

Harvia

Laaja raportti

24.09.2024 08.07 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tavoitteiden mukaista arvonluontia lähivuodet

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. Arvostustaso (esim. 2025 P/E 25x) on kuitenkin korkea, jolloin tuotto-odotus jää vaisuksi. Nostamme tavoitehinnan 37 euroon (aik. 35e) keskipitkän aikavälin ennusteiden noston myötä ja toistamme myy-suosituksen.

Maailman johtava sauna- ja spa-alan yhtiö

Harvia on maailman suurin sauna- ja spa-alan yhtiö. Yhtiö itse arvioi markkinaosuudekseen noin 5 %, joka tarkoittaa, että Harvialle relevantista tuotemarkkinasta sen osuus olisi noin 10 %. Yhtiö on kasvattanut selvästi markkinaosuuksiaan viimeisen kuuden vuoden aikana (sekä yritysostoilla että orgaanisesti). Kasvua on tullut etenkin Pohjois-Amerikasta, joka onkin Harvian liikevaihdosta jo 33 % (H1'24). Globaali markkina on viime vuosien isojen vaihtelujen jälkeen palaamassa kasvuun, jonka Harvia uskoo lähivuosina olevan yli 5 % vuodessa.

Harvialla on selkeät kilpailuedut ja matalat pääomatarpeet, jotka tukevat vahvaa arvonluontia

Harvialla on mielestämme useita selviä kilpailuetuja, jotka tukevat yhtiön kannattavaa kasvua ja arvonluontia. Ne koskevat etenkin puu/sähkökiukaiden ja niiden komponenttien markkinaa. Nämä vastaavat noin 60 % 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. Harvia on samalla pystynyt luomaan mielestämme kilpailuetua myös kokonaisten saunojen tuoteryhmässä USA:ssa. Yhtiö on myös mielestämme onnistunut luomaan arvoa allokoimalla pääomia yritysostoihin, jonka suhteen myös tänä vuonna tehty ThermaSol-kauppa näyttää lupaavalta. Kilpailuedut ja matalat pääomatarpeet mahdollistavat yhtiölle yli 20 % sijoitetun pääoman tuoton tulevana vuosina.

Keväällä päivitetty tavoitteet tähtäävät kasvun kiihdyttämiseen, ennustamme tavoitteiden täyttyvän

Harvia päivitti viime keväänä taloudelliset tavoitteensa ja tavoittelee nyt 10 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua (sisältäen yritysostot) sekä yli 20 %:n liikevoittomarginaalia. Uskomme Harvian yltävän näihin tavoitteisiin, sillä ThermaSol-kaupan myötä 2024-25 kasvu on noin 15 % pa. ja 2026-27 pelkästään orgaanisestikin ylletään lähes tavoiteltuun 10 %:n kasvuvauhtiin. Kasvua ajaa viime vuosien tapaan Euroopan ulkopuoliset alueet, jossa etenkin USA:n kasvua tukee laajentuminen vahvemmin höyry- ja infrapunatuotteisiin. Odotamme Harvian myös pitävän kannattavuuden tavoitetasolla, 22-23 %:ssa. Kasvupanostukset näkyvät kuitenkin marginaalissa, joka ei kasvusta huolimatta skaalautu ennusteissamme ylöspäin. Teimme vain marginaalisia ennustemuutoksia (0-1 %).

Arvostus on korkea, tuotto-odotus jää heikoksi, vaikka yhtiö luo hyvin arvoa ja kassavirtaa

Harvian arvostustaso (esim. EV/EBIT 2025 19x, P/E 25x) on mielestämme korkea, vaikka pidämme yhtiön pääoman tuottoa ja allokoointia sekä kassavirran luontikykyä erinomaisina ja siten kertoimet maltillistuvat tulevana vuosina. Uskomme Harvian pääoman allokoinnin olevan jatkossakin arvoa luovaa ja siten rahan ohjaaminen joko yritysostoihin ja/tai suurempiin osinkoihin tukevan sijoittajan tuotto-odotusta. Näemme Harvian myös mahdollisena yritysostokohteena, mutta nykyarvostuksella se olisi mielestämme ostajan kannalta varsin kallis. Kokonaisuutena tuotto-odotus jää tällä arvostustasolla kuitenkin heikoksi etenkin 12 kuukauden horisontilla.

Suositus

Myy

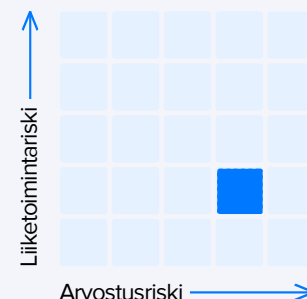
(aik. Myy)

37,00 EUR

(aik. 35,00 EUR)

Osakekurssi:

42,45



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	151	172	200	219
kasvu-%	-13 %	14 %	16 %	9 %
EBIT oik.	33,7	38,4	44,2	49,2
EBIT-% oik.	22,4 %	22,4 %	22,1 %	22,5 %
Nettotulos	23,3	25,9	31,4	35,7
EPS (oik.)	1,28	1,46	1,71	1,93
P/E (oik.)	19,8	29,1	24,8	22,0
P/B	4,4	6,6	5,7	5,0
Osinkotuotto-%	2,7 %	1,7 %	1,9 %	2,4 %
EV/EBIT (oik.)	15,4	22,2	18,9	16,7
EV/EBITDA	13,2	19,4	16,3	14,4
EV/Liikevaihto	3,4	5,0	4,2	3,7

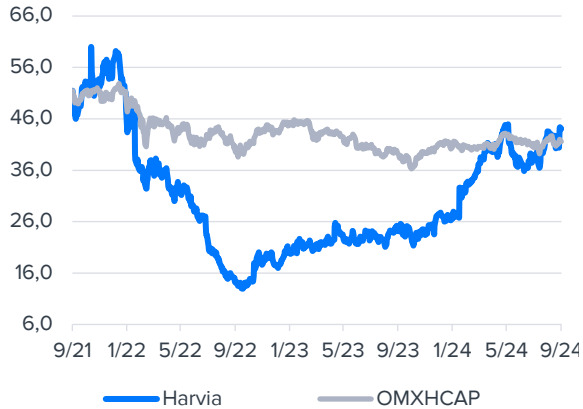
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

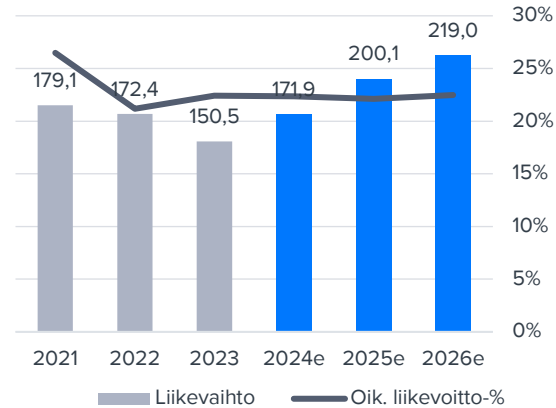
Harvia ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä.

Osakekurssi



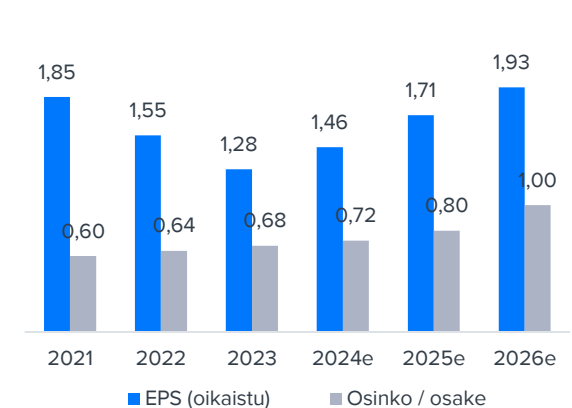
Lähde: Millistream Market Data AB

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
- Saunan globaalien kysyntätrendin heikentyminen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	42,5	42,5	42,5
Osakemäärä, milj. kpl	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo	792	792	792
Yritysarvo (EV)	851	838	820
P/E (oik.)	29,1	24,8	22,0
P/E	30,6	25,2	22,2
P/B	6,6	5,7	5,0
P/S	4,6	4,0	3,6
EV/Liikevaihto	5,0	4,2	3,7
EV/EBITDA	19,4	16,3	14,4
EV/EBIT (oik.)	22,2	18,9	16,7
Osinko/tulos (%)	51,9 %	47,5 %	52,2 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,9 %	2,4 %

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 - 23
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	s. 24 - 26
Ennusteet ja arvonmääritys	s. 27 - 34
Ilmastotavoitteet ja taksonomia	s. 35
Taulukot	s. 36 - 42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 43 - 44

Harvia lyhyesti

Harvia on maailman johtava sauna- ja spa-yhtiö. Yhtiöllä on kattava tarjoama 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

159 MEUR

Liikevaihto viimeiseltä 12 kuukaudelta (Q2'24 loppuun)

36 MEUR (22,6 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto viimeiseltä 12 kuukaudelta

#1

Markkina-asema kiuas- ja saunakomponenttimarkkinalla

#1

Markkina-asema sauna- ja spa-markkinalla

683

Henkilöstö Q2'24 lopussa

9

Omaa tuotantolaitosta

1950 - 2014

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

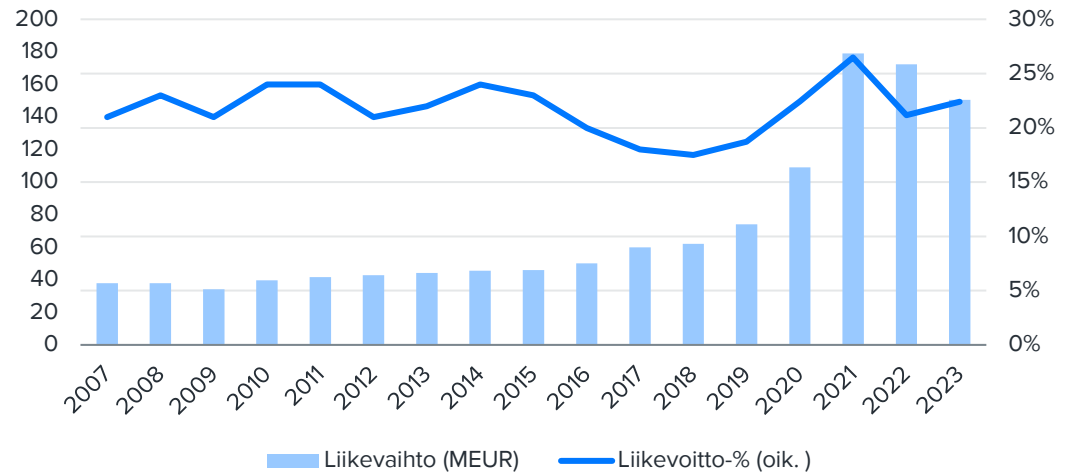
2014 - 2018

- CapMan ostaa Harviasta enemmistön vuonna 2014
- Sentiotec –yrityskauppa (Keski-Eurooppa) 2016
- Pörssilistautuminen 3/2018

2018-

- Almost Heaven Saunas -yrityskauppa (USA) 12/2018
- EOS-yrityskauppa (Keski-Eurooppa) 3/2020
- Kirami-yrityskauppa 8/2021
- Venäjältä vetäytyminen 2022
- ThermaSol –yrityskauppa (USA) 7/2024

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. 2015-2023 luvut ovat IFRS:n mukaisia liikevoittoja oikaistuna vertailukelpoisuuteen vaikuttavilla erillä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Maailman johtava sauna- ja spa-alan yhtiö

Muuramassa pääkonttoriaan pitävä Harvia on noussut lähes 75-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 %. Harvia on ottanut selvästi markkinaosuuksia vuosien 2020-22 aikana, sillä vielä 2019 vastaavat osuudet olivat vain 3 % ja 14 %. Harvian markkina-asema on historiallisesti ollut erityisen vahva suurilla, perinteiseen saunakulttuuriin keskittyneillä markkinoilla (esim. Suomi, Skandinavia). Markkinaosuuden kasvua ovat vauhdittaneet myös yrityskaupat. Vuonna 2016 tehdyn Sentiotec-yrityskaupan ja keväällä 2020 tehdyn EOS-yrityskaupan myötä yhtiö saavutti 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. Kesällä 2024 tehty ThermaSol –kauppa puolestaan vahvistaa yhtiön asemaa USA:ssa ja tuo sille höyrysuihkujen/saunojen osaamista. Toisaalta

heikko Euroopan markkina ja Venäjältä vetäytyminen näkyi 2023 luvuissa negatiivisesti.

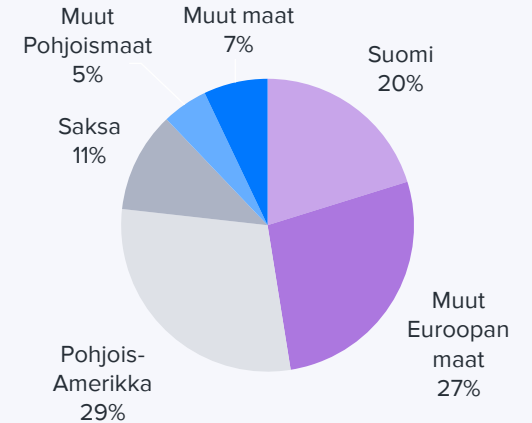
Harvialla on pitkäkestoiset asiakassuhteet kaikilla sauna- ja spa-markkinan ydinalueilla ja sen tuotemerkit (Harvia, EOS, Almost Heaven Saunas) ovat toimialansa tunnetuimpia. Harvia myy tuotteitaan lähinnä jälleenmyyntiverkoston kautta maailmanlaajuisesti noin 90 maahan. Vuonna 2023 noin 80 % liikevaihdosta tuli Suomen ulkopuolelta..

Tuotteet: Kiukaista laajemmaksi saunayhtiöksi

Harvia oli ennen listautumistaan (2018) profiloitunut pääasiassa kiuasvalmistajaksi, mutta yhtiö on sen jälkeen kehittynyt yhä kokonaisvaltaisemmaksi sauna- ja spa-alan toimijaksi yrityskauppojen sekä uusien tuotelanseerausten että myyntikanavien avausten myötä. Sen vahvin alue on perinteinen sauna ja tuoreen yrityskaupan myötä sillä on nyt vahvempi pohja myös höyrysaunoihin. Infrapunapaneeleitakin yhtiö tuottaa itse, mutta ne on tähän asti olleet pienessä roolissa. Harvialla on nähdäksemme merkittävää kasvupotentiaalia etenkin höyry- ja infrapunasaunoissa. Toisaalta perinteisissä kiukaissa/saunoissa sillä on mielestämme todistetusti kilpailuetua ja myös kasvumahdollisuuksia. Perinteinen sauna vastaa Harvian mukaan yli puolet markkinasta.

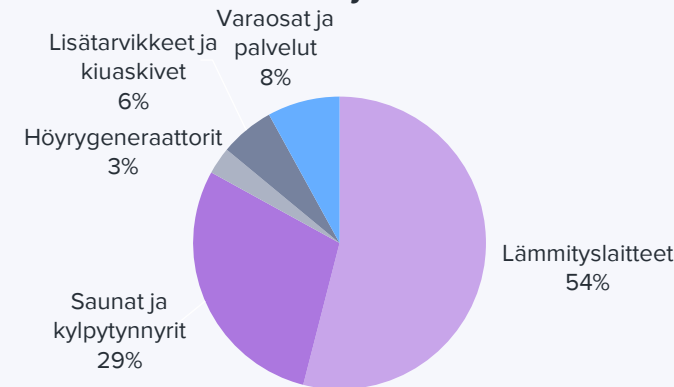
Harvian liikevaihdosta suurimman osan muodostaa lämmityslaitteet (54 % 2023 liikevaihdosta), mutta valikoimaan kuuluu myös kokonaiset saunat, höyrygeneraattorit, kylpytynnyrit sekä lisätarvikkeita, varaosia ja palveluita. Tästä tarkemmin seuraavalla sivulla.

Liikevaihto markkina-alueittain 2023



Lähde: Harvia

Liikevaihto tuoteryhmittäin 2023



Lähde: Harvia

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7 - tuoteryhmät

Tuotesegmentti	Tuotekuvaus	Pääbrändit	Osuus liikevaihdosta 2023
Lämmityslaitteet		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia ▪ EOS 	54 %
Saunat ja kylpytynnyrit		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia ▪ Almost Heaven (saunat USA:ssa) ▪ Kirami (kylpytynnyrit) 	29 %
Lisätarvikkeet ja kiuaskivet		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia 	6 %
Varaosat ja palvelut		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia 	8 %
Höyrygeneraattorit		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Harvia ▪ ThermaSol (7/24 alkaen, USA) 	3 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Jakelu tapahtuu pääosin jälleenmyyjien kautta

Konsernin liikevaihto koostuu pääasiassa tuotteiden mynnistä (vähäinen osa huolto- ja korjauspalveluista). Harvia myy suurimman osan tuotteistaan jälleenmyyjille, kokonaisten saunojen rakentajille/myyjille ja jakeluyrityksille, joskin USA:ssa suora kuluttajamyynä on merkittävä jakelukanava. Harvian suurin asiakassuhde perustuu asiakkaan ryhmätason puitesopimukseen, jonka alla konsernin solmimat yksittäiset tilaus sopimukset muodostivat yhteensä noin 11 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2023. 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 saunarakentajat, 4) rakennusyhtiöt ja 5) suora kuluttajamyynä. 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 integroinut 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

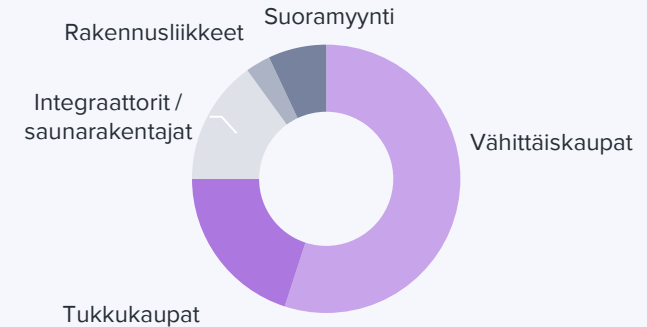
ylivertaisen kilpailijoihin nähden.

