

Harvia

Seurannan aloitus

6/2018

inde
res.

Saunamarkkinan priimus

Aloitamme Harvian seurannan lisää-suosituksella ja 6,5 euron tavoitehinnalla. Harvia on vakaasti kehittyvien ja kasvavien maailman sauna- ja spa-markkinoiden edelläkävijä. Yhtiön johtava markkina-asema ja erinomainen taloudellinen kehitys perustuvat pitkän historian kautta syntyneeseen vahvaan markkina-, tuotekehitys- ja tuotanto-osaamiseen, tehokkaaseen liiketoimintamalliin, laaja-alaiseen tuoteportfolioon ja jakeluverkostoon, sekä alan johtavaan tuotemerkkiin. Vakaat kasvunäkymät, erinomainen kannattavuustaso, ja tehokas pääomankäyttö huomioiden pidämme osakkeen arvostustasoa houkuttelevana.

Vakaan sauna- ja spa-markkinan johtava yhtiö

Harvia on kolmanneksi suurin toimija globaalisti 2,7 mrd. euron arvoisella sauna- ja spa-markkinalla, sekä markkinajohtaja 380 MEUR:n arvoisella kius- ja saunakomponenttimarkkinalla. 1950-luvulla perustetun Harvian tuotevalikoima kattaa laaja-alaisesti kaikki kolme saunatyyppeä: perinteisen saunan, höyrysaunan ja infrapunasaunan. Yhtiö tarjoaa myös valikoidusti kiukaiden ja saunojen huolto- ja asennuspalveluja Suomessa. Sauna- ja spa-markkina on historiallisesti ollut hyvin suhdannevakaa toimiala perinteisten saunamarkkinoiden suuren saunakannan muodostaman korvauskysynnän ansiosta, joka muodostaa segmentistä riippuen noin 60-80 % markkinasta. Toimiala kasvaa noin 5 %:n vuosivauhtia saunakulttuurin leviämisen, saunojen tason parantumisen ja hyvinvointitrendien tukemana.

Harviassa yhdistyy vakaat kasvunäkymät, vahva kannattavuus ja pääomatehokkuus

Harvian liikevaihto on kasvanut viimeisen kymmenen vuoden ajan keskimäärin saunamarkkinoiden yleisen kasvun vauhtia yritysostojen, tuoteportfolion kehityksen ja jakelukanavien laajentumisen tukemana. Yhtiön kannattavuus on toimialan huippuluokkaa ja liikevoittomarginaali on pysynyt tasaisesti noin 20 %:n tuntumassa. Korkean kannattavuuden pääajureina ovat Harvian tehokas ja pitkälle automatisoitu tuotantoprosessi, joustava operatiivinen liiketoimintamalli, vahvat jakelijasuhteet sekä yhtiön brändien hyvä tunnettuus. Yhtiön liiketoiminta on myös alhaisen investointitarpeen, tehokkaiden ja modernien tuotantolaitosten sekä joustavan tuotantomallin vuoksi hyvin pääomatehokasta, mikä mahdollistaa vahvan osinkovirran. Näemme Harvialla hyvät tuloskasvunäkymät lähivuosille yleisen markkinakasvun, tuoteportfolion kehittämisen, jakelukanavien laajentamisen, sekä yritysostojen tarjoamien synergia- ja tehostushyötyjen kautta.

Osake tarjoaa hyvän tuotto-odotuksen maltillisella riskitasolla

Harvia profiloituu sijoittajan näkökulmasta vakaaksi osinkoyhtiöksi. Harviassa yhdistyvät vakaat kasvunäkymät, erinomainen kustannustehokkuus ja kannattavuus, tehokas pääomankäyttö, sekä omaan osaamiseen nojaavat vahvat kilpailuedut, mitkä yhdessä mahdollistavat vakaasti kasvavan osinkovirran. Yhtiön riskiprofiili on myös hyvin maltillinen loppukysynnän matalan suhdanneherkkyyden, yhtiön vahvan markkina-aseman, sekä joustavan liiketoimintamallin ansiosta. Ennustamme osakkeen lähivuosien noin 15 %:n kokonaistuoton muodostuvan noin 10 %:n vuotuisesta nettotuloksen kasvusta ja noin 5-6 %:n tasolla olevasta osinkotuotosta. Osake saa myös tukea verrokkeihin nähden maltillisesta tulos pohjaisesta arvostuksesta sekä nykyarvostusta selvästi korkeampaa käypää arvoa indikoivasta DCF-mallista. Ennusteidemme mukaiset P/E-kertoimet vuosille 2018 ja 2019 ovat 16x ja 14x, sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet 12x ja 11x. Ennusteillamme lähivuosien osinkotuotot ovat 5,2 % ja 5,5 %.

Analytytikot

Petri Kajaani
+358 50 5278680
petri.kajaani@inderes.fi



Petri Aho
+358 50 3402986
petri.aho@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

LISÄÄ

Edellinen: -

6,5 EUR

Edellinen: -



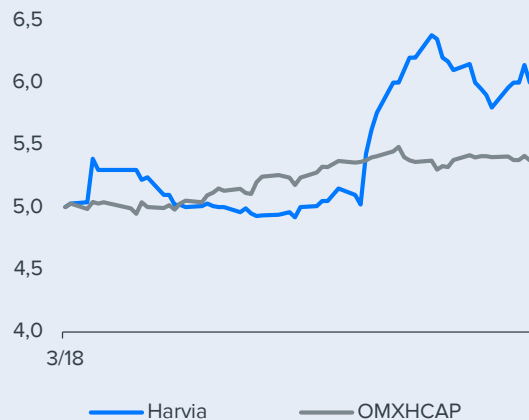
Osakekurssi: 6,0 EUR

Potentiaali: 8,3 %

Avainluvut

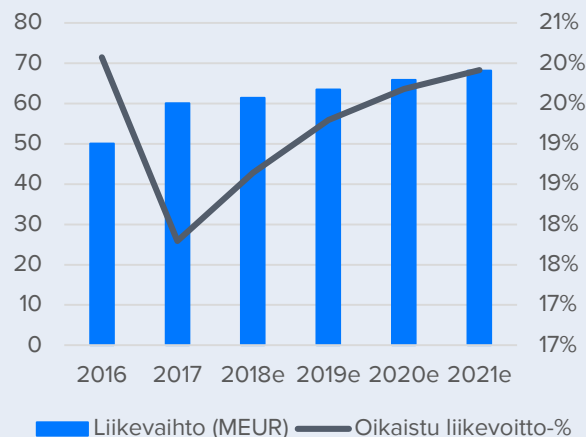
	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	60,1	61,4	63,5	65,9
-kasvu-%	20 %	2 %	3 %	4 %
Oikaistu liikevoitto	10,7	11,4	12,3	13,0
-Liikevoitto-%	18 %	19 %	19 %	20 %
Tulos ennen veroja	4,3	6,8	10,3	11,2
EPS (oikaistu)	0,46	0,45	0,44	0,48
Osinko per osake		0,31	0,33	0,36
-Osingonjakosuhte		82 %	75 %	75 %
P/E		15,8	13,6	12,4
P/E oik.		13,4	13,6	12,4
P/B		1,6	1,6	1,5
EV/S		2,2	2,1	2,0
EV/EBITDA		10,2	9,4	8,9
EV/EBIT		11,9	11,0	10,2
Osinkotuotto-%		5,2 %	5,5 %	6,0 %

Kurssikehitys

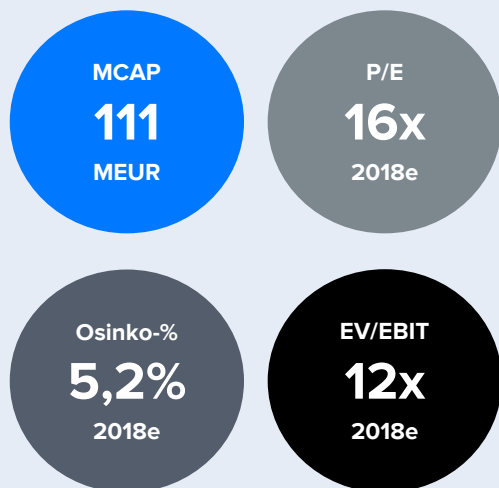
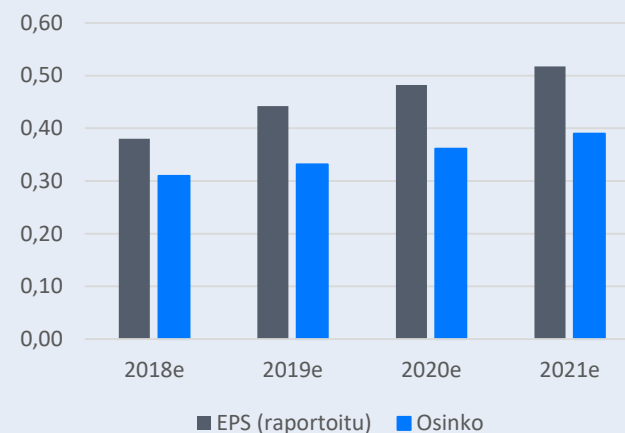


Lähde: Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vakaa markkinakehitys
- Johtava markkina-asema ja kannattavuustaso
- Vahva kassavirta ja matala investointitarve
- Kannattavuuden parantaminen tuotemixin ja tehokkuuden kautta
- Jälleenmyyntiverkoston laajentaminen
- Venäjän markkinan elpyminen
- Markkina-aseman vahvistaminen yritysostojen avulla



Riskitekijät

- Korkea riippuvuus Muuramen tehtaasta
- Mahdolliset muutokset toimialan kilpailukentässä tai -asemassa
- Materiaalikustannusten voimakas heilahtelu
- Valuuttakurssimuutokset
- Suhdannevaihtelut voivat hidastaa kasvua
- Yrityskauppojen integroinnin onnistuminen



Arvostus

- Lähivuosien tuloskasvunäkymät antavat osakkeelle positiivisen ajurin
- Hyvä ja kasvava osinko antaa arvostukselle tukea
- Kassavirtalaskelma indikoi nousupotentiaalia osakkeen arvossa
- Osake on absoluuttisesti ja suhteessa verrokkeihin nähden maltillisesti hinnoiteltu

Sisällysluettelo

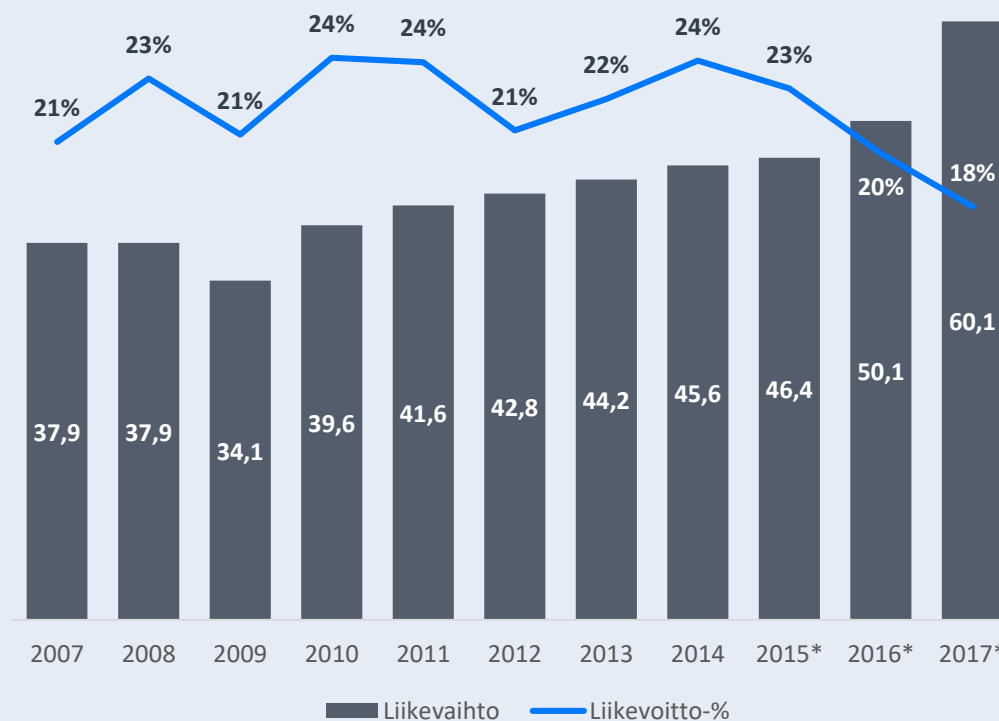
Harvia lyhyesti	s. 5
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-12
Sijoitusprofiili	s. 13-15
Toimiala- ja markkinakatsaus	s. 16-18
Kilpailuympäristö	s. 19-21
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 22
Taloudellinen tilanne	s. 23-25
Ennusteet	s. 26-29
Arvonmääritys ja suositus	s. 30-32
Taulukot ja liitteet	s. 33-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 36

Harvia lyhyesti

Harvia on yksi maailman johtavista sauna- ja spa-tuotteiden valmistajista ja maailman suurin kiuas- ja saunakomponenttivalmistaja. Yhtiön tuoteportfolio käsittää kolme saunatyyppeä: perinteisen saunan, höyrysaunan ja infrapunasaunan. Näiden ympärille on pyritty kehittämään mahdollisimman laaja tuotevalikoima kattamaan kaikki saunatarpeet sekä ammatti- että kuluttajakäyttöön. Harvia on kasvanut historiassa vakaasti sekä orgaanisesti että yritysostoin ja suuren korvauskysynnän ansiosta markkina on pysynyt historiallisesti hyvin suhdannevakaana. Harvian kannattavuus on ollut tehokkaan tuotannon ja joustavan operatiivisen mallin ansiosta erinomaisella tasolla (EBIT-% noin 20 %) ja pienen investointitarpeen johdosta yhtiön kassavirtasuhde on ollut korkea.

Yli 60 vuotta TOIMINTAHISTORIA	3/2018 LISTAUTUMINEN
HARVIA #3 2,7 MRD:N EURON SAUNA JA SPA-MARKKINALLA	
HARVIA #1 380 MEUR:N KIUAS- JA KOMPONENTTIMARKKINALLA	
60,1 MEUR (+20 % vs. 2016) LIIKEVAIHTO 2017	
10,7 MEUR (EBIT: 18 %) LIIKEVOITTO (OIK.) 2017	
4 OMAA TUOTANTOLAITOSTA	365 HENKILÖSTÖMÄÄRÄ KESKIMÄÄRIN

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2007-2017



Lähde: Harvia, Inderes

*Vuosien 2015-2017 luvut ovat IFRS- standardien mukaisia Harvia-konsernin oikaistuja lukuja.

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Maailman johtava saunatuotteiden valmistaja

Harvia on noussut yli 60-vuotisen historiansa aikana yhdeksi maailman johtavista sauna- ja spa-tuotteiden valmistajista. Liikevaihdolla mitattuna Harvian osuus globaalista sauna- ja spa-markkinasta on noin 2 % ja kiuas- ja saunakomponenttimarkkinasta noin 11 %.

Harvia oli aina vuoteen 2014 saakka perheomisteinen ja -vetoinen yhtiö, mutta pääomasijoitusyhtiö CapManin hallinnoimat rahastot ostivat yhtiöstä enemmistön vuonna 2014 ja maaliskuussa 2018 yhtiö listattiin Helsingin pörssiin, jolloin omistajapohja laajeni merkittävästi. Pitkä historia on luonut organisaatioon merkittävää kokemusta, tietotaitoa ja osaamista, jotka luovat suhteellisen pienellä ja pirstaloituneella sauna- ja spa-toimialalla Harvialle merkittävää kilpailuetua.

Yhtiön markkina-asema on historiallisesti ollut erityisen vahva suurilla, perinteiseen saunakulttuuriin keskittyneillä markkinoilla Suomessa, Venäjällä ja Skandinaviassa, mutta vuonna 2016 tehdyn Sentiotec-yrityskaupan jälkeen yhtiö on saavuttanut markkinajohtajan aseman myös Saksassa ja tavoitteena on laajentua vahvasti myös muualle Keski-Eurooppaan.

Harvialla on pitkäkestoiset asiakassuhteet kaikilla sauna- ja spa-markkinan ydinalueilla ja sen tuotemerkit ovat toimialansa tunnetuimpia. Harvian tuotteita myydään pääasiassa jälleenmyyntiverkoston kautta maailmanlaajuisesti. Vuonna 2017 Suomen osuus Harvian liikevaihdosta oli 37 %, muiden EU-maiden 35 %, Venäjän 10 %, Skandinavian 6 %, Pohjois-Amerikan 5 %, ja muiden maiden 7 %.

Yhtiön pääkonttori sijaitsee Muuramessa ja yhtiöllä oli vuoden 2017 lopussa 365 työntekijää.

Kannattavaa ja pääomatehokasta kasvua

Harvia on kasvanut historiassa vakaasti (noin 5 %:n vuotuinen kasvu viimeisen 10 vuoden aikana) sekä orgaanisesti että yritysostojen tukemana, ja samalla yhtiön liikevoittomarginaali on ollut tasaisesti hieman yli 20 %:n tasolla ja toimialan ehdotonta kärkeä.

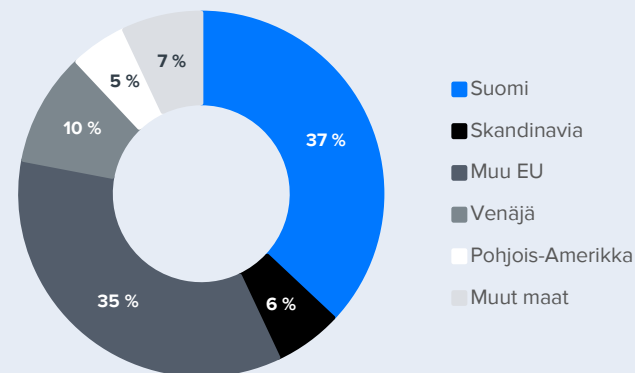
Yhtiön vakaata kasvua ajavat sauna- ja spa-markkinoiden painottuminen suhdannevakaaseen korvauskysyntään sekä voimistuva hyvinvointitrendi, saunakulttuurin leviäminen uusille markkinoille ja keskiostoksen kasvu. Korkean kannattavuuden pääajurina ovat Harvian tehokas ja pitkälle automatisoitu tuotantomalli, joustava operatiivinen malli, sekä yhtiön brändien ja tuotteiden hyvä tunnettuus. Yhtiön liiketoiminta on myös alhaisen investointitarpeen, tehokkaiden ja modernien tuotantolaitosten sekä joustavan tuotantomallin vuoksi hyvin pääomatehokasta.

