

HARVIA

08.10.2025 7.30 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Kasvavan markkinan johtaja

Harvia on alansa johtava yhtiö, jolla on selkeitä kilpailuetuja ja vahva kasvupotentiaali. Tämä mahdollistaa hyvän tuloskasvun ja pääoman tuoton sekä arvonluonnin, jonka lisäksi yhtiön pääoman allokointi yritysostoihin on ollut onnistunutta. Q2-raportin jälkeisen kurssilaskun myötä arvostus on mielestämme hyväksyttävällä tasolla ja siten osake tarjoaa tuloskasvun kautta houkuttelevan tuotto-odotuksen. Nostamme suosituksen lisää -tasolle (aik. vähennä), mutta laskemme tavoitehinnan 40 euroon (aik. 41e) hieman matalampien ennusteiden myötä.

Kasvavan sauna- ja spa-alan johtava yhtiö

Harvia on maailman suurin sauna- ja spa-alan yhtiö. Yhtiö itse arvioi markkinaosuudekseen noin 5 %, joka tarkoittaa, että Harvialle relevantista tuotemarkkinasta sen osuus olisi noin 10 %. Yhtiö on kasvattanut selvästi markkinaosuuksiaan viimeisen seitsemän vuoden aikana (sekä yritysostoilla että orgaanisesti). Kasvua on tullut etenkin Pohjois-Amerikasta, joka on Harvian liikevaihdosta jo 39 % (H1'25). Globaali markkina on vuosien 2020-23 isojen vaihtelujen jälkeen palaamassa kasvuun, jonka Harvia uskoo lähivuosina olevan yli 5 % vuodessa.

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

Harvialla on mielestämme useita selviä kilpailuetuja, jotka tukevat yhtiön kannattavaa kasvua ja arvonluontia. Ne koskevat etenkin perinteisten kiukaiden ja niiden komponenttien markkinaa, jotka vastaavat reilua 50 % Harvian liikevaihdosta. Harvian kilpailuedut ovat mielestämme: 1) vertikaalinen integraatio ja oma suunnittelu, 2) skaalaedut (tuotannossa), 3) vahva(t) brändi(t), 4) laajat ja pitkäaikaiset jakelusuhteet. Näemme, että yhtiö on onnistunut erinomaisesti vuodesta 2014 alkaen ajamaan Harvian kansainvälistä kasvua ja vahvistamaan sen kilpailuetuja. Yhtiö on myös laajentanut mielestämme kilpailualuejaan kokonaisten saunojen tuoteryhmään (~25 % liikevaihdosta). Yhtiö on mielestämme onnistunut luomaan arvoa allokoimalla pääomia yritysostoihin, ja myös vuonna 2024

tehty ThermaSol-kauppa näyttää lupaavalta. Kilpailuedut ja matalat pääomatarpeet mahdollistavat yhtiölle yli 20 % sijoitetun pääoman tuoton tulevina vuosina.

Uskomme Harvian jatkavan markkinaosuuden voittamista ja pääsevän tavoitteisiinsa

Harvia päivitti vuonna 2024 tavoitteensa, johon sisältyy 10 %:n vuosittainen liikevaihdon kasvu (sisältäen yritysostot) sekä yli 20 %:n liikevoittomarginaali. Uskomme Harvian yltävän näihin tavoitteisiin, sillä ThermaSol-kaupan myötä 2024-25 kasvu on yli 15 % p.a. ja ennustamme pelkästään orgaanisestikin kasvun olevan lähes 10 % tulevina vuosina. Kasvua ajaa viime vuosien tapaan Euroopan ulkopuoliset alueet, joissa etenkin USA:n kasvua tukee laajentuminen vahvemmin höyry- ja infrapunatuotteisiin. Näiden avulla uskomme Harvian jatkavan markkinaosuuden voittamista USA:n markkinoilla. Odotamme Harvian myös pitävän kannattavuuden tavoitetasolla, 20-23 %:ssa. Kasvupanostukset näkyvät kuitenkin marginaalissa, joka ei kasvusta huolimatta skaalaudu ennusteissamme merkittävästi ylöspäin. Laskimme tässä raportissa hieman odotuksiamme lähivuosien marginaalinoususta, mikä laski tulosenennusteitamme 2-5 % vuosille 2026-27.

Tuloskasvu tukee hyvää tuotto-odotusta

Harvian arvostustaso on tälle vuodelle vielä korkeahko, mutta ensi vuodelle mielestämme hyväksyttävillä tasoilla (EV/EBIT 15x, P/E 20x). Pidämme yhtiön pääoman tuottoa sekä kassavirran luontikykyä erinomaisina ja kertoimet maltillistuvat tulevina vuosina. Uskomme Harvian pääoman allokoinnin olevan jatkossakin arvoa luovaa ja siten rahan ohjaaminen joko yritysostoihin ja/tai suurempiin osinkoihin tukevan sijoittajan tuotto-odotusta. Näemme Harvian myös mahdollisena yritysostokohteena, mutta nykyarvostuksella se olisi mielestämme ostajan kannalta varsin kallis. Kokonaisuutena tuotto-odotus on mielestämme houkutteleva.

Suositus

Lisää

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

40,00 EUR

(aik. 41,00 EUR)

Osakekurssi:

35,15 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	175	195	212	233
kasvu-%	16 %	11 %	9 %	9 %
EBIT oik.	37,1	38,8	44,8	51,2
EBIT-% oik.	21,2 %	19,9 %	21,1 %	22,0 %
Nettotulos	24,2	25,7	32,4	38,0
EPS (oik.)	1,38	1,41	1,75	2,04

P/E (oik.)	33,4	24,9	20,1	17,3
P/B	7,0	4,9	4,3	3,9
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,4 %	2,8 %	3,4 %
EV/EBIT (oik.)	25,0	18,2	15,5	13,2
EV/EBITDA	21,8	15,5	13,1	11,3
EV/Liikevaihto	5,3	3,6	3,3	2,9

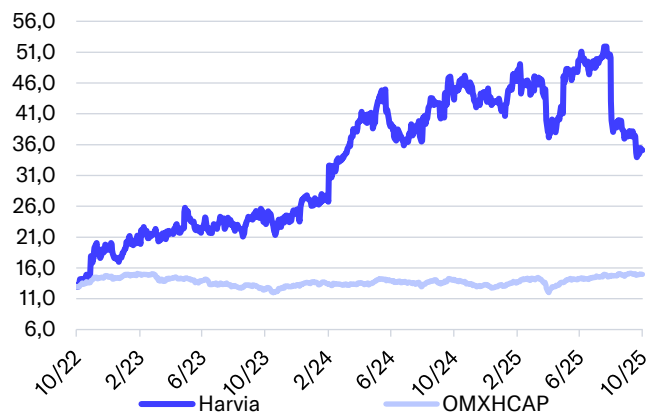
Lähde: Inderes

Ohjeistus

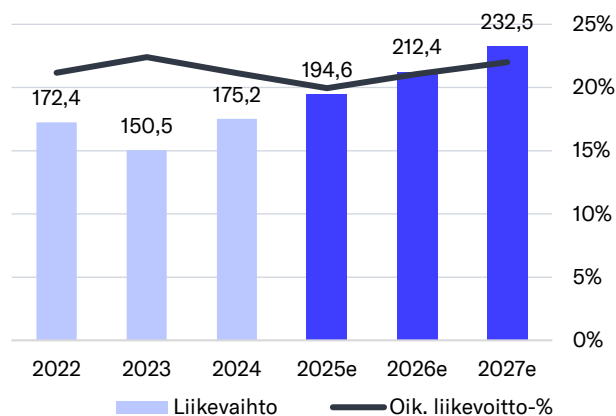
(Ennallaan)

Harvia ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä.

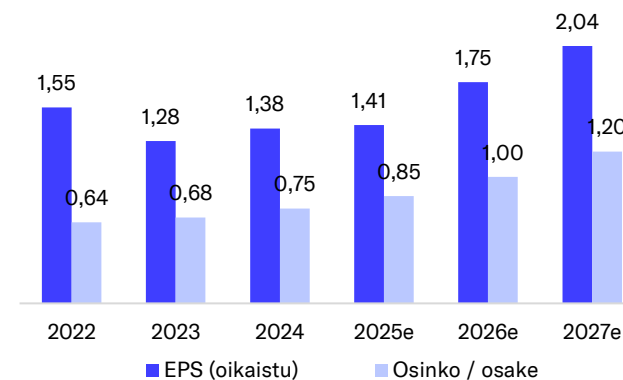
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	35,2	35,2	35,2
Osakemäärä, milj. kpl	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo	656	656	656
Yritysarvo (EV)	708	693	676
P/E (oik.)	24,9	20,1	17,3
P/E	25,5	20,3	17,3
P/B	4,9	4,3	3,9
P/S	3,4	3,1	2,8
EV/Liikevaihto	3,6	3,3	2,9
EV/EBITDA	15,5	13,1	11,3
EV/EBIT (oik.)	18,2	15,5	13,2
Osinko/tulos (%)	61,6 %	57,7 %	58,9 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,8 %	3,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Sijoitus- ja riskiprofiili	13-15
Toimiala ja kilpailijat	16-20
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	21-22
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	23-25
Ennusteet ja arvonmääritys	26-32
Ilmastotavoitteet ja taksonomia	33
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	34-41

Harvia lyhyesti

Harvia on maailman johtava sauna- ja spa-yhtiö. Yhtiöllä on kattava tarjoama kiukaista ja kiuaskomponenteista aina kokonaiseen sauna- ja spa-ratkaisuun. Harvian asiakkaita ovat niin kuluttaja-asiakkaat kuin sauna- ja spa-alan ammattilaiset.

1950

Perustamisvuosi

3/2018

Listautuminen

189 MEUR

Liikevaihto viimeiseltä 12 kuukaudelta (Q2'25 loppuun)

37,7 MEUR (19,9 % liikevaihdosta)

Vertailukelpoinen liikevoitto viimeiseltä 12 kuukaudelta

1

Asema sauna- ja spamarkkinalla

742

Henkilöstö Q2'25 lopussa

1950-2014
Perheomisteinen ja -
vetoinen yhtiö

Vahva markkina-asema
perinteisissä
saunamaissa (Suomi,
Venäjä ja Skandinaavia)

2014-18
CapMan ostaa
Harviasta enemmistön
vuonna 2014

Sentiotec –yrityskauppa
(Keski-Eurooppa) 2016

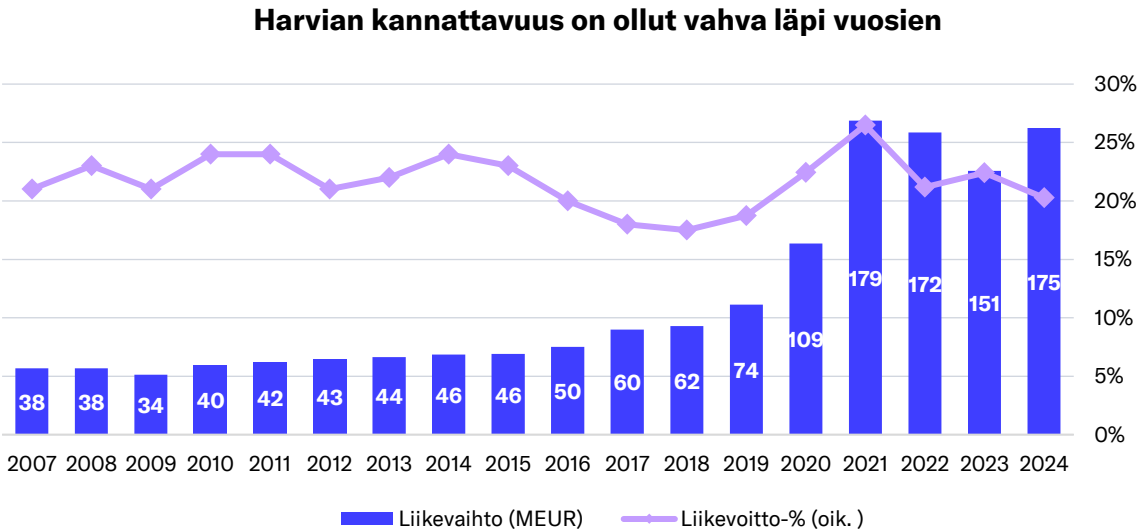
Pörssilistautuminen
2018

2018-
Almost Heaven Saunas -
yrityskauppa 2018

EOS-yrityskauppa 2020

Kirami-yrityskauppa 2021

ThermaSol –
yrityskauppa 2024



Lähde: Harvia / Inderes
2007-2014 luvut ovat Harvia Oy:n (nyk. Harvia Finland Oy:n) FAS-kirjanpidon mukaisia lukuja.
2015-2024 luvut ovat IFRS:n mukaisia liikevoittoja oikaistuna vertailukelpoisuuteen vaikuttavilla erillä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Maailman johtava sauna- ja spa-alan yhtiö

Muuramessa pääkonttoriaan pitävä Harvia on noussut 75-vuotisen historiansa aikana maailman johtavaksi sauna- ja spa-yhtiöksi. Harvian pitkä historia on luonut organisaatioon merkittävää kokemusta ja osaamista, jotka luovat suhteellisen pienellä ja pirstaloituneella sauna- ja spa-toimialalla Harvialle kilpailuetua. Alalla hyvin tunnettu brändi, tuotannon vertikaalinen integrointi, isojen volyymien tuoma skaalaetu ja laaja jakeluverkosto ovat mielestämme myös yhtiön kilpailuetuja.

Yhtiö on arvioinut markkinaosuudekseen globaalista sauna- ja spa-markkinasta ~5 % ja tarkemmin rajatusta kiuas- ja saunakomponenttimarkkinasta yli 20 %. Harvia voitti selvästi markkinaosuuksia etenkin vuosien 2020-22 aikana, sillä vielä 2019 vastaavat osuudet olivat vain 3 % ja 14 %. Harvian markkina-asema on historiallisesti ollut erityisen vahva suurilla, perinteiseen saunakulttuuriin keskittyneillä markkinoilla (esim. Suomi, Skandinavia). Markkinaosuuden kasvua ovat vauhdittaneet myös yrityskaupat. Vuonna 2016 tehdyn Sentiotec-yrityskaupan ja keväällä 2020 tehdyn EOS-yrityskaupan myötä yhtiö saavutti markkinajohtajan aseman kiukaissa ja komponenteissa myös Saksassa ja vahvisti asemiaan Keski- ja Itä-Euroopan markkinoilla. Vuoden 2018 Almost Heaven Saunas (AHS)-yrityskaupalla yhtiö laajensi toimintaansa Pohjois-Amerikassa. Vuonna 2021 yhtiö laajensi tuoteportfoliotaan kylpytynnyreihin ostamalla suomalaisen Kirammin. Kesällä 2024 tehty ThermaSol –kauppa puolestaan vahvistaa yhtiön asemaa USA:ssa ja tuo sille höyrysuihkujen/saunojen osaamista. Toisaalta heikko Euroopan markkina ja Venäjältä vetäytyminen näkyivät vuoden 2023 luvuissa negatiivisesti.

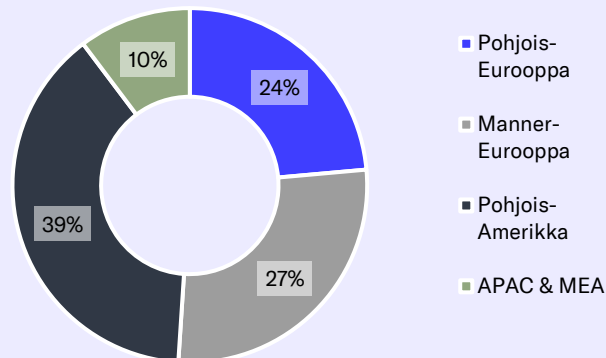
Harvialla on pitkäkestoiset asiakassuhteet kaikilla sauna- ja spa-markkinan ydinalueilla ja sen tuotemerkit (Harvia, EOS, Almost Heaven Saunas) ovat toimialansa tunnetuimpia. Harvia myy tuotteitaan lähinnä jälleenmyyntiverkoston kautta maailmanlaajuisesti noin 90 maahan. Vuonna 2024 noin 85 % liikevaihdosta tuli Suomen ulkopuolelta.

Tuotteet: Perinteisistä kiukaista laajemmaksi saunayhtiöksi

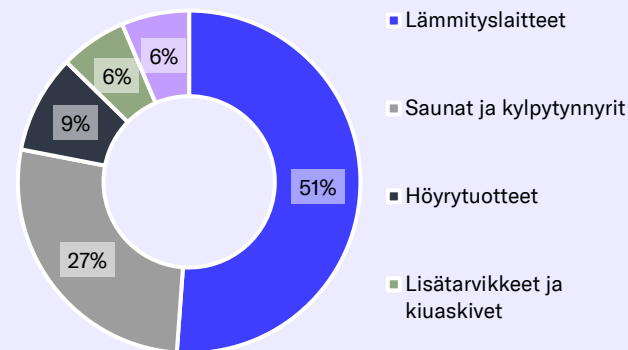
Harvia oli ennen listautumistaan (2018) profiloitunut pääasiassa kiuasvalmistajaksi, mutta yhtiö on sen jälkeen kehittynyt yhä kokonaisvaltaisemmaksi sauna- ja spa-alan toimijaksi yrityskauppojen, uusien tuotelanseerausten ja myyntikanavien avausten myötä. Sen vahvin alue on perinteinen sauna ja tuoreen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

Harvian liikevaihdosta suurimman osan muodostavat lämmityslaitteet (53 % H1'25 liikevaihdosta), mutta valikoimaan kuuluvat myös kokonaiset saunat, höyrygeneraattorit, kylpytynnyrit sekä lisätarvikkeet, varaosat ja palvelut. Tästä tarkemmin seuraavalla sivulla.

Liikevaihto markkina-alueittain H1'25

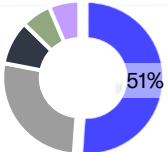
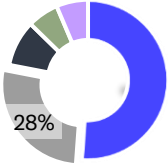
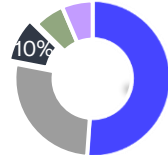
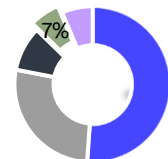
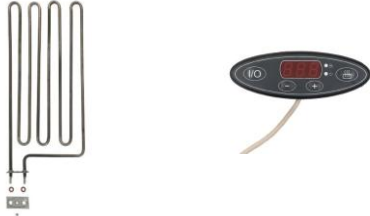
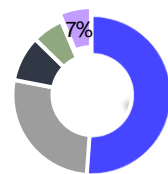


Liikevaihto tuoteryhmittäin H1'25



Lähde: Harvia

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7 – tuoteryhmät

Tuotesegmentti	Tärkeimmät tuotteet	Pääbrändit	Osuus liikevaihdosta H1'25
Lämmityslaitteet	 - Sähkö- ja puukiukaat - Infrapunatuotteet - Ohjauskeskukset - Kiukaiden lisävarusteet mm. suojakaiteet- ja seinät, savuputket ja -piiput jne.	- Harvia - EOS	
Saunat ja kylpytynnyrit	 - Valmiit sisä- ja ulkosaunat - Kylpytynnyrit	- Harvia - Almost Heaven Sauna (USA) - Kirami (kylpytynnyrit)	
Höyrytuotteet	 - Höyrygeneraattorit - Höyrysuihkut - Lisävarusteita höyrysaunoihin kuten höyrysuuttimia ja tuoksupumppuja	- ThermaSol (USA) - Harvia	
Lisätarvikkeet ja kiuaskivet	 Kiuaskivet, saunan valaisimet, löylykauhat ja -kiulut, tekstiilit, lämpömittarit ja saunatuoksut	Harvia	
Varaosat ja palvelut	 - Kiukaiden vastukset ja muut varaosat - Saunojen huolto-, asennus- ja korjauspalvelut kuluttaja- ja yritysasiakkaille	Harvia	

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Jakelu tapahtuu pääosin jälleenmyyjien kautta

Konsernin liikevaihto koostuu pääasiassa tuotteiden mynnistä (vähäinen osa huolto- ja korjauspalveluista). Harvia myy suurimman osan tuotteistaan jälleenmyyjille, kokonaisten saunojen rakentajille/myyjille ja jakeluyrityksille, joskin USA:ssa suora kuluttajamyynti on merkittävä jakelukanava. USA:n kasvettua yhtiön suurimmaksi markkinaksi, tämä on merkittävä jakelukanava myös koko konsernin tasolla. Harvian suurin asiakassuhde perustuu asiakkaan ryhmätason puitesopimukseen, jonka alla solmitut sopimukset muodostivat noin 9 % liikevaihdosta vuonna 2024. Suurimman asiakkuuden osuus on laskenut yhtiön laajentuessa. Harvian tilauskanta on lyhyt, tyypillisesti vain pari-kolme viikkoa.