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

Kustannusrakenne tuo operatiivista vipua

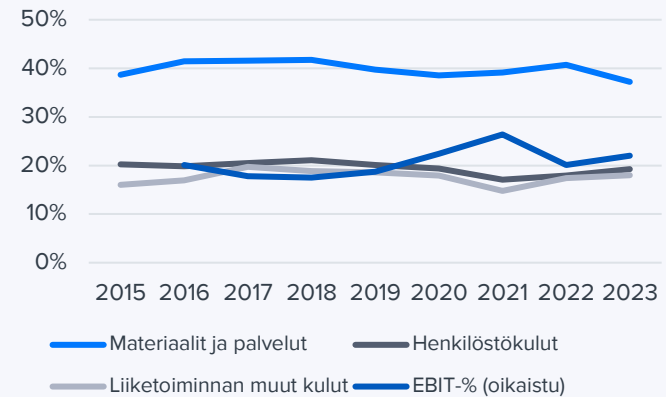
Harvian kuluista vajaat 40 % (suhteessa liikevaihtoon) menee materiaaleihin ja palveluihin eli lähinnä metalliin, puuhun ja sähkö/elektroniikkakomponentteihin. Henkilöstökulut ja muut kulut ovat molemmat historiallisesti noin 20 % liikevaihdosta, viime vuosina jonkin verran alle. Henkilöstöstä 2023 reilut 60 % oli tuotannon työntekijöitä ja loput toimihenkilöitä. Tuotannon työntekijät etenkin Suomessa ja Kiinassa ovat 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 sekä parani 2023, vaikka liikevaihto laski.

Jakelukanavat, arvioitu jakauma



Lähde: Inderes

Harvian kulurakenne



Lähde: Harvia

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 	~15 %	
Integraattorit / saunarakentajat	<ul style="list-style-type: none"> Tärkeä kanava kokonaisuun saunaratkaisuihin keskittyneillä markkinoilla kuten Keski-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa Saunarakentajat toteuttavat rakennusurakan loppukäyttäjälle Tyypillinen päätöksentekijä myyjä tai 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 (lähinnä suoraan kuluttajille)	<ul style="list-style-type: none"> Almost Heaven Saunas –yhtiön myynnistä (USA) merkittävä osa on suoramyyntiä kuluttajille Yhtiö suuntaa valikoidusti suoramyyntiä suurille loppuasiakkaille, kuten hotelleille tai kuntokeskusetjuille Tyypillinen päätöksentekijä kuluttaja, loppukäyttäjä tai arkkitehti 	~10 %	

*Inderesin arvio jakelukanavan suhteellisesta osuudesta konsernin liikevaihdosta.

Harvian suurin asiakkassuhde perustuu asiakkaan ryhmätason puitesopimukseen, jonka alla konsernin solmimat yksittäiset tilaussopimukset muodostivat yhteensä 11 % liikevaihdosta vuonna 2023 (2022: 10 %).

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Tuotantoa yhdeksässä omassa tehtaassa

Harvialla on yhdeksän omaa tuotantolaitosta. Suurin on Harvian kiuastuotanto sen kotipaikassa Muuramessa, mutta yhtiö on laajentanut tuotantoaan myös Kiinaan ja saanut yritysostojen kautta tuotantoa Saksassa, USA:ssa ja Romaniassa sekä Kiramin (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. ThermaSol ja Almost Heaven Saunas –brändit ovat vahvoja kotimarkkinallaan USA:ssa omissa tuoteryhmissään.

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. Esim. 2015-2019 sekä 2022-23 yhtiö investoi vain 2,0-2,5 % liikevaihdosta. Yhtiöllä on modernit tuotantolaitokset ja kapasiteettia 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 lähtevät taas kasvuun. Saunatuotannon puolella, sekä höyry- ja infrapunatuotteissa, uusia investointitarpeita voi tulla nopeammin.

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

Liiketoiminnan kausivaihtelu melko maltillista

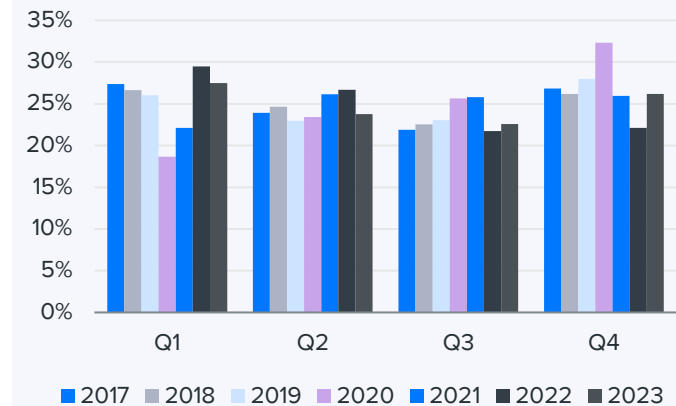
Harvian liiketoiminnan kausivaihtelut ovat melko maltillisia. Suurin osa jakeluketjujen tilauksista painottuu tyypillisesti Q1:lle ja Q4:lle, jotka ovat historiallisesti olleet parhaat kvartaalit. Q3:lla on tapana olla vuoden heikoin kvartaali. Koronavuosien jälkeen yhtiö näyttää palautuneen tähän kaavaan.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

Investoinnit



Lähde: Harvia, Inderes

Liikevaihdon kausiluonteisuus 2017-23



Lähde: Harvia, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7 – tuotantopaikat



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Omistusrakenne on hajautunut

Ennen pörssilistausta maaliskuussa 2018 Harvia oli pääosin CapManin 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. Suurimmasta 10 rekisteröidyistä omistajista löytyy Onvestin lisäksi kolme Harvian suvun jäsentä sekä kotimaisia instituutiosijoittajia. Ulkomaisten omistusosuus on tällä hetkellä noin 48 %. Ennen korona-aikaa, 2019 lopussa ulkomaisten omistusosuus oli 50 % ja omistusosuus on aaltoillut sen jälkeen 40-50 % haarukassa.

Harvian hallituksen puheenjohtaja vaihtui keväällä ja on nyt Heiner Olbrich, jolla on taustaa mm. Adidakselta ja Mieleltä ja joka johtaa myös ruotsalaisen Björn Borgin hallitusta. Hallituksessa on edelleen jäsenenä CapManin edustajana sinne 2014 tullut Olli Liitola, joka oli pitkään puheenjohtajana. Hallituksen kokoonpano Liitola 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 ankkurinomistajaa ei ole, eikä omistajaa joka yksinään voisi estää yhtiön

lunastuksen (eli yli 10 % omistusta). Harvian ollessa alan suurin yhtiö, ei kilpailijoista 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 ja Kohler Klafsini.

Johtoryhmässä merkittäviä osakeomistuksia

Harvian toimitusjohtajana on 2023 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 (noin 150t osaketta / 0,8 %), mutta Järnefeltillä ei ole lainkaan omistusta.

Muun johtoryhmän kahdeksasta jäsenestä kolmella on yli 100 tuhatta osaketta, kahdella kymmeniä tuhansia ja kahdella tänä vuonna yhtiöön tulleella vielä nolla. Pääosa omistuksista on saatu/hankittu käsittääksemme 2014 omistusvaihdoksen yhteydessä tai osana yrityskauppoja ja henkilöiden vaihtuessa omistukset jäivät selvästi näitä pienemmiksi.

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.

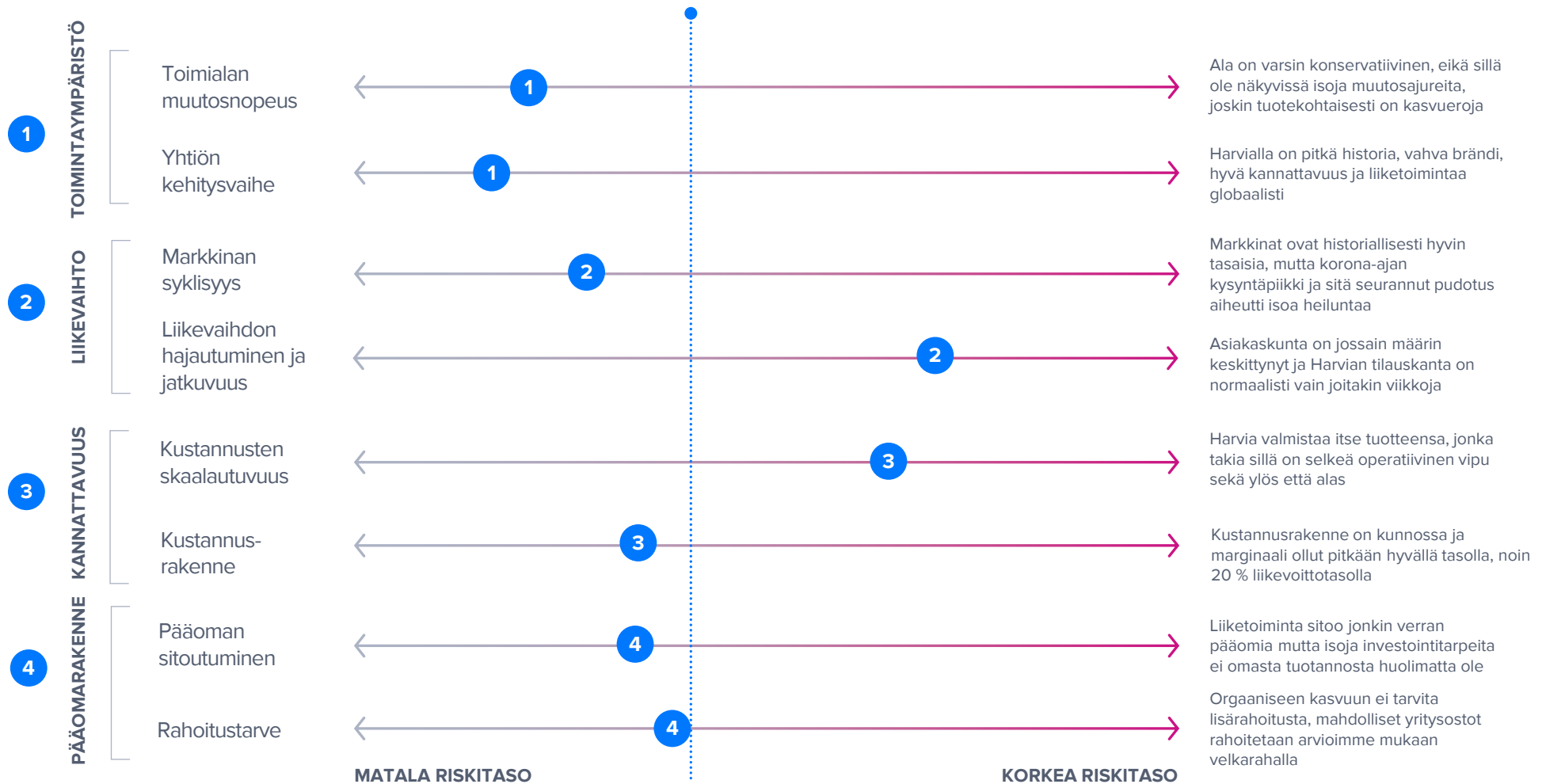
Suurimmat omistajat 31.8.2024

	Omistus
Onvest	4,4 %
WestStar	3,1 %
Evli Suomi Pienyhtiöt	2,9 %
Nordea Nordic Small Cap	2,7 %
Tiipeti Oy	2,1 %
Ilmarinen	1,9 %
Evli Suomi Select	1,7 %
Elo	1,4 %
KTR-Invest O	1,3 %
Mantereenniemi Oy	1,2 %

Lähde: Harvia

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Harvian liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sijoitusprofiili 1/2 – Harvian kilpailuedut

Harvialla on selvät kilpailuedut

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 ovat hieman erilaisia Harvian perinteisten tuotealueiden eli puu/sähkökiukaiden ja niiden komponenttien osalta (noin 65 % Harvian myynnistä) kuin kokonaisten saunojen osalta.

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 kokonaimarginaalista 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. Yllä mainittu pätee etenkin perinteisten kiukaiden valmistukseen.

Kokonaisten saunojen myynnissä emme näe Harvialla tässä suhteessa yhtä vahvaa etua, joskin saunojen rakentaminen voidaan nähdä vertikaalisen integraation jatkamisena. Harvia on myös selvästi

tuonut USA:ssa 2018 ostamaansa Almost Heaven Saunas –yhtiöön omaa teollista osaamistaan, joka on tukenut tuotannon tehokkuutta.

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 Harvialla on USA:ssa kilpailijoihin nähden suhteellisen iso volyymi ja uusi, tehokas tuotantolaitos. Lisäksi osa kilpailijoista tuo tuotteita ulkomailta, jolloin Harvia saa tukea kotimaisen valmistajan leimasta. Harvialla on siis USA:ssa jonkinlainen kilpailuetu ainakin tällä hetkellä. Muilla alueilla skaala saunojen suhteen ei tällä hetkellä ole käsittääksemme kilpailijoita edellä.

Vahvat brändit

Harvian brändi on tunnettu etenkin perinteisillä ja isommilla saunamarkkinoilla kuluttajienkin keskuudessa ja laajemminkin alan ammattilaisten parissa. Koska päätöksentekijä kiukaan ostossa on usein joku muu kuin loppukäyttäjä/kuluttaja, brändin tunnettuus on tärkeää 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, ThermaSol USA:n höyrytuotemarkkinoilla ja

toisaalta Almost Heaven Saunas USA:n kuluttajienkin keskuudessa.

Kokonaisten saunojen osalta Harvialla pitäisi olla mahdollisuus hyödyntää sen tunnettua brändiä etenkin Euroopassa. Brändin merkitys ylipäänsä saunarakentamisessa on kuitenkin oletettavasti vähäisempää kuin kiukaissa, joka vähentää mielestämme tämän 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 isoimmassa 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 alalla tunnetut brändit

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 uusiin tuotekategorioidiin

6.

Hyvässä kasvussa oleva markkina

Potentiaali



- **Kasvun jatkaminen USA:ssa**, jota tukee markkinoiden kasvu ja tuore ThermaSol -yrityskauppa
- **Tuotevalikoiman laajentaminen** vahvemmin höyry- ja infrapunatuotteisiin
- **Täydentävät yritysostot** pirstaleisella globaalilla sauna- ja spa –markkinalla ovat jo luoneet omistaja-arvoa ja uskomme Harvian myös jatkavan täydentäviä yritysostoja mikäli hyviä kohteita löytyy.

Riskit



- **Kysynnän palautuminen nykyisen heikomman jakson jälkeen.** Korona-ajan kovan kysynnän ja sitä seuranneen osittain ostovoiman heikentymisestä johtuneen laskun jälkeen kysyntä on edelleen vähenemässä Euroopassa
- **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
- **Gloobalin ”saunatrendin” heikentyminen.** Saunan käyttö ja kysyntä on tällä hetkellä selvällä nousutrendillä globaalisti. Tämän trendin hiipuminen/kääntyminen vaikuttaisi negatiivisesti Harvian kysyntänäkymiin.

Toimiala- ja markkinakatsaus 1/4

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 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 2023 noin 3,5 miljardia euroa eli samalla tasolla kuin 2022, mutta noin 15 % yli vuoden 2019 tason. Ilman Venäjää (jossa Harvia ei enää toimi) markkina on noin 3 mrd. euroa. 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 on näkynyt ja voi näkyä vielä lähivuosina vastaavasti heikompana kysyntänä.

Karkean arvion mukaan 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.

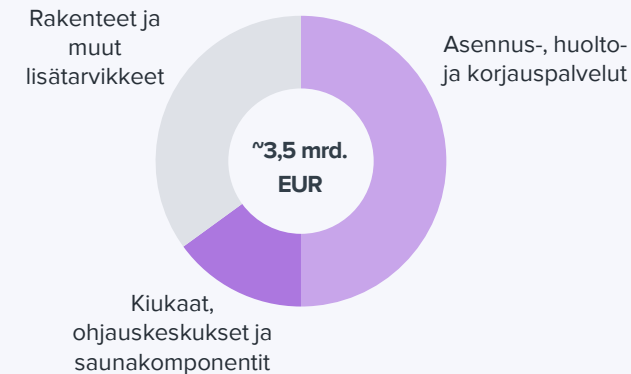
Maailmassa arvioidaan olevan yli 18 miljoonaa saunaa, joista noin 95 % on kotitalouksien käytössä. Näistä noin 6 miljoonaa on Venäjällä eli markkina on selvästi pienempi ilman Venäjää. Kotitalouksien lisäksi saunoja on kaupallisessa käytössä, kuten hotelleissa, kylpylöissä, kuntokeskuksissa ja uimahalleissa.

