

HARVIA

06.10.2026 8.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Sauna-alan johtaja kasvaa USA:n voimalla

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. Arvostus (esim. 2026 P/E 24x) on korkeahko, mutta vahvat tulokasvunäkymät tekevät tuotto-odotuksesta hyvän. Toistamme lisää-suosituksen ja 47 euron tavoitehinnan.

Sauna-alan johtaja merkittävällä USA-painolla

Harvia on maailman suurin sauna- ja spa-alan yhtiö. Yhtiö itse arvioi markkinaosuudekseen yli 5 %, joka arviomme mukaan tarkoittaa, että Harvialle relevantista tuotemarkkinasta sen osuus olisi noin 12 %. Yhtiö on kasvattanut selvästi markkinaosuuksiaan viimeisen seitsemän vuoden aikana (sekä yritysostoilla että orgaanisesti). Kasvua on tullut etenkin Pohjois-Amerikasta, joka on Harvian liikevaihdosta jo 43 % (H1'26). Globaali markkina on vuosien 2020-23 isojen vaihtelujen jälkeen palannut kasvuun, jonka Harvia uskoo lähivuosina olevan yli 5 % vuodessa.

Harvialla on selkeät kilpailuedut, jotka tukevat 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 noin 50 % Harvian liikevaihdosta. Harvian kilpailuedut ovat: 1) vertikaalinen integraatio ja oma suunnittelu, 2) skaalaedut tuotannossa, 3) vahvat brändit, 4) laajat ja pitkäaikaiset jakelusuhteet. Näemme, että yhtiö on onnistunut erinomaisesti jo vuodesta 2014 alkaen ajamaan Harvian kansainvälistä kasvua ja vahvistamaan sen kilpailuetuja. Yhtiö on myös laajentanut mielestämme kilpailuetujaan kokonaisten saunojen tuoteryhmään (~30 % liikevaihdosta). Yhtiö on arviomme mukaan onnistunut luomaan arvoa allokoimalla pääomia yritysostoihin. Kilpailuedut ja maltilliset pääomatarpeet mahdollistavat yhtiölle yli 20 % sijoitetun

pääoman tuoton tulevina vuosina.

Uskomme Harvian yltävän tavoitteisiinsa USA:n vetämänä

Harvia päivitti vuonna 2024 tavoitteensa, joihin sisältyvät 10 %:n vuosittainen liikevaihdon kasvu (sisältäen yritysostot) sekä yli 20 %:n liikevoittomarginaali. Uskomme Harvian yltävän näihin tavoitteisiin, sillä ennustamme pelkästään orgaanisestikin kasvun olevan yli 10 % tulevina vuosina. Kasvua ajaa viime vuosien tapaan Euroopan ulkopuoliset alueet, etenkin USA. Uskomme Harvian pystyvän kasvamaan kilpailuettujensa turvin markkinaa nopeammin. Keskipitkällä aikavälillä kasvua tukevat arviomme mukaan myös laajentuminen vahvemmin infrapunasaunoihin, joissa Harvia nykyisin on vielä pienehkö, sekä maantieteellinen laajentuminen höyrysaunoissa. Odotamme Harvian pitävän kannattavuuden lähivuosina tavoitetasolla, 20-21 %:ssa. Kasvupanostukset näkyvät kuitenkin marginaalissa, joka ei kasvusta huolimatta skaalaudu ennusteissamme merkittävästi ylöspäin. Teimme vain pientä hienosäätöä ennusteisiimme tässä raportissa.

Tuloskasvu tukee hyvää tuotto-odotusta

Harvian kuluvan vuoden kertoimet (EV/EBIT 19x, P/E 24x) näyttäytyvät mielestämme absoluuttisesti korkeina, mutta hyväksyttävänä yhtiön laadun ja kasvuprofiilin huomioiden. Pidämme yhtiön pääoman tuottoa sekä kassavirran luontikykyä erinomaisina, ja kertoimet maltillistuvat tulevina vuosina. Uskomme, että Harvian pääoman allokointi on jatkossakin arvoa luovaa, ja siten rahan ohjaaminen joko yritysostoihin tai suurempiin osinkoihin tukee sijoittajan tuotto-odotusta. Näemme Harvian myös mahdollisena yritysostokohteena. Osakkeen tuotto-odotusta ajaa etenkin noin 15 %:n vuosittainen tuloskasvu, osingon ja kertoimien muutoksen roolin jäädessä vähäisemmiksi.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

47,00 EUR

(aik. 47,00 EUR)

Osakekurssi:

41,95 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	199	226	253	282
kasvu-%	14 %	14 %	12 %	11 %
EBIT oik.	39,1	45,6	53,0	58,7
EBIT-% oik.	19,7 %	20,1 %	20,9 %	20,8 %
Nettotulos	26,4	32,5	39,0	44,2
EPS (oik.)	1,46	1,74	2,08	2,35
P/E (oik.)	29,4	24,1	20,2	17,8
P/B	6,2	5,3	4,6	4,0
Osinkotuotto-%	1,8 %	2,0 %	2,4 %	3,3 %
EV/EBIT (oik.)	22,1	18,5	15,7	13,9
EV/EBITDA	18,9	15,8	13,4	11,9
EV/Liikevaihto	4,3	3,7	3,3	2,9

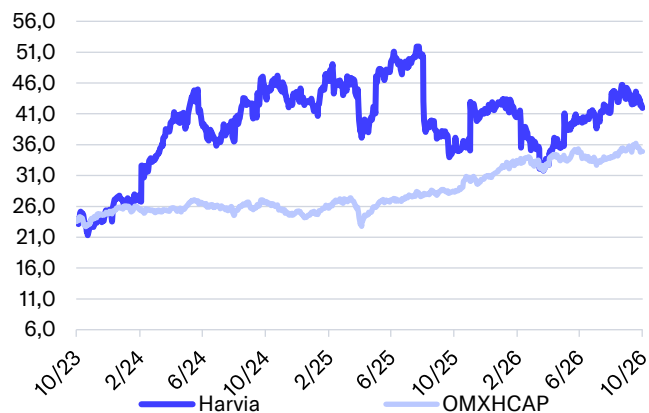
Lähde: Inderes

Ohjeistus

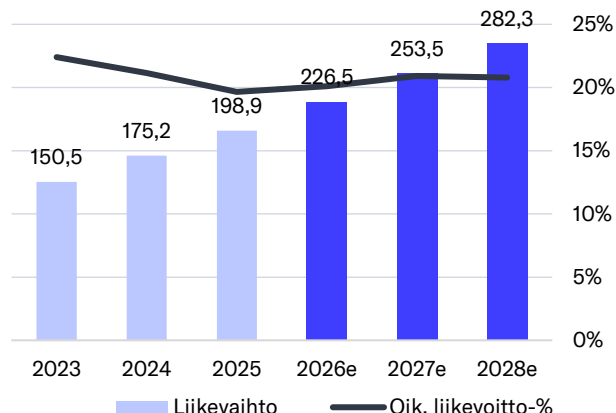
(Ennallaan)

Harvia ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä.

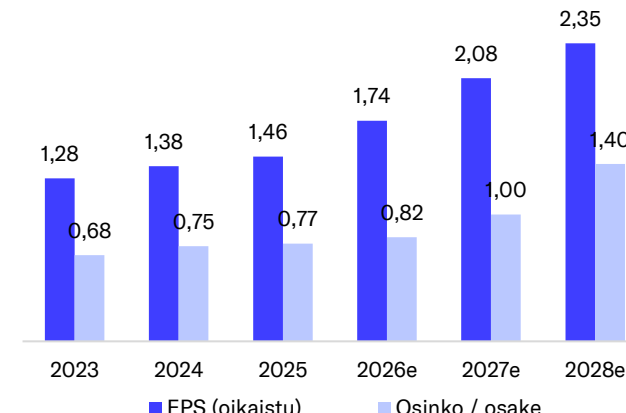
Osakekurssi



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 kohtuullinen 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	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	42,0	42,0	42,0
Osakemäärä, milj. kpl	18,8	18,8	18,8
Markkina-arvo	789	789	789
Yritysarvo (EV)	844	830	815
P/E (oik.)	24,1	20,2	17,8
P/E	24,3	20,2	17,8
P/B	5,3	4,6	4,0
P/S	3,5	3,1	2,8
EV/Liikevaihto	3,7	3,3	2,9
EV/EBITDA	15,8	13,4	11,9
EV/EBIT (oik.)	18,5	15,7	13,9
Osinko/tulos (%)	47,5 %	48,2 %	59,5 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,4 %	3,3 %

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	26-31
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	32-39

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

211 MEUR

Liikevaihto viimeiseltä 12 kuukaudelta (Q2'26 loppuun)

40,8 MEUR (19,3 % liikevaihdosta)

Vertailukelpoinen liikevoitto viimeiseltä 12 kuukaudelta

1

Asema sauna- ja spamarkkinalla

806

Henkilöstö Q2'26 lopussa

1950-2014
Perheomisteinen ja -
vetoinen yhtiö

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

2014-18
CapMan ostaa
Harviasta enemmistön
vuonna 2014

Sentiotec –yrityskauppa
(Keski-Eurooppa) 2016

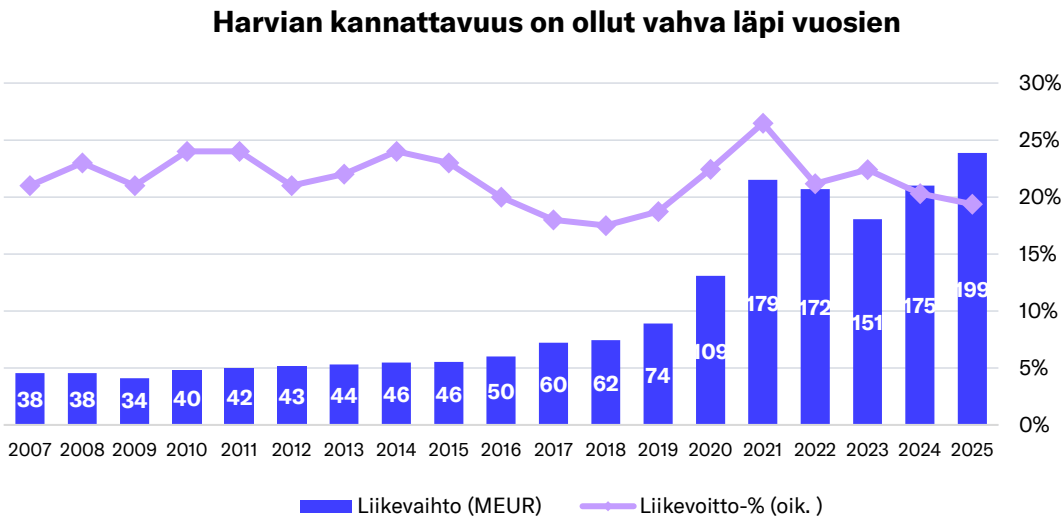
Pörssilistautuminen
2018

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.
2015-2025 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 yli 5 % ja tarkemmin rajatusta kiuas- ja saunakomponenttimarkkinasta yli 20 %. Harvia on voittanut systemaattisesti markkinaosuuksia, sillä vielä vuonna 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 ja loi pohjan vahvalle kasvulle. Kesällä 2024 tehty ThermaSol-kauppa puolestaan vahvisti yhtiön asemaa USA:ssa ja toi sille höyrysuihkujen ja -saunojen osaamista. Toisaalta heikko 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

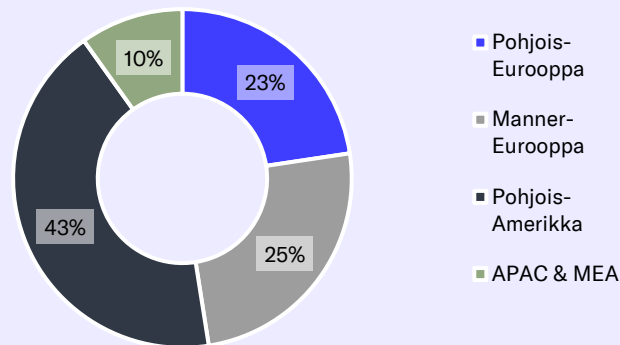
myy tuotteitaan lähinnä jälleenmyyntiverkoston kautta maailmanlaajuisesti noin 90 maahan. Suoramyynti on kuitenkin USA:ssa iso kanava, ja Harvia pyrkii kasvattamaan sitä myös muilla alueilla. Vuonna 2025 arviomme mukaan noin 85 % liikevaihdosta tuli Suomen ulkopuolelta.

Tuotteet: Perinteisistä kiukaista saunayhtiöksi

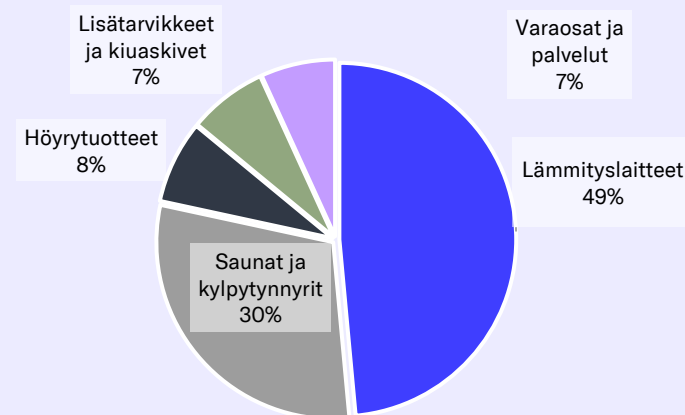
Harvia oli ennen listautumistaan (2018) profiloitunut pääasiassa kiuasvalmistajaksi, mutta yhtiö on sen jälkeen kehittynyt kokonaisvaltaisemmaksi sauna- ja spa-alan toimijaksi yrityskauppojen, uusien tuotelanseerausten ja myyntikanavien avausten myötä. Sen vahvin alue on perinteinen sauna, ja ThermaSol-yrityskaupan 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 markkinakasvun myötä kaikissa kategorioissa ja markkinaosuuden osalta infrapunasaunoissa. Infrapunapuolella johtavaksi yhtiöksi nouseminen vaatii kuitenkin todennäköisesti yritysoston. Kylmältaat voisivat niin ikään toimia lähes kokonaan uutena kategoriana yhtiölle, ja tukea sen kasvua. Yhtiö on kommentoinut etsivänsä myös yritysostoja infrapuna- ja kylmälaskategorioissa. Toisaalta perinteisissä kiukaissa ja saunoissa sillä on mielestämme todistetusti kilpailuetua ja edelleen myös kasvumahdollisuuksia. Perinteinen sauna vastaa Harvian mukaan yli puolta markkinasta.

Harvian liikevaihdosta suurimman osan muodostavat lämmityslaitteet (49 % H1'26 liikevaihdosta), mutta valikoimaan kuuluvat myös kokonaiset saunat, höyrygeneraattorit, kylpytynnyrit sekä lisätarvikkeet, varaosat ja palvelut. Tästä tarkemmin seuraavalla sivulla.

Liikevaihto markkina-alueittain H1'26



Liikevaihto tuoteryhmittäin H1'26



Lähde: Harvia

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7 – tuoteryhmät

Tuotesegmentti

Tärkeimmät tuotteet

Pääbrändit

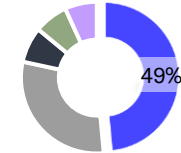
Osuus liikevaihdosta H1'26

Lämmityslaitteet



- Sähkö- ja puukiukaat
- Infrapunatuotteet
- Ohjauskeskukset
- Kiukaiden lisävarusteet mm. suojakaiteet- ja seinät, savuputket ja -piiput jne.

- Harvia
- EOS

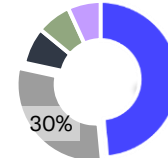


Saunat ja kylpytynnyrit



- Valmiit sisä- ja ulkosaunat
- Kylpytynnyrit

- Harvia
- Almost Heaven Sauna (USA)
- Kirami (kylpytynnyrit)

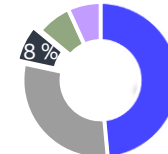


Höyrytuotteet



- Höyrygeneraattorit
- Höyrysuihkut
- Lisävarusteita höyrysaunoihin kuten höyrysuuttimia ja tuoksupumppuja

- ThermaSol (USA)
- Harvia

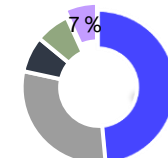


Lisätarvikkeet ja kiuaskivet



- Kiuaskivet, saunan valaisimet, lölykauhat ja -kiulut, tekstiilit, lämpömittarit ja saunatuoksut

- Harvia

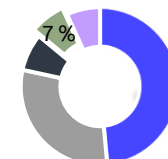


Varaosat ja palvelut



- 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 käytännössä vain tuotteiden myynnistä. 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 muodosti noin 11 % liikevaihdosta vuonna 2025 (9 % vuonna 2024). Suurimman asiakkuuden osuus kääntyi vuonna 2025 selvästi nousuun, kun se oli edelliset vuodet laskenut. Tämä viittaa suurimman asiakkaan olevan nykyisin suhteellisesti nopeammin kasvavalla USA:n markkinalla, todennäköisesti Costco. Tämä tarkoittaa yksittäisen asiakkaan olevan lähes 30 % yhtiön Pohjois-Amerikan myynnistä eli siellä asiakasriski on huomattava. 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 ylivoimaisen kilpailijoihin nähden.

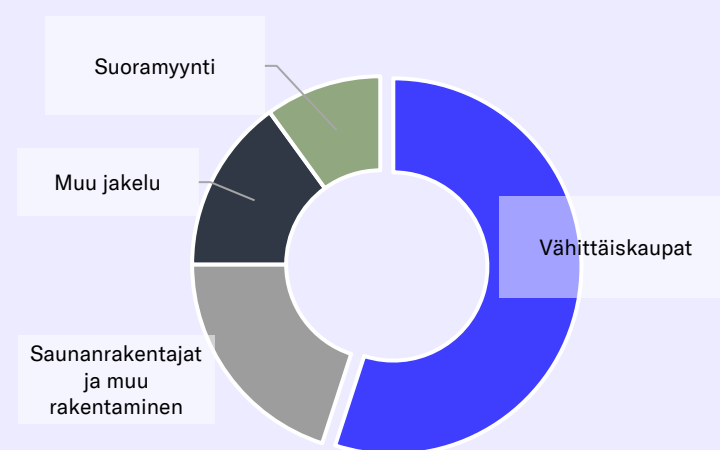
Kiukaiden valmistamiseen Harvian tarvitsemia komponentteja ja raaka-aineita ovat elektroniikka- ja sähkökomponentit, teräs ja muut metallimateriaalit. Saunojen rakenteisiin yhtiö tarvitsee puuta. Näiden lisäksi yhtiö hankkii sopimusvalmistajilta kiukaiden runkoja sekä muilta kolmansilta osapuolilta erilaisia tarvikkeita (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

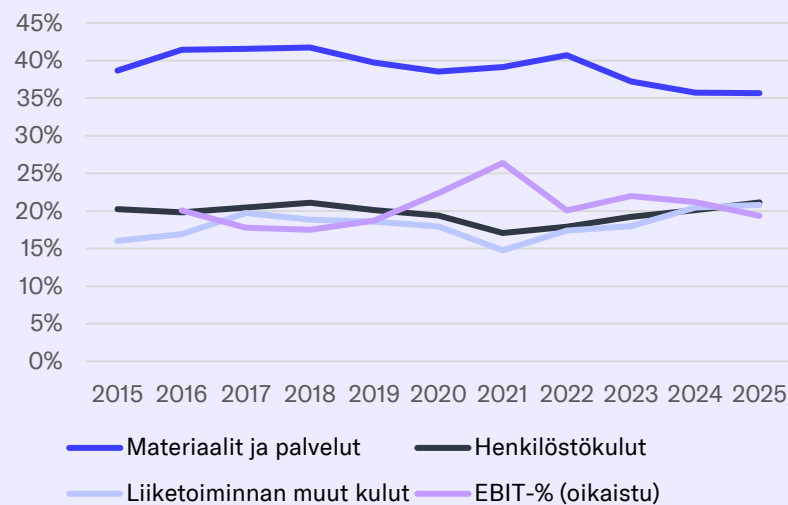
Harvian kuluista noin 35 % (suhteessa liikevaihtoon) menee materiaaleihin ja palveluihin eli lähinnä metalliin, puuhun sekä sähkö- ja elektroniikkakomponentteihin. Osuus laski 2023-24, ja oli sitä ennen noin 40 %. Käänteisesti siis yhtiön materiaalikate on parantunut, mikä johtuu käsityksemme mukaan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

Henkilöstökulut ja muut kulut ovat molemmat historiallisesti noin 20 % liikevaihdosta. Viime vuosina osuus on noussut yhtiön vahvistaessa organisaatiotaan pysyäkseen nykyisen ja tulevan kasvun mukana. Arvioimme noin 60 % henkilöstöstä olevan 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 kulurakenne



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 kokonaisuun 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 (noin kolmannes) on suoramyyntiä kuluttajille - Keski-Euroopassa avattiin oma verkkokauppa alkuvuodesta 2026 - Yhtiö suuntaa valikoidusti suoramyyntiä suurille loppuasiakkaille, kuten hotelleille tai kuntokeskusetjuille - 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 ThermaSolin 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. Muuramen ohella (jossa tehdään etenkin kiukaita ja vähän saunoja) tärkeimmät tuotantopaikat ovat USA:n Länsi-Virginian saunatehdas, Romania (lähinnä saunat) ja Kiina (lähinnä kiukaat). Saksan tehdas valmistaa EOS-brändin korkeamman hintapisteen kiukaita ammattilais- ja kuluttajakäyttöön. USA:n Texasissa oleva tehdas tekee ThermaSolin höyrytuotteita. Harvialla on myös Italiassa pieni komponenttitehdas sekä Suomessa kylpytynnyri- ja kiuaskivitehtaat. Nykyiset tuotantopaikat ovat tulleet yhtiölle pääasiassa yritysostojen kautta. Tiettyjen tuotekategorioiden keskittäminen eri tehtaille 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. Pääosin oma tuotanto sinällään kuitenkin lisää myynnin vaihtelun tuomaa tulospipua, molempiin suuntiin.

Tunnetut brändit tukevat markkina-asemaa

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 pääbrändinä, 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.

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. vuosina 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 suuria yhtiön aiempaan tasoon nähden. Ne suuntautuivat etenkin Muuramen kiuastuotantoon. Uskomme tämän kapasiteetin etenkin kiuasvalmistuksessa riittävän vastaamaan kasvuun myös pitkälle tulevaisuuteen. USA:n saunatuotannossa yhtiö on kuitenkin vahvan kysynnän myötä investoinut viime vuosina kasvuun (tontin osto ja tehtaan laajennus näkyvät 2025 luvussa), ja arvioimme tämän jatkuvan myös tulevina vuosina. Tuotannon matala pääomaintensiivisyys pitää investointitarpeet normaalitilanteessa kohtuullisina. Näin ollen hyvä operatiivinen kassavirta konvertoituu myös vapaaksi kassavirraksi.

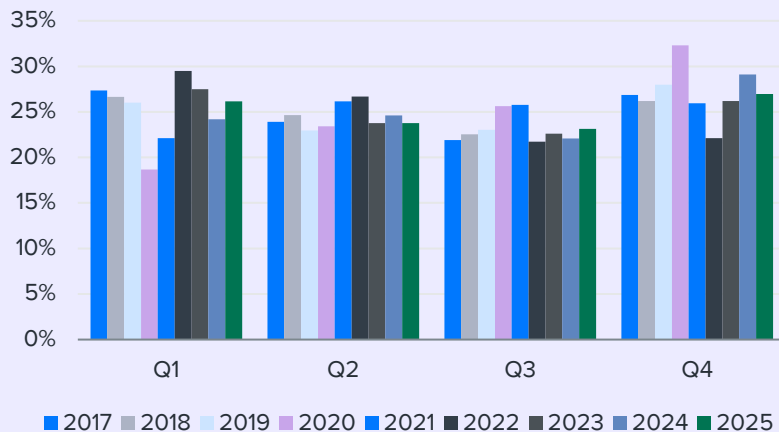
Liiketoiminnan kausivaihtelu melko maltillista

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 tyypillisesti vuoden heikoin kvartaali. Koronavuosien jälkeen yhtiö näyttää palautuneen tähän kaavaan. Pääosa Pohjois-Euroopan tilauksista saadaan tyypillisesti ensimmäisellä neljänneksellä, kun taas Keski-Euroopan ja Pohjois-Amerikan tilausaktiivisuus painottuu loppuvuoteen. Vuoden 2024 Q4:llä Harvialla oli poikkeuksellisen paljon kampanjamyyntiä Pohjois-Amerikassa, mikä kasvatti myyntiä.

Investoinnit



Liikevaihdon kausiluonteisuus 2017-25



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
- 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 yrityskaupassa 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
- Avattu 2005



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. hollantilainen sijoitusyhtiö Kempen, ruotsalainen eläkeyhtiö Alecta sekä Nordean rahastot, jotka kaikki omistavat yli 5 % 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 %. Vuoden 2019 lopussa ulkomaisten omistusosuus oli 50 %, ja omistusosuus on aaltoillut sen jälkeen 40-50 %:n haarukassa.

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 alansa 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 muutama vuosi 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. Järnefeltillä on vain reilut 4 000 osaketta. 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 %).

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, 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 pääosin onnistuneilta, ja käsittelemme niitä myöhemmin lisää. Jatkossa arvostaisimme yhtiön sisäisiä nimityksiä myös ylimpään johtoon, mikä tukisi mm. hyvän kulttuurin, osaamisen ja toiminnan jatkuvuutta.

Harvian hallituksen puheenjohtaja on Catharina Stackelberg-Hammaren, jolla on työhistoriaa mm. Coca-Colalta. Hän on myös Alma Median hallituksen puheenjohtaja. Hallituksessa on edelleen jäsenenä CapManin edustajana sinne vuonna 2014 tullut Olli Liitola, joka oli pitkään puheenjohtajana. Hallituksen kokoonpano Liitola lukuun ottamatta on vaihtunut viime vuosina, sillä muut jäsenet ovat aloittaneet hallituksessa vuonna 2021 tai sen jälkeen. Samalla hallitus on kansainvälistynyt (3/7 ulkomaisia), mikä on mielestämme hyvä asia.

Suurimmat omistajat 30.9.2026

	Omistus
Nordea Funds	6,3 %
Van Lanschot Kempen	5,3 %
Alecta	5,1 %
Varma	4,5 %
Onvest	4,4 %
Evli-Rahastoyhtiö	3,9 %
BNP Paribas Asset Management	3,4 %
Ilmarinen	3,3 %
OP-Rahastoyhtiö	2,8 %
Weststar	2,2 %

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- ja sähkökiukaiden sekä niiden komponenttien osalta (~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 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 iso volyymi ja uusi, tehokas tuotantolaitos. Lisäksi osa kilpailijoista tuo tuotteita ja/tai komponentteja ulkomailta, jolloin Harvia saa tukea kotimaisen valmistajan leimasta sekä välttyä 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. Yhtiö pyrkii kasvattamaan tuotantoaan jo valmiiksi isoimmilla tehtaillaan ja kasvattamaan siten skaalaetujaan.

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 brändin laajan maineen. 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, jakeluverkosto ja suhteet jakelijoihin ovat 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, vaikeuttavat 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 **Kohtuullinen investointitarve tukee 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**

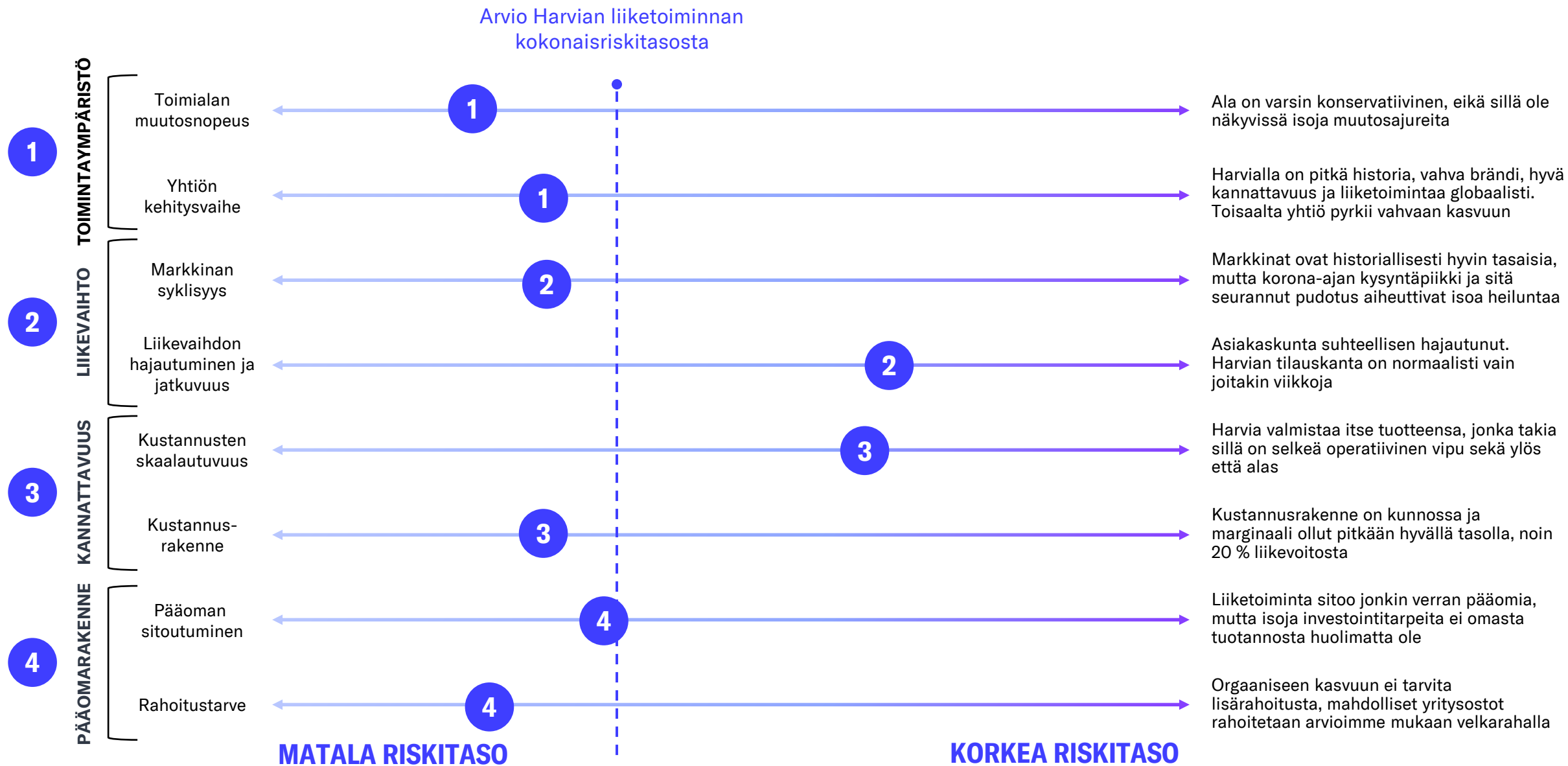
Potentiaali

- **Kasvun jatkaminen USA:ssa**, jota tukee markkinoiden kasvu
- **Tuotevalikoiman laajentaminen** vahvemmin etenkin infrapunatuotteisiin sekä höyry- ja kylmäallastuotteisiin
- **Täydentävät yritysostot**: Uskomme Harvian jatkavan täydentäviä yritysostoja, joista sillä on hyvä historia, mikäli hyviä kohteita löytyy

Riskit

- **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
- **Riippuvuus suurimmista tehtaista**, joskin laajentunut tuotantoverkosto on tasannut tätä riskiä

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. Luvut tuleekin mielestämme nähdä vain karkeina arvioina.

Globaali sauna- ja spa-markkina

Harvia arvioi globaalin sauna- ja spa-markkinan olleen vuonna 2025 lähes 4 mrd. euroa eli suunnilleen samalla tasolla kuin korona-ajan huippuvuonna 2021. Ilman Venäjää (jossa Harvia ei enää toimi) markkina on arviomme mukaan noin 3,4 mrd. euroa. 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.

Sauna- ja spa-markkina on kasvanut historiallisesti (2008-2019) 4-5 %:n vuotuista vauhtia. Kiuasmarkkina on kasvanut hieman hitaammin, noin 3 %:n vauhtia. Korona-aikana markkinoiden voimakas kasvu johtui meidän ja yhtiön arvion mukaan osin ns. aikaistetusta kysynnästä. Tämä johtui mielestämme osittain tuotteiden penetraation noususta eli uusia käyttäjiä on tullut nopeammin kuin keskimäärin, mutta myös korvaussyklin tilapäisestä lyhentymisestä eli korona-aikana saunoja, kiukaita tms. uusittiin nopeammin kuin keskimäärin. Tämä näkyi arviomme mukaan vuosina 2022-24 vastaavasti heikompana kysyntänä, mutta vaikutus on ajan myötä poistunut.

Maailmassa on yhtiön arvion mukaan 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.

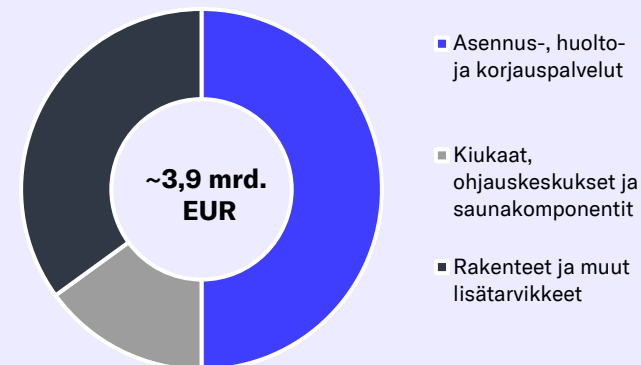
Harvian kohdemarkkina noin 1,7 mrd. EUR

Harvian kohdemarkkina käsittää kolme eri saunatyyppeä: perinteinen sauna, höyrysauna ja infrapunasauna. Perinteiset saunat (sähkö- ja puulämmitteiset) ovat yleisin saunatyyppeä, 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 noin 15 % saunakannasta, ja se on suosituin saunatyyppeä erityisesti Etelä-Euroopassa ja Lähi-idässä. Saunoista 15-20 % on infrapunasaunoja. Infrapunasauna tunnetaan parhaiten Keski-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa. Tulevan kasvun suhteen yhtiö näkee perinteisten saunojen ja infrapunasaunojen olevan suurimmassa roolissa.

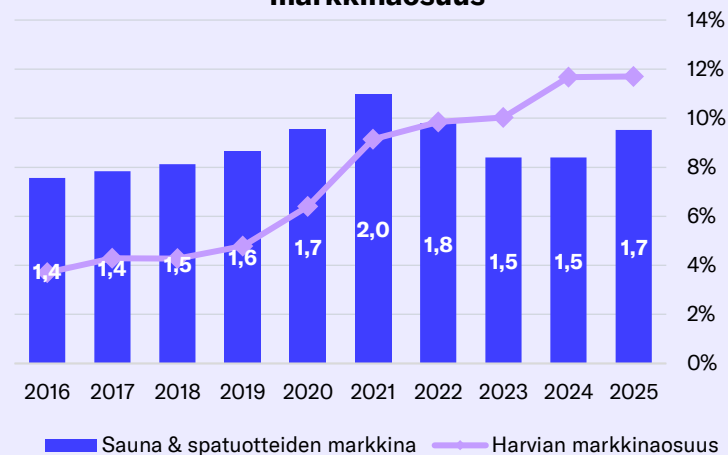
Harvian kohdemarkkinat muodostuvat kiukaista ja saunakomponenteista (ml. höyrygeneraattorit ja infrapunasäätelijät), saunahuoneista, ohjauskeskuksista ja muista lisätarvikkeista. Asennus-, korjaus- ja huoltotyö ei kuulu Harvian ydinliiketoimintaan, joten Harvian kohdemarkkina on arviomme mukaan noin puolet kokonaismarkkinasta eli ilman Venäjää globaalisti 1,7 mrd. euroa. Kilpailija Masco on arvioinut globaalin saunamarkkinan hieman pienemmäksi (1,5 mrd. dollaria), joskin heidän markkinan tarkka määritelmä ei ole tiedossa.

Harvialla on yhtiön arvion mukaan yli 5 %:n markkinaosuus koko sauna- ja spa-markkinasta ja yli 20 %:n osuus kiuasmarkkinasta. Huomioiden, että Harvia ei tee asennusta eikä toimi Venäjällä, sen osuus relevantista markkinasta on arviomme mukaan noin 12 %. Osuus on ollut nousussa sekä orgaanisesti että yritysostojen myötä.

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 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. Tämä voisi nähdäksemme olla Harvialle arvoa luovaa liiketoimintaa, sillä vaikka marginaali voisi olla suhteellisen pieni, liiketoiminta ei Harvian kannalta sitoi pääomaa eikä yhtiö kantaisi siitä juurikaan riskiä. Toisaalta se voisi hyödyntää vahvaa brändiään palvelun myymisessä. Huoltotoiminta voisi myös kannustaa useampia asiakkaita hankkimaan saunan.

Historiallisesti suhdannevakaa markkina

Sauna- ja spa-markkina on ollut historiallisesti suhdannevakaa, sillä suuri asennettu saunakanta ja erityisesti kiukaiden korvaaminen uusilla 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 mm. 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.

Historiaan nähden Harvia on kuitenkin nykyisin

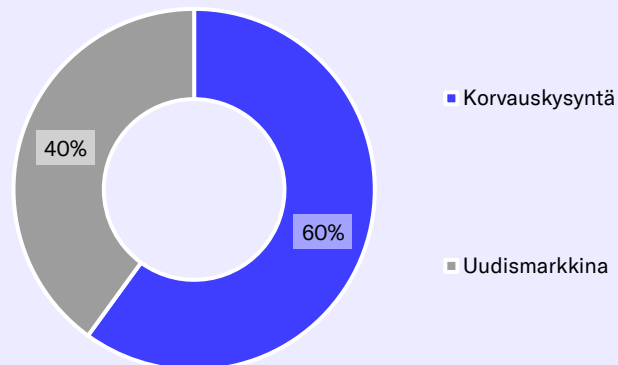
merkittävästi enemmän riippuvainen uudiskysynnästä, sillä sen suurin markkina USA on käytännössä kokonaan uudiskysyntää. Tämä voi jatkossa lisätä kysynnän vaihtelua.

Iso korvausmarkkina tukee kysyntää

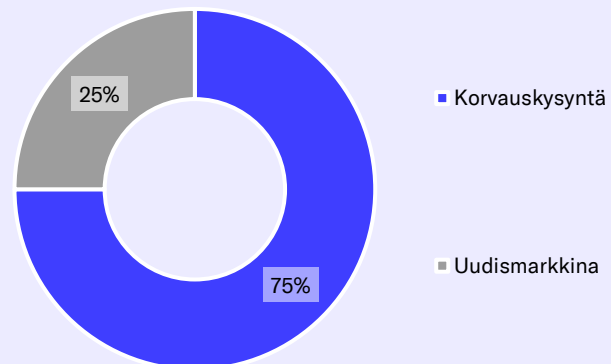
Saunojen ja spa-tilojen korvauskysynnän osuus globaalista markkinasta on johdon arvion mukaan noin 60 %, jolloin uudismarkkinalle jää 40 %. Tämä suhdeluku ei ole muuttunut oleellisesti viime vuosien aikana. Tosin tarkkoja lukuja ei tiedä kukaan, ja esim. korona-ajan kysynnässä luku on voinut olla matalampi, kun aikaistettu kysyntä on kohdistunut enemmän uudiskysyntään. Samoin USA:n vahva kasvu voi mielestämme nostaa uudismarkkinan osuutta, koska siellä kysyntä on tässä vaiheessa lähes yksinomaan uusia saunoja. 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 on luonnollisesti 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. Vuosina 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:ssa) ja Eurooppa jatkaa viime vuonna alkanutta kasvuaan. 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

Harvia on julkaissut arvioitaan saunamarkkinoiden maantieteellisestä jakaumasta vuonna 2023. Olemme viime vuosien markkinakehityksen perusteella johtaneet tästä omat arviomme viime vuoden jakaumasta. Arvioimme

Euroopan hallitsevan edelleen saunamarkkinoita, ja sen osuus globaalista saunamarkkinasta on lähes 50 % ilman Venäjääkin. Suurimmat markkina-alueet ovat Suomi, Saksa ja Ruotsi. Venäjä yksin on globaalista saunamarkkinasta noin 15 %. Pohjois-Amerikan osuus globaalista markkinasta on ~25 %, ja muun maailman yhteensä ~15 %.

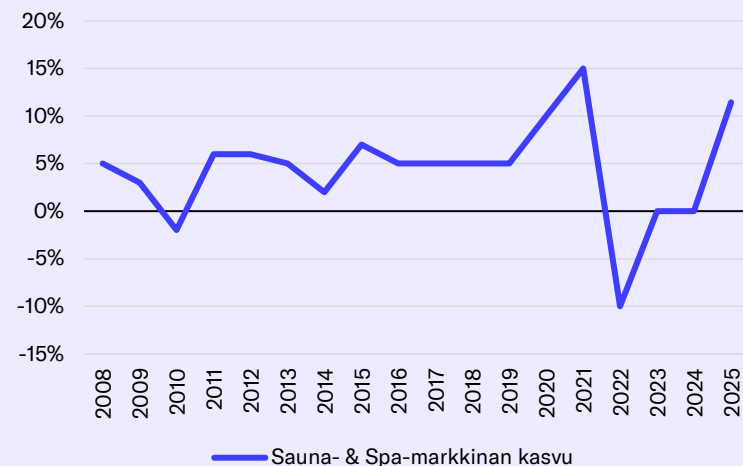
Pohjois-Eurooppa on globaalista markkinasta noin 15 % ja siellä on noin 4 miljoonaa saunaa, joista noin 2,5m Suomessa ja yli 0,5m Ruotsissa. Harvia on Suomessa markkinajohtaja ja Ruotsissa toinen TylöHelon (Sauna 360/Masco) jälkeen. Markkina muodostuu lähes kokonaan perinteisistä saunoista. Suuren saunakannan 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 tällä vuosikymmenellä ja vastaa nyt jo noin 25 % globaalista markkinasta. Alueella on arviolta 1-1,5 miljoonaa saunaa, jotka ovat pääosin yksityiskäytössä (~65 % markkinasta). Höyrysaunojen osuus on 15-20 %, infrapunasaunojen noin 40 % ja perinteisten saunojen 40-45 % markkinasta. Harvia on alan johtava toimija. Uudismarkkinan osuus on iso, koska saunakanta on vähäinen ja myynti on usein kokonaisratkaisuja.

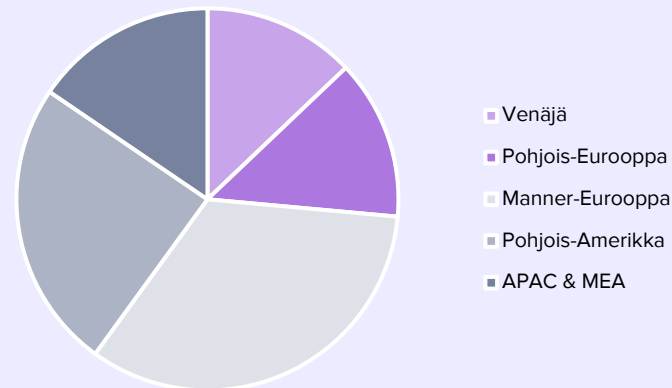
Muu maailma eli Aasia, Lähi-itä ja Afrikka vastaa noin 15 % markkinasta, ja siellä on 1-2 miljoonaa saunaa. Harvian kannalta tärkein yksittäinen markkina on Japani. Näillä alueilla kysyntä painottuu vahvasti ammattilaisratkaisuihin.

Arvioitu markkinakasvu



Lähde: Harvia, Inderes

Sauna & spamarkkinan maantieteellinen jakautuminen



Lähde: Inderesin arvio

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 merkittävään laajentumiseen 2024-25. Keskimääräinen vuotuinen kasvu vuosina 2019-25 on ollut lähes 40 % (joka on ThermaSol-kauppaa lukuun ottamatta ollut orgaanista), ja se on pysynyt vahvassa kasvussa sekä koronavuosina että niiden jälkeen. H1'26 Pohjois-Amerikka oli Harvian suurin alue, tuoden jo yli 40 % liikevaihdosta.

Harvian antamista markkinaluvuista voidaan arvioida, että yhtiön markkinaosuus koko Pohjois-Amerikan markkinasta on noussut vuoden 2019 3 %:sta vuoden 2023 6 %:iin. Tällä jaksolla Harvia oli läsnä vain perinteisissä saunoissa, joiden osuus on alle puolet kokonaismarkkinasta. Siten sen markkinaosuus perinteisten saunojen osalta oli noin 13 % vuonna 2023. Uskomme tämänkin suhteen yhtiöllä olevan edelleen varaa parantaa, joskin viime vuosina nähdyn kaltaista suhteellista parannusta (eli markkinaosuuden tuplaamista) on haastavaa toteuttaa uudestaan.

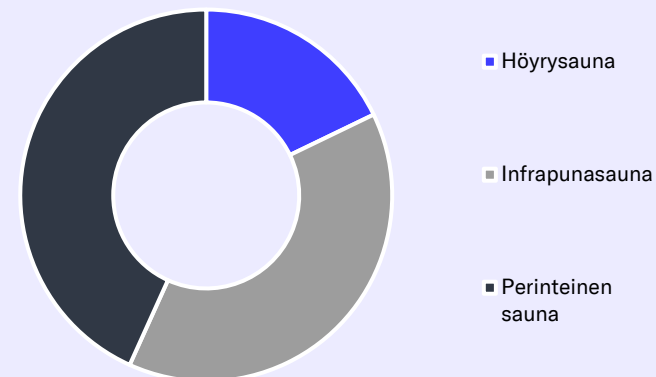
Harvian heinäkuussa 2024 ostama ThermaSol vei yhtiön

täysin uuteen segmenttiin Pohjois-Amerikassa eli höyrysaunoihin. Tämä markkinasegmentti oli vuonna 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 7,5 % tai laskettuna vain perinteisen saunan ja höyrysaunan markkinoista 12 %. Harvian pyrkimyksenä on tuoda ThermaSolin osaamisella tuotteita myös halvempiin hintapisteisiin höyrypuolella, joissa yhtiö ei aiemmin ole ollut. Näemme siis hyvää potentiaalia kasvattaa edelleen markkinaosuutta Harvian nykyisissä segmenteissä.

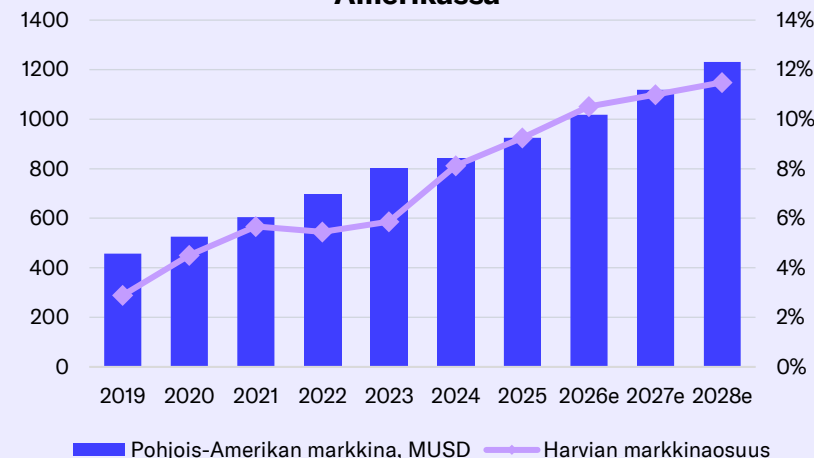
Näiden lisäksi Harvialla on mahdollisuus kasvaa infrapunasaunoissa, joissa se ei ole vielä merkittävästi läsnä. Infrapunasaunat ovat USA:ssa suosittuja ja helpompi hankkia kuin muut saunamuodot. Toisaalta jakelukanavat ovat osin erilaisia, mikä vaatii Harvialta panostuksia. Kasvua haetaan sekä orgaanisesti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

Jos oletettaisiin Pohjois-Amerikan markkinan kasvavan seuraavat 4 vuotta 10 % vuodessa kaikissa kategorioissa, markkina olisi noin 1,2 mrd. USD vuonna 2028. Kilpailija Masco arvioi keväällä 2026 USA:n markkinakasvuksi 6-7 %, mikä viime vuosiin nähden kuulostaa maltilliselta odotukselta. Mikäli Harvia parantaisi asemiaan kaikissa tuoteryhmissä esim. niin, että vuonna 2028 perinteisissä saunoissa markkinaosuus olisi 20 %, höyrysaunoissa 10 % ja infrapunasaunoissa 5 %, asettuisi liikevaihto noin 150 MUSD:n tasolle. Tämä on suunnilleen ennustemme mukainen taso. Kasvua voidaan mielestämme vauhdittaa etenkin infrapunasaunan osalta yritysosto(i)lla.

Pohjois-Amerikan saunamarkkina



Harvian markkinaosuus nousee Pohjois-Amerikassa



Lähde: Inderesin arvio

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. Harvialta.

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 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 USA:lainen pörssi-yhtiö Masco osti kesällä 2023. Masco on kokoluokaltaan Kohlerin kaltainen (liikevaihto noin 8 mrd. USD vuonna 2025) yritys, joka on keskittynyt mm.

kylpyhuoneisiin, uima-altaisiin ja muihin sisustus- ja rakennustuotteisiin.

Sauna360 on Harvian tavoin keskittynyt enemmän tuotteiden valmistamiseen kuin saunojen rakentamiseen tai huoltoon. Sen tuotemerkkejä ovat mm. Tylö, Helo ja Finnleo. Yhtiö menetti markkina-asemiaan ja myyntiään läpi 2010-luvun, mutta onnistui vuosina 2021-22 kasvamaan yli 80 MEUR:n liikevaihtotasoon. Sauna360:n kannattavuus on historiassa ollut selvästi Harviaa alhaisempi, mutta nousevalla trendillä 2021-22 liikevaihdon kasvaessa. Mascon ostettua yhtiön vuona 2023, sen lukuja ei ole enää julkisesti saatavilla. Toukokuussa 2026 Masco kertoi kuitenkin sijoittajapäivässään, että sen markkinaosuus saunoissa on noin 15 % (sen arvioimasta 1,5 mrd. USD:n markkinasta), mikä tarkoittaisi lähes 200 MEUR:n liikevaihtoa. Yhtiö arvioi markkina-asemakseen toisen, Harvian ollessa oletettavasti Masconkin mielestä suurin. Masco on vahvasti mukana myös infrapunasaunoissa, toisin kuin Harvia, mikä on arviomme mukaan tukenut sen kasvua. Masco pyrkii saunoissa vahvaan kasvuun ja nostamaan markkinaosuutensa 25 %:iin vuoteen 2030 mennessä. Masco/Sauna360 pyrkii siten haastamaan mm. Harvian asemaa USA:ssa. Harvian lisäksi Masco nostaa pääkilpailijakseen infrapunasaunayhtiö Sunlightenin.

Infrapunapuolella merkittäviä toimijoita ovat myös mm. Golden Designs, ja Sauna Works / Clearlight. Koska Harvian infrapunamyynä on varsin pientä, nämä eivät ole tällä hetkellä merkittävässä määrin suorita kilpailijoita Harvialle. Ne kuitenkin vaikuttavat Harvian potentiaaliseen kasvuun infrapunasaunoissa.

Sauna- ja Spa-markkinalla toimii myös useita paikallisia

yhtiöitä, mm. Lang (saksalainen EOS:n verrokki premium-segmentissä), Steamist, joka on myös Mascon omistuksessa (höyryhuoneiden ja -generaattorien valmistaja, joka on myös Harvian asiakas), Effegibi (perinteiset saunat ja höyrysaunat) ja Physiotherm (infrapunasaunat). Pienempiä perinteisten kiukaiden valmistajia on esim. Narvi (liikevaihto 13 MEUR 2025), joka on vahva Suomessa erityisesti puukiuasmarkkinoilla. Narvi siirtyi vuonna 2022 pääomasijoittajan omistukseen. Virolainen designkiukaita valmistava Huum on noussut jo yli 15 MEUR:n liikevaihtoon.

Kehittyneillä sauna- ja spa-markkinoilla (Suomi, Ruotsi ja Saksa) Harvialla on erityisen vahva markkina-asema, ja yhtiö on 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.

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, useimmat ovat tyypillisesti tehneet 5-10 %:n marginaalia. Yhtiön mukaan alalta löytyy kuitenkin jopa Harviaa parempaakin kannattavuutta tekeviä yhtiöitä. 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 ylitti vuonna 2025 korona-ajan huipun

Vuoden 2016 Sentiotec-yrityskauppaan asti Harvian liikevaihdon kehitys oli melko tasaista (matalia yksinumeroisia kasvuprosentteja), minkä 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 kasvaville perinteisille saunamarkkinoille (Suomi, Skandinaavia ja Venäjä), mistä vielä vuonna 2018 tuli yli puolet yhtiön liikevaihdosta. Myös Harvian vahva alue, kiuasmarkkina, kasvaa tyypillisesti hieman koko markkinaa hitaammin. Yritysostojen, uusien tuotelanseerausten ja uusien jakelukanavien avaamisen myötä yhtiö on kuitenkin saanut laajennettua myyntiään maantieteellisesti, ja yhä suurempi osa liikevaihdosta tulee nykyään nopeammin kasvavilta saunamarkkinoilta. Tämä oli myös vuonna 2014 omistajaksi tulleen CapManin ja silloisen johdon luoma strategia, joka toimi hyvin.

Yritysostojen tukemana kasvuvauhti oli kuitenkin sekä vuonna 2017 että vuonna 2019 noin 20 %, minkä 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 vuosi 2022 laski 4 % kysynnän heikennyttyä koronan tukeman kotoilubuumin hiivuttua ja kuluttajien ostovoiman heikentyessä inflaation noustua. Vuonna 2023 laskua tuli 13 % tai ilman Venäjältä vetäytymisen vaikutusta 9 %. Kasvu kiihtyi vuonna 2024 lähelle 30 %:a yritysoston myötä, mutta orgaanisestikin yli 20 %:n Euroopan ulkopuolisten

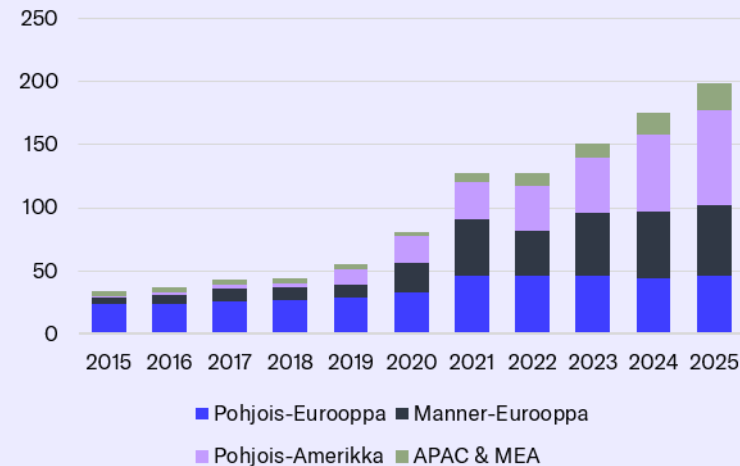
markkinoiden kasvaessa, ja jatkui vuonna 2025 hyvällä 14 %:n tasolla.

Kannattavuus on toimialan huippuluokkaa

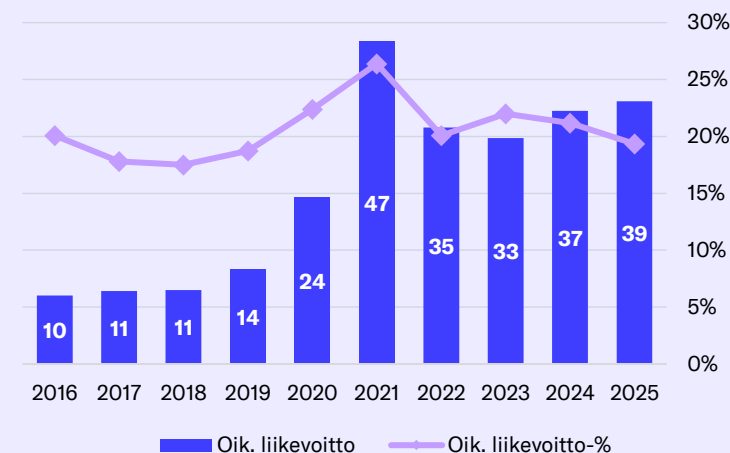
Harvian kannattavuus on toimialan huippua, ja se on ollut myös hyvin tasaista. Yhtiön erinomainen kannattavuus on jatkunut jo kymmeniä vuosia. Vuosina 2015-2018 Harvian oikaistu liikevoitto vaihteli kapealla vaihteluvälillä (10-11 MEUR) ja yhtiö ylsi keskimäärin 18,5 %:n oikaistuun liikevoittomarginaaliin. 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 oli vuosina 2020-21 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 oli kovaa. Harvia myös tehosti ja laajensi ostettujen yhtiöiden toimintaa nostaten niiden marginaalia. Oikaistu liikevoittomarginaali nousi vuonna 2021 reilusti yli 20 %:n tavoitteen, ja oli yli 26 %:ssa vuonna 2022 ja kohosi 22 %:iin vuonna 2023 tehostamistoimien ja parantuneen materiaalikatteen avulla. Vuonna 2024 oik. liikevoitto-% laski 21 %:n tasoon, kun Q4:n marginaalia painoivat USA:n hintavetoiset kampanjat. Myös kiinteiden kulujen vauhdikkaana jatkunut nousu painoi liikevoittomarginaalia, vaikka materiaalikate parani. Sama kehitys piti marginaalin 20 %:n pinnassa vuonna 2025.

Liikevaihto markkinoittain (MEUR)



Oikaistu liikevoitto (MEUR)



Lähde: Harvia, 2015-2022 segmenttiliikevaihdot osin Inderesin 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 noin kolmanneksen taseesta. Yhtiön vahva kannattavuus huomioiden emme näe liikearvossa realistista alaskirjausriskiä. Kuten edellä on käynyt ilmi, Harvian tuotantorakenne on melko kevyt ja aineelliseen omaisuuteen sitoutuu vain vajaat 15 % taseesta. Merkittäviä eriä ovat käyttöpääoman varastot (~20 %) ja myyntisaamiset (~10 %). Harvialla oli myös paljon käteistä Q2'26-lopussa, mikä vastasi ~15 % taseen loppusummasta.

Velkapuolella yhtiön tase on varsin suoraviivainen. Osakepääomaa on 47 %, eli omavaraisuus on vahva, ja toisesta puolesta pääosan haukkaa pitkäaikainen korollinen velka (36 %). Ostovelat ovat vajaat 15 %, eli nettokäyttöpääomaa yhtiöllä on vajaat 15 % taseen loppusummasta tai 22 % suhteessa liikevaihtoon.

Pääoman kierto on hyvä ja investoinnit tyypillisesti arvoa luovia

Yhtiön pääoman kierto on hyvä, jos pääomasta poistetaan liikearvo. Tällöin tarkastellaan käytännössä yhtiön operatiivisten varojen tuottavuutta. Pääoman kierto asettuu tällöin viimeiseltä 12 kuukaudelta 2,1x-tasoon. Liikearvo huomioiden, pääoman kierto on noin 1,1x. Tämän ja hyvän marginaalitason ansiosta yhtiö pystyy selvästi arvoa luovaan pääoman tuottotasoon (ROIC vajaat 20 %). Ilman liikearvoa ROIC on vuosina 2023-2029e 30-40 % välillä. Tämä vastaa karkeasti koronaa edeltävää eli vuosien 2017-19 tasoa. Korona-aikana pääoman tuotto nousi voimakkaasti, kun yhtiö teki vahvaa tulosta ja tehtaat olivat täyskäytössä. Koronan jälkeen pääoman tuotto ilman

liikearvoa on luisunut alemmas, kun sijoitettu pääoma on kasvanut tulosta nopeammin. Taso on kuitenkin edelleen erinomainen.

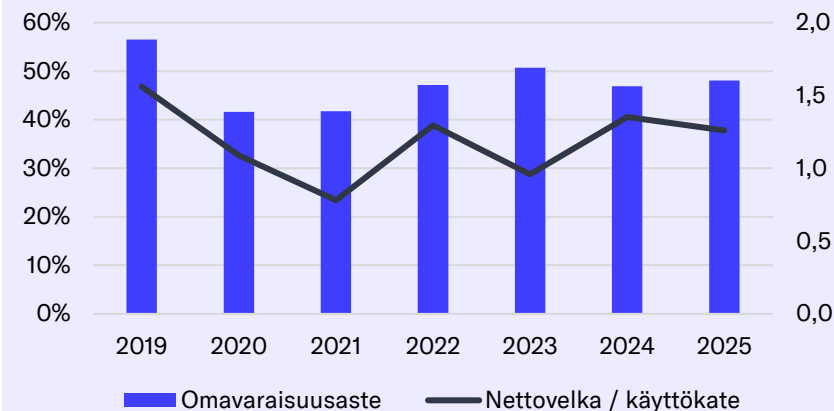
Yhtiö tulee arviomme mukaan investoimaan lähivuosina suhteellisen paljon historiaansa nähden. Investoinnit suuntautuvat USA:n kasvun mahdollistamiseen tehdasta laajentamalla. Käsityksemme mukaan kasvuinvestointien tuotot ovat kuitenkin historiallisesti olleet erinomaisia, ja USA:n kasvunäkymien ollessa vahvoja, investointien pitäisi olla selvästi arvoa luovia.

Hyvä tasetilanne mahdollistaa yritysostojen jatkamisen

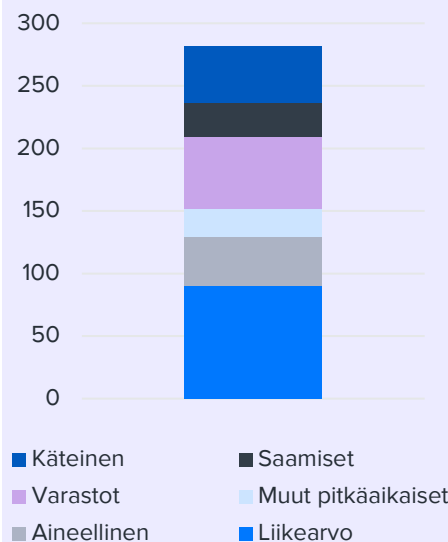
Yhtiön velkaantuneisuuden taloudellisena tavoitteena on säilyttää nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhde alle 2,5x. Harvia on onnistunut tässä tavoitteessa läpi pörssihistoriansa hyvin, ja suhde on ollut pääosin laskutrendillä. Q2'26:n lopussa suhdeluku oli jo 1,2x.

Yhtiö haluaa pitää taseessaan liikkumavaraa yritysostoja varten, ja uskomme, että velkaisuus nousee aina, kun yrityskauppa saadaan aikaan, ja muutoin laskee tuloskasvun ja kassavirran myötä. Koska yritysostot ovat tärkeä osa Harvian strategiaa, uskomme sen hyväksyvän taseen vahvistumisen lähes nettovelattomaksi ennen kuin voitonjakoa lisättäisiin merkittävästi. Tasetavoitteensa puitteissa Harvia voisi ottaa yhteensä pyöreästi 125 MEUR velkaa eli noin 70 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 tulokontribuutio huