

Harvia

Laaja raportti

13.9.2023 8:19



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Takaisin kasvutrendille Q423 alkaen

Harvia on alansa johtava yhtiö, jolla on selkeitä kilpailuetuja. Tämä mahdollistaa hyvän pääoman tuoton ja arvonluonnin, jonka lisäksi yhtiön pääoman allokointi yritysostoihin on ollut onnistunutta. Odotamme liikevaihdon ja tuloksen kääntyvän taas nousuun Q423 alkaen. Harvian arvostustaso (esim. EV/EBIT 2023 15x) on sen pääoman tuotto ja kassavirranluontikyky huomioiden mielestämme hyväksyttävä. Toistamme lisää suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 25,5 euroon (aik. 24e) edelleen vahvan kassavirtatuoton sekä hieman nousseiden pitkän aikavälin oletusten myötä.

Maailman johtava sauna- ja spa-alan yhtiö

Harvia on viime vuosina noussut maailman suurimmaksi sauna- ja spa-alan yhtiöksi. Yhtiö itse arvioi markkinaosuudekseen koko markkinasta noin 5 %, joka tarkoittaa, että Harvialle relevantista tuotemarkkinasta sen osuus olisi noin 10 %. Yhtiö on kasvattanut selvästi markkinaosuuksiaan viimeisen viiden vuoden aikana (sekä yritysostoilla että organisesti). Markkina on ollut historiaansa nähden poikkeuksellinen, kun se korona-aikana kasvoi rajusti ja vastaavasti laski viime ja edelleen tänä vuonna. Harvia uskoo kuitenkin markkinan kasvavan pidemmällä aikavälillä historiallista noin 5 %:n vuosittaista kasvuvauhtiaan. Ennustemme odottavat yhtiölle ensi vuonna 9 %:n kasvua ja 2025 6 %, markkinan kääntyessä kasvuun ja yhtiön jatkaessa markkinaosuuksien voittoa.

Harvialla on selvät kilpailuedut etenkin sen ydinalueella: kiukaissa ja komponenteissa

Harvialla on mielestämme useita selviä kilpailuetuja, jotka tukevat yhtiön kannattavaa kasvua ja arvonluontia. Ne koskevat pääosin puu/sähkökiukaiden ja niiden komponenttien markkinaa. Nämä vastaavat noin 70 % Harvian myynnistä. Harvian kilpailuedut ovat mielestämme: 1) vertikaalinen integraatio ja oma suunnittelu, 2) skaalaedut (tuotannossa), 3) vahva(t) brändi(t), 4) laajat ja pitkäaikaiset jakelusuhteet. Näemme, että yhtiö on onnistunut erinomaisesti vuodesta 2014 alkaen ajamaan Harvian kansainvälistä kasvua ja vahvistamaan näitä kilpailuetuja. Yhtiö on myös mielestämme onnistunut luomaan arvoa allokoimalla pääomia yritysostoihin. Kilpailuedut ja matalat pääomatarpeet mahdollistavat yhtiölle noin 20 % sijoitetun pääoman tuoton tulevana vuosina.

Liikevaihto ja tulos laskevat vielä Q3:lla, sen jälkeen takaisin kasvuun

Odotamme Venäjältä vetäytymisen ja heikentyneen kuluttajakysynnän ajavan liikevaihdon laskua vielä Q323 eli kuudennen peräkkäisen kvartaalin. Harvia on pystynyt pitämään erinomaisesti liikevoittomarginaalitasonsa yli 22 %:ssa H123:llä laskeneesta liikevaihdosta huolimatta. Uskomme kysynnän tasaantuvan loppuvuonna ja Harvian pääsevän takaisin kasvuun Q423 ja selvemmin 2024. Kasvua ajavat etenkin Euroopan ulkopuoliset maat, jossa Harvialla on vielä merkittävästi potentiaalia. Emme tehneet ennustemuutoksia.

Arvostus on suhteellisen neutraali, tuloskasvu ja kassavirta tarjoavat kohtuullisen tuotto-odotuksen

Harvian arvostustaso (esim. EV/EBIT 2023 15x, P/E 20x) on sen pääoman tuotto ja kassavirranluontikyky huomioiden mielestämme hyväksyttävä. Vuosina 2024-25 odotamme Harvialta yli 10 %:n vuosittaista liikevoiton kasvua, jonka lisäksi sijoittaja saa 3 %:n osinkotuoton. Yhtiön nykyinen vahva kassavirta tarjoaa noin 7 %:n kassavirtatuoton. Uskomme Harvian pääoman allokoinnin olevan jatkossakin arvoa luovaa ja siten rahan ohjaaminen joko yritysostoihin ja/tai suurempiin osinkoihin tukevan sijoittajan tuotto-odotusta. Keskipitkällä aikavälillä (organinen) tuloskasvu rajoittuu noin 5 %:n liikevaihdon kasvuun.

Suositus

Lisää

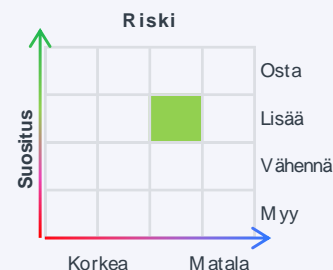
(aik. Lisää)

25,50 EUR

(aik. 24,00 EUR)

Osakekurssi:

24,00



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	172	151	165	175
kasvu-%	-4 %	-12 %	9 %	6 %
EBIT oik.	36,5	33,2	37,8	40,4
EBIT-% oik.	21,2 %	21,9 %	22,9 %	23,1 %
Nettotulos	27,1	22,6	28,0	30,0
EPS (oik.)	1,55	1,23	1,50	1,61
P/E (oik.)	11,4	19,6	16,0	14,9
P/B	3,4	4,1	3,6	3,2
Osinkotuotto-%	3,6 %	2,7 %	2,8 %	2,9 %
EV/EBIT (oik.)	10,6	14,6	12,4	11,1
EV/EBITDA	9,2	12,4	10,5	9,6
EV/Liikevaihto	2,3	3,2	2,8	2,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

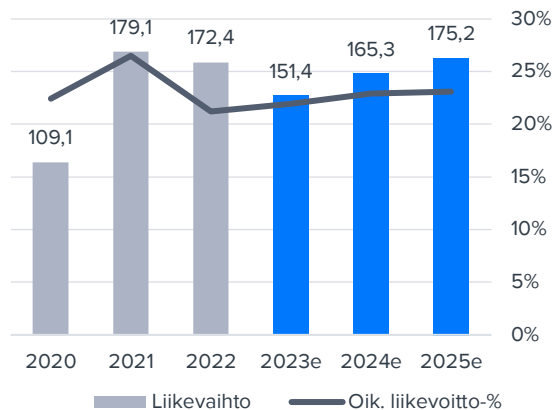
Harvia ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä. Yhtiön tavoitteena on keskimäärin yli 5 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu ja 20 %:n oikaistu liikevoittomarginaali.

Osakekurssi



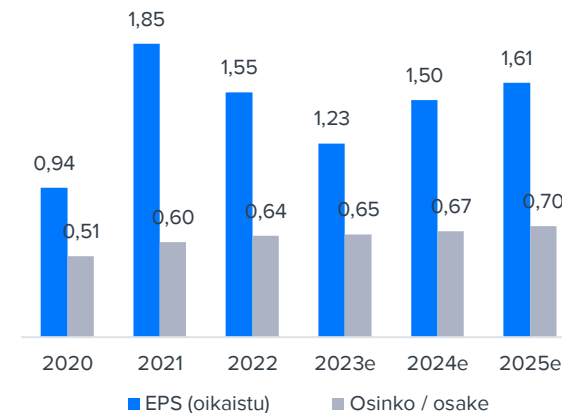
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Riippuvuus Muuramen tehtaasta
- Muutokset toimialan kilpailukentässä tai -asemassa
- Talouden ja rakentamisen suhdannevaihtelut voivat hidastaa kasvua
- Yrityskauppojen integroinnin onnistuminen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	24,0	24,0	24,0
Osakemäärä, milj. kpl	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo	448	448	448
Yritysarvo (EV)	485	467	449
P/E (oik.)	19,6	16,0	14,9
P/E	19,8	16,0	14,9
P/B	4,1	3,6	3,2
P/S	3,0	2,7	2,6
EV/Liikevaihto	3,2	2,8	2,6
EV/EBITDA (oik.)	12,4	10,5	9,6
EV/EBIT (oik.)	14,6	12,4	11,1
Osinko/tulos (%)	53,6 %	44,7 %	43,5 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	2,8 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5 - 12
Sijoitus- ja riskiprofiili	s. 13 - 15
Toimiala ja kilpailijat	s. 16 - 20
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 21 - 22
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	s. 23 - 25
Ennusteet ja arvonmääritys	s. 26 - 32
Taulukot	s. 33 - 38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 39 - 40

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 lähes 80 % tulee Suomen ulkopuolelta.

1950

Perustamisvuosi

3/2018

Pörssilistautuminen

153 MEUR

Liikevaihto viimeiseltä 12 kuukaudelta (Q223 loppuun)

33 MEUR (21,5 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto viimeiseltä 12 kuukaudelta

#1

Markkina-asema kiuas- ja saunakomponenttimarkkinalla

#1

Markkina-asema sauna- ja spa-markkinalla

619

Henkilöstö Q223 lopussa

9

Omaa tuotantolaitosta

1950 - 2014

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

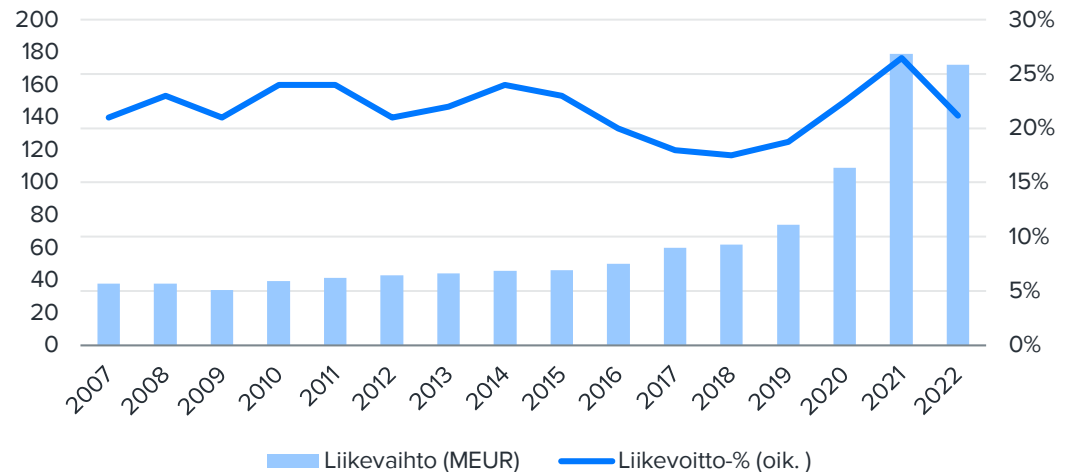
2014 - 2017

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

2018-

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

Harvian kannattavuus on ollut vahva läpi vuosien



Lähde: Harvia / Inderes

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

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Maailmanjohtava sauna- ja spa-alan yhtiö

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

Yhtiö on arvioinut sen markkinaosuudeksi globaalista sauna- ja spa-markkinasta ~5 % ja tarkemmin rajatusta kiuas- ja saunakomponenttimarkkinasta yli 20 %. Harvian markkina-asema on historiallisesti ollut erityisen vahva suurilla, perinteiseen saunakulttuuriin keskittyneillä markkinoilla (Suomi, Venäjä ja Skandinaavia). Näistä Venäjä tippui pois, kun yhtiö vuonna 2022 vetäytyi maasta. Harvia on arvioinut ottaneensa selvästi markkinaosuuksia vuosien 2020-22 aikana, sillä vielä 2019 vastaavat osuudet olivat vain 3% ja 14%. Tätä ovat vauhdittaneet myös yrityskaupat. Vuonna 2016 tehdyn Sentiotec-yrityskaupan ja keväällä 2020 tehdyn EOS-yrityskaupan myötä yhtiö on saavuttanut markkinajohtajan aseman kiukaissa ja komponenteissa myös Saksassa ja vahvistanut asemiaan Keski- ja Itä-Euroopan markkinoilla. Vuoden 2018 Almost Heaven Saunas (AHS)-yrityskaupalla yhtiö laajensi toimintaansa Pohjois-Amerikassa.

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

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

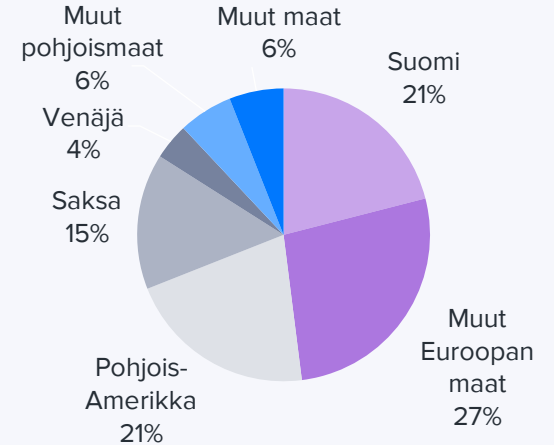
Harvia myy tuotteitaan yli 80 maahan. Vuonna 2022 lähes 80 % liikevaihdosta tuli Suomen ulkopuolelta. Yritysosot ovat laskeneet myynnin kotimarkkinavetoisuutta.

Tuotteet: Kiukaista laajemmaksi saunayhtiöksi

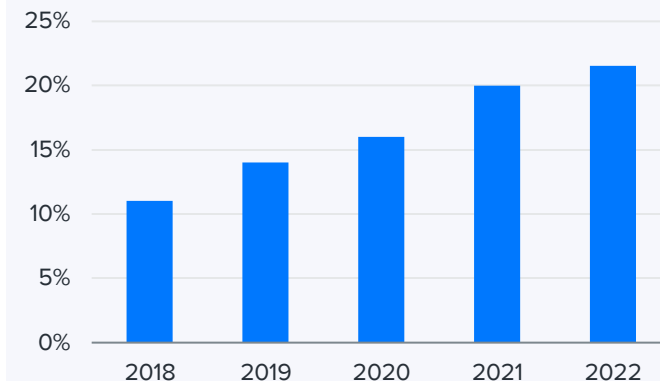
Harvia oli aiemmin profiloitunut pääasiassa kiuasvalmistajaksi, mutta yhtiö on viime vuosina kehittänyt yhä kokonaisvaltaisemmaksi sauna- ja spa-alan toimijaksi yrityskauppojen sekä uusien tuotelanseerausten että myyntikanavien avausten myötä. Yhtiön tuotevalikoima kattaa kaikki kolme saunatyyppeä: perinteisen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

Harvian liikevaihdosta suurimman osan muodostaa kiukaat (44 % 2022 liikevaihdosta), mutta valikoimaan kuuluu myös kokonaiset saunat, ohjauskeskukset, höyrygeneraattorit, kylpytynnyrit sekä varaosia, tarvikkeita ja palveluita. Erityisesti kokonaisten saunojen myynti on kasvanut viime vuosina.