Harvian kohdemarkkina noin 1,5 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 ja yhtiön mukaan markkinan arvosta yli puolet. 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 tunnetaan parhaiten Keski-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa.

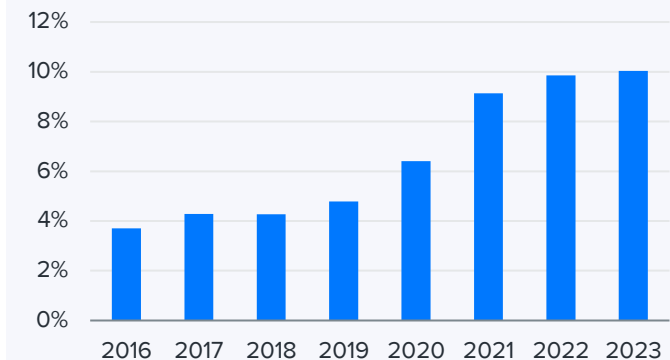
Harvian kohdemarkkinat muodostuvat kiukaista ja saunakomponenteista ml. höyrygeneraattorit ja infrapunasäätelijät, saunahuoneet, ohjauskeskukset ja muut lisätarvikkeet. Asennus-, korjaus- ja huoltotyö ei kuulu Harvian ydinliiketoimintaan, joten Harvian kohdemarkkina on arviomme mukaan noin 1,5 mrd. euroa.

Globaali sauna- ja spamarkkina



Lähde: Harvian arvio kokonaismarkkinasta 2023, kansainvälisen liikkeenjohdon konsulttiyhtiön tekemä selvitys Harvialle (2017) eri osa-alueiden suhteellisten osuuksien osalta

Harvian markkinaosuus kohdemarkkinasta



Lähde: Inderesin arvio *2023 markkina ilman Venäjää, jossa Harvia ei enää toimi

Toimiala- ja markkinakatsaus 2/4

Harvian ei pyri työvoimavaltaiseen palvelumarkkinaan, koska yrityksen fokus on enemmän tuotteiden valmistuksessa ja myynnissä, eikä sillä olisi palveluissa 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 sitoisi 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 arviomme mukaan noin 10 %.

Historiallisesti suhdannevakaa markkina

Sauna- ja spa-markkina on ollut historiallisesti suhdannevakaa, sillä suuri asennettu saunakanta ja erityisesti kiukaiden korvaaminen uusiin luo tasaista kysyntää. Yhtiön kokemuksen mukaan etenkin Suomessa ja muilla perinteisillä saunamarkkinoilla kiukaan tai muun saunan osan ikääntyessä se korjataan tai korvataan suhdanteesta huolimatta, joskin isompia ja/tai epäpakollisia remontteja voidaan lykätä. Markkina ei olekaan historiallisesti ollut riippuvainen/korreloinut esim. 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 %).

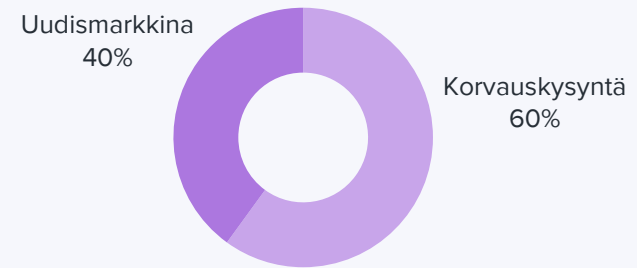
Vuosina 2022-23 kysyntä kuitenkin selvästi laski toisaalta sitä edeltäneen poikkeuksellisen korkean kysynnän myötä, mutta myös kuluttajien ostovoiman ja taloustilanteen heikentyessä.

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.

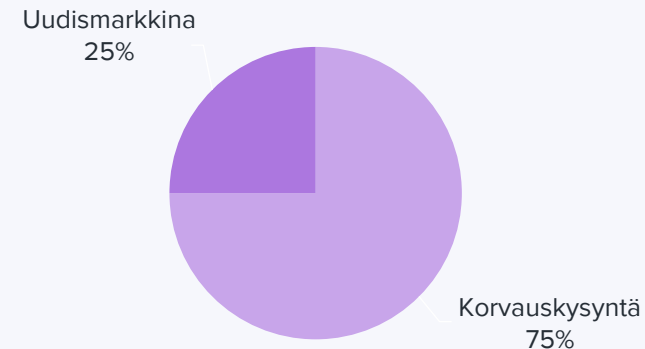
Kiukaiden ja muiden saunakomponenttien korvaaminen on suhteessa edullisempaa kuin saunakokonaisuuksien uusiminen ja niitä uusitaan useammin. Harvian johdon arvion mukaan kiuas uusitaan tai vaihdetaan kaupallisessa käytössä 2-5 vuodessa ja kotitalouksien käytössä noin 10-20 vuodessa. Kiuas- ja komponenttimarkkinasta 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



Lähde: Harvia, johdon arvio

Kiukaiden kysyntä



Lähde: Harvia, johdon arvio

Toimiala- ja markkinakatsaus 3/4

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 taas 2022 se laski. Harvian johto uskoo markkinoiden kasvavan lähivuosina yli 5 %:n vauhtia, kun vahva kasvu Euroopan ulkopuolella jatkuu (etenkin USA) ja Eurooppa toipuu nykyiseltä vauhdilta tasolta. Mikäli nykyisessä trendissä saunan suosion kasvun suhteen ei tapahdu oleellisia muutoksia, pidämme kasvuodotuksia realistisena. 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.

Sauna- ja spa-markkinoiden jakautuminen

Eurooppa hallitsee edelleen saunamarkkinoita ja sen osuus globaalista saunamarkkinasta on

Harvian mukaan noin 50 % ilman Venäjääkin, joista suurimmat ovat Suomi, Saksa ja Ruotsi. Venäjä yksin on globaalista saunamarkkinasta noin 15 %. Pohjois-Amerikan osuus globaalista markkinasta on 20-25 %, ja muun maailman yhteensä ~15 %.

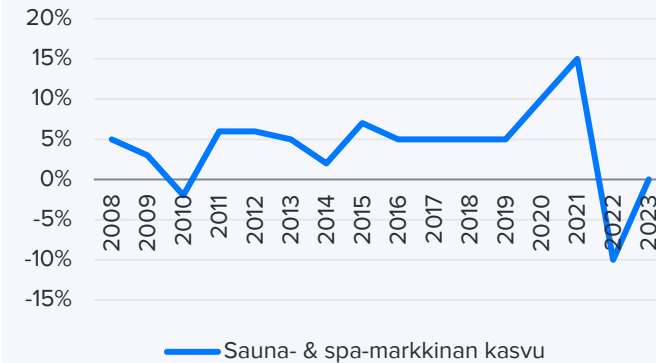
Pohjois-Eurooppa on globaalista markkinasta noin 15 % ja siellä on noin 4 miljoonaa saunaa, joista noin 2,5m Suomessa ja yli 0,5m Ruotsissa. Harvia on Suomessa markkinajohtaja ja Ruotsissa toinen TylöHelon (Sauna 360/Masco) jälkeen. Markkina muodostuu lähes kokonaan perinteisistä saunoista. Suuren saunakannan takia uudismarkkinan osuus on matala.

Keski-Euroopan osuus on 30-35 % ja siellä on 5-6 miljoonaa saunaa, joista lähes puolet Saksassa. Harvia on Saksan suurin kiuas- ja komponenttivalmistaja. Pohjois-Eurooppaan verrattuna ammattilais- ja kokonaisratkaisujen osuus on selvästi suurempi ja alueella on myös merkittävä infrapuna- ja höyrysaunamarkkina.

Pohjois-Amerikka (USA & Kanada) on kasvanut vahvasti (~15 % vuodessa 2019-23) ja vastaa nyt jo 20-25 % globaalista markkinasta. Alueella on arviolta 1-1,5 miljoonaa saunaa, jotka ovat enemmän yksityiskäytössä (~65 % markkinasta). Höyrysaunojen osuus on noin 20 %, infrapunaa 35-40 % ja perinteisten saunojen 40-45 % markkinasta. Harvia on alan johtava toimija. Uudismarkkinan osuus on iso, koska saunakanta on vähäinen ja myynti on usein kokonaisratkaisuja.

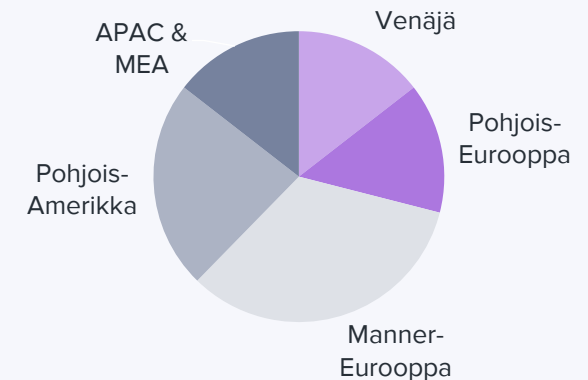
Muu maailma eli Aasia, Lähi-Itä ja Afrikka vastaa noin 15 % markkinasta ja siellä on 1-2 miljoonaa saunaa. Harvian kannalta tärkein yksittäinen markkina on Japani. Näillä alueilla kysyntä painottuu vahvasti ammattilaisratkaisuihin.

Arvioitu markkinakasvu



Lähde: Harvian johdon arvio, Inderes

Sauna & spamarkkinan jakautuminen (yht. 3,5 mrd. EUR)



Lähde: Harvia

Toimiala- ja markkinakatsaus 4/4

Harvia ottanut Pohjois-Amerikassa merkittävästi markkinaosuutta, mutta potentiaalia on yhä

Harvian mukaan Pohjois-Amerikan markkina oli 2023 kooltaan noin 800 MUSD ja se oli kasvanut noin 15 % vuodessa 2019 verrattuna. Tämä tarkoittaa markkinan olleen vain noin 450 MUSD vuonna 2019. Harvian toiminta Pohjois-Amerikassa oli 2018 lopulla varsin pienimuotoista ja keskittynyt kiukaiden vientiin, liikevaihdon ollessa vain 3 MEUR. 2018 lopussa ostettu saunavalmistaja Almost Heaven Saunas muutti kuitenkin Harvian asemaa alueella merkittävästi, ennen kaikkea USA:ssa, ja Harvia on kasvanut voimakkaasti sen jälkeen. Keskimääräinen vuotuinen kasvu 2019-23 on ollut 38 % ja se on ollut varsin tasaista (absoluuttisina euroina, kasvuprosentti on toki laskenut) sekä koronavuosina että niiden jälkeen. Viime vuonna Pohjois-Amerikka oli Harvian suurin alue, tuoden jo lähes 30 % liikevaihdosta ja tänä vuonna kasvu on jatkunut voimakkaana.

Harvian antamista markkinaluvuista voidaan arvioida, että yhtiön markkinaosuus koko Pohjois-Amerikan markkinasta on noussut vuoden 2019 reilusta 2 %:sta vuoden 2023 5 %:iin. Harvia on ollut tähän asti läsnä vain perinteisissä saunoissa, joiden osuus markkinasta on alle puolet kokonaismarkkinasta. Siten sen markkinaosuus perinteisten saunojen osalta oli noin 12 % vuonna 2023. Uskomme tämänkin suhteen yhtiöllä olevan edelleen varaa parantaa, joskin viime vuosina nähdyn kaltaista suhteellista parannusta (eli markkinaosuuden tuplaamista) on haastava toteuttaa uudestaan.

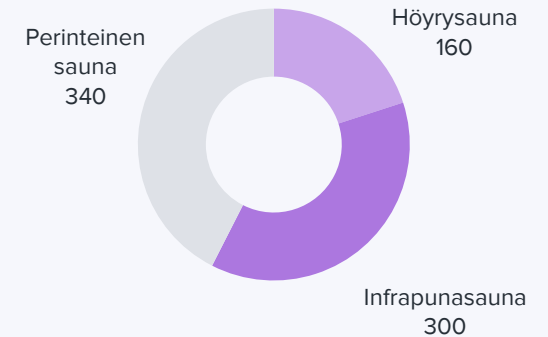
Harvian heinäkuussa ostama ThermaSol vie yhtiön täysin uuteen segmenttiin Pohjois-Amerikassa eli

höyrysaunoihin. Tämä markkinasegmentti oli viime vuonna noin 160 MUSD, kun ThermaSolin liikevaihto oli noin 13 MUSD. ThermaSolin markkinaosuus on siten noin 8 %. Yhdistämällä tämän Harvian lukuihin, Harvian ”pro forma markkinaosuus” viime vuonna olisi ollut noin 6,6 % tai laskettuna vain perinteisen saunan ja höyrysaunan markkinoista reilut 10 %. Harvian pyrkimyksenä on tuoda ThermaSolin osaamisella tuotteita myös halvempiin hintapisteisiin höyrypuolella, joissa yhtiö ei aiemmin ole ollut. Näemme siis hyvää potentiaalia kasvattaa edelleen markkinaosuutta Harvian nykyisissä segmenteissä.

Näiden lisäksi Harvialla on mahdollisuus kasvaa infrapunasaunoissa, joissa se ei ole vielä merkittävästi läsnä. Tätä yritetään sekä orgaanisesti että mahdollisesti yritysostolla.

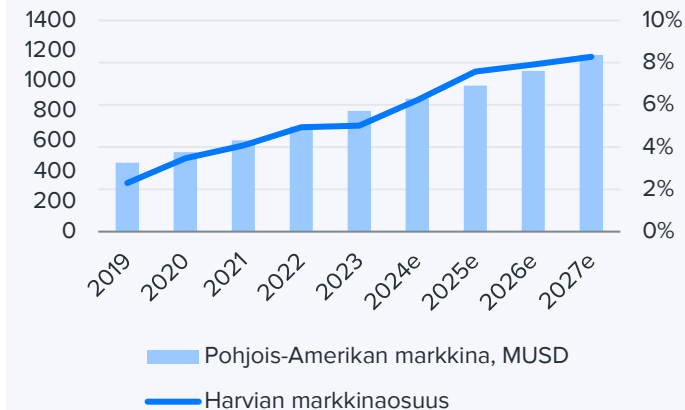
Jos oletettaisiin Pohjois-Amerikan markkinan kasvavan seuraavat 4 vuotta 10 % vuodessa, markkina olisi noin 1,2 mrd. USD vuonna 2027. Harvia ei ole kommentoinut koko markkinan kasvua, mutta höyrypuolen kasvuodotukseksi on kerrottu 5 % vuodessa 2028 saakka. Tässä esimerkissä oletamme kaikkien saunatyypin kuitenkin kasvavan saman 10 %. Mikäli Harvia parantaisi asemiaan tasaisesti kaikissa tuoteryhmissä esim. niin että 2027 perinteisissä saunoissa markkinaosuus oli 15 %, höyrysaunoissa 10 % ja infrapunasaunoissa 5 %, asettuisi liikevaihto jonkin verran yli 100 MUSD. Tämä on hieman yli nykyennustemme, mutta mielestämme realistinen skenaario, jota voidaan etenkin infrapunan osalta vauhdittaa yritysosto(i)lla.

Pohjois-Amerikan saunamarkkina (2023), MUSD



Lähde: Harvia

Harvian markkinaosuus nousee Pohjois-Amerikassa



Lähde: Harvia, Inderesin arvio ja ennusteet

Kilpailuympäristö

Harvia on alan johtaja

Globaali sauna- ja spa-markkina on suhteellisen hajautunut. Myös pääomasijoittajat ovat aktiivisia sektorilla. Tämän takia uskomme markkinan konsolidaation jatkuvan. Näemme Harvian jatkavan oman portfolionsa täydentämistä yritysostojen kautta.

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 saunarakaisuja, kiukaita ja ohjauskeskuksia myös kotikäyttöön sekä esim. uima-altaita. Klafs myytiin 23/24 vuodenvaihteessa USA:laiselle LVI-tuotteisiin, kuten kylpyhuoneisiin, keskittyneelle Kohlerille. 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 myyntikanavien kautta.