Vuonna 2017 Harvian liikevaihto kasvoi erityisesti Sentiotec-yritysoston myötä 20 % edellisvuodesta ja oli 60,1 MEUR (2016: 50,1 MEUR). Yhtiön oikaistu liikevoitto oli 10,7 MEUR (2016: 10,1 MEUR), eli 18 % liikevaihdosta. Vahva tase ja kassavirta antavat Harvialle mahdollisuuden tehdä täsmennettyjä yritysostoja kasvunsa kiihdyttämiseksi.

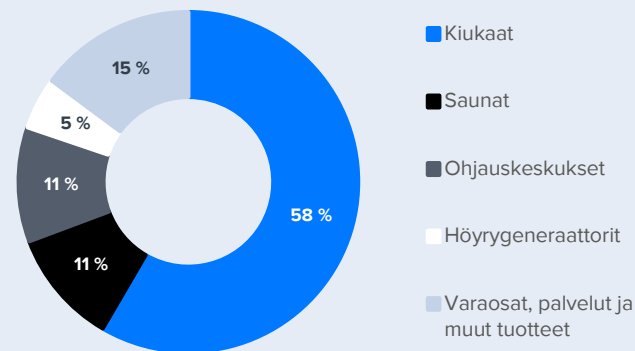
Tuotteet ja palvelut

Harvian tuotevalikoima pyrkii vastaamaan laaja-alaisesti kansainvälisen sauna- ja spa-markkinan tarpeisiin. Yhtiön tuotevalikoima kattaa kaikki kolme saunatyyppeä: perinteisen saunan, höyrusaunan ja infrapunasaunan. Yhtiö on rakentanut näiden ympärille kattavan tuotevalikoiman, josta sekä ammattiasiakkaat että kuluttaja-asiakkaat löytävät kaikki tarvittavat tuotteet saunan kiukaista ja komponenteista lähtien kokonaiseen saunatoimitukseen.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2017



Liikevaihdon jakauma tuoteryhmittäin 2017



Harvian tuotteet ja palvelut

Tuotesegmentti	Tuotokuvaus	% liikevaihdosta	Keskim. kasvu-% (2015-2017)
Kiukaat	 <ul style="list-style-type: none"> Sähkö- ja puukiukaita Kiukaiden lisävarusteita mm. suojakaiteet- ja seinät, tulisijan suoja-alustat, savuputket ja -piiput 	59 %	6 %
Ohjauskeskukset	 <ul style="list-style-type: none"> Ohjauskeskuksia sähkökiukaisiin, yhdistelmäkiukaisiin, infrapunasaunoihin ja hybridisaunoihin 	11 %	51 %
Saunat	 <ul style="list-style-type: none"> Saunan ovet, lauteet, paneelit ja muut rakenteet Yksittäiset saunasisustuksen tuotteet Valmiit saunat 	11 %	29 %
Höyrygeneraattorit	 <ul style="list-style-type: none"> Höyrygeneraattoreita Lisävarusteita höyrystysaunoihin kuten höyrystintimä ja tuoksupumppuja 	5 %	5 %
Varaosat, palvelut ja muut tuotteet	 <ul style="list-style-type: none"> Kiukaiden vastukset ja muut varaosat Kiuaskivet, lämminvesisäiliöt, saunan valaisimet, löylykauhat ja -kiulut, lämpömittarit ja saunatuoksut Infrapunatuotteet Saunojen huolto-, asennus- ja korjauspalvelut kuluttaja- ja yritysasiakkaille (Saunamax) 	15 %	28 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Yhtiön tarjoomaan kuuluu kiukaita, saunoja, ohjauskeskuksia, höyrygeneraattoreita sekä varaosia, palveluita ja muita sauna- ja spa-tuotteita. Yhtiö tarjoaa myös valikoidusti kiukaiden ja saunojen huolto- ja asennuspalveluja Suomessa. Harvia on aiemmin profiloitunut pääasiassa kiuasvalmistajaksi, mutta yhtiöllä on tavoitteena kasvattaa selvästi myyntiä myös muissa tuotekategorioissa. Viime vuosina liikevaihdon kasvu on ollut nopeinta ohjauskeskuksissa, saunoissa sekä varaosissa, palveluissa ja muissa lisätarvikkeissa.

Jakelu

Konsernin liikevaihto koostuu pääasiassa tuotteiden mynnistä. Vain vähäinen osa tulee Velha Oy:n ja Saunamax Oy:n mynnistä saunasennuksista sekä huolto- ja korjauspalveluista. Harvia myy suurimman osan tuotteistaan jälleenmyyjille ja jakeluyrityksille. Harvian suurin asiakassuhde perustuu asiakkaan ryhmätason puitesopimukseen, jonka alla konsernin solmimat yksittäiset tilaus sopimukset muodostivat yhteensä noin 17 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2017. Harvian jälleenmyyntikanavat voivat vaihdella merkittävästi eri maantieteellisten alueiden ominaispiirteiden mukaan. Ne voidaan kuitenkin jakaa neljään pääryhmään:

1. Vähittäis- ja tukkukauppa (ml. verkkokaupat)
2. Integraattorit ja saunanrakentajat
3. Rakennusyhtiöt
4. Suoramyynti

Harvian tuotteiden jakelu tapahtuu jälleenmyyntiverkoston kautta maailmanlaajuisesti. Suurin asiakasryhmä ovat

vähittäis- ja tukkukauppiaat, jotka myyvät yhtiön tuotteita rakentajille ja loppuasiakkaille. Harvian koko mynnistä noin puolet tapahtuu vähittäiskauppa-asiakkaille, jotka ovat tyypillisesti rakennustarvikeliikkeitä ja liikeketjuja.

Noin kolmasosa mynnistä tapahtuu tukkukauppiaalle. Tukku kauppiaat voivat olla sähkö- ja lvi-tukku kauppiaita, kylpyhuonetarvikkeiden tukku kauppiaita tai saunoihin erikoistuneita tukku kauppiaita.

Saunanrakentajat ja integraattorit ovat tärkeä asiakasryhmä kokonaisuun saunaratkaisuihin keskittyneillä markkinoilla, kuten esimerkiksi Keski-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa.

Pohjoismaissa merkityksellisiä ovat myös rakennusliikkeet, jotka asentavat saunoja uusiin asuinrakennuksiin.

Yhtiö suuntaa valikoidusti suoramyyntiä etenkin Suomessa ja muualla Euroopassa loppuasiakkaille, kuten hotelleille ja kuntosaliketjuille.

Tuotanto

Komponentit ja raaka-aineet

Harvian tarvitsemia komponentteja ja raaka-aineita ovat elektroniikka- ja sähkökomponentit, kuten ohjauskeskukset ja kiukaiden vastukset, teräs ja muut metallimateriaalit, joita tarvitaan etenkin kiukaiden valmistuksessa, sekä saunojen rakenteissa tarvittava puu. Näiden lisäksi yhtiö hankkii venäläiseltä sopimusvalmistajalta puukiukaita ja kiukaiden runkoja sekä muilta kolmansilta osapuolilta erilaisia saunatarvikkeita. Yhtiöllä on monia vaihtoehtoisia toimittajia ja hankintoja tehdään tyypillisesti tilauskohtaisesti.

Tuotantolaitokset

Harvialla on neljä omaa tuotantolaitosta, jotka sijaitsevat Suomessa, Kiinassa, Virossa ja Romaniassa. Yhtiön päätuotantolaitos sijaitsee Suomessa Muuramessa, jossa valmistetaan valtaosa yhtiön kiukaista. Muuramen tuotantolaitoksessa valmistettiin vuonna 2017 yli 70 000 sähkökiuasta ja yli 35 000 puukiuasta. Muuramen tuotantolaitoksella on mahdollista lisätä kapasiteettia yhtiön mukaan merkittävästi ilman lisäinvestointeja pelkästään työntekijämäärää kasvattamalla ja työvuorojen lisäämisellä tietyissä työvaiheissa.

Kiinassa yhtiö tuottaa pääosin edullisempia sähkökiuas malleja toimitettavaksi Eurooppaan, mutta myös jossakin määrin Aasian markkinoille. Kiinassa valmistetaan myös höyrygeneraattoreita höyrykylpykäyttöön. Kiinassa valmistetaan yhtiön mukaan noin 34 000 kiuasta vuodessa. Romanian tehdas tuli yhtiön omistukseen Sentiotec-yrityskaupan mukana vuonna 2016. Romaniassa tuotetaan pääosin edullisemmän hintaluokan saunahuoneita. Lisäksi siellä tuotetaan saunatarvikkeita ja kootaan infrapunasäteilijöitä ja johdinsarjoja. Virossa yhtiö valmistaa komponentteja höyryhuoneisiin, kylpylöiden lepodiivaaneihin ja suihkuosastoihin.

Muut toimipisteet

Muuramessa sijaitsee tuotantolinjojen lisäksi yhtiön talous-, myynti-, markkinointi-, vienti-, saunasuunnittelu- sekä tuotekehitysosasto. Itävallassa yhtiöllä on myynti- ja asiakaspalvelutoimipiste sekä logistiikkakeskus. Venäjällä yhtiöllä on sopimus kumppani, joka valmistaa yhtiölle puukiukaita Venäjän markkinoille noin 5 000 kappaletta vuodessa sekä puukiukaiden runkoja Muuramen tehtaalle.

Asiakkaat ja jakelukanavat

Jakelukanava	Jakelukanavan luonne	% liikevaihdosta	Esimerkkiasiakkaita*
Tukku- ja vähittäiskauppa	<ul style="list-style-type: none"> Yhtiön myynnistä noin puolet tapahtuu vähittäiskauppa-asiakkaille Yhtiön myynnistä noin kolmasosa tapahtuu tukkukauppiaille Vähittäiskauppiat ovat tyypillisesti rakennustarvikeliikkeitä Tukkukauppiat ovat tyypillisesti sähkö- ja lvi-tukkukauppiaita Tärkeä kanava erityisesti Suomessa ja Ruotsissa 	~80 %	     
Integraattorit / saunarakentajat	<ul style="list-style-type: none"> Yhtiön kokonaismyynnistä noin kuudesosa suuntautuu saunarakentajille ja kokoajille Tärkeä asiakasryhmä kokonaisuun saunaratkaisuihin keskittyneillä markkinoilla kuten Keski-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa Saunarakentajat toteuttavat rakennusurakan loppukäyttäjille 	~16 %	     
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 	~3 %	    
Suoramyynti	<ul style="list-style-type: none"> Yhtiö suuntaa valikoidusti suoramyyntiä etenkin kotimaassa ja muualla Euroopassa suurille loppuasiakkaille, kuten hotelleille tai kuntokeskusketjuille 	~1 %	   

*Harvian mukaan yhtiön viiden suurimman asiakkaan yhteenlaskettu osuus yhtiön liikevaihdosta oli noin 32 % tilikaudella 2017. Merkittävin yksittäinen asiakassuhde muodosti liikevaihdosta 17 %. Asiakassuhde on yhtiölle keskeinen ja se on jatkunut yli 30 vuotta.

Harvian tuotanto- ja toimipaikat

Muurame, Suomi

- Harvian pääkonttori
- Oma tuotekehitys- ja testausyksikkö
- Oma tuotanto ja räätälöidyt työkalut / design & toolshop
- Logistiikkakeskus
- Päätuotteet: perinteiset kiukaat ja saunahuoneet, lauteet ja saunasisustukset
- Valmistus vuonna 2017 yli 70 tuhatta sähkökiuasta ja yli 35 tuhatta puukiuasta
- Kapasiteetin merkittävä lisääminen mahdollista ilman lisäinvestointeja

Regau, Itävalta

- Keski-Euroopan logistiikkakeskus sekä myynti- ja asiakaspalvelutoimipiste
- Päätuotteet: kiukaat, saunahuoneet, ohjauskeskukset ja lisävarusteet

Gheorgheni, Romania

- Päätuotteet: saunahuoneet, infrapunaelementtien ja –sensoreiden kokoaminen, lisävarusteet
- Tuotantolaitos siirtyi Harvian omistukseen Sentiotec-yrityskaupan myötä vuoden 2016 lopussa

Viipuri, Venäjä

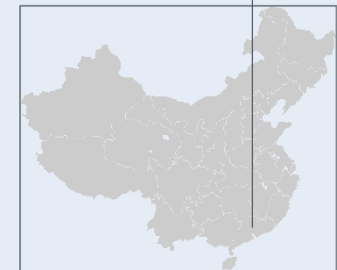
- Harviilla on Venäjällä sopimuskumppani, joka valmistaa puukiukaita Venäjän markkinoille ja suurten puukiukaiden runkoja Suomeen
- Valmistus noin 5 tuhatta puukiuasta vuodessa

Tarto, Viro

- Päätuotteet: höyrysauna- ja kylpyläkomponentit, sekä niiden asennuspalvelut

Kanton, Kiina

- Päätuotteet: edullisemmat sähkökiuasmallit ja höyrygeneraattorit
- Valmistus noin 34 tuhatta kiuasta vuodessa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Liiketoiminnan kausivaihtelu melko maltillista

Harvian liiketoiminnan kausivaihtelut ovat melko maltillisia, vaikka pääosa jakeluketjujen tilauksista painottuu tyypillisesti 1. ja 4. neljännekselle. Pääosa Pohjois-Euroopan tilauksista saadaan tyypillisesti ensimmäisellä neljänneksellä, kun taas Keski-Euroopan tilausaktiivisuus painottuu loppuvuoteen. Suurten asiakkaiden ostojen volyymien vaihtelut ja siirtymiset voivat kuitenkin aiheuttaa liikevaihtoon merkittävää heiluntaa neljännesvuositasolla (esim. asiakkaiden kampanjat tai suurten varastotilausten toimitusten ajoittuminen).

Harvian liiketoimintamallin riskiprofiili on kokonaisuutena maltillinen

Harvian liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena hyvin maltillinen. Liiketoimintamallin riskitasoa laskee erityisesti loppukysynnän maltillinen syklisten tuotteiden osuus, pitkät ja laaja-alaisesti hajautuneet jakelusuhteet, joustava tuotantomalli, sekä vahva operatiivinen kassavirta ja matala pääomaintensiivisyys. Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa hiukan lähinnä jakelukanavien paikoin merkittävä hinnoitteluvoima ja keskittyneisyys, valuuttakurssien heilunta sekä korkea riippuvuus Muuramen tehtaasta.

Hyvin ennustettavien tuotteiden osuus korkea

Harvian tuotteiden kysynnästä noin 60-80 % muodostuu luonteeltaan vakaasta ja ennustettavasta korvauskysynnästä. Hieman voimakkaammin rakentamisen ja taloussyörien mukana elävien uusien sauna- ja spa-ratkaisuiden kysynnän osuus on laskenut

merkittävästi ja siirtynyt pääosin uusille markkina-alueille. Lisäksi projektitoimituksien osuus liikevaihdosta on varsin pieni, ja yhtiö tekee niitä hyvin valikoiden.

Harvialla on tehokkaan tuotantomallin ja vahvan brändin myötä hyvä hinnoitteluvoima

Harvian brändillä on vahva markkina-asema ja tunnettavuus omilla erikoistumisalueillaan ja erityisesti sauna- ja spa-markkinoiden perinteisillä markkina-alueilla. Yhtiön tehokas tuotekehitys- ja tuotantoprosessi mahdollistavat Harvian tuotteiden kilpailukykyiset hinnat etenkin volyymituotteissa, minkä lisäksi laaja tuotevalikoima tekee yhtiöstä houkuttelevan kumppanin.

Tuotantomalli on hyvin joustava ja skaalautuva

Harvialla on neljä omaa tuotantolaitosta, jonka lisäksi yhtiöllä on Venäjällä sopimusvalmistuskumppani. Yhtiön kustannustehokkuutta edistää se, että merkittävä osa tuotantolaitosten työntekijöistä ovat tulospalkkauksen piirissä ja yhtiön käyttämät urakkapalkkasopimukset lisäävät tuotannon joustavuutta ja tuotantotyön kannustavuutta. Harvia on myös keskittänyt eri tuotteiden (ja hintaluokkien) tuotannot tiettyihin tuotantolaitoksiin, missä on itse suunnitellut ja valmistetut erikoistyökalut juuri näiden tuotteiden valmistamiseen. Tiettyjen tuotekategorioiden keskittäminen eri tehtaalle tehostaa myös raaka-aineiden ja komponenttien saatavuutta ja optimoi hankinnan kustannuksia.

Vahva operatiivinen kassavirta ja matala investointitarve

Harvian operatiivinen kassavirta on tyypillisesti

erittäin vahvaa. Yhtiön liikevoittomarginaali on historiallisesti pysynyt erinomaisella 20 %:n tasolla ja tuotannon rakenteesta johtuen vuotuinen investointitarve on verrattain pieni. Yhtiöllä on modernit tuotantolaitokset ja niissä on mahdollista lisätä tämänhetkistä kapasiteettia merkittävästi ilman lisäinvestointeja pelkästään työntekijämäärää kasvattamalla ja työvuorojen lisäämisellä tietyissä työvaiheissa. Tuotannon matala pääomaintensiivisyys on mielestämme myös yksi keskeinen tekijä, joka tekee Harvian liiketoimintamallin riskiprofiilista matalan.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Harvia profiloituu vakaaksi osinkoyhtiöksi

Harvia profiloituu sijoituskohteena vakaaksi osinkoyhtiöksi ja yhtiö on mielestämme selvästi enemmän kannattavuus- kuin kasvuhakuinen. Harviassa yhdistyvät matala suhdanneherkkyys, erinomainen kustannustehokkuus ja kannattavuus, sekä tehokas pääomankäyttö, mitkä yhdessä mahdollistavat hyvän osinkovirran. Riskiprofiili on myös maltillinen, sillä omistajien ei tarvitse kantaa merkittäviä riskejä kasvuhankkeiden onnistumisen tai investointien suhteen, sillä yhtiöllä on vahva ja vakaa markkina-asema ydinmarkkinoillaan, tehokas ja moderni tuotanto, sekä omaan osaamiseen nojaavat vahvat kilpailuedut.