Liikevaihto markkina-alueittain 2022



Harvian markkinaosuus kiuas & komponenttimarkkinasta



Lähde: Harvia / Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7 - tuoteryhmät

Tuotesegmentti	Tuotekuvaus	Pääbrändit	Osuus liikevaihdosta 2022
Kiukaat	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ Sähkö- ja puukiukaita ▪ Kiukaiden lisävarusteita mm. suojakaiteet- ja seinät, tulisijan suoja-alustat, savuputket ja -piiput 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia ▪ EOS 	44%
Saunat ja kylpytynnyrit	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ Valmiit sisä- ja ulkosaunat ▪ Kylpytynnyrit ▪ Saunan sisustus / tarvikkeet 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia ▪ Sentiotec ▪ Almost Heaven ▪ Kirami (kylpytynnyrit) 	27%
Tarvikkeet, palvelut ja muut tuotteet	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ Kiukaiden vastukset ja muut varaosat ▪ Kiuaskivet, lämminvesisäiliöt, saunan valaisimet, löylykauhat ja -kiulut, lämpömittarit ja saunatuoksut ▪ Infrapunatuotteet ▪ Saunojen huolto-, asennus- ja korjauspalvelut kuluttaja- ja yritysasiakkaille (Saunamax) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia ▪ SaunaEurox (kivet) 	17%
Ohjauskeskukset	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ Ohjauskeskuksia sähkökiukaisiin, yhdistelmäkiukaisiin, infrapunasauoihin ja hybridisaunoihin 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia ▪ Sentiotec ▪ EOS 	9 %
Höyrygeneraattorit	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ Höyrygeneraattoreita ▪ Lisävarusteita höyrysaunoihin kuten höyrysuuttimia ja tuoksupumppuja 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia 	3 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Jakelu tapahtuu jälleenmyyjien kautta

Konsernin liikevaihto koostuu pääasiassa tuotteiden mynnistä (vähäinen osa sauna-asennuksista sekä huolto- ja korjauspalveluista). Harvia myy suurimman osan tuotteistaan jälleenmyyjille, kokonaisten saunojen rakentajille/myyjille ja jakeluyrityksille. Harvian suurin asiakassuhde perustuu asiakkaan ryhmätason puitesopimukseen, jonka alla konsernin solmimat yksittäiset tilaussopimukset muodostivat yhteensä noin 10 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2022. Harvian tilauskanta on lyhyt, tyypillisesti vain pari-kolme viikkoa.

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

Oma komponenttisuunnittelu tuo kilpailuetua

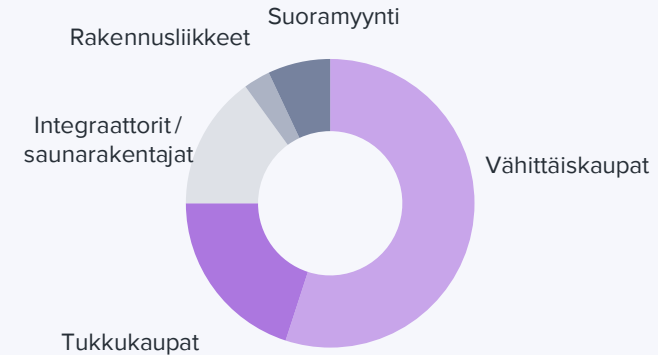
Harvia suunnittelee ja valmistaa lähes kaikki yhtiön myynnissä olevat tuotteet sekä pääosan komponenteistakin itse eli yhtiö on vertikaalisesti pidemmälle integroitunut kuin tyypillinen kilpailija. Tämä on nähdäksemme yksi Harvian tärkeitä kilpailuetuja, koska toimitusketjun laajempi hallinta antaa Harvialle sekä kilpailijoita isomman osuuden tuotteiden kokonaismarginaalista että mahdollistaa ainutlaatuisen ja tehokkaampien teknisten ratkaisuiden tekemisen. Oma tuotanto myös vähentää altistumista toimitusketjun häiriöille. Yhdessä isojen volyymien kanssa, tämä tekee arviomme mukaan Harvian tehokkuudesta ylivoimaisen kilpailijoihin nähden.

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

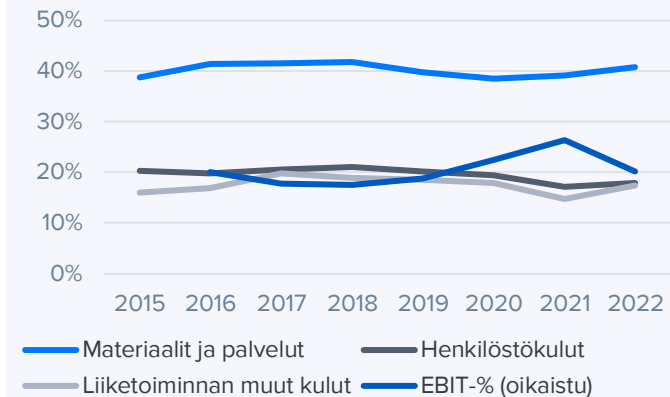
Kustannusrakenne tuo operatiivista vipua

Harvian kuluista noin 40 % (suhteessa liikevaihtoon) menee materiaaleihin ja palveluihin eli lähinnä metalliin, puuhun ja sähkö/elektroniikkakomponentteihin. Henkilöstökulut ja muut kulut ovat molemmat historiallisesti noin 20 % liikevaihdosta, viime vuosina jonkin verran alle. Henkilöstöstä 2022 lopussa reilut 60 % oli työntekijöitä ja loput toimihenkilöitä. Työntekijöiden määrä oli vähentynyt suhteessa enemmän viime vuoden aikana. Etenkin kiukaiden tuotanto Suomessa ja Kiinassa on urakkapalkan piirissä, joten voisi ajatella että noin 40 % henkilöstökuluista muuttuu tuotannon volyymien mukaan. Näin ollen noin 60 % kuluista olisi muuttuvia ja loput kiinteitä. Kohtuullisen iso kiinteiden kulujen osuus aiheuttaa operatiivista vipua eli volyymien kasvaessa marginaalin pitäisi parantua ja toisaalta niiden laskiessa marginaali pitäisi laskea. Tämä nähtiinkin 2020-22 aikana, vaikka marginaali kaiken kaikkiaan pysyi yllättävän tasaisena ja korkealla tasolla myös 2022.

Jakelukanavat, arvioitu jakauma



Harvian kulurakenne



Lähde: Harvia / Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7 - asiakkaat ja jakelukanavat

Jakelukanava	Jakelukanavan luonne	%-osuus liikevaihdosta	Esimerkkiasiakkaita
Vähittäiskaupat	<ul style="list-style-type: none"> Vähittäiskauppiat ovat tyypillisesti rakennustarvikeliikkeitä, etenkin Suomessa ja Ruotsissa. Tähän ryhmään kuuluvat myös nettikaupat. Keski-Euroopassa myös esim. saunoihin erikoistuneet liikkeet Myös USA:ssa tärkeä jakelukanava Tyypillinen päätöksentekijä loppukäyttäjä tai myyjä 	~55 %*	
Tukkukaupat	<ul style="list-style-type: none"> Tukkukauppiat ovat tyypillisesti sähkö-, lvi-, tai kylpyhuonetukkukauppiaita Tärkeä kanava erityisesti Suomessa ja Ruotsissa Tyypillinen päätöksentekijä myyjä tai sähköasentaja 	~20 %*	
Integraattorit / saunarakentajat	<ul style="list-style-type: none"> Tärkeä kanava kokonaiisiin saunaratkaisuihin keskittyneillä markkinoilla kuten Keski-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa Saunarakentajat toteuttavat rakennusurakan loppukäyttäjälle Tyypillinen päätöksentekijä myyjä, arkkitehti 	~15 %*	
Rakennusliikkeet	<ul style="list-style-type: none"> Pohjoismaissa yhtiön tuotteita myydään rakennusliikkeille, jotka asentavat saunoja uusiin asuinrakennuksiin Rakennusliikkeet hankkivat joko yksittäisiä saunakomponentteja tai kokonaisia saunoja Tyypillinen päätöksentekijä arkkitehti 	<5 %*	
Suoramyynti	<ul style="list-style-type: none"> Almost Heaven Saunas –yhtiön myynnistä (USA) merkittävä osa on suoramyyntiä myös suoraan kuluttajille Yhtiö suuntaa valikoidusti suoramyyntiä suurille loppuasiakkaille, kuten hotelleille tai kuntokeskusketjuille Tyypillinen päätöksentekijä loppukäyttäjä tai arkkitehti 	5-10 %*	

*Inderesin arvio jakelukanavan suhteellisesta osuudesta konsernin liikevaihdosta.

Harvian suurin asiakassuhde perustuu asiakkaan ryhmätason puitesopimukseen, jonka alla konsernin solmimat yksittäiset tilaussopimukset muodostivat yhteensä 10 % liikevaihdosta vuonna 2022 (2021: 9 %).

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Tuotantoa yhdeksässä omassa tehtaassa

Harvialla on yhdeksän omaa tuotantolaitosta. Suurin on Harvian kiuastuotanto sen kotipaikassa Muuramessa, mutta yhtiö on laajentanut tuotantoaan myös Kiinaan ja saanut yritysostojen kautta tuotantoa Saksassa, USA:ssa ja Romaniassa. Vuonna 2021 yritysostojen kautta tuli lisäyksenä Kirammin (kylpytynnyrit) ja SaunaEuroxin (kiuaskivet) tuotantoyksiköt Suomessa. Harvian vetäytyttyä Venäjältä, sopimusvalmistus siellä luonnollisesti päättyi. Yhtiön kustannustehokkuutta edistää se, että merkittävä osa tuotantolaitosten työntekijöistä ovat tulospalkkauksen piirissä ja yhtiön käyttämät urakkapalkkasopimukset (lähinnä Suomi ja Kiina) lisäävät tuotannon joustavuutta ja tuotantotyön kannustavuutta. Pääosin oma tuotanto sinällään kuitenkin lisää myynnin vaihtelun tuomaa tulosvipua, molempiin suuntiin.

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

Tunnettu brändi tukee markkina-asemia

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

Vahva operatiivinen kassavirta ja matala investointitarve

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

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

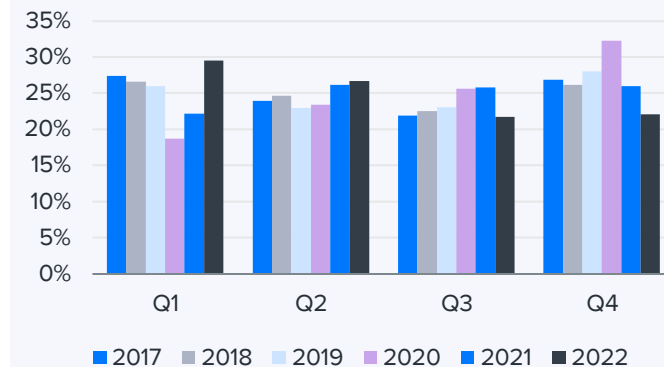
Liiketoiminnan kausivaihtelu melko maltillista

Harvian liiketoiminnan kausivaihtelut ovat melko maltillisia. Suurin osa jakeluketjujen tilauksista painottuu tyypillisesti Q1:lle ja Q4:lle, jotka ovat historiallisesti olleet parhaat kvartaalit. Q3:lla on tapana olla vuoden heikoin kvartaali. Koronavuosien jälkeen yhtiö on palaamassa tähän kausivaihteluun tänä vuonna. Pääosa Pohjois-Euroopan tilauksista saadaan tyypillisesti ensimmäisellä neljänneksellä, kun taas Keski-Euroopan ja Pohjois-Amerikan tilausaktiivisuus painottuu loppuvuoteen.

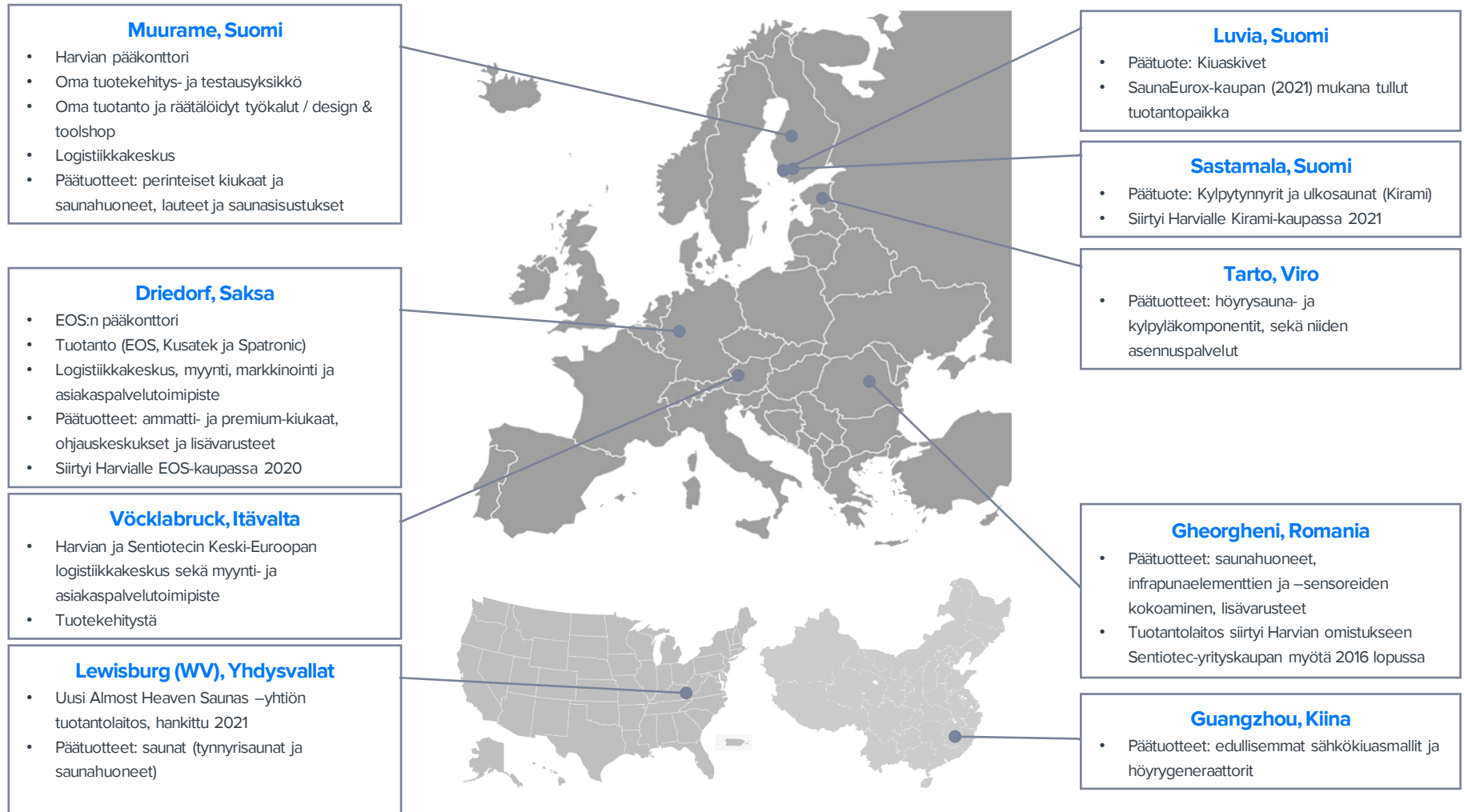
Investoinnit



Liikevaihdon kausiluonteisuus 2017-22



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7 – tuotanto/toimipaikat



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Omistusrakenne on hajautunut

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

Harvian omistus on kuitenkin kaiken kaikkiaan hajanainen. Top 10 rekisteröidyistä omistajista löytyy Onvestin lisäksi kolme Harvian suvun jäsentä, kotimaisia instituutiosijoittajia sekä yhtiön entinen toimitusjohtaja ja nykyinen talousjohtaja. Ulkomaisten omistusosuus on tällä hetkellä noin 43 %. Ennen korona-aikaa, 2019 lopussa ulkomaisten omistusosuus oli 50 % ja omistusosuus on aaltoillut sen jälkeen 40-50 % haarukassa.