Harvian jälleenmyyntikanavat voivat vaihdella merkittävästi eri maantieteellisten alueiden ominaispiirteiden mukaan. Yhtiö jakaa ne nykyisin neljään pääryhmään: 1) Vähittäiskaupat, 2) Suoramyynti 3) Saunan- ja muu rakentaminen, 4) Muu jakelu (maahantuonti & tukkumyynti). Käymme nämä läpi seuraavalla sivulla.

Oma komponenttisuunnittelu tuo kilpailuetua

Harvia suunnittelee ja valmistaa lähes kaikki tuotteensa ja on vertikaalisesti pidemmälle integroitunut kuin tyypillinen kilpailija. Tämä on nähdäksemme yksi Harvian kilpailueduista, koska toimitusketjun laajempi hallinta antaa Harvialle sekä kilpailijoita isomman osuuden tuotteiden kokonaismarginaalista että mahdollistaa tehokkaampien teknisten ratkaisujen tekemisen. Oma tuotanto myös vähentää altistumista toimitusketjun häiriöille. Yhdessä isojen volyymien kanssa, tämä tekee arviomme mukaan Harvian tehokkuudesta yliveraisen kilpailijoihin nähden.

Kiukaiden valmistamiseen Harvian tarvitsemia

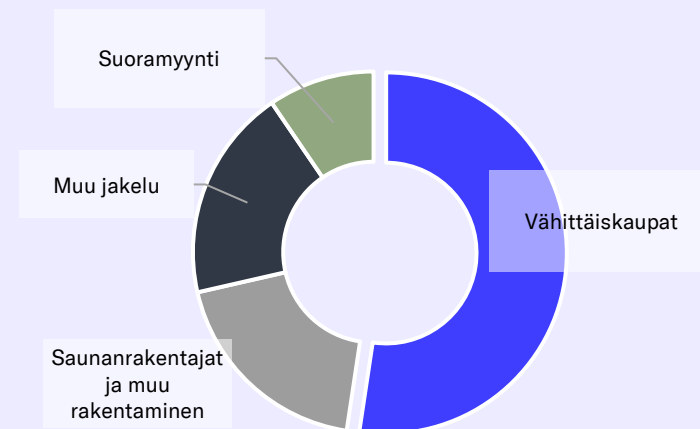
komponentteja ja raaka-aineita ovat elektroniikka- ja sähkökomponentit, kuten ohjauskeskukset ja kiukaiden vastukset, teräs ja muut metallimateriaalit. Saunojen rakenteisiin yhtiö tarvitsee puuta. Näiden lisäksi yhtiö hankkii sopimusvalmistajilta kiukaiden runkoja sekä muilta kolmansilta osapuolilta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

Kustannusrakenne tuo operatiivista vipua

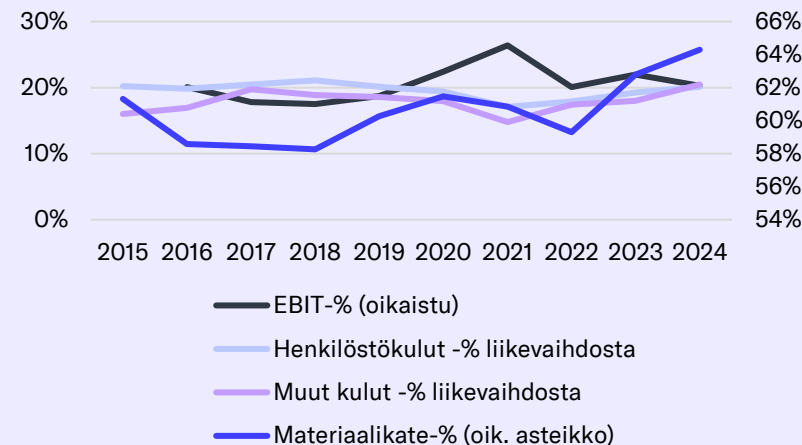
Harvian kuluista noin 35 % (suhteessa liikevaihtoon) menee materiaaleihin ja palveluihin eli lähinnä metalliin, puuhun sekä sähkö- ja elektroniikkakomponentteihin. Osuus on laskenut 2023-24, sillä historiallisesti se on ollut noin 40 %. Käänteisesti siis yhtiön materiaalikate on parantunut, mikä johtuu käsityksemme mukaan saunojen parantuneista katteista sekä maantieteellisen myyntijakauman parantumisesta (Euroopan ulkopuolella korkeampi materiaalikate).

Henkilöstökulut ja muut kulut ovat molemmat historiallisesti noin 20 % liikevaihdosta. Vuosina 2021-23 ne jäivät hieman pienemmiksi, mutta viime vuosina osuus on lievästi noussut yhtiön vahvistaessa organisaatiotaan pysyäkseen nykyisen ja tulevan kasvun mukana. Vuonna 2024 henkilöstöstä noin 55 % oli tuotannon työntekijöitä ja loput toimihenkilöitä. Tuotannon henkilöstökulut ovat kokonaisuudessaan suhteellisen joustavia. Korkea materiaalikate ja merkittävä kiinteiden kulujen osuus aiheuttavat kuitenkin operatiivista vipua eli volyymien kasvaessa marginaalin pitäisi parantua ja toisaalta niiden laskiessa marginaalin pitäisi laskea. Harvia on kuitenkin pystynyt sopeuttamaan kulujaan hyvin volyymien laskiessa (2022), ja toisaalta kiinteiden kulujen nousu on ”syönyt” operatiivisen vivun 2024-25.

Jakelukanavat, arvioitu jakauma



Harvian kulu- ja katerakenne



Lähde: Harvia

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7 – asiakkaat ja jakelukanavat

Jakelukanavat	Jakelukanavan luonne	Osuus liikevaihdosta*	Esimerkkiasiakkaita
Vähittäiskaupat	- Vähittäiskauppiat ovat tyypillisesti rakennustarvikeliikkeitä, etenkin Suomessa ja Ruotsissa. Tähän ryhmään kuuluvat myös nettikaupat. - Keski-Euroopassa myös esim. saunoihin erikoistuneet liikkeet - Myös USA:ssa tärkeä jakelukanava - Tyypillinen päätöksentekijä loppukäyttäjä tai myyjä	~55 %	     
Saunanrakentajat ja muu rakentaminen	- Saunanrakentajat ovat tärkeä kanava kokonaisuin saunaratkaisuihin keskittyneillä markkinoilla kuten Keski-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa - Saunanrakentajat rakentavat saunoja tai laajempia wellness-kokonaisuuksia tai toimivat enemmän integraattorina. - Pohjoismaissa yhtiön tuotteita myydään isommille rakennusliikkeille ja remontoijille, jotka asentavat saunoja asuinrakennuksiin - Tyypillinen päätöksentekijä myyjä tai arkkitehti	~20 %	     
Suoramyynti (lähinnä kuluttajille)	- Almost Heaven Saunas –yhtiön ja siten koko Harvian USA:n myynnistä merkittävä osa on suoramyyntiä kuluttajille - Yhtiö suuntaa valikoidusti suoramyyntiä suurille loppuasiakkaille, kuten hotelleille tai kuntokeskusketjuille - Tyypillinen päätöksentekijä kuluttaja, loppukäyttäjä tai arkkitehti	~10 %	
Muu jakelu	- Enimmäkseen tukkukauppoja ja maahantuojia - Tukkukauppiat ovat tyypillisesti sähkö-, lvi- tai kylpyhuonetukkukauppiaita - Tärkeä kanava erityisesti Suomessa ja Ruotsissa sekä ThermoSolin höyrytuotteille USA:ssa - Tyypillinen päätöksentekijä myyjä tai sähköasentaja	~15 %	  

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Tuotantoa yhdeksässä omassa tehtaassa

Harvialla on yhdeksän omaa tuotantolaitosta. Suurin on edelleen Harvian kotipaikassa Muuramessa. Yhtiö on itse avannut tehtaan Kiinaan vuonna 2005 ja se on saanut yritysostojen kautta tuotantoa mm. Saksassa, USA:ssa ja Romaniassa sekä Suomessa. Muuramen ja Kiinan tehtaot ovat yhtiön suuren volyymin kiuastehtaita (Harvia-brändi), kun taas Saksan tehdas valmistaa EOS-brändin ammattilaiskiukaita. Saunatuotantoa yhtiöllä on etenkin USA:n ja Romanian tehtailla, mutta myös Muuramessa. Tiettyjen tuotekategorioiden keskittäminen eri tehtaalle tehostaa tuotantoa, raaka-aineiden ja komponenttien saatavuutta sekä optimoi hankinnan kustannuksia.

Yhtiön kustannustehokkuutta edistää se, että osa tuotantolaitosten työntekijöistä on tulospalkkauksen piirissä ja yhtiön käyttämät urakkapalkkasopimukset (lähinnä Suomi ja Kiina) lisäävät tuotannon joustavuutta ja tuotantotyön kannustavuutta. Pääosin oma tuotanto sinällään kuitenkin lisää myynnin vaihtelun tuomaa tulospipua, molempiin suuntiin.

Tunnetut brändit tukevat markkina-asemia

Harvian brändeillä on vahva markkina-asema ja tunnettavuus omilla erikoistumisalueillaan ja erityisesti sauna- ja spa-markkinoiden perinteisillä markkina-alueilla. Yhtiö onkin viime vuosina panostanut Harvia –brändiin globaalina ykkösbrändinä, jonka lisäksi sillä on EOS-brändillä hyvä valikoima ja tunnettuus ammatti- ja premium-tuotteissa Euroopassa. ThermaSol ja Almost Heaven Saunas –brändit ovat vahvoja kotimarkkinoillaan USA:ssa omissa tuoteryhmissään, ja uskomme yhtiön jatkavan panostuksia myös näihin brändeihin.

Vahva operatiivinen kassavirta ja matala investointitarve

Harvian operatiivinen kassavirta on tyypillisesti erittäin vahvaa. Yhtiön liikevoittomarginaali on historiallisesti pysynyt erinomaisella noin 20 %:n tasolla, ja tuotannon rakenteesta johtuen vuotuinen investointitarve on verrattain pieni. Esim. 2015-2019 sekä 2022-23 yhtiö investoi vain 2,0-2,5 % liikevaihdosta. Yhtiöllä on modernit tuotantolaitokset, ja kapasiteettia kasvatettiin vastaamaan korona-ajan korkeaan kysyntään. Vuoden 2021 investoinnit olivatkin hyvin suuria yhtiön normaaliin tasoon nähden. Uskomme tämän kapasiteetin etenkin kiuasvalmistuksessa riittävän vastaamaan kasvuun myös pitkälle tulevaisuuteen. Saunatuotannon puolella, sekä höyry- ja infrapunatuotteissa ja maantieteellisesti etenkin USA:ssa, uusia investointitarpeita voi tulla nopeammin. USA:n tuotannon kasvuun varautuminen nosti investointitasoa vuonna 2024. Tuotannon matala pääomaintensiivisyys pitää investointitarpeet normaalitilanteessa matalana. Näin ollen hyvä operatiivinen kassavirta konvertoituu myös vapaaksi kassavirraksi.

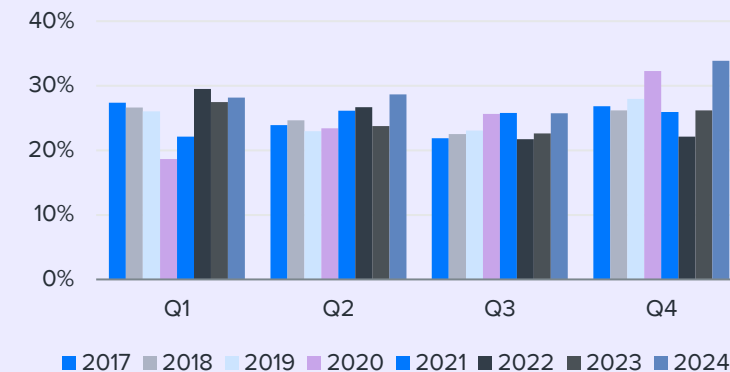
Liiketoiminnan kausivaihtelu melko maltillista

Harvian liiketoiminnan kausivaihtelut ovat melko maltillisia. Suurin osa jakeluketjujen tilauksista painottuu tyypillisesti Q1:lle ja Q4:lle, jotka ovat historiallisesti olleet parhaat kvartaalit. Q3 on tapana olla vuoden heikoin kvarttaali. Koronavuosien jälkeen yhtiö näyttää palautuneen tähän kaavaan. Pääosa Pohjois-Euroopan tilauksista saadaan tyypillisesti ensimmäisellä neljänneksellä, kun taas Keski-Euroopan ja Pohjois-Amerikan tilausaktiivisuus painottuu loppuvuoteen. Vuoden 2024 Q4:llä Harvialla oli poikkeuksellisen paljon kampanjamyyntiä Pohjois-Amerikassa, mikä kasvatti myyntiä, mutta painoi marginaalia.

Investoinnit



Kvartaalin osuus koko vuoden liikevaihdosta



Lähde: Harvia, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7 - tärkeimmät tuotantopaikat

Muurame, Suomi

- Harvian pääkonttori
- Oma tuotekehitys- ja testausyksikkö
- Oma tuotanto ja räätälöidyt työkalut / design & toolshop
- Logistiikkakeskus
- Päätuotteet: perinteiset kiukaat ja saunahuoneet, lauteet ja saunasisustukset

Driedorf, Saksa

- EOS:n pääkonttori
- Tuotanto (EOS, Kusatek ja Spatronic)
- Logistiikkakeskus, myynti, markkinointi ja asiakaspalvelutoimipiste
- Päätuotteet: ammatti- ja premium-kiukaat, ohjauskeskukset ja lisävarusteet
- Siirtyi Harvialle EOS-kaupassa 2020

Gheorgheni, Romania

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

Round Rock, Texas, USA

- ThermaSolin pääkonttori ja tuotantolaitos
- Päätuotteet: Höyrysuihkuja, -saunoja ja -komponentteja
- Harvian omistukseen 2024

Lewisburg, Länsi-Virginia, USA

- Almost Heaven Saunas –yhtiön tuotantolaitos, rakennettu 2021 ja korvasi edellisen yrityskaupan yhteydessä 2018 saadun tehtaan
- Päätuotteet: saunat (tynnyrisaunat ja saunahuoneet)

Guangzhou, Kiina

- Päätuotteet: edullisemmat sähkökiuasmallit ja höyrygeneraattorit



Lähde: Harvia, Bing

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Omistusrakenne on hajautunut

Ennen pörssilistausta maaliskuussa 2018 Harvia oli pääosin CapManin omistuksessa. CapMan myi viimeiset osakkeensa marraskuussa 2019. Tämän 12,3 % osuuden Harviasta osti perhesijoitusyhtiö Onvest, joka kuitenkin päätyi syyskuussa 2021 myymään valtaosan omistuksestaan ja omistaa nykyisin 4,4 % Harviasta. Tällä omistuksella Onvest on edelleen Harvian suurimpien omistajien joukossa. Edelle nousee mm. ruotsalaisen SEB:in rahastot yli 6 %:lla. Myös hollantilainen sijoitusyhtiö Kempen, ruotsalainen eläkeyhtiö Alecta sekä Nordean rahastot omistavat yli 5 %:a yhtiöstä.

Harvian omistus on kuitenkin kaiken kaikkiaan hajanainen. Suurimmista omistajista löytyy kotimaisten ja ulkomaisten instituutiosijoittajien lisäksi Harvian suvun sijoitusyhtiöitä. Ulkomaisten omistusosuus on tällä hetkellä noin 48 %. Ennen korona-aikaa, vuoden 2019 lopussa ulkomaisten omistusosuus oli 50 %, ja omistusosuus on aaltoillut sen jälkeen 40-50 %:n haarukassa.

Harvian hallituksen puheenjohtaja on Heiner Olbrich, jolla on taustaa mm. Adidakselta ja Mieleltä ja joka johtaa myös ruotsalaisen Björn Borgin hallitusta. Hallituksessa on edelleen jäsenenä CapManin edustajana sinne vuonna 2014 tullut Olli Liitola, joka oli pitkään puheenjohtajana. Hallituksen kokoonpano Liitolaa lukuun ottamatta on vaihtunut viime vuosina, sillä muut jäsenet ovat aloittaneet hallituksessa vuonna 2021 tai sen jälkeen. Samalla hallitus on kansainvälistynyt (2/7 ulkomaisia), mikä on mielestämme hyvä asia.

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

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

Johtoryhmässä merkittäviä osakeomistuksia

Harvian toimitusjohtajana on kesäkuusta 2023 asti toiminut Matias Järnefelt, jolla on taustaa mm. Hiltin ja Nokian johtotehtävistä. Talousjohtaja Ari Vesterinen on ollut Harvialla vuodesta 2014 alkaen ja sitä ennen pitkään kilpailija TylöHelo-konsernin johtotehtävissä. Vesterisellä on merkittävä omistus yhtiössä (noin 150t osaketta / 0,8 %), mutta Järnefeltillä ei ole lainkaan omistusta.

Muun johtoryhmän yhdeksästä jäsenestä kahdella on yli 100 tuhatta osaketta, kolmella kymmeniä tuhansia ja kahdella viime aikoina yhtiöön tulleella vielä nolla. Pääosa omistuksista on käsittääksemme saatu/hankittu vuoden 2014 omistusvaihdoksen yhteydessä tai osana yrityskauppoja ja henkilöiden asteittain vaihtuessa omistukset ovat jääneet selvästi näitä pienemmiksi.

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

Suurimmat omistajat 30.9.2025

	Omistus
SEB Funds	6,6 %
Van Lanschot Kempen	5,4 %
Alecta	5,1 %
Nordea Funds	5,0 %
Evli-Rahastoyhtiö	4,6 %
Onvest	4,4 %
ODIN Fonder	2,5 %
Lannebo	2,3 %
Weststar	2,2 %
Varma	2,1 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2 – Harvian kilpailuedut

Harvialla on selvät kilpailuedut

Harvialla on mielestämme useita selviä kilpailuetuja, jotka tukevat yhtiön kannattavaa kasvua ja arvonluontia. Käsittelemme niitä myös muualla raportissa, mutta käymme ne kootusti läpi tässä. Yhtiön kilpailuedut ovat pitkän aikavälin menestyksen ja siten osakkeen kehityksen kannalta erittäin tärkeä asia. Kilpailueduista puhuttaessa huomioimme, että ne ovat hieman erilaisia Harvian perinteisten tuotealueiden eli puu/sähkökiukaiden ja niiden komponenttien osalta (reilut 60 % Harvian myynnistä) kuin kokonaisten saunojen tai höyrytuotteiden osalta.