Globaalin sauna- ja spa-markkinan muita merkittäviä toimijoita ovat kiinalainen integraattori **SaunaKing** sekä Harvian suurin kilpailija kiuas- ja komponenttivalmistaja **Sauna 360**, jonka osti 2023

kesällä USA:lainen pörssiyhtiö Masco. Sauna360 on Harvian tavoin keskittynyt enemmän tuotteiden valmistamiseen kuin saunojen rakentamiseen tai huoltoon. Sen tuotemerkkejä on Tylö, Helo, Kastor-, Finnleo- ja Amerec. Yhtiö menetti markkina-asemiaan ja myyntiään aiempina vuosina, mutta onnistui 2021-22 kasvamaan yli 80 MEUR:n liikevaihtotasoon aiempien vuosien noin 50 MEUR:n tasoilta. Kasvu on tullut etenkin USA:sta, jossa se on käsittääksemme kasvanut etenkin höyry- ja infrapunatuotteissa (Amerec ja Finnleo-brändit). Yhtiö on käsityksemme mukaan edelleen Ruotsin markkinajohtaja, mutta Harvia on noussut entistä vahvemmaksi haastajaksi myös siellä. Sauna360:n kannattavuus on ollut selvästi Harviaa alhaisempi, mutta nousevalla trendillä viime vuosina. Mascon ostettua yhtiön 2023, ei sen lukuja enää ole julkisesti saatavilla. Masco on kokoluokaltaan Kohlerin kaltainen mm. kylpyhuoneisiin, uima-altaisiin ja muihin sisustus/rakennustuotteisiin keskittynyt yritys.

Edellä mainituiden kanssa kooltaan samaan kategoriaan mahtuu yhtiön käsityksen mukaan myös isoimmat infrapunasaunojen myyjät kuten **Golden Desings, Sunlighten** ja **Sauna Works / Clearlight**. Harvian infrapunamyynnin ollessa varsin pientä, nämä eivät kuitenkaan ole tällä hetkellä merkittävässä määrin suorita kilpailijoita Harvialle.

Sauna- ja spa-markkinalla toimii myös useita paikallisia yhtiöitä mm. **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) ja **Physiotherm** (infrapunasaunat).

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 yritysostojen ja kasvun kautta ja on sielläkin johtava toimija. Aasia-Tyynenmeren markkinoilla Harvia kuuluu top 5-10 toimijoihin.

Pienempiä perinteisten kiukaiden valmistajia on esim. **Narvi** (liikevaihto vajaat 11 MEUR 2023), joka on vahva Suomessa erityisesti puukiuasmarkkinoilla. Narvi siirtyi 2022 pääomasijoittajan omistukseen. Samaan kokoluokkaan on noussut designkiukaita valmistava Virolainen **Huum**. Muita 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.

Harvian kannattavuus alan parasta

Harvia tekee kilpailijoihin nähden toimialan parasta kannattavuutta ja sen liikevoittomarginaali on viimeisen 10 vuoden ajan ollut noin 20 %. Ne kilpailijat, joista löytyy julkisia lukuja on tehnyt tyypillisesti 5-10 %:n marginaalia. Kilpailijoidenkin suorituksesta näkyy korona-ajan aiheuttama myötätuuli ja toisaalta sen jälkeisen ajan haastavuus koko alalle, jonka myötä osa toimijoista on ollut tappiollisia viime vuosina. Harvian vahva kannattavuus johtuu nähdäksemme ainakin 1) omasta komponenttisuunnittelusta ja –tuotannosta 2) vahvasta brändistä ja 3) isojen volyymien tuomasta skaalaedusta.

Strategia 1/2

Harvian strategiset painopistealueet (julkistettu toukokuussa 2024)



Kokonaisvaltaisten saunakokemusten tarjoaminen

- Kokonaisvaltaisten järjestelmien ja ratkaisujen myynnin kasvattaminen
- Olla johtava toimija kaikissa saunatyypeissä kasvattamalla höyry- ja infrapunasaunojen osuutta
- Tuoda markkinoille uusia innovaatioita, mm. muotoilun käyttökokemuksen ja digitaalisten ratkaisujen suhteen

Strategisesti tärkeiden markkinoiden voittaminen

- Markkina-aluekohtaiset tavoitteet:
- Pohjois-Amerikassa kasvun jatkaminen kaikissa hintaluokissa, tuoteryhmissä ja kanavissa;
 - Euroopassa aseman vahvistaminen ja lyhyellä aikavälillä kasvu markkinan elpyessä;
 - APAC & MEA markkinoiden kehittäminen ”korkean potentiaalin maissa”
 - Lisäksi Harvia haluaa toimia aktiivisena konsolidoijana

Johtava asema kaikissa kanavissa

- ”oikea tuote oikeassa kanavassa”
- Jälleenmyyjille (B2B) paras pitkäaikainen kumppani
- Suoran kuluttajakanavan vahvistaminen
- Loppukäyttäjien tukeminen tuotteiden elinkaaren

Ensiluokkaiset operatiiviset toiminnot ja erinomaiset osaajat

- Operatiivisen toiminnan automatisointi sekä kapasiteetin voimakas kasvattaminen voimakkaasti kasvavilla markkina-alueilla
- Konsernin integraation tehostaminen tuottavuuden ja kasvun tukemiseksi
- Työntekijöiden kykyjen kehittäminen ja hyvinvoinnin tukeminen
- Toimintojen ja toimitusketjujen vastuullisuuden jatkuva kehittäminen

Strategia 2/2

Inderesin kommentit strategiasta

Näemme Harvian strategiset painopistealueet erittäin loogisena jatkumona aiempiin nähden ja kaikinpuolin järkevinä ja realistisina yhtiön tilanteeseen ja potentiaaliin nähden. Ne myös selvästi tukevat yhtiön taloudellisten tavoitteiden saavuttamista. Käymme alla läpi kunkin alueen.

Laajentuminen perinteisten tuotteiden ulkopuolelle jatkuu

”Kokonaisvaltaisten saunakokemusten tarjoaminen” tietyllä tavalla korvasi aiemman keskiostoksen kasvattamiseen tähdänneen tavoitteen, joka on jäljellä yhtenä elementtinä eli kokonaisvaltaisten ratkaisujen myynnin lisäämiseä – tämä on edelleen looginen tavoite ja Harvia on osoittanut pystyvänsä hyvään marginaaliin myös esim. kokonaisissa saunoissa. Molempien tavoitteiden ajatuksena on laajentaa Harvian tuoteportfoliota yhä laajemmin sauna&spa-markkinaan.

Höyrysaunojen osuuden lisäämiseksi Harvia teki jo yritysoston, jonka näemme strategisesti erittäin hyvänä. Höyry- ja infrapunapuolen lisääminen vahvemmin yhtiön valikoimaan kasvattaa selvästi sen kasvumahdollisuuksia ja on siten mielestämme erittäin järkevä suunta. Innovaatioiden tuominen markkinoille on normaali osa minkä tahansa yhtiön toimintaa. Harvian markkinoilla tuotteet muuttuvat melko hitaasti, emmekä siten näe isojen innovaatioiden tuomista markkinoille kriittisenä Harvialle

Maantieteellisesti fokus laajenemisesta tärkeisiin markkinoihin

”Strategisesti tärkeiden markkinoiden voittaminen”

korvasi aiemman ”maantieteellisen laajentumisen” ja yhtiö onkin selvästi sanonut että maantieteellinen peitto on jo riittävä ja nyt pitää keskittyä erityisesti niihin markkinoihin, joissa potentiaali on merkittävä.

Kasvu on viime vuosina tullut Harvialle Euroopan ulkopuolelta ja siellä markkinoilla on selvästi enemmän kasvupotentiaalia, johon yhtiönkin tavoitteet viittaa ja nojaa. Mielestämme yhtiön vahva brändi ja hyvät tuotteet tukevat laajentumismahdollisuuksia myös uudemmilla saunamarkkinoilla. Yritysostojen ristiinmyynnin kehittämisellä voidaan mielestämme tukea myynnin kasvua, esim. höyry- ja ammattilaisuus tuotteiden osalta.

Yritysostojen suhteen Harvia oli jo tänä vuonna aktiivinen. Hyviä kohteita on kuitenkin rajallisesti joten vaikka jatkossakin kauppvoja nähdään, ne voivat tulla harvakseltaan.

Suora kuluttajamyynti korostuu etenkin USA:ssa

”Johtava asema keskeisissä kanavissa” on tavoitteena uusi yhtiölle ja tuo esiin hieman muuttunutta jakelukanavarakennetta. Suoran kuluttajakanan vahvistaminen liittyy nähdäksemme tässä vaiheessa lähinnä USA:n markkinaa, jossa se on jo merkittävä osa (noin kolmannes) yhtiön myynnistä. Myös APAC & MEA – alueella voisi mielestämme olla potentiaalia ottaa myyntikanavaa enemmän omiin käsiin, kun taas Euroopassa rakenne on historiallisesti muotoutunut jälleenmyyjävetoiseksi, joka tuskin merkittävästi muuttuu lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä.

Harvialla on joissain tuoteryhmissä, kuten perinteisissä kiukaissa, hyvinkin laaja tuotevalikoima, kun taas osassa markkinaa sillä on selvästi aukkoja. Tuotevalikoiman selkeyttäminen ja

kohdentaminen oikeille markkinoille ja kanaviin kuulostaakin mielestämme hyvältä tavalta kehittää valikoimaa joutumatta kasvattamaan sitä oleellisesti.

Toiminnan tehokkuus on jo hyvällä tasolla

Kolmen aiemmin mainitun tavoitteen ”pohjana” toimii ”ensiluokkaiset operatiiviset toiminnot ja erinomaiset osaajat” –tavoite, joka aiemmissa tavoitteissa oli nimellä ”tuottavuuden parantaminen”. Harvian tuotannon ja muunkin toiminnan tehokkuus on jo erinomaisella tasolla, mutta mm. integroimalla vahvemmin aiemmin ostettujen yritysten tuotantoa ja toimintaa näemme edelleen parantamisen varaa tälläkin saralla.

Jatkuva tehokkuuden parantaminen ja henkilöstöstä huolehtiminen kuuluu toki jokaisen yhtiön normaalin tekemiseen. Kapasiteetin kasvua uskomme yhtiön jatkavan etenkin vahvassa kasvussa olevassa Pohjois-Amerikassa, kun taas esim. Muuramen tuotantolaitoksesta (perinteiset kiukaat ja saunat) on mahdollista käsityksemme mukaan tuottaa merkittävästi nykyistä suurempia volyymeita nykyisellä laitteistolla eli vain työvuoroja lisäten.

Taloudelliset tavoitteet



Taloudelliset tavoitteet (päivitetty toukokuussa 2024, aiemmat annettu listautumisen yhteydessä 2018)

Liikevaihdon vuotuinen kasvu keskimäärin 10 %

- Tavoite nousi aiemmasta ”yli 5 % tasolta”, mutta sisältää nyt myös yrityskauppojen vaikutuksen
- Harvia uskoo kuitenkin markkinoiden kasvavan yli 5 % lähivuosina ja yhtiön jatkavan markkinaosuuden ottamista, jolloin organisaation kasvun pitäisi nousta lähelle 10 %.
- ThermaSol –kaupan tukemana odotamme Harvian ylittävän tavoitteen ja 2023-27 keskimääräisen kasvun olevan 12 % (CAGR)

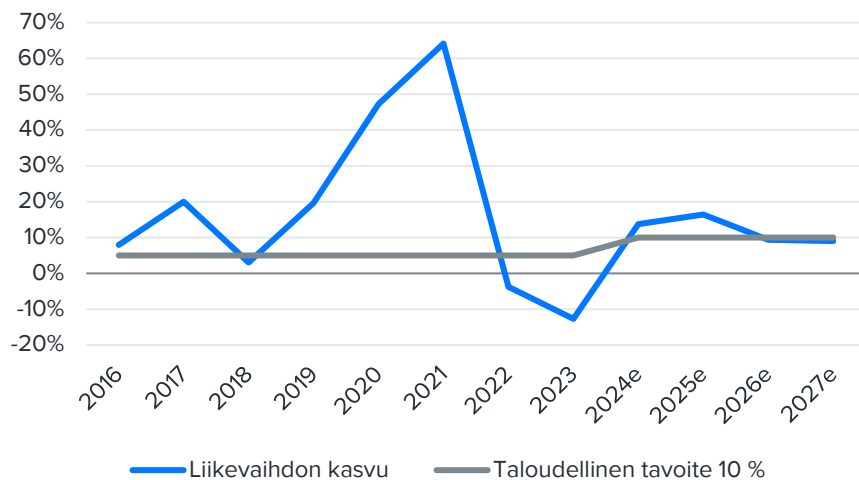
Oikaistu liikevoittoprosentti yli 20 %

- Tavoite pysyi ennallaan
- Harvian kannattavuus on historiallisesti ollut tavoitteen molemmin puolin, viime vuosina sen yläpuolella. Uskomme Harvian pystyvän myös jatkossa tavoiteltuun marginaalitasoon
- Kasvu tukee operatiivisen vivun kautta kannattavuutta, mutta toisaalta kasvuun vaadittavat panostukset (kiinteiden kulujen nousu) ja yritysostojen mahdollinen heikentävä vaikutus rajaa marginaalinousua

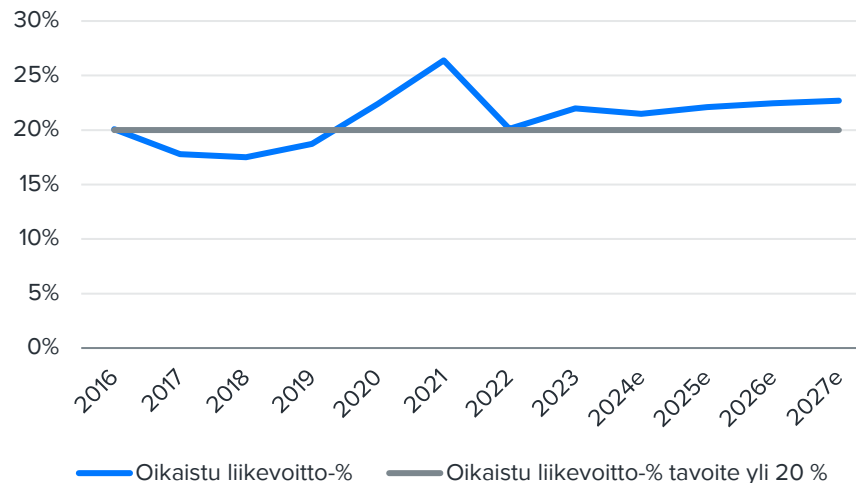
Nettovelka / oikaistu käyttökate <2,5x

- Tavoitteesta poistettiin aiempi 1,5x alaraja, joka oli käytännössä merkityksetön
- Harvian kassavirta on vahva ja investointitarpeet pienehköjä eli normaalitilanteessa yhtiö pystyy lyhentämään hyvin velkaansa ja sitä lisäävät lähinnä mahdolliset yritysostot
- ThermaSol –kauppa huomioiden taso oli Q2'24:n lopussa 1,4x ja uskomme Harvian pysyvän tavoitteessa jatkossakin

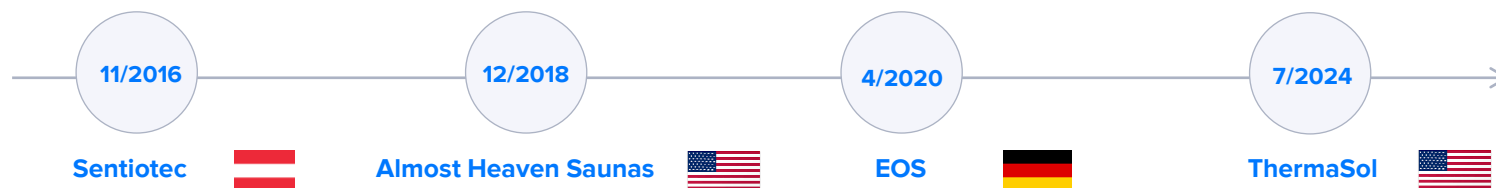
Liikevaihdon kasvutavoite



Liikevoitto-% tavoite



Harvian toteuttamat merkittävät yritysostot



	11/2016	12/2018	4/2020	7/2024
Liikevaihto	7,4 MEUR (2015)	~8 MEUR (2017)	17,3 MEUR (2019)	14,4 MUSD (2023)
Kannattavuus	Harviaa heikempi hankintahetkellä (EBITDA <10%)	EBITDA neg. (2017)	Oik. EBITD-%: 16,5 % (2019)	Oik. EBITDA-%: 17,2 % (2023)
Kauppahinta	4,5 MEUR	4 MEUR (EV/S ~0,5x)	19,7 MEUR (EV/EBITDA ~8x) + toisen erän kauppahinta 19 MEUR (7/22) samalla kertomella edeltävältä 12 kk:lta	30,4 MUSD (EV/EBITDA ~12x)
Omistusosuus	100 %	100 %	78,6 % Saksan ja 80 % Venäjän liiketoiminnoista (lopun Saksan toiminnoista ostettiin 7/22, Venäjän toiminnot myytiin 3/23)	100%
Henkilöstömäärä	73	Noin 40	Noin 150	Noin 40
Päämarkkinat	Keski-Eurooppa	Yhdysvallat	Keski- ja Itä-Eurooppa, Venäjä	Yhdysvallat
Tuotemerkit				
Tuotetarjoama	Korkeamman hintaluokan kiukaat, ohjauskeskukset, saunahuoneet ja oheislaitteet	Edullisemman hintaluokan ulko- ja sisäsaunat (mm. tynnyrisaunat)	Ammatti- ja premium-luokan kiukaat ja höyrygeneraattorit (EOS), kaasukäyttöiset kiukaat (Kusatek), ohjausyksiköt ja elektroniikka (Spatronic)	Höyrysaunat ja –suihkut ja niiden komponentit

Historiallinen kehitys

Liikevaihdon kasvu on ollut voimakasta

Vuoden 2016 Sentiotec-yrityskauppaan asti Harvian liikevaihdon kehitys oli melko tasaista (matalia yksinumeroisia kasvuprosentteja), 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 kasvavilla perinteisillä saunamarkkinoilla (Suomi, Skandinavia 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. Tämä oli myös 2014 omistajaksi tulleen CapManin ja silloisen johdon luoma strategia, joka toimi hyvin.