Selkeän pääomistajan puute heijastuu mielestämme hallituksen kokoonpanossa. Hallituksen puheenjohtaja on edelleen CapManin edustajana sinne 2014 tullut Olli Liitola. Hallituksen kokoonpano Liitolaa lukuun ottamatta on vaihtunut viime vuosina, sillä muut jäsenet ovat aloittaneet hallituksessa 2021 tai sen jälkeen. Samalla hallitus on kansainvälistynyt (2/6 ulkomaisia), joka on mielestämme hyvä asia.

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

lunastuksen (eli yli 10 % omistusta). Harvian ollessa alan suurin yhtiö, ei teollisista toimijoista kuitenkaan löydy luontaista ostajaa. Harvian päätyminen uudelleen pääomasijoitusyhtiön omistukseen on mielestämme mahdollista, sillä yhtiön vahva kassavirta ja alan konsolidaatiomahdollisuudet voisivat tehdä siitä edelleen kiinnostavan kohteen pääomasijoittajalle. Myös jokin isompi alalle haluava toimija voisi olla potentiaalinen ostajakandidaatti, samaan tyyliin kuin USA:lainen Masco osti Harvian kilpailijan Sauna 360:n.

Johtoryhmässä merkittäviä osakeomistuksia

Harvian toimitusjohtajana on kesäkuussa aloittanut Matias Järnefelt, jolla on taustaa mm. Hiltin ja Nokian johtotehtävissä. Talousjohtaja Ari Vesterinen on ollut Harvialla 2014 alkaen ja sitä ennen pitkään kilpailija TylöHelo-konsernin johtotehtävissä. Vesterisellä on merkittävä omistus yhtiössä, mutta Järnefeltillä ei luonnollisesti vielä ole.

Muun johtoryhmän kahdeksasta jäsenestä kolmella on yli 100 tuhatta osaketta, kolmella kymmeniä tuhansia. Osakkeet on saatu/hankittu käsittääksemme 2014 omistusvaihdoksen yhteydessä tai osana yrityskauppoja. Listautumisen jälkeen yhtiöön tulleilla Skandinavian myyntijohtajalla ja innovaatio- ja markkinajohtajalla on pienemmät omistukset.

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

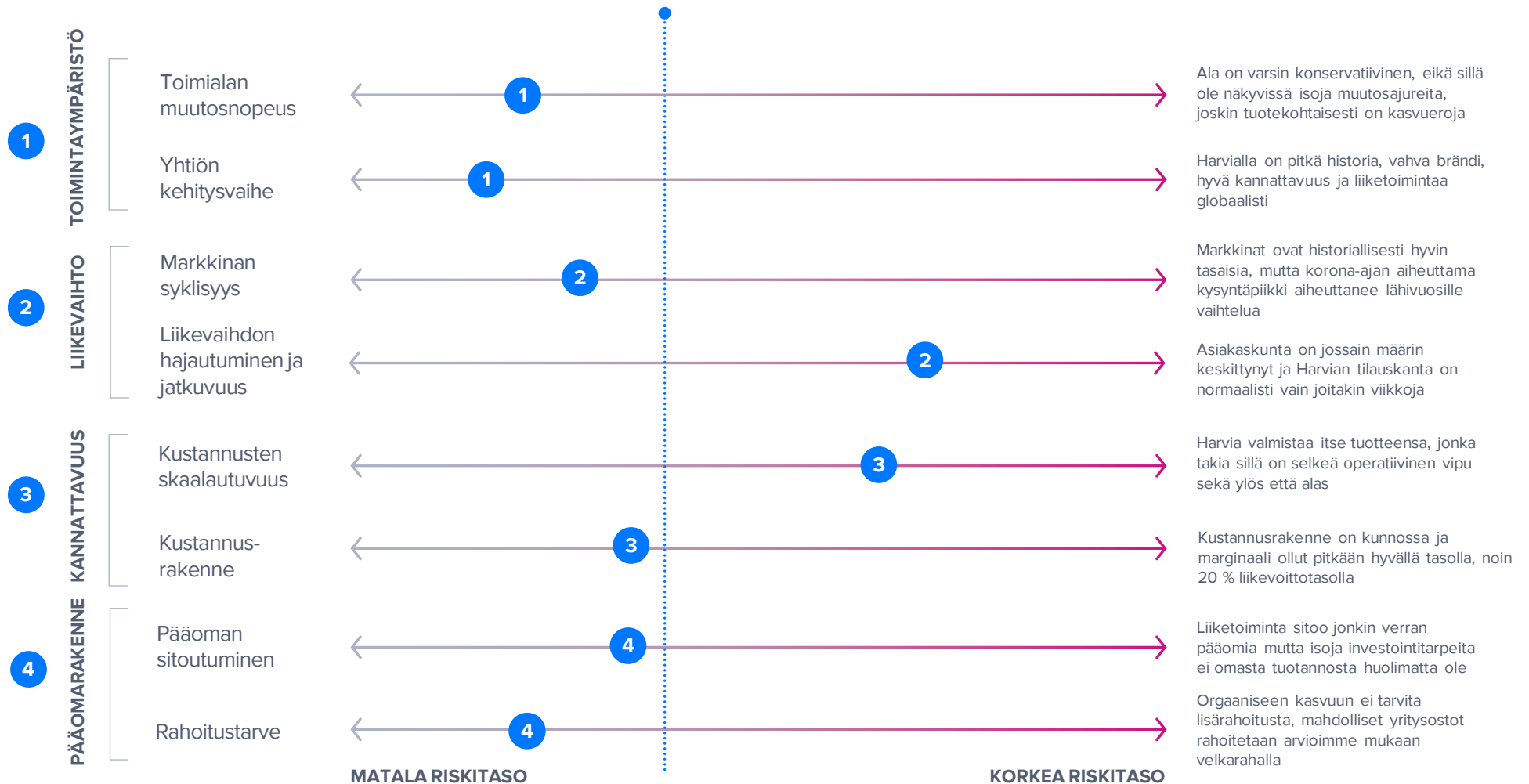
Suurimmat omistajat 31.8.2023

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

Lähde: Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Harvian liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sijoitusprofiili 1/2 – Harvian kilpailuedut

Harvialla on selvät kilpailuedut etenkin sen ydinalueella: kiukaissa ja komponenteissa

Harvialla on mielestämme useita selviä kilpailuetuja, jotka tukevat yhtiön kannattavaa kasvua ja arvonluontia. Käsittelemme niitä myös muualla raportissa, mutta käymme ne kootusti läpi tässä. Yhtiön kilpailuedut ovat pitkän aikavälin menestyksen ja siten osakkeen kehityksen kannalta erittäin tärkeä asia. Kilpailueduista puhuttaessa huomioimme, että ne koskevat pääosin Harvian perinteisten tuotealueiden eli puu/sähkökiukaiden ja niiden komponenttien markkinaa. Nämä vastaavat nykyisin noin 70 % Harvian myynnistä. Sen sijaan kokonaisten saunojen tuotannossa/myynnissä edut ovat mielestämme vähäisemmät, mutta niitä löytyy samoista asioista kuin kiukaissa ja komponenteissa. Käymme näitä läpi tarkemmin alla.

Vertikaalinen integraatio ja oma suunnittelu

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

luultavasti ole varaa.

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

Skaalaedut

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

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

Vahva(t) brändi(t)

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

Konserniin ostetut brändit, kuten EOS ja Sentiotec, ovat vahvoja ammattilaissegmentin kiukaissa ja toisaalta Almost Heaven Saunas USA:n saunamarkkinalla täydentävät hyvin brändisalkkua sekä tuotetarjontaa.

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

Laajat ja pitkäaikaiset jakelusuhteet

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

Näemme myös mm. yhtiön johdon laadun, yritysostot ja strategian sekä sen toteuttamisen hyvinä asioina, mutta emme sisällytä niitä tähän listaan, sillä nähdäksemme kilpailuedut tulee olla enemmänkin pysyviä ja pitkäaikaisia yhtiöön liittyviä asioita. Yritysostojen onnistumista käsittelemme erikseen myöhemmin.

Sijoitusprofiili 2/2

1.

Vahva markkina-asema ja globaalisti alalla tunnettu brändi

2.

Vertikaalinen integraatio ja pitkä kokemus tukevat korkeaa kannattavuutta

3.

Pieni investointitarve tukee vahvaa vapaan kassavirran luontia

4.

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

5.

Laajentuminen uusille markkinoille ja/tai uusiin tuotekategorioihin

6.

Historiallisesti tasaisesti kasvava markkina

Potentiaali



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

Riskit



- **Kysynnän palautuminen nykyisen heikomman jakson jälkeen.** Korona-ajan kovan kysynnän ja sitä seuranneen osittain ostovoiman heikentymisestä johtuneen laskun jälkeen kasvunäkymät lähivuosille ovat selvästi historiaa epävarmemmat
- **Riippuvuus Muuramen tehtaasta** on yksi isoimmista Harvian toiminnan jatkuvuuteen liittyvistä riskeistä, joskin yrityskauppojen tuoma laajempi tuotanto on tasannut tätä riskiä
- **Yritysostoriskit:** Mahdollisissa tulevilla yritysostoissa maksetut hinnat sekä toimintojen integrointi tuovat omat riskinsä toimintaan

Toimiala- ja markkinakatsaus 1/3

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

Globaali sauna- ja spa-markkina

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

Harvia arvioi globaalin sauna- ja spa-markkinan olleen vuonna 2022 reilut 3,5 miljardia euroa. Tämä vastaa noin 10 % laskua edellisvuodesta, mutta on yhä noin 15 % yli vuoden 2019 tason. Tämä markkina-arvio viittaa loppumarkkinan kokoon eli kuinka paljon tuotteita myydään Harvian jakelijoilta ulos. Harvian kulloisenkin vuoden kysyntään voi siis vaikuttaa myös jakelijoiden varastomuutokset, jotka esim. vuonna 2022 olivat negatiivisia, jolloin Harvian kohtaama kysyntä / sisäänmyynti jakelijoille on tätä markkinalukua pienempi. Useamman vuoden jaksolta tällainen varastovaikutus pitäisi tasaantua.

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

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

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

Harvian kohdemarkkinat vajaa 2 mrd EUR

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

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

Globaali sauna- ja spamarkkina



Lähde: Harvian arvio kokonaismarkkinasta 2022, kansainvälisen liikkeenjohdon konsulttiyhtiön tekemä selvitys Harvialle (2017) eri osa-alueiden suhteellisten osuuksien osalta

Harvialle relevantti markkina ja markkinaosuus



Lähde: Inderesin arvio

Toimiala- ja markkinakatsaus 2/3

Emme usko Harvian pyrkivän vahvemmin työvoimavaltaiseen palvelumarkkinaan, koska yrityksen fokus on enemmän tuotteiden valmistuksessa ja myynnissä, eikä sillä ole siellä nähdäksemme selkeitä kilpailuetuja. Asentamisen hoitavat asiakkaat tai yhteistyökumppanit. Huoltotoiminnan jonkinlainen laajentaminen esim. yhteiskumppanien avulla voisi mielestämme olla mahdollista. Tämän pitäisi nähdäksemme olla Harvialle arvoa luovaa liiketoimintaa, sillä vaikka marginaali voisi olla suhteellisen pieni, ei liiketoiminta Harvian kannalta sitoi pääomaa eikä yhtiö kantaisi siitä juurikaan riskiä. Toisaalta se voisi hyödyntää vahvaa brändiään palvelun myymisessä.

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

Suhdannevakaa markkina

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

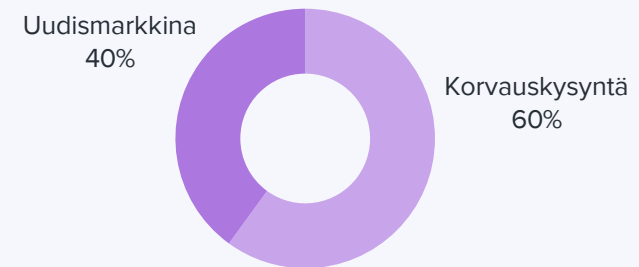
kiuasmarkkinan pysyessä hieman plussalla (1 %).

Iso korvausmarkkina tukee kysyntää

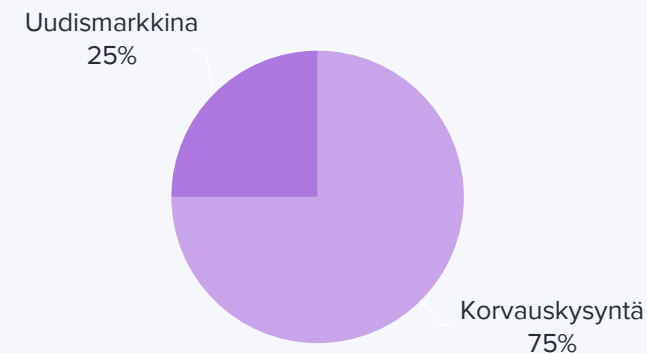
Saunojen ja spa-tilojen korvauskysynnän osuus globaalista markkinasta on johdon arvion mukaan noin 60%, jolloin uudismarkkinalle jää 40%. Tämä suhdeluku ei ole muuttunut oleellisesti viime vuosien aikana. Tosin tarkkoja lukuja ei tiedä kukaan, ja esim. korona-ajan kysynnässä luku on voinut olla matalampi, kun aikaistettu kysyntä on kohdistunut enemmän uudiskysyntään. Saunan lauteiden, muiden rakenteiden ja laitteiston kuluessa saunakokonaisuudet uusitaan arviolta 20-30 vuoden välein kuormituksen mukaan, ja kaupallisessa yhteiskäytössä useammin kuin asuinkäytössä. Uudismarkkina sisältää uusien saunojen ja spa-tilojen rakentamisen uusiin rakennuskohteisiin ja olemassa oleviin rakennuksiin.