Harvialla on hyvät edellytykset jatkaa maltillista kasvua vahvistamalla markkina-asemaa nykyisillä markkinoilla, tuoteportfolion ja jakeluverkon kehittämisellä, sekä laajentamalla arvoketjussa. Kannattava liiketoimintamalli sekä listautumisen mahdollistama laajempi rahoituksellinen joustavuus antavat myös hyvät edellytykset tehdä kasvua kiihdyttäviä yritysostoja.

Potentiaali

- **Tuotemixin parantaminen** Harvia toimii vakailta ja kasvavilla sauna- ja spa-markkinoilla. Yhtiö on perinteisesti profiloitunut vahvasti ”kiuasyhtiöksi”, mutta Harvian tavoitteena panostaa entistä enemmän laajempaan tuotevalikoimaan sauna- ja spa-markkinoilla. Näihin kuuluvat esimerkiksi ominaisuuksiltaan edistyksellisemmät korkean hintaluokan kiukaat ja ohjauskeskukset sekä laajemmat saunakokonaisuudet. Lisäksi Harvia pyrkii kasvattamaan keskiostoksen arvoa tarjoamalla kiukaan yhteyteen myös muita lisätarvikkeita. Yhtiö pyrkii myös valikoidusti

laajentamaan avaimet käteen -toimituksia kasvattaakseen keskiostoksen arvoa.

- **Maantieteellinen laajentuminen** Harvian maantieteellisen laajentumisen keskiössä on jälleenmyyjäverkoston vahvistaminen ja jokaiselle markkina-alueelle räätälöityjen tuotekokonaisuuksien saatavuuden ja näkyvyyden parantaminen. Sentiotec-yrityksoston jälkeen yhtiö pystyy arviomme mukaan hyödyntämään Sentiotecin olemassa olevia jakelukanavia Keski-Euroopassa ja myymään ristiin molempien eri tuotemerkkien tuotevalikoima laajemmalla alueella. Harvian tehokas ja joustava tuotanto, vahva taloudellinen asema sekä listautumisen kautta kasvava tunnettuus ja uskottavuus antavat hyvät lähtökohdat saada uusia jakelukanavia eri maantieteellisiltä alueilta.
- **Tehokkuuden nostaminen** Harvia on jo valmiiksi kannattavuudeltaan toimialan huippuluokkaa ja sen tuotannon tehokkuus ja joustavuus on yksi Harvian kilpailueduista. Yhtiö pystyy kuitenkin arviomme mukaan parantamaan tehokkuuttaan vielä esimerkiksi optimoimalla tuotetarjontansa ja tuotannon maantieteellistä rakennetta sekä nostamalla kapasiteetin käyttöastetta ja automaatiota tehtaillaan.
- **Venäjän markkinoiden elpyminen** Venäjän markkinoilla on ollut hyvin haastavat ajat viimeisen muutaman vuoden ajan. Harvian liikevaihto Venäjällä vuonna 2017 oli 6,2 MEUR, kun yhtiön mukaan se on joitain vuosia sitten ollut lähes kaksinkertainen. Venäjän markkinoilla on ollut heikon talouskehityksen, ruplan devalvoitumisen ja kuluttajan heikentyneen ostovoiman myötä kireä hintakilpailu, mikä on vaikuttanut

negatiivisesti Harvian myyntivolyymeihin. Yhtiö on parantanut kilpailukykyään Venäjällä siirtymällä osittain paikallisen sopimusvalmistajan tuotantoon ja perustamalla paikallisen myyntiyhtiön. Harvian tavoitteena on laajentaa toimintaansa Venäjällä myös alueellisiin keskuksiin, kun nykyään yhtiö toimii pääasiassa vain maan suurimmissa kaupungeissa. Pidämme Venäjän stabiloituvaa taloutta ja valuuttaa sekä Harvian parantunutta kilpailukykyä Venäjän markkinoilla yhtenä potentiaalisena kasvukorttina koko konsernin mittakaavassa.

- **Täydentävät yritysostot** Harvia toimii hyvin pirstaleisilla sauna- ja spa-markkinoille, joiden neljällä suurimmalla toimijalla on yhteensä noin 10 %:n markkinaosuus. Harvia on vuonna 2016 laajentanut toimintaansa Sentiotec-yrityskaupalla Keski-Eurooppaan ja pidämme hyvin mahdollisena, että yhtiö jatkaa täydentävien yritysostojen tekemistä esimerkiksi uusien houkuttelevien tuotekategorioiden tai maantieteellisten alueiden haltuunoton näkökulmasta.

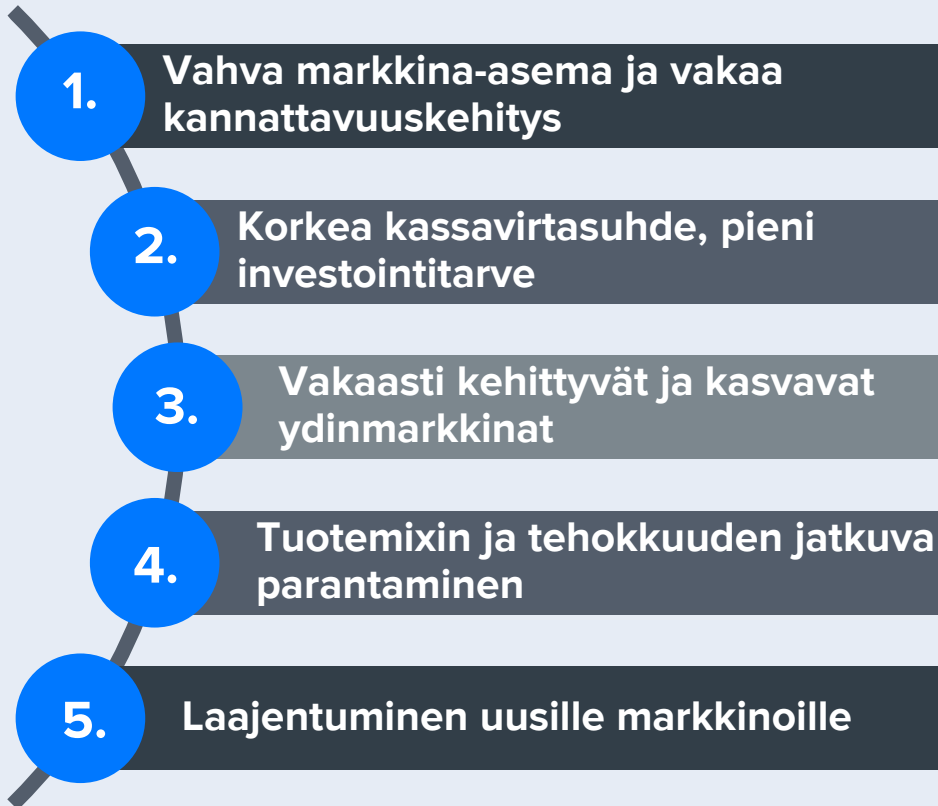
Riskit

- **Riippuvuus Muuramen tehtaasta** Mielestämme yksi Harvian isoimmista riskeistä on sen riippuvuus Muuramen tehtaasta. Muuramen tehdas on keskeisessä osassa yhtiön liiketoiminnassa. Siellä valmistetaan valtaosa yhtiön kiukaista ja yhtiön päävarasto sijaitsee Muuramessa. Tilojen vaurioituessa yhtiön olisi lähes mahdotonta löytää vaihtoehtoisia tuotantotiloja nopeassa aikataulussa ja tällä voisi olla olennainen haitallinen vaikutus Harvian liiketoimintaan.

Sijoitusprofiili 2/2

- **Kilpailudynamiikan muutokset** Harvian vahvan markkina-aseman ja korkean kannattavuuden taustalla on yhtiön pitkän historian kautta hioutunut tehokas liiketoimintamalli ja pitkät asiakassuhteet. Markkina on hyvin pirstaloitunut ja Harvia on omalla kapealla kiuas- ja saunakomponenttimarkkinalla suurin toimija noin 60 MEUR:n liikevaihdolla. Yksi Harvian hyvää kannattavuutta suojaava tekijä on arviomme mukaan se, että globaali kiuas- ja komponenttimarkkina on liian pieni houkutelakseen vahvoja maailmanluokan elektroniikka-/kodinkoneteollisuuden pelureita (mm. Panasonic, LG, Samsung jne.) markkinoille mukaan. Muutos tässä kilpailudynamiikassa esim. jonkun uuden kilpailijan aggressiivinen tuleminen markkinoille voisi oleellisesti kiristää kilpailutilannetta ja haitata Harvian marginaaleja.
- **Materiaali- ja hankintakustannusten jyrkkä nousu** Harvian tarvike- ja materiaalikustannukset ovat historiallisesti olleet keskimäärin noin 40 % liikevaihdosta. Tuotannolle ovat keskeisiä mm. elektroniikka- ja sähkökomponentit sekä kiukaiden valmistuksessa tarvittavat teräs ja muut metallimateriaalit kuten myös saunojen rakenteissa tarvittava puu ja lasi. Näissä tapahtuva merkittävä markkinahintojen nousu voi haitata yhtiön kannattavuutta, ellei Harvia onnistu siirtämään materiaalikustannusten nousua eteenpäin omiin myyntihintoihinsa.
- **Valuuttakurssimuutokset** Harvia käy kauppaa eri valuutoissa, joista tärkeimmät ovat euro, Venäjän rupla ja Yhdysvaltain dollari. Vuonna 2017 yhtiön 60 MEUR:n liikevaihdosta 6,3 MEUR syntyi Venäjän ruplissa, 3,4 MEUR Yhdysvaltain dollareissa ja 0,6 MEUR Kiinan renminbeissä. Yhtiö ei suojaudu valuuttariskeiltä valuuttajohdannaisilla. Valuuttojen merkittävä vaihtelu voi altistaa yhtiön sekä transaktio- että translaatoriskeille, jotka voivat vaikuttaa yhtiön kannattavuuteen.
- **Suhdannevaihtelut** Maailmantaloudella ja Harvian päämarkkinoilla on mennyt viime vuosina hyvin (pl. Venäjä). Bruttokansantuote, kuluttajaluottamus ja kuluttajien ostovoima ovat olleet hyvällä nousutrendillä lähes kaikilla Harvian päämarkkinoilla ja yhtiö on voinut nauttia hyvistä talouden suhdanteista monta vuotta perättäin. Harvia on kuitenkin pystynyt kasvamaan orgaanisesti vain noin 4 %:n vauhtia viimeiset vuodet, mikä on alle yhtiön pitkän aikavälin taloudellisen tavoitteen. Harvia on perinteisesti pystynyt tekemään hyvää tulosta myös laskusuhdanteessa, sillä suuren korvauskysynnän takia yhtiön liiketoiminta on melko suhdannevakaata. Taloudellisten olosuhteiden oleellinen heikentyminen voisi kuitenkin vaikuttaa yhtiön liikevaihdon ja tuloksen kasvunäkymiin, millä voisi olla olennainen vaikutus osakekurssin kehittymisen kannalta.
- **Yritysostoriskit** Harvia on viime vuosina toteuttanut yritysostoja (mm. Sentiotec-kauppa vuonna 2016 ja Saunamax-kauppa vuonna 2017). Yhtiö voi myös arviomme mukaan jatkaa yritysostojen tekemistä kiihdyttääkseen kasvustrategiaansa. Yritysostoissa maksetut kauppahinnat sekä yritysostojen integroinnit tuovat aina omat riskinsä liiketoimintaan eivätkä ostokohteena olevat yhtiöt välttämättä saavuta Harvian johdon odottamia tavoitteita tai synergioita. Yritysostokohteiden jatkuva etsiminen ja odottamattomien riskien realisoituminen voi myös viedä aikaa johdon keskittymisestä ydinliiketoimintaan, millä voi olla negatiivinen vaikutus Harvian kannattavuuteen.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Tuotemixin parantaminen ja selkeyttäminen (SKU-seuranta)
- Maantieteellinen laajentuminen (esim. Sentiotecin jakelukanavat)
- Tehokkuuden parantaminen (mm. tuotanto ja käyttöpääoma)
- Venäjän markkinoiden elpyminen
- Täydentävät yritysostot

Riskit

- Korkea riippuvuus Muuramen tehtaasta
- Kilpailudynamiikan muutokset (uusien aggressiivisten haastajien uhka)
- Materiaali- ja hankintakustannusten nousu
- Valuuttakurssiriskit
- Suhdannevaihtelut
- Yritysostojen integrointiin liittyvät riskit

Toimiala- ja markkinakatsaus 1/3

Globaali sauna- ja spa-markkina

Globaali sauna- ja spa-markkina oli vuonna 2016 noin 2,7 miljardia euroa. Kokonaismarkkinasta noin puolet muodostui sauna- ja spa-tiloihin liittyvistä asennus-, huolto- ja korjaustöistä. Noin 380 MEUR (eli 14 %) koostui kiukaista ja saunakomponenteista. Loppuosa markkinasta sisältää sauna- ja spa-huoneiden rakenteet, ohjauskeskukset ja muut lisätarvikkeet. Maailmassa arvioidaan olevan noin 15 miljoonaa saunaa, joista noin 95 % on kotitalouksien käytössä omakotitaloissa, rivitaloissa, kerrostaloasunnoissa ja loma-asunnoissa. Näiden lisäksi saunoja on kaupallisessa käytössä, kuten hotelleissa, kylpylöissä, kuntokeskuksissa ja uimahalleissa.

Harvian kohdemarkkinat

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

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

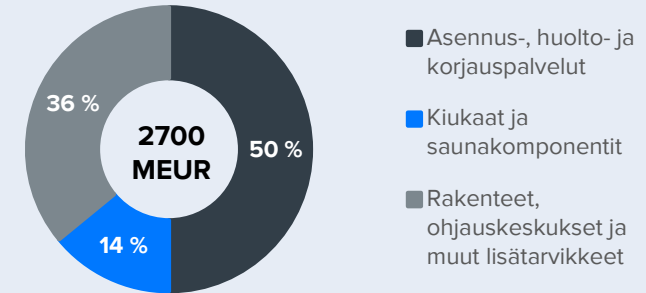
Harvian kohdemarkkinat muodostuvat kiukaista ja saunakomponenteista ml. höyrygeneraattorit ja infrapunasäätelijät, saunahuoneet, ohjauskeskukset ja muut lisätarvikkeet. Asennus-, korjaus- ja huoltotyö ei kuulu lähtökohtaisesti Harvian ydinliiketoimintaan, joten Harvian kohdemarkkina on olennaisesti pienempi kuin em. 2,7 miljardin euron kokonaismarkkina. Yhtiö on kuitenkin Saunamax Oy:n hankinnan jälkeen (2/2017) ryhtynyt tarjoamaan valikoidusti myös kiukaiden ja saunojen huolto- ja asennuspalveluja Suomessa.

Kiukaiden ja muiden saunakomponenttien korvaaminen on suhteessa edullisempaa kuin saunakokonaisuuksien uusiminen ja niitä uusitaan useammin. Globaalista kiuas- ja saunakomponenttimarkkinasta noin 77 % oli korvauskysyntää vuonna 2016. Harvian johdon arvion mukaan kiuas uusitaan tai vaihdetaan kaupallisessa käytössä 2-5 vuodessa ja kotitalouksien käytössä noin 10-20 vuodessa. Korvauskysynnän ja uudismarkkinan suhteellinen vaikutus sauna- ja spa-markkinan kasvuun vaihtelee alueittain ja markkinoittain.

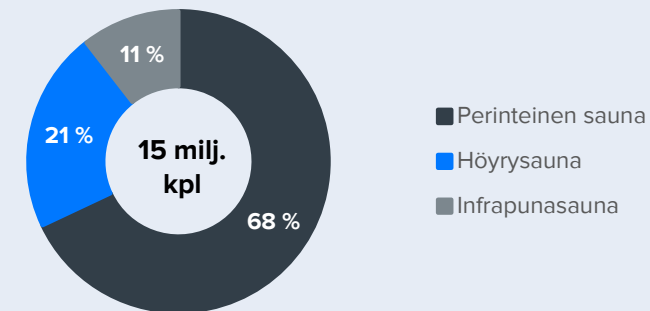
Suhdannevakaa markkina

Sauna- ja spa-markkina on ollut historiallisesti suhdannevakaa suuren saunakannan ja erityisesti kiukaiden tiheän korvausvälin luoman korvauskysynnän takia. Sauna- ja spa-markkina on vuosien 2010-2016 aikana kasvanut noin 5 %:n vuotuista vauhtia. Yhtiön kokemuksen mukaan etenkin Suomessa sauna on osa arkea, ja kiukaan tai muun saunan osan ikääntyessä se korjataan tai korvataan rakennussuhdanteesta huolimatta. Saunojen levinneisyydellä on huomattavan suuri vaikutus sauna- ja spa-markkinoiden kehitykseen.

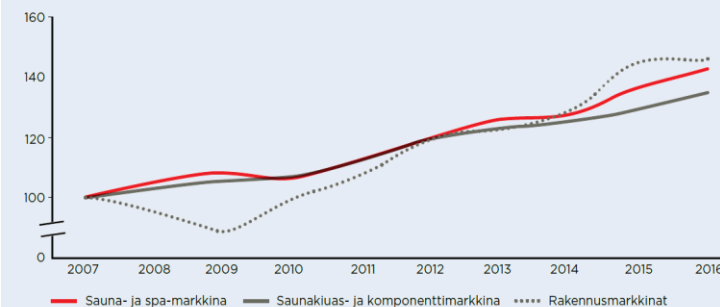
Globaali sauna- ja spa-markkina



Maailmanlaajuinen saunakanta



Suhdannevakaa markkinakehitys



Toimiala- ja markkinakatsaus 2/3

Korvausmarkkina vs. uudismarkkina

Saunojen ja spa-tilojen korvauskysynnän osuus globaalista 2,7 miljardin euron arvoisesta markkinasta vuonna 2016 oli noin 61 %. Saunan lauteiden, muiden rakenteiden ja laitteiston kuluessa saunakokonaisuudet uusitaan arviolta 25-50 vuoden välein kuormituksen mukaan, ja kaupallisessa yhteiskäytössä useammin kuin asuinkäytössä. Saunojen ja spa-tilojen uudismarkkinan osuus on arviolta noin 39 %: Uudismarkkina sisältää uusien saunojen ja spa-tilojen rakentamisen uusiin rakennuskohteisiin ja olemassa oleviin rakennuksiin.