Vertikaalinen integraatio ja oma suunnittelu

Harvia suunnittelee ja valmistaa lähes kaikki yhtiön myynnissä olevat tuotteet sekä pääosan komponenteista itse eli on vertikaalisesti pidemmälle integroitunut kuin tyypillinen kilpailija. Tämä on nähdäksemme yksi Harvian tärkeistä kilpailueduista, koska toimitusketjun laajempi hallinta antaa Harvialle sekä kilpailijoita isomman osuuden tuotteiden kokonaismarginaalista että mahdollistaa ainutlaatuisten ja tehokkaampien teknisten ratkaisujen tekemisen. Tähän liittyvä osaaminen on kertynyt Harviaan vuosikymmenten aikana, eikä se nähdäksemme ole siten helposti kopioitavissa. Oma suunnittelu ja tehokas valmistus vaativat myös jonkin verran resursseja, joihin pienillä yhtiöillä ei luultavasti ole varaa. Yllä mainittu pätee etenkin perinteisten kiukaiden valmistukseen.

Kokonaisten saunojen myynnissä emme näe Harvialla tässä suhteessa yhtä vahvaa etua, joskin saunojen rakentaminen voidaan nähdä vertikaalisen integraation jatkamisena. Harvia on myös tuonut USA:ssa vuonna 2018 ostamaansa

Almost Heaven Saunas –yhtiöön omaa teollista osaamistaan, mikä on tukenut tuotannon tehokkuutta. Myös höyrytuotteissa Harvian viime vuonna ostama ThermaSol on tuotantorakenteeltaan enemmän kokoonpanoa tekevä yhtiö, eikä siinä suhteessa erotu merkittävästi kilpailijoista.

Skaalaedut

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

Saunojen osalta Harvialla on USA:ssa kilpailijoihin nähden suhteellisen iso volyymi ja uusi, tehokas tuotantolaitos. Lisäksi osa kilpailijoista tuo tuotteita/komponentteja ulkomailta, jolloin Harvia saa tukea kotimaisen valmistajan leimasta sekä välttyy tulleilta. Harvialla on siis USA:ssa mielestämme kilpailuetua myös saunojen osalta ainakin tällä hetkellä. Muilla alueilla saunojen tuotannon skaala ei tällä hetkellä ole käsittääksemme kilpailijoita edellä.

Vahvat brändit

Harvian brändi on tunnettu etenkin perinteisillä ja isommilla saunamarkkinoilla kuluttajienkin keskuudessa ja laajemminkin alan ammattilaisten parissa. Koska kiukaan ostopäätöksen tekijä on usein joku muu kuin loppukäyttäjä/kuluttaja, brändin tunnettuus on tärkeää ammattilaisten (tukkukauppiaat, sähköasentajat, arkkitehdit tms.) keskuudessa. Harvian pitkä historia ja vahva asema etenkin kuluttajakäyttöön suunnatuissa sähkö- ja puukiukaissa takaavat sen brändin laajan maineen. Konserniin ostetut brändit, etenkin EOS, on vahva

ammattilaissegmentin kiukaissa, ThermaSol USA:n höyrytuotemarkkinoilla ja toisaalta Almost Heaven Saunas USA:n kuluttajienkin keskuudessa.

Kokonaisten saunojen osalta Harvialla pitäisi olla mahdollisuus hyödyntää sen suhteellisen tunnettua brändiä etenkin Euroopassa. Brändin merkitys ylipäänsä saunarakentamisessa on kuitenkin oletettavasti vähäisempää kuin kiukaissa, mikä vähentää mielestämme tämän kilpailuedun merkitystä saunojen osalta.

Laajat ja pitkäaikaiset jakelusuhteet

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

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

Sijoitusprofiili 2/2

1 Vahva markkina-asema ja tunnetut brändit

2 Vertikaalinen integraatio ja skaala tukevat korkeaa kannattavuutta

3 Maltillinen investointitarve tukee vahvaa vapaan kassavirran luontia

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

5 Markkinan hyvät kasvunäkymät etenkin Euroopan ulkopuolella

6 Laajentuminen uusiin kategorioihin lisää kasvupotentiaalia

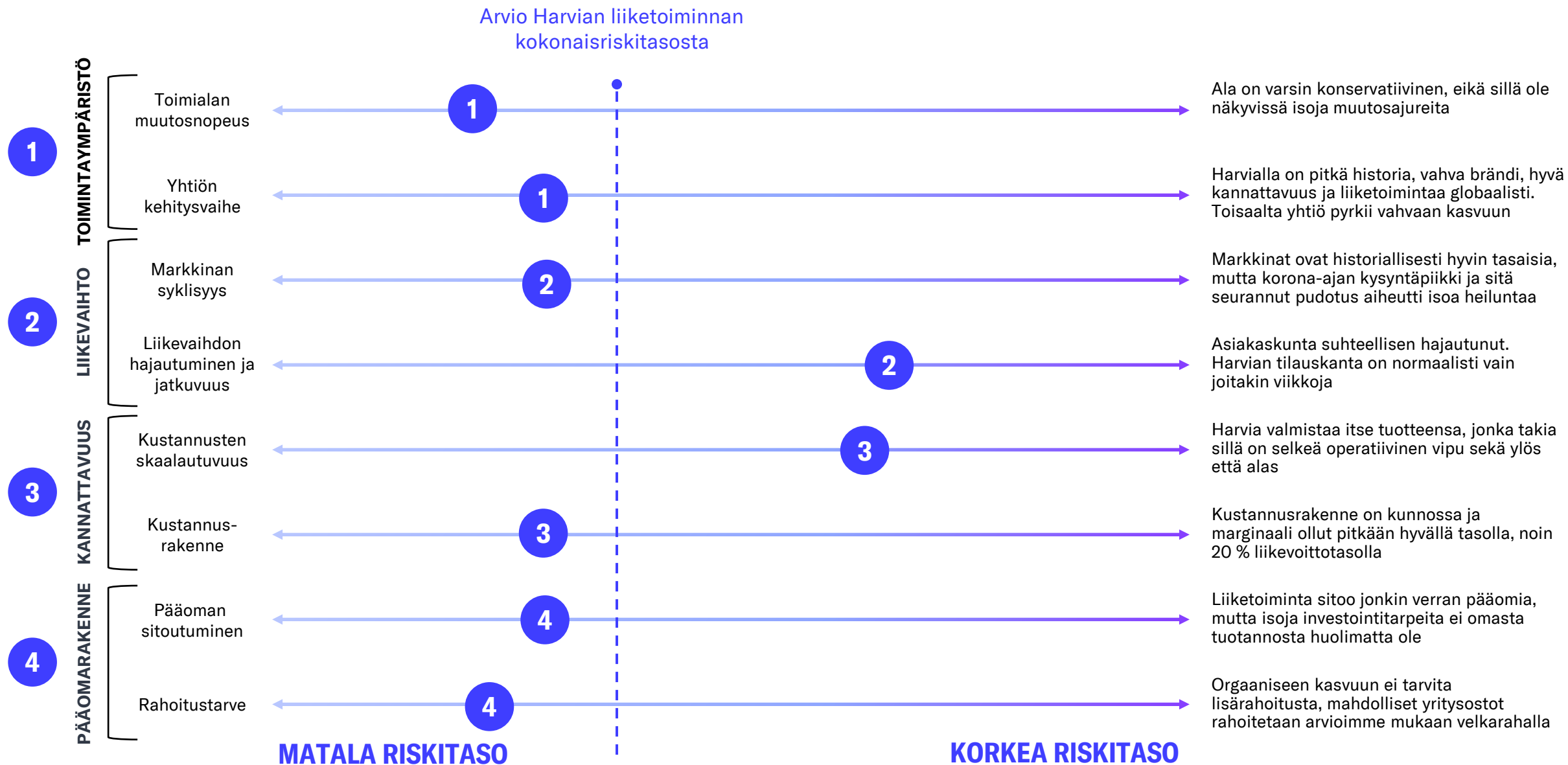
Potentiaali

- **Kasvun jatkaminen USA:ssa**, jota tukee markkinoiden kasvu
- **Tuotevalikoiman laajentaminen** vahvemmin höyry- ja infrapunatuotteisiin (höyryssä ThermaSol –kaupan avulla)
- **Täydentävät yritysostot:** Uskomme Harvian jatkavan täydentäviä yritysostoja, joista sillä on hyvä historia, mikäli hyviä kohteita löytyy.

Riskit

- **Kysynnän palautuminen Euroopassa nykyisen heikomman jakson jälkeen.** Korona-ajan kovan kysynnän jälkeen kysyntä on ollut Euroopassa vaisua
- **Riippuvuus Muuramen tehtaasta**, joskin laajentunut tuotantoverkosto on tasannut tätä riskiä
- **Yritysostoriskit:** Mahdollisissa tulevilla yritysostoissa maksetut hinnat sekä toimintojen integrointi tuovat omat riskinsä toimintaan
- **Globaalin ”saunatrendin” heikentyminen.** Saunan käyttö ja kysyntä on tällä hetkellä selvällä nousutrendillä globaalisti. Tämän trendin hiipuminen/kääntyminen vaikuttaisi negatiivisesti Harvian kysyntänäkymiin.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja markkinat 1/4

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

Globaali sauna- ja spa-markkina

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

Harvia arvioi globaalin sauna- ja spa-markkinan olleen vuonna 2024 noin 3,5 mrd. euroa eli samalla tasolla kuin 2022-23, mutta noin 15 % yli vuoden 2019 tason. Ilman Venäjää (jossa Harvia ei enää toimi) markkina on noin 3 mrd. euroa. Käsityksemme mukaan USA:n markkina on kuitenkin ollut kasvussa 2023-24, eikä Eurooppa ole enää oleellisesti laskenut 2024. Siten vuoden 2024 markkinaluku voi olla hieman alakanttiin. Markkinaluvut tuleekin mielestämme nähdä vain karkeina arvioina.

Korona-aikana markkinoiden voimakas kasvu johtui meidän ja yhtiön arvion mukaan osin ns. aikaistetusta kysynnästä. Tämä johtuu mielestämme osittain tuotteiden penetraation noususta eli uusia käyttäjiä on tullut nopeammin kuin keskimäärin, mutta myös korvaussyklin tilapäisestä lyhentymisestä eli korona-aikana saunoja, kiukaita tms. on uusittu nopeammin kuin keskimäärin. Tämä on näkynyt ja voi näkyä vielä lähivuosina vastaavasti heikompana kysyntänä.

Karkean arvion mukaan kokonaismarkkinasta noin puolet muodostuu sauna- ja spa-tiloihin liittyvistä asennus-, huolto- ja korjaustöistä, ja noin 15 % koostuu kiukaista, saunakomponenteista ja ohjauskeskuksista. Loppuosa

markkinasta sisältää sauna- ja spa-huoneiden rakenteet ja muut lisätarvikkeet.

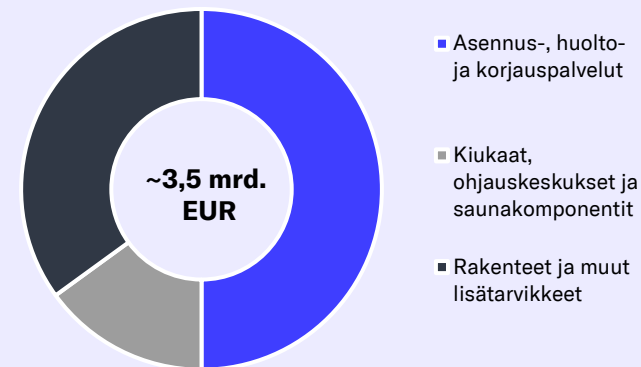
Maailmassa arvioidaan olevan yli 18 miljoonaa saunaa, joista noin 95 % on kotitalouksien käytössä. Näistä noin 6 miljoonaa on Venäjällä, eli markkina on selvästi pienempi ilman Venäjää. Kotitalouksien lisäksi saunoja on kaupallisessa käytössä, kuten hotelleissa, kylpylöissä, kuntokeskuksissa ja uimahalleissa.

Harvian kohdemarkkina noin 1,5 mrd. EUR

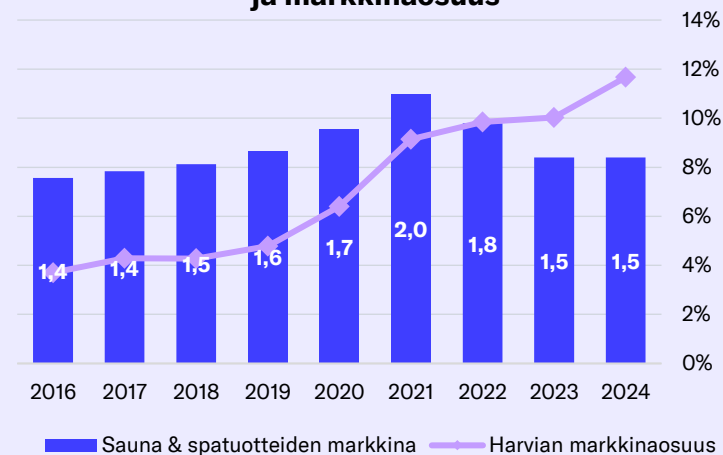
Harvian kohdemarkkina käsittää kolme eri saunatyyppiä: perinteinen sauna, höyrysauna ja infrapunasauna. Perinteiset saunat (sähkö- ja puulämmitteiset) ovat yleisin saunatyyppi ja niiden osuus saunakannasta on arviolta noin 2/3 ja yhtiön mukaan markkinan arvosta yli puolet. Etenkin Suomessa saunat ovat pääosin perinteisiä saunoja. Höyrysaunoja on reilut 20 % saunakannasta, ja se on suosituin saunatyyppi erityisesti Etelä-Euroopassa ja Lähi-idässä. Saunoista noin 10 % on infrapunasaunoja. Infrapunasauna tunnetaan parhaiten Keski-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa.

Harvian kohdemarkkinat muodostuvat kiukaista ja saunakomponenteista (ml. höyrygeneraattorit ja infrapunasäätelijät), saunahuoneista, ohjauskeskuksista ja muista lisätarvikkeista. Asennus-, korjaus- ja huoltotyö ei kuulu Harvian ydinliiketoimintaan, joten Harvian kohdemarkkina on arviomme mukaan noin 1,5 mrd. euroa.

Globaali sauna- ja spamarkkina



Harvialle relevantti markkina (mrd. EUR) ja markkinaosuus



Lähde: Inderesin arvio. Markkina 2023 alkaen ilman Venäjää, jossa Harvia ei toimi

Toimiala ja markkinat 2/4

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

Harvialla on yhtiön arvion mukaan noin 5% markkinaosuus koko sauna- ja spa-markkinasta ja yli 20% osuus kiuasmarkkinasta. Huomioiden, että Harvia ei tee asennusta, sen osuus sille relevantista puolikkaasta Sauna & Spa-markkinaa on arviomme mukaan noin 12 %. Osuus on ollut nousussa sekä orgaanisesti että yritysostojen, esim. viime vuonna tehdyn ThermaSol –kaupan myötä.

Historiallisesti suhdannevakaa markkina

Sauna- ja spa-markkina on ollut historiallisesti suhdannevakaa, sillä suuri asennettu saunakanta ja erityisesti kiukaiden korvaaminen uusiin luo tasaista kysyntää. Yhtiön kokemuksen mukaan etenkin Suomessa ja muilla perinteisillä saunamarkkinoilla kiukaan tai muun saunan osan ikääntyessä se korjataan tai korvataan suhdanteesta huolimatta, joskin isompia ja/tai ei-pakollisia remontteja voidaan lykätä. Markkina ei olekaan historiallisesti ollut riippuvainen tai korreloinut esim. rakennusmarkkinoiden kanssa. Tämä näkyy hyvin esim. finanssikriisin aikana, jolloin markkinat kasvoivat hieman vielä vuonna 2009, ja vuonna 2010 Sauna- & Spa-markkina

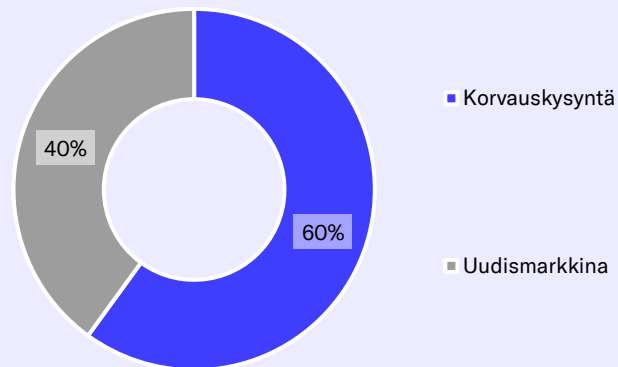
laski vain 2 %, kiuasmarkkinan pysyessä hieman plussalla (1 %). Vuosina 2022-23 kysyntä kuitenkin selvästi laski toisaalta sitä edeltäneen poikkeuksellisen korkean kysynnän myötä, mutta myös kuluttajien ostovoiman ja taloustilanteen heikentyessä.

Iso korvausmarkkina tukee kysyntää

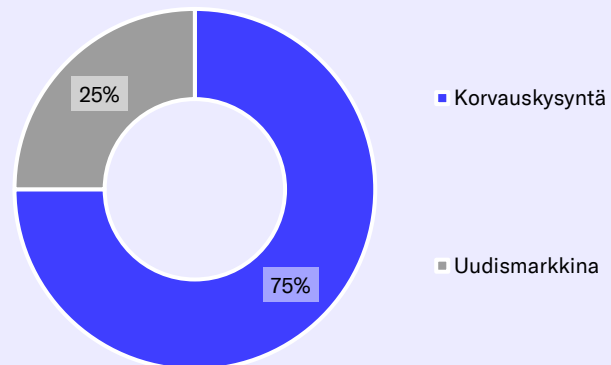
Saunojen ja spa-tilojen korvauskysynnän osuus globaalista markkinasta on johdon arvion mukaan noin 60%, jolloin uudismarkkinalle jää 40%. Tämä suhdeluku ei ole muuttunut oleellisesti viime vuosien aikana. Tosin tarkkoja lukuja ei tiedä kukaan, ja esim. korona-ajan kysynnässä luku on voinut olla matalampi,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

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

Sauna- ja Spamarkkinan kysyntä



Kiukaiden kysyntä



Lähde: Harvia, johdon arvio

Toimiala ja markkinat 3/4

Markkinan kasvuajurit

Sauna- ja spa-markkina kasvoi vuosien 2010-2019 aikana noin 5 %:n vuotuista vauhtia, ja uudismarkkina kasvoi jonkin verran korvauskysyntää nopeammin. 2020-21 markkina kasvoi selvästi nopeammin, kun taas vuonna 2022 se laski. Harvian johto uskoo markkinoiden kasvavan lähivuosina yli 5 %:n vauhtia, kun vahva kasvu Euroopan ulkopuolella jatkuu (etenkin USA) ja Eurooppa toipuu nykyiseltä vauhdilta. Mikäli nykyisessä trendissä saunan suosion kasvun suhteen ei tapahdu oleellisia muutoksia, pidämme kasvuodotuksia realistisina. Kasvun ajureita ovat mm:

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

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

Sauna- ja Spa-markkinoiden jakautuminen

Eurooppa hallitsee edelleen saunamarkkinoita ja sen osuus globaalista saunamarkkinasta on Harvian mukaan noin 50 % ilman Venäjääkin. Suurimmat markkina-alueet ovat

Suomi, Saksa ja Ruotsi. Venäjä yksin on globaalista saunamarkkinasta noin 15 %. Pohjois-Amerikan osuus globaalista markkinasta on 20-25 %, ja muun maailman yhteensä ~15 %.