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

Sauna- ja spamarkkinan kysyntä*



Kiukaiden kysyntä*



*Lähde: Harvia, johdon arvio

Toimiala- ja markkinakatsaus 3/3

Markkinan kasvuajurit

Sauna- ja spa-markkina kasvoi vuosien 2010-2019 aikana noin 5 %:n vuotuista vauhtia ja uudismarkkina kasvoi jonkin verran korvauskysyntää nopeammin. 2020-21 markkina kasvoi selvästi nopeammin, kun 2022 se laski. Harvian johto uskoo historialliseen noin 5 % kasvuvauhtiin myös pidemmällä tulevaisuudessa, jota pidämme uskottavana. Toimialan pitkän aikavälin kasvun ajureita ovat mm:

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

Keskimääräisen hankinnan kasvu: Saunojen, kiukaiden ja saunakomponenttien 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.

Suurimmat sauna- ja spa-markkinat

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

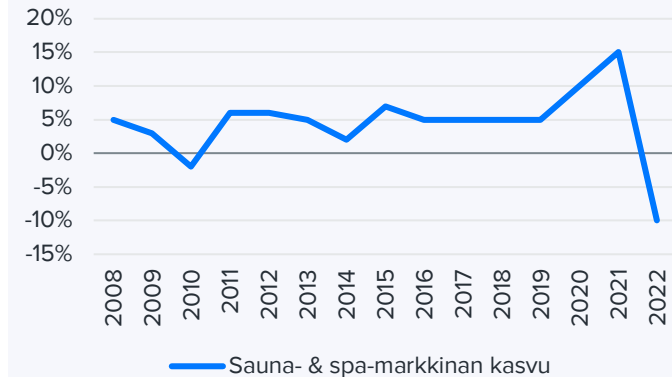
Suomi on Harvian kotimarkkina. Harvia on Suomessa liikevaihdoltaan ja tunnettuudeltaan johtava sauna- ja spa-yhtiö ja suurin kiuas- ja saunakomponenttivalmistaja. Suomessa arvioidaan olevan noin 2,5 miljoonaa saunaa ja suuren saunakannan takia uudismarkkinan osuus on matala.

Yhdysvallat on nousemassa Harvian suurimmaksi markkinaksi 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. USA:ssa höyry- ja infrapunasaunat ovat ainakin viime aikoina kasvaneet perinteistä saunaa nopeammin. Uudismarkkinan osuus on selvästi suurempi kuin Suomessa, koska saunakanta on vähäinen.

Saksa on Harvian suurista maista kolmosijalla ja maailman toiseksi suurin yksittäinen sauna- ja spa-markkina. Harvia on kasvanut Sentiotec- ja EOS-yrityksillä Saksan suurimmaksi kiuas- ja saunakomponenttivalmistajaksi. Saksassa arvioidaan olevan yli 2 miljoonaa saunaa. Saksassa saunojen määrä on Suomea pienempi, mutta euromääräinen markkina on suurempi mm. isojen kaupallisten saunojen suuremman osuuden takia.

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

Arvioitu markkinakasvu



Lähde: Harvian johdon arvio, Inderes

Kilpailuympäristö 1/2

Harvia on alan johtaja

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

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

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

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

Globaalin sauna- ja spa-markkinan seuraavaksi suurimmat toimijat ovat kiinalainen integraattori **SaunaKing** sekä Harvian suurin kilpailija kiuas- ja komponenttivalmistaja **Sauna 360**, jonka osti viime kesänä USA:lainen pörssi-yhtiö Masco. Näiden kanssa kooltaan samaan kategoriaan mahtuu yhtiön käsityksen mukaan myös isoimmat infrapunasaunojen myyjät kuten **Golden Desings** ja **Sauna Works / Clearlight**. Harvian infrapunamyynnin ollessa varsin pientä, nämä eivät kuitenkaan ole merkittävässä määrin suorita

kilpailijoita Harvialle.

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

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

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

Kilpailuympäristö 2/2

Kiukaat ja saunakomponentit

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

Kiuas- ja saunakomponenttimarkkinan 2. suurin toimija on **Sauna360**, joka on Harvian tavoin keskittynyt enemmän tuotteiden valmistamiseen kuin saunojen rakentamiseen tai huoltoon. Tylö- ja Helo- tuotemerkkien lisäksi yhtiöllä on myös Kastor-, Finnleo- ja Amerrec-tuotemerkit. Yhtiö menetti markkina-asemiaan ja myyntiään aiempina vuosina, mutta on 2021-22 onnistunut kasvamaan yli 80 MEUR liikevaihtotasoon aiempien vuosien noin 50 MEUR tasoilta. Kasvu on tullut etenkin USA:sta, jossa se on käsittääksemme kasvanut etenkin höyry- ja infrapunatuotteissa (joita Harvialla ei juuri ole). Pohjoismaissa yhtiön myynti on sen sijaan edelleen laskutrendillä. Yhtiöllä on käsityksemme mukaan edelleen Ruotsin markkinajohtaja, mutta Harvia on noussut entistä vahvemmaksi haastajaksi myös siellä. Kannattavuus on selvästi Harviaa alhaisempi, mutta kasvun myötä oik. liikevoitto nousi viime vuonna noin 11 %:iin.

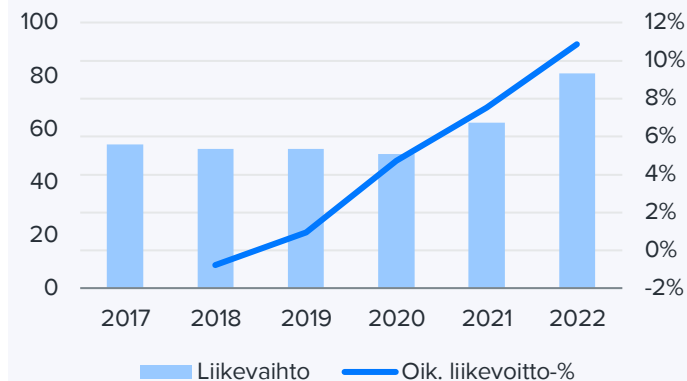
Sawo on Suomessa perustettu ja nykyisin kiukaita Filippiineillä valmistava yritys, joka keskittyy edullisiin ja keskihintaisiin kiukaisiin ja saunakomponentteihin. Suomalainen **Narvi**

(liikevaihto vajaat 12 MEUR 2022) myy kiukaita myös Kota- ja Aito-tuotemerkeillä. Narvi on vahva Suomessa erityisesti puukiuasmarkkinoilla. Narvi siirtyi viime vuonna pääomasijoittajan omistukseen. Samaan kokoluokkaan on noussut designkiukaita valmistava Virolainen **Huum**. Muita tunnettuja saunavalmistajia Suomen markkinoilla ovat **Iki-Kiuas Oy**, Protec Oy:n osana toimiva **Mondex-brändi**, ja **Misa Oy**, joiden liikevaihdot ovat käsityksemme mukaan alle 5 MEUR.

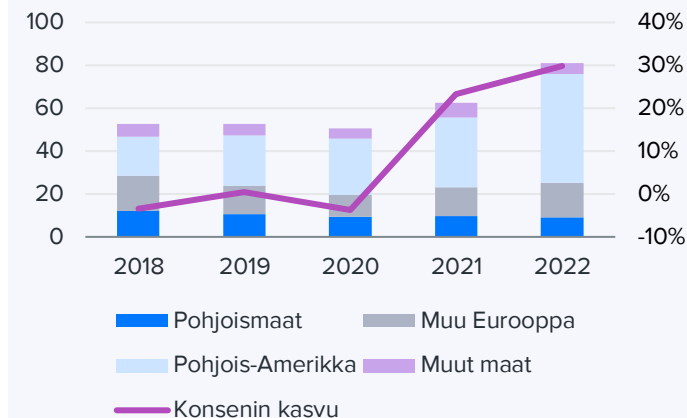
Harvia tekee kilpailijoihin nähden toimialan parasta kannattavuutta ja sen liikevoittomarginaali on viimeisen 10 vuoden ajan ollut noin 20 %. Narvi on ennen koronaa tehnyt keskimäärin 5 % liikevoittomarginaalia ja viime vuonna se oli hädintuskin voitollinen. Iki-Kiuas Oy:n liikevoittomarginaali on historiassa vaihdellut 7-12 %:n välillä, mutta senkin liiketulos viime vuonna oli nollatasoa ja Misa Oy:n liikevoittomarginaali on ollut 8% tasolle 2021-22. Kilpailijoidenkin suorituksesta näkyy korona-ajan aiheuttama myötätuuli ja toisaalta viime vuoden haastavuus koko alalle. Harvian vahva kannattavuus johtuu nähdäksemme ainakin 1) omasta komponenttisuunnittelusta ja –tuotannosta 2) vahvasta brändistä ja 3) isojen volyymien tuomasta skaalaedusta.

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

Sauna360 konsernin kehitys



Sauna360 liikevaihdon kehitys



Lähde: Asiakastieto, Inderes

Strategia

Harvian strategiset tavoitteet



Keskistoksen kasvattaminen



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

Maantieteellinen laajentuminen



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

Tuottavuuden parantaminen



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

Inderesin kommentit Harvian strategisista tavoitteista

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

- Harvia on viime vuosina onnistunut hyvin markkinaosuuden kasvattamisessa sekä orgaanisesti että yritysostojen avulla. Venäjän myynnin loppuminen tosin vei Harvialta yhden ison saunamarkkinan ja rajaa näin tulevaisuuden potentiaalia jonkun verran
- Potentiaalisia kasvumarkkinoita on lukuisia, joissa uskomme Harvian pystyvän olemaan nykyistä aktiivisempi. Uskomme tämän olevan myös tuoreen toimitusjohtajan tärkeimpiä tehtäviä
- Jälleenmyyntiverkoston kasvattaminen on kuitenkin hidasta työtä
- Vahva brändi ja hyvät tuotteet tukevat laajentumismahdollisuuksia
- Yritysostojen ristiinmyynnin kehittämisellä voidaan tukea myynnin kasvua

- Tuottavuuden parantaminen on nähdäksemme normaali osa minkä tahansa yhtiön toimintaa. Harvia on säilyttänyt erinomaisen tehokkuuden koronan jälkeisestä isosta volyymlaskusta huolimatta
- Uskomme yhtiön tutkivan tuotannon ja rakenteiden integroimista lukuisten yritysostojen jälkeen, jossa on potentiaalia tehokkuuden lisäämiseen
- Arviomme mukaan Harvian hyvä ja tasainen kannattavuus historiassa kertoo, että sen tuotanto on keskimäärin varsin tehokasta. Tätä tukee isot volyymit ja volyymeihin perustuva palkkausmalli

Taloudelliset tavoitteet



Taloudelliset tavoitteet (annettu listautumisen yhteydessä 2018)

Vuosiliikevaihdon kasvu keskimäärin yli 5 %

- Harvia kasvoi voimakkaasti 2020-21, kun taas 2022-23 liikevaihto laskee
- Markkinoiden historiallinen kasvu on noin 5 % vuodessa, joten tavoite vaatii hieman yli markkinakasvua
- Keskimääräisenä tasona, ja koronan tukeman kysynnän tasaantumisen jälkeen, näemme kasvutavoitteen Harvialle realistisena

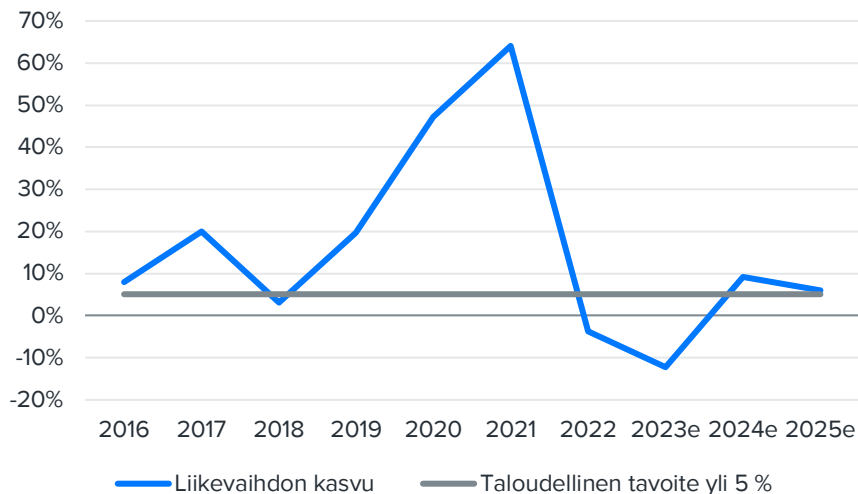
Oikaistu liikevoittoprosentti yli 20 %

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

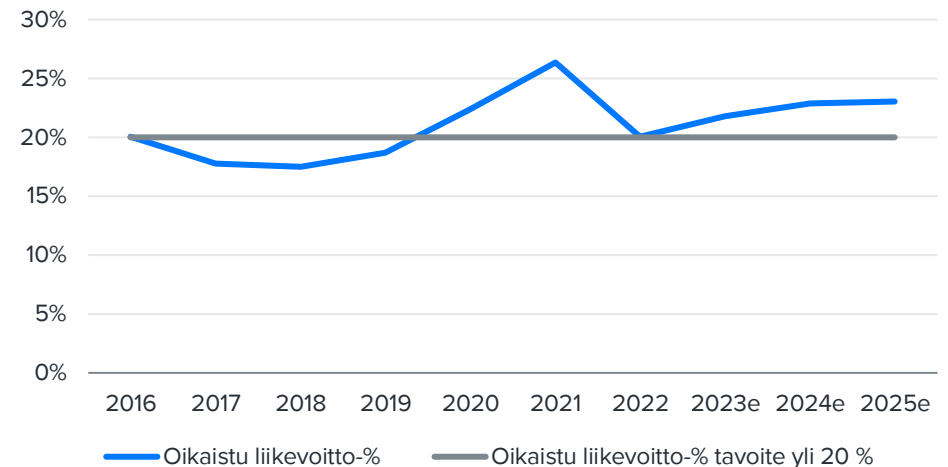
Nettovelka / oikaistu käyttökate 1,5x-2,5x

- Harvian kassavirta on vahva ja investointitarpeet pienehköjä
- Näin ollen normaalitilanteessa yhtiö pystyy lyhentämään hyvin velkaansa ja sitä lisäävät lähinnä mahdolliset yritysostot
- Harvia oli Q223 lopussa 1,2x
- Uskomme Harvian pysyvän tavoitehaarukassa, tai sen alapuolella, myös jatkossa. Harvia voi pitää taseen vahvana mahdollisten yritysostojen varalta