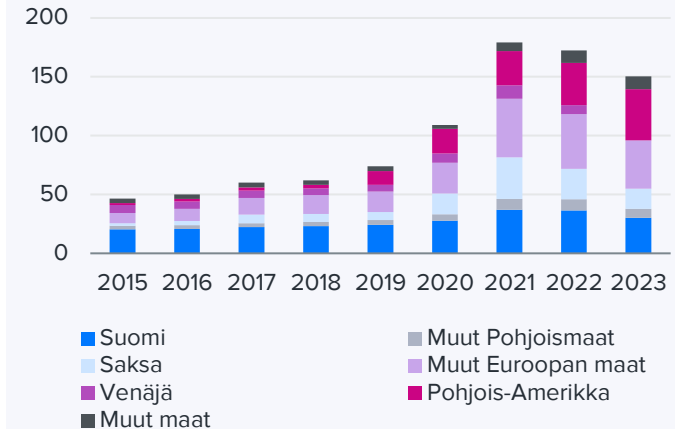
Yritysostojen tukemana kasvuvauhti oli kuitenkin sekä 2017 että 2019 noin 20 %, jonka jälkeen korona räjäytti kysynnän kattoon ja osittain yritysostojen tukemana kasvu oli 47 % ja 64 % 2020 ja 2021. Tahti jatkui kovana vielä Q1'22, mutta kokonaisuutena 2022 laski 4 % kysynnän heikennyttyä koronan tukeman kotoilubuumiin hiivuttua ja kuluttajien ostovoiman heikentyessä inflaation noustua. 2023 laskua tuli 13 % tai ilman Venäjältä vetäytymisen vaikutusta 9 %.

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 arviomme 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 %:n tavoitteen, ollen yli 26 %. Liikevaihdon laskusta huolimatta marginaali pysyi yli 20 %:n 2022 ja kohosi 22 %:iin 2023.

Liikevaihto markkinoittain (MEUR)



Lähde: Harvia

Oikaistu liikevoitto (MEUR)



Lähde: Harvia

Taloudellinen tilanne

Tase on liikearvoa lukuun ottamatta varsin kevyt

Harvian tase on ollut vahvalla tasolla vuoden 2018 listautumisesta lähtien, jolloin yhtiö käytti kerätyt pääomat lähes täysimääräisesti osakaslainojen takaisinmaksuun. Yhtiön omavaraisuus on ollut viime vuosina hyvällä 40-50 % tasolla.

Harvian taseen varat puolella merkittävä erä on rakennejärjestelyistä ja yritysostoista syntynyt liikearvo, joka vastaa kolmannelta 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 (vajaa 20 %) ja myyntisaamiset (reilut 10 %). Harvialla oli myös paljon käteistä Q2'24 lopussa, joka osin käytettiin jo Q3:n puolella tehtyyn ThermaSol -kauppaan.

Velkapuolella yhtiön tase on varsin suoraviivainen. Osakepääomaa on noin puolet eli omavaraisuus on vahva ja toisesta puolesta pääosan haukkaa pitkäaikainen korollinen velka. Ostovelat ovat reilut 10 % eli nettokäyttöpääomaa yhtiöllä on noin 15 % taseen loppusummasta tai 20-25 % suhteessa liikevaihtoon.

Pääoman kierto on hyvä

Kevyen taseen ansiosta yhtiön pääoman kierto on hyvä, etenkin jos pääomasta poistetaan liikearvo. Tällöin tarkastellaan käytännössä yhtiön operatiivisten varojen tuottavuutta. Tämän ja hyvän marginaalitaso ansiosta yhtiö pystyy selvästi arvoa luovaa pääoman tuottotasoon (ROIC noin 20 %). Tulevina vuosina yhtiö pystyy kasvamaan ilman merkittäviä investointeja tuotantokapasiteettiin

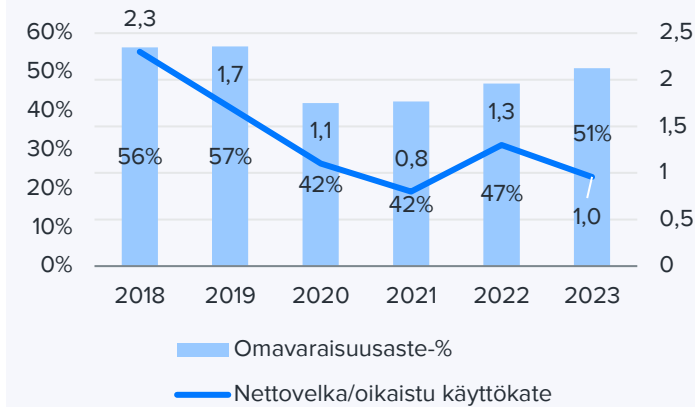
(joskin USA:ssa niitä tullaan ainakin tekemään), jonka pitäisi tehdä kasvusta hyvin kannattavaa pääoman tuoton ja kassavirran kannalta.

Tase selvästi tavoitetta vahvempi ja mahdollistaa yritysostojen jatkamisen

Yhtiön velkaantuneisuuden taloudellisena tavoitteena on säilyttää nettovelan ja oikaistun käyttökateen suhde alle 2,5x. Harvia on onnistunut tässä tavoitteessa läpi pörssihistoriansa hyvin ja suhde on ollut pääosin laskutrendillä. Q2'24:n lopussa suhdeluku oli jo alle 1x, mutta huomioiden heinäkuussa tehty yrityskauppa luku olisi ollut noin 1,4x.

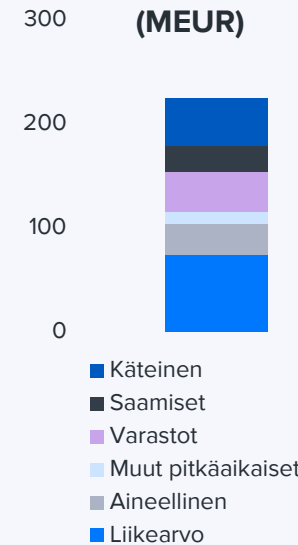
Yhtiö haluaa pitää taseessa liikkumavaraa yritysostojen varten ja uskommekin että velkaisuus nousee aina kun yrityskauppa saadaan aikaan ja muutoin laskee tuloskasvun ja kassavirran myötä. Koska yritysostot ovat tärkeä osa Harvian strategiaa, uskomme sen hyväksyvän taseen vahvistumisen nettovelattomaksikin ennen kuin voitonjakoa lisittäisiin merkittävästi. Harvia voisi ThermaSol-kaupan jälkeenkin ottaa tasetavoitteensa puitteissa noin 50 MEUR lisävelkaa. Historiaa katsoen ja, arviomme mukaan, mahdollisten yrityskauppojen koko mahtuu hyvin tämän määrän alle. Harvialla on myös mahdollisuus ylittää tilapäisesti tavoitetaso yrityskaupan yhteydessä.

Taseasema

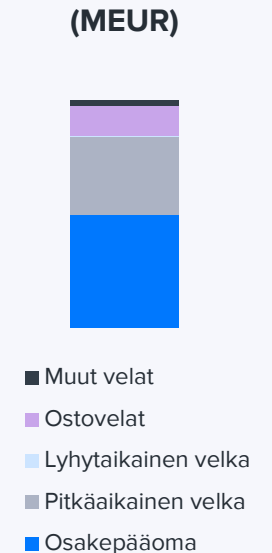


Lähde: Harvia

Taseen varat Q2'24 lopussa (MEUR)



Taseen velat Q2'24 lopussa (MEUR)



Lähde: Harvia

Ennusteet 1/4

Ennustamme orgaanista kehitystä

Mallinamme Harviaa sen maantieteellisten segmenttien liikevaihdon sekä yhtiötason bruttokatteen, kulujen ja siten liikevoiton kehityksen kautta. Harvia muutti segmenttijakoan tämän vuoden alussa ja vertailulukujen puutteen vuoksi ennustamme vielä toistaiseksi vanhan segmenttijaon pohjalta, mutta tulemme ensi vuodesta alkaen siirtymään ennustamaan nykyisellä segmenttirakenteella. 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. Kuten aiemmin todettu, yhtiö on asettanut pitkän aikavälin tavoitteiksi keskimäärin 10 %: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 vuosina pääosin pystynyt.

Liikevaihto kääntynyt nousutrendille

Harvian liikevaihto kääntyi Q2'22 laskuun, kun korona-ajan tuoma kysyntä laantui ja toisaalta kiihtyvä inflaatio ja Venäjän sodan tuoma epävarmuus alkoivat vaikuttaa kuluttajakysyntään laajemminkin, etenkin Euroopassa. Liikevaihto laski Q3'23 asti, kääntyi pieneen nousuun sen jälkeen ja Q2'24 kasvu oli huikeat yli 20 %. Kasvu veti Pohjois-Amerikka ja APAC & MEA –

segmentit, Euroopan ollessa edelleen vaisu.

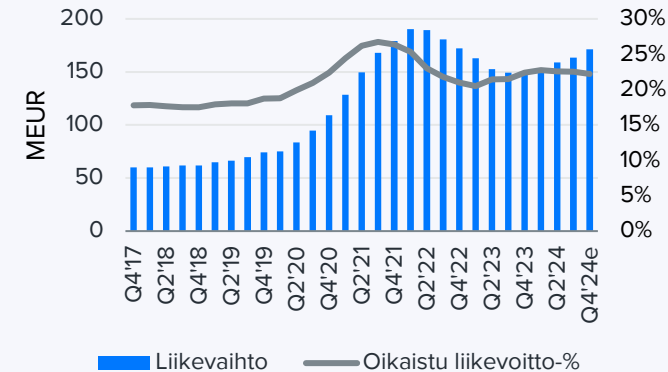
Ennustamme liikevaihdon jatkavan nousutrendillä, jota tukee heinäkuussa tehty ThermaSol-yrityskauppa, joka nostaa Pohjois-Amerikan kasvulukuja. Orgaanisesti odotamme kasvun olevan Q3:lla hieman alkuvuotta (noin 11 %) vaisumpaa, mutta kiihtyvän 10 %:n tasoon Q4:llä. Orgaanista kasvua vetää viime vuosilta tuttuun tapaan Pohjois-Amerikka ja APAC & MEA –alue, jossa markkinan kasvu ja Harvian potentiaali on edelleen selvästi Eurooppaa suurempi. Euroopassa odotamme pientä kasvua H2:lla (3-5 %).

Koko vuodelle 2024 tämä tarkoittaa 14 %:n liikevaihdon kasvua tai orgaanisesti noin 10 %. Ennustamme liikevaihdon päätyvän vielä viime vuotta alemmaksi Pohjois-Euroopan alueella ja nousevan hieman Keski-Euroopassa. Pohjois-Amerikassa odotamme yrityskaupan vauhdittamana lähes 40 %:n kasvua ja myös APAC & MEA –alueelta puhtaasti orgaanisesti yli 30 %:n kasvua. Kasvualueilla uskomme Harvian jatkavan markkinaosuuksien voittamista kilpailijoilta, jota tukee raportissa aiemmin mainitut kilpailuedut.

Vahvan kasvun vuosia edessä

Vuosina 2025-27 odotamme markkinoiden palautuvan noin 5 %:n trendikasvuun tai sen ylikin, kuten Harvia itse odottaa. Uskomme myös Harvian jatkavan markkinaosuuksien ottamista, etenkin USA:ssa, jossa se pystyy yrityskaupan myötä ottamaan vahvemman aseman höyrytuotteissa ja pyrkii myös tuomaan enemmän infrapunatuotteita markkinoille.

12kk rullaava liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Harvia, Inderesin ennusteet

Liikevaihdon kehitys vuosittain



Lähde: Harvia, Inderesin ennusteet

Ennusteet 2/4

ThermaSol-oston tukeman odotamme Harvian ylittävän keskimääräisen 10 %:n kasvutavoitteen lähivuosina ja orgaanisestikin kasvun olevan 10 %:n tuntumassa.

Vuodelle 2025 ennustamaamme 16 %:n (orgaanisesti 12 %) kasvua vetää edelleen Pohjois-Amerikka ja muut maat –segmentit noin 20 %:n orgaanisella kasvulla, jota tukee Pohjois-Amerikassa höyryliiketoiminnan kasvu. Odotamme ensi vuonna myös Euroopan markkinoiden palautuvan viime vuosien heikolta tasolta ja kasvavan noin 5 %. Muut maat segmentissä etenkin Japani on jo nyt Harvialle tärkeä ja siellä yhteisyritys jakelukumppani Bergmanin kanssa tulee uskoaksemme tukemaan kasvua tulevina vuosinakin. Yhtiö on aiemmin sanonut tavoittelevansa Japanista Venäjän myynnin korvaajaa (joka oli ennen koronaa noin 6 MEUR / vuosi ja parhaimmillaan yli 10 MEUR).

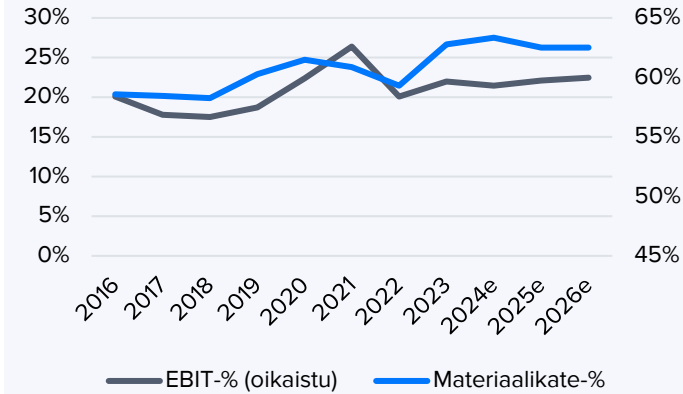
Vuodelle 2026-27 ennustamme 9 %:n liikevaihdon kasvua eli edelleen varsin hyvää vauhtia. Tätä vetää tuttuun tapaan Pohjois-Amerikan ja APAC & MEA–segmenttien kaksinumeroinen kasvu, Euroopan markkinoiden kasvun tasaantuessa hieman alle 5 %:n tasolle. Tämäkin kasvuvauhti tarkoittaa odotuksiemme mukaan Harvian kasvavan hieman markkinoita nopeammin. Odotamme sen tapahtuvan etenkin Harvian tuotevalikoiman laajentumisella myös höyry- ja infrapunasaunoihin/tuotteisiin, joissa sen tarjonta on historiallisesti ollut vähäistä.

Liikevoittomarginaali pysyy tavoitteen mukaisella yli 20 % tasolla

Harvian materiaalikate oli 2019-21 hieman historiallista tasoa korkeampi eli yli 60 %, jota uskomme tukeneen korkean kysynnän tuoma suotuista hinnoittelu sekä täydellä tehokkuudella käynyt tuotanto. Yhtiö onnistui kuitenkin viime vuonna nostamaan materiaalikatteen kaikkien aikojen parhaalle tasolle, reiluun 63 %:iin ja tämän vuoden alkupuolen taso oli yli 64,5 %. Tätä tukee Harvian kasvu Euroopan ulkopuolella, jossa tyypillisesti tuotteiden hinnat ja materiaali-/bruttokatteet ovat Eurooppaa ja etenkin Suomea korkeampia. Liikevoittotasolla eri alueiden marginaaliero on käsityksemme mukaan pienempi. Materiaalikatteen parantumista on tukenut myös tuotannon tehostuminen sekä tasoittuneet raaka-ainekulut, josta tuli käsittääksemme myös hieman tilapäistä tukea.

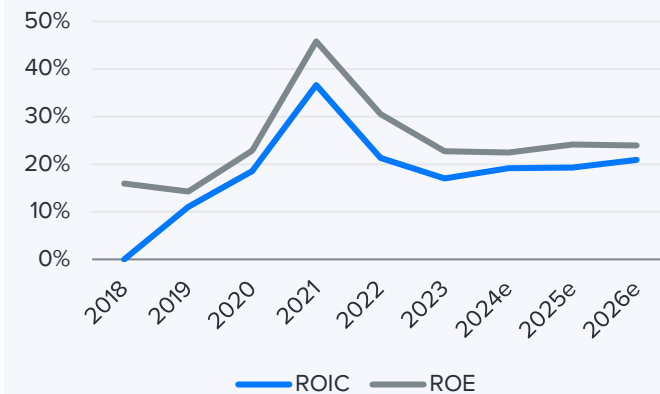
Myös tälle vuodelle ennustamme yli 63 %:n materiaalikatetta, jota tukee jo alkuvuonna saavutettu korkea taso. Emme usko huipputasojen säilyvän jatkossa, mutta yhtiön pystyvän 2025-26 kuitenkin historiaansa nähden hyvään noin 62,5 % tasoon. Tähän vaikuttaa arviomme mukaan hieman negatiivisesti ThermaSol –kauppa (jossa ainakin lähivuosina kate on mielestämme heikompi), kun taas vauhdikas orgaaninen kasvu Euroopan ulkopuolella tukee materiaalikatetta. Harvian mukaan markkinoilla 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-%



Lähde: Harvia, Inderesin ennusteet

Pääoman tuotot ovat hyviä



Lähde: Inderes

Ennusteet 3/4

Vaikka Harvia on pystynyt pitämään liikevoittomarginaalinsa vahvana, kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon (kiinteät kulut tässä tapauksessa on kaikki henkilöstökulut + liiketoiminnan muut kulut) ovat nousseet viime vuodet. Tähän vaikuttaa sekä laskenut liikevaihto että viime aikoina yhtiön panostukset kasvuun eli esim. henkilöstön palkkaaminen. Odotamme tässä suunnan kääntyvän ensi vuonna ja liikevaihdon kasvun tuovan operatiivista vipua ja tukea kannattavuudelle. Toisaalta Harvia jatkaa myös kasvun tukemista, joten merkittävää laskua kiinteät kulut/liikevaihto –suhteessa ei ole syytä odottaa. Tuotannon osalta henkilöstökulut joustavat jossain määrin myös ylöspäin, kuten aiemmin todettu.

Tälle vuodelle ennustamme oik. liikevoittomarginaalin olevan 21,5 %, hieman H1-tasoa heikompi, johtuen lähinnä ThermaSol:n heikentävästä vaikutuksesta. Ensi vuodelle ennustamme hieman matalampaa materiaalikatetta, mutta toisaalta matalamman kiinteät kulut / liikevaihto -suhteen myötä ennakoimme marginaalin pysyvän lähes ennallaan. ThermaSol –kaupan synergioiden realisoituessa ja kasvun jatkuessa uskomme marginaalin nousevan lievästi 22-23 % tasoon 2026-27.

Osakekohtainen tulos ja osinko

Harvian velkaantuneisuus on ThermaSol-kaupan jälkeenkkin varsin maltillista ja siten rahoituskulut kohtuullisen pieniä. Ennustamme noin 3 MEUR:n rahoituskuluja tälle ja ensi vuodelle ja sen jälkeen laskevan velan myötä pienenevää rahoituskulua. Veroprosentin odotamme olevan viime vuosien

vaihteluvälin ylälaidassa eli noin 24 % vuosina 2024-26. Veroprosenttia nostaa hieman korkeaveroisempien maiden lisääntynyt osuus tuloksesta.

Ennusteissamme vertailukelpoinen osakekohtainen tulos nousee reilut 10 % vuonna 2024, yli 15 % 2025 ja 12 % 2026. Näin vuonna 2026 tehtäisiin jo kaikkien aikojen korkein osakekohtainen tulos (EUR 1,93 vs. 1,85 vuonna 2021).

Harvia on perinteisesti jakanut melko suuren osan voitostaan osinkoina. Vuoden 2021 osinkopäätöksen yhteydessä yhtiö 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 on pystynyt jatkamaan osingon nostamista viime vuosien heikentyneestä tuloksesta huolimatta. Osingonjakosuhte viime vuodelta oli terveellä 55 %:n tasolla, jonka uskomme yhtiön suunnilleen ylläpitävän myös tulevana vuosina (50-60 %). Tälläkin osingonjakosuhteella yhtiön velkaisuus vähenee reippaasti hyvän kassavirran ansiosta ja mahdollistaa siten myös uudet yritysostot.

Tase säilyy vahvana myös ennusteissa

Harvian nettovelka/käyttökate on karkeasti 1x –tasolla 2024-25 ja laskee sen jälkeen ennusteissamme nollaan 2027 loppuun mennessä. Harvialla on siis hyvin mahdollisuuksia uusiin yritysostoihin, joita se tavoittelee. Mikäli

ostokohteita ei löydy, tai jos ostot ovat pienehköjä, Harvia voisi optimoida taserakennettaan myös ylimääräisellä osingolla. Yhtiöllä näyttää kuitenkin olevan selkeä tähtäin jatkaa yritysostoja ja siten merkittävä osingonjaon kasvattaminen lähivuosina 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 %:n 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 vahvistuminen heikentää suhteellisesti jonkin verran oman pääoman tuottoja. Esim. käyttämällä varoja onnistuneisiin yritysostoihin ja/tai isompiin osinkoihin, voitaisiin oman pääoman tuottoa parantaa entisestään.

Ennusteet 4/4

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	46	50	60	62	74	109	179	172	151	172	200	219
Materiaalit ja palvelut	-19	-20	-25	-26	-29	-42	-70	-70	-56	-63	-75	-82
<i>Materiaalit ja palvelut (% liikevaihdosta)</i>	<i>-38,7 %</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>-37,2 %</i>	<i>-36,6 %</i>	<i>-37,5 %</i>	<i>-37,5 %</i>
Materiaalikate	28	29	35	36	45	67	109	102	94	109	125	137
<i>Materiaalikate-%</i>	<i>61,3 %</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>62,8 %</i>	<i>63,4 %</i>	<i>62,5 %</i>	<i>62,5 %</i>
Liiketoiminnan muut tuotot	0,6	0,4	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,7	1	0,4	0,5	0,5
Henkilöstökulut	-9	-10	-12	-13	-15	-21	-31	-31	-29	-33	-38	-41
<i>Henkilöstökulut (% liikevaihdosta)</i>	<i>-20,2 %</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>-19,2 %</i>	<i>-19,4 %</i>	<i>-18,8 %</i>	<i>-18,6 %</i>
Liiketoiminnan muut kulut	-7	-8	-12	-12	-14	-20	-26	-30	-27	-32	-36	-39
<i>Liiketoiminnan muut kulut (% liikevaihdosta)</i>	<i>-16,0 %</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>-18,0 %</i>	<i>-18,7 %</i>	<i>-18,0 %</i>	<i>-18,0 %</i>
Käyttökate (EBITDA)	12	11	11	12	16	27	52	42	39	44	52	57
EBITDA-%	26,4 %	22,6 %	18,6 %	18,6 %	22,2 %	24,5 %	29,3 %	24,4 %	26,1 %	25,6 %	25,9 %	26,1 %
Poistot	-1,6	-1,6	-1,9	-2,2	-3,1	-4,3	-5,8	-7,5	-6,1	-6,9	-7,7	-8,0
Oikaistu liikevoitto		10	11	11	14	24	47	34,6	33	37	44,2	49,2
<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>22,0 %</i>	<i>21,6 %</i>	<i>22,1 %</i>	<i>22,5 %</i>
Vertailukelpoisuuteen vaikuttavat erät		-0,4	-1,4	-1,5	-0,5	-2,1	-0,6	-1,5	-0,6	-1	-0,5	-0,3
Liikevoitto (EBIT)	10,6	9,7	9,3	9,4	13,3	22,4	46,6	36,1	33,1	37,1	43,7	48,9
EBIT-%	22,9 %	19,4 %	15,4 %	15,1 %	18,0 %	20,5 %	26,0 %	21,0 %	22,0 %	21,6 %	21,9 %	22,3 %

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
	Vanha	Tot.		%	Vanha		Uusi	%	
Liikevaihto	171	172	0 %	199	200	0 %	218	219	0 %
Käyttökate	43,6	44,0	1 %	51,2	51,4	0 %	56,7	56,9	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	38,1	38,4	1 %	44,0	44,2	0 %	49,0	49,2	0 %
Liikevoitto	36,8	37,1	1 %	43,5	43,7	0 %	48,7	48,9	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,45	1,46	1 %	1,70	1,71	0 %	1,92	1,93	0 %
Osakekohtainen osinko	0,72	0,72	0 %	0,80	0,80	0 %	1,00	1,00	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Perinteiset arvostusmenetelmät toimivat hyvin

Harvia on profiililtaan kasvava ja hyvää tulosta tekevä laatu-yhtiö. Tämä mahdollistaa hyvin sekä DCF-mallin että tulospohjaisen arvostuksen hyödyntämisen arvonnäilyksessä ja tekee myös osinkotuotosta ennustettavan. Korona ajan riipeä kasvu ja toisaalta tuloslasku 2022-23 luo kuitenkin edelleen jonkin verran haastetta arvonnäilykselle. Tilanne alkaa kuitenkin tältä osin selkiytymään ja liikevaihtotrendi on kääntynyt taas nousuun. Tuotto-odotuksessa katsomme lähivuosien tulos- ja kassavirtatasoja sekä niiden kasvua, osinkoja sekä mahdollista arvostuskertoimien muutosta.

Vahva keskipitkän aikavälin näkymä on hinnoiteltu osakkeeseen

Odotamme Harvialta hyvää vuosittaista kasvua tästä vuodesta alkaen pitkälle 2030-luvulle asti ja yhtiö on osoittanut laatunsa / marginaalin pitävyyden myös haastavien 2022-23 vuosien aikana. Vaikka Harvian kertoimet ovat mielestämme lähivuosille korkeat, huomioimme että odotamme yhtiön tuloskasvun ja hyvän kassavirran painavan kertoimia alemmas vuosien kuluessa. Korkea arvostus kuitenkin pitää tuotto-odotuksen mielestämme heikkona.

Arvostusmielessä vuodelle 2024 ennustamamme P/E noin 30x ja EV/EBIT 22x ovat mielestämme korkeita. P/E pysyy yli 20x myös vuosina 2025-26, kun taas EV/EBIT painuu 2026 17x –tasolle. Kertoimet ovat myös reippaasti verrokkiryhmän keskimääräisten tasojen yläpuolella, joskaan emme näe ryhmän sen olevan suoraan rinnastettavissa Harviaan.

Tuloskasvun ja osingon kautta hahmoteltuna (eli

olettaen nykyarvostuksen säilyvän) pääsemme 10-15%:n tuotto-odotukseen. Tässä kannattaa lisäksi huomioida, että ennusteillamme Harvian nettovelka/käyttökate pysyy matalana (alle 1,5x), kun tavoite olla alle 2,5x. Tämä mahdollistaa yhtiöltä joko suurempaa voitonjakoa tai yritysostoja, jotka nähdäksemme tukevat tuotto-odotusta. Harvia pyrkii tekemään yritysostoja jatkossa.

Eri arvostusmenetelmien summana arvioimme käyvän arvonnäilyksen Harvialle olevan noin 30-40 EUR, jossa alalaita kuvaa hyväksyttäviä kertoimia tämän vuoden tulokselle ja ylälaita DCF-arvoa lisättyä onnistuneille yrityskaupoilla.

DCF-mallin arvo nykyhintaa alempi

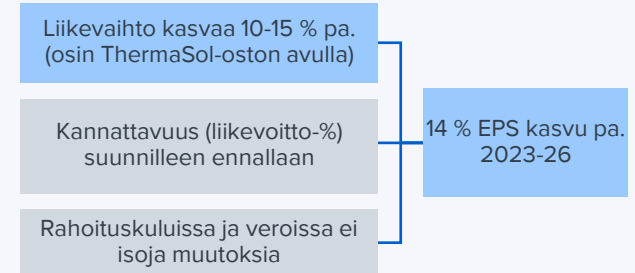
Vakaan toimialan, tasaisen kannattavuuden ja melko hyvin ennustettavan liiketoiminnan takia DCF-malli on mielestämme Harvialle relevantti arvonnäilyksen menetelmä. Edellä kuvattujen tarkempien ennustevuosien jälkeen ennustamme yhtiölle 2027-2032 liikevaihdon kasvun hidastumista asteittain 9 %:sta 2,5 %:iin (liikevoittomarginaali noin 22,5 %), joka on terminaalijakson kasvuoletuksemme.

Investointitaso odotamme pysyvän maltillisena, sillä Harvia teki merkittäviä investointeja 2021, joiden ansiosta sillä on varaa kasvaa. Etenkin USA:ssa kasvuinvestointeja kuitenkin tarvitaan jo lähiaikoina. Yhtiön pääomatarve on yleisesti ottaen pieni ja pääoman tuotto korkea, joka mahdollistaa vahvan kassavirran ja kasvun. Keskipitkän aikavälin oletuksemme yhtiön capex/liikevaihto-luvuksi on noin 3 %, joka mahdollistaa myös kasvun, ylläpitoinvestointitaso ollessa mielestämme lähempänä 2 %:a.

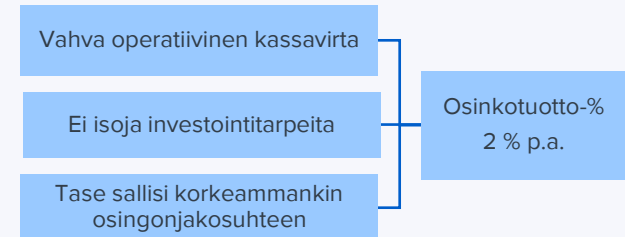
Osaketuoton ajurit 2023-2026

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

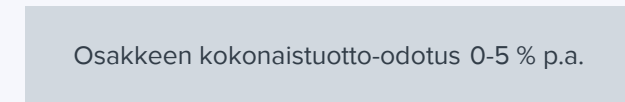
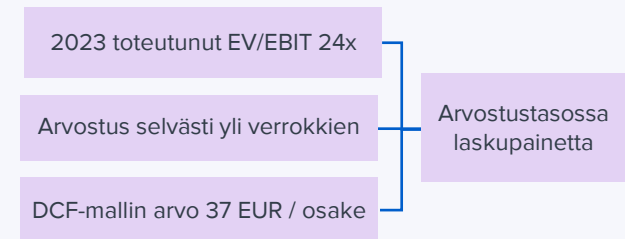
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys 2/4

Tuottovaatimuksena (WACC) käytämme 8,7 %:n tasoa. Iso osa (noin 65 %) rahavirroista syntyy vasta vuoden 2033 jälkeen eli terminaalijaksolla. DCF-mallimme antaa Harvian velattomaksi arvoksi noin 750 MEUR, joka tarkoittaa osakepääoman arvoksi noin 700 MEUR eli noin 37 euroa osakkeelta. Jos kasvu olisi 10 % koko ennusteperiodin (2032) asti, DCF-arvo olisi noin 41 EUR. Toisaalta, jos 2028-32 kasvu olisi vain 5 % vuodessa, DCF-arvo laskisi noin 33 euroon.

Tulospohjainen arvostus korkea

Harvian EV/EBIT arvostus on 2024 tuloksella yli 20x. Tämä luku ei huomioi tänä vuonna ostetun ThermaSolin tuloksesta kuin puolet, mutta vaikutus on tunnuslukuun varsin pieni ja arvostustaso on joka tapauksessa korkea. Vuoden 2025 EV/EBIT on 19x, joka on edelleen korkea. Harvian historiallinen arvostus on heilunut voimakkaasti sillä pörssilistauksen alkuvuosina yhtiöllä ei ollut niin selvää kasvuprofiilia ja toisaalta korona-ajan rajun kasvun myötä kertoimet nousivat 2020-21 hyvin korkeiksi. Yhtiön yli 20 % pääoman tuottotasot huomioidenkin arvostus on korkeahko. Toisaalta lähivuosien kasvunäkymä on vahva ja nopeasti vahvistuva tase antaa mahdollisuuksia yritysostojen suhteen. Hyväksyttäväksi EV/EBIT tasoksi Harvialle näemme 15-16x, johon yhtiö pääsee vuonna 2026-27.

P/E-luvulla Harvia on hinnoiteltu vuoden 2024 tuloksella noin 30x, joka tarkoittaa reilun 3 %:n tulostuottoa – tälläkin mittarilla osake on varsin

korkeasti hinnoiteltu. Hyväksyttäväksi tasoksi näemme noin 20x-tason, johon Harvia päätyy 2027. Harvia tarjoaa nykykurssilla ja 40-50% osingonjakosuhteella noin 2 %:n osinkotuoton.

Arvioimme Harvian vapaan kassavirran olevan 30-35 MEUR lähivuosina, joka nykykurssilla tarjoaa noin 4 %:n kassavirtatuoton. Koska uskomme Harvian pystyvän lähivuosina yli 10 % tuloskasvuun, tulee tuotto-odotukseksi tätä kautta noin 15 % pa. Korkea arvostus kuitenkin hinnoittelee jo osin lähivuosien tuloskasvunäkymää. Noin 30 MEUR:n nykyisestä vapaasta kassavirrasta voimme arvioida osakkeen tällä hetkellä hinnoittelevan tasaisella kasvuvauhdilla noin 5 %:n (tulos)kasvua tästä ikuisuuteen. Vaikka lähivuosina tämä kasvuvauhti ylitetään ennusteissammekin selvästi, pitkällä tähtäimellä oletus on mielestämme haastava saavuttaa, eikä ainakaan jätä arvostukselle nousuvaraa.

Jos ajatellaan, että hyväksyttävänä tasona näkemämme P/E 20x olisi yhtiölle oikea arvostustaso kolmen vuoden päästä ja sijoittaja haluaisi osakkeesta 10 %:n vuosituoton, osakekohtaisen tuloksen pitäisi olla tuolloin noin 2,9 euroa. Jos oletamme kannattavuuden olevan suhteellisen stabiili, tämä vaatisi yli 20 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua verrattuna 2023 pro forma tasoon (huomioiden ThermaSol).

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	42,5	42,5	42,5
Osakemäärä, milj. kpl	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo	792	792	792
Yritysarvo (EV)	851	838	820
P/E (oik.)	29,1	24,8	22,0
P/E	30,6	25,2	22,2
P/B	6,6	5,7	5,0
P/S	4,6	4,0	3,6
EV/Liikevaihto	5,0	4,2	3,7
EV/EBITDA	19,4	16,3	14,4
EV/EBIT (oik.)	22,2	18,9	16,7
Osinko/tulos (%)	51,9 %	47,5 %	52,2 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,9 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/4

Arvostus verrokkiryhmään nähden korkeahko

Harvialle on vaikea löytää pörssilistattuja samankaltaisia verrokkiyhtiöitä, sillä relevanttia sauna/spa-alan vertailuyhtiötä ei käytännössä löydy. Olemme käyttäneet verrokkiryhmässä kansainvälisiä pörssi-yhtiöitä, jotka muistuttavat kukin omien piirteidensä puolesta jotenkin Harviaa. Yhteisiä piirteitä voi löytyä samasta maantieteellisesti liiketoiminta-alueesta, samankaltaisesta tuotanto- ja jakelustrategiasta, kasvu- ja kannattavuusprofiileista jne.

Suomalaisiksi verrokkiyhtiöiksi 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 2024 on 15,5 ja P/E noin 21x. Sekä 2024 että 2025 luvuilla Harvian arvostus on selvästi verrokkiryhmää korkeampi ja yhtiön arvostus on verrokkiryhmän korkeimpia. Verrokkiryhmän eroista johtuen sen arvostus ei mielestämme suoraan ole sovellettavissa Harviaan, mutta se tukee kuvaa suhteellisen korkeasta arvostuksesta.

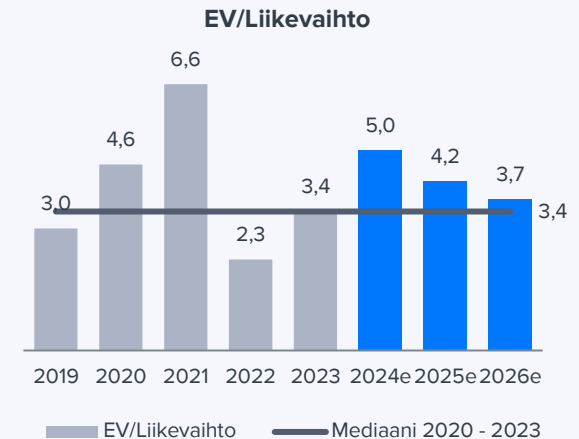
Pörssin ulkopuolelta Harvian kilpailijan Sauna 360:n myynti USA:laiselle Mascolle heinäkuussa

2023 tarjoaa yhden kulman arvostukseen. Kaupan EV/liikevaihto kerroin oli 2022 luvuilla 1,5x ja EV/EBIT kerroin noin 14x, kun Harvian vastaavat luvut (vuodelle 2024) ovat 5,0x ja 22x. Harvian selvästi korkeampi EV/liikevaihto-luku johtuu paremmasta kannattavuudesta. Kaupan arvostustaso on EV/EBIT-luvullakin selvästi Harvian nykyistä arvostusta matalampi.

Alalla tapahtui 23/24 vuoden vaihteessa myös toinen kauppa kun USA:lainen Kohler osti Harvian kilpailijan Klafsin. Tämän kaupan lukuja ei ole kuitenkaan näkynyt julkisuudessa. Uskomme Harvian olevan myös mahdollinen ostokohde Mascon ja Kohlerin tapaisille isoille toimijoille, mutta nykyinen arvostus asettaa hinnan jo erittäin korkealle mahdollista ostotarjousta ajatellen.

Aiemmat yritysostot näyttävät 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. AHS:n myötä Harvian USA:n liiketoiminta lähti erittäin vahvaan kasvuun. Koska näiden ostojen kauppahinnat olivat vain 4-5 MEUR, voidaan jo varmuudella sanoa niiden olleen Harvialle arvoa luovia ostoksia, AHS:n osalta hyvin vahvastikin.



Arvonmääritys 4/4

EOS ja Kirami-kauppojen 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 maksamaan vähemmistöosuuden ostosta melko suuren summan verrattuna alkuperäiseen ostohintaan. Kiramin osalta kaupan ajoitus ei selvästikään koronakäynnän huipulla ollut paras mahdollinen ja yhtiön liikevaihto ja tulos on heikentynyt 2022-23 selvästi, pysyen kuitenkin plussan puolella. Toisaalta kauppahinta oli hyvin pieni Kiramin korona-ajan vahvaan tulokseen nähden, joten taloudellisesti uskomme kaupan olevan silti kohtuullinen, mutta ei tähän mennessä arvoa luova.

Tuoreimman ThermaSol-kaupan osalta arviointi on luonnollisesti ennen aikaista, mutta yhtiön hinta ja strateginen sopivuus huomioiden, uskomme senkin olevan Harvialle arvoa luova ostos.

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 infrapunapuolella olisi mielestämme loogisimpia kohteita mahdollisille

yrityksille. Toki myös saunavalmistuspöydelle vahvempi integrointi Almost Heaven Saunas – kaupan tyyliin olisi loogista Harvian strategian kannalta.

Infrapunasaunoissa pääosa merkittävistä toimijoista on ulkoistanut saunojen tuotannon jolloin erottautuminen/tehostaminen sillä puolella on vaikeaa. Infrapunasaunojen myyntiargumentit ja tuotteiden käyttö poikkeavat myös jonkin verran Harvian nykyisestä tuoteportfoliosta. Toisaalta Harvialla on jo omaa infrapunaosaamista yhtiössä. 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 (etenkään Euroopassa), joita yritysostolla voisi täyttää.

Voimme karkeasti arvioida mahdollisten tulevien yritysostojen vaikutusta, vaikka kauppojen ajoituksen, koon ja hinnan arviointi onkin käytännössä mahdotonta. Nykyisillä korkeilla arvostuskertoimilla Harvian on helpohko tehdä arvoa luovia kauppia, jos ajatellaan että markkina arvostaa ostetut yritykset osana Harviaa samalla kertoimella kuin Harvian osakkeen tällä hetkellä. Fundamentaalisempi tapa on laskea yritysostojen mukaan DCF-

malliimme. Tässä skenaariossa oletamme, että Harvia tekisi 2026, 2028 ja 2030 lopussa noin 50 MEUR:n arvoiset yrityskaupat, jolla se hankkisi 20 MEUR liikevaihtoa (EV/liikevaihto 2,5x) ja joka ylittäisi Harvian keskimääräiseen kannattavuuteen (yksinkertaisuuden vuoksi heti alusta alkaen, joka käytännössä tuskin toteutuisi). Näillä oletuksilla DCF-arvomme nousisi noin 2 euroa/osake. Jos orgaaninen kasvu nopeutuisi lisäksi 1 %-yksikköä vuodessa 2028-32 välillä näiden ansiosta tulisi DCF-arvoon toiset 2 euroa/osake lisää.

Pidemmän aikavälin tuotto-odotus kohtuullinen

Uskomme Harvian pysyvän 5-10 %:n kasvu-uralla pitkälle 2030-luvulle, kuten DCF-mallimme ennustaa. Yhtiön tavoite on lähivuosille 10 %:n kasvu yritysostot huomioiden, joita emme mallissamme ennusta, joten orgaanisesti ennuste on pitkälti yrityksen tavoitteen mukainen. Uskomme, että tavoitteen mukainen yli 20 %:n liikevoittomarginaali on saavutettavissa jatkossakin, joskaan ei parhaimmillaan nähtyä yli 25 %:n tasoa. Marginaali siis pysyy melko ennallaan, jolloin keskipitkän aikavälin tuloskasvuodotus muotoutuu liikevaihdon kasvun tasoon eli 5-10 % pa. Kun siihen lisätään noin 2 %:n osinkotuotto, kokonaistuotoksi muodostuu noin 10 % eli hieman tuottovaatimustamme korkeampi taso. Pidemmällä aikavälillä tuotto on siis kohtuullisen hyvä, vaikka lyhyen aikavälin arvostuskertoimet ovatkin koholla.

Ilmastotavoite ja taksonomia

Harvian liiketoiminta on pitkälti taksonomian ulkopuolella

Harvian toimiala on kuluttajatuotteiden (lähinnä kiukaiden ja saunojen) valmistus ja myynti, joka ei tässä vaiheessa lähtökohtaisesti kuulu taksonomian piiriin. Tämä johtuu nähdäksemme siitä, että taksonomiassa on määritetty aluksi toimialoja joilla on merkittävin vaikutus ilmastomuutokseen, joihin kuluttajatuotteet eivät kuulu.

Harvialla on kuitenkin pieniä osia toiminnassa, jotka yhtiön arvion mukaan ovat taksonomian mukaisia tai kelpoisia. Liikevaihtoon sisältyvät taksonomiamukaiset toiminnot liittyvät energiatehokkuuslaitteiden valmistukseen ja tarkemmin saunan ohjaukseen liittyvään automatiikkaan. Lisäksi varaosien myynti on arvioitu kiertotaloustavoitteen liittyen taksonomiakelpoiseksi. Myös yhtiön pääomamenoissa (capex) on hieman taksonomiamukaisia/kelpoisia toimintoja, liittyen energiatehokkuuden parantamiseen esim. sähkötrukkien hankintaan. Lähtökohtaisesti yhtiön tuotteet ovat käytettäessä energiaa kuluttavia (saunan lämmitys), joten siitä näkökulmasta tuotteilla on pikemminkin negatiivinen ympäristövaikutus.

Taksonomia ei tuo nähdäksemme vaikutuksia liiketoimintaan

Koska Harvian toiminnot ei tällä hetkellä merkittävässä määrin kuulu taksonomian piiriin, nykyisen kaltaisesta taksonomiasta ei nähdäksemme tule vaikutuksia Harvia liiketoimintaan, eikä siten myöskään esim. rahoitustilanteeseen tai rahoituskuluihin.

Ilmastotavoite omien toimintojen päästöihin liittyvä

Harvian neljästä vastuullistavoitteesta yksi on ekologisen jalanjäljen minimoiminen eli konkreettisemmin oman toiminnan hiilineutraalius vuoteen 2030 mennessä. Tämä toteutaan mm. päästöttömään sähköön siirtymisellä. Vuonna 2020 päästöttömän sähkön osuus oli 68 % ja 2023 75 %.

Harvian päästöt (scope 1 & 2) kasvoivat merkittävästi vuosina 2020-21, kun voimakas kysyntä kasvatti sen tuotantovolyymejä ja yhtiö laajentui myös yritysostoin. Harvian historiallisesti raportoimat luvut eivät tosin ole vertailukelpoisia muuttunen laskentatavan vuoksi. Vuoteen 2021 nähden päästöt laskivat selvästi vuonna 2022 ja reilut 10 % vielä 2023. Tähän on kuitenkin vaikuttanut tuotannon selkeä pieneneminen, joten luvuista ei saa kuvaa päästätehokkuuden kehityksestä, eikä sitä kuvaa kovin hyvin myöskään päästöt/liikevaihto, sillä yhtiö teki 2021-22 huomattavia hinnankorotuksia. Harvia ei ole myöskään julkistanut kovin tarkasti miten hiilineutraaliuteen ylletään, eikä tavoitteita tai keinoja ole validoitu ulkopuolisella toimijalla. Tavoite on kuitenkin mielestämme realistinen(?). Viime vuoden osalta Scope 1 päästöt olivat hieman Scope 2 päästöjä suuremmat. Scope 3 päästöjä Harvia ei ole raportoinut.

Taksonomiakelpoisuus	2022	2023
Liikevaihto	1 %	4 %
OPEX	0 %	1 %
CAPEX	2 %	6 %

Taksonomian mukaisuus	2022	2023
Liikevaihto	2 %	4 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	5 %	1 %

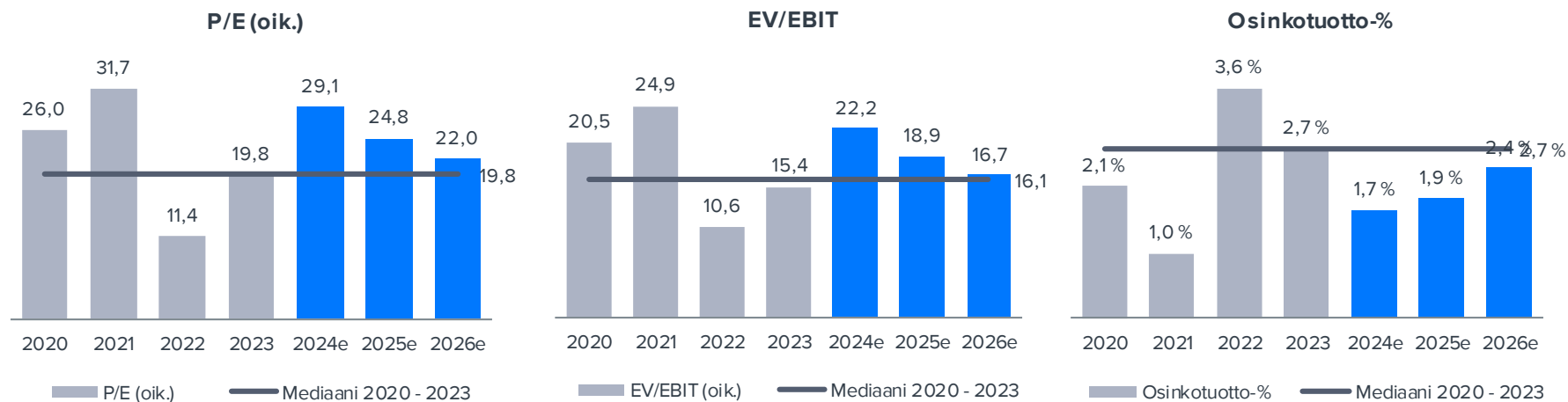
Ilmasto

Ilmastotavoite	Kyllä	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Ei

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,6	24,5	58,7	17,7	25,5	42,5	42,5	42,5	42,5
Osakemäärä, milj. kpl	18,7	18,6	18,6	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo	198	457	1091	330	476	792	792	792	792
Yritysarvo (EV)	224	503	1181	388	518	851	838	820	801
P/E (oik.)	19,5	26,0	31,7	11,4	19,8	29,1	24,8	22,0	19,6
P/E	20,6	29,5	32,4	12,2	20,4	30,6	25,2	22,2	19,6
P/B	2,9	6,9	13,5	3,4	4,4	6,6	5,7	5,0	4,4
P/S	2,7	4,2	6,1	1,9	3,2	4,6	4,0	3,6	3,3
EV/Liikevaihto	3,0	4,6	6,6	2,3	3,4	5,0	4,2	3,7	3,4
EV/EBITDA	13,6	18,8	22,5	9,2	13,2	19,4	16,3	14,4	12,8
EV/EBIT (oik.)	16,1	20,5	24,9	10,6	15,4	22,2	18,9	16,7	14,8
Osinko/tulos (%)	74 %	61 %	33 %	44 %	55 %	52 %	48 %	52 %	60 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	2,1 %	1,0 %	3,6 %	2,7 %	1,7 %	1,9 %	2,4 %	3,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Thule Group AB	2694	2850	19,9	16,8	17,0	14,7	3,4	3,2	25,5	21,4	3,3	3,6	4,2
Nobia AB	315	690		22,3	10,1	6,2	0,7	0,7		58,9			0,6
Dometic Group AB	1626	2874	13,3	10,9	9,1	7,9	1,3	1,3	15,1	11,0	3,2	4,0	0,7
Nokian Tyres plc	1184	1785	25,0	14,9	9,0	6,6	1,4	1,2	29,9	14,0	6,4	6,3	0,9
Rapala VMC Oyj	97	188	14,4	10,7	7,5	6,1	0,8	0,8	498,0	17,2	1,4	1,2	0,6
Husqvarna AB	3390	4524	13,8	10,9	7,8	6,7	1,1	1,0	17,5	12,4	4,6	4,8	1,6
Inwido AB	948	1111	15,5	12,8	10,8	9,3	1,5	1,4	20,3	15,4	3,3	3,6	2,2
Nibe Industrier AB	8630	10520	46,0	22,8	23,8	16,5	2,9	2,7	92,2	28,0	0,8	1,2	3,3
Technogym SpA	1865	1780	15,5	13,4	10,5	9,5	2,0	1,9	21,6	18,7	3,1	3,5	3,0
Rockwool A/S	8818	8579	13,1	12,9	9,3	9,2	2,3	2,2	17,5	17,3	1,7	1,8	2,9
Kingspan Group PLC	15303	17149	19,8	17,8	15,4	14,0	2,0	1,9	23,1	20,8	0,7	0,7	3,5
Electrolux AB	2386	4936	25,6	9,7	6,7	4,7	0,4	0,4		8,0		5,8	2,3
De' Longhi SpA	4042	3750	9,3	8,5	7,2	6,6	1,1	1,1	13,8	12,8	2,9	3,2	2,0
Tulikivi	26	34	8,5	11,3	16,9	5,6	0,9	0,9	11,4	11,4	4,4	4,4	1,4
Harvia (Inderes)	792	851	22,2	18,9	19,4	16,3	5,0	4,2	29,1	24,8	1,7	1,9	6,6
Keskiarvo			18,4	14,0	11,5	8,8	1,6	1,5	65,5	19,1	3,0	3,4	2,1
Mediaani			15,5	12,8	9,7	7,3	1,3	1,2	20,9	16,3	3,2	3,6	2,1
Erotus-% vrt. mediaani			43 %	47 %	99 %	124 %	274 %	245 %	39 %	53 %	-46 %	-47 %	209 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	172	41,4	35,8	33,9	39,4	151	42,4	43,2	39,3	47,0	172	200	219	239
Käyttökate	42,2	10,8	9,3	8,3	10,9	39,3	11,5	10,5	9,7	12,3	44,0	51,4	56,9	62,4
Poistot ja arvonalennukset	-7,5	-1,6	-1,5	-1,5	-1,7	-6,3	-1,6	-1,6	-1,8	-1,9	-6,9	-7,7	-8,0	-8,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	36,5	9,3	8,0	6,8	9,6	33,7	10,1	9,4	8,2	10,7	38,4	44,2	49,2	54,2
Liikevoitto	34,7	9,2	7,8	6,8	9,2	33,0	9,9	8,9	7,9	10,4	37,1	43,7	48,9	54,2
Nettorahoituskulut	2,1	-0,9	-0,9	-0,7	-1,0	-3,5	-0,1	-1,1	-1,0	-1,0	-3,2	-3,0	-2,5	-1,7
Tulos ennen veroja	36,8	8,3	6,9	6,1	8,2	29,5	9,8	7,8	6,9	9,4	33,9	40,8	46,4	52,5
Verot	-8,7	-2,0	-1,7	-1,6	-1,0	-6,3	-2,3	-1,9	-1,6	-2,2	-8,0	-9,4	-10,7	-12,1
Vähemmistöosuudet	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	27,1	6,3	5,3	4,5	7,2	23,3	7,5	5,9	5,3	7,2	26,0	31,4	35,7	40,5
EPS (oikaistu)	1,55	0,34	0,29	0,24	0,41	1,28	0,41	0,34	0,30	0,40	1,46	1,71	1,93	2,17
EPS (raportoitu)	1,45	0,34	0,28	0,24	0,39	1,25	0,40	0,32	0,29	0,39	1,39	1,68	1,91	2,17
Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-3,8 %	-18,6 %	-22,2 %	-9,3 %	3,4 %	-12,7 %	2,4 %	20,7 %	15,7 %	19,3 %	14,2 %	16,4 %	9,4 %	9,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-23,1 %	-22,9 %	-7,5 %	-12,0 %	19,5 %	-7,6 %	8,4 %	18,0 %	20,1 %	11,5 %	13,9 %	15,2 %	11,2 %	10,2 %
Käyttökate-%	24,5 %	26,0 %	26,0 %	24,5 %	27,5 %	26,1 %	27,2 %	24,2 %	24,7 %	26,2 %	25,6 %	25,7 %	26,0 %	26,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	21,2 %	22,5 %	22,2 %	20,1 %	24,4 %	22,4 %	23,8 %	21,7 %	20,9 %	22,8 %	22,4 %	22,1 %	22,5 %	22,7 %
Nettotulos-%	15,7 %	15,3 %	14,7 %	13,2 %	18,3 %	15,5 %	17,7 %	13,6 %	13,5 %	15,4 %	15,1 %	15,7 %	16,3 %	16,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	118	115	140	139	138
Liikearvo	73,4	73,4	91,4	91,4	91,4
Aineettomat hyödykkeet	10,5	8,7	8,9	9,1	9,3
Käyttöomaisuus	29,2	29,4	36,6	34,9	34,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	3,9	2,4	2,4	2,4	2,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0
Vaihtuvat vastaavat	90,3	99,4	109	94,6	103
Vaihto-omaisuus	45,3	35,5	39,5	46,0	50,4
Muut lyhytaikaiset varat	1,0	4,6	4,6	4,6	4,6
Myyntisaamiset	18,7	18,7	22,3	26,0	28,5
Likvidit varat	25,3	40,6	43,0	18,0	19,7
Taseen loppusumma	209	214	250	233	241

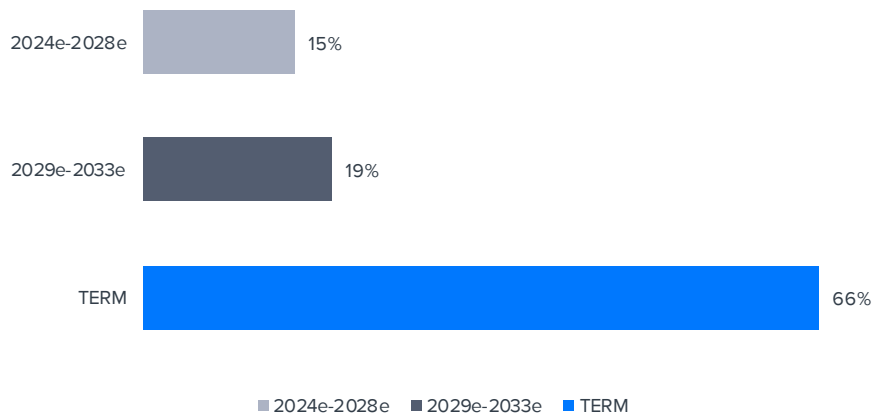
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	98,4	109	122	140	161
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	63,8	75,1	88,3	106	127
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	33,4	32,4	32,4	32,4	32,4
Vähemmistöosuus	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Pitkäaikaiset velat	84,6	80,8	98,4	58,6	44,0
Laskennalliset verovelat	1,7	1,2	1,2	1,2	1,2
Varaukset	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Korolliset velat	77,3	77,4	95,0	55,2	40,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,6	0,2	0,2	0,2	0,2
Lyhytaikaiset velat	25,8	24,7	29,4	35,0	36,5
Korolliset velat	2,6	0,8	0,0	2,1	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	18,7	18,0	24,1	28,0	30,7
Muut lyhytaikaiset velat	4,5	5,9	5,4	4,9	4,9
Taseen loppusumma	209	214	250	233	241

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-12,7 %	14,2 %	16,4 %	9,4 %	9,1 %	9,0 %	8,5 %	8,0 %	7,5 %	7,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	21,9 %	21,6 %	21,9 %	22,3 %	22,7 %	22,5 %	22,5 %	22,5 %	22,5 %	22,5 %	22,5 %	22,5 %
Liikevoitto	33,0	37,1	43,7	48,9	54,2	58,6	63,5	68,6	73,8	78,9	80,9	
+ Kokonaispoistot	6,3	6,9	7,7	8,0	8,2	8,2	8,1	8,2	8,5	8,1	8,8	
- Maksetut verot	-6,4	-8,1	-9,4	-10,7	-12,1	-13,3	-14,6	-15,8	-17,0	-18,2	-18,6	
- verot rahoituskuluista	-0,7	-0,8	-0,7	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	6,9	-2,2	-6,7	-4,2	-4,4	-4,7	-4,9	-5,0	-5,0	-5,0	-1,9	
Operatiivinen kassavirta	39,1	33,0	34,7	41,5	45,5	48,6	52,2	56,1	60,2	63,8	69,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,2	-32,2	-6,2	-7,3	-7,4	-8,0	-8,7	-9,4	-10,0	-11,2	-11,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	32,5	0,8	28,5	34,2	38,2	40,6	43,5	46,7	50,2	52,6	57,9	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	32,5	0,8	28,5	34,2	38,2	40,6	43,5	46,7	50,2	52,6	57,9	1041
Diskontattu vapaa kassavirta		0,8	25,7	28,6	29,5	29,0	28,7	28,5	28,3	27,4	27,9	501
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		755	755	729	700	671	642	613	585	556	529	501
Velaton arvo DCF		755										
- Korolliset velat		-78										
+ Rahavarat		41										
-Vähemmistöosuus		-7										
-Osinko/pääomapalautus		-13										
Oman pääoman arvo DCF		698										
Oman pääoman arvo DCF per osake		37,4										

Rahavirranjakauma jaksoittain

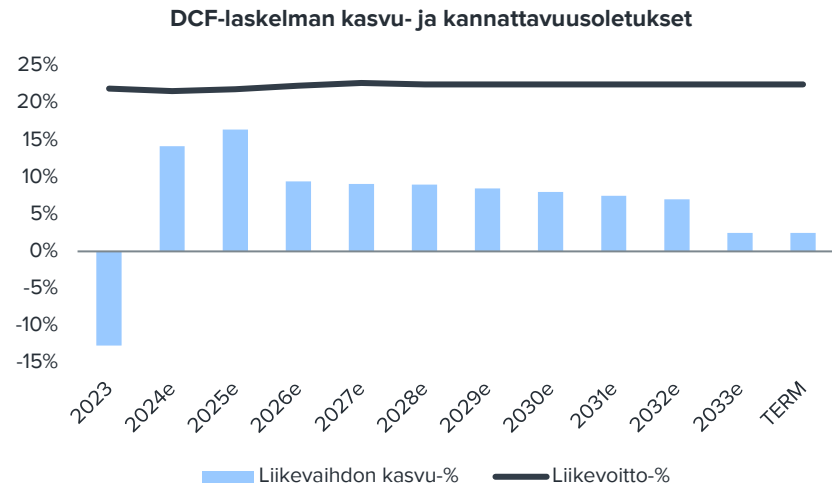
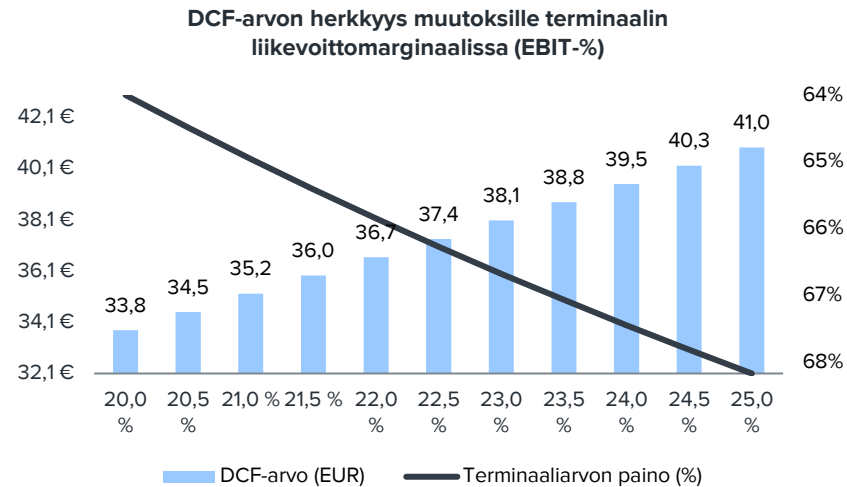
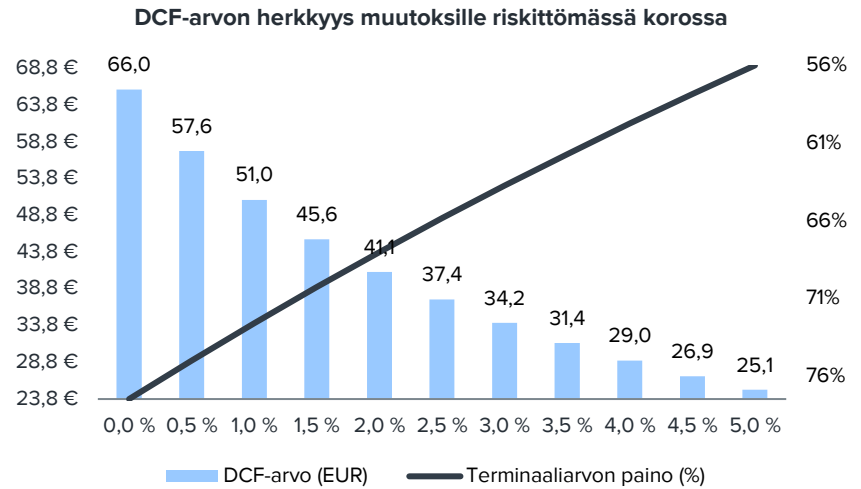
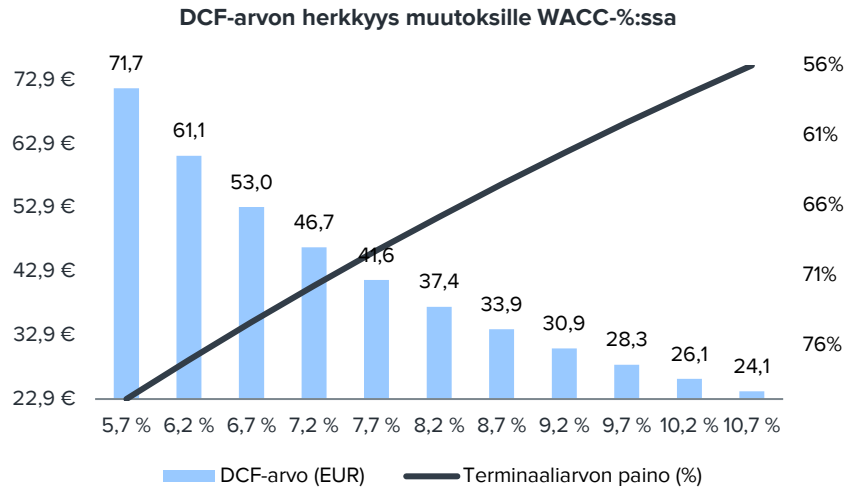


Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	179,1	172,4	150,5	171,9	200,1	EPS (raportoitu)	1,81	1,45	1,25	1,39	1,68
Käyttökate	52,5	42,2	39,3	44,0	51,4	EPS (oikaistu)	1,85	1,55	1,28	1,46	1,71
Liikevoitto	46,6	34,7	33,0	37,1	43,7	Operat. kassavirta / osake	1,14	1,39	2,09	1,77	1,86
Voitto ennen veroja	45,2	36,8	29,5	34,0	40,8	Vapaa kassavirta / osake	0,51	-0,32	1,74	0,04	1,52
Nettovoitto	33,7	27,1	23,3	25,9	31,4	Omapääoma / osake	4,33	5,21	5,76	6,47	7,43
Kertaluontoiset erät	-0,8	-1,8	-0,7	-1,3	-0,5	Osinko / osake	0,60	0,64	0,68	0,72	0,80
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	201,5	208,7	214,3	249,7	233,4	Liikevaihdon kasvu-%	64 %	-4 %	-13 %	14 %	16 %
Oma pääoma	84,1	98,4	108,7	121,9	139,9	Käyttökateen kasvu-%	97 %	-20 %	-7 %	12 %	17 %
Liikearvo	73,7	73,4	73,4	91,4	91,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	94 %	-23 %	-8 %	14 %	15 %
Nettovelat	40,9	54,6	37,6	52,0	39,3	EPS oik. kasvu-%	97 %	-16 %	-17 %	13 %	17 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	29,3 %	24,5 %	26,1 %	25,6 %	25,7 %
Käyttökate	52,5	42,2	39,3	44,0	51,4	Oik. Liikevoitto-%	26,5 %	21,2 %	22,4 %	22,4 %	22,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-21,3	-7,5	6,9	-2,2	-6,7	Liikevoitto-%	26,0 %	20,1 %	21,9 %	21,6 %	21,9 %
Operatiivinen kassavirta	21,1	26,0	39,1	33,0	34,7	ROE-%	45,8 %	30,5 %	22,7 %	22,7 %	24,2 %
Investoinnit	-21,9	-7,4	-3,2	-32,2	-6,2	ROI-%	35,2 %	21,8 %	18,1 %	18,4 %	21,1 %
Vapaa kassavirta	9,4	-6,0	32,5	0,8	28,5	Omavaraisuusaste	41,8 %	47,1 %	50,7 %	48,8 %	59,9 %
						Nettovelkaantumisaste	48,7 %	55,5 %	34,6 %	42,7 %	28,1 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	6,6	2,3	3,4	5,0	4,2						
EV/EBITDA	22,5	9,2	13,2	19,4	16,3						
EV/EBIT (oik.)	24,9	10,6	15,4	22,2	18,9						
P/E (oik.)	31,7	11,4	19,8	29,1	24,8						
P/B	13,5	3,4	4,4	6,6	5,7						
Osinkotuotto-%	1,0 %	3,6 %	2,7 %	1,7 %	1,9 %						

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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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 €
Analyyttikko vaihtuu			
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 €
Analyyttikko vaihtuu			
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 €
3.11.2023	Lisää	25,00 €	23,50 €
11.12.2023	Vähennä	25,00 €	25,48 €
9.2.2024	Myy	28,00 €	32,60 €
6.5.2024	Myy	30,00 €	38,60 €
6.8.2024	Myy	32,00 €	36,50 €
9.8.2024	Myy	35,00 €	40,40 €
24.9.2024	Myy	37,00 €	42,45 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**