Kiukaiden ja muiden saunakomponenttien korvaaminen on suhteessa edullisempaa kuin saunakokonaisuuksien uusiminen ja niitä uusitaan useammin. Globaalista 380 miljoonan euron arvoisesta kiuas- ja saunakomponenttimarkkinasta noin 77 % oli korvauskysyntää vuonna 2016. Harvian johdon arvion mukaan kiuas uusitaan tai vaihdetaan kaupallisessa käytössä (hotellit, kuntosalit, kylpylät jne.) 2-5 vuodessa ja kotitalouksien käytössä noin 10-20 vuodessa. Kiukaiden ja muiden saunakomponenttien uudismarkkinan osuus on vain 23 %. Korvauskysynnän ja uudismarkkinan suhteellinen vaikutus sauna- ja spa-markkinan kasvuun vaihtelee alueittain ja markkinoittain.

Markkinan kasvuajurit

Sauna- ja spa-markkina on vuosien 2010-2016 aikana kasvanut noin 5 %:n vuotuista vauhtia. Sauna- ja spa-markkinan ennustetaan jatkavan keskimäärin 5 %:n kasvuvauhtia myös vuosina 2016-2022. Markkinan keskeisiin kasvutekijöihin kuuluvat vanhojen saunojen, kiukaiden ja saunakomponenttien korvaaminen sekä

saunojen uudismarkkina. Toimialaan vaikuttavia merkittävimpiä viimeaikaisia suuntauksia ovat myös seuraavat tekijät:

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

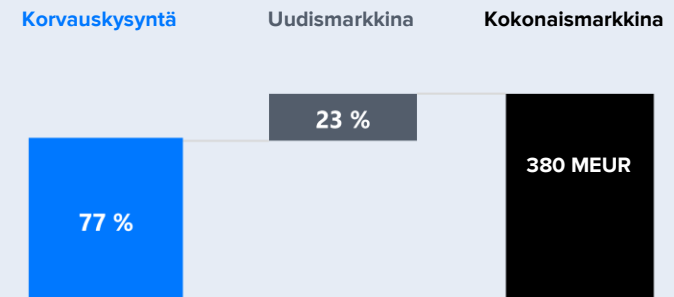
Kiukaiden, saunakomponenttien ja lisävarusteiden kehitys: kiukaiden ja saunakomponenttien kehitys on ollut viime vuosien aikana nopeaa. Kiukaisiin on tullut saataville uusia, entistä kehittyneempiä lisävarusteita, joten kuluttajien on aiempaa helpompaa hankkia esimerkiksi ohjauskeskuksen välityksellä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

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

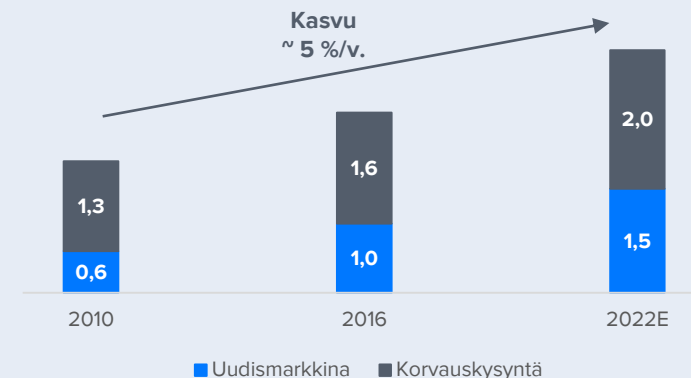
Globaalin sauna- ja spa-markkinan kysyntä



Globaalin kiuas- ja komponenttimarkkinan kysyntä



Uudismarkkina vs. korvausmarkkina (mrd. €)



Toimiala- ja markkinakatsaus 3/3

Suurimmat sauna- ja spa-markkinat

Euroopan suurimmat yksittäiset sauna- ja spa-markkinat vuonna 2016 olivat Venäjä, Saksa, Suomi ja Ruotsi. Nämä maat kattoivat yhdessä arviolta 45 % globaalista sauna- ja spa-markkinasta. Muun Euroopan osuus oli noin 19 %, Aasian ja Tyynenmeren alueen noin 15 %, Pohjois-Amerikan noin 9 %, Lähi-idän noin 5 % ja muun maailman yhteensä noin 7 %.

Suomi on Harvian kotimarkkina ja liikevaihdolla mitattuna Harvian suurin markkina (37 % liikevaihdosta). Harvia on Suomessa liikevaihdoltaan ja tunnettuudeltaan johtava sauna- ja spa-yhtiö ja suurin kiuas- ja saunakomponenttivalmistaja. Suomessa on pitkät saunaperinteet ja sen vuoksi täällä on paljon saunoja väkilukuun nähden. Suomessa arvioidaan olevan noin 2,3 miljoonaa saunaa ja suuren saunakannan takia uudismarkkinan osuus on matala. Suomen sauna- ja spa-markkinan koon arvioidaan olleen noin 0,3 miljardia euroa vuonna 2016, mikä on noin 10 % globaalista markkinasta.

Saksa on liikevaihdolla mitattuna Harvian toiseksi suurin markkina (12 % liikevaihdosta) ja myös maailman toiseksi suurin yksittäinen sauna- ja spa-markkina. Harvia arvioi, että se on Sentiotec-yritysoston jälkeen Saksan suurin kiuas- ja saunakomponenttivalmistaja liikevaihdolla mitattuna ennen EOS:ia. Saksassa arvioidaan olevan noin 2,1 miljoonaa saunaa ja sauna- ja spa-markkinoiden koon on arvioitu olleen noin 0,4 miljardia euroa vuonna 2016, mikä on noin 15 % globaalista markkinasta. Saksassa saunojen määrä on Suomea pienempi, mutta euromääräinen markkina on suurempi. Tämä johtuu osittain siitä, että saunoja on

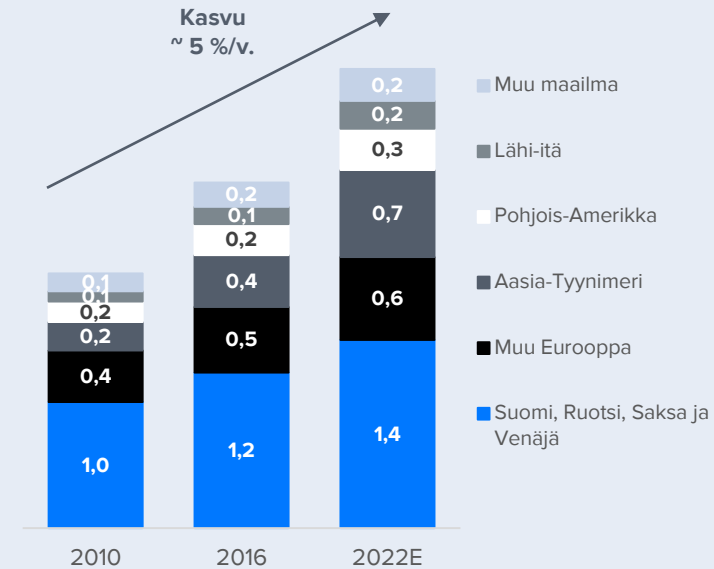
suhteellisesti enemmän liikekiinteistöissä kaupallisessa käytössä ja ne ovat tyypillisesti isompikokoisia ja paremmin varusteltuja.

Venäjä on maailman suurin yksittäinen sauna- ja spa-markkina ja liikevaihdolla mitattuna Harvian kolmanneksi suurin markkina (10 % liikevaihdosta). Harvia on liikevaihdolla mitattuna Venäjän toiseksi suurin sauna- ja spa-markkinoilla toimiva yhtiö Termoforin jälkeen ja markkinoiden johtava sähkökiuasvalmistaja. Venäjällä arvioidaan olevan noin 6,2 miljoonaa saunaa ja markkinan koko vuonna 2016 oli noin 0,4 miljardia euroa (16 % globaalista markkinasta). Samoin kuin Suomessa, Venäjän suuren saunakannan vuoksi uudismarkkinan osuus kokonaismarkkinasta on pieni.

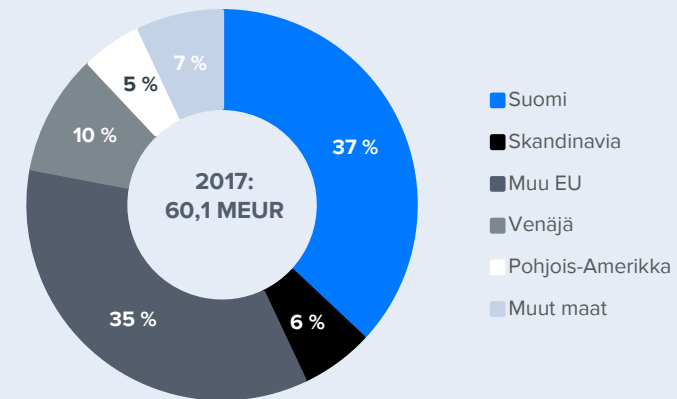
Ruotsi on Suomen jälkeen Pohjoismaiden toiseksi suurin sauna- ja spa-markkina ja liikevaihdolla mitattuna Harvian neljänneksi suurin markkina. Ruotsissa on arviolta noin 0,5 miljoonaa saunaa ja markkina koko vuonna 2016 oli noin 0,1 miljardia euroa (4 % globaalista markkinasta). Harvia on Ruotsin toiseksi suurin sauna- ja spa-markkinoilla toimiva yhtiö TylöHelon jälkeen.

Yhdysvallat on Harvian viidenneksi suurin markkina. Yhdysvaltojen sauna- ja spa-markkina on maan kokoon nähden pieni, koska saunan tunnettuus on suhteellisen vähäistä. Maassa on arviolta noin 0,8 miljoonaa saunaa ja markkinan koko on arviolta noin 0,2 miljardia eli 8 % globaalista sauna- ja spa-markkinasta. Uudismarkkinan osuus on selvästi suurempi kuin esimerkiksi Suomessa tai Venäjällä, koska saunakanta on vähäinen. Harvia on liikevaihdolla mitattuna Yhdysvaltojen 5-10 suurimman sauna- ja spa-markkinoilla toimivan yhtiön joukossa.

Sauna- ja spa-markkinoiden koko ja kasvu



Harvian liikevaihdon jakauma 2017



Kilpailuympäristö 1/2

Globaali sauna- ja spa-markkina

Globaali sauna- ja spa-markkina on hyvin hajautunut. Markkinoiden johtavat 4 toimijaa muodostavat yhteensä vain noin 10 %:n markkinaosuuden eli niiden yhteenlaskettu liikevaihto on noin 270 MEUR. Kilpailukenttä koostuu pääosin kahden tyypistä yhtiöstä: 1) saunarakentajista ja integraattoreista ja 2) komponenttivalmistajista. Näiden kahden eri ryhmän toimintamallit eroavat toisistaan siten, että ensimmäiset eivät yleensä valmista itse käyttämiään komponentteja, vaan ostavat niitä Harvian kaltaisilta valmistajilta.

Kaksi liikevaihdolla mitattuna suurinta globaalin sauna- ja spa-markkinan toimijaa ovat integraattoreita: saksalainen Klafs sekä kiinalainen SaunaKing. Klafs ja SaunaKing toimittavat saunakokonaisuuksia sekä kuluttajia- että kaupalliseen käyttöön. Klafsin toteuttamia kokonaisratkaisuja löytyy mm. monista eurooppalaisista hotelleista, kuntosaleista ja kylpylöistä. Klafilla on valikoimissaan erilaisia

saunaratkaisuja, kiukaita ja ohjauskeskuksia myös kotikäyttöön. SaunaKingillä on myös toimintoja Saksassa Saunalux-nimisen tytäryhtiön kautta. Saunalux käyttää mm. Harvian ja Sentiotecin tuotteita Saksassa toimittamisensa saunakokonaisuuksissa.

Harvia on globaalin sauna- ja spa-markkinan kolmanneksi suurin toimija noin 2 %:n markkinaosuudella. Harvialla on markkinaan hyvin erilainen lähestymistapa kuin Klafilla tai SaunaKingillä. Harvian liikevaihto koostuu pääosin erilaisista tuotteista (kiukaat, höyrygeneraattorit, ohjauskeskukset, varaosat jne.), joita yhtiö jakelee erilaisten jälleenmyyntikanavien kautta. Harvia keskittyy kattavaan sauna- ja saunatarvikevalikoimaan, tehokkaaseen valmistusprosessiin ja hyviin asiakassuhteisiin. Yhtiö on vasta Saunamax Oy:n hankinnan jälkeen alkanut tehdä valikoivasti saunoihin liittyviä huolto- ja asennustöitä Suomessa, kun aiemmin sauna- ja spa-markkinaan liittyvä työ ei ole lähtökohtaisesti kuulunut Harvian tarjontaan.

Kiukaat ja saunakomponentit

Globaalista sauna- ja spa-markkinasta noin 14 % eli 380 MEUR koostuu kiukaista ja saunakomponenteista. Tätä voidaan pitää Harvian pääasiallisena kohdemarkkinana. Harvia on maailman suurin kiuas- ja saunakomponenttivalmistaja noin 11 %:n markkinaosuudella. Harvia toimii kiuas- ja saunakomponenttimarkkinassa laajalla ja kattavalla tuotevalikoimalla Harvia ja Sentiotec-tuotemerkeillä. Sentiotec-tuotemerkki tuli yhtiölle yritysoston seurauksena vuonna 2016 ja se täydensi Harvian liiketoimintaportfoliota sekä tuotekategorioiden osalta (korkeampaan hintaluokkaan) että maantieteellisessä mielessä (suurempi läsnäolo Keski-Euroopassa).

Kiuas- ja saunakomponenttimarkkinan 2. suurin toimija (koko sauna- ja spa-markkinan 4. suurin toimija) on suomalais-ruotsalainen TylöHelo, joka on Harvian tavoin keskittynyt enemmän tuotteiden valmistamiseen kuin saunojen rakentamiseen tai huoltoon.

Erityyppiset yhtiöt ja niiden markkinaosuudet	Yhtiöiden määrä	Vuotuinen liikevaihto	Esimerkkejä	Kuvaus
Johtavat yhtiöt (10%)	4 kpl	Yli 50 MEUR	Klafs, SaunaKing, Harvia, TylöHelo	<ul style="list-style-type: none">Integraattoreita tai suuria saunakomponenttivalmistajiaToimintoja useassa maassaKattava sauna- ja saunatarvikevalikoima
Paikalliset yhtiöt (5%)	Noin 25 kpl	5-15 MEUR	Narvi, EOS, SaWo	<ul style="list-style-type: none">Integraattoreita, saunakomponenttivalmistajia tai vain osittain saunoihin keskittyviä yhtiöitäTyypillisesti suppeampi tuotevalikoima
Pienet yhtiöt (85%)	Yli 2000 kpl	Alle 3 MEUR	Sunrans, Mondex, Misa, Stoveman	<ul style="list-style-type: none">Tuotevalikoima on tyypillisesti suppea kattaen edullisia tai keskihintaisia tuotteitaMukana myös muutamia kalliisiin tuotteisiin erikoistuneita

Kilpailuympäristö 2/2

Harvian asema markkinoilla

Harvia on liikevaihdolla mitattuna maailman suurin kiuas- ja saunakomponenttivalmistaja noin 380 MEUR:n arvoisella markkinalla (markkinaosuus 11 %). Koko 2,7 miljardin euron sauna- ja spa-markkinalla Harvia on kolmanneksi suurin yhtiö (markkinaosuus 2 %). Kokonaisuudessaan markkinalla on hyvin paljon pieniä ja paikallisia toimijoita, minkä takia Harvialla on suuremman kokoluokan kautta tulevien skaalaetujen ansiosta mielestämme mahdollisuus parantaa asemiaan pienempien toimijoiden kustannuksella.

Kehittyneillä sauna- ja spa-markkinoilla (Suomi, Ruotsi, Venäjä ja Saksa) Harvialla on erityisen vahva markkina-asema ja yhtiön on kaikilla näillä markkinoilla joko suurin tai toiseksi suurin toimija. Muilla varteenotettavilla saunamarkkinoilla (mm. Pohjois-Amerikka ja Aasia-Tyynenmeren alue) yhtiö kuuluu top 5-10 toimijoihin.

Harvian suurin kilpailija on ruotsalainen **TylöHelo**, joka muodostui suomalaisen Helo- (entinen Saunatec) ja ruotsalaisen Tylö-merkin yhdistymisenä 2008. TylöHelo on kiukaissa ja saunakomponenteissa globaalien markkinoiden toiseksi suurin toimija 7 %:n markkinaosuudella. Tylö- ja Helo- merkkien lisäksi yhtiöllä on myös Finnleo- ja Amerrec-tuotemerkit. TylöHelo on erittäin vahva Ruotsissa, missä Harvia on jäänyt paikallisen ”saunamarkkinoiden Volvon” taakse ja on markkinoiden toiseksi suurin toimija. Jos yhtiö haluaisi parantaa markkina-asemaansa Pohjoismaissa, näkisimme TylöHelon yhtenä potentiaalisena yritysostokohteena. TylöHelon kannattavuus on selvästi Harvian alapuolella ja yhtiön liikevoittomarginaali on pysynyt hieman nollan yläpuolella viimeisen parin vuoden ajan.

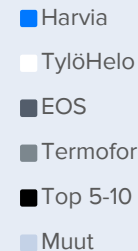
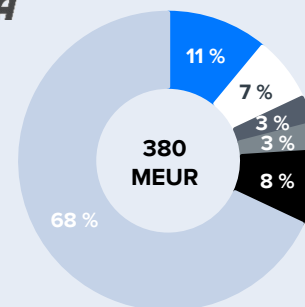
Saksalainen **EOS** on sauna- ja kiuasmarkkinoiden kolmanneksi suurin toimija noin 3 %:n markkinaosuudella. EOS on keskittynyt premium-segmentin kiuas- ja komponenttivalikoimaan, kun Harvia on perinteisesti ollut vahva matala- ja keskihintaisten tuotteiden kategorioissa. Sentiotec-yrityskaupan jälkeen Harvialla on tavoitteena kasvattaa myyntiään kalliimman hintaluokan kategoriassa ja siinä mielessä EOS tulee olemaan Harvialle tässä kategoriassa entistä varteenotettavampi kilpailija.

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

Harvia tekee kilpailijoihin nähden selvästi parasta kannattavuutta ja sen liikevoittomarginaali on viimeisen 10 vuoden ajan ollut noin 20 %. Narvi on muutaman vuoden ajan tehnyt keskimäärin nollatulosta, Misa Oy:n liikevoittomarginaali on vaihdellut 4-8 %:n välillä ja Iki-Kiuas Oy:n liikevoittomarginaali on vaihdellut 8-12 %:n välillä.

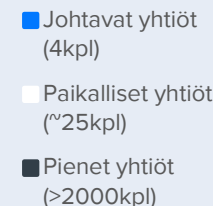
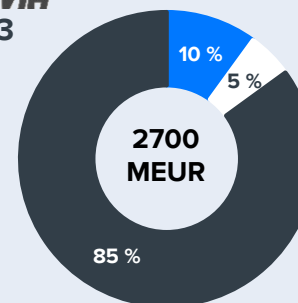
Kiuas- ja saunakomponenttimarkkinan toimijat

HARVIA
#1

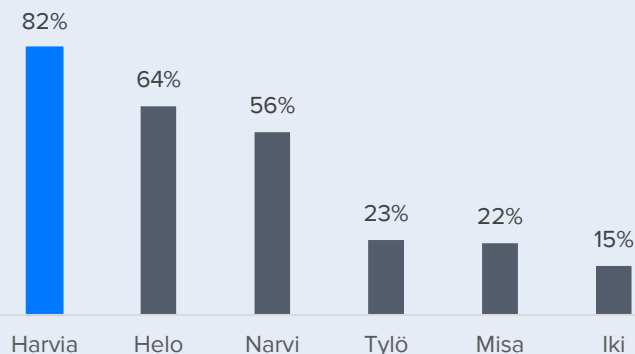


Sauna- ja spa-markkinan toimijat

HARVIA
#3



Tunnetuimmat saunabrändit Suomessa*



*Kansainvälisen konsulttiyhtiön tekemä kysely Suomessa 2017

Kilpailuympäristö

Arvioitu markkina-asema

Yhtiö	Maa	Kiukaat ja saunakomponentit	Koko sauna- ja spa-markkina	Tarjooma
HARVIA		#1	#3	<ul style="list-style-type: none"> Laaja ja kattava tuotevalikoima Harvia ja Sentiotec-tuotemerkeillä
TYLÖHELO		#2	#4	<ul style="list-style-type: none"> Laaja tuotevalikoima Tylö-, Helo-, Finnleo- ja Amerec-tuotemerkeillä
EOS		#3	#7	<ul style="list-style-type: none"> Laaja premium-segmentin kiuas- ja saunakomponenttivalikoima
TERMOFOR <small>SIBERIAN STOVES, INSERTS AND FIREPLACES</small>		#4	#8	<ul style="list-style-type: none"> Puukiukaita Venäjän markkinoille
SAWO		#5	#10	<ul style="list-style-type: none"> Edullisia ja keskihintaisia kiukaita ja saunakomponentteja
NARVI		#6	#11	<ul style="list-style-type: none"> Puukiukaita Suomessa ja Ruotsissa Narvi-, Kota ja Aito -tuotemerkeillä
KLAFS <small>MY SAUNA AND SPA</small>			#1	<ul style="list-style-type: none"> Laaja valikoima saunaratkaisuja
SAUNAKING			#2	<ul style="list-style-type: none"> Laaja saunavalikoima
DURAVIT			#5	<ul style="list-style-type: none"> Kylpyhuoneisiin erikoistunut yhtiö, jolla suppea saunatarjooma
PHYSIO THERM <small>Infrarotkabinen</small>			#6	<ul style="list-style-type: none"> Valikoima infrapunasauvoja
effegibi			#9	<ul style="list-style-type: none"> Perinteisiä saunoja ja höyrysaunoja

Kiuas- ja saunakomponenttivalmistajat

Integraattorit ja saunanrakentajat

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Strategia

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

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

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

Harvialla on perinteisesti ollut erityisen kilpailukykyinen tarjooma edullisemmissa ja keskihintaisissa tuotteissa yhtiön päämarkkina-alueilla. Vuoden 2016 lopulla tapahtuneen Sentiotec-yritysoston myötä Harvian tarjooma täydentyy korkeampaan hintaluokkaan uudella SENTIO by Harvia -tuotemerkillä. Tuotemerkillä yhtiö pyrkii yhdistämään Harvian vahvan kiuas- ja saunaosaamisen sekä Sentiotecin korkean design- ja teknologiasaamisen. SENTIO by Harvia sisältää korkealuokkaiset kiukaat, ohjauskeskukset ja valikoidun tarvikevalikoiman, joita on tarkoitus tarjota kaikilla yhtiön kohdemarkkinoilla.

Sentiotecin oston myötä Harvian tarjoomaa kattaa myös korkeampaan hintaluokkaan kuuluvat ohjauskeskukset, joissa on yhtiön mukaan hyvät katteet. Yhtiö pystyy myymään ohjauskeskuksia myös muiden kuin Harvian omien kiukaiden yhteyteen, mikä kasvattaa tuoteryhmän myyntipotentiaalia.

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

Keski-Euroopassa Harvia aikoo hyödyntää Sentiotec-yritysostoa optimoimalla Harvian ja Sentiotecin jakelustrategiat ja hyödyntämällä ristiinmyyntiä. Venäjällä pyrkimyksenä on laajentua alueellisiin keskuksiin suurimpien kaupunkien ulkopuolelle. Skandinaviassa ja Pohjois-Amerikassa yhtiö pyrkii tuomaan markkinoille paremmin soveltuvia tuotteita.

Tuottavuuden parantamisessa yhtiö keskittyy jatkuvasti parantamaan toiminnallista tehokkuuttaan mm. optimoimalla tuotannon maantieteellistä rakennetta, tehostamalla ostoa ja logistiikkaa, optimoimalla tuotetarjoomaansa, suunnittelemalla tuotteet yksinkertaisiksi valmistaa, nostamalla kapasiteetin käyttöastetta ja lisäämällä automatisointia tuotantolaitoksissaan. Harvialla on hajautettu tuotantomalli, jossa eri tuotantoyksiköt keskittyvät valmistamaan tiettyjä tuotteita. Yhtiöllä on käynnissä projekti tuotanto- ja materiaalogistiikan parantamiseksi. Yhtiö pyrkii lisäksi jatkamaan tuotetarjontansa optimointia.

Taloudelliset tavoitteet

Harvian hallitus päivitti yhtiön taloudelliset tavoitteet listautumisen yhteydessä. Yhtiön taloudellisina tavoitteina ovat:

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

Osinkopolitiikka

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

Taloudellinen tilanne 1/3

Liikevaihdon kasvu on vakaata

Vuonna 2017 Harvian liikevaihto kasvoi 20 % edellisvuodesta ja oli 60,1 MEUR (2016: 50,1 MEUR). Orgaaninen kasvu oli 4 %. Liikevaihdon kasvu tuli pääosin Sentiotec-yrityskaupasta, jonka yhtiö toteutti vuoden 2016 lopussa. Vuoden 2017 helmikuussa Harvia hankki myös 56 %:n osuuden suomalaisesta huolto- ja asennuspalveluita tarjoavasta Saunamax Oy:stä, mutta sen liikevaihto ei ole konsernin mittakaavassa merkittävä.

Vuonna 2016 Harvian liikevaihto kasvoi 8 % edellisvuodesta, josta orgaanisen kasvun osuus oli 4 %. Viimeisen kahden vuoden aikana Harvian orgaaninen kasvu on ollut hieman globaalien sauna- ja spa-markkinan keskimääräistä kasvuvauhtia hitaampaa (5 %/v.). Arvioimme tämän johtuvan yhtiön merkittävästä altistumisesta hitaasti kasvaville saturoituneille markkinoille (Suomi ja Skandinavia yhteensä yli 40 % liikevaihdosta) sekä Venäjän markkinoille (10 % liikevaihdosta), missä viime vuosina liikevaihdon kasvua ovat haitanneet ruplan heikentyminen euroa vastaan, kuluttajien matala ostovoima ja vähittäiskaupan heikot kasvluvut.

Viimeisen 10 vuoden aikana (2008-2017) Harvian keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu on ollut noin 5 %, joka on linjassa yhtiön taloudellisten tavoitteiden kanssa. Liikevaihdon kehitys on ollut melko tasaista, sillä suuren korvauskysynnän ansiosta Harvian kohdemarkkinat ovat hyvin suhdannevakaita. Suurimman liikevaihdon laskun yhtiö koki finanssikriisin jälkimainingeissa vuonna 2009, jolloin liikevaihto laski 10 %. Muutoin yhtiön liikevaihto on kasvanut matalia yksinumeroisia prosenttilukemia aina viime vuoteen asti, jolloin Sentiotecin osto nosti liikevaihtoa 20 %.

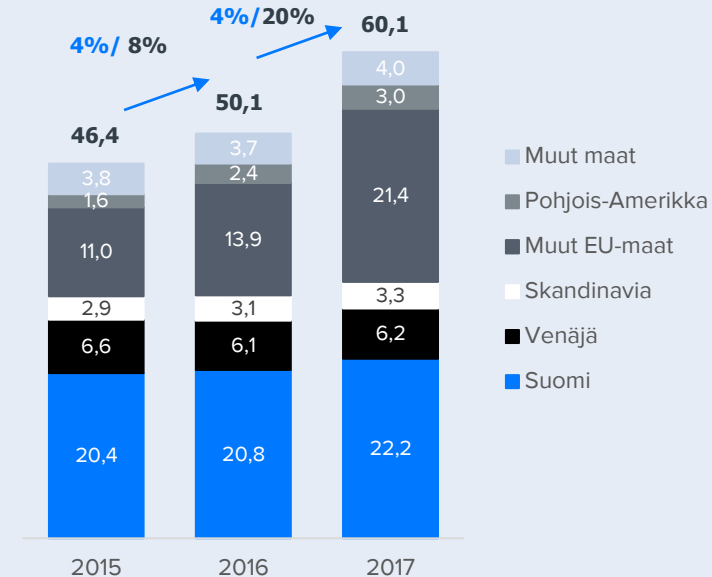
Kannattavuus on toimialan huippuluokkaa

Harvian tulokunto on hyvin tasainen ja yhtiön kannattavuus on toimialan huippuluokkaa. Erinomainen kannattavuus on jatkunut jo kymmeniä vuosia ja Harvia on mielestämme selvästi enemmän kannattavuus- kuin kasvuorientoitunut. Viimeiset kolme tilikautta (2015-2017) Harvian oikaistu liikevoitto on vaihdellut hyvin kapealla vaihteluvälillä (10-11 MEUR), mikä tarkoittaa keskimäärin kiitettävää noin 20 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia.

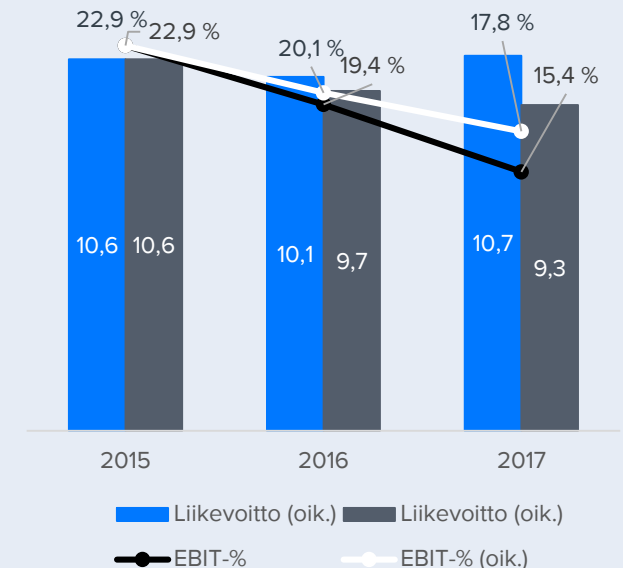
Oikaistu liikevoittomarginaali on ollut viime vuosina laskutrendissä ja se on laskenut 23 %:n tasolta (v. 2015) 18 %:n tasolle (v. 2017). Oikaistun liikevoittomarginaalin laskun taustalla on ollut Sentiotec- ja Saunamax-yrityssostot, joiden mukana konserniin tuli suhteelliselta kannattavuudeltaan heikompaa liiketoimintaa. Sen lisäksi, että yritysostokohteiden heikompisuhteellinen kannattavuus on painanut liikevoittomarginaalia, on vuosien 2016-2017 aikana tehdyt strategiset kehitysprojektit ja listautumiseen liittyvät kulut aiheuttaneet merkittäviä kuluja. Yhtiö on käsitellyt näitä vertailukelpoisuuteen vaikuttavina kuluina, minkä takia raportoitu liikevoittomarginaali on ollut parin viimeisen vuoden ajan 1-2 %-yksikköä oikaistua liikevoittomarginaalia heikommalla tasolla.

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

Liikevaihdon kasvu (orgaaninen vs. raportoitu)



Kannattavuuden kehittyminen



Taloudellinen tilanne 2/3

Matala investointitarve

Harvian vuotuinen investointitarve on hyvin matala ja yhtiö on viimeisen kolmen vuoden aikana (2015-2017) investoinut sekä aineellisiin että aineettomiin hyödykkeisiin keskimäärin noin 1,0 MEUR vuodessa (1,5-2,0 % liikevaihdosta). Investoinnit ovat lähinnä ylläpitoinvestointeja aineellisiin käyttöomaisuushyödykkeisiin tuotannon tehostamiseksi tai kehittämiseksi sekä investointeja aineettomiin hyödykkeisiin. Yhtiöllä on modernit tuotantolaitokset ja merkittävimmissä tuotantolaitoksessa Muuramessa on mahdollista lisätä tämänhetkistä kapasiteettia merkittävästi ilman lisäinvestointeja pelkäämään työntekijämäärää kasvattamalla ja työvuorojen lisäämisellä tietyissä työvaiheissa.

Romanian tuotantolaitokseen yhtiö on päättänyt tehdä kaksi yhteensä noin 270 tuhannen euron laiteinvestointia vuonna 2018, millä mm. mahdollistetaan nykyisen tuotantokapasiteetin kasvattaminen.

Näiden investointien lisäksi yhtiö on tehnyt viime vuosina yritysostoja, joilla se on laajentunut uusille markkina-alueille tai tuote- ja palvelukategorioihin (esim. Sentiotec vuonna 2016 ja Saunamax vuonna 2017). Mielestämme ei ole syytä odottaa, että Harvian vuotuinen noin 1 MEUR:n ylläpitoinvestointitaso muuttuisi lähivuosina merkittävästi ja yhtiö on myös itse indikoinut noin 1,0-1,5MEUR:n vuotuisen ylläpitoinvestointitason olevan yhtiön nykyisen liiketoimintamallin kannalta hyvä nyrkkisääntö. Pidämme kuitenkin mahdollisena (ja jopa todennäköisenä), että yhtiö jatkaa strategisia yritysostoja, joilla se ja pyrkii esimerkiksi kasvattamaan markkina-asemaansa eri maantieteellisillä alueilla ja pääsemään sitä kautta kiinni uusiin jakelukanaviin.

Korkea kassavirtasuhde

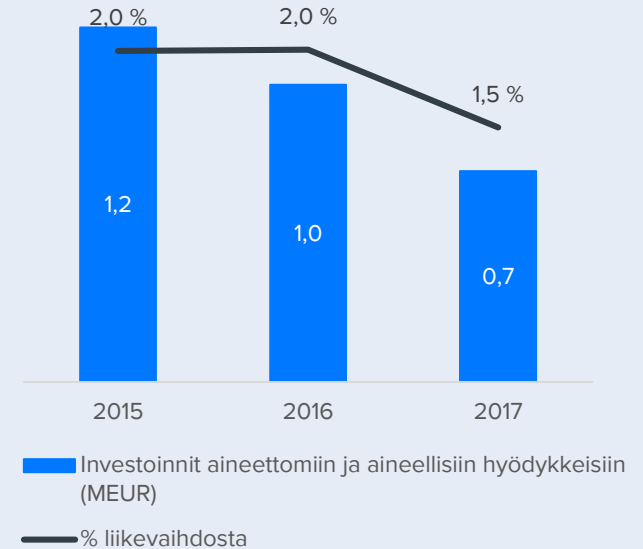
Hyvän kannattavuuden ja alhaisen investointitarpeen johdosta Harvian kassavirta on vahvaa. Harvia julkaisee kassavirtasuhdetunnuslukua, joka mittaa operatiivisen vapaan kassavirran suhdetta oikaistuun käyttökatteeseen. Vuosien 2015-2017 välillä tämä luku on vaihdellut välillä 72-96 %, mikä on kiitettävä taso.

Operatiivinen vapaa kassavirta kertoo kuinka paljon yhtiö pystyy tuottamaan kassavirtaa investointien jälkeen, ja mikä sen kyky on maksaa osinkoa tai tehdä yritysostoja. Harvian tapauksessa vahva kassavirtasuhde ja alhaiset investointitarpeet luovat hyvät edellytykset osingonjaolle ja arvioimmekin Harvian profiloituvan pörssitaipaleella vahvaa kannattavuutta tekeväksi vakaaksi osinkoyhtiöksi. Harvian osinkopolitiikka on maksaa kasvavaa osinkoa vähintään 60 % nettotuloksesta.