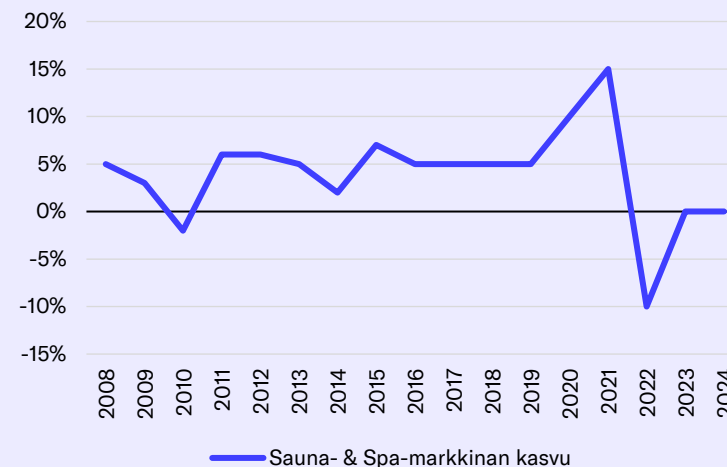
Pohjois-Eurooppa on globaalista markkinasta noin 15 % ja siellä on noin 4 miljoonaa saunaa, joista noin 2,5m Suomessa ja yli 0,5m Ruotsissa. Harvia on Suomessa markkinajohtaja ja Ruotsissa toinen TylöHelon (Sauna 360/Masco) jälkeen. Markkina muodostuu lähes kokonaan perinteisistä saunoista. Suuren saunakannan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

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

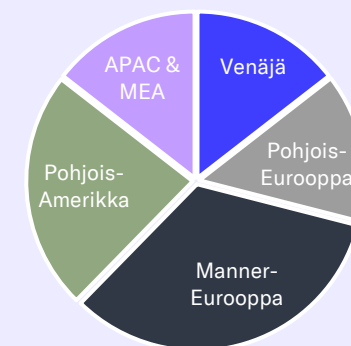
Pohjois-Amerikka (USA & Kanada) on kasvanut vahvasti (~15 % vuodessa 2019-23) ja vastaa nyt jo 20-25 % globaalista markkinasta. Alueella on arviolta 1-1,5 miljoonaa saunaa, jotka ovat enemmän yksityiskäytössä (~65 % markkinasta). Höyrysaunojen osuus on noin 20 %, infrapunasaunojen 35-40 % ja perinteisten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

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

Arvioitu markkinakasvu



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



Lähde: Harvia

Toimiala ja markkinat 4/4

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

Harvian mukaan Pohjois-Amerikan markkina oli 2023 kooltaan noin 800 MUSD ja se oli kasvanut noin 15 % vuodessa verrattuna vuoteen 2019. Tämä tarkoittaa markkinan olleen vain noin 450 MUSD vuonna 2019. Harvian toiminta Pohjois-Amerikassa oli vuoden 2018 lopulla varsin pienimuotoista ja keskittynyt kiukaiden vientiin, liikevaihdon ollessa vain 3 MEUR. Vuoden 2018 lopussa ostettu saunavalmistaja Almost Heaven Saunas muutti kuitenkin Harvian asemaa alueella merkittävästi, ennen kaikkea USA:ssa, ja Harvia on kasvanut voimakkaasti sen jälkeen. Kasvun tukemiseksi Harvia on myös investoinut uuteen tehtaaseen 2021 ja hankki tontin lisälaajentumiselle vuonna 2024. Keskimääräinen vuotuinen kasvu 2019-24 on ollut lähes 40 % (joka on H2'24:ää lukuun ottamatta ollut täysin orgaanista), ja se on pysynyt vahvassa kasvussa sekä koronavuosina että niiden jälkeen. H1'25 Pohjois-Amerikka oli Harvian suurin alue, tuoden jo lähes 40 % liikevaihdosta.

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

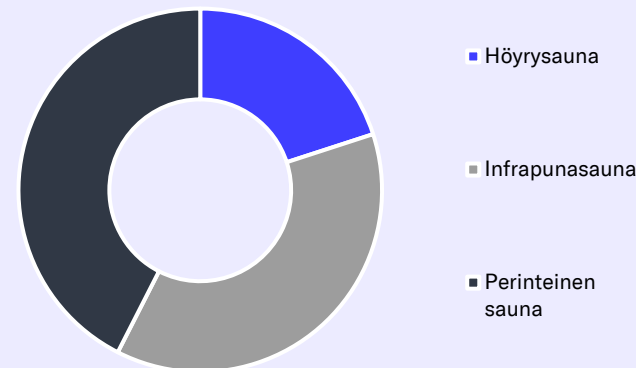
Harvian heinäkuussa 2024 ostama ThermaSol vei yhtiön täysin uuteen segmenttiin Pohjois-Amerikassa eli

höyrysaunoihin. Tämä markkinasegmentti oli 2023 noin 160 MUSD, kun ThermaSolin liikevaihto oli noin 14 MUSD. ThermaSolin markkinaosuus on siten noin 9 %. Yhdistämällä tämän Harvian lukuihin Harvian markkinaosuus olisi vuonna 2023 ollut noin 6,5 % tai laskettuna vain perinteisen saunan ja höyrysaunan markkinoista reilut 10 %. Uskomme markkinan kasvaneen ja Harvian markkinaosuuden nousseen myös vuoden 2024 aikana. Harvian pyrkimyksenä on tuoda ThermaSolin osaamisella tuotteita myös halvempiin hintapisteisiin höyrypuolella, joissa yhtiö ei aiemmin ole ollut. Tämä alkaa käsityksemme mukaan näkymään yhtiön tuotevalikoimassa ja liikevaihdossa ensi vuonna. Näemme siis hyvää potentiaalia kasvattaa edelleen markkinaosuutta Harvian nykyisissä segmenteissä.

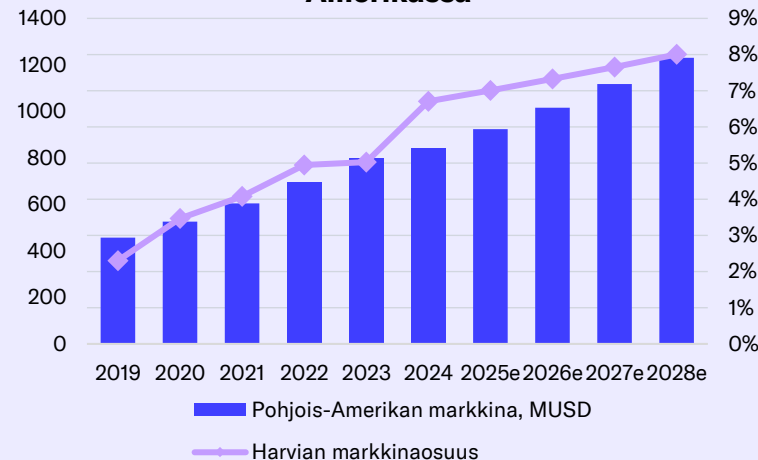
Näiden lisäksi Harvialla on mahdollisuus kasvaa infrapunasaunoissa, joissa se ei ole vielä merkittävästi läsnä. Infrapunasaunat ovat USA:ssa suosittuja ja helpompi hankkia kuin muut saunamuodot. Toisaalta jakelukanavat ovat osin erilaisia, mikä vaatii Harvialta panostuksia. Kasvua haetaan sekä orgaanisesti että mahdollisesti yritysostolla.

Jos oletettaisiin Pohjois-Amerikan markkinan kasvavan seuraavat 4 vuotta 10 % vuodessa, markkina olisi noin 1,2 mrd. USD vuonna 2028. Harvia ei ole kommentoinut koko markkinan kasvua, mutta höyrypuolen kasvuodotukseksi on kerrottu 5 % vuodessa 2028 saakka. Tässä esimerkissä oletamme kaikkien saunatyyppejen kuitenkin kasvavan saman 10 %. Mikäli Harvia parantaisi asemiaan tasaisesti kaikissa tuoteryhmissä esim. niin, että 2028 perinteisissä saunoissa markkinaosuus olisi 15 %, höyrysaunoissa 10 % ja infrapunasaunoissa 5 %, asettuisi liikevaihto noin 110 MUSD:n tasolle. Tämä vastaa suunnilleen ennustettamme. Kasvua voidaan mielestämme vauhdittaa etenkin infrapunan osalta yritysosto(i)lla.

Pohjois-Amerikan saunamarkkina (2023), MUSD



Harvian markkinaosuus nousee Pohjois-Amerikassa



Lähde: Harvia, Inderes

Kilpailuympäristö

Harvia on alan johtaja

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

Harvian kilpailukenttä koostuu pääosin kahden tyyppisistä yhtiöistä: 1) kiuas- ja komponenttivalmistajista sekä 2) saunarakentajista ja integraattoreista. Näiden kahden eri ryhmän toimintamallit eroavat toisistaan siten, että jälkimmäiset eivät yleensä valmista itse käyttämiään kiukaita ja komponentteja, vaan ostavat niitä esim. Harvian kaltaisilta valmistajilta.

Käsityksemme mukaan liikevaihdolla mitattuna Harvian suurin kilpailija on saksalainen Klafs, joka toimittaa saunakokonaisuuksia sekä kuluttajille että kaupalliseen käyttöön. Klafsin toteuttamia sauna- ja spa-ratkaisuja löytyy mm. monista hotelleista, kuntosaleista ja kylpylöistä. Klafsilla on valikoimissaan erilaisia saunaratkaisuja, kiukaita ja ohjauskeskuksia myös kotikäyttöön sekä esim. uima-altaita. Klafs myytiin 23/24 vuodenvaihteessa USA:laiselle LVI-tuotteisiin, kuten kylpyhuoneisiin, keskittyneelle Kohlerille. Harvialla on toimialaan hyvin erilainen lähestymistapa kuin Klafsilla. Harvian liikevaihto koostuu pääosin erilaisista tuotteista (kiukaat, saunakomponentit, ohjauskeskukset, saunahuoneet, höyrygeneraattorit, varaosat jne.), joita yhtiö jakelee erilaisten myyntikanavien kautta.

Harvian selkeä suora kilpailija on kiuas- ja komponenttivalmistaja Sauna 360, jonka osti USA:lainen pörssiyhtiö Masco osti kesällä 2023. Sauna360 on Harvian

tavoin keskittynyt enemmän tuotteiden valmistamiseen kuin saunojen rakentamiseen tai huoltoon. Sen tuotemerkkejä ovat Tylö, Helo, Kastor, Finnleo ja Amerrec. Yhtiö menetti markkina-asemiaan ja myyntiään läpi 2010-luvun, mutta onnistui 2021-22 kasvamaan yli 80 MEUR:n liikevaihtotasoon aiempien vuosien noin 50 MEUR:n tasoilta. Kasvu on tullut erityisesti USA:sta, jossa se on käsittääksemme kasvanut etenkin höyry- ja infrapunatuotteissa (Amerrec- ja Finnleo-brändit). Yhtiö on käsityksemme mukaan edelleen Ruotsin markkinajohtaja, mutta Harvia on noussut entistä vahvemmaksi haastajaksi myös siellä. Sauna360:n kannattavuus on ollut selvästi Harviaa alhaisempi, mutta nousevalla trendillä 2021-22 liikevaihdon kasvaessa. Mascon ostettua yhtiön 2023, sen lukuja ei ole enää julkisesti saatavilla. Masco on kokoluokaltaan Kohlerin kaltainen (liikevaihto noin 8 mrd. USD vuonna 2024) yritys, joka on keskittynyt mm. kylpyhuoneisiin, uima-altaisiin ja muihin sisustus- ja rakennustuotteisiin.

Edellä mainittujen kanssa samaan kokoluokkaan mahtuu yhtiön käsityksen mukaan myös isoimmat infrapunasaunojen myyjät, kuten Golden Designs, Sunlighten ja Sauna Works / Clearlight. Harvian infrapunamyynnin ollessa varsin pientä, nämä eivät kuitenkaan ole tällä hetkellä merkittävässä määrin suoria kilpailijoita Harvialle.

Sauna- ja Spa-markkinalla toimii myös useita paikallisia yhtiöitä mm. Lang (saksalainen EOS:n verrokki premium-segmentissä), Mr. Steam, Steamist, joka on myös Mascon omistuksessa (höyryhuoneiden ja -generaattorien valmistajia, molemmat ovat Harvian asiakkaita), Effegibi

(perinteiset saunat ja höyrysaunat) ja Physiotherm (infrapunasaunat).

Kehittyneillä sauna- ja spa-markkinoilla (Suomi, Ruotsi ja Saksa) Harvialla on erityisen vahva markkina-asema, ja yhtiö on kaikilla näillä markkinoilla joko suurin tai toiseksi suurin toimija. Harvia on vahvistanut asemiaan merkittävästi Pohjois-Amerikan markkinoilla yritysostojen ja kasvun kautta ja on sielläkin johtava toimija perinteisissä saunoissa. Aasia-Tyynenmeren markkinoilla Harvia kuuluu top 5-10 toimijoihin.

Pienempiä perinteisten kiukaiden valmistajia on esim. Narvi (liikevaihto vajaat 12 MEUR 2024), joka on vahva Suomessa erityisesti puukiuasmarkkinoilla. Narvi siirtyi 2022 pääomasijoittajan omistukseen. Samaan kokoluokkaan on noussut designkiukaita valmistava virolainen Huum. Muita saunavalmistajia Suomen markkinoilla ovat Iki-Kiuas Oy, Protec Oy:n osana toimiva Mondex-brändi ja Misa Oy, joiden liikevaihdot ovat käsityksemme mukaan alle 5 MEUR.

Harvian kannattavuus alan parasta

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

Historiallinen kehitys

Liikevaihto kasvoi koronavuosina uudelle tasolle

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

Vuosina 2016-2018 Harvian orgaaninen kasvu jäi hieman keskimääräisestä globaalin Sauna- ja Spa-markkinan kasvuvauhdista ollen vuositasolla 3-4 %. Arvioimme tämän johtuneen yhtiön merkittävästä altistumisesta hitaammin kasvavilla perinteisillä saunamarkkinoilla (Suomi, Skandinaavia ja Venäjä), mistä vielä vuonna 2018 tuli yli puolet yhtiön liikevaihdosta. Myös Harvian vahva alue, kiuasmarkkina, kasvaa tyypillisesti hieman koko markkinaa hitaammin. Yritysostojen, uusien tuotelanseerausten ja uusien jakelukanavien avaamisen myötä yhtiö on kuitenkin saanut laajennettua myyntiään maantieteellisesti, ja yhä suurempi osa liikevaihdosta tulee nykyään nopeammin kasvavilta saunamarkkinoilta. Tämä oli myös vuonna 2014 omistajaksi tulleen CapManin ja silloisen johdon luoma strategia, joka toimi hyvin.

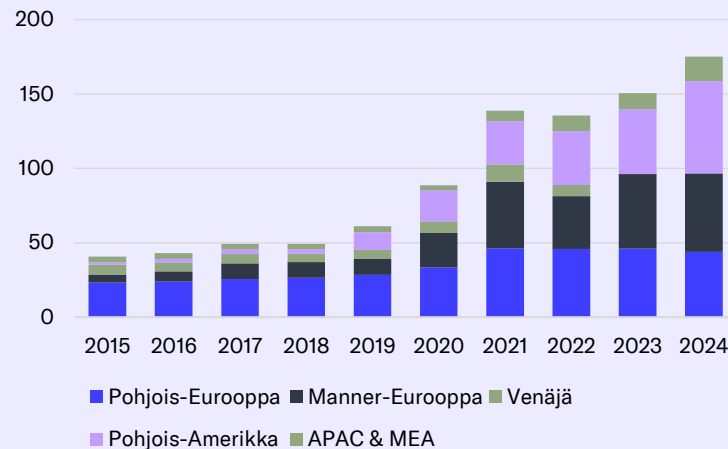
Yritysostojen tukemana kasvuvauhti oli kuitenkin sekä 2017 että 2019 noin 20 %, jonka jälkeen korona räjäytti kysynnän kattoon ja osittain yritysostojen tukemana kasvu oli 47 % ja 64 % vuosina 2020 ja 2021. Tahti jatkui kovana vielä Q1'22, mutta kokonaisuutena 2022 laski 4 % kysynnän heikennyttyä koronan tukeman kotoilubuumiin hiivuttua ja kuluttajien ostovoiman heikentyessä inflaation noustua. Vuonna 2023 laskua tuli 13 % tai ilman Venäjältä vetäytymisen vaikutusta 9 %. Kasvu kiihtyi 2024 lähelle 30 %:a yritysoston myötä, mutta orgaanisestikin yli 20 %:n Euroopan ulkopuolisten markkinoiden kasvaessa.

Kannattavuus on toimialan huippuluokkaa

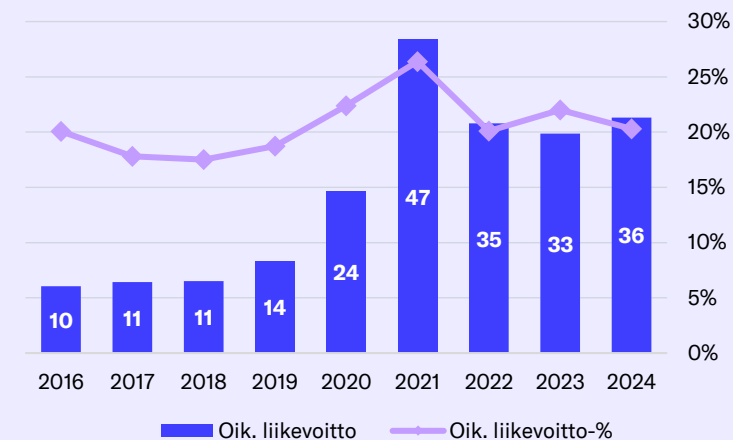
Harvian kannattavuus on toimialan huippua, ja se on ollut myös hyvin tasaista. Yhtiön erinomainen kannattavuus on jatkunut jo kymmeniä vuosia. Vuosina 2015-2018 Harvian oikaistu liikevoitto vaihteli kapealla vaihteluvälillä (10-11 MEUR) ja yhtiö ylsi keskimäärin 18,5 %:n oikaistuun liikevoittomarginaaliin. Vuonna 2019 oikaistu liikevoitto parani 13,9 MEUR:oon mm. AHS:n yritysoston seurauksena.

Vaikka Harvian ostamat yritykset ovat osittain olleet kannattavuudeltaan sen perinteisiä toimintoja heikompia, kannattavuuskehitys vuosina 2020-21 on ollut selkeästi nouseva. Tätä tuki luonnollisesti valtava myynnin kasvu, jonka ansiosta yhtiö on päässyt nauttimaan positiivisesta operatiivisesta vivusta ja arvioimme mukaan myös hyvästä hinnoittelusta, kun tuotteiden kysyntä on ollut kovaa. Harvia myös tehosti ja laajensi ostettujen yhtiöiden toimintaa, nostaen niiden marginaalia. Oikaistu liikevoittomarginaali nousi 2021 reilusti yli 20 %:n tavoitteen, ollen yli 26 %. Liikevaihdon laskusta huolimatta marginaali pysyi yli 20 %:ssa 2022 ja kohosi 22 %:iin 2023 tehostamistoimien ja parantuneen materiaalikatteen avulla. Vuonna 2024 oik. liikevoitto-% laski 20 %:n tasoon, kun Q4:n marginaalia painoivat USA:n hintavetoiset kampanjat. Myös kiinteiden kulujen vauhdikkaana jatkunut nousu painoi liikevoittomarginaalia, vaikka materiaalikate parani.

Liikevaihto markkinoittain (MEUR)



Oikaistu liikevoitto (MEUR)



Lähde: Harvia, 2015-2022 segmenttiliikevaihdot osin arvioita

Taloudellinen tilanne

Tase on liikearvoa lukuun ottamatta melko kevyt

Harvian taseen varat -puolella merkittävä erä on rakennejärjestelyistä ja yritysostoista syntynyt liikearvo ja muu aineeton omaisuus, joka kattaa lähes puolet taseesta. Yhtiön vahva kannattavuus huomioiden emme näe liikearvossa realistista alaskirjausriskiä lähiaikoina. Kuten edellä on käynyt ilmi, Harvian tuotantorakenne on melko kevyt ja aineelliseen omaisuuteen sitoutuu vain reilut 10 % taseesta. Merkittäviä eriä ovat käyttöpääoman varastot (~20 %) ja myyntisaamiset (~10 %). Harvialla oli myös paljon käteistä Q2'25 lopussa, joka vastasi yli 15 % taseen loppusummasta.

Velkapuolella yhtiön tase on varsin suoraviivainen. Osakepääomaa on noin 45 %, eli omavaraisuus on vahva, ja toisesta puolesta pääosan haukkaa pitkäaikainen korollinen velka (lähes 40 %). Ostovelat ovat vajaat 15 %, eli nettokäyttöpääomaa yhtiöllä on noin 15 % taseen loppusummasta tai reilut 20 % suhteessa liikevaihtoon.

Pääoman kierto on hyvä

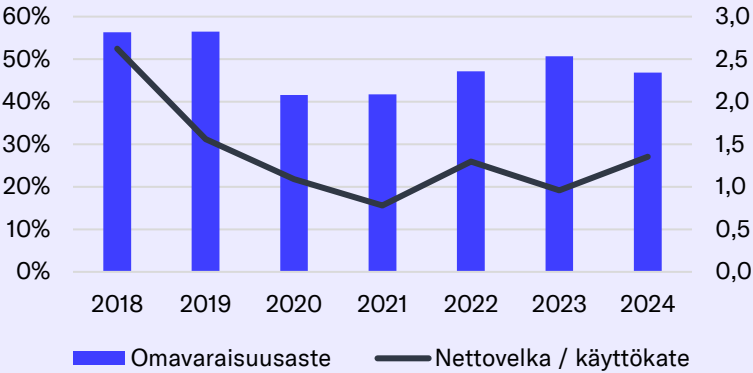
Kevyen taseen ansiosta yhtiön pääoman kierto on hyvä, etenkin jos pääomasta poistetaan liikearvo. Tällöin tarkastellaan käytännössä yhtiön operatiivisten varojen tuottavuutta. Tämän ja hyvän marginaalitason ansiosta yhtiö pystyy selvästi arvoa luovaan pääoman tuottotasoon (ROIC vajaat 20 %). Tulevina vuosina yhtiö pystyy kasvamaan ilman merkittäviä investointeja tuotantokapasiteettiin (joskin USA:ssa niitä tullaan ainakin tekemään), minkä pitäisi tehdä kasvusta hyvin kannattavaa pääoman tuoton ja kassavirran kannalta.

Hyvä tasetilanne mahdollistaa yritysostojen jatkamisen

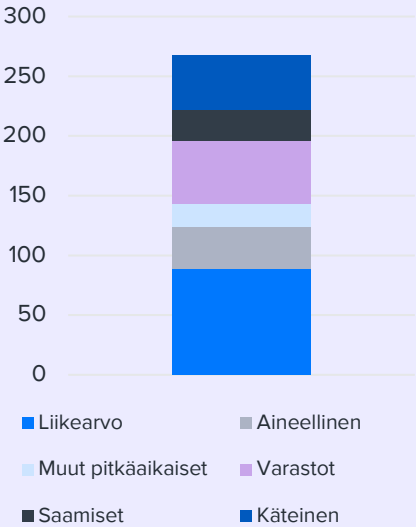
Yhtiön velkaantuneisuuden taloudellisena tavoitteena on säilyttää nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhde alle 2,5x. Harvia on onnistunut tässä tavoitteessa läpi pörssihistoriansa hyvin, ja suhde on ollut pääosin laskutrendillä. Q2'25:n lopussa suhdeluku oli jo 1,3x.

Yhtiö haluaa pitää taseessa liikkumavaraa yritysostoja varten, ja uskomme, että velkaisuus nousee aina kun yrityskauppa saadaan aikaan ja muutoin laskee tulokasvun ja kassavirran myötä. Koska yritysostot ovat tärkeä osa Harvian strategiaa, uskomme sen hyväksyvän taseen vahvistumisen lähes nettovelattomaksi ennen kuin voitonjakoa lisättäisiin merkittävästi. Harvia voisi ottaa tasetavoitteensa puitteissa noin 80 MEUR lisävelkaa. Historiaa katsoen ja arviomme mukaan mahdollisten yrityskauppojen koko mahtuu hyvin tämän määrän alle. Harvialla on myös mahdollisuus ylittää tilapäisesti tavoitetaso yrityskaupan yhteydessä. Ostettavan yrityksen tuloskontribuutio huomioiden velkamäärä voisi yritysostotilanteessa nousta enemmänkin. Emme kuitenkaan usko Harvian tähtäävän näin isoihin kauppoihin.

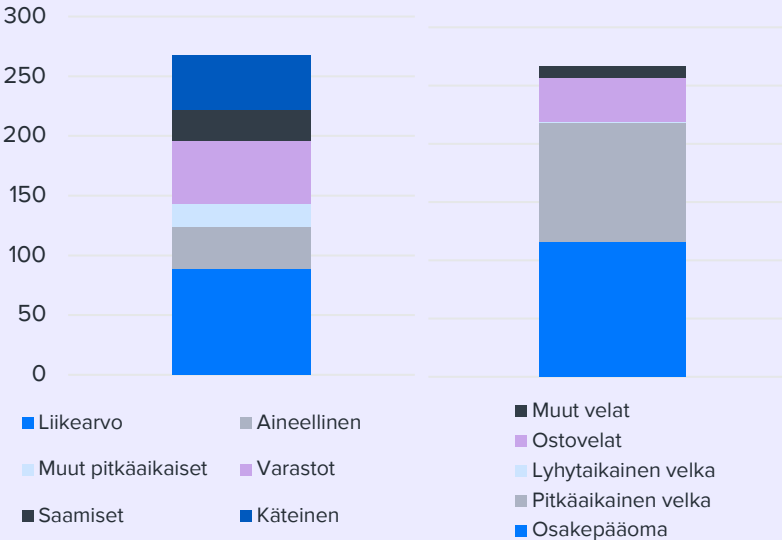
Taseen tunnusluvut



Taseen varat Q2'25 lopussa (MEUR)



Taseen velat Q2'25 lopussa (MEUR)



Lähde: Harvia

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

Harvian strategiset painopistealueet (julkistettu toukokuussa 2024)

Kokonaisvaltaisten saunakokemusten tarjoaminen

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

Strategisesti tärkeiden markkinoiden voittaminen

Markkina-aluekohtaiset tavoitteet:

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

Johtava asema kaikissa kanavissa

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

Ensiluokkaiset operatiiviset toiminnot ja erinomaiset osaajat

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

Inderesin kommentit Harvia painopistealueista

- Kokonaisvaltaisten ratkaisujen myynnin lisääminen on looginen tavoite, ja Harvia on osoittanut pystyvänsä hyvään marginaaliin laajentaessaan portfolioitaan
- Höyrysaunojen osuuden lisäämiseksi Harvia teki yritysoston, jonka näemme strategisesti erittäin hyvänä. Höyry- ja infrapunapuolen lisääminen vahvemmin yhtiön valikoimaan kasvattaa selvästi sen kasvumahdollisuuksia ja on siten mielestämme erittäin järkevä suunta
- Innovaatiot ovat osa minkä tahansa yhtiön toimintaa. Harvian markkinoilla tuotteet muuttuvat melko hitaasti, emmekä siten näe isojen innovaatioiden tuomista markkinoille kriittisenä Harvialle

- Yhtiö on selvästi sanonut, että maantieteellinen peitto on jo riittävä, ja nyt pitää keskittyä erityisesti niihin markkinoihin, joissa potentiaali on merkittävä – tämä on mielestämme hyvä
- Mielestämme yhtiön vahva brändi ja hyvät tuotteet tukevat laajentumismahdollisuuksia myös uudemmilla saunamarkkinoilla
- Yritysostojen ristiinmyynnin kehittämisellä voidaan mielestämme tukea myynnin kasvua, esim. höyry- ja ammattilaistuotteiden osalta
- Yritysostojen suhteen hyviä kohteita on kuitenkin rajallisesti, joten vaikka jatkossakin kauppvoja nähdään, ne voivat tulla harvakseltaan

- Suoran kuluttajakanavan vahvistaminen liittyy nähdäksemme tässä vaiheessa lähinnä USA:n markkinaan, jossa se on jo merkittävä osa yhtiön myynnistä. Pohjoismaita lukuun ottamatta myös muilla alueilla voisi mielestämme olla potentiaalia ottaa myyntikanava enemmän omiin käsiin
- Harvialla on joissain tuoteryhmissä, kuten perinteisissä kiukaissa, hyvinkin laaja tuotevalikoima, kun taas osassa markkinaa sillä on selvästi aukkoja. Tuotevalikoiman selkeyttäminen ja kohdentaminen oikeille markkinoille ja kanaviin kuulostaakin mielestämme hyvältä tavalta kehittää valikoimaa joutumatta kasvattamaan sitä oleellisesti

- Harvian tuotannon ja muunkin toiminnan tehokkuus on jo erinomaisella tasolla, mutta mm. integroimalla vahvemmin aiemmin ostettujen yritysten tuotantoa ja toimintaa näemme edelleen parantamisen varaa tälläkin saralla
- Jatkuva tehokkuuden parantaminen ja henkilöstöstä huolehtiminen kuuluu toki jokaisen yhtiön normaaliin tekemiseen
- Kapasiteetin kasvua uskomme yhtiön jatkavan etenkin vahvassa kasvussa olevassa Pohjois-Amerikassa, kun taas esim. Muuramen tehtaalta (perinteiset kiukaat ja saunat) on käsityksemme mukaan mahdollista tuottaa merkittävästi nykyistä suurempia volyymeja vain työvuoroja lisäämällä

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

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

Liikevaihdon vuotuinen kasvu keskimäärin 10 %

- Tavoite sisältää yrityskauppojen vaikutuksen
- Harvia uskoo kuitenkin markkinoiden kasvavan yli 5 % lähivuosina ja yhtiön jatkavan markkinaosuuden ottamista, jolloin orgaanisen kasvun pitäisi nousta lähelle 10 %
- Odotamme Harvian vuosien 2024-28 keskimääräisen kasvun olevan 10 % (CAGR), mitä tukee hieman viime vuonna tehty ThermaSol yrityskauppa, mutta orgaaninenkin kasvu on keskimäärin 9 % vuodessa

Oikaistu liikevoittoprosentti yli 20 %

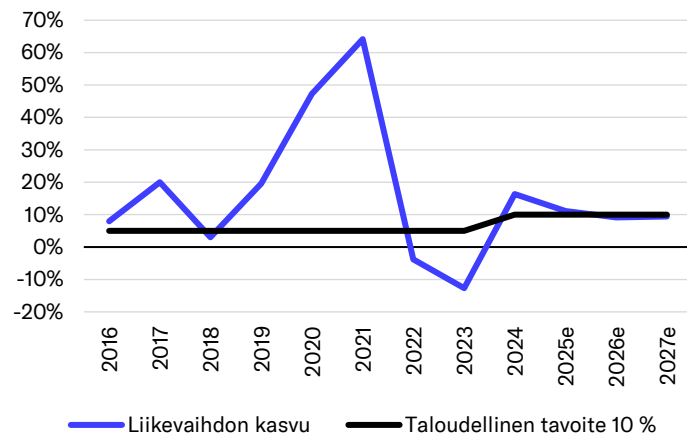
- Harvian kannattavuus on historiallisesti ollut tavoitteen molemmin puolin, viime vuosina sen yläpuolella. Uskomme Harvian pystyvän myös jatkossa tavoiteltuun marginaalitasoon
- Kasvu tukee operatiivisen vivun kautta kannattavuutta, mutta toisaalta kasvuun vaadittavat panostukset (kiinteiden kulujen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

Nettovelka / oikaistu käyttökate <2,5x

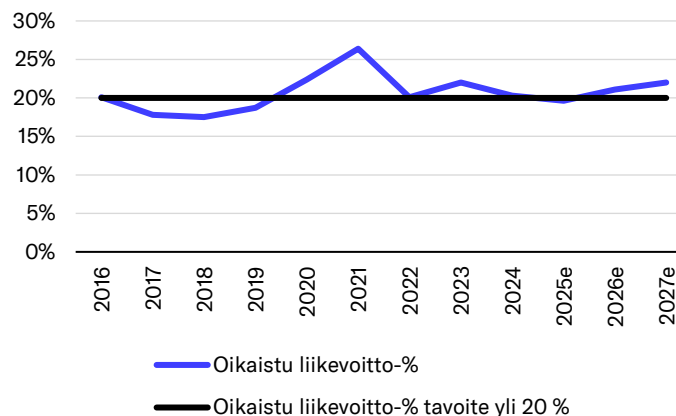
- Harvian kassavirta on vahva ja investointitarpeet pienehköjä eli normaalitilanteessa yhtiö pystyy lyhentämään hyvin velkaansa, ja sitä lisäävät lähinnä mahdolliset yritysostot
- Taso oli Q2'25:n lopussa 1,3x ja uskomme Harvian pysyvän tavoitteessa jatkossakin, sillä nykyinen tasetilanne jättää hyvin mahdollisuuksia uusille yritysostoille
- Emme ennusta yritysostoja, minkä vuoksi velkaisuus painuu lähivuosina kohti nollaa

Osinko: Harvian tavoitteena on maksaa säännöllisesti kasvavaa osinkoa kaksi kertaa vuodessa

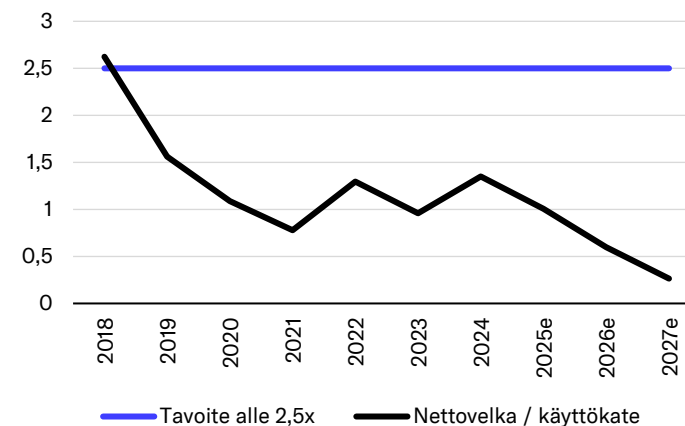
Liikevaihdon kasvutavoite



Liikevoitto-% tavoite



Nettovelka / oik. käyttökate tavoite



Harvian merkittävimmät yritysostot

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

Ennusteet 1/4

Ennustamme orgaanista kehitystä

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

Yhtiö ei julkaise ohjeistusta tai lyhyen aikavälin näkymiä

Harvia ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä eikä siten tulosta tai liikevaihto-ohjeistusta. Kuten aiemmin todettu, yhtiö on asettanut pitkän aikavälin tavoitteiksi keskimäärin 10 %:n vuotuisen liikevaihdon kasvun ja yli 20 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin. Yhtiö on korostanut marginaalitavoitteen olevan voimassa myös heikomman kysynnän aikana, joskin yksittäiset kvartaalit voivat jäädä joskus allekin. Tähän yhtiö on myös viime vuosina pääosin pystynyt.

Liikevaihto nousutrendille, mutta USA:n orgaaninen kasvu pysähtyi Q2:lla

Harvian liikevaihto kääntyi koronabuumin jälkeisen alamäen jälkeen nousuun Q4'23 ja kasvoi sen jälkeen 2024 orgaanisesti yli 10 % ja ThermaSol –kaupan tukemana yhteensä 16 %. Kasvua vetivät Pohjois-Amerikka ja APAC & MEA –segmentit, Euroopan ollessa edelleen vaisu.

Kasvu jatkui hyvänä myös Q1'25, mutta Q2'24 yhtiön orgaaninen kasvu jäi 2 %:iin ja orgaaninen kasvu USA:ssa käytännössä pysähtyi. Yhtiö selitti tätä mm. toimitusten ajoittumisella mutta myös heikommalla markkinalla.

Ennustamme liikevaihdon kuitenkin jatkavan nousutrendillä. Odotamme orgaanisen kasvun olevan Q3:lla noin 10 % ja

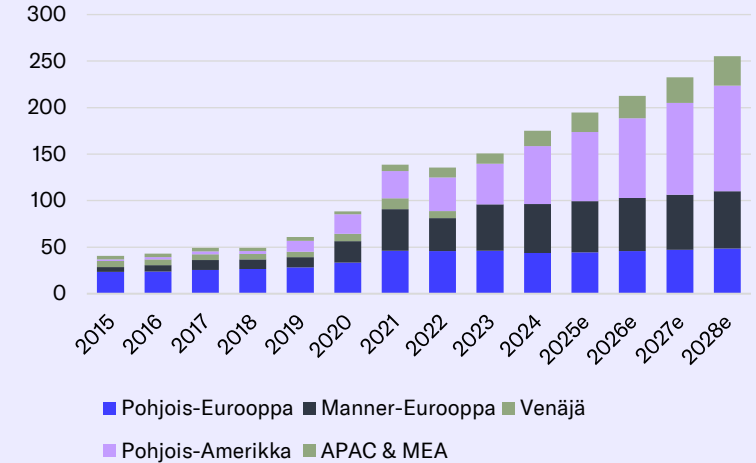
Pohjois-Amerikankin palautuvan kasvuun. ThermaSol –kauppa tukee vielä hieman Q3-lukuja, sillä kauppa toteutui viime vuoden heinäkuun lopussa. Q4:n osalta vastassa on liikevaihdon suhteen erittäin vahvat vertailuluvut, joita tuki kampanjamyynä Pohjois-Amerikassa. Toisaalta tämä myynti oli matalakatteista ja painoi selvästi Harvian Q4'24 marginaalia. Tämän takia odotamme Pohjois-Amerikan liikevaihdon jäävän vertailukauden tasoon Q4:llä, ja liikevaihdon laskukin on mahdollista. Odotamme Euroopan kääntyvän pieneen kasvuun loppuvuoden aikana, minkä lisäksi odotamme APAC & MEA –alueen kasvun jatkuvan hyvänä.

Koko vuodelle 2025 tämä tarkoittaa 11 %:n liikevaihdon kasvua tai orgaanisesti noin 9 % (ThermaSol –kauppa tukee, mutta heikompi USD painaa raportoituja lukuja). Koko vuodelta odotamme Euroopan liikevaihdon kasvavan hieman. Pohjois-Amerikassa odotamme yrityskaupan vauhdittamana 20 %:n kasvua parista heikommasta kvartaalista huolimatta ja APAC & MEA –alueelta puhtaasti orgaanisesti 25 %:n kasvua. Etenkin Euroopan ulkopuolella uskomme Harvian jatkavan markkinaosuuksien voittamista kilpailijoilta, mitä tukevat raportissa aiemmin mainitut kilpailuedut.

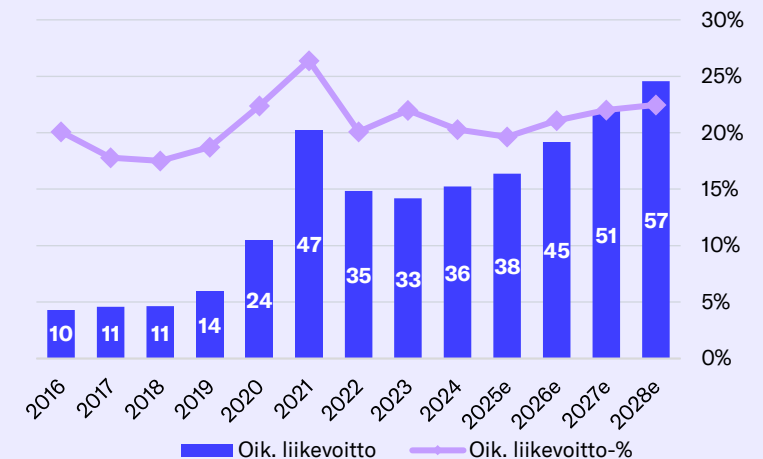
Vahvan kasvun vuosia edessä

Vuosina 2026-28 odotamme markkinoiden palautuvan noin 5 %:n trendikasvuun tai ajoittain sen ylikin, kuten Harvia itse odottaa. Uskomme myös Harvian jatkavan markkinaosuuksien ottamista, etenkin USA:ssa, jossa se pystyy yrityskaupan myötä ottamaan vahvemman aseman höyrytuotteissa ja pyrkii myös tuomaan enemmän infrapunatuotteita markkinoille.

Liikevaihto markkinoittain (MEUR)



Oikaistu liikevoitto (MEUR)



Lähde: Harvia, Inderesin ennusteet

Ennusteet 2/4

Vuodelle 2026 ennustamaamme 9 %:n (täysin orgaanista) kasvua vetävät edelleen Pohjois-Amerikka ja APAC & MEA –segmentit 15 %:n kasvulla. Toisaalta USA:n kulutuskysynnän yleinen kasvu ja siten myös saunamarkkinoiden kasvu on odotuksissamme lähitulevaisuudessa viime vuosien vauhtia maltillisempaa. Odottamamme kasvuvauhti tarkoittaa markkinaosuuksien kasvun jatkumista mitä tukee Pohjois-Amerikassa mm. höyryliiketoiminnan kasvu. Odotamme ensi vuonna myös Euroopan markkinoiden alkavan palautua viime vuosien heikolta tasolta ja Harvian kasvavan Euroopassa 3-4 %. Muut maat segmentissä etenkin Japani on jo nyt Harvialle tärkeä ja siellä yhteisyritys jakelukumppani Bergmanin kanssa tulee uskoaksemme tukemaan kasvua tulevinakin vuosina. Yhtiö on aiemmin sanonut tavoittelevansa Japanista Venäjän myynnin korvaajaa (joka oli ennen koronaa noin 6 MEUR / vuosi ja parhaimmillaan yli 10 MEUR) ja olevansa hyvässä vauhdissa tämän tavoitteen saavuttamisessa (koko APAC & MEA on ennusteellamme tänä vuonna reilut 20 MEUR).

Vuodelle 2027-28 ennustamme 10 %:n liikevaihdon kasvua eli edelleen tavoitteen mukaista hyvää vauhtia. Tätä vetää tuttuun tapaan Pohjois-Amerikan ja APAC & MEA –segmenttien kaksinumeroinen kasvu ja Euroopan markkinoiden pieni kasvu. Kasvuvauhti tarkoittaa odotuksiemme mukaan Harvian kasvavan kokonaisuutena hieman markkinoita nopeammin. Odotamme sen tapahtuvan etenkin Harvian tuotevalikoiman laajentuessa myös höyry- ja infrapunasaunoihin/tuotteisiin, joissa sen tarjonta on historiallisesti ollut vähäistä. Uskomme myös Harvian pystyvän valtaamaan nykyisiä markkinaosuuksiaan enemmän uudemmilla saunamarkkinoilla.

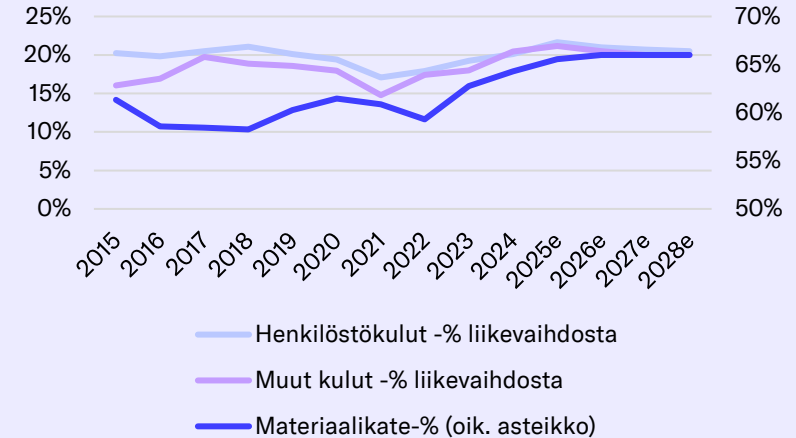
Liikevoittomarginaali pysyy tavoitteen mukaisella yli 20 %

tasolla

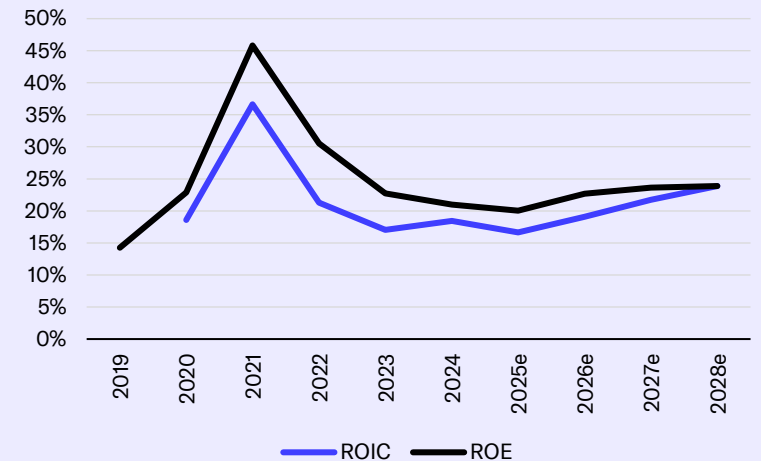
Harvian materiaalikate on historiallisesti (2015-2022) ollut 60 %:n tuntumassa. Viime vuosina materiaalikate on kuitenkin noussut yli 65 %:n tasoon ja viime tulospuhelussa yhtiö viittasi 65-67 %:n olevan tällä hetkellä tyypillinen materiaalikatetaso, vaikka kvartaaleissa voidaan nähdä isompaakin vaihtelua. Parantunutta katetasoa tukee Harvian kasvu Euroopan ulkopuolella, jossa tyypillisesti tuotteiden hinnat ja materiaali-/bruttokatteet ovat Eurooppaa ja etenkin Suomea korkeampia. Yhtiö pystyy myös hyvän markkina-aseman ja brändiensä ansiosta hinnoittelemaan tuotteensa hyvin ja tarvittaessa siirtämään kustannusten nousun hintoihin. Materiaalikatteen parantumista on tukenut myös tuotannon tehostuminen sekä tasoittuneet raaka-ainekulut. Liikevoittotasolla eri alueiden marginaaliero on käsityksemme mukaan pienempi, sillä kasvavat markkinat vaativat myös jatkuvia panostuksia kasvuun.

Tälle vuodelle ennustamme yli 65 %:n materiaalikatetta, jota tukee jo alkuvuonna saavutettu noin 66 %:n taso. Uskomme tason säilyvän suhteellisen vakaana noin 66 %:n tasolla myös 2026-28. Tätä voi tosin heiluttaa mahdolliset isommat kampanjat kuten 2024 nähtiin. Harvian mukaan markkinoilla ei ole ollut viime aikoina isoa hintapainetta eikä sillä ole tarvetta hintojen laskuun. Hintojen laskulla ei todennäköisesti pystyttäisi luomaan merkittävästi lisäkysyntää, joten se olisi arviomme mukaan pääosin pois yhtiön kannattavuudesta ja siten selkeä negatiivinen asia. USA:ssa uskomme tullien tuovan hintapainetta ylöspäin sekä Harvialle että kilpailijoille, jotka ovat tyypillisesti Harviaa riippuvaisempia tuontituotteista tai –komponenteista. Tämä tarjoaa Harvialle suhteellista etua USA:ssa.

Harvian kulu- ja katerakenne



Pääoman tuotot ovat hyviä



Lähde: Harvia, Inderes

Ennusteet 3/4

Vaikka Harvia on pystynyt pitämään liikevoittomarginaalinsa vahvana, kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon (kiinteät kulut tässä tapauksessa on kaikki henkilöstökulut + liiketoiminnan muut kulut) ovat nousseet viime vuodet. Tähän vaikuttaa yhtiön panostukset kasvuun eli esim. henkilöstön palkkaaminen ja IT-järjestelmiin investoiminen. Yhtiö on myös selvästi sanonut, että näitä panostuksia tullaan jatkamaan tulevina vuosina. Odotamme tässä suunnan kääntyvän ensi vuonna kasvun jatkuessa, mutta operatiivisen vivun jäävän lieväksi. Uskomme merkittävämmän operatiivisen vivun tuoman marginaaliparannuksen olevan todennäköistä vasta, jos yhtiön liikevaihdon kasvu ylittää sen 10 %:n tavoitteen. Tuotannon osalta henkilöstökulut joustavat jossain määrin myös ylöspäin, kuten aiemmin todettu.

Tälle vuodelle ennustamme oik. liikevoittomarginaalin olevan 19,6 %, pitkälti samaa tasoa kuin H1:llä. Tätä painaa hitaampi kasvu Q2:lla ja Q4:llä, kun kiinteät kulut jatkavat kasvua. Ensi vuodelle ennustamme hieman korkeampaa materiaalikatetta ja hieman matalampaa kiinteät kulut / liikevaihto –suhdetta. Näiden myötä oik. liikevoittomarginaali nousee noin 21 %:n tasolle. Uskomme kasvun tukevan pientä marginaaliparannusta 2027-29 kohti 23 %:n oik. liikevoittomarginaalia.

Osakekohtainen tulos ja osinko

Harvian velkaantuneisuus on ThermaSol-kaupan jälkeenkin varsin maltillista ja siten rahoituskulut kohtuullisen pieniä. Tänä vuonna rahoituskuluja nostaa USA:n dollarin heikentymisen aiheuttamat laskennalliset valuuttakurssitappiot ja ennustamme niiden olevan lähes 6 MEUR. Todelliset korkokulut ovat kuitenkin selvästi

matalammat ja ensi vuodelle ennustekin vain noin 3 MEUR:n rahoituskuluja. Tämän jälkeen rahoituskulut laskevat velan pienentyessä ennusteissamme. Veroprosentin odotamme olevan noin 24 % lähivuosina.

Ennusteissamme vertailukelpoinen osakekohtainen tulos nousee vain 2 % vuonna 2025 liikevoittomarginaali laskun ja rahoituskulujen nousun takia, mutta kasvu kiihtyy yli 20 %:iin vuonna 2026 ja on noin 15 % 2027-28 pa. Näin vuonna 2027 tehtäisiin selvästi kaikkien aikojen korkein osakekohtainen tulos (EUR 2,04 vs. 1,85 vuonna 2021).

Harvia on perinteisesti jakanut melko suuren osan voitostaan osinkoina. Vuoden 2021 osinkopäätöksen yhteydessä yhtiö poisti aiemman ”vähintään 60 % nettotuloksesta” tavoitteen osinkopolitiikastaan ja tavoittelee nyt ”vain” kasvavaa osinkoa. Tämän tukemana yhtiö mielestämme järkevästi laski osingonjakosuhdetta selvästi vuodelta 2021, mutta nosti kuitenkin absoluuttista osinkoaan. Tämän ansiosta uskomme, että Harvia on pystynyt jatkamaan osingon nostamista, vaikka tulos välillä laski. Osingonjakosuhte viime vuodelta oli terveellä vajaan 60 %:n tasolla, jonka uskomme yhtiön suunnilleen ylläpitävän myös tulevina vuosina. Tälläkin osingonjakosuhteella yhtiön velkaisuus vähenee reippaasti hyvän kassavirran ansiosta ja mahdollistaa siten myös uudet yritysostot.

Tase säilyy vahvana myös ennusteissa

Harvian nettovelka/käyttökate on karkeasti 1x –tasolla 2025 lopussa ja laskee sen jälkeen ennusteissamme nollaan 2028 loppuun mennessä. Harvialla on siis hyvin mahdollisuuksia uusiin yritysostoihin, joita se tavoittelee.

Mikäli ostokohteita ei löydy, tai jos ostot ovat pienehköjä, Harvia voisi optimoida taserakennettaan myös ylimääräisellä osingolla. Yhtiöllä näyttää kuitenkin olevan selkeä tähtäin jatkaa yritysostoja ja siten merkittävä osingonjaon kasvattaminen lähivuosina näyttää epätodennäköiseltä.

Korkea pääoman tuotto luo arvoa

Ennustamamme pääoman tuotot (sijoitetun pääoman tuotto ROIC ja oman pääoman tuotto ROE, ks. kuva ed. sivulla) lähivuosille liikkuvat Harvialle 15-25 %:n tasolla. Koska yhtiön kasvu vaatii vain vähän pääomia, pääoman kierto ja tuotto ovat tyypillisesti nousseet tuloksen kasvaessa. Tässä suhteessa näemme ainoana selkeänä riskinä, että Harvia sitoisi pääomia kalliiseen yrityskauppaan, joka heijastuisi myös matalampana pääoman tuottona.

Tulevien vuosien taseen vahvistuminen heikentää suhteellisesti jonkin verran oman pääoman tuottoja. Esim. käyttämällä varoja onnistuneisiin yritysostoihin ja/tai isompiin osinkoihin, voitaisiin oman pääoman tuottoa parantaa entisestään.

Ennusteet 4/4 - Ennustemuutokset

Lievästi alemmat marginaaliennusteet tuleville vuosille

Uskomme Harvian jatkavan edelleen panostamista organisaation rakentamiseen ja tulevan kasvun tukemiseen, mikä tarkoittaa kiinteiden kulujen jatkavan selvässä nousussa myös tulevina vuosina. Siten uskomme, että hyvästä liikevaihdon kasvusta ja korkeasta bruttomarginaalista huolimatta, Harvian operatiivinen vipu liikevoittomarginaaliin jää maltilliseksi tulevina vuosina. Uskomme kuitenkin edelleen oik. liikevoittomarginaalin nousevan lievästi tulevina vuosina nykyiseltä noin 20 %:n tasolta 22 %:iin vuonna 2027.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Tot.	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	195	195	0 %	212	212	0 %	233	233	0 %
Käyttökate	45,5	45,5	0 %	53,8	52,7	-2 %	62,6	59,8	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	38,8	38,8	0 %	45,8	44,8	-2 %	54,0	51,2	-5 %
Liikevoitto	38,2	38,2	0 %	45,5	44,5	-2 %	54,0	51,2	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,40	1,40	0 %	1,79	1,75	-2 %	2,15	2,04	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,85	0,85	0 %	1,00	1,00	0 %	1,20	1,20	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus 1/3 – Kasvu tukee tuotto-odotusta

Perinteiset arvostusmenetelmät toimivat hyvin

Harvia on profiililtaan kasvava ja hyvää tulosta tekevä laatu-yhtiö. Tämä mahdollistaa hyvin sekä DCF-mallin että tulospohjaisen arvostuksen hyödyntämisen arvonmäärittämisessä ja tekee myös osinkotuotosta ennustettavan. Korona ajan ripeän kasvun ja vuosien 2022-23 laskun jälkeen yhtiön liikevaihto- ja tulostrendi on taas selkeästi nousussa. Tuotto-odotuksessa katsomme lähivuosien tulos- ja kassavirtatasoja sekä niiden kasvua, osinkoja ja mahdollista arvostuskertoimien muutosta.

Odotamme Harvialta hyvää vuosittaista kasvua tästä vuodesta alkaen pitkälle 2030-luvulle asti ja yhtiö on osoittanut laatunsa / marginaalin pitävyyden myös haastavien 2022-23 vuosien aikana.

Vahva kasvupotentiaali houkuttelee

Arvostusmielessä vuodelle 2025 ennustamamme P/E noin 25x ja EV/EBIT 18x ovat mielestämme suhteellisen korkeita. P/E on 20x vuodelle 2026, kun taas EV/EBIT painuu 2026 15x –tasolle. Vaikka Harvian kertoimet ovat mielestämme lähivuosille suhteellisen korkeat, huomioimme että odotamme yhtiön tulospotentialin ja hyvän kassavirran painavan kertoimia alemmas vuosien kuluessa. Arvostus on Q2-raportin jälkeisen kurssilaskun myötä mielestämme taas hyväksyttävällä tasolla, kun huomioidaan vahvat kasvunäkymät sekä korkea pääoman tuotto.

Kertoimet ovat myös verrokkiryhmän keskimääräisten tasojen yläpuolella, minkä näemme perusteltuna yhtiön laadun ja kasvunäkymät huomioon. Emme myöskään näe ryhmän olevan suoraan rinnastettavissa Harviaan.

Tulospotentialin ja osingon kautta hahmoteltuna (eli olettaen

nykyarvostuksen säilyvän) pääsemme noin 15%:n tuotto-odotukseen. Tässä kannattaa lisäksi huomioida, että ennusteillamme Harvian nettovelka/käyttökate pysyy matalana (alle 1,5x), kun tavoite on olla alle 2,5x. Tämä mahdollistaa yhtiöltä joko suuremman voitonjaon tai yritysostot, jotka nähdäksemme tukevat tuotto-odotusta pidemmällä aikavälillä. Harvia pyrkii tekemään yritysostoja jatkossa ja sillä on niissä hyviä onnistumisia historiassa.

Eri arvostusmenetelmien summana arvioimme käyvän arvon haarukan Harvialle olevan noin 33-43 EUR, jossa alalaita kuvaa hyväksyttäviä kertoimia tämän vuoden tulokselle ja yllälaita DCF-arvoa lisätyinä onnistuneilla yrityskaupoilla.

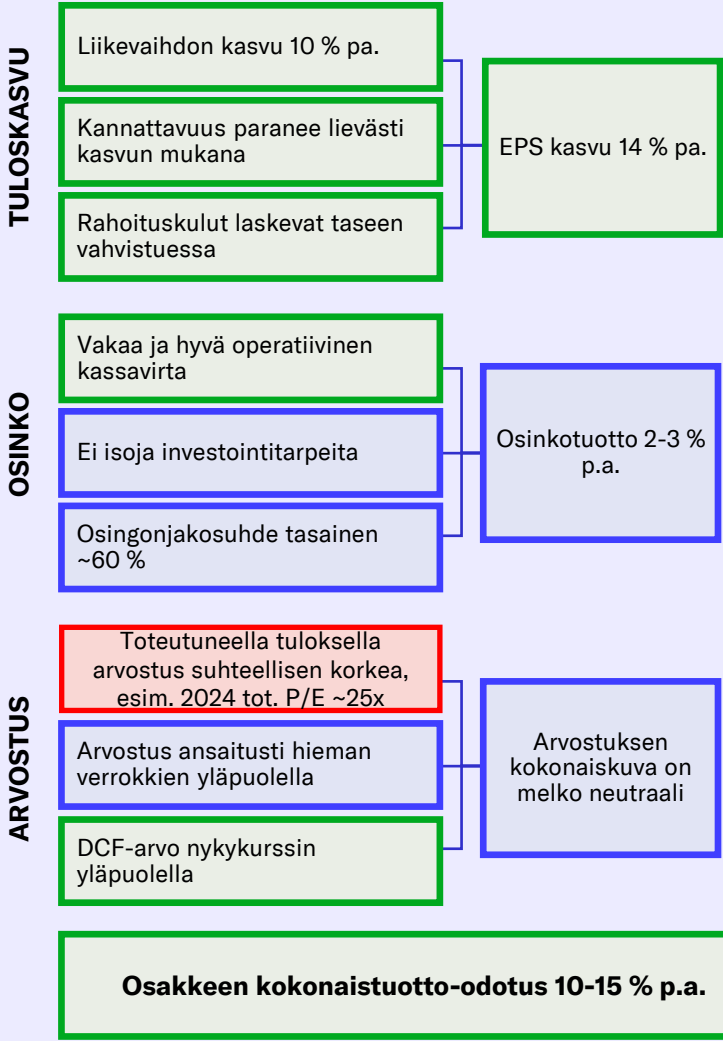
DCF-malli tarjoaa osakkeelle nousuvaraa

Vakaan toimialan, tasaisen kannattavuuden ja melko hyvin ennustettavan liiketoiminnan takia DCF-malli on mielestämme Harvialle relevantti arvonmäärittäminen. Edellä kuvattujen tarkempien ennustevuosien jälkeen ennustamme yhtiölle vuosina 2027-2033 liikevaihdon kasvun säilyvän 9 %:ssa ja liikevoittomarginaalin 23 %:ssa. Terminaalijaksen kasvuennustemme on 3 % ja liikevoittomarginaali 23 %.

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

Osaketuoton ajurit 2024-2027e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvostus 2/3

Tuottovaatimuksena (WACC) käytämme 8,8 %:n tasoa. Iso osa (noin 65 %) rahavirroista syntyy vasta vuoden 2034 jälkeen eli terminaalijaksolla. DCF-mallimme antaa Harvian velattomaksi arvoksi noin 850 MEUR, joka tarkoittaa osakepääoman arvoksi noin 770 MEUR eli noin 41 euroa osakkeelta.

Tulospohjainen arvostus hyväksyttävällä tasolla vuoden 2026 kertoimilla

Harvian EV/EBIT -arvostus on vuoden 2025 tuloksella noin 18x. Vuoden 2026 EV/EBIT on 15x, joka on mielestämme jo hyväksyttävällä tasolla (15-16x). Vuoden 2025 ollessa jo lopuillaan näemme perustelluksi katsoa vuoden 2026 kertoimia. Harvian historiallinen arvostus on heilunut voimakkaasti sillä pörssilistauksen alkuvuosina yhtiöllä ei ollut niin selvää kasvuprofiilia ja toisaalta korona-ajan rajun kasvun myötä kertoimet nousivat 2020-21 hyvin korkeiksi. Yhtiön yli 20 % pääoman tuottotasot ja kasvunäkymä huomioiden nykyinen arvostus on mielestämme hyväksyttävä. Myös hyvän kassavirran myötä nopeasti vahvistuva tase antaa mahdollisuuksia yritysostojen suhteen.

P/E-luvulla Harvia on hinnoiteltu vuoden 2025 tuloksella noin 25x, mikä tarkoittaa 4 %:n tulostuottoa. Hyväksyttäväksi tasoksi näemme noin 20x-tason, johon Harvia päättyy vuonna 2026. Absoluuttisten tulostulosten näkökulmasta arvostus on siis hyväksyttävällä tasolla ensi vuoden kertoimilla.

Harvia tarjoaa nykykurssilla ja 60% osingonjakosuhteella noin 2,5 %:n osinkotuoton. Arvioimme Harvian vapaan kassavirran olevan 30-35 MEUR lähivuosina, mikä nykykurssilla tarjoaa noin 5 %:n kassavirtatuoton. Koska uskomme Harvian pystyvän lähivuosina yli 10 % tuloskasvuun, tulee tuotto-odotukseksi tätä kautta noin 15 % p.a.

Arvostus perustellusti verrokkiryhmän yläpuolella

Harvialle on vaikea löytää pörssilistattuja samankaltaisia

verrokkiyhtiöitä, sillä relevanttia sauna/spa-alan vertailuyhtiötä ei käytännössä löydy. Olemme käyttäneet verrokkiryhmässä kansainvälisiä pörssiyhtiöitä, jotka muistuttavat kukin omien piirteidensä puolesta jotenkin Harviaa. Yhteisiä piirteitä voi löytyä samasta maantieteellisestä liiketoiminta-alueesta, samankaltaisesta tuotanto- ja jakelustrategiasta, kasvu- ja kannattavuusprofiileista jne. Verrokkiyhtiöt ja niiden kertoimet on listattu sivulla 35.

Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT vuodelle 2025 on 16 ja P/E noin 18x. Sekä vuosien 2024 että 2025 luvuilla Harvian arvostus on EV/EBIT-luvulla 10-15 % ja P/E-luvulla 30-40 % verrokkiryhmää korkeampi. Verrokkiryhmän eroista johtuen sen arvostus ei mielestämme ole suoraan sovellettavissa Harviaan. Näemme jonkinlaisen preemioarvostuksen perusteltuna Harvian korkean pääoman tuoton, hyvät kasvunäkymät ja suhteellisen tasaisen marginaaliprofiilin huomioiden.

Pörssin ulkopuolelta Harvian kilpailijan Sauna 360:n myynti USA:laiselle Mascolle heinäkuussa 2023 tarjoaa yhden kulman arvostukseen. Kaupan EV/liikevaihto -kerroin oli 2022 luvuilla 1,5x ja EV/EBIT -kerroin noin 14x, kun Harvian vastaavat luvut (vuodelle 2025) ovat ~3,6x ja 18x. Harvian selvästi korkeampi EV/liikevaihto-luku johtuu paremmasta kannattavuudesta. Kaupan arvostustaso on EV/EBIT-luvullakin selvästi Harvian nykyistä arvostusta matalampi. Alalla tapahtui 23/24 vuoden vaihteessa myös toinen kauppa kun USA:lainen Kohler osti Harvian kilpailijan Klafsin. Tämän kaupan lukuja ei ole kuitenkaan näkynyt julkisuudessa. Uskomme Harvian olevan myös mahdollinen ostokohde Mascon ja Kohlerin tapaisille isoille toimijoille, mutta nykyinen arvostus asettaa hinnan jo korkealle mahdollista ostotarjousta ajatellen.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	35,2	35,2	35,2
Osakemäärä, milj. kpl	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo	656	656	656
Yritysarvo (EV)	708	693	676
P/E (oik.)	24,9	20,1	17,3
P/E	25,5	20,3	17,3
P/B	4,9	4,3	3,9
P/S	3,4	3,1	2,8
EV/Liikevaihto	3,6	3,3	2,9
EV/EBITDA	15,5	13,1	11,3
EV/EBIT (oik.)	18,2	15,5	13,2
Osinko/tulos (%)	61,6 %	57,7 %	58,9 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,8 %	3,4 %

Lähde: Inderes

Arvostus 3/3

Aiemmat yritysostot näyttävät onnistuneilta

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

EOS-kauppa vaikuttaa nykytietojen valossa niin ikään hyvältä, mutta ei niin selvästi arvoa luovalta kuin kaksi aiempaa. Korona-ajan kysyntähuipussa ostetun kylpytynnyrivalmistaja Kiramin osalta kaupan ajoitus ei selvästikään ollut paras mahdollinen, ja yhtiön liikevaihto ja tulos ovat heikentyneet 2022-24 selvästi, liiketuloksen valahtaessa viime vuonna tappiolle. Vaikka kauppahinta oli hyvin pieni Kiramin korona-ajan vahvaan tulokseen nähden, kauppa näyttää tämänhetkisen tilanteen valossa epäonnistuneen luomaan arvoa. Tuoreimman ThermaSol-kaupan osalta arviointi on luonnollisesti ennenaikaista, mutta yhtiön hinta ja strateginen sopivuus huomioiden, uskomme senkin olevan Harvialle arvoa luova ostos.

Näemme yritysostot mahdollisuutena

Näemme kokonaisuutena Harvian yritysostojen olleen onnistuneita, ja siten yhtiöllä on myös jatkossa mahdollisuus

luoda niillä arvoa. Kuten aiemmin mainitsimme, tuotekategorian täydennykset etenkin infrapunapuolella olisivat mielestämme loogisimpia kohteita mahdollisille yritysostoille. Toki myös saunavalmistuspuolet vahvempi integrointi Almost Heaven Saunas –kaupan tyyliin olisi loogista Harvian strategian kannalta.

Infrapunasaunoissa pääosa merkittävistä toimijoista on ulkoistanut saunojen tuotannon jolloin erottautuminen/tehostaminen sillä puolella on vaikeaa. Infrapunasaunojen myyntiargumentit ja tuotteiden käyttö poikkeavat myös jonkin verran Harvian nykyisestä tuoteportfoliosta. Toisaalta Harvialla on jo omaa infrapunaosaamista yhtiössä. Infrapunan osalta suorat synergiat ja tehostamismahdollisuudet olisivatkin mielestämme pienempiä kuin esim. Sentiotec- tai Almost Heaven Saunas -kaupoissa. Näissä Harvia toi omaa osaamistaan ostettaviin yrityksiin ja toisaalta sai vahvempaa jalansijaa kyseisten yhtiöiden markkinoilta, mikä johti ostettujen yhtiöiden selvään parantumiseen. Harvialla ei ole mielestämme tuotantokapasiteetin suhteen tarpeita (etenkään Euroopassa), joita yritysostolla voisi täyttää.

Voimme karkeasti arvioida mahdollisten tulevien yritysostojen vaikutusta, vaikka kauppajen ajoituksen, koon ja hinnan arviointi onkin käytännössä mahdotonta. Nykyisillä korkeilla arvostuskertoimilla Harvian on helppo tehdä arvoa luovia kauppia, jos ajatellaan, että markkina arvostaa ostetut yritykset osana Harviaa samalla kertoimella kuin Harvian osakkeen tällä hetkellä. Fundamentaalisempi tapa on laskea yritysostot mukaan DCF-malliimme. Tässä skenaariossa oletamme, että Harvia tekisi vuosien 2026, 2028 ja 2030 lopussa noin 50 MEUR:n arvoiset yrityskaupat, joilla se

hankkisi 20 MEUR liikevaihtoa (EV/liikevaihto 2,5x) ja jotka yltaisivät Harvian keskimääräiseen kannattavuuteen (yksinkertaisuuden vuoksi heti alusta alkaen, mikä käytännössä tuskin toteutuisi). Näillä oletuksilla DCF-arvomme nousisi noin 2 euroa/osake. Jos orgaaninen kasvu nopeutuisi lisäksi 1 %-yksikköä vuodessa vuosina 2028-33 välillä näiden ansiosta DCF-arvoon tulisi toiset 2 euroa osakkeelta lisää.

Pidemmän aikavälin tuotto-odotus kohtuullinen

Uskomme Harvian pysyvän lähes 10 %:n kasvu-uralla pitkälle 2030-luvulle. Orgaanisesti ennuste on pitkälti yrityksen tavoitteen mukainen. Uskomme, että tavoitteen mukainen yli 20 %:n liikevoittomarginaali on saavutettavissa jatkossakin, joskaan ei parhaimmillaan nähtyä yli 25 %:n tasoa. Marginaali pysyy siis melko ennallaan, jolloin keskipitkän aikavälin tulokasvuodotus muotoutuu liikevaihdon kasvun tasoon eli 5-10 % pa. Kun siihen lisätään noin 2-6 %:n osinkotuotto, kokonaistuotoksi muodostuu yli 10 % eli tuottovaatimustamme korkeampi taso. Pidemmälläkin aikavälillä tuotto on siis kohtuullisen hyvä.

Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi

Harvian liiketoiminta on pitkälti taksonomian ulkopuolella

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

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

Taksonomia ei tuo nähdäksemme vaikutuksia liiketoimintaan

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

Ilmastotavoite omien toimintojen päästöihin liittyvä

Harvian neljästä vastuullisuustavoitteesta yksi on ekologisen jalanjäljen minimoiminen eli konkreettisemmin oman toiminnan hiilineutraalius vuoteen 2030 mennessä. Tämä toteutetaan mm. päästöttömään sähköön siirtymisellä. Vuonna 2020

päästöttömän sähkön osuus oli 68 % ja 2024 76 %.

Harvian päästöt (scope 1 & 2) kasvoivat merkittävästi vuosina 2020-21, kun voimakas kysyntä kasvatti sen tuotantovolyymejä ja yhtiö laajentui myös yritysostoin. Harvian historiallisesti raportoimat luvut eivät tosin ole vertailukelpoisia muuttuneen laskentatavan vuoksi. Vuoteen 2021 nähden päästöt olivat 5 % matalammalla, mutta päästöt nousivat 2024 edellisvuoteen nähden peräti 30 %. Päästöjen kasvuun vaikutti tuotannon kasvu USA:ssa ja Kiinassa, joissa käytetään fossiilisia polttoaineita.

Harvia ei ole julkistanut kovin tarkasti, miten hiilineutraaliuteen ylletään, eikä tavoitteita tai keinoja ole validoitu ulkopuolisella toimijalla. Scope 3 päästöjä Harvia ei ole raportoinut.

Taksonomiakelpoisuus	2023	2024
Liikevaihto	4%	4%
OPEX	1%	1%
CAPEX	6%	1%

Taksonomian mukaisuus	2023	2024
Liikevaihto	4%	4%
OPEX	0%	0%
CAPEX	1%	5%

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

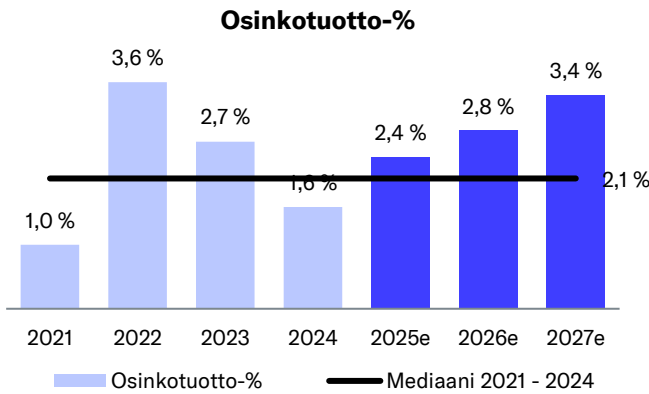
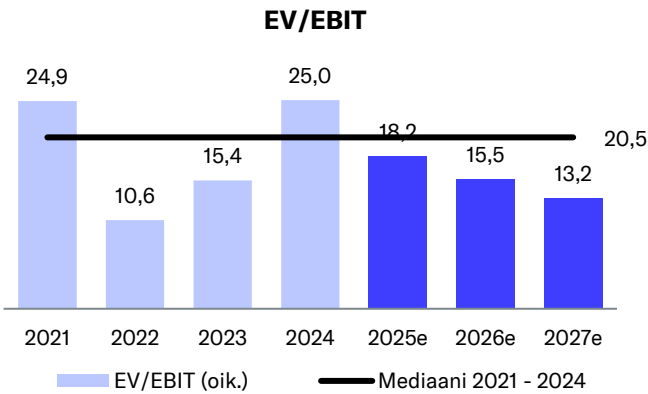
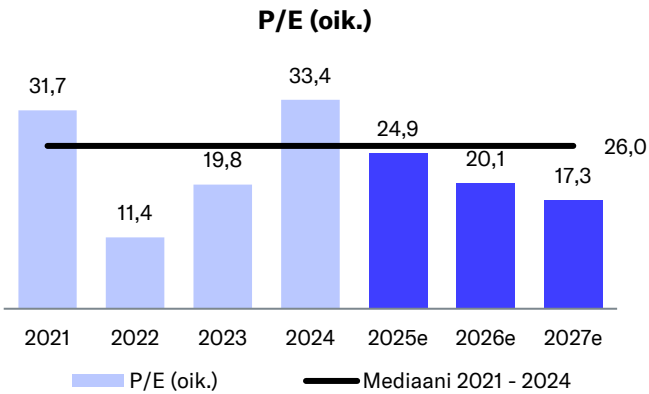
Aloitamme kestävyysarviointien näkyvyyden lisäämisen ilmastotavoitteen ja taksonomiavaikutusten arvioinnista, koska näkemyksemme mukaan niiden merkitys yhtiön arvon muodostumiseen on tällä hetkellä keskimäärin selkein. Näkyvyyttä muihin tekijöihin pyritään lisäämään vaiheittain. Analyytikko huomioi kaikkien kestävyysseikkojen vaikutuksen yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliin sekä riskiin (ts. tuottovaatimukseen) osana sijoitusnäkemyksen muodostumista.

Huom. Taksonomiakelpoisuus-% on esitetty taulukossa ilman taksonomian mukaisia toimintoja

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	24,5	58,7	17,7	25,5	46,1	35,2	35,2	35,2	35,2
Osakemäärä, milj. kpl	18,6	18,6	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo	457	1091	330	476	860	656	656	656	656
Yritysarvo (EV)	503	1181	388	518	926	708	693	676	660
P/E (oik.)	26,0	31,7	11,4	19,8	33,4	24,9	20,1	17,3	15,2
P/E	29,5	32,4	12,2	20,4	35,6	25,5	20,3	17,3	15,2
P/B	6,9	13,5	3,4	4,4	7,0	4,9	4,3	3,9	3,4
P/S	4,2	6,1	1,9	3,2	4,9	3,4	3,1	2,8	2,6
EV/Liikevaihto	4,6	6,6	2,3	3,4	5,3	3,6	3,3	2,9	2,6
EV/EBITDA	18,8	22,5	9,2	13,2	21,8	15,5	13,1	11,3	10,0
EV/EBIT (oik.)	20,5	24,9	10,6	15,4	25,0	18,2	15,5	13,2	11,5
Osinko/tulos (%)	61 %	33 %	44 %	55 %	58 %	62 %	58 %	59 %	60 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	1,0 %	3,6 %	2,7 %	1,6 %	2,4 %	2,8 %	3,4 %	3,9 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Thule Group AB	2287	2656	17,6	15,1	14,3	13,2	2,8	2,7	22,2	18,5	3,5	4,1	3,3
Nobia AB	302	748	35,9	15,4	8,7	6,3	0,8	0,8		15,4			0,8
Dometic Group AB	1483	2605	14,3	11,2	8,8	7,6	1,3	1,3	13,7	9,6	2,8	3,7	0,7
Nokian Tyres plc	1098	1962	32,5	17,0	9,1	7,3	1,4	1,3	25,7	15,4	3,7	4,1	0,9
Rapala VMC Oyj	47	136	14,4	12,8	6,5	6,5	0,6	0,6				0,8	0,4
Husqvarna AB	2721	3643	11,5	9,9	6,2	5,7	0,8	0,8	13,8	11,6	3,9	5,2	1,2
Inwido AB	956	1097	13,1	11,6	9,3	8,5	1,3	1,2	17,5	15,1	3,5	3,7	1,8
Nibe Industrier AB	6766	8607	21,8	18,3	14,8	12,9	2,3	2,2	28,6	21,4	1,3	1,6	2,3
Technogym SpA	2873	2797	19,3	17,0	13,7	12,4	2,8	2,6	27,0	23,9	2,4	2,7	8,3
Rockwool A/S	6623	6344	10,1	9,7	7,1	6,8	1,6	1,6	14,0	13,1	2,5	2,6	2,0
Kingspan Group PLC	13005	15437	16,9	15,1	12,8	11,5	1,7	1,6	18,8	16,5	0,8	0,9	2,8
Electrolux AB	1347	4203	13,6	9,5	5,1	4,4	0,4	0,3	12,3	5,8	2,3	8,0	1,3
De' Longhi SpA	4714	4506	9,6	9,1	7,5	7,1	1,2	1,2	13,8	13,0	3,3	3,2	2,3
Tulikivi	26	33	16,7	16,7	8,4	6,7	1,0	1,0	43,6	14,5	2,3	4,6	1,4
Harvia (Inderes)	656	708	18,2	15,5	15,5	13,1	3,6	3,3	24,9	20,1	2,4	2,8	4,9
Keskiarvo			17,7	13,5	9,4	8,3	1,4	1,4	20,9	14,9	2,7	3,5	2,1
Mediaani			15,6	13,9	8,7	7,2	1,3	1,3	18,2	15,1	2,6	3,7	1,6
Erotus-% vrt. mediaani			17 %	11 %	78 %	83 %	176 %	160 %	37 %	33 %	-8 %	-22 %	212 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	151	42,4	43,2	38,7	50,9	175	52,0	47,2	42,9	52,5	195	212	233	255
Pohjois-Eurooppa	0,0	11,7	11,6	9,6	10,9	43,8	11,9	11,5	10,2	11,0	44,6	45,9	47,3	48,7
Manner-Eurooppa	0,0	13,6	12,7	11,5	14,9	52,7	14,5	12,7	12,0	15,5	54,7	56,9	59,2	61,5
Pohjois-Amerikka	43,5	13,7	14,7	13,5	20,1	62,0	21,8	16,6	15,8	20,2	74,4	85,6	98,4	113
APAC & MEA	11,0	3,4	4,2	4,1	5,0	16,7	3,8	6,4	4,9	5,8	20,9	24,0	27,6	31,7
Käyttökate	39,3	11,5	10,5	10,1	10,4	42,4	13,8	9,4	9,1	13,2	45,5	52,7	59,8	66,1
Poistot ja arvonalennukset	-6,3	-1,6	-1,6	-1,8	-2,0	-7,0	-1,9	-1,8	-1,8	-1,8	-7,3	-8,3	-8,6	-8,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	33,7	10,1	9,4	8,9	8,7	37,1	11,9	8,2	7,3	11,4	38,8	44,8	51,2	57,3
Liikevoitto	33,0	9,9	8,9	8,3	8,4	35,5	11,9	7,6	7,3	11,4	38,2	44,5	51,2	57,3
Nettorahoituskulut	-3,5	-0,1	-1,0	-1,5	-1,0	-3,6	-1,4	-2,2	-1,0	-1,0	-5,6	-3,0	-2,5	-2,0
Tulos ennen veroja	29,5	9,8	7,9	6,8	7,4	31,8	10,5	5,4	6,3	10,4	32,6	41,5	48,7	55,4
Verot	-6,3	-2,3	-2,0	-1,3	-2,0	-7,6	-2,3	-1,1	-1,4	-2,3	-7,0	-9,1	-10,7	-12,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	23,3	7,5	5,8	5,5	5,4	24,2	8,2	4,4	4,9	8,1	25,6	32,4	38,0	43,2
EPS (oikaistu)	1,28	0,41	0,34	0,32	0,31	1,38	0,44	0,27	0,26	0,43	1,40	1,75	2,04	2,31
EPS (raportoitu)	1,25	0,40	0,31	0,29	0,29	1,30	0,44	0,23	0,26	0,43	1,38	1,73	2,04	2,31

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-12,7 %	2,5 %	20,6 %	14,0 %	29,2 %	16,4 %	22,6 %	9,3 %	10,9 %	3,1 %	11,1 %	9,2 %	9,5 %	9,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-7,6 %	8,4 %	18,0 %	29,5 %	-9,4 %	9,9 %	17,8 %	-12,7 %	-17,2 %	30,8 %	4,7 %	15,3 %	14,3 %	12,0 %
Käyttökate-%	26,1 %	27,1 %	24,2 %	26,0 %	20,4 %	24,2 %	26,5 %	19,9 %	21,3 %	25,1 %	23,4 %	24,8 %	25,7 %	25,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	22,4 %	23,8 %	21,8 %	22,9 %	17,1 %	21,2 %	22,9 %	17,4 %	17,1 %	21,7 %	19,9 %	21,1 %	22,0 %	22,5 %
Nettotulos-%	15,5 %	17,7 %	13,5 %	14,1 %	10,6 %	13,8 %	15,8 %	9,2 %	11,5 %	15,4 %	13,1 %	15,2 %	16,3 %	16,9 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	115	146	146	146	145
Liikearvo	73,4	91,1	91,1	91,1	91,1
Aineettomat hyödykkeet	8,7	16,9	17,1	17,3	17,5
Käyttöomaisuus	29,4	36,3	36,0	36,0	35,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	2,4	1,0	1,0	1,0	1,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Vaihtuvat vastaavat	99,4	119	92,0	98,3	108
Vaihto-omaisuus	35,5	49,2	48,6	51,0	55,8
Muut lyhytaikaiset varat	4,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Myyntisaamiset	18,7	22,3	25,3	27,6	30,2
Likvidit varat	40,6	46,4	17,5	19,1	20,9
Taseen loppusumma	214	265	238	245	253

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	109	124	136	152	172
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	75,1	86,8	98,6	115	134
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	32,4	35,9	35,9	35,9	35,9
Vähemmistöosuus	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Pitkäaikaiset velat	80,8	111	69,1	56,3	37,8
Laskennalliset verovelat	1,2	2,7	2,7	2,7	2,7
Varaukset	2,0	2,8	2,8	2,8	2,8
Korolliset velat	77,4	103	60,6	47,8	29,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	3,0	3,0	3,0	3,0
Lyhytaikaiset velat	24,7	29,3	33,2	36,1	43,6
Korolliset velat	0,8	1,0	2,7	2,8	7,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	18,0	26,4	29,2	31,9	34,9
Muut lyhytaikaiset velat	5,9	1,9	1,4	1,4	1,4
Taseen loppusumma	214	264	238	245	253

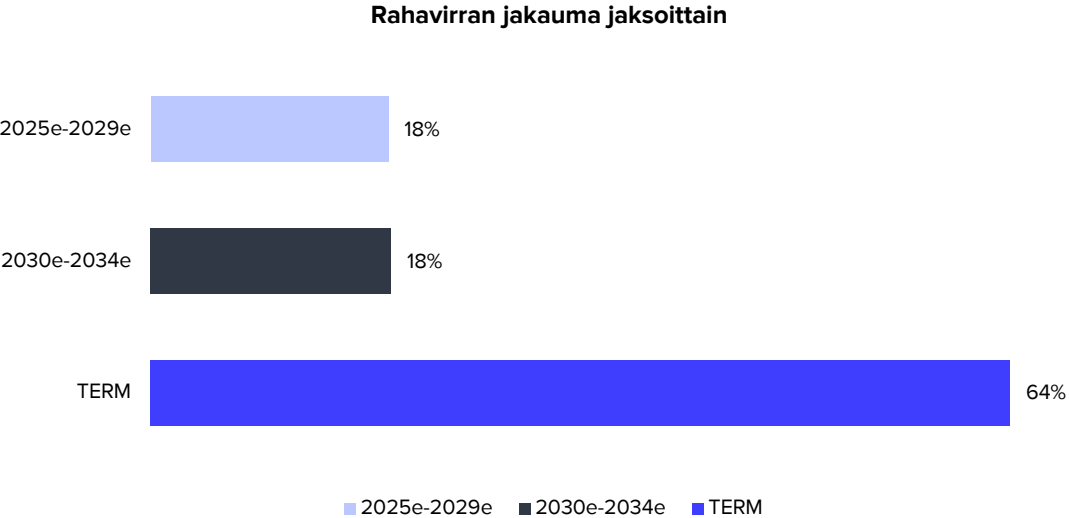
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	16,4 %	11,1 %	9,2 %	9,5 %	9,8 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	20,2 %	19,6 %	20,9 %	22,0 %	22,5 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %
Liikevoitto	35,5	38,2	44,5	51,2	57,3	64,0	69,7	76,0	82,9	90,3	93,0	
+ Kokonaispoistot	7,0	7,3	8,3	8,6	8,8	8,7	8,6	8,7	8,3	8,9	9,5	
- Maksetut verot	-5,9	-6,9	-9,1	-10,7	-12,2	-13,9	-15,3	-16,7	-18,2	-19,9	-20,5	
- verot rahoituskuluista	-0,9	-1,2	-0,7	-0,6	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-8,9	-0,2	-2,0	-4,4	-5,0	-5,1	-5,5	-6,0	-6,5	-7,1	-2,6	
Operatiivinen kassavirta	26,7	37,3	41,0	44,2	48,5	53,5	57,5	62,0	66,4	72,2	79,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-38,4	-7,2	-8,5	-7,9	-8,5	-8,5	-9,3	-10,1	-11,0	-12,0	-12,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-8,1	30,1	32,5	36,3	39,9	45,0	48,2	51,9	55,4	60,2	67,5	
+/- 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	-8,1	30,1	32,5	36,3	39,9	45,0	48,2	51,9	55,4	60,2	67,5	1191
Diskontattu vapaa kassavirta		29,5	29,3	30,0	30,4	31,4	30,9	30,6	30,0	30,0	30,9	545
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		848	819	789	759	729	697	667	636	606	576	545
Velaton arvo DCF		848										
- Korolliset velat		-104										
+ Rahavarat		46										
-Vähemmistöosuus		-6										
-Osinko/pääomapalautus		-14										
Oman pääoman arvo DCF		771										
Oman pääoman arvo DCF per osake		41,3										

Pääoman kustannus (WACC)

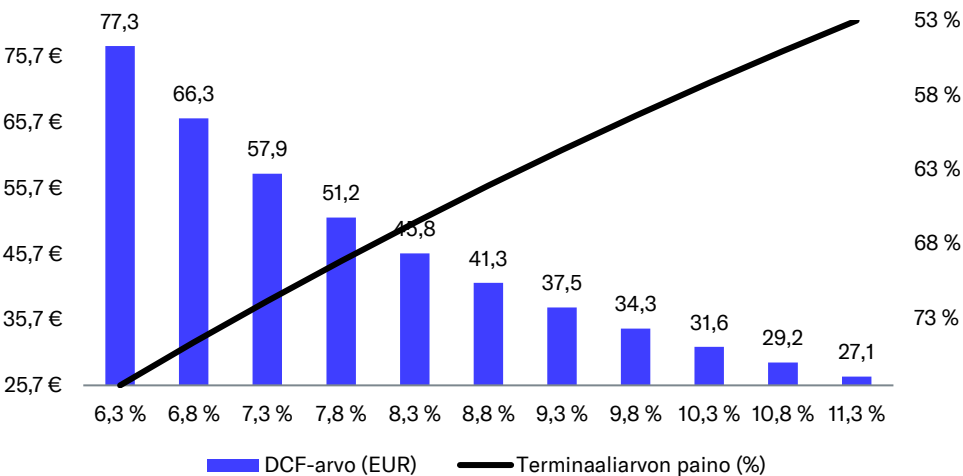
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,5
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

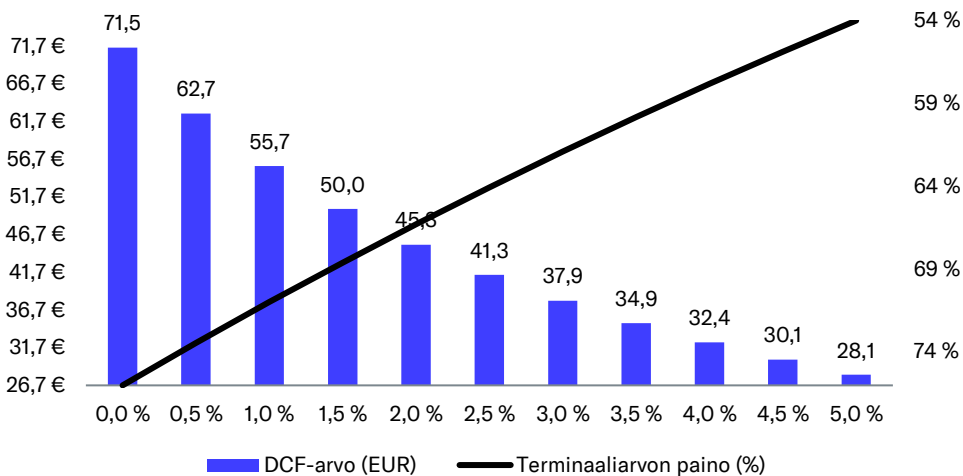


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

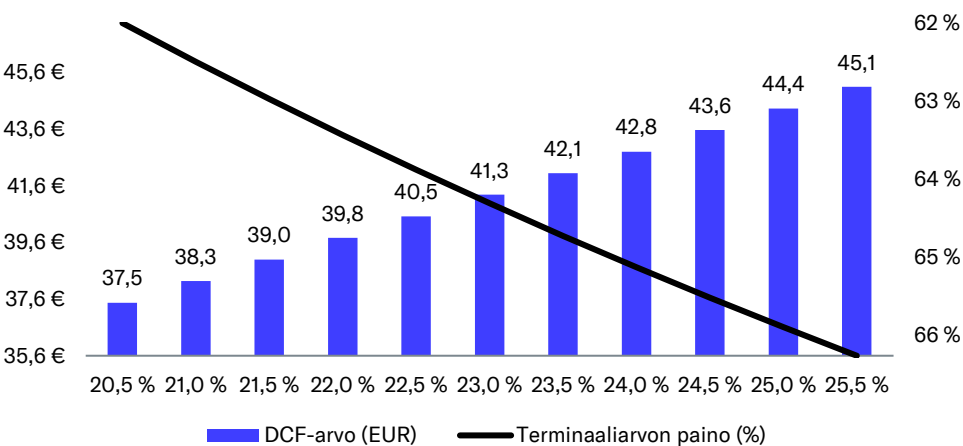
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



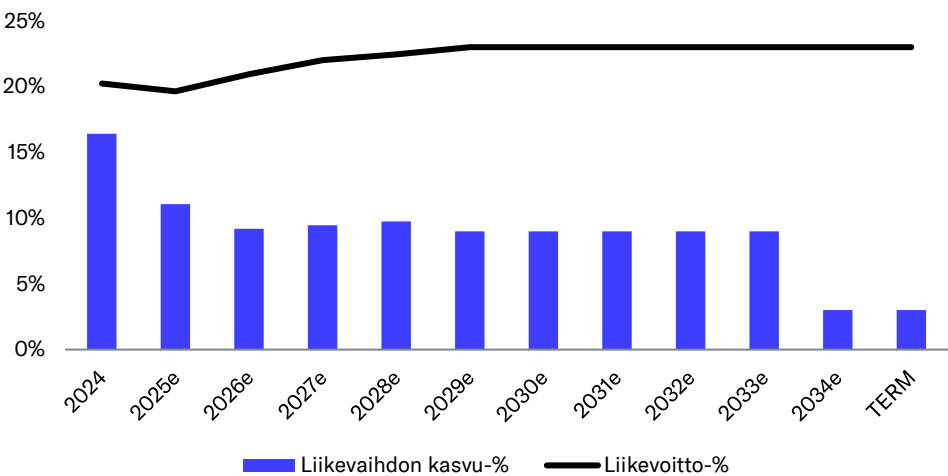
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	172,4	150,5	175,2	194,6	212,4
Käyttökate	42,2	39,3	42,4	45,5	52,7
Liikevoitto	34,7	33,0	35,5	38,2	44,5
Voitto ennen veroja	36,8	29,5	31,8	32,6	41,5
Nettovoitto	27,1	23,3	24,2	25,7	32,4
Kertaluontoiset erät	-1,8	-0,7	-1,6	-0,6	-0,3

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	208,7	214,3	264,6	238,0	244,5
Oma pääoma	98,4	108,7	124,0	135,7	152,2
Liikearvo	73,4	73,4	91,1	91,1	91,1
Nettovelat	54,6	37,6	57,3	45,8	31,5

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	42,2	39,3	42,4	45,5	52,7
Nettokäyttöpääoman muutos	-7,5	6,9	-8,9	-0,2	-2,0
Operatiivinen kassavirta	26,0	39,1	26,7	37,3	41,0
Investoinnit	-7,4	-3,2	-38,4	-7,2	-8,5
Vapaa kassavirta	-6,0	32,5	-8,1	30,1	32,5

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	2,3	3,4	5,3	3,6	3,3
EV/EBITDA	9,2	13,2	21,8	15,5	13,1
EV/EBIT (oik.)	10,6	15,4	25,0	18,2	15,5
P/E (oik.)	11,4	19,8	33,4	24,9	20,1
P/B	3,4	4,4	7,0	4,9	4,3
Osinkotuotto-%	3,6 %	2,7 %	1,6 %	2,4 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	1,45	1,25	1,30	1,38	1,73
EPS (oikaistu)	1,55	1,28	1,38	1,41	1,75
Operat. Kassavirta / osake	1,39	2,09	1,43	2,00	2,20
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,32	1,74	-0,44	1,61	1,74
Omapääoma / osake	5,21	5,76	6,58	7,21	8,09
Osinko / osake	0,64	0,68	0,75	0,85	1,00

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-4 %	-13 %	16 %	11 %	9 %
Käyttökatteen kasvu-%	-20 %	-7 %	8 %	7 %	16 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-23 %	-8 %	10 %	5 %	15 %
EPS oik. kasvu-%	-16 %	-17 %	8 %	2 %	24 %
Käyttökate-%	24,5 %	26,1 %	24,2 %	23,4 %	24,8 %
Oik. Liikevoitto-%	21,2 %	22,4 %	21,2 %	19,9 %	21,1 %
Liikevoitto-%	20,1 %	21,9 %	20,2 %	19,6 %	20,9 %
ROE-%	30,5 %	22,7 %	21,0 %	20,0 %	22,7 %
ROI-%	21,8 %	18,1 %	17,1 %	17,9 %	22,1 %
Omavaraisuusaste	47,1 %	50,7 %	46,9 %	57,0 %	62,3 %
Nettovelkaantumisaste	55,5 %	34,6 %	46,2 %	33,7 %	20,7 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite Osakekurssi	
12/08/2022	Lisää	22,00 €	19,93 €
09/09/2022	Osta	20,00 €	15,23 €
04/11/2022	Osta	20,00 €	15,46 €
19/12/2022	Lisää	21,00 €	18,33 €
10/02/2023	Vähennä	22,00 €	22,10 €
05/05/2023	Vähennä	24,00 €	25,06 €
29/05/2023	Lisää	24,00 €	22,14 €
11/08/2023	Lisää	24,00 €	22,00 €
13/09/2023	Lisää	25,50 €	24,00 €
03/11/2023	Lisää	25,00 €	23,50 €
11/12/2023	Vähennä	25,00 €	25,48 €
09/02/2024	Myy	28,00 €	32,60 €
06/05/2024	Myy	30,00 €	38,60 €
06/08/2024	Myy	32,00 €	36,50 €
09/08/2024	Myy	35,00 €	40,40 €
24/09/2024	Myy	37,00 €	42,45 €
08/11/2024	Myy	40,00 €	46,10 €
14/02/2025	Vähennä	46,00 €	47,10 €
24/04/2025	Vähennä	40,00 €	38,70 €
08/05/2025	Vähennä	43,00 €	47,10 €
08/08/2025	Vähennä	41,00 €	43,05 €
08/10/2025	Lisää	40,00 €	35,15 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**