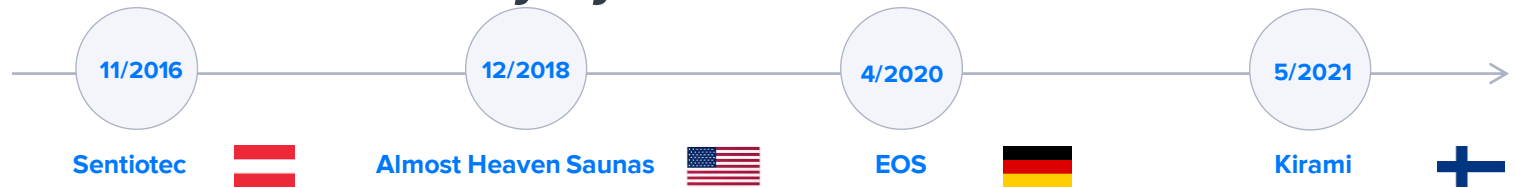
Liikevaihdon kasvutavoite



Liikevoitto-% tavoite



Harvian toteuttamat merkittävät yritysostot



Liikevaihto	7,4 MEUR (2015)	~8 MEUR (2017)	17,3 MEUR (2019)	22,1 MEUR (5/2020-4/2021)
Kannattavuus	Harviaa heikompi hankintahetkellä (EBITDA <10%)	EBITDA neg. (2017)	Oik. EBIT-%: 16,5 % (2019)	Oik. EBIT-%: 14,1 % (5/2020-4/2021)
Kauppahinta	4,5 MEUR	4 MEUR (EV/S ~0,5x)	19,7 MEUR (EV/EBITDA ~8x) + lisäkauppahinta 19 MEUR (7/22) samalla kertomella viimeiseltä 12 kuukaudelta	7 MEUR + 0-4 MEUR kolme vuotta kaupan jälkeen (EV/EBIT 2,3 – 4,8x)
Omistusosuus	100 %	100 %	78,6 % Saksan ja 80 % Venäjän liiketoiminnoista (lopun Saksan toiminnoista ostettiin 7/22, Venäjän toiminnot myytiin 3/23)	100%, 50% osuus Viron ja Ruotsin yhtiöistä
Henkilöstömäärä	73	Noin 40	Noin 150	Noin 40
Päämarkkinat	Keski-Eurooppa	Yhdysvallat	Keski- ja Itä-Eurooppa, Venäjä	Suomi, Keski-Eurooppa, Skandinavia
Tuotemerkit				
Tuotetarjooma	Korkeamman hintaluokan kiukaat, ohjauskeskukset, saunahuoneet ja oheislaitteet	Edullisemmän hintaluokan ulko- ja sisäsaunat (mm. tynnyrisaunat)	Ammatti- ja premium-luokan kiukaat ja höyrygeneraattorit (EOS), kaasukäyttöiset kiukaat (Kusatek), ohjausyksiköt ja elektroniikka (Spatronic)	Kylpytynnyrit ja –altaat Pihasaunat (Finvision-brändi)

Historiallinen kehitys

Liikevaihdon kasvu on ollut voimakasta

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

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

Yritysostojen tukemana kasvuvauhti oli kuitenkin sekä 2017 että 2019 noin 20% jonka jälkeen korona räjäytti kysynnän kattoon ja osittain yritysostojen tukemana kasvu oli 47% ja 64% 2020 ja 2021. Tahti jatkui kovana vielä Q1'22, mutta kokonaisuutena 2022 laski 4 % ja viime kvartaalit noin 20 % tasoa.

Kannattavuus on toimialan huippuluokkaa

Harvian kannattavuus on toimialan huippua ja se on ollut myös hyvin tasaista. Yhtiön erinomainen kannattavuus on jatkunut jo kymmeniä vuosia. Vuosina 2015-2018 Harvian oikaistu liikevoitto vaihteli kapealla vaihteluvälillä (10-11 MEUR) ja

yhtiö ylsi keskimäärin 18,5 %:n oikaistuun liikevoittomarginaaliin. Vuonna 2019 oikaistu liikevoitto parani 13,9 MEUR:oon mm. AHS:n yritysoston seurauksena.

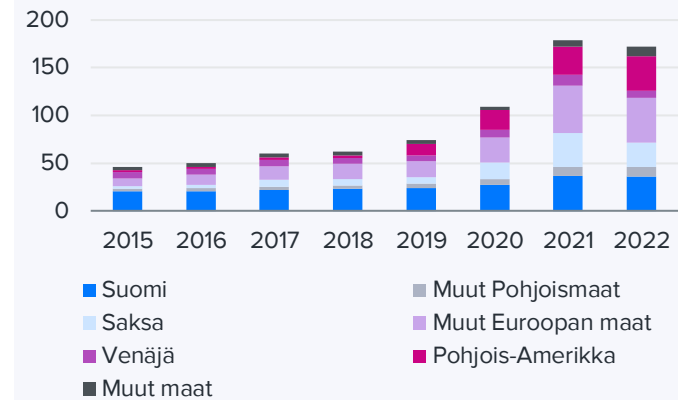
Vaikka Harvian ostamat yritykset ovat osittain olleet kannattavuudeltaan sen perinteisiä toimintoja heikompia, kannattavuuskehitys 2020-21 aikana on ollut selkeästi nouseva. Tätä tuki luonnollisesti valtava myynnin kasvu, jonka ansiosta yhtiö on päässyt nauttimaan positiivisesta operatiivisesta vivusta ja arvioimme mukaan myös hyvästä hinnoittelusta, kun tuotteiden kysyntä on ollut kovaa. Harvia myös tehosti ja laajensi ostettujen yhtiöiden toimintaa, nostaten niiden marginaalia. Oikaistu liikevoittomarginaali nousikin 2021 reilusti yli 20 % tavoitteen, ollen yli 26 %. Kysynnän heikentyessä marginaali palautui 20 %:n pintaan, pysyen kuitenkin sen yläpuolella 2022.

Korona-aikana tehtiin isoja investointeja

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

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

Liikevaihto markkinoittain (MEUR)



Oikaistu liikevoitto (MEUR)



Taloudellinen tilanne

Tase on liikearvoa lukuun ottamatta varsin kevyt

Harvian taseen varat puolella merkittävä erä on rakennejärjestelyistä ja yritysostoista syntynyt liikearvo, joka vastaa reilua kolmannesta taseesta. Yhtiön vahva kannattavuus huomioiden, emme näe tässä realistista alaskirjausriskiä lähiaikoina. Kuten edellä on käynyt ilmi, Harvian tuotantorakenne on melko kevyt ja aineelliseen omaisuuteen sitoutuu vain reilut 10 % taseesta. Merkittäviä eriä ovat käyttöpääoman varastot (noin 20 %) ja myyntisaamiset (noin 10 %). Harvialla oli myös kohtuullisen paljon käteistä Q223 lopussa.

Velkapuolella yhtiön tase on varsin suoraviivainen. Osakepääomaa on vajaa puolet eli omavaraisuus on vahva ja toisesta puolesta pääosan haukkaa pitkäaikainen korollinen velka. Ostovelat ovat noin 10 % eli nettokäyttöpääomaa yhtiöllä on noin 20 % taseen loppusummasta tai 20-25 % suhteessa liikevaihtoon.

Pääoman kierto on hyvä

Keveyden taseen ansiosta yhtiön pääoman kierto on suhteellisen hyvä, etenkin jos pääomasta poistetaan liikearvo. Tällöin tarkastellaan käytännössä yhtiön operatiivisten varojen tuottavuutta. Tämän ja hyvän marginaalitaso ansiosta yhtiö pystyy selvästi arvoa luovaa pääoman tuottotason. Tulevina vuosina yhtiö pystyy kasvamaan ilman merkittäviä investointeja tuotantokapasiteettiin, jonka pitäisi tehdä kasvusta hyvin kannattavaa pääoman tuoton ja kassavirran kannalta.

Tase pysynyt hyvänä yritysostoista huolimatta

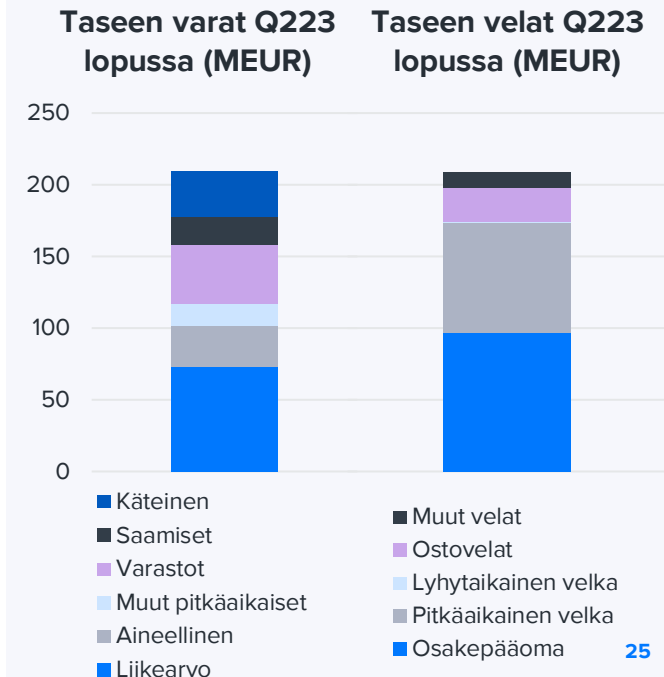
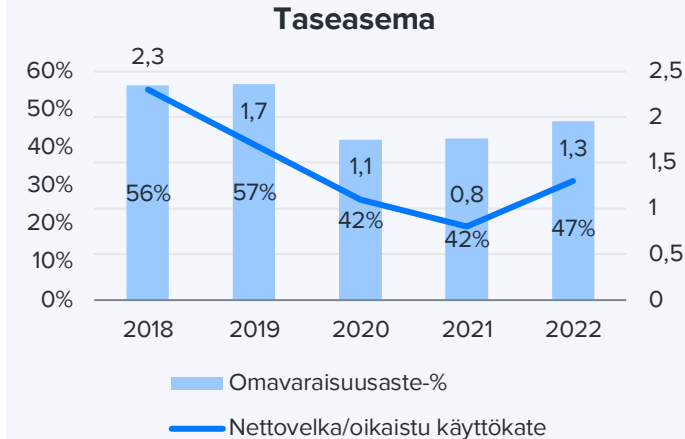
Harvian tase on ollut vahvalla tasolla vuoden 2018

listautumisesta lähtien, jolloin yhtiö käytti keräyty pääomat lähes täysimääräisesti osakaslainojen takaisinmaksuun. Yhtiön omavaraisuus on ollut viime vuosina hyvällä 40-50 % tasolla.

Yhtiön velkaantuneisuuden taloudellisena tavoitteena on säilyttää nettovelan ja oikaistun käyttökateen suhde 1,5-2,5x välillä. Harvia on onnistunut tässä tavoitteessa läpi pörssihistoriansa hyvin ja suhde on itse asiassa tasaisesti laskenut. Vuosina 2020-21 suhdeluku oli 1x ympärillä, vahvan tuloksen ja kassavirran tukemana ja se oli vuoden 2022 lopussa 1,3x eli tavoitehaarukan alapuolella. Uskomme yhtiön kuitenkin pysyvänkin siellä, kunnes yritysostoja jatketaan. Yhtiö pystyy tarvittaessa korkean kannattavuutensa ja kassavirtansa avulla suhteellisen nopeasti lyhentämään velkojaan, jos esimerkiksi yrityskaupan seurauksena velkamäärä kasvaisi.

Taseasema mahdollistaa yritysostojen jatkamisen

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



Ennusteet 1/4

Ennustamme orgaanista kehitystä

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

Yhtiö ei julkaise ohjeistusta tai lyhyen aikavälin näkymiä

Harvia ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä eikä siten tulos- tai liikevaihto-ohjeistusta. Yhtiö on tänä vuonna kertonut markkinan jatkavan kasvua Euroopan ulkopuolella, kun se Euroopassa on ollut laskussa. Yhtiö on asettanut pitkän aikavälin tavoitteiksi keskimäärin yli 5 %:n vuotuisen liikevaihdon kasvun ja yli 20 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin. Yhtiö on korostanut marginaalitavoitteen olevan voimassa myös heikomman kysynnän aikana, joskin yksittäiset kvartaalit voivat jäädä joskus allekin. Tähän yhtiö on myös viime kvartaaleina pystynyt.

Ennustamme liikevaihdon laskevan vielä Q323

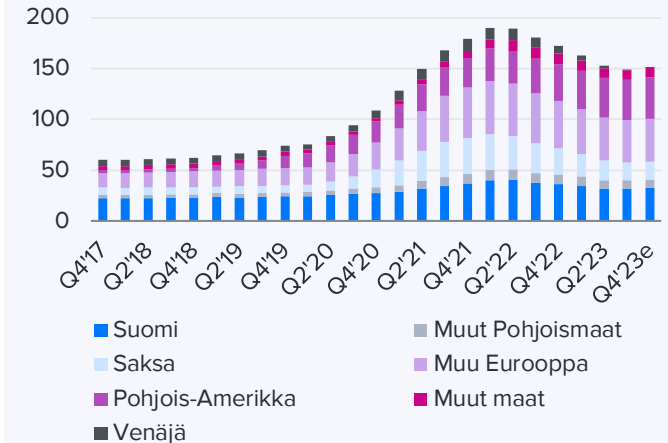
Harvian liikevaihto kääntyi Q222 laskuun, kun korona-ajan tuoma kysyntä laantui ja toisaalta kiihtyvä inflaatio ja Venäjän sodan tuoma epävarmuus alkoivat vaikuttaa kuluttajakysyntään laajemminkin. Liikevaihto on sen jälkeen laskenut Q322-Q223 20 %:n molemmin puolin, josta Venäjän myynnin vaikutus on ollut 5 % luokkaa.

Ennustamme liikevaihdon kehityksen olevan negatiivista vielä Q323 lähinnä Saksan erittäin heikkona säilyvän kysyntätilanteen että normaalin

kausiluonteisuuden palaamisen takia, jossa Q3 on vuoden hiljaisin kvartaali. Q4 taas on tyypillisesti vuoden toiseksi paras kvartaali ja jo selkeästi heikkojen vertailulukujen ansiosta ennustamme Q423 liikevaihdon kääntyvän noin 5 % kasvuun. Myös kuluttajien ostovoima on arviomme mukaan tasaantumassa loppuvuonna. Viime vuoden lopussa ja osittain myös tämän vuoden alussa jakelijat purkivat varastojaan, joka painoi Harvian kysynnän loppukysyntää matalammaksi. Negatiivisella puolella uudisrakentaminen on hidastunut tänä vuonna merkittävästi, joka voi näkyä negatiivisesti Harvian kysynnässä loppuvuonna ja ensi vuonna.

Koko vuodelle 2023 tämä tarkoittaa 12 % liikevaihdon laskua tai 8 % ilman Venäjän vaikutusta (jossa ei siis liikevaihto enää 2023 tule). Ennustamme noin 10 % myynnin laskua Suomessa, Pohjoismaissa ja muu Eurooppa alueella, kun taas Saksan odotamme tippuvan noin 30 % jo viime vuonna koetun lähes vastaavan tiputuksen päälle. Pohjois-Amerikassa odotamme kasvun jatkuvan hieman yli 10 %, samoin muut maat –segmentissä odotamme 10 % kasvua, kun Harvia suuntaa Venäjän myynnistä vapautuneita resursseja uusilla markkinoilla kasvamiseen. Arviomme mukaan Harvian rullaavan 12 kuukauden liikevaihdon heikoin taso tulee olemaan noin 150 MEUR, kun se parhaimmillaan oli noin 190 MEUR. Tämä on edelleen noin 10 % keskimääräinen vuosikasvu verrattuna yhtiön kertomaan vuoden 2019 pro forma liikevaihtoon (eli nykyisen rakenteen liikevaihto), joka oli reilut 100 MEUR.

12kk rullaava liikevaihto alueittain



Liikevaihdon kehitys vuosittain



Ennusteet 2/4

Takaisin kasvutrendille 2024

Vuonna 2024-25 odotamme markkinoiden palautuvan lähemmäs noin 5 % trendikasvua ja Harvian yltävän sen yli taloudellisten tavoitteidensa mukaisesti. Vuodelle 2024 ennustamme 9 % kasvua vetää edelleen Pohjois-Amerikka ja muut maat –segmentit 10-15 % kasvulla, mutta odotamme myös Saksan markkinan palautuvan tämän vuoden heikolta tasolta ja ennustamme kasvua kaikilla markkina-alueilla.

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

Muut maat segmentissä etenkin Japani on jo nyt Harvialle tärkeä ja siellä on juuri perustettu yhteisyritys jakelukumppani Bergmanin kanssa, jonka avulla kasvua pyritään vauhdittamaan mm. avaamalla runsaasti lisää omia näyttelytiloja. Aloittaessaan yhteisyritys tulee myös lisäämään jonkin verran Harvian liikevaihtoa ja toisaalta myös kuluja (tämä ei näy vielä ennusteissamme). Tälläkin markkinalla edetään asteittain, mutta keskipitkällä aikavälillä yhtiö tavoittelee Japanista Venäjän myynnin korvaajaa (joka oli ennen koronaa noin 6 MEUR / vuosi ja parhaimmillaan yli 10 MEUR).

Mielestämme ennusteiden osalta selvin riski on

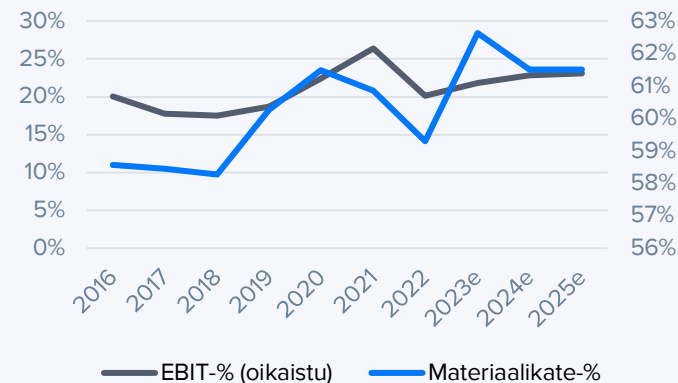
Euroopan markkinoiden toipuminen, joka voi olla odotuksiamme hitaampaa, eikä uudet kasvupanostukset välttämättä lyhyellä aikavälillä näy vielä selvästi liikevaihdossa.

Vuodelle 2025 ennustamme 6 % liikevaihdon kasvua eli edelleen varsin hyvää vauhtia. Tätä vetää tuttuun tapaan Pohjois-Amerikan ja muut maat –segmenttien kaksinumeroinen kasvu, Euroopan markkinoiden kasvun tasaantuessa hieman alle 5 % tasolle.

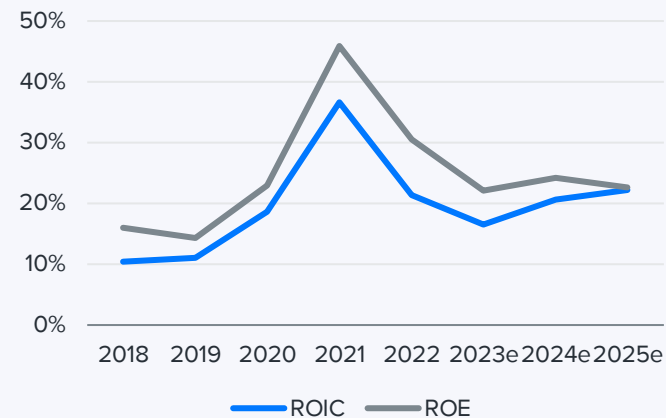
Liikevoittomarginaali pysyy tavoitteen mukaisella yli 20 % tasolla

Harvian materiaalikate oli 2019-21 yli 60 %, jota uskomme tukeneen korkean kysynnän tuoma suotuisa hinnoittelu sekä täydellä tehokkuudella käynyt tuotanto. Korkean kysynnän tasaannuttua, materiaalikate oli H122 58,5 % tasolla, johon vaikutti myös korkeampikatteisen kiuas-tuoteryhmän myynnin lasku. Raaka-ainekustannusten kääntynyt laskuun Harvian materiaalikate oli ennätyskorkea 65 % Q223. Emme usko tämän tason säilyvän, mutta yhtiön pystyvän jatkossa kuitenkin historiaan nähden hyvään 62 % tasoon. Harvia sanoo, että tähän mennessä markkinalla ei ole ollut isoa hintapainetta eikä sillä ole tarvetta hintojen laskuun. Hintojen laskulla ei todennäköisesti pystyttäisi juuri luomaan lisäkysyntää, joten se olisi arviomme mukaan lähes suoraan pois yhtiön kannattavuudesta ja siten selkeä negatiivinen asia.

Materiaalikate ja EBIT-%



Pääoman tuotot ovat hyviä



Ennusteet 3/4

Marginaalikehitykseen vaikuttaa myös tuoteryhmäkohtainen liikevaihdon kehitys, sillä saunoissa kate on edelleen kiukaita ja komponentteja jonkin verran heikompi. Emme ennusta suoraan tuoteryhmiä, mutta Pohjois-Amerikan suhteellisesti isompi kasvu viittaa tuotemixin heikentymiseen.

Vaikka Harvia on pystynyt pitämään marginaalinsa vahvoina, kiinteät kulut / liikevaihto ovat nousseet tänä vuonna, vaikka kulut ovat absoluuttisesti laskeneet. Odotamme tässä suunnan kääntyvän ensi vuonna ja liikevaihdon kasvun tuovan siten operatiivista vipua ja tukea kannattavuudelle. Tuotannon osalta henkilöstökulut joustavat jossain määrin tosin myös ylöspäin, kuten aiemmin todettu.

Tälle vuodelle ennustamme oik. liikevoittomarginaalin olevan 21,8 %, lähellä H1 tasoa. Ensi vuodelle ennustamme hieman matalamman materiaalikatteen, mutta toisaalta matalamman kiinteät kulut / liikevaihtosuhteen tuloksen marginaalin nousevan noin 23 %:n tasolle. Arvioimme tämän kestäväksi tasoksi myös 3-5 vuoden horisontilla. Kasvava liikevaihto tuo periaatteessa nousuvaraa marginaaliin, mutta toisaalta uskomme Harvian panostavan kasvuun esim. uusilla markkinoille, jotka tuovat etupainotteisesti kiinteitä kuluja.

Osakekohtainen tulos ja osinko

Harvian velkaantuneisuus on maltillista ja siten rahoituskulut varsin pieniä, ennustamme reilun 3 MEUR rahoituskuluja tälle vuodelle ja noin 1-2 MEUR nettorahoituskuluja vuosille 2024-25.

Veroprosentin odotamme säilyvän viime aikojen

tasolla eli noin 23 % vuosina 2023-25. Osakekohtaista tulosta tukee hieman vähemmistöerien poistuminen 2022 lopussa, kun EOS-Saksan vähemmistöosuus lunastettiin heinäkuussa 2022 ja EOS-Venäjän toiminta lopetettiin ja yhtiö myytiin 2022 lopussa.

Ennusteissamme vertailukelpoinen osakekohtainen tulos laskee noin 20 %/v vuonna 2023 ja kasvaa taas noin 15 %/v vuosina 2024-25. Näin vuonna 2025 päädytään karkeasti vuoden 2022 tasolle, noin 1,6 euroon.

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

Tase säilyy vahvana myös ennusteissa

Harvian vahva kassavirta ajaa yhtiön taseen nettovelattomaksi 2025 aikana. Saksan EOS:in vähemmistöosuuden oston jälkeen myöskään aiempiin yritysostoihin liittyvät lisäkauppahinnat ovat suuruusluokaltaan vain pari miljoonaa (lähinnä Kirami) eivätkä todennäköisesti edes toteudu, joten sieltäkään ei merkittävää lisävelkaantumista ole

luvassa. Näin ollen heikentyneestä tuloksesta huolimatta, yhtiöllä on erinomaiset edellytykset sekä nostaa osinkoa että tehdä yritysostoja. Mikäli ostokohteita ei löydy, tai jos ostot ovat pienehköjä, Harvia voi mielestämme hyvin optimoida taserakennettaan myös ylimääräisellä osingolla. Yhtiöllä näyttää kuitenkin olevan selkeä tähtäin jatkaa yritysostoja ja siten merkittävä osingonjaon kasvattaminen näyttää epätodennäköiseltä.

Korkea pääoman tuotto luo arvoa

Ennustamamme pääoman tuotot (ROIC ja oman pääoman tuotto, ROE, ks. kuva ed. sivulla) lähivuosille liikkuvat Harvialle 20-25 % tasolla. Koska yhtiön kasvu vaatii vain vähän pääomia, pääoman kierto ja tuotto ovat nousseet tuloksen kasvaessa. Ennustamme kasvutrendin jatkuvan 2024 eteenpäin ja pääoman tuoton pysyvän korkeana, joka luo omistajille arvoa. Tässä suhteessa näemme ainoana selkeänä riskinä, että Harvia sitoisi pääomia kalliiseen yrityskauppaan, joka heijastuisi myös matalampana pääoman tuottona.

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

Ennusteet 4/4

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	50	60	62	74	109	179	172	151	165	175
Materiaalit ja palvelut	-20	-25	-26	-29	-42	-70	-70	-57	-64	-67
<i>Materiaalit ja palvelut (% liikevaihdosta)</i>	<i>-41,4 %</i>	<i>-41,5 %</i>	<i>-41,7 %</i>	<i>-39,7 %</i>	<i>-38,5 %</i>	<i>-39,1 %</i>	<i>-40,7 %</i>	<i>-37,4 %</i>	<i>-38,5 %</i>	<i>-38,5 %</i>
Materiaalikate	29	35	36	45	67	109	102	95	102	108
<i>Materiaalikate-%</i>	<i>58,6 %</i>	<i>58,5 %</i>	<i>58,3 %</i>	<i>60,3 %</i>	<i>61,5 %</i>	<i>60,9 %</i>	<i>59,3 %</i>	<i>62,6 %</i>	<i>61,5 %</i>	<i>61,5 %</i>
Liiketoiminnan muut tuotot	0,4	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,7	0	0,5	0,5
Henkilöstökulut	-10	-12	-13	-15	-21	-31	-31	-29	-30	-32
<i>Henkilöstökulut (% liikevaihdosta)</i>	<i>-19,8 %</i>	<i>-20,5 %</i>	<i>-21,1 %</i>	<i>-20,1 %</i>	<i>-19,4 %</i>	<i>-17,1 %</i>	<i>-17,9 %</i>	<i>-19,1 %</i>	<i>-18,0 %</i>	<i>-18,0 %</i>
Liiketoiminnan muut kulut	-8	-12	-12	-14	-20	-26	-30	-27	-28	-30
<i>Liiketoiminnan muut kulut (% liikevaihdosta)</i>	<i>-16,9 %</i>	<i>-19,7 %</i>	<i>-18,9 %</i>	<i>-18,6 %</i>	<i>-17,9 %</i>	<i>-14,8 %</i>	<i>-17,4 %</i>	<i>-17,8 %</i>	<i>-17,0 %</i>	<i>-17,0 %</i>
Käyttökate (EBITDA)	11	11	12	16	27	52	42	39	44	47
EBITDA-%	22,6 %	18,6 %	18,6 %	22,2 %	24,5 %	29,3 %	24,4 %	25,9 %	26,8 %	26,8 %
Poistot	-1,6	-1,9	-2,2	-3,1	-4,3	-5,8	-7,5	-6,3	-6,5	-6,5
Oikaistu liikevoitto	10	11	11	14	24	47	34,6	33	38	40
<i>EBIT-% (oikaistu)</i>	<i>20,1 %</i>	<i>17,8 %</i>	<i>17,5 %</i>	<i>18,7 %</i>	<i>22,4 %</i>	<i>26,4 %</i>	<i>20,1 %</i>	<i>21,8 %</i>	<i>22,9 %</i>	<i>23,1 %</i>

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Viimeaikojen tulosheilunta arvonmäärityksen haasteena

Harvia on historiallisesti ollut varsin tasaisesti kasvava laatuyhtiö. Tämä mahdollistaa hyvin sekä DCF-mallin että tulospohjaisen arvostuksen hyödyntämisen arvonmäärityksessä ja tekee myös osinkotuotosta ennustettavan. Korona ajan riipeä kasvu ja toisaalta tuloslasku 2022-23 luo kuitenkin edelleen jonkin verran haastetta arvonmääritykselle. Tilanne alkaa kuitenkin tältä osin selkiytymään, kun olemme suunnilleen nähneet mille tasolle liikevaihto ja kannattavuus nykytilanteessa asettuvat. Oletusten tekeminen on kuitenkin nähdäksemme edelleen hankalampaa kuin esim. Harvialle noin viisi vuotta sitten. Tuotto-odotuksessa katsomme lähivuosien tulos- ja kassavirtatasoja sekä niiden kasvua, osinkoja sekä mahdollista arvostuskertoimien muutosta.

Tuotto/riski-suhde positiivisen puolella ja pitkän ajan näkökulma on mielestämme hyvä

Arvioimme Harvian liikevaihdon laskevan vielä Q3'23:lla, kunnes helpommat vertailuluvut tarjoavat mahdollisuuden kääntyä takaisin kasvuun. Tuloksen odotamme kuitenkin hyvän marginaalin ansiosta olevan vertailukauden tasoa jo Q3.

Arvostusmielessä vuodelle 2023 ennustamamme P/E 20x ja EV/EBIT 15x ovatkin mielestämme hieman korkeita, joskin hyväksyttävää ottaen huomioon, että se on lähivuosista tuloksetta heikoin. 2024 kertoimet (P/E 16x, EV/EBIT 12x) ovat mielestämme jo suhteellisen edullisia. Emme kuitenkaan odota 2024 jälkeen merkittävää marginaaliparannusta ja siten tuloskasvu rajoittuu pääosin noin 5 %:n liikevaihdon kasvuun. Harvian arvostus on tälle vuodelle hieman

verrokkiryhmän alapuolella, mutta ensi vuonna yläpuolella. Tässä suhteessa Harvian arvostus näyttää siis suhteellisen oikealta, vaikka emme näekään verrokkiryhmän olevan suoraan rinnastettavissa Harviaan.

Tuloskasvun ja osingon kautta hahmoteltuna pääsemme tällä hetkellä 5-10 %:n tuotto-odotukseen. Tässä tulee kuitenkin huomioida, että ennusteillamme Harvian nettovelka/käyttökate painuu tänä vuonna alle yhden, kun tavoite on 1,5-2,5x. Tämä mahdollistaa, tai oikeastaan lähes vaatii, yhtiöltä joko suurempaa voitonjakoa tai yritysostoja, jotka nähdäksemme tukevat tuotto-odotusta. Käsityksemme mukaan Harvia pyrkiikin tekemään yritysostoja jatkossa.

DCF-malli

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

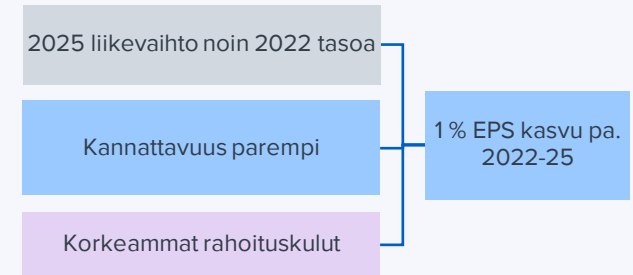
Ennustamme yhtiölle 2026-2032 liikevaihdon ja tuloksen kasvun hidastumista 6 %:sta 2,5 %:iin (liikevoittomarginaali 22-23 %), joka on terminaalijakson kasvuoletuksemme. Terminaalikasvun oletus nousi tässä raportissa 0,5 % yksikköä.

Investointitason odotamme pysyvän maltillisena koko vuosikymmenen, sillä Harvia on tehnyt merkittäviä investointeja 2021, joiden ansiosta sillä on varaa kasvaa. Yhtiön pääomatarve on yleisesti ottaen pieni ja pääoman tuotto korkea, joka mahdollistaa vahva kassavirran ja kasvun. Ennustettu kasvu pystytään siis tuottamaan mielestämme pienilläkin investoinneilla.

Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus (huomioiden vahvan kassavirran)
~10 % p.a.

Arvonmääritys 2/3

Tuottovaatimuksena (WACC) käytämme 8,7 %:n taso. Iso osa (noin 55 %) rahavirroista syntyy vasta vuoden 2032 jälkeen eli terminaalijaksolla.

DCF-mallimme antaa Harvian velattomaksi arvoksi noin 560 MEUR, joka tarkoittaa osakepääoman arvoksi noin 490 MEUR eli noin 26 euroa osakkeelta.

Tulospohjainen arvostus

Harvian EV/EBIT arvostus on 2023 tuloksella noin 15x. Se ei ole alhainen taso, mutta ottaen huomioon että se jää lähivuosien heikommaksi tasoksi, arvostus on mielestämme hyväksyttävä/edullinen. Vuoden 2024 EV/EBIT on 12x, joka näyttää jo edulliselta. Harvian historiallinen arvostus on ollut reippaasti korkeampi, mutta se johtuu lähinnä rajun kasvun ja kurssinousun tuomista vuosien 2020-21 kertoimista. Yli 20 % pääoman tuotto huomioiden, Harvian EV/EBIT voisi olla korkeampikin ja nopeasti vahvistuva tase antaa mahdollisuuksia yritysostojen ja/tai isompien osinkojen suhteen.

P/E-luvulla Harvia on hinnoiteltu vuoden 2023 tuloksella 20x, joka kääntyy 5 % tulostuotoksi. Arvostus ei ole halpa, mutta kassavirta- ja pääomantuottotaso sekä kasvunäkymät huomioiden ei erityisen kalliskaan. Harvia tarjoaa nykykurssilla ja asteittain nousevalla 40-50% osingonjakosuhteella noin 3 %:n osinkotuoton.

Arvioimme Harvian vapaan kassavirran olevan 30-35 MEUR lähivuosina, joka nykykurssilla tarjoaa noin 7 %:n kassavirtatuoton. Koska uskomme Harvian pystyvän lähivuosina noin 5 % tuloskasvuun, tulee

tuotto-odotukseksi tätä kautta yli 10 % pa.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Harvialle on vaikea löytää pörssilistattuja samankaltaisia verrokkiyhtiöitä, sillä relevanttia kiukaiden ja saunatarvikkeiden valmistamiseen keskittyvää vertailuyhtiötä ei käytännössä löydy. Olemme käyttäneet verrokkiryhmässä kansainvälisiä pörssiyhtiöitä, jotka muistuttavat kukin omien piirteidensä puolesta jotenkin Harviaa. Yhteisiä piirteitä voi löytyä samasta maantieteellisestä liiketoiminta-alueesta, samankaltaisesta tuotanto- ja jakelustrategiasta, kasvu- ja kannattavuusprofileista jne.

Suomalaisiksi verrokkiyhtiöiksi olemme valinneet kuluttajatuote-yhtiöistä Nokian Renkaat, Rapala ja Tulikivi, joka myy myös kiukaita. Ruotsalaisiksi verrokkiyhtiöitä on 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 mediaani EV/EBIT vuodelle 2023 on 15,5 ja P/E 20x. 2024 luvuilla Harvian arvostus ton hieman verrokkiryhmää korkeampi. Karkeasti arvostus on kuitenkin lähivuosille verrokkien tasolla. Osinkotuotto verrokkiryhmällä on samaa luokkaa kuin Harvialla. Verrokkiryhmän eroista johtuen sen arvostus ei mielestämme suoraan ole sovellettavissa Harviaan, mutta se ei tällä hetkellä anna vahvaa signaalia Harvian yli- tai aliarvostuksesta.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	24,0	24,0	24,0
Osakemäärä, milj. kpl	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo	448	448	448
Yritysarvo (EV)	485	467	449
P/E (oik.)	19,6	16,0	14,9
P/E	19,8	16,0	14,9
P/B	4,1	3,6	3,2
P/S	3,0	2,7	2,6
EV/Liikevaihto	3,2	2,8	2,6
EV/EBITDA (oik.)	12,4	10,5	9,6
EV/EBIT (oik.)	14,6	12,4	11,1
Osinko/tulos (%)	53,6 %	44,7 %	43,5 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	2,8 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/3

Pörssin ulkopuolelta Harvian kilpailijan Sauna 360:n myynti USA:laiselle Mascolle heinäkuussa 2023 tarjoaa yhden kulman arvostukseen. Kaupan EV/liikevaihto kerroin oli viime vuoden luvuilla 1,5x ja EV/EBIT kerroin noin 14x, kun Harvian vastaavat luvut ovat 2,8x ja 13x. Harvian selvästi korkeampi EV/liikevaihto-luku johtuu paremmasta kannattavuudesta. Kaupan arvostustaso (EV/EBIT) viittaisi siis Harvian kertomien olevan karkeasti kohdallaan, vaikka toki yhtiöt ovat monessa suhteessa erilaisia.

Aiemmat yritysostot näyttäivät onnistuneilta

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

Viimeisimpien ostosten (EOS, Kirami) osalta korona-ajan tuoma kysyntäbuumi hämärtää yhtiön omaa osuutta parantuneeseen suoritukseen. Tästä huolimatta, jos arvioimme EOSin pystyvän edes 20 MEUR liikevaihtoon (17 MEUR raportoitu vuodelta 2019) ja Harvian tyypilliseen 20 %:n kannattavuuteen,

muodostuisi kauppahinnasta EV/EBIT kerroin 10x. Tämä siitä huolimatta, että Harvia joutui Saksan vähemmistöosuudesta maksamaan melko suuren summan verrattuna alkuperäiseen ostohintaan. Kiramin osalta kaupan ajoitus ei selvästikään koronakrysyn huipulla ollut paras mahdollinen. Toisaalta kauppahinta oli hyvin pieni korona-ajan vahvaan tulokseen nähden, joten taloudellisesti uskomme kaupan olevan silti järkevä. Ainakin viime vuodelta Kirami pystyi positiiviseen liiketulokseen, jonka valossa ostohinta on kohtuullinen. Kokonaisuudessaan pääomien allokointi yrityskauppoihin on mielestämme ollut onnistunutta ja arvoa luovaa.

Näemme yritysostot mahdollisuutena

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

Tuoteportfolion osalta Harvialle olisi luontevaa ostaa osaamista infrapuna- ja/tai höyrysaunojen puolella, missä sen asema on vielä vaatimaton. Käsityksemme mukaan höyrysaunojen puolella on viime vuosina tehty useampia kauppoja, joten voi olla, että lyhyellä aikavälillä potentiaaliset kohteet ovat jo vaihtaneet omistajaa. Infrapunasauvoissa taas pääosa merkittävistä toimijoista on ulkoistanut saunojen tuotannon

jolloin erottautuminen/tehostaminen sillä puolella on vaikeaa. Infrapunasauvojen myyntiargumentit ja tuotteiden käyttö poikkeavat myös jonkin verran Harvian nykyisestä tuoteportfoliosta. Infrapunon osalta suorat synergiat/tehostamismahdollisuudet olisivatkin mielestämme pienempiä kuin esim. Sentiotec tai Almost Heaven Saunas –kaupoissa. Näissä Harvia toi omaa osaamistaan ostettaviin yrityksiin ja toisaalta sai vahvempaa jalansijaa ko. yhtiöiden markkinoilta, joka johti ostettujen yhtiöiden selvään parantumiseen.

Harvia on viime vuosina lisännyt merkittävästi omaa tuotantokapasiteettia, joten sen osalta sillä ei ole mielestämme tarpeita, joita yritysostolla voisi täyttää.

Pidemmän aikavälin tuotto-odotus kohtuullinen

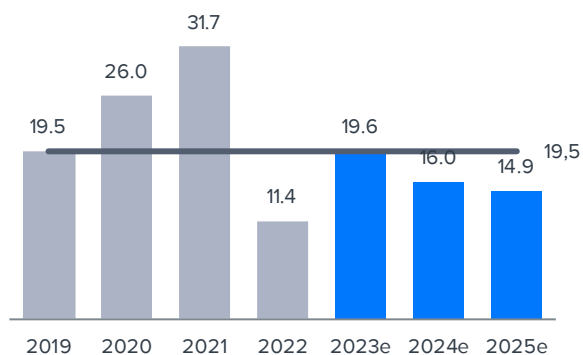
Uskomme Harvian pystyvän tämän vuoden pudotuksen jälkeen palaamaan noin 5 %, tai hieman yli, kasvavalle liikevaihtouralle, tavoitteensa mukaisesti. Uskomme samoin, että tavoitteen mukainen yli 20 %:n EBIT-marginaali on saavutettavissa jatkossakin, joskaan ei parhaimmillaan nähtyä yli 25 %:n tasoa. Tästä saamme tulevaisuuden keskipitkän aikavälin tuloskasvuodotukseksi reilut 5 % pa. Kun siihen lisätään noin 3 %:n osinkotuotto, kokonaistuotoksi muodostuu reilut 8 % eli noin tuottovaatimuksemme mukainen taso. Kun Harvian tulostason normalisoituminen koronan jäljiltä on pian nähty, riskitaso tämän tuoton saavuttamiseksi tippuu mielestämme selvästi verrattuna aiempaan epävarmaan tilanteeseen.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	6,10	10,6	24,5	58,7	17,7	24,0	24,0	24,0	24,0
Osakemäärä, milj. kpl	16,7	18,7	18,6	18,6	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo	102	198	457	1091	330	448	448	448	448
Yritysarvo (EV)	132	224	503	1181	388	485	467	449	431
P/E (oik.)	12,3	19,5	26,0	31,7	11,4	19,6	16,0	14,9	14,0
P/E	15,0	20,6	29,5	32,4	12,2	19,8	16,0	14,9	14,0
P/B	1,5	2,9	6,9	13,5	3,4	4,1	3,6	3,2	2,8
P/S	1,6	2,7	4,2	6,1	1,9	3,0	2,7	2,6	2,4
EV/Liikevaihto	2,1	3,0	4,6	6,6	2,3	3,2	2,8	2,6	2,3
EV/EBITDA (oik.)	11,4	13,6	18,8	22,5	9,2	12,4	10,5	9,6	8,8
EV/EBIT (oik.)	12,2	16,1	20,5	24,9	10,6	14,6	12,4	11,1	10,0
Osinko/tulos (%)	91,1%	74,0 %	61,5 %	33,1%	44,0 %	53,6 %	44,7 %	43,5 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	6,1%	3,6 %	2,1%	1,0%	3,6 %	2,7%	2,8 %	2,9 %	4,3 %

Lähde: Inderes

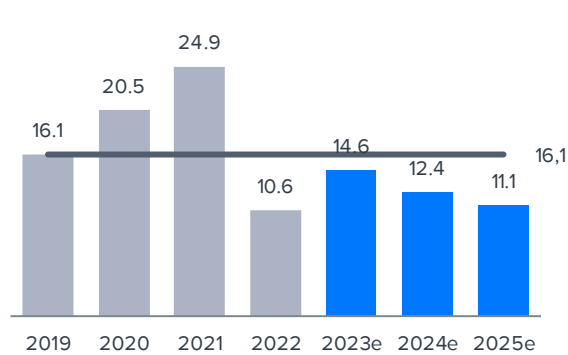
P/E (oik.)



■ P/E (oik.)

— Mediaani 2019 - 2022

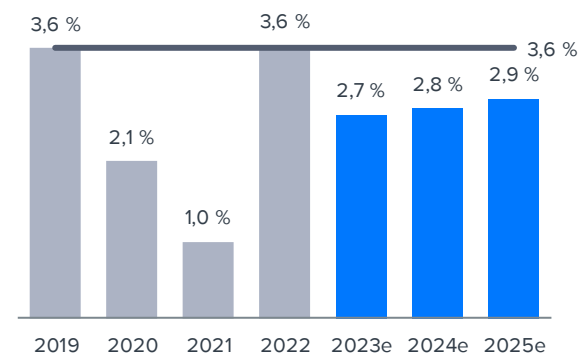
EV/EBIT



■ EV/EBIT (oik.)

— Mediaani 2019 - 2022

Osinkotuotto-%



■ Osinkotuotto-%

— Mediaani 2019 - 2022

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Thule Group AB	2576	2799	20,0	16,2	17,4	14,4	3,5	3,1	24,9	19,9	2,9	3,6	4,2
Nobia AB	118	473	47,9	13,7	5,5	4,5	0,4	0,4	35,7	14,6	6,1	8,0	0,3
Dometic Group AB	1834	3136	12,3	10,9	8,7	8,0	1,3	1,3	14,1	11,3	2,4	3,2	0,8
Nokian Tyres plc	1112	1331	16,6	11,8	6,2	5,3	1,0	0,9	109,6	16,9	4,6	5,6	0,8
Rapala VMC Oyj	121	233	46,6	13,3	14,6	8,6	1,0	0,9		15,9	1,0	1,9	0,9
Husqvarna AB	4135	5160	12,5	10,8	7,8	7,1	1,1	1,1	15,9	13,0	3,6	3,8	2,0
Inwido AB	512	599	8,1	8,3	5,9	5,9	0,8	0,8	10,0	10,6	6,1	5,8	1,1
Nibe Industrier AB	13245	14052	22,3	19,5	18,1	15,8	3,5	3,1	29,1	25,4	1,0	1,1	4,9
Technogym SpA	1595	1524	14,7	12,4	10,1	8,8	1,9	1,7	20,3	16,9	3,4	3,5	4,3
Rockwool A/S	4958	4982	10,6	10,6	7,0	7,0	1,4	1,4	13,9	13,9	2,3	2,4	1,8
Kingspan Group PLC	13338	15000	18,0	17,2	14,4	13,8	1,8	1,8	20,9	20,1	0,7	0,7	3,5
Electrolux AB	2771	5176	20,9	9,5	7,1	5,0	0,5	0,4	26,7	8,8	2,6	5,5	1,9
De' Longhi SpA	3520	3336	11,7	10,0	8,5	7,5	1,1	1,1	16,8	14,5	2,4	2,7	2,2
Tulikivi	28	36	5,2	9,0	4,0	5,2	0,7	0,8	6,0	9,6	4,2	6,2	1,5
Harvia (Inderes)	448	485	14,6	12,4	12,4	10,5	3,2	2,8	19,6	16,0	2,7	2,8	4,1
Keskiarvo			19,1	12,4	9,7	8,3	1,4	1,3	26,4	15,1	3,1	3,9	2,1
Mediaani			15,6	11,3	8,1	7,3	1,1	1,1	20,3	14,5	2,8	3,5	1,8
Erotus-% vrt. mediaani			-7%	9%	52%	45%	190%	163%	-3%	10%	-2%	-21%	128%

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	179	50,8	46,0	37,4	38,1	172	41,4	35,8	34,1	40,1	151	165	175	186
Suomi	36,9	11,7	10,4	7,0	7,4	36,4	9,7	7,8	6,9	8,1	32,4	34,1	35,1	36,1
Muut Pohjoismaat	9,4	2,1	2,6	2,3	2,5	9,5	1,9	1,9	2,0	2,5	8,3	8,7	9,0	9,3
Saksa	35,4	8,6	6,4	5,7	5,4	26,1	4,6	3,7	4,0	5,4	17,7	20,4	21,4	22,5
Muut Euroopan maat	49,7	13,4	12,0	10,7	10,3	46,4	11,3	9,8	10,2	10,9	42,1	44,2	46,0	47,8
Venäjä	11,5	2,3	2,6	1,7	0,9	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pohjois-Amerikka	29,1	9,6	8,9	7,9	9,7	36,1	11,1	10,3	8,7	10,7	40,7	46,9	51,5	56,7
Muut maat	7,2	3,2	3,1	2,2	2,0	10,4	2,7	2,3	2,4	2,6	10,1	11,1	12,2	13,4
Käyttökate	52,5	13,7	10,4	8,9	9,2	42,2	10,8	9,3	8,6	10,5	39,2	44,3	46,7	48,7
Poistot ja arvonalennukset	-5,8	-1,6	-1,6	-1,6	-2,6	-7,5	-1,6	-1,5	-1,6	-1,6	-6,3	-6,5	-6,3	-5,5
Liikevoitto ilman kertaerää	47,4	12,1	8,6	7,8	8,0	36,5	9,3	8,0	7,0	8,9	33,2	37,8	40,4	43,3
Liikevoitto	46,6	12,1	8,7	7,3	6,6	34,7	9,2	7,8	7,0	8,9	33,0	37,8	40,4	43,3
Nettorahoituskulut	-1,5	0,7	1,0	1,1	-0,8	2,1	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-3,4	-1,5	-1,5	-1,8
Tulos ennen veroja	45,2	12,8	9,8	8,4	5,9	36,8	8,3	6,9	6,2	8,1	29,6	36,3	39,0	41,5
Verot	-10,4	-3,2	-2,0	-1,9	-1,7	-8,7	-2,0	-1,7	-1,4	-1,9	-6,9	-8,4	-9,0	-9,5
Vähemmistöosuudet	-1,1	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	33,7	9,2	7,4	6,3	4,1	27,1	6,3	5,3	4,8	6,3	22,6	28,0	30,0	31,9
EPS (oikaistu)	1,85	0,50	0,39	0,37	0,30	1,55	0,34	0,29	0,26	0,33	1,23	1,50	1,61	1,71
EPS (raportoitu)	1,81	0,50	0,40	0,34	0,22	1,45	0,34	0,28	0,26	0,33	1,21	1,50	1,61	1,71

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	64,2 %	28,2 %	-1,8 %	-18,9 %	-18,0 %	-3,8 %	-18,6 %	-22,2 %	-8,9 %	5,3 %	-12,2 %	9,2 %	6,0 %	6,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	93,8 %	8,7 %	-34,9 %	-34,0 %	-29,0 %	-23,1 %	-22,9 %	-7,5 %	-9,7 %	11,1 %	-9,0 %	13,8 %	7,0 %	6,9 %
Käyttökate-%	29,3 %	27,0 %	22,5 %	23,8 %	24,1 %	24,5 %	26,0 %	26,0 %	25,3 %	26,2 %	25,9 %	26,8 %	26,7 %	26,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	26,5 %	23,8 %	18,7 %	20,8 %	21,1 %	21,2 %	22,5 %	22,2 %	20,6 %	22,2 %	21,9 %	22,9 %	23,1 %	23,3 %
Nettotulos-%	18,8 %	18,2 %	16,1 %	16,9 %	10,9 %	15,7 %	15,3 %	14,7 %	14,0 %	15,6 %	14,9 %	16,9 %	17,1 %	17,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	119	118	115	112	109
Liikearvo	73,7	73,4	73,4	73,4	73,4
Aineettomat hyödykkeet	12,7	10,5	10,7	10,9	11,1
Käyttöomaisuus	28,0	29,2	26,0	22,5	19,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	2,6	3,9	3,9	3,9	3,9
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4
Vaihtuvat vastaavat	82,2	90,3	101	103	104
Vaihto-omaisuus	46,1	45,3	37,9	39,7	42,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Myyntisaamiset	20,4	18,7	19,7	21,5	22,8
Likvidit varat	15,5	25,3	42,7	40,6	38,6
Taseen loppusumma	201	209	217	215	214

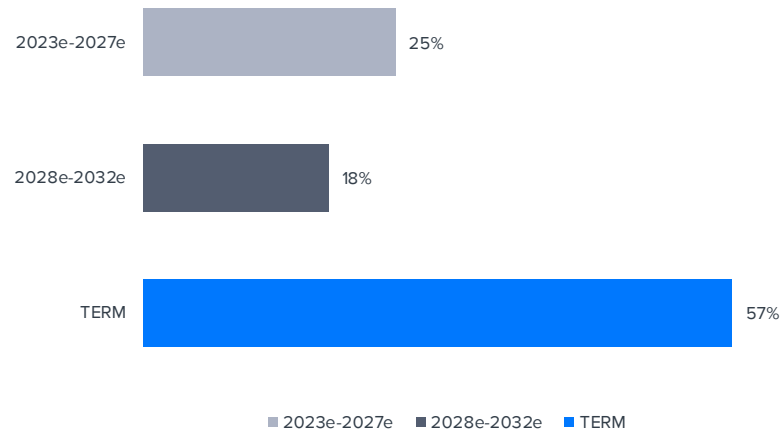
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	84,1	98,4	109	125	142
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	47,9	63,8	74,5	90,3	108
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	32,6	33,4	33,4	33,4	33,4
Vähemmistöosuus	3,6	1,1	1,1	1,1	1,1
Pitkäaikaiset velat	84,9	84,6	82,3	63,3	43,8
Laskennalliset verovelat	2,3	1,7	1,7	1,7	1,7
Varaukset	0,3	2,0	2,0	2,0	2,0
Lainat rahoituslaitoksilta	56,4	77,3	75,0	56,0	36,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	25,9	3,6	3,6	3,6	3,6
Lyhytaikaiset velat	32,4	25,8	25,2	26,6	27,5
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	24,6	18,7	21,2	23,1	24,5
Muut lyhytaikaiset velat	7,7	4,5	4,0	3,5	3,0
Taseen loppusumma	201	209	217	215	214

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-3,8 %	-12,2 %	9,2 %	6,0 %	6,1%	5,5 %	5,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	20,1%	21,8 %	22,9 %	23,1%	23,3 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %
Liikevoitto	34,7	33,0	37,8	40,4	43,3	45,1	47,3	49,2	51,0	50,2	51,5	
+ Kokonaispoistot	7,5	6,3	6,5	6,3	5,5	5,0	4,8	4,7	4,8	4,4	4,7	
- Maksetut verot	-9,2	-6,9	-8,4	-9,0	-9,5	-10,2	-10,9	-11,3	-11,7	-11,6	-11,9	
- verot rahoituskuluista	0,5	-0,8	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-7,5	8,5	-2,2	-2,8	-2,4	-2,4	-2,3	-1,9	-1,7	-1,5	-1,3	
Operatiivinen kassavirta	26,0	39,9	33,4	34,6	36,3	37,4	39,0	40,7	42,3	41,5	43,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-20,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,4	-3,2	-3,2	-3,6	-4,0	-4,4	-4,8	-5,2	-5,5	-5,8	-5,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,0	36,7	30,2	31,1	32,4	33,0	34,2	35,6	36,8	35,7	37,2	
+/- Muut	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-6,0	36,7	30,2	31,1	32,4	33,0	34,2	35,6	36,8	35,7	37,2	668
Diskontattu vapaa kassavirta		35,9	27,3	25,9	24,9	23,5	22,5	21,6	20,7	18,5	17,9	321
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		559	524	496	470	445	422	399	378	357	339	321
Velaton arvo DCF		559										
- Korolliset velat		-79,9										
+ Rahavarat		25,3										
-Vähemmistöosuus		-4,6										
-Osinko/pääomapalautus		-11,9										
Oman pääoman arvo DCF		488										
Oman pääoman arvo DCF per osake		26,2										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	109,1	179,1	172,4	151,4	165,3	EPS (raportoitu)	0,83	1,81	1,45	1,21	1,50
Käyttökate	26,7	52,5	42,2	39,2	44,3	EPS (oikaistu)	0,94	1,85	1,55	1,23	1,50
Liikevoitto	22,4	46,6	34,7	33,0	37,8	Operat. kassavirta / osake	1,38	1,14	1,39	2,14	1,79
Voitto ennen veroja	20,3	45,2	36,8	29,6	36,3	Vapaa kassavirta / osake	0,76	0,51	-0,32	1,97	1,62
Nettovoitto	15,5	33,7	27,1	22,6	28,0	Omapääoma / osake	3,56	4,33	5,21	5,78	6,63
Kertaluontoiset erät	-2,1	-0,8	-1,8	-0,2	0,0	Osinko / osake	0,51	0,60	0,64	0,65	0,67
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	165,6	201,5	208,7	216,6	214,9	Liikevaihdon kasvu-%	47 %	64 %	-4 %	-12 %	9 %
Oma pääoma	68,9	84,1	98,4	109,1	124,9	Käyttökateen kasvu-%	62 %	97 %	-20 %	-7 %	13 %
Liikearvo	71,0	73,7	73,4	73,4	73,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	76 %	94 %	-23 %	-9 %	14 %
Nettovelat	29,1	40,9	54,6	32,3	15,4	EPS oik. kasvu-%	74 %	97 %	-16 %	-21 %	22 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	24,5 %	29,3 %	24,5 %	25,9 %	26,8 %
Käyttökate	26,7	52,5	42,2	39,2	44,3	Oik. Liikevoitto-%	22,4 %	26,5 %	21,2 %	21,9 %	22,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,5	-21,3	-7,5	8,5	-2,2	Liikevoitto-%	20,5 %	26,0 %	20,1 %	21,8 %	22,9 %
Operatiivinen kassavirta	25,8	21,1	26,0	39,9	33,4	ROE-%	22,9 %	45,8 %	30,5 %	22,0 %	24,1 %
Investoinnit	-23,9	-21,9	-7,4	-3,2	-3,2	ROI-%	19,4 %	35,2 %	21,8 %	18,2 %	20,7 %
Vapaa kassavirta	14,1	9,4	-6,0	36,7	30,2	Omavaraisuusaste	41,6 %	41,8 %	47,1 %	50,4 %	58,1 %
						Nettovelkaantumisaste	42,2 %	48,7 %	55,5 %	29,6 %	12,3 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	4,6	6,6	2,3	3,2	2,8						
EV/EBITDA (oik.)	18,8	22,5	9,2	12,4	10,5						
EV/EBIT (oik.)	20,5	24,9	10,6	14,6	12,4						
P/E (oik.)	26,0	31,7	11,4	19,6	16,0						
P/B	6,9	13,5	3,4	4,1	3,6						
Osinkotuotto-%	2,1 %	1,0 %	3,6 %	2,7 %	2,8 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
26.11.2020	Osta	22,00 €	19,10 €
12.2.2021	Lisää	33,00 €	30,00 €
18.4.2021	Osta	45,00 €	33,65 €
6.5.2021	Lisää	47,00 €	42,25 €
31.5.2021	Lisää	52,00 €	46,05 €
17.7.2021	Lisää	62,00 €	58,20 €
12.8.2021	Lisää	64,00 €	59,00 €
2.9.2021	Osta	64,00 €	53,30 €
5.11.2021	Lisää	65,00 €	60,00 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
27.1.2022	Osta	57,00 €	44,20 €
10.2.2022	Osta	51,00 €	39,20 €
11.3.2022	Osta	42,00 €	34,15 €
5.5.2022	Osta	42,00 €	32,22 €
20.7.2022	Lisää	27,00 €	24,00 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
12.8.2022	Lisää	22,00 €	19,93 €
9.9.2022	Osta	20,00 €	15,23 €
4.11.2022	Osta	20,00 €	15,46 €
19.12.2022	Lisää	21,00 €	18,33 €
10.2.2023	Vähennä	22,00 €	22,10 €
5.5.2023	Vähennä	24,00 €	25,06 €
29.5.2023	Lisää	24,00 €	22,14 €
11.8.2023	Lisää	24,00 €	22,00 €
13.9.2023	Lisää	25,50 €	24,00 €

Inderes yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**