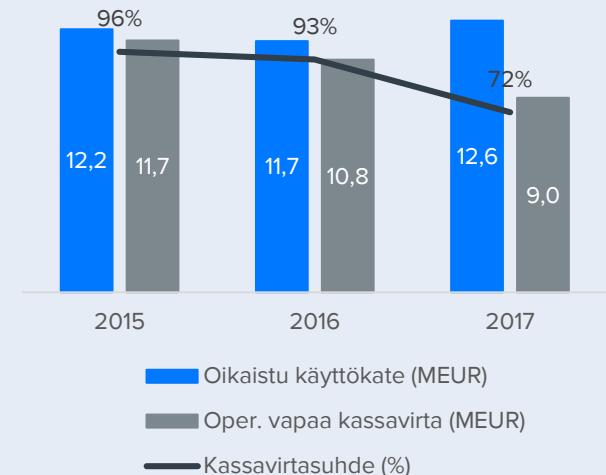
Listautuminen vahvasti tasetta

Pääomasijoitusyhtiö Capmanin hallinnoimat rahastot tulivat Harvia-konsernin pääomistajiksi vuonna 2014. Viimeisten vuosien aikana Harvia on toiminut melko suurella velkavivulla. Vuoden 2017 lopussa Harvian omavaraisuusaste oli vain 17 % ja yhtiöllä oli 73 MEUR:n nettovelka. Nettovelan suhde käyttökatteeseen oli hyvin korkea 5,8x. Maaliskuussa 2018 Harvia vahvisti pääomarakennettaan listautumisannilla. Yhtiö laski listautumisannissa liikkeelle 9,0 miljoonaa uutta osaketta 5,00 euron merkintähinnalla ja keräsi 45 MEUR:n bruttovarat. Annista kerätyt varat yhtiö käytti lähes täysimääräisesti osakaslainojen ja niille kertyneiden korkojen takaisinmaksuun.

Matala investointitarve



Korkea kassavirtasuhde



Taloudellinen tilanne 3/3

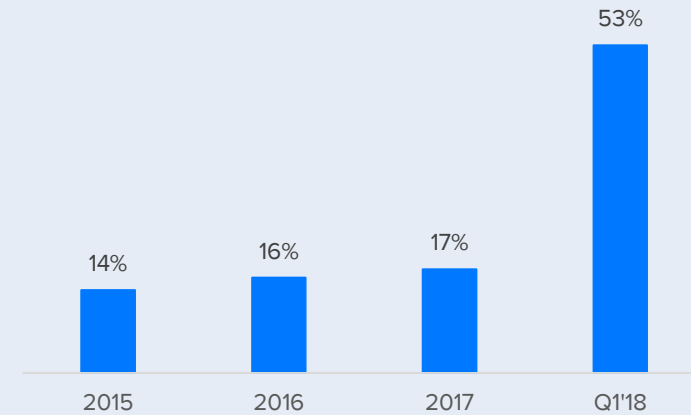
Osakaslainojen takaisinmaksu ja rahalaitoslainojen uudelleenjärjestelyt vähensivät konsernin velkaantuneisuutta merkittävästi ja Harvian tase on tällä hetkellä erittäin vahva. Q1'18 lopussa Harvian nettovelka oli laskenut 29,8 MEUR:oon (Q1'17: 75,3 MEUR). Nettovelan suhde viimeisen 12kk oikaistuun käyttökatteeseen oli laskenut 2,4x tasolle (Q1'17: 6,2x) ja yhtiön omavaraisuusaste oli noussut 53,4 %:iin (Q1'17: 16,2 %).

Vahva tase mahdollistaa epäorgaanisen kasvun

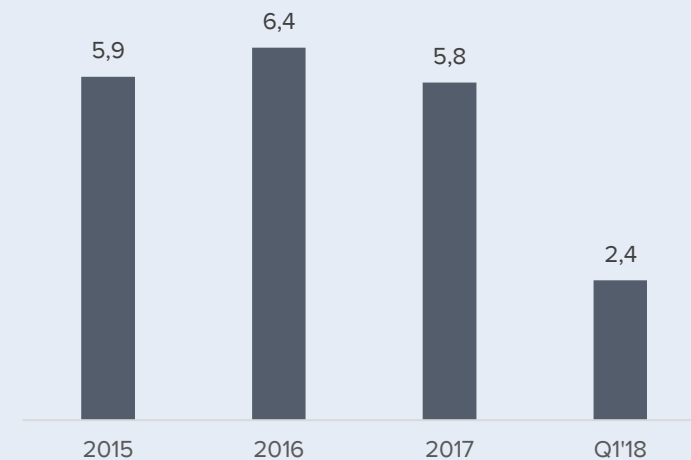
Harvian tase on erittäin vahva, kun otetaan huomioon miten nopeasti yhtiö pystyy nykyisellä liiketoiminnallaan kerryttämään positiivista kassavirtaa. Vahva tase ja hyvä tuloskunto mahdollistavat taloudellisen liikkumavaran tehdä lähitulevaisuudessa kohtuullisen kokoisia yritysostoja, jos yhtiö näkee mahdollisuuksia kiihdyttää kasvuaan epäorgaanisesti. Yhtiö on linjannut taloudellisten tavoitteiden mukaisessa vähintään 5 %:n vuotuisen kasvutavoitteen sisältävän sekä orgaanisen että epäorgaanisen kasvun.

Pidämme mahdollisena, että Harvia tarkkailee tällä hetkellä epäorgaanisia kasvun mahdollisuuksia ja yhtiö voi arviomme mukaan hyvinkin ottaa kuskin paikan markkinaa konsolidoivana toimijana. Tästä saatiin esimakua, kun Harvia osti vuoden 2016 marraskuussa Sentiotecin vahvistaakseen markkina-asemaansa Keski-Euroopassa. Sentiotecin liikevaihto yrityskauppaa edeltävällä tilikaudella oli 7,4 MEUR ja yhtiö maksoi siitä kauppahinnan 4,5 MEUR. Jos sopivia investointikohteita ei löydy, näemme nykyisellä kannattavuudella taserakenteen muodostuvan nopeasti yhtiölle jopa ylikapitalisoituneeksi.

Omavaraisuusaste-%



Nettovelka/oikaistu käyttökatte



Ennusteet 1/2

Liikevaihtoennusteet

Arvioimme Harvian liikevaihdon kehitystä pääasiassa markkina-alueiden kasvuennusteiden kautta. Harvia jakaa liiketoiminnan seuraaviin markkina-alueisiin (osuus liikevaihdosta vuonna 2017 %):

- Suomi (35 %)
- Muut Pohjoismaat (6 %)
- Saksa (12 %)
- Muut EU-maat (23 %)
- Venäjä (10 %)
- Pohjois-Amerikka (5 %)
- Muut maat (7 %)

Liikevaihdon kasvuennusteisiimme vaikuttaa maantieteellisen alueen yleinen talouskasvu, sauna- ja spa-markkinoiden kehityksen vaihe, Harvian markkinaosuus ja kilpailuasema sekä Harvian panostukset jakelukanaviin tai muihin myynninedistämistoimenpiteisiin kyseisellä markkinalla. Valuuttakurssimuutoksilla on myös merkittävä vaikutus liikevaihdon kehitykseen erityisesti Muut Pohjoismaat, Venäjä, ja Pohjois-Amerikka segmenteissä. Harvian liikevaihdon kasvu tulee tänä vuonna arviomme mukaan kärsimään hieman vahvistuneen euron takia ja odotamme liikevaihdon kasvun jäävän 2 %:iin.

Harvia tavoittelee keskimäärin yli 5 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua. Yhtiön mukaan tämä pitää sisällään sekä orgaanisen että mahdollisten yrityskauppojen avulla tapahtuvan epäorgaanisen kasvun. Olemme ottaneet huomioon ennusteissamme vain orgaanisen kasvun, sillä yhtiön tekemiä yrityskauppoja ja niiden ajoitusta on käytännössä mahdotonta arvioida. Pidämme kuitenkin lähivuosina

tehtävien yrityskauppojen mahdollisuutta melko korkeana.

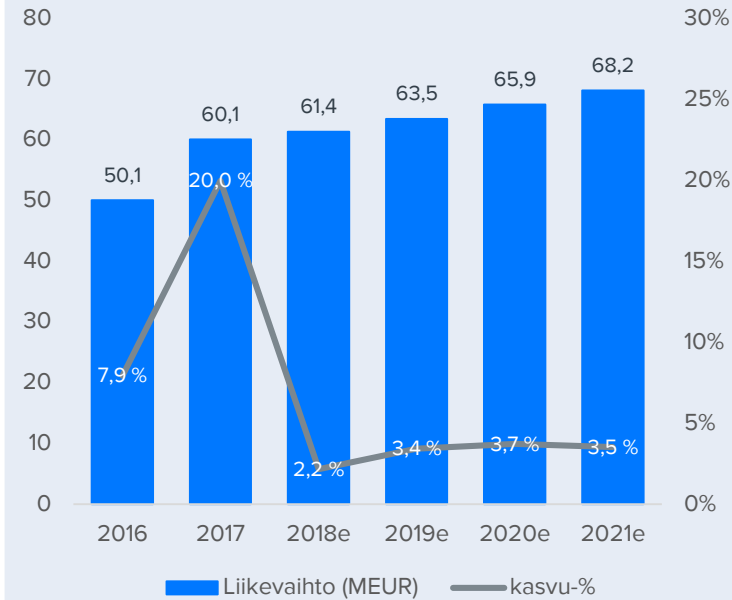
Meidän ennusteidemme mukaan Harvian liikevaihto tulee kasvamaan ennustejaksolla 2019-2021 noin 3-4 %:n keskimääräistä vauhtia. Liikevaihdon kasvua ajavat globaalin saunamarkkinan kasvun jatkuminen nousevan hyvinvointitrendin, kasvavan saunatunnettuuden ja korkeamman keskiostoksen myötä.

Bruttokate-ennusteet

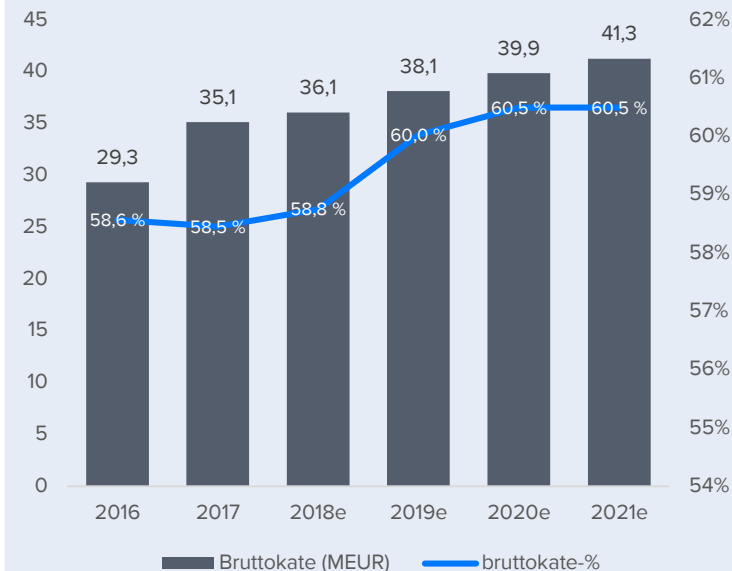
Harvian tarvike- ja materiaalikustannukset ovat historiallisesti olleet keskimäärin 40 % liikevaihdosta eli bruttokate on ollut noin 60 % liikevaihdosta. Harvian bruttokate vuonna 2017 oli 35,1 MEUR eli 58,5 % liikevaihdosta. Ennusteissamme bruttomarginaali nousee tasaisesti vuosien 2018-2021 aikana lähemmäs yhtiön historiallista 60 %:n tasoa. Korkeamman bruttomarginaalin ajurina toimivat yhtiön tuoteportfolion liikkuminen kohti korkeampaa hintaluokkaa etenkin Sentiotec-yritysoston kautta sekä strateginen tavoite pyrkiä kasvattamaan keskiostosten arvoa myymällä kiukaiden myynnin yhteydessä esimerkiksi ohjauskeskuksen, suojakaiteen, saunatarvikkeet ja kiuaskivet. Ohjauskeskuksilla ja lisätarvikkeilla on yhtiön mukaan korkeimmat katteet.

Harvia on myös lanseeraamassa vuonna 2018 uuden SENTIO by Harvia tuotemerkin ylimpään hintaluokkaan. Tuotemerkillä Harvia pyrkii yhdistämään vahvan Harvia-kiuastuotemerkin ja saunaosaamisen Sentiocin korkeaan teknologiaosaamiseen. Korkean kiuasteknologian ja modernin muotoilun kautta yhtiön pyrkii hakemaan parempaa hinnoitteluvoimaa ja uskomme myös tällä olevan positiivinen vaikutus bruttomarginaaliin.

Liikevaihtoennusteet



Bruttokate-ennusteet



Ennusteet 2/2

Liikevoittoennusteet

Harvian liikevoittomarginaali on viimeiset 10 vuotta pysynyt tasaisesti hieman yli 20 %:ssa. Yhtiö pyrkii taloudellisten tavoitteiden mukaan tekemään jatkossakin yli 20 %:n liikevoittomarginaalia, mitä pidämme realistisena. Vuonna 2017 Harvian oikaistu liikevoittomarginaali poikkeuksellisen matala (18 %). Oikaistun liikevoittomarginaalin laskun taustalla on ollut Sentiotec- ja Saunamax-yrityssostot, joiden mukana konserniin tuli heikomman suhteellisen kannattavuuden liiketoimintaa. Pörssilistautuminen ja siihen valmistautuminen ovat myös painaneet kannattavuutta viimeiset kaksi vuotta.

Ennusteissamme Harvian liikevoittomarginaali tulee palaamaan takaisin 20 %:n tasolle vuoteen 2020 mennessä. Harvia pyrkii tällä hetkellä integroimaan Sentiotecin valmistusprosesseja omalle tehtaalleen ja ottamaan niistä enemmän tehoja irti. Sentiotecin tuotteissa on korkeaa teknologiaa ja modernia designia, mutta käsityksemme mukaan niiden valmistusprosessi on selvästi monimutkaisempi ja tehottomampi kuin Harvian omien tuotteiden. Kun Harvia saa yhdistettyä oman vahvan tuotanto-osaamisen Sentiotecin korkeamman hintakategorian tuotteisiin, on mielestämme yhtiöllä hyvät näkymät nostaa Sentiotecin tuotteiden kannattavuus muun konsernin hyvälle tasolle.

Harvian toimet tuottavuuden parantamiseksi ja pyrkimys lisätä korkeamman hintakategorian ja korkeamman katteen myyntiä kiukaiden yhteydessä (mm. ohjauskeskus ja muut saunan lisätarvikkeet) tulevat vaikuttamaan lähivuosina arviomme mukaan positiivisesti yhtiön liikevoittomarginaaliin.

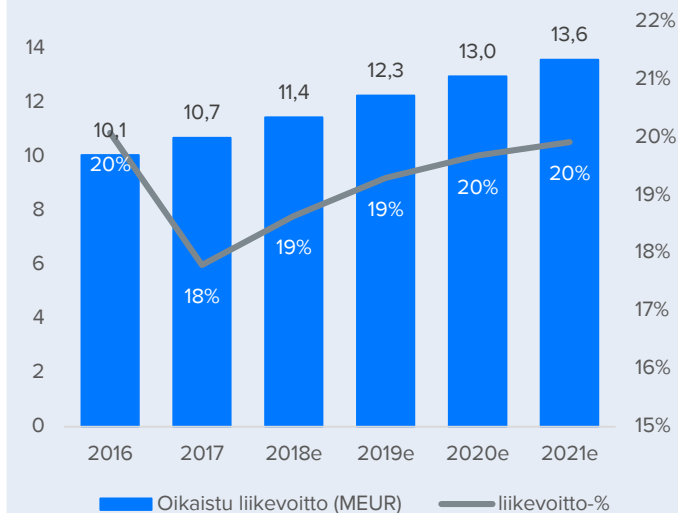
EPS- ja osinkoennusteet

Harvian osakemäärä kaksinkertaistui listautumisannissa 18,5 miljoonaan osakkeeseen, minkä lisäksi osakaslainojen takaisinmaksu ja muiden lainojen uudelleenjärjestelyt laskevat rahoituskuluja merkittävästi edellisvuosista. Ennusteidemme mukaisia osakekohtaisia tuloksia (EPS) on siis mielestämme turha verrata listautumista edeltävään ajanjaksoon.

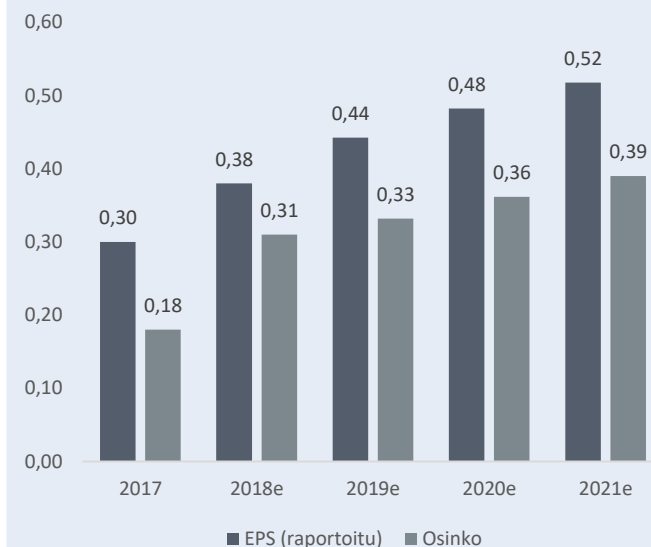
Odotamme Harvian EPS:n olevan tänä vuonna 0,38 euroa, josta osinkoennusteemme 80 %:n osingonjakosuhteella on 0,31 euroa. Raportoitua tulosta heikentää tänä vuonna listautumiseen liittyvät kertaluonteiset kulut, mutta sitä taas nostaa yhtiön Q1:llä kirjaamat 1,6 MEUR:n positiiviset laskennalliset verot. Harvia ei ole jakanut osinkoa tilikausilta 2015 ja 2016. Harvian osakkeenomistajat ovat kuitenkin valtuuttaneet hallituksen päättämään enintään 3,5 MEUR:n osingonjaosta syksyllä 2018 vuoden 2017 jakokelpoisista varoista. Odotamme tästä syystä yhtiön jakavan vielä syksyllä 2018 noin 0,18 euron osakekohtaisen osingon. Harvian tavoitteena on jakaa kasvavaa osinkoa kaksi kertaa vuodessa ja vähintään 60 % nettotuloksesta. Meidän ennusteidemme mukaan yhtiö tulee tekemään erittäin vahvaa kassavirtaa ja kannattavuutta lähivuosina, minkä takia ennustamme osingonjakosuhteen olevan lähivuosina 2018-2021 noin 75-80 %.

Vuonna 2019 odotamme EPS:n kasvavan 0,44 euroon kasvavan liikevaihdon, paranevan liikevoittomarginaalin ja pienentyvien rahoituskulujen tukemana. Ennustamallamme 75 %:n osingonjakosuhteella vuoden 2019 tuloksesta maksettu osinko on 0,33 euroa, mikä tarkoittaa 5,5 %:n osinkotuottoa.

Liikevoittoennusteet



EPS- ja osinkoennusteet



Ennusteet

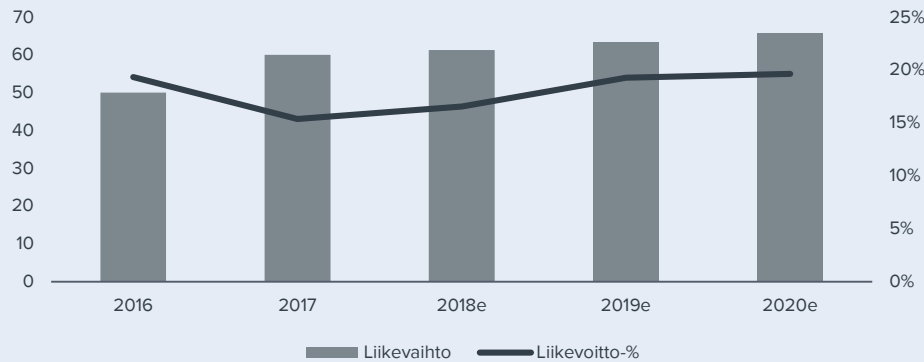
Ennustemalli, MEUR	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<i>Suomi</i>	20,8	22,2	22,8	23,5	24,2	25,0
<i>kasvu-%</i>	2 %	7 %	3 %	3 %	3 %	3 %
<i>Muut Pohjoismaat</i>	3,1	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7
<i>kasvu-%</i>	6 %	7 %	2 %	2 %	4 %	4 %
<i>Saksa</i>	3,7	7,4	7,3	7,7	8,0	8,3
<i>kasvu-%</i>	54 %	102 %	0 %	5 %	4 %	4 %
<i>Muut EU-maat</i>	10,2	14,0	14,7	15,3	15,9	16,6
<i>kasvu-%</i>	18 %	37 %	5 %	4 %	4 %	4 %
<i>Venäjä</i>	6,1	6,2	5,8	6,0	6,3	6,6
<i>kasvu-%</i>	-7 %	1 %	-7 %	4 %	5 %	5 %
<i>Pohjois-Amerikka</i>	2,4	3,0	3,0	3,1	3,2	3,2
<i>kasvu-%</i>	48 %	24 %	0 %	5 %	4 %	4 %
<i>Muut maat</i>	3,7	4,0	4,4	4,4	4,6	4,8
<i>kasvu-%</i>	-3 %	6 %	10 %	1 %	4 %	4 %
Liikevaihto (MEUR)	50,1	60,1	61,4	63,5	65,9	68,2
<i>kasvu-%</i>	8 %	20 %	2 %	3 %	4 %	4 %
Materiaalit ja palvelut	-20,8	-25,0	-25,3	-25,4	-26,0	-26,9
<i>%-liikevaihdosta</i>	-41 %	-42 %	-41 %	-40 %	-40 %	-40 %
Bruttokate (MEUR)	29,3	35,1	36,1	38,1	39,9	41,3
<i>bruttokate-%</i>	59 %	58 %	59 %	60 %	61 %	61 %
Henkilöstökulut	-9,9	-12,3	-13,0	-13,5	-14,3	-14,8
<i>%-liikevaihdosta</i>	-20 %	-20 %	-21 %	-21 %	-22 %	-22 %
Liiketoiminnan muut kulut	-8,5	-11,9	-11,1	-10,6	-10,9	-11,3
<i>%-liikevaihdosta</i>	-17 %	-20 %	-18 %	-17 %	-17 %	-17 %
Käyttökate (MEUR)	11,3	11,2	12,1	14,2	14,9	15,4
<i>käyttökate-%</i>	23 %	19 %	20 %	22 %	23 %	23 %
<i>%-muutos</i>	-8 %	-1 %	9 %	17 %	5 %	3 %
Poistot ja arvonalennukset	-1,6	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	-1,8
<i>%-liikevaihdosta</i>	-4 %	-4 %	-2 %	-2 %	-1 %	-1 %
Oikaistu liikevoitto (MEUR)	10,1	10,7	11,4	12,3	13,0	13,6
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	20 %	18 %	19 %	19 %	20 %	20 %
<i>%-muutos</i>	-	6 %	7 %	7 %	6 %	5 %
Liikevoitto (MEUR)	9,7	9,3	10,2	12,3	13,0	13,6
<i>liikevoitto-%</i>	19 %	15 %	17 %	19 %	20 %	20 %
<i>%-muutos</i>	-9 %	-4 %	10 %	20 %	6 %	5 %
Rahoituskulut, netto	-5,1	-4,9	-3,4	-2,0	-1,8	-1,6
<i>%-liikevaihdosta</i>	-10 %	-8 %	-6 %	-3 %	-3 %	-2 %
Tulos ennen veroja (MEUR)	4,6	4,3	6,8	10,3	11,2	12,0
<i>tulos ennen veroja-%</i>	9 %	7 %	11 %	16 %	17 %	18 %
<i>%-muutos</i>	-15 %	-5 %	56 %	52 %	9 %	7 %
Verot	-1,3	-1,4	0,3	-2,1	-2,2	-2,4
<i>vero-%</i>	-28 %	-33 %	4 %	-20 %	-20 %	-20 %
Nettotulos (MEUR)	3,3	2,9	7,1	8,2	8,9	9,6
<i>nettotulos-%</i>	7 %	5 %	11 %	13 %	14 %	14 %
<i>%-muutos</i>	-13 %	-12 %	142 %	16 %	9 %	7 %
EPS (raportoitu)	0,35	0,30	0,38	0,44	0,48	0,52
Osinko		0,18	0,31	0,33	0,36	0,39

Ennusteet

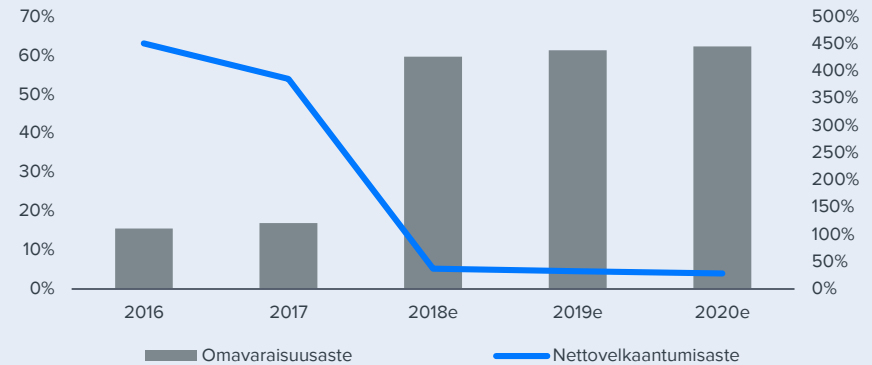
Lyhennetty tuloslaskelma	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	50,1	60,1	61,4	63,5	65,9	68,2
Käyttökate (EBITDA)	11,3	11,2	12,1	14,2	14,8	15,4
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	10,1	10,7	11,4	12,3	13,0	13,6
Oik. liikevoitto-%	20,1 %	17,8 %	18,6 %	19,3 %	19,7 %	19,9 %
Liikevoitto (EBIT)	9,7	9,3	10,2	12,3	13,0	13,6
Tulos ennen veroja	4,6	4,3	6,8	10,3	11,2	12,0
Nettotulos	3,3	2,9	7,1	8,2	8,9	9,6

Avainluvut	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	7,9 %	20,0 %	2,2 %	3,4 %	3,7 %	3,5 %
Käyttökate-%	22,6 %	18,6 %	19,8 %	22,4 %	22,5 %	22,6 %
Liikevoitto-%	19,4 %	15,4 %	16,6 %	19,3 %	19,7 %	19,9 %
ROE-%	22,1 %	16,1 %	16,1 %	11,8 %	12,4 %	12,8 %
ROI-%	10,0 %	9,2 %	10,0 %	12,0 %	12,5 %	12,8 %
Omavaraisuusaste	15,5 %	16,9 %	59,7 %	61,3 %	62,3 %	63,0 %
Nettovelkaantumisaste	451,0 %	385,5 %	36,9 %	32,6 %	28,4 %	24,3 %

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Osakelukuja	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
EPS (oikaistu)	-	0,30	0,45	0,44	0,48	0,52
Osinko / osake	-	0,18	0,31	0,33	0,36	0,39
Omapääoma / osake	1,74	2,02	3,67	3,80	3,95	4,11

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Nykyinen markkina-arvo 111 MEUR

Harvian markkina-arvo nykyisellä 6,0 euron osakekurssilla on 111 MEUR. Konsernilla on maaliskuussa 2018 tehdyn listautumisannin ja osakaslainojen takaisinmaksun jälkeen noin 30 MEUR:n nettovelat, joten yrityksen velaton arvo (EV) on noin 140 MEUR.

Tulos pohjainen arvostus

Harvia tulee ennusteidemme mukaan tekemään vuonna 2018 noin 11,4 MEUR:n vertailukelpoisen liikevoiton (2017: 10,7 MEUR). Pääosin listautumiseen liittyvät kertaluonteiset erät heikentävät raportoitua liikevoittoa ja odotamme sen jäävän 10,2 MEUR:oon (2017: 9,3 MEUR).

Vuoden 2018 ennusteidemme mukaiset EV/EBIT-kertoimet ovat oikaistulle liikevoitolle 11,9x ja raportoidulle liikevoitolle 13,4x. Vuoden 2018 ennusteemme nettotuloksen perusteella laskettu P/E-luku on 15,8x ja kertaluonteisilla erillä oikaistu P/E-luku on hieman matalampi 13,4x. Harvian listautumiseen liittyvät kertaluonteiset kulut painavat vuoden 2018 raportoitua liikevoittoa, mutta nettotulosta taas parantavat yhtiön Q1'18:lle kirjaamat 1,6 MEUR:n laskennalliset verosaamiset aikaisempien vuosien verotuksessa vähentämättömistä konsernin sisäisistä korkomenoista. Vuoden 2018 tuloslaskelma on listautumisesta johtuen hieman poikkeuksellinen, joten annamme tästä syystä enemmän painoa 2019-2020 tuloksille.

Vuosien 2019 ja 2020 EV/EBIT-kertoimet ovat ennusteillamme 11,0x ja 10,2x. Nettotuloksesta lasketut vastaavien vuosien P/E-kertoimet ovat 13,6x ja 12,4x. Harvian vakaa tuloskasvupotentiaali, korkea kassavirtasuhde ja maltillinen riskitaso huomioiden pidämme tulos pohjaista arvostusta houkuttelevana.

Tase pohjainen arvostus

Harvian taseen loppusumma Q1'18-raportissa on 120 MEUR, josta yhtiön omistajille kuuluva oma pääoma on 64 MEUR. Yhtiön markkina-arvon ja oman pääoman tasearvon välistä suhdetta kuvaava P/B-luku on tästä laskettuna 1,6x. Harvian taseen varallisuus muodostuu yhtiön tuotantolaitoksista ja niissä olevista koneista, vaihto-omaisuudesta (valmiit ja keskeneräiset tuotteet), yhtiön aineettomista hyödykkeistä (mm. asiakassuhteet, brändit, teknologiat, kehittämismenot ja ohjelmistolisenssit) myyntisaamisista ja rahavaroista.

Harvian taseessa on merkittävä määrä liikearvoa (59 MEUR), josta suurin osa syntyi vuonna 2014 silloisen Harvia Oy:n (nykyinen Harvia Finland Oy) ja Velha Oy:n hankintojen yhteydessä. Liikearvo on syntynyt myös Viron Spa Modules-liiketoiminnan hankinnasta sekä Itävallassa ja Romaniassa sijaitsevien Sentiotec-yhtiöiden hankinnasta ja Saunamax Oy:n hankinnasta. Jos tase pohjaista arvostusta tarkasteltaisiin liikearvosta oikaistuna, nousisi P/B-luku erittäin korkeaksi, sillä yhtiön liikearvo 59 MEUR on lähes yhtä suuri kuin oma pääoma 64 MEUR. P/B-lukua tarkasteltaessa pitää ottaa huomioon Harvian oman pääoman tuotto (ROE-%), joka asettuu lähivuosien ennusteidemme mukaan noin 13-16 %:n välille.

Osinko pohjainen arvostus

Harvian osingonjakopolitiikan mukaan yhtiön tavoitteena on jakaa kasvavaa osinkoa, joka on vuodessa vähintään 60 % nettotuloksesta. Harviassa on mielestämme kaikki ainekset profiloitua tasaista kannattavuutta tekeväksi vahvaksi osinkoyhtiöksi, joten olemme asettaneet osingonjakosuhteen ennusteissamme hieman yhtiön tavoitetason

yläpuolelle (75-80 %:iin). Harvialla on listautumisen jälkeen vahva tase ja yhtiön vuotuiset investointitarpeet ovat matalat. Vahvan kannattavuuden ja kassavirran ansiosta osingonjakosuhte voisi hyvin olla jopa korkeampi.

Harvialla on vahva asema nykyisillä markkinoillaan, mutta emme pidä poissuljettuna, että yhtiö käyttäisi listautumisannista saamiaan varoja esimerkiksi markkinaosuuden hankkimiseen ostamalla perinteisiä kilpailijoitaan. Yhtiön vuonna 2016 tekemä Sentiotec-yritysosto on hyvä esimerkki siitä, miten Harvia pyrkii yritysostojen kautta saamaan pääsyn uusiin jakelukanaviin sellaisilla maantieteellisillä alueilla, joissa yhtiö ei vielä ole vahvassa asemassa tai uutta teknologia/design-osaamista, josta esim. Sentiotecin ohjauskeskukset ovat tunnettuja. Voisimme hyvin nähdä Harvian kasvustrategian nojaavan tulevana vuosina itseään pienempien paikallisten toimijoiden yritysostoihin.

Ennen kuin isompia kasvuinvestointeja on kuitenkaan näkyvissä, pidämme hyvin todennäköisenä, että yhtiön osingonjakosuhte tulee pysymään tämän 60 %:n lattiatason yläpuolella. Vuoden 2018 tuloksesta maksettava osinko on ennusteidemme mukaan 0,31 euroa, joka tarkoittaa 82 %:n osingonjakosuhdetta. Vuoden 2019 tuloksesta maksettava osinko on ennusteidemme mukaan 0,33 euroa, joka tarkoittaa 75 %:n osingonjakosuhdetta. Nämä osinkoennusteet tarjoavat nykyiselle 6,0 euron osakekurssille 5,2 %:n ja 5,5 %:n osinkotuottoa. Osinkotuotto on mielestämme jo nykyisellä tasollaan houkutteleva ja näemme osakekohtaisen tuloksen kasvaessa yhtiöllä olevan rahkeita kasvattaa osinkoa lähivuosina.

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Harvialle on vaikea löytää pörssilistattuja identtisiä verrokkiyhtiöitä, sillä kiukaiden ja saunatarvikkeiden valmistamiseen keskittyvään ydinliiketoimintaan verrattavissa olevaa toimintamallia ei ole muilla pörssiyhtiöillä.

Olemme käyttäneet verrokkiryhmässä kansainvälisiä pörssiyhtiöitä, jotka muistuttavat kukin omien piirteidensä puolesta Harviaa. Yhteisiä piirteitä voi löytyä samasta maantieteellisestä liiketoiminta-alueesta, samankaltaisesta tuotanto- ja jakelustrategiasta, kasvu- ja kannattavuusprofiileista jne. Suomalaisiksi verrokkiyhtiöiksi olemme valinneet mm. Rapalan, Tikkurilan ja Nokian Renkaat. Ruotsalaisiksi verrokkiyhtiöiksi olemme valinneet mm. auton kattotelineitä valmistavan Thulen, ilmastointilaitteita valmistavan Dometicin, kodinkonevalmistaja Electroluxin ja mm. lämpöpumppuja valmistavan Niben. Muita käyttämiämme verrokkiyhtiöitä ovat mm. kodintuotteita valmistava De'Longhi ja kuntoilulaitteita valmistava Technogym.

Käyttämämme kansainvälisen verrokkiryhmän EV/EBIT-kertoimien keskiarvot vuosille 2018 ja 2019 ovat 14,8x ja 13,2x, mediaanikertoimien ollessa 13,7x ja 12,4x. Meidän ennusteillamme Harvian vastaavat kertoimet ovat 11,9x ja 11,0x eli noin 11-13 % verrokkiryhmän alapuolella.

Verrokkiryhmän P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat keskimäärin 18,8x ja 16,6x, mediaanien ollessa 17,8x ja 15,1x. Harvian vastaavat oikaistut P/E-luvut ovat ennusteidemme mukaan 13,4x ja 13,6x eli noin 25 % ja 10 % verrokkiryhmän alapuolella. Harvian nettotulokseen vaikuttaa tänä vuonna positiivisesti yhtiön kirjaamat 1,6 MEUR:n laskennalliset verosaamiset

edellisvuosien vähentämättömistä tappioista, siksi P/E-luku näyttää tälle vuodelle erityisen matalalta.

Kolmantena arvostuskertoimena nostamme esiin osinkotuoton. Verrokkiryhmän osinkotuotot ovat vuosien 2018 ja 2019 tuloksista maksettavien ennusteiden mukaan keskiarvolla 3,4 % ja 3,6 %, ja mediaanit ovat 3,1 % ja 3,4 %. Harvia tarjoaa selvästi korkeampaa osinkotuottoa kuin verrokkiryhmä. Meidän ennusteillamme Harvian vuosien 2018 ja 2019 tuloksista maksettavat osinkotuotot noin 75-80 %:n osingonjakosuhteella ovat 5,2 % ja 5,5 %.

DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) indikoi myös Harvian osakkeelle nykyistä markkina-arvoa korkeampaa käypää arvoa. DCF-laskelmamme mukaan osakekannan arvo on 131 MEUR, mikä tarkoittaa 7,1 euroa per osake. Tämä tarkoittaa noin 18 %:n nousuvaraa nykyiseen 6,0 euron osakekurssiin nähden. Tasaisen vahvan kannattavuuden, pienen investointitarpeen ja vakaan kassavirtaprofiilin yhdistelmä tekee mielestämme DCF-mallin käytöstä Harvian tapauksessa relevantin työkalun.

DCF-mallissamme liikevaihdon kasvu on noin 2-4 %:n tasolla vuosina 2018-2020. Tällä ennustevalilla yhtiön vertailukelpoinen liikevoittomarginaali paranee noin 18 %:n tasolta yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaiselle 20 %:n tasolle. Kasvu pysyy keskipitkän aikavälin ennusteissamme 2021-2025 noin 3 %:n tasolla, jonka aikana yhtiön liikevoittomarginaali pysyy 19 %:n tasolla. Terminaaliennusteissamme kasvu jää 2,0 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali laskee 18 %:iin.

DCF-mallissamme terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on 56 %. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 7,9 %, riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio on 4,8 %, beta on 0,9. Harvian osakkeen heikon likviditeetin takia olemme ottaneet keskimääräisen pääoman kustannuksen laskennassa huomioon myös likviditeettipreemion (2,0 %-yksikköä), jota ilman pääoman keskimääräinen kustannus olisi matalampi.

Tavoitehintaa ja suositus

Aloitamme Harvian seurannan 6,5 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Suosituksemme perustuu Harvian strategian, taloudellisten tavoitteiden, ja tulevien vuosien markkinanäkymien perusteella tehtyjen ennusteidemme avulla laskettuihin arvostuskertoimiin, kassavirtapohjaiseen arvonmääritykseen sekä käyttämämme verrokkiryhmän suhteelliseen arvostukseen.

Painotamme Harvian arvonmäärityksessä eniten tulos- ja osinkopohjaisia arvostusmittareita, joiden osalta Harvia on arvostettu (arvostusmittarista riippuen) keskimäärin noin 10-15 % verrokkiryhmän alapuolelle. Harvian vakaan kasvun ja kannattavuuden sekä vahvan kassavirtaprofiilin takia, annamme paljon painoa myös kassavirtoihin perustuvaa DCF-malliimme, jonka mukaan Harvian osakkeessa on lähes 20 %:n nousuvara nykykurssiin nähden. Selvästi pörssin keskimääräistä tasoa korkeampi osinkotuotto tarjoaa myös osakekurssille tukea ja uskomme Harvian profiloituvan pörssitaipaleellaan vahvaa ja vakaasti kasvavaa osinkoa tarjoavaksi yhtiöksi.

Arvonmääritys ja suositus 3/3

Herkkyyshanalyysi

Osakekohtainen tulos

Olemme tehneet lähivuosien ennusteillamme herkkyysslaskelmia, jotta voisimme tarkastella Harvian osakkeen kurssipotentiaalia siinä tapauksessa, että yhtiön liikevaihto ja liikevoittomarginaali poikkeaisivat selvästi nykyisistä ennusteistamme. Olemme ottaneet muunneltaviksi parametreiksi liikevaihdon kasvun ja liikevoittomarginaalin vuonna 2019. Olemme muutoin pitäneet oletukset vakiona eli osakemäärän ennallaan, veroasteen 20 %:ssa, rahoituskulut noin 2 MEUR:n tasolla jne.

Negatiivisessa skenaariossamme liikevaihdon kasvu jää vuonna 2019 vain 0,5 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali jää 17 %:iin. Vasemman puoleisessa taulukossa vasemmassa yläalaidassa näkyy näillä oletuksillamme herkkyysslaskelmamme mukainen vuoden 2019 osakekohtainen tulos (0,38 euroa). Optimistisessä skenaariossa taas liikevaihto kasvaa vuonna 2019 yhtiön tavoitteita voimakkaammin eli 6,5 % ja liikevoittomarginaali nousee 22 %:iin. Tällä laskelmalla

osakekohtainen tulos kasvaisi vasemman puoleisen taulukon oikeassa alalaidassa herkkyyshanalyysimme mukaan 0,55 euroon. Vasemman puoleiseen taulukkoon on merkitty sinisellä meidän ennusteidemme mukainen noin 3,5 %:n liikevaihdon kasvu vuodelle 2019 ja noin 19 %:n liikevoittomarginaali, jolloin osakekohtainen tulos asettuu noin 0,45 euron tasolle.

Hinta P/E-kertoimella 14x

Jos pidämme yhtiölle hyväksyttävää 2019 P/E-kertoimella 14x tasolla (vuosien 2018 ja 2019 ennustamiemme P/E-lukujen keskiarvo), tulisi negatiivisella skenaariollamme osakkeen hinta olemaan herkkyyshanalyysimme mukaan keskimmäisen taulukon vasemmassa yläkulmassa 5,3 euroa. Tämä vaatisi yhtiön liikevaihdon kasvun merkittävää hidastumista sekä liikevoittomarginaalin jäämistä selvästi yhtiön omasta tavoitteesta. Optimistisessä skenaariossa taas osakkeen hinta olisi oikeassa alakulmassa 7,8 euroa.

Neutraalilla skenaariolla 3,5 %:n liikevaihdon kasvulla ja 19 %:n liikevoittomarginaalilla olisi

osakkeen hinta herkkyyshanalyysimme mukaan 6,3 euroa.

Kurssipotentiaali osakekurssilla 6,0 €

Kuten oikean puolimmäisestä taulukosta huomaa, on osakkeessa negatiivisen skenaarion tapahtuessa nykytasolta -11 %:n kurssipotentiaali. Jos yhtiö suoriutuisi ns. neutraalin skenaarion mukaan ja osaketta hinnoitellaan vuoden 2019 tulokseen nähden P/E 14x kertoimella, on osakkeella nykykurssiin nähden 6 %:n nousupotentiaali. Jos herkkyyshanalyysin optimistinen skenaario toteutuu, näemme osakkeessa 30 %:n kurssinousupotentiaalin.

Yhteenveto

Herkkyyshanalyysimme sisältää monia oletuksia ja tekee monia yksinkertaistuksia. Yhteenvetona voidaan kuitenkin todeta, että näemme osakkeessa negatiivisten yllätysten sattuessa selvästi pienemmän laskupotentiaalin kuin mitä yhtiön osake voi arviomme mukaan nousta positiivisen skenaarion toteutuessa.

Osakekohtainen tulos (EPS)

		liikevaihdon kasvu-% 2019				
		0,5 %	2,0 %	3,5 %	5,0 %	6,5 %
EBIT-%	17 %	0,38	0,39	0,40	0,40	0,41
	18 %	0,41	0,42	0,42	0,43	0,44
	19 %	0,44	0,44	0,45	0,46	0,47
	20 %	0,46	0,47	0,48	0,49	0,50
	21 %	0,49	0,50	0,51	0,52	0,53
	22 %	0,52	0,53	0,54	0,55	0,55

Hinta P/E-kertoimella 14x

		liikevaihdon kasvu-% 2019				
		0,5 %	2,0 %	3,5 %	5,0 %	6,5 %
EBIT-%	17 %	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7
	18 %	5,7	5,8	5,9	6,0	6,1
	19 %	6,1	6,2	6,3	6,4	6,5
	20 %	6,5	6,6	6,7	6,8	7,0
	21 %	6,9	7,0	7,1	7,2	7,4
	22 %	7,3	7,4	7,5	7,6	7,8

Kurssipotentiaali osakekurssilla 6 €

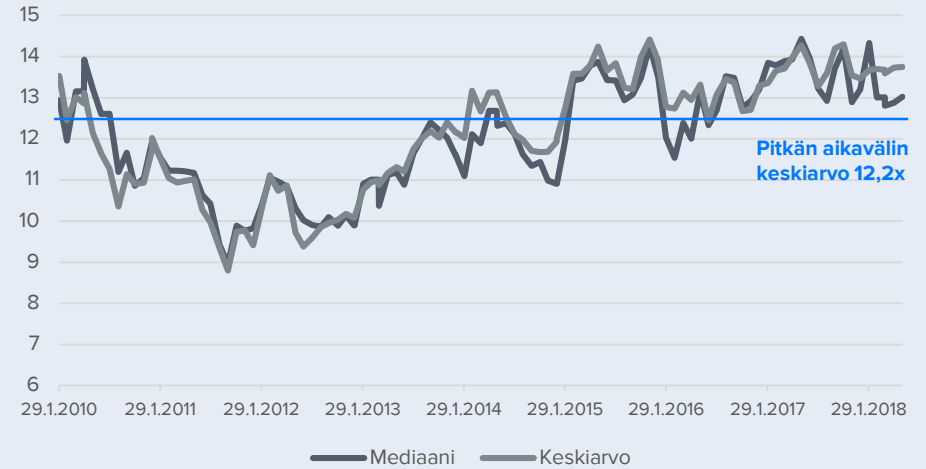
		liikevaihdon kasvu-% 2019				
		0,5 %	2,0 %	3,5 %	5,0 %	6,5 %
EBIT-%	17 %	-11 %	-9 %	-8 %	-6 %	-4 %
	18 %	-4 %	-3 %	-1 %	1 %	2 %
	19 %	2 %	4 %	6 %	7 %	9 %
	20 %	8 %	10 %	12 %	14 %	16 %
	21 %	15 %	17 %	19 %	21 %	23 %
	22 %	21 %	23 %	25 %	28 %	30 %

Arvostus yhteenveto

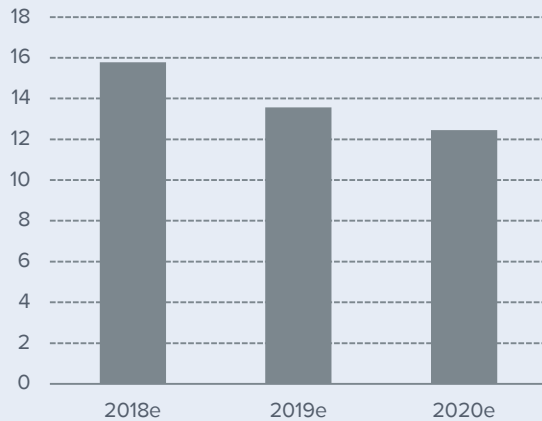
Harvian arvostuskertoimet (2018-2020) Inderesin ennusteilla

Arvostustaso	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	6,00	6,00	6,00
Markkina-arvo	111	111	111
Yritysarvo (EV)	136	134	132
P/E (oik.)	13,4	13,6	12,4
P/E	15,8	13,6	12,4
P/Kassavirta	10,2	11,8	11,3
P/B	1,6	1,6	1,5
P/S	1,8	1,8	1,7
EV/Liikevaihto	2,22	2,11	2,0
EV/EBITDA	10,2	9,4	8,9
EV/EBIT	11,9	11,0	10,2
Osinko/tulos (%)	81,6 %	75,0 %	75,0 %
Osinkotuotto-%	5,2 %	5,5 %	6,0 %

Verrokkiryhmän pitkän aikavälin arvostus EV/EBIT-kertoimella

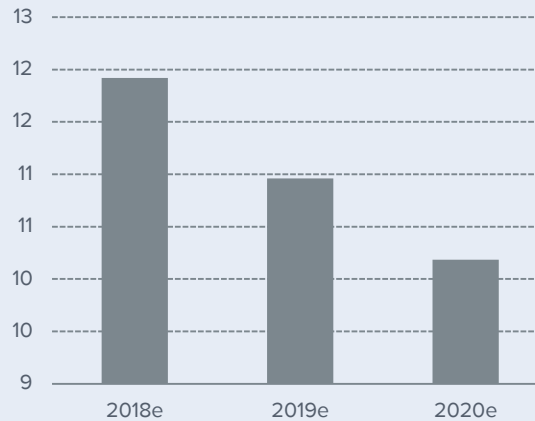


P/E



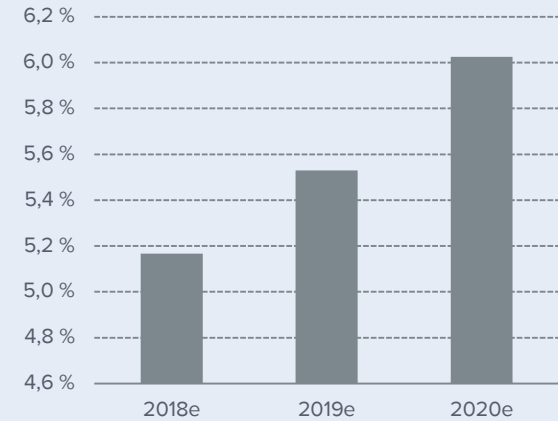
■ P/E

EV/EBIT



■ EV/EBIT

Osinkotuotto-%



■ Osinkotuotto-%

Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Thule Group AB	217,8	2216	2397	20,1	18,2	19,0	17,3	3,8	3,6	25,5	22,8	3,1	3,4	5,8
Nobia AB	72	1212	1154	8,7	8,6	7,2	7,0	0,9	0,9	11,8	11,7	6,1	5,5	3,0
Dometic Group AB (publ)	93	2699	3675	13,7	12,6	11,8	10,9	2,1	2,0	14,7	13,2	2,5	2,7	1,7
Tikkurila Oyj	15,2	669	761	17,8	14,5	12,5	10,7	1,3	1,3	21,9	17,6	5,3	5,3	3,9
Nokian Tyres plc	35,7	4884	4727	12,2	11,4	9,7	8,9	2,9	2,7	16	15,1	4,5	4,7	3,1
Rapala VMC Corp	3,5	135	210	13,1	10,2	8,9	7,6	0,8	0,8	17,8	12,6	2,2	3,2	0,9
Husqvarna AB	87	4921	5609	13,7	12,1	10,3	9,3	1,4	1,3	17,5	15,1	2,8	3,2	2,9
Inwido AB (publ)	68	389	582	8,6	8,1	6,9	6,6	0,9	0,9	7,8	7,7	6,3	6,5	1,2
Nibe Industrier AB	92,92	4080	4673	17,3	15,9	14,1	13,0	2,2	2,1	23,7	21,8	1,2	1,4	3,3
Technogym SpA	10,64	2139	2181	21,1	19,0	16,6	14,9	3,4	3,2	30,3	26,1	1,0	1,2	11,3
Rockwool International A/S	2346,00	6512	6316	18,8	16,8	12,3	11,3	2,4	2,3	26,2	24,3	1,3	1,6	3,6
Kingspan Group PLC	40,72	7298	7849	19,1	17,0	16,1	14,5	1,9	1,7	22,6	20,1	1,0	1,1	4,2
Electrolux AB	214,50	6534	6637	9,6	8,5	6,1	5,6	0,5	0,5	12,1	10,6	4,1	4,4	2,7
De' Longhi SpA	24,64	3671	3428	12,8	11,8	10,5	9,8	1,7	1,6	20,3	18,4	3,7	3,4	3,5
Harvia (Inderes)	6,00	111	136	11,9	11,0	10,2	9,4	2,2	2,1	13,4	13,6	5,2	5,5	1,6
Keskiarvo				14,8	13,2	11,6	10,5	1,9	1,8	18,8	16,6	3,4	3,6	3,5
Mediaani				13,7	12,4	11,1	10,2	1,8	1,6	17,8	15,1	3,1	3,4	3,1
Erotus-% vrt. mediaani				-13 %	-11 %	-9 %	-8 %	27 %	30 %	-25 %	-10 %	64 %	64 %	-48 %

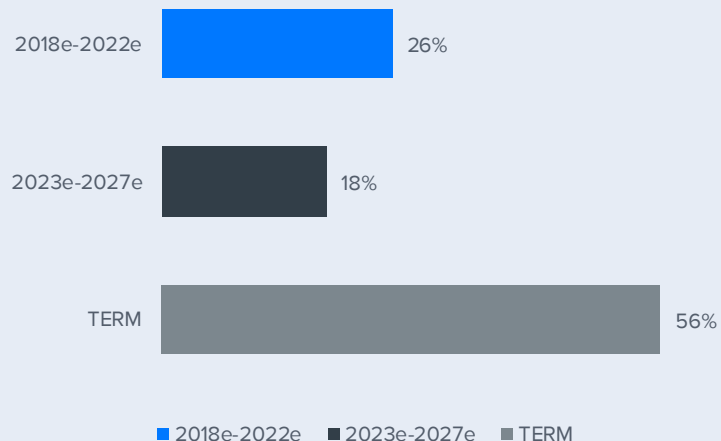
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	9,3	10,2	12,3	13,0	13,6	13,4	13,8	14,2	14,6	14,2	14,5	
+ Kokonaispoistot	1,9	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	
- Maksetut verot	-1,3	0,3	-2,1	-2,2	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	-2,6	-2,5	-2,7	
- verot rahoituskuluista	-1,0	0,1	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,2	0,1	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	7,7	12,6	11,2	11,6	12,1	11,9	12,2	12,5	12,9	12,6	13,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	6,2	11,0	9,5	9,8	10,2	10,1	10,3	10,6	10,8	10,5	10,9	
+/- 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	6,2	11,0	9,5	9,8	10,2	10,1	10,3	10,6	10,8	10,5	10,9	187,4
Diskontattu vapaa kassavirta		10,5	8,4	8,1	7,8	7,1	6,8	6,4	6,1	5,5	5,3	90,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		162,4	151,9	143,5	135,4	127,6	120,4	113,7	107,3	101,2	95,7	90,4
Velaton arvo DCF		162,4										
- Korolliset velat		-37,7										
+ Rahavarat		8,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,7										
Oman pääoman arvo DCF		131,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,1										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-preemio	3,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,9 %

Rahavirran jakauma jaksoittain



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

Suositushistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17.6.2018	Lisää	6,50 €	6,00 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi