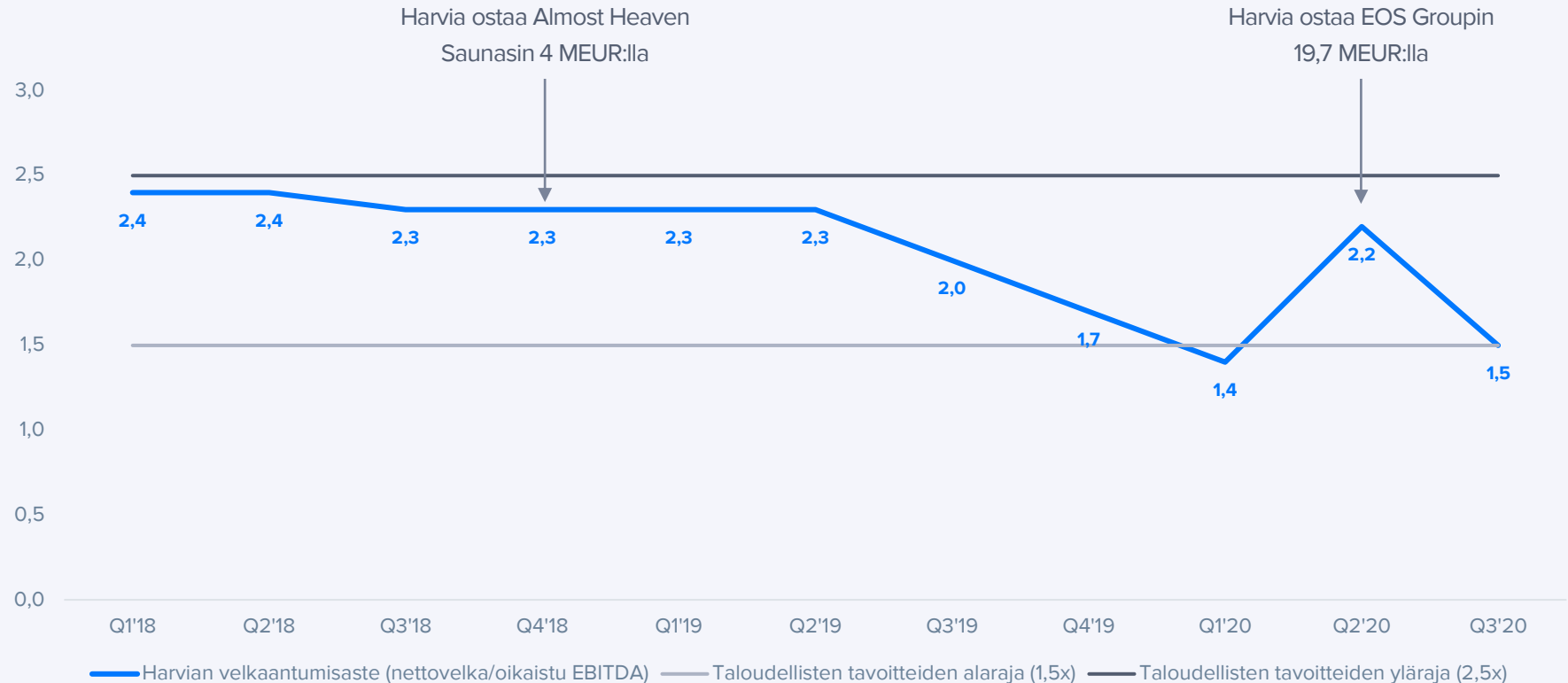
# Harvian toteuttamat yritysostot



	11/2016	2/2017	12/2018	4/2020
<b>Liikevaihto</b>	7,4 MEUR (2015)	0,4 MEUR (2016)	~8 MEUR (2017)	17,3 MEUR (2019)
<b>Kannattavuus</b>	Harviaa heikompi hankintahetkellä (EBITDA <10%)	Harviaa heikompi hankintahetkellä	EBITDA neg. (2017)	Oik. EBIT-%: 16,5 % (2019)
<b>Kauppahinta</b>	4,5 MEUR	0,45 MEUR	4 MEUR (EV/S ~0,5x)	19,7 MEUR (EV/EBIT ~9x) Jos 2,2 MEUR synergiat toteutuvat, niin (EV/EBIT ~5x)
<b>Omistusosuus</b>	100 %	56,2 % (osto-optio lopusta osakekannasta)	100 %	78,6 % Saksan ja 80 % Venäjän liiketoiminnoista (osto-optio lopusta osakekannasta)
<b>Henkilöstömäärä</b>	73	Alle 10	Noin 40	Noin 150
<b>Päämarkkinat</b>	Keski-Eurooppa	Suomi	Yhdysvallat	Keski- ja Itä-Eurooppa, Venäjä
<b>Tuotemerkit</b>				
<b>Tuotetarjooma</b>	Korkeamman hintaluokan kiukaat, ohjauskeskukset, saunahuoneet ja oheislaitteet	Kiukaiden ja saunojen huolto- ja asennuspalveluita	Edullisemmän hintaluokan ulko- ja sisäsaunat (mm. tynnyrisaunat)	Ammatti- ja premium-luokan kiukaat ja hörygeneraattorit (EOS), kaasukäyttöiset kiukaat (Kusatek), ohjausyksiköt ja elektroniikka (Spatronic)



# Yritysostoista huolimatta velkaantumisaste painuu kohti kaakkoa



## Harvia's positiivinen ongelma:

Harvia pystyy vahvan kannattavuuden ja hyvän kassavirtakonversion ansiosta sulattamaan isojakin yrityskauppoja nopeassa aikataulussa ja pitämään velkaantumisasteen tavoitehaarukassa (1,5-2,5x). Harvia ei kuitenkaan pidä orjallisesti kiinni tavoitehaarukasta, vaan yhtiö on todennut sen voivan ylittyä tai alittua ajoittain. Ennustamallamme tulokunnolla ja nykyisellä osinkopolitiikalla (jaetaan vähintään 60 % nettotuloksesta) yhtiöllä on mielestämme positiivinen ongelma: Tase ylikapitalisoituu nopeasti, ellei yhtiö toteuta uusia yritysostoja tai jaa selvästi osinkopolitiikan ylittävää suhdetta tuloksesta ulos.

# Ennusteet 1/3

## Liikevaihtoennusteet

Ennustamme liikevaihdon kehitystä pääasiassa markkina-alueiden kautta. Ennusteisiin vaikuttaa maantieteellisen alueen talouskasvu, sauna- ja spa-markkinan kehityksen vaihe, Harvian markkinaosuus ja kilpailuasema sekä panostukset myynninedistämistoimenpiteisiin kyseisellä markkinalla. Valuuttakurssimuutoksilla voi myös olla vaikutus liikevaihtoon erityisesti Pohjois-Amerikka-, Venäjä- ja Muut Pohjoismaat -alueilla.

### Vuoden 2020 liikevaihtoennustetta ajaa EOS-kauppa ja Covid-19 -pandemia

Liikevaihdon kasvu tammi-syyskuussa 2020 oli erittäin voimakasta (+38 %) ja ennusteemme 2020 liikevaihdolle on 104 MEUR (+41 %). Iso osa kasvusta tulee EOS-kaupasta, mutta orgaaninen kasvu on myös vahvaa (~20 %). Orgaanista kasvua on kiihdyttänyt koronapandemiasta johtuva ”kotoilutrendi”, mikä on nostanut remontti- ja kunnostusprojektien määrää. Vaikka yhtiö totesi Q3-raportissaan, että osa kasvusta vaikuttaa olevan aikaistettua kysyntää, pystyi Q3-tiedotustilaisuuden kommentteista tulkitsemaan, ettei kysyntä näytä ainakaan lyhyellä tähtäimellä hidastumisen merkkejä. Yhtiö totesi myös Q4'20 lähteneen hyvin käyntiin. Mökkikauppa käy ennätystasolla ja remonttien jatkuessa saunat ovat yksi yleisimmistä kohteista, mitä uusitaan. Tämä tietää hyvää korvauskysyntää sekä lähikvartaaleille että tuleville vuosille.

### Kapasiteettia kasvatetaan voimakkaasti ja ulkomaille suunnataan lisää panoksia

Harvian tuotantokapasiteetti on ollut 2020 aikana kovassa käytössä. Johto kertoi kysynnän ajoittain ylittäneen tuotannon ja toimitusajat ovat

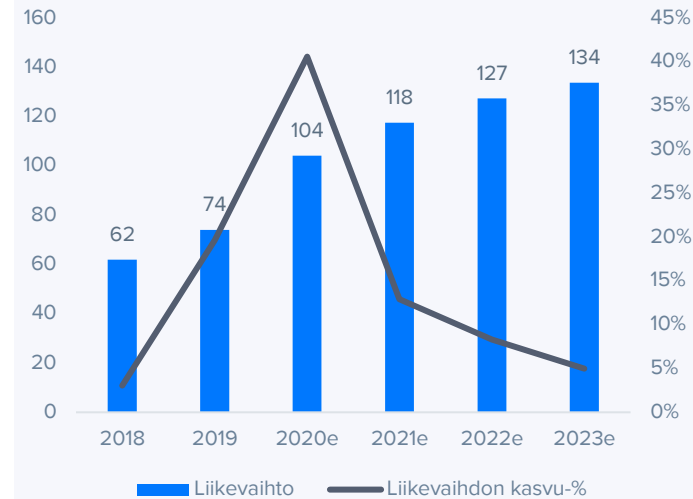
viivästyneet. Jakelukanavissa on ollut Harvian tuotteiden kohdalla ”loppuunmyyty” –kylttejä, mikä ei ole optimaalinen tilanne asiakaspalvelun näkökulmasta. Harviolla on normaalisti erinomainen tuotanto- ja toimitusvarmuus, mutta yhtiön on pitänyt reagoida vahvasti kasvaneeseen kysyntänäkymään. Harvia on palkannut tänä vuonna noin 40 uutta työntekijää pääosin Muuramen tehtaalle, mikä kertoo ettei yhtiö odota kysynnän hiipuvan aivan heti.

Vaikka yhtiö on kasvanut viime vuosina Suomessa hyvin, on voimakkaimmat kasvuluvut nähty kotimaan ulkopuolella ja Harvia laittaa nyt selvästi enemmän panoksia ulkomaille. Liikevaihdosta jo yli 70 % tulee ulkomailta, mikä tekee Harviasta aidosti globaalin yhtiön ja vähentää sen menestyksen riippuvuutta ”kypsästä” Suomen markkinasta. USA:n tehtaan tuotantokapasiteetin lisäys (+40 %) on valmis 2020 loppuun mennessä ja sen pitäisi parantaa Harvian kykyä vastata voimakkaasti kasvavaan Pohjois-Amerikan kysyntään (liikevaihto Q1-Q3/2020: +83 %). Harvia kertoi myös palkanneen uutta myyntihenkilöstöä Aasiaan ja Australiaan ja yhtiö näyttää jatkuvasti löytävän uusia kasvutaskuja Suomen ulkopuolelta, mihin ei ole vielä kunnolla aiemmin panostettu.

## Bruttokate-ennusteet

Harvian materiaalit ja palvelut -kuluerä oli 40 % liikevaihdosta vuonna 2019 ja bruttokate 60 %. Arvioimme bruttokatemarginaalin kasvavan hieman tulevina vuosina, sillä EOS:n premium-luokan tuotteissa on Harvian tuotteita korkeammat bruttomarginaalit, minkä lisäksi hankinnasta ja valmistuksesta saatavat synergiat tukevat bruttomarginaalin parantumista.

### Liikevaihtoennusteet (MEUR)



### Bruttokate-ennusteet (MEUR)



Bruttokate = liikevaihto - materiaalit ja palvelut

# Ennusteet 2/3

## Liikevoittoennusteet

Harvia teki vuonna 2019 kertaluonteisista eristä oikaistua liikevoittoa 13,9 MEUR (oik. EBIT: 18,7 %). Yhtiö oli hieman taloudellisten tavoitteidensa alapuolella (EBIT 20 %). Vuonna 2020 odotamme oikaistun liikevoiton kasvavan 58 % edellisvuodesta 21,9 MEUR:oon (oik. EBIT 21,0 %) EOS-yrityskaupan ja hyvän orgaanisen kasvun vetämänä. Harvialle tulee EOS-yrityskaupasta tälle vuodelle kertaluonteisia yrityskauppaan ja integrointiin liittyviä kuluja (~2 MEUR), minkä takia odotamme raportoidun liikevoiton olevan 19,8 MEUR (EBIT 19,0 %).

Harvian liikevoittomarginaali on viime vuosina pysynyt yllättävän vahvana, vaikka yhtiö osti Sentiotecin, jonka kannattavuus oli ”vanhaa Harviaa” matalampi ja AHS:n, joka oli ostohetkellä tappiolla. EOS-kaupassa Harvia osti lähellä omaa kannattavuuttaan olevan yhtiön (EOS 2019 oik. EBIT 16,5 %), joten sillä oli vain lievä marginaalia heikentävä vaikutus ainakin alkuun. Kaikki nämä yhtiöt on integroitu hyvin ja niiden kannattavuus on kohentunut ostohetkestä, mikä on tukenut myös Harvian suhteellisen kannattavuuden nousua ostohetken jälkeen.

Harvia on noussut jo taloudellisten tavoitteidensa yläpuolelle oikaistun liikevoittomarginaalin osalta ja uskomme tämän olevan yhtiölle kestävä taso. Yhtiö kirjaa vielä vuodelle 2021 joitain EOS-integrointiin liittyviä kuluja, joten raportoitu liikevoitto jää vielä ensi vuonna oikaistun liikevoiton alapuolelle ja hipoo arviomme mukaan 20 %:n rimaa (2021e: 20,2 %).

Harvia jatkaa arviomme mukaan lähivuosina kasvuaan, mikä tukee liikevoiton kasvua, mutta vuosi 2020 on ollut myös kulurakenteeltaan poikkeuksellisen alhainen. Yhtiön henkilöstö ei ole

kuluneen vuoden aikana pystynyt matkustamaan ja erilaisia myynti- ja markkinointitoimenpiteitä (mm. Harvialle tärkeitä messutapahtumia) on pistetty jäihin koronapandemian takia. Odotamme näiden kulujen siis palautuvan tulevina vuosina hieman nykyistä korkeammalle tasolle, mutta samaan aikaan Harvia on todennut tavoittelevansa EOS-yrityskaupasta noin 2,2 MEUR:n synergioita, mitkä taas toimivat liikevoittomarginaalin kannalta positiiviseen suuntaan.

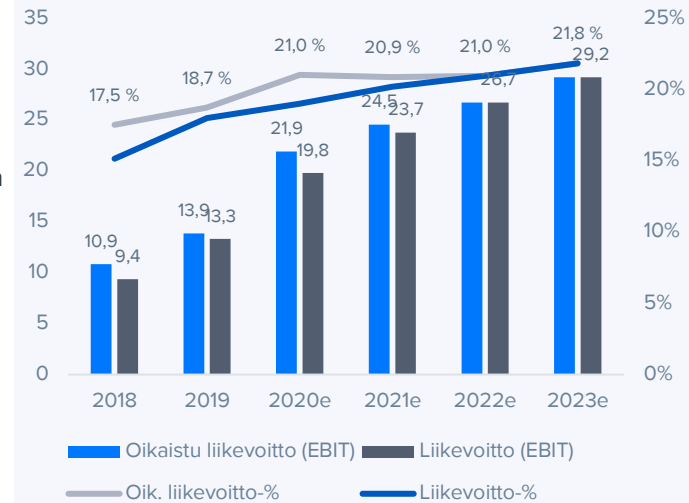
Meidän ennusteissamme Harvian 2021-2022 oikaistut liikevoittomarginaalit ovat 20,9 % ja 21,0 %. Kun EOS-kaupan synergiat alkavat realisoitua vuoteen 2024 mennessä, odotamme liikevoittomarginaalin nousevan edelleen ja käyvän 2023-2024 vaihteessa 1,8 %:n tasolla.

## EPS- ja osinkoennusteet

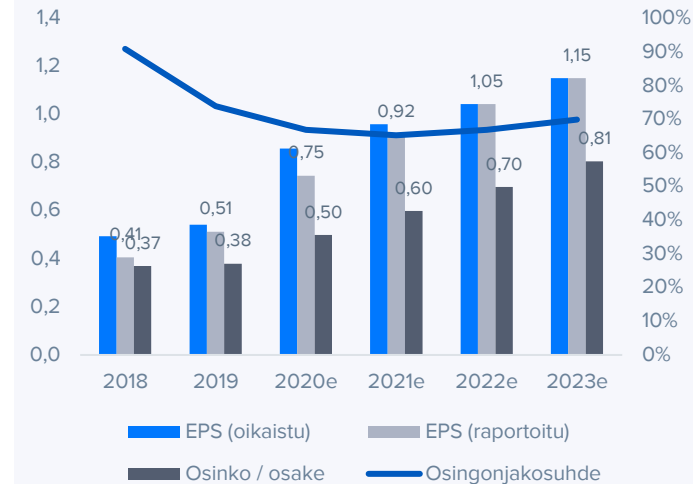
Harvialla on vahva tase, hyvä kannattavuus ja pieni investointitarve. Kaikki nämä ominaisuudet tekevät siitä hyvän osinkoyhtiön. Vaikka Harvia käytti EOS:n yritysostoon keväällä 2020 noin 19,7 MEUR, yhtiön nettovelka/käyttökate -tunnusluku nousi vain hetkellisesti yhtiön oman tavoitehaarukan (1,5-2,5x) ylälaitaan ja Q3'20-lopussa luku oli laskenut jo 1,5x tasolle. Tämä kertoo yhtiön vahvasta kyvystä luoda kassavirtaa ja sulattaa yritysostoihin otettua velkaa pois.

Harvian kokoluokkaan lähden kohtalaisen suuresta EOS-kaupasta huolimatta Harvian tase ja osingonmaksukyky pysyvät erittäin hyvässä kunnossa. Odotamme yhtiön jatkavan osingon nostamista myös tulevina vuosina ja vuoden 2020 ja 2021 tuloksista maksettavat osinkoennusteemme ovat 0,50 euroa ja 0,60 euroa (2019: 0,38 euroa). Osinkoennusteemme tarkoittavat noin 70 %:n osingonjakosuhdetta.

## Liikevoittoennusteet (MEUR)



## EPS- ja osinkoennusteet



# Ennusteet 3/3

## Tase-ennusteet

Harvian tase oli vuoden 2019 lopussa erittäin vahva (omavaraisuus 57 % ja gearing 37 %). Tase heikkeni hieman EOS-kaupan jälkeen ja omavaraisuusaste Q3'20 lopussa oli 42 %. Odotamme nykyisillä tulos- ja osingonjakoennusteillamme taseen kuitenkin vahvistuvan hyvin nopeasti ellei yhtiö tee uusia yritysostoja lähivuosina.

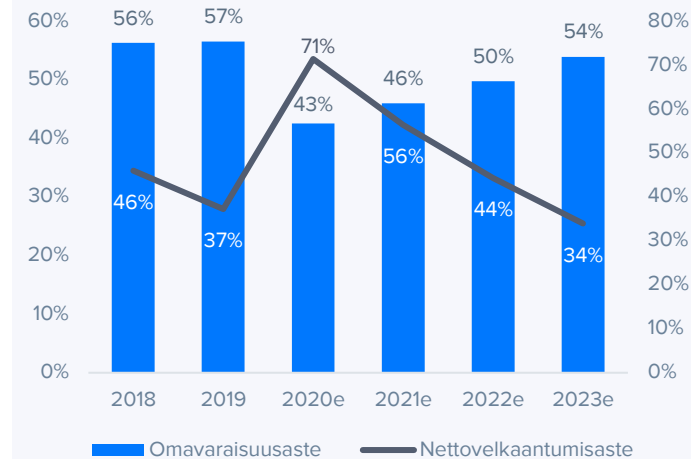
Harvian tase nousee 2023 ennusteillamme lähes erittäin vahvan vuoden 2019 tasolle, milloin omavaraisuusaste nousee 54 %:iin ja gearing laskee 34 %:iin. Harvia haluaa arviomme mukaan pitää taseen vahvana, jotta yhtiöllä on taloudellista liikkumavaraa tarttua potentiaalsiin yritysostomahdollisuuksiin. Harvia on kuitenkin tunnettu konservatiivisena ja omistajaystävällisenä yritysostajana, joten kasvustrategiaa ei toteuteta hinnalla millä hyvänsä. Jos yhtiön eteen ei tule houkuttelevia yritysostokohteita, tulee yhtiön nostaa osingonjakosuhdetta selvästi meidän ennustamamme 70 %:n yläpuolelle, ettei tase ylikapitaloisoidu ja että pääomat pysyvät tehokkaassa käytössä.

## Oman pääoman ja ROE-%:n ennusteet

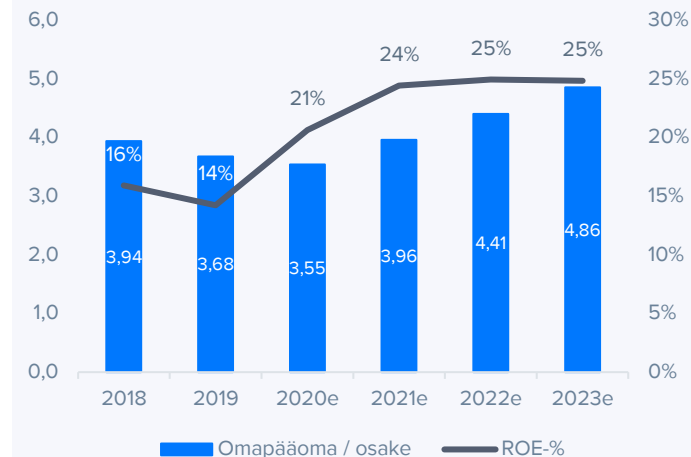
Harvian oma pääoma oli vuoden 2019 lopussa 69 MEUR eli 3,68 euroa per osake ja odotamme sen päätyvän noin 3,55 euron tasolle vuoden 2020 lopussa. Yhtiö tekee ennusteidemme mukaan vahvaa oman pääoman tuottoa tänä vuonna (ROE 2020e: 21 %) ja nykyisellä noin 70 %:n osingonjakosuhte-ennusteillamme taseeseen alkaa kertyä nopealla tahdilla lisää pääomaa.

Vuoden 2023 lopussa meidän ennusteidemme mukaan yhtiön oma pääoma per osake nousee jo 4,86 euroon, mutta samalla taseeseen kertyvät ylimääräiset varat alkavat haitata yhtiön oman pääoman tuottoa ja ROE-% tasoittuu 2021-2023 ennusteisamme noin 24-25 %:n tasolle.

### Ennusteet taseen avainluvusta



### Oma pääoma per osake- ja ROE-% -ennusteet



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>61,9</b>	<b>19,3</b>	<b>17,0</b>	<b>17,1</b>	<b>20,7</b>	<b>74,1</b>	<b>20,4</b>	<b>25,5</b>	<b>28,0</b>	<b>30,3</b>	<b>104</b>	<b>118</b>	<b>127</b>	<b>134</b>
Suomi	23,1	7,0	5,8	5,8	5,6	24,2	7,0	7,2	7,1	6,5	27,8	29,4	31,1	32,7
Muut Pohjoismaat	3,5	0,8	1,1	1,0	1,2	4,2	1,0	1,3	1,3	1,4	4,9	5,3	5,8	6,1
Saksa	7,0	1,7	1,5	1,5	2,3	6,9	1,8	3,3	4,8	5,0	14,9	16,8	17,6	18,5
Muut Euroopan maat	14,8	4,6	3,9	3,7	5,1	17,2	4,7	5,6	6,6	8,1	25,0	27,1	29,0	30,5
Venäjä	5,7	1,9	0,9	1,5	1,5	5,8	1,0	2,0	1,8	2,0	6,8	7,4	7,7	8,1
Pohjois-Amerikka	3,0	2,5	2,7	2,9	3,8	11,8	4,2	5,7	5,2	6,1	21,3	28,0	32,2	33,8
Muut maat	4,9	0,9	1,2	0,7	1,2	4,1	0,5	0,5	1,2	1,3	3,5	3,6	3,8	4,0
<b>Käyttökate</b>	<b>11,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>	<b>16,4</b>	<b>3,9</b>	<b>5,6</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>23,9</b>	<b>28,3</b>	<b>30,0</b>	<b>32,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,1	-0,8	-1,0	-1,3	-1,0	-4,1	-4,6	-3,3	-3,2
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>10,9</b>	<b>4,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,2</b>	<b>13,9</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>6,09</b>	<b>6,2</b>	<b>21,9</b>	<b>24,5</b>	<b>26,7</b>	<b>29,2</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>9,4</b>	<b>3,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>13,3</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>	<b>5,99</b>	<b>6,1</b>	<b>19,8</b>	<b>23,7</b>	<b>26,7</b>	<b>29,2</b>
Nettorahoituskulut	-2,8	-0,4	-0,4	-0,1	-0,4	-1,3	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>6,6</b>	<b>3,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>12,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>5,38</b>	<b>5,5</b>	<b>18,0</b>	<b>21,9</b>	<b>24,9</b>	<b>27,4</b>
Verot	0,2	-0,9	-0,4	-0,6	-0,6	-2,5	-0,6	-0,8	-1,2	-1,1	-3,8	-4,4	-5,0	-5,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
<b>Nettotulos</b>	<b>6,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>9,6</b>	<b>2,4</b>	<b>3,2</b>	<b>4,04</b>	<b>4,33</b>	<b>14,0</b>	<b>17,2</b>	<b>19,5</b>	<b>21,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,44</b>	<b>0,15</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>	<b>0,17</b>	<b>0,54</b>	<b>0,19</b>	<b>0,22</b>	<b>0,22</b>	<b>0,24</b>	<b>0,86</b>	<b>0,96</b>	<b>1,05</b>	<b>1,15</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,41</b>	<b>0,14</b>	<b>0,10</b>	<b>0,11</b>	<b>0,16</b>	<b>0,51</b>	<b>0,13</b>	<b>0,17</b>	<b>0,22</b>	<b>0,23</b>	<b>0,75</b>	<b>0,92</b>	<b>1,05</b>	<b>1,15</b>

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	3,1 %	16,9 %	11,4 %	22,3 %	27,8 %	19,6 %	5,7 %	50,1 %	63,8 %	46,2 %	40,6 %	12,9 %	8,3 %	5,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	1,5 %	23,5 %	15,0 %	25,3 %	46,0 %	27,9 %	5,8 %	91,6 %	107,7 %	49,5 %	57,8 %	12,1 %	8,8 %	9,4 %
<b>Käyttökate-%</b>	18,6 %	23,9 %	20,4 %	21,5 %	22,7 %	22,2 %	19,3 %	22,0 %	26,0 %	23,4 %	22,9 %	24,1 %	23,6 %	24,2 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	17,5 %	20,6 %	16,5 %	17,2 %	20,1 %	18,7 %	20,6 %	21,1 %	21,8 %	20,6 %	21,0 %	20,9 %	21,0 %	21,8 %
<b>Nettotulos-%</b>	10,9 %	13,5 %	11,3 %	12,5 %	14,2 %	13,0 %	11,7 %	12,6 %	14,5 %	14,3 %	13,4 %	14,6 %	15,3 %	16,1 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>80,7</b>	<b>82,8</b>	<b>104</b>	<b>102</b>	<b>102</b>
Liikearvo	60,4	60,2	71,2	71,2	71,2
Aineettomat hyödykkeet	4,2	4,1	10,1	10,3	10,5
Käyttöomaisuus	14,7	14,5	18,4	16,7	16,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	2,6	2,6	2,6	2,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>36,2</b>	<b>39,0</b>	<b>52,2</b>	<b>58,9</b>	<b>63,8</b>
Vaihto-omaisuus	14,5	13,8	18,8	21,2	22,9
Muut lyhytaikaiset varat	1,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	12,2	14,2	14,6	17,6	20,4
Likvidit varat	8,3	10,9	18,8	20,0	20,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>117</b>	<b>122</b>	<b>156</b>	<b>161</b>	<b>166</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>65,8</b>	<b>68,8</b>	<b>66,3</b>	<b>74,1</b>	<b>82,4</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	12,7	15,4	22,2	30,0	38,3
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	53,1	53,4	44,0	44,0	44,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>38,8</b>	<b>40,3</b>	<b>60,7</b>	<b>56,5</b>	<b>51,8</b>
Laskennalliset verovelat	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Lainat rahoituslaitoksilta	36,4	36,4	56,9	52,6	48,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,8	3,6	3,6	3,6	3,6
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>12,3</b>	<b>12,7</b>	<b>28,9</b>	<b>30,5</b>	<b>31,4</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	2,2	0,1	9,2	9,2	9,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,2	11,2	16,7	18,8	20,4
Muut lyhytaikaiset velat	1,0	1,4	3,0	2,5	2,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>117</b>	<b>122</b>	<b>156</b>	<b>161</b>	<b>166</b>

# Osakkeen arvostus 1/2

## Nykyinen markkina-arvo 357 MEUR

Harvian osake on noussut kevään 2018 listautumishinnasta (5,0 euroa) noin nelinkertaiseksi ja yhtiön markkina-arvo nykyisellä 19,1 euron osakekurssilla on 357 MEUR. Nettovelka Q3'20 lopussa oli 36 MEUR, joten velaton yritysarvo (EV) on hieman markkina-arvon yläpuolella.

## Tulos pohjainen arvostus

Harvia tekee vuoden 2020 ennusteidemme mukaan 104 MEUR:n liikevaihdolla 22 MEUR liikevoittoa (EBIT 21,0 %), mikä on erittäin vahva suoritus. Odotamme EOS-kauppaan liittyvien kertaerien (~2 MEUR) painavan hieman raportoitua tulosta ja EPS-ennusteemme on 0,75 euroa (2019: 0,51 euroa). Vuoden 2020 tulos pohjaiset arvostuskertoimet eivät ole erityisen matalat ja ne ovat nousseet Harvian historialliseen tasoon peilattuna ATH-tasolle. Kertaluonteisista eristä oikaistu P/E-luku on 22x, EV/EBITDA 17x ja EV/EBIT 19x. Raportoidusta tuloksesta laskettu P/E-luku on 26x.

Harvialla on vahva markkina-asema, hyvä brändi, toimialan paras kannattavuus, vakaa kassavirta, pieni investointitarve, vahva pääoman tuotto, laadukas johto ja lähes kaikki laatuyhtiön kriteerit täytyvät. Yhtiö on pörssitaipaleensa aikana osoittanut olevansa laadultaan aivan Helsingin pörssin kärkikastia ja mielestämme yhtiölle pitääkin hyväksyä korkea arvostus viimeaikaisiin suorituksiin ja potentiaaliseen globaaliin sauna- ja spa -markkinan valloitukseen nähden. Nykyiset arvostuskertoimet alkavat kuitenkin jo lähestyä hyväksyttävän tason ylärajoja (jopa laatuyhtiökategoriassa) ja Harvian pitää jatkaa vahvaa tuloskasvua, jotta kertoimet neutralisoituvat myös sitä tulevaisuuden hetkeä varten, jos/kun yhtiö rauhoittuu ohjeistamalleen +5 %:n kasvu-uralle tekemään suurin piirtein nykyistä ~20 %:n EBIT-marginaalia (2020e: 21,0

%). Sellaisia yhtiöitä harvoin arvostetaan selvästi yli 20x P/E-kertoimella (pl. Elisa, Kone, Orion, Kesko jne. ).

Vuoden 2021 ennusteillamme liikevaihto kasvaa 13 % tasolle 118 MEUR ja oikaistu liikevoitto kasvaa 12 % tasolle 24,5 MEUR (EBIT 20,9 %). Kertaeristä oikaistu 2021 P/E-luku on 20x, EV/EBITDA 14x ja EV/EBIT 16x. Raportoitua tulosta painaa vielä EOS-kaupan integrointiin liittyvät kulut (~1 MEUR), joten raportoitu P/E-luku on ennusteillamme 21x. Harvian hyvä tuloskasvupotentiaali, vakaa kannattavuus, korkea kassavirtasuhde ja maltillinen riskitaso huomioiden pidämme näitä kertoimia jo houkuttelevina.

Harvia tekee 2-3 vuoden päästä arviomme mukaan merkittävästi parempaa tulosta kuin tänä vuonna, kun maantieteellinen laajentuminen jatkuu, tuottavuutta parannetaan, EOS-kaupan synergiat realisoituvat ja yhtiö tekee kenties täydentäviä yritysostoja (joita emme sisällytä ennusteisiimme). Emme näe nykyisissä arvostuskertoimissa enää suurta nousuvaraa, mutta pelkästään kertoimien pysyessä nykytasollaan, antaa tuloskasvu osakkeelle positiivisen ajurin, minkä takia suosittelemme istumaan osakkeen kyydissä.

## Osinkopohjainen arvostus

Harvian tavoite on jakaa säännöllisesti kasvaa osinkoa vähintään 60 % nettotuloksesta. Harviassa on kaikki ainekset profiloitua tasaista kannattavuutta tekeväksi vahvaksi osinkoyhtiöksi, joten olemme asettaneet osingonjakosuhteen ennusteissamme 70 %:n tasolle. Nykykurssiin nähden ennusteemme tarjoavat lähivuosille 2,6 %:n ja 3,1 %:n osinkotuottoa. Vahva tase, pieni investointitarve, hyvä kannattavuus ja korkea kassavirtasuhde voisivat puoltaa tätä korkeampaa jakosuhdetta, mutta arvioimme yhtiön haluavan pitää taseaseman vahvana, jos hyviä ostokohteita sattuisi tulemaan tarjolle.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	19,1	19,1	19,1
Osakemäärä, milj. kpl	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo	357	357	357
Yritysarvo (EV)	404	399	394
P/E (oik.)	22,2	19,9	18,3
P/E	25,6	20,8	18,3
P/Kassavirta	neg.	21,4	19,5
P/B	5,4	4,8	4,3
P/S	3,4	3,0	2,8
EV/Liikevaihto	3,9	3,4	3,1
EV/EBITDA (oik.)	16,9	14,1	13,1
EV/EBIT (oik.)	18,5	16,2	14,7
Osinko/tulos (%)	67,0 %	65,4 %	67,0 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	3,1 %	3,7 %

Lähde: Inderes

# Osakkeen arvostus 2/2

## Tasepohjainen arvostus

Harvian taseen loppusumma Q3'20-raportissa oli 161 MEUR, josta emoyhtiön omistajille kuuluva oma pääoma oli 65 MEUR. Oman pääoman ja markkina-arvon suhdetta kuvaa P/B-luku on tästä laskettuna 5,4x, mikä on valmistavaa teollisuutta edustavalle kuluttajatuoteyhtiölle melko korkea.

Harvian varallisuus muodostuu tuotantolaitoksista ja niissä olevista koneista, vaihto-omaisuudesta (valmiit ja keskeneräiset tuotteet), aineettomista hyödykkeistä (asiakassuhteet, brändit, teknologiat, kehittämismenot, ohjelmistolisenssit jne.), myyntisaamisista ja rahavaroista. Taseen suurin omaisuuserä on liikearvo (71 MEUR), joka on jopa suurempi kuin yhtiön oma pääoma. Liikearvosta suuri osa syntyi vuonna 2014 silloisen Harvia Oy:n (nykyinen Harvia Finland Oy) ja Velha Oy:n hankintojen yhteydessä. Liikearvoa on syntynyt tämän jälkeen myös yrityskaupoista (Viron Spa Modules- liiketoiminnan hankinta, Itävallassa ja Romaniassa sijaitsevien Sentiotec-yhtiöiden hankinta, Saunamax Oy:n hankinta, AHS-liiketoiminnan hankinta ja EOS Groupin hankinta).

Korkeaa tasepohjaista arvostus kannattaa aina suhteuttaa yhtiö tekemään oman pääoman tuottoon, joka on lähivuosien ennusteissamme korkealla tasolla (2020-2023e ROE: 21-25 %). Harvia julkaisee itse myös ROCE-tunnuslukua, joka mittaa sijoitetun pääoman tuottoa oikaistuna liikearvosta, joka on tänä vuonna ollut erittäin korkea 55 %. Korkeat pääoman tuottoluvut voivat siten perustella korkean tasepohjaisen arvostuksen.

## Arvostus verrokkiryhmään nähden

Harvialle on vaikea löytää pörssilistattuja indenttisiä verrokkiryhtiöitä, sillä toista kiukaiden ja saunatarvikkeiden valmistamiseen keskittyvää yhtiöitä ei löydy maailman pörsseistä. Olemme käyttäneet verrokkiryhmässä kansainvälisiä pörssiyhtiöitä, jotka muistuttavat kukin omien piirteidensä puolesta jotenkin Harviaa. Yhteisiä piirteitä voi löytyä samasta maantieteellisesti liiketoiminta-alueesta, samankaltaisesta tuotanto- ja jakelustrategiasta, kasvu- ja kannattavuusprofiileista jne. Suomalaisiksi verrokkiyhtiöiksi ovat päätyneet Nokian Renkaat, Tikkurila ja Rapala. Ruotsalaisiksi verrokkiyhtiöiksi ovat päätyneet mm. auton kattotelineitä valmistava Thule, ilmastointi- ja sähkölaitteita valmistava Dometic, kodinkonelaitteita valmistava Electrolux ja lämpöpumppuja valmistava Nibe. Muita käyttämiämme verrokkiyhtiöitä ovat mm. kodintuotteita valmistava De'Longi ja kuntoilulaitteita valmistava Technogym.

Verrokkiryhmän 2020 mediaani P/E-luku on 27x, EV/EBITDA on 12x ja EV/EBIT on 21x. Harvian osake on näihin nähden arvostettu alennuksella P/E-lukuun (-17 %) ja EV/EBIT-lukuun (-11 %) verrattuna, mutta EV/EBITDA osalta Harvian osake on verrokkiryhmän yläpuolella (+37 %). Harvia on tänä vuonna ollut yksi koronapandemian selkeistä hyötyjistä, joten tulostaso on myös suhteellisen kova. Vuoden 2021 osalta verrokkiryhmän mediaani P/E-luku on 20x, EV/EBITDA 11x ja EV/EBIT 14x. Näihin lukuihin nähden Harvia on ennusteillamme arvostettu 1-30 % verrokkiryhmän yläpuolelle.

Verrokkiryhmän mediaani osinkotuotot vuosille 2020 ja 2021 ovat 2,5 % ja 2,4 %. Näihin nähden Harvia tarjoaa 15-29 %:n korkeampaa osinkotuottoa.

## DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) indikoi myös Harvian osakkeelle nykyistä markkina-arvoa korkeampaa käypää arvoa. DCF-laskelmamme mukainen Harvian osakekannan käypä arvo on 458 MEUR, mikä tarkoittaa 24,5 euroa per osake. Tämä tarkoittaa noin 28 %:n nousuvaraa nykyiseen 19,1 euron osakekurssiin nähden. Tasaisen vahvan kannattavuuden, pienen investointitarpeen ja vakaan kassavirtaprofiilin yhdistelmä tekee mielestämme DCF-mallin käytöstä Harvian tapauksessa relevantin työkalun.

DCF-mallissamme liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu on 2021-2023 välillä noin 9 %. Tällä välin yhtiön vertailukelpoinen liikevoittomarginaali paranee hieman nykyiseltä 21 %:n tasolta 22 %:n tasolle EOS-synergioiden vetämänä ja pysyy hieman yli yhtiön tavoitetason (EBIT 20 %). Kasvu pysyy keskipitkällä aikavälillä (2024-2028) noin 5 %:ssa ja kannattavuus on noin 20 %:n tasolla.

Terminaalijaksossa liikevaihdon ikuisuuskasvuennuste on 2,5 % ja EBIT-marginaaliennuste on 19 %. Terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on melko korkea 72 %. Mallissa käyttämämme keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) on 6,6 %, riskitön korko on 2,0 % ja markkinan riskipreemio on 4,8 %. Oman pääoman kustannus on DCF-mallissamme 7,0 %.

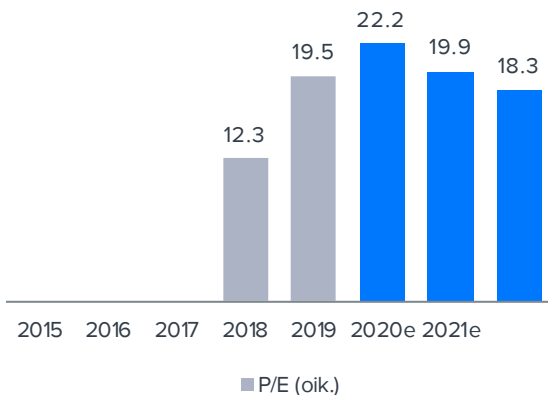


# Arvostustaulukko

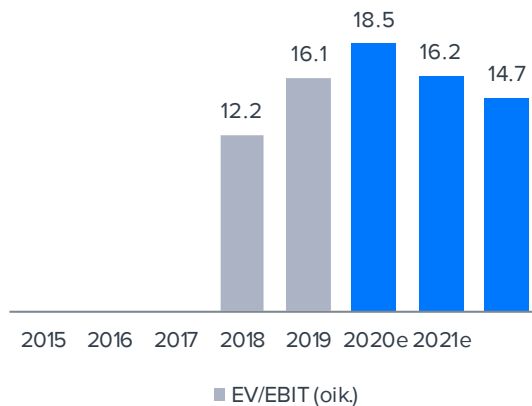
Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi				6,10	10,6	19,1	19,1	19,1	19,1
Osakemäärä, milj. kpl				16,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo				102	198	357	357	357	357
Yritysarvo (EV)				132	224	404	399	394	388
P/E (oik.)				12,3	19,5	22,2	19,9	18,3	16,6
P/E				15,0	20,6	25,6	20,8	18,3	16,6
P/Kassavirta				17,6	16,2	neg.	21,4	19,5	17,3
P/B				1,5	2,9	5,4	4,8	4,3	3,9
P/S				1,6	2,7	3,4	3,0	2,8	2,7
EV/Liikevaihto				2,1	3,0	3,9	3,4	3,1	2,9
EV/EBITDA (oik.)				11,4	13,6	16,9	14,1	13,1	12,0
EV/EBIT (oik.)				12,2	16,1	18,5	16,2	14,7	13,3
Osinko/tulos (%)				91,1 %	74,0 %	67,0 %	65,4 %	67,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%				6,1 %	3,6 %	2,6 %	3,1 %	3,7 %	4,2 %

Lähde: Inderes

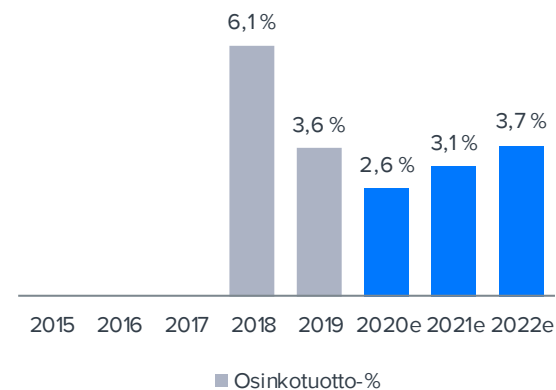
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Thule Group AB	278,20	2878	2952	20,5	19,8	18,6	18,0	3,9	3,8	26,9	26,1	3,7	3,1	5,3
Nobia AB	56,85	958	1183	21,7	9,9	8,3	5,8	0,9	0,9	27,0	11,0	2,7	4,8	2,1
Dometic Group AB (publ)	106,35	3113	3881	21,2	15,0	15,2	11,7	2,4	2,1	37,0	19,5	1,5	1,8	1,8
Tikkurila Oyj	14,06	620	717	11,1	11,8	8,1	8,3	1,2	1,2	13,6	13,8	5,2	5,5	3,2
Nokian Tyres plc	29,83	4144	4425	30,3	17,1	15,5	11,1	3,2	2,9	37,7	20,7	3,6	4,4	2,4
Rapala VMC Corp	4,04	158	234	10,6	12,0	9,4	7,3	0,9	0,9	22,4	15,0		2,2	1,0
Husqvarna AB	90,88	5177	5381	13,9	12,4	9,1	8,2	1,3	1,3	19,7	16,8	2,5	2,7	2,8
Inwido AB (publ)	102,50	588	726	10,5	10,4	7,7	7,6	1,1	1,0	12,2	11,9	2,8	3,3	1,6
Nibe Industrier AB	237,10	10450	11101	32,9	30,1	24,5	22,7	4,2	4,0	48,5	43,3	0,6	0,7	6,3
Technogym SpA	9,00	1812	1800	31,5	22,1	18,6	15,1	3,5	3,0	46,7	32,5	0,9	1,3	6,1
Rockwool International A/S	2380,00	6855	6597	21,1	19,5	13,1	11,9	2,5	2,4	29,4	26,8	1,2	1,2	3,3
Kingspan Group PLC	72,45	13157	13818	29,1	27,0	23,1	21,5	3,0	2,8	35,4	32,7	0,4	0,6	5,6
Electrolux AB	205,80	6290	6288	11,9	10,6	6,5	5,9	0,6	0,6	18,8	14,5	3,8	3,8	2,6
De' Longhi SpA	28,48	4287	4031	15,4	13,6	11,7	10,5	1,8	1,6	22,2	19,8	1,9	2,1	3,3
<b>Harvia (Inderes)</b>	<b>19,10</b>	<b>357</b>	<b>404</b>	<b>18,5</b>	<b>16,2</b>	<b>16,9</b>	<b>14,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>22,2</b>	<b>19,9</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>5,4</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>20,1</b>	<b>16,5</b>	<b>13,5</b>	<b>11,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>28,4</b>	<b>21,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>
<b>Mediaani</b>				<b>20,8</b>	<b>14,3</b>	<b>12,4</b>	<b>10,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>26,9</b>	<b>19,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-11 %</b>	<b>14 %</b>	<b>37 %</b>	<b>30 %</b>	<b>86 %</b>	<b>83 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>1 %</b>	<b>5 %</b>	<b>29 %</b>	<b>80 %</b>

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

# DCF-laskelma

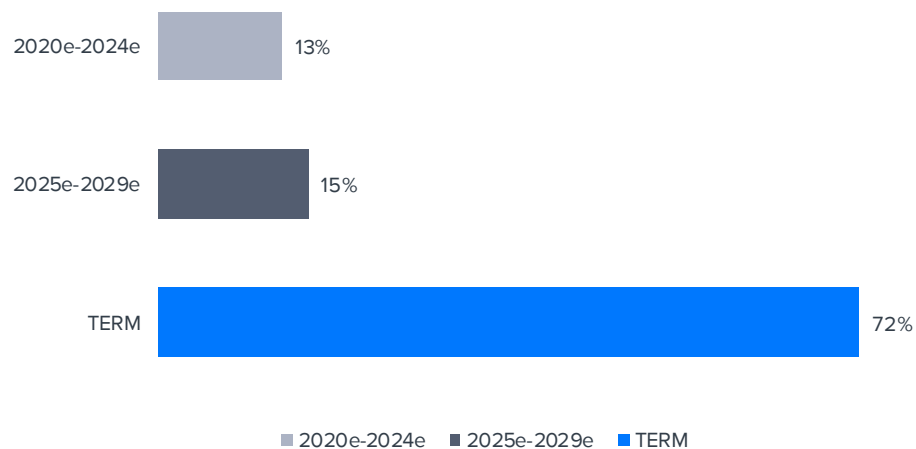
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>13,3</b>	<b>19,8</b>	<b>23,7</b>	<b>26,7</b>	<b>29,2</b>	<b>29,5</b>	<b>30,2</b>	<b>31,0</b>	<b>32,5</b>	<b>32,4</b>	<b>33,2</b>	
+ Kokonaispoistot	3,1	4,1	4,6	3,3	3,2	2,8	2,8	2,5	2,6	2,6	2,6	
- Maksetut verot	-2,8	-3,8	-4,4	-5,0	-5,5	-5,5	-5,7	-5,8	-6,1	-6,1	-6,7	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	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	2,3	1,8	-3,8	-3,4	-3,0	-1,8	-1,8	-1,4	-1,5	-1,5	-0,8	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>15,6</b>	<b>21,5</b>	<b>19,7</b>	<b>21,3</b>	<b>23,6</b>	<b>24,7</b>	<b>25,2</b>	<b>25,9</b>	<b>27,1</b>	<b>27,0</b>	<b>28,4</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-5,2	-25,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>12,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>16,7</b>	<b>18,3</b>	<b>20,6</b>	<b>21,7</b>	<b>22,2</b>	<b>22,9</b>	<b>24,1</b>	<b>24,0</b>	<b>25,1</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	12,2	-3,5	16,7	18,3	20,6	21,7	22,2	22,9	24,1	24,0	25,1	630
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-3,4</b>	<b>15,6</b>	<b>16,0</b>	<b>16,9</b>	<b>16,7</b>	<b>16,0</b>	<b>15,5</b>	<b>15,3</b>	<b>14,3</b>	<b>14,0</b>	<b>353</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		490	494	478	462	445	429	413	397	382	367	353
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>490</b>										
- Korolliset velat		-36,5										
+ Rahavarat		10,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-7,1										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>458</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>24,5</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,20 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>7,0 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>6,6 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Sijoitusprofiili 1/3

## Listautuessa Harvia profiloitui vakaaksi ja ”tylsäksi” osinkoyhtiöksi

Kun Harvia listautui pörssiin keväällä 2018 (merkintähinta 5,0 €/osake), yhtiö profiloitui sijoituskohteena vakaaksi osinkoyhtiöksi, joka oli mielestämme selvästi enemmän kannattavuus- kuin kasvuhakuinen. Harviassa yhdistyi silloin mielenkiintoiset elementit kuten suuresta korvauskysynnästä johtuva matala suhdanneherkkyys, korkea kannattavuus, erinomainen kustannustehokkuus, vahva markkina-asema, tunnettu brändi sekä tehokas pääoman käyttö, mitkä yhdessä mahdollistavat hyvän ja tasaisen osinkovirran.

Riskiprofiili oli myös mielestämme maltillinen, sillä omistajien ei tarvinnut kantaa merkittäviä riskejä kasvuhankkeiden onnistumisen tai investointien suhteen, sillä yhtiöllä on vahva ja vakaa markkina-asema ydinmarkkinoillaan, tehokas ja moderni tuotanto, jossa on pienet investointitarpeet, sekä omaan suunnittelu- ja valmistusosaamiseen nojaavat vahvat kilpailuedut.

Odotimme Harvian silloin jatkavan maltillista ~5 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua vahvistamalla markkina-asemaa silloisilla markkina-alueilla, tuoteportfolion ja jakeluverkon kehittämisellä jne. Kannattava liiketoimintamalli ja listautumisessa kerätty rahoituksellinen joustavuus näyttivät silloin mielestämme toimivan myös mahdollisuutena tehdä kasvua kiihdyttäviä yritysostoja, mutta aliarvioimme sen kuinka vahvasti Harvia lähtee toteuttamaan tätä viime vuosina havaittua konsolidaatiokehitystä.

## Harviasta on kuoriutunut voimakkaasti kasvava ja erittäin kannattava yhtiö, joka vie eteenpäin globaalien sauna- ja spa-markkinan konsolidaatiota

Harvia on listautumisen jälkeen tehnyt kaksi yhtiön kokoon nähden melko suurta yrityskauppaa (AHS 12/2018 ja EOS 4/2020), jotka ovat kasvattaneet yhtiön kokoluokkaa merkittävästi. Yritysostoilla on haettu laajentumista sekä uusille maantieteellisille alueille että uusiin tuotekategorioihin, joiden avulla Harvia on päässyt kiinni myös uusiin asiakasryhmiin ja edelleen vahvistanut asemaansa sauna- ja spa-markkinoilla. Harvian tekemät yritysostot ovat olleet erittäin onnistuneita ja Harvian sijoitusprofiili on alkanut mielestämme kehittyä ”vakaasta ja tylsästä osinkoyhtiöstä” voimakkaasti kasvavaksi ja erittäin kannattavaksi yhtiöksi, joka vie kunnianhimoisesti eteenpäin sauna- ja spa-markkinan konsolidaatiota kuskien paikalla maksaen matkalla myös hyvää osinkoa.

## Matkalippu toimialan konsolidaatiojunaan tukee osakkeen arvostusta

Harvialla on vahva markkina-asema pirstaloituneella sauna- ja spa-markkinalla ja yhtiöllä on mahdollisuus vahvan taseen ja hyvän kassavirtaprofiilin ansiosta jatkaa kasvustrategiansa mukaista konsolidointia. Viimeaikaiset onnistumiset yrityskaupoissa ja niiden integroinnissa ovat antaneet sellaisen kuvan, että Harvia osaa tehdä yrityskauppoja huokeilla ehdoilla, integroida yhtiöt mallikkaasti konserniin ja päästä niiden kautta uusiin tuotekategorioihin, asiakkuuksiin ja hyviin synergioihin. Yritysosto-optio kannattaa huomioida nykyisiä arvostuskertoimia tarkkaillen,

sillä emme ole ottaneet ennusteissamme huomioon potentiaalisia yritysostoja. Hyvien yritysostojen ja niistä saatavien synergioiden avulla Harvialla on kuitenkin ”piilevä” mahdollisuus tehdä suuriakin tulosharppauksia tulevina vuosina (kuten EOS vuonna 2020), mikä voi johtaa nopeasti laskeviin tulos pohjaisiin arvostuskertoimiin. Pidämme Harvian yritysosto-osaamista (ja -mahdollisuutta) selvästi positiivisena asiana, joka on hyvä jokerikortti luomaan pitkällä aikavälillä omistaja-arvoa. Tämän lisäksi ”vanhan Harvian” liiketoiminta on myös erinomaisessa tuloskunnossa.

## Potentiaali ja arvoajurit

- **Keskioستoksen arvon kasvattaminen** Harvia on perinteisesti tunnettu kiuasyhtiönä (kiukaat 54 % liikevaihdosta). Yhtiö on laajentanut viime vuosina tuoteportfoliotaan perus kuluttajakiukaiden lisäksi myös ammatti- ja premium-segmenttiin, missä keskihinnat ovat selvästi korkeampia. Yhtiö on myös tehnyt hyvää työtä laajentaessaan tarjontaansa kokonaisuun saunoihin, missä keskioستos on selvästi pelkkää kiuasta suurempi. Yhtiöllä on myös panostettu lisämyyntiin (upselling), missä kiukaan ostajalle pyritään myymään mukaan mm. turvakaide, ohjauskeskus, valaistus yms. saunatarvikkeita, jotta keskioستoksen arvoa saadaan ylöspäin. Ominaisuuksiltaan edistysellisempien kiukaiden ja ohjauskeskusten sekä laajempien saunakokonaisuuksien tuominen tarjontaan vievät Harviaa kohti suurempaa keskioستosta ja siten parempaa liikevaihdon kasvua ja näemme tässä vielä merkittävää potentiaalia.

## Sijoitusprofiili 2/3

- **Maantieteellinen laajentuminen** Harvian liikevaihdosta 75 % tuli Suomen ulkopuolelta Q3'20, kun vuonna 2018 luku oli 63 %. Harvia on onnistunut kasvattamaan toimintaansa ulkomailla erittäin hyvin ja se on ollut yhtiön yksi strategisista tavoitteista. Maantieteellinen laajentuminen on tärkeää, sillä 90 % saunamarkkinoista on Suomen ulkopuolella. Maantieteellisen laajentumisen keskiössä on jälleenmyyjäverkoston vahvistaminen ja jokaiselle markkina-alueelle räätälöityjen tuotekokonaisuuksien saatavuuden ja näkyvyyden parantaminen. Sentiotec-oston jälkeen yhtiö pystyi hyödyntämään Sentiotecin olemassa olevia jakelukanavia Keski-Euroopassa ja myymän ristiin molempien eri tuotemerkkien tuotevalikoimaa laajemmalla alueella. AHS-yritysoston kautta yhtiölle aukesi mahdollisuus valmistaa ja varastoida tuotteita lähempänä Pohjois-Amerikan asiakkaita ja yhtiö pääsi sitä kautta kiinni myös uusiin jakelukanaviin. EOS-osto vahvisti tuotetarjoomaa ammatti- ja premium-kategorioissa ja EOS:n yli 80 maata kattava jakeluverkosto vahvisti entisestään Harvian globaalia presenssiä (etenkin Saksa, Itävalta, Venäjä ja IVY-maat). Kesällä 2020 Harvia kertoi palkanneensa uutta myyntihenkilöstöä Aasian ja Australian markkinoille ja kasvua haetaan koko ajan uusilta maantieteellisiltä alueilta.
- **Tuottavuuden parantaminen** Harvia on jo valmiiksi kannattavuudeltaan toimialan huippuluokkaa (EBIT ~20 %) ja Harvian tuotannon tehokkuus ja joustavuus ovat yksi sen kilpailueduista. Yhtiö pystyy kuitenkin arviomme

mukaan parantamaan tehokkuuttaan vielä optimoimalla tuotetarjontaansa ja tuotannon maantieteellistä rakennetta sekä nostamalla kapasiteetin käyttöastetta ja automaatiota tehtaillaan. Harvialla on myös mahdollista saavuttaa erilaisia hankinnan, logistiikan ja tuotannon synergioita yritysostokohteiden kanssa joihin myös esim. EOS-kaupasta odotetut 2,2 MEUR:n synergiat osin nojaavat.

- **Täydentävät yritysostot** Harvia toimii hyvin pirstaleisilla globaaleilla sauna- ja spa-markkinoilla, joiden neljällä suurimmalla toimijalla on yhteensä noin 10 %:n markkinaosuus. Harvia on tehnyt 2016-2020 aikana kolme melko isoa yrityskauppaa (Sentiotec, AHS ja EOS) ja yhden pienen yrityskaupan (Saunamax). Pidämme todennäköisenä, että yhtiö jatkaa täydentävien yritysostojen tekemistä esimerkiksi vahvistusta tarvitsevien tuotekategorioiden (mm. ammattihöyry- ja infrapuna) tai maantieteellisten alueiden haltuunoton näkökulmasta. Harvialla on vahva markkina-asema pirstaloituneella sauna- ja spa-markkinalla ja sen vahva tase sekä hyvä kassavista antavat mahdollisuuden jatkaa kasvustrategian mukaista toimialan konsolidointia. Viimeaikaiset onnistumiset yrityskaupoissa ja niiden integroinnissa ovat todistaneet, että Harvia osaa tehdä yrityskauppoja huokeilla ehdoilla, integroida yhtiöt sujuvasti konserniin ja päästä niiden kautta uusiin tuotekategorioidiin, uusiin asiakkuuksiin ja hyviin synergioihin. Pidämme Harvian laatuleimaa ja jatkuvasti tarjolle tulevia yritysosto-optiota selvästi positiivisina asioina

omistajien kannalta, jotka voivat parhaassa tapauksessa luoda pitkällä aikavälillä merkittävästi omistaja-arvoa.

- **Suuruuden ekonomian hyödyt** Kun Harvia kasvaa, alkaa se saada lisää neuvotteluvoimaa esim. materiaali- ja palveluostoihin. Kasvava tuotantovolyyymi tuo myös skaalaetuja tuotantoon, minkä kautta suhteellinen kannattavuus paranee. Kasvun kautta nouseva tulostaso antaa myös lisää muskeleita tuotekehitykseen, mikä edelleen lisää etumatkaa muihin alan toimijoihin nähden ja näin positiivinen kierre etenee.

### Riskit

- **Riippuvuus Muuramen tehtaasta** Mielestämme yksi isoimmista Harviaan liittyvistä riskeistä on sen riippuvuus Muuramen tehtaasta. Muuramen tehdas on keskeisessä osassa Harvian liiketoimintaa. Siellä valmistetaan valtaosa yhtiön kiukaista ja yhtiön päävarasto, suunnittelu, tuotekehitys jne. sijaitsevat Muuramessa. Tilojen vaurioituessa olisi lähes mahdoton löytää vaihtoehtoisia tuotantotiloja kaikille yhtiön tuotteille nopeassa aikataulussa ja tällä voisi olla olennainen haitallinen vaikutus Harvian liiketoimintaan. Riippuvuus Muuramen tehtaasta on kuitenkin pienentynyt sitä mukaa, kun konserniin on yritysostojen kautta tullut uusia tuotantolaitoksia maailmalta ja myös Kiinan tehtaan tuoterepertuaaria on laajennettu. EOS-hankinta vuonna 2020 pienentää riskiä entisestään koneiden ja kapasiteetin osalta.

## Sijoitusprofiili 3/3

- **Kilpailudynamiikan muutokset** Harvian vahvan markkina-aseman ja korkean kannattavuuden taustalla on yhtiön pitkän historian kautta hioutunut tehokas toimintamalli ja pitkät asiakassuhteet. Markkina on hyvin pirstaloitunut ja Harvia on omalla kapealla kiuas- ja saunakomponenttimarkkinalla (~410 MEUR) selvästi suurin toimija. Yksi Harvian hyvää kannattavuutta suojaava tekijä on arviomme mukaan se, että globaali kiuas- ja komponenttimarkkina on liian pieni houkutellessaan vahvoja maailmanluokan elektroniikka- ja kodinkoneteollisuuden yhtiöitä tälle markkinalle (mm. Panasonic, LG, Samsung, Electrolux jne. ). Muutos kilpailudynamiikassa ja saunamarkkinan houkuttelevuuden nousu pitkän aikavälin kasvualana voisi johtaa esim. jonkun uuden kilpailijan aggressiiviseen laajentumiseen tällä markkinalla, mikä voisi oleellisesti kiristää kilpailutilannetta ja haitata Harvian korkealla tasolla olevia tulosmarginaaleja.
- **Materiaali- ja palvelukustannusten nousu** Harvian materiaali- ja palvelukustannukset ovat olleet historiallisesti noin 40 % liikevaihdosta. Tuotannolle ovat keskeisiä mm. elektroniikka ja sähkökomponentit sekä kiukaiden valmistuksessa tarvittavat teräs- ja muut metallimateriaalit kuten myös saunojen rakenteissa tarvittava puu ja lasi. Näissä tapahtuva merkittävä markkinahintojen nousu voi haitata kannattavuutta, ellei yhtiö onnistu siirtämään materiaalikustannusten nousua eteenpäin omiin myyntihintoihinsa.
- **Valuuttakurssimuutokset** Harvialla on liiketoimintaa useassa maassa ja yhtiö käy kauppaa eri valuutoissa. Harvia altistuu lähinnä Venäjän ruplaan ja Yhdysvaltain dollariin liittyvään translaatorisktiin ja riskiin, joka muodostuu, kun emoyhtiön sijoitukset ulkomailla muutetaan euroiksi. Valuuttakurssiriskit eivät ole olleet Harvian kannalta merkittäviä, eikä yhtiö ole suojautunut näiltä riskeiltä valuuttajohdannaisilla. Valuuttakurssien heilahtelut (EUR/RUB ja EUR/USD) voivat kuitenkin joskus aiheuttaa useiden prosenttiyksiköiden heilahteluja yhtiön euromääräisissä raportoiduissa luvuissa ja valuuttakurssioikaistuissa luvuissa.
- **Suhdannevaihtelut** Maailmantaloudella ja Harvian päämarkkinoilla on ollut viime vuosina rajujakin suhdannevaihteluita. Harvian liiketoiminta on luonteeltaan defensiivistä ja se perustuu pitkälti korvauskysyntään. Bruttokansantuotteen kehittyminen, kuluttajaluottamus ja kuluttajien ostovoima ovat relevantteja ajureita Harvian liiketoiminnalle, mutta yhtiö on kuitenkin pystynyt tekemään hyvää tulosta myös laskusuhdanteessa. Pitkä taloudellisten olosuhteiden heikentyminen voisi vaikuttaa Harvian liikevaihdon ja tuloksen kasvunäkymiin negatiivisesti, sillä saunaa voidaan jossain määrin pitää myös investointihyödykkeenä/harkinnanvaraisena kuluttamisena erotuksena välttämättömyshyödykkeisiin. Pidämme kuitenkin Harvian riippuvuutta suhdannevaihteluista melko pienenä ja yhtiö on osoittanut pystyvänsä toimimaan erilaisista markkinaturbulensseissa erinomaisesti, kuten mm. 2008-2009 finanssikriisi ja 2020 keväällä puhjennut Covid-19 -pandemia ovat osoittaneet.
- **Yritystöröriskit** Harvia on viime vuosina toteuttanut hyvin onnistuneesti yritysostoja ja ne olleet omistaja-arvon kannalta selvästi positiivisia järjestelyjä. Yhtiö tulee todennäköisesti myös jatkamaan täydentäviä yritysostoja kiihdyttääkseen kasvustrategiansa toteuttamista. Yritysoistoissa maksetut hinnat sekä toimintojen integrointi tuovat aina omat riskinsä toimintaan eivätkä ostokohteena olevat yhtiöt välttämättä saavuta Harvian johdon odottamia tavoitteita tai synergioita. Yritystokohteiden jatkuva etsintä ja vahva tase voi johtaa myös harhalaukauksiin, millä voi olla negatiivinen vaikutus Harvian liiketoimintaan ja kannattavuuteen. Harvian johto on viime vuosina osoittanut kykynsä tehdä hyviä yrityskauppoja ja luotamme johdon kykyyn jatkaa järkevien kauppojen tekemistä myös tulevaisuudessa. Omistajien kannattaa tästä huolimatta toivoa, että ylimääräisiä varoja aletaan jakaa mieluummin yhtiöstä ulos kuin että tehtäisiin ”imperiumin kasvattamisen” vuoksi keskinkertaisia ja kalliita yrityskauppoja.

# Sijoitusprofiili



1.

Vahva markkina-asema, toimialan paras kannattavuus ja laaja tuoteportfolio tekevät Harviasta houkuttelevan sijoituskohteen pirstaleisella sauna- ja spa-markkinalla

2.

Korkea kassavirtasuhde ja pieni investointitarve luovat hyvät edellytykset osingonmaksukyvyille tai epäorgaaniselle kasvulle

3.

Vakaasti kehittyvät ja kasvavat ydinmarkkinat, jotka nojaavat vahvasti korvauskysyntään, luovat Harvialle defensiivisiä ominaisuuksia

4.

Tuottavuuden parantamisessa ja keskiostoksen arvon kasvattamisessa on vielä ulosmitattavaa potentiaalia

5.

Laajentuminen uusille kehittyville saunamarkkinoille ja uusiin tuotekategorioihin joko orgaanisesti tai yritysostojen kautta

6.

Vahva tase, hyvä kassavirta ja korkea oman pääoman tuotto ovat yhdistelmä, mikä luo osakkeenomistajalle pitkässä juoksussa arvoa

## Potentiaali

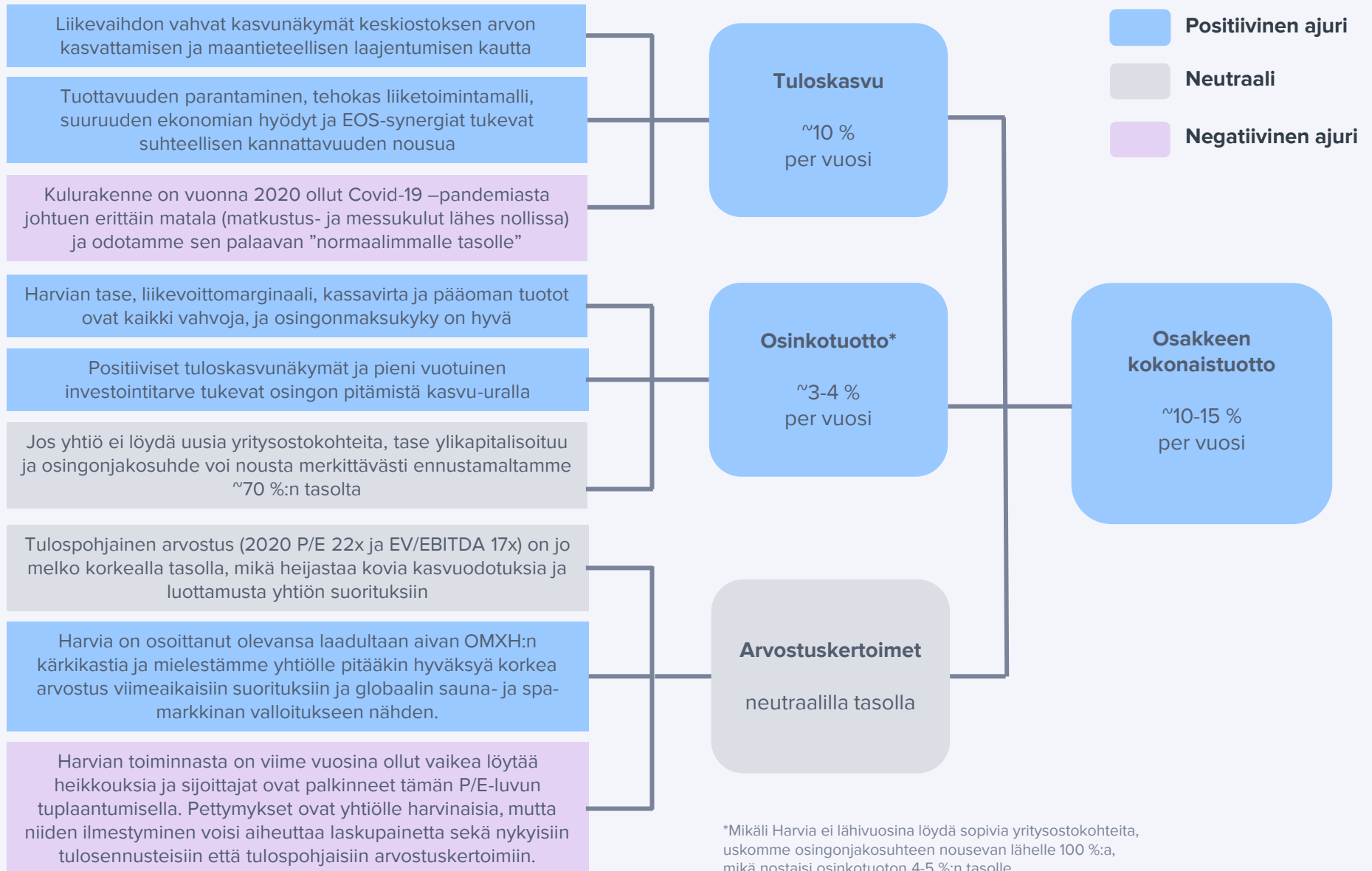
- **Keskiostoksen arvon kasvattaminen** tuoteportfoliota laajentamalla, lisämyynnillä (up-selling) ja ominaisuuksiltaan edistyksellisempien tuotteiden ja saunakokonaisuuksien myynnillä
- **Maantieteellinen laajentuminen** sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti (90 % saunamarkkinoista Suomen ulkopuolella)
- **Tuottavuuden parantaminen** mm. tuotetarjontaa optimoimalla, kapasiteetin käyttöastetta nostamalla, automaatiota parantamalla ja erilaisia hankinnan, logistiikan yms. synergioita hyödyntämällä
- **Täydentävät yritysostot** pirstaleisella globaalilla sauna- ja spa –markkinalla ovat jo luoneet merkittävää omistaja-arvoa ja uskomme Harvian myös jatkavan täydentäviä yritysostoja
- **Suuruuden ekonomian hyödyt** tuovat neuvotteluvoimaa ostoihin, skaalaetuja tuotantovolyymien kasvun kautta, lisää muskeleita tuotekehitykseen ja näin etumatka muihin toimijoihin kasvaa

## Riskit



- **Riippuvuus Muuramen tehtaasta** on yksi isoimmista Harvian toiminnan jatkuvuuteen liittyvistä riskeistä
- **Kilpailudynamiikan muutokset** ja potentiaalisen uuden kilpailijan aggressiivinen laajentuminen sauna- ja spa-markkinalle
- **Materiaali- ja palvelukustannusten nousu** voi haitata kannattavuutta, ellei yhtiö onnistu siirtämään sitä omiin myyntihintoihinsa
- **Valuuttakurssimuutokset** liittyvät Harvian osalta pääosin Venäjän ruplaan ja Yhdysvaltain dollariin
- **Suhdannevaihtelut** ja niiden pidempiaikainen heikentyminen voivat vaikuttaa liiketoimintaan, joskin Harvia on hyvin defensiivinen
- **Yritysostoriskit** Tulevissa yritysostoissa maksetut hinnat sekä toimintojen integrointi tuovat aina omat riskinsä toimintaan

# Osaketuoton ajurit 2021e-2023e





# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	60,1	61,9	74,1	104,2	117,6	EPS (raportoitu)	0,31	0,41	0,51	0,75	0,92
Käyttökate	11,2	11,5	16,4	23,9	28,3	EPS (oikaistu)	0,46	0,49	0,54	0,86	0,96
Liikevoitto	9,3	9,4	13,3	19,8	23,7	Operat. kassavirta / osake	0,80	0,60	0,84	1,15	1,05
Voitto ennen veroja	4,3	6,6	12,1	18,0	21,9	Vapaa kassavirta / osake	0,79	0,35	0,65	-0,19	0,89
Nettovoitto	2,9	6,8	9,6	14,0	17,2	Omapääoma / osake	2,02	3,94	3,68	3,55	3,96
Kertaluontoiset erät	-1,4	-1,5	-0,6	-2,1	-0,8	Osinko / osake	0,18	0,37	0,38	0,50	0,60
<b>Tase</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Taseen loppusumma	114,0	116,9	121,8	155,9	161,1	Liikevaihdon kasvu-%	20 %	3 %	20 %	41 %	13 %
Oma pääoma	19,3	65,8	68,8	66,3	74,1	Käyttökateen kasvu-%	-1 %	3 %	43 %	45 %	18 %
Liikearvo	59,2	60,4	60,2	71,2	71,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	6 %	1 %	28 %	58 %	12 %
Nettovelat	73,0	30,3	25,6	47,3	41,8	EPS oik. kasvu-%	20 %	9 %	10 %	58 %	12 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	18,6 %	18,6 %	22,2 %	22,9 %	24,1 %
Käyttökate	11,2	11,5	16,4	23,9	28,3	Oik. Liikevoitto-%	17,8 %	17,5 %	18,7 %	21,0 %	20,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,2	-0,3	2,3	1,8	-3,8	Liikevoitto-%	15,4 %	15,1 %	18,0 %	19,0 %	20,2 %
Operatiivinen kassavirta	7,7	10,0	15,6	21,5	19,7	ROE-%	16,1 %	15,9 %	14,3 %	20,7 %	24,4 %
Investoinnit	-1,7	-4,3	-5,2	-25,0	-3,0	ROI-%	9,3 %	9,2 %	12,7 %	16,7 %	17,7 %
Vapaa kassavirta	7,5	5,8	12,2	-3,5	16,7	Omavaraisuusaste	16,9 %	56,3 %	56,5 %	42,5 %	46,0 %
						Nettovelkaantumisaste	378,6 %	46,0 %	37,2 %	71,4 %	56,4 %
<b>Suurimmat omistajat</b>			<b>%-osakkeista</b>			<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Onvest			12,3 %			EV/Liikevaihto	2,0	2,1	3,0	3,9	3,4
SEB Fonder			8,8 %			EV/EBITDA (oik.)	10,8	11,4	13,6	16,9	14,1
Handelsbanken Fonder			7,6 %			EV/EBIT (oik.)	11,3	12,2	16,1	18,5	16,2
Lannebo Fonder			5,7 %			P/E (oik.)	11,0	12,3	19,5	22,2	19,9
Cannacord Genuity Wealth Management			3,5 %			P/B	2,5	1,5	2,9	5,4	4,8
WestStar Oy			3,1 %			Osinkotuotto-%	3,6 %	6,1 %	3,6 %	2,6 %	3,1 %

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

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

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

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

Inderesin analyytikko Petri Kajaanilla on 20.2.2019 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Harvia Oyj.

## Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
02/12/2018	Lisää	6,50 €	6,24 €
14/02/2019	Lisää	6,50 €	5,93 €
07/05/2019	Lisää	7,50 €	6,66 €
17/08/2019	Lisää	7,50 €	6,96 €
08/11/2019	Lisää	9,00 €	8,50 €
29/12/2019	Vähennä	10,00 €	10,60 €
11/02/2020	Lisää	12,00 €	10,55 €
19/03/2020	Lisää	9,00 €	7,98 €
28/04/2020	Lisää	11,00 €	9,98 €
17/07/2020	Lisää	13,00 €	11,55 €
14/08/2020	Lisää	16,00 €	14,40 €
05/11/2020	Lisää	22,00 €	19,95 €
26/11/2020	Osta	22,00 €	19,10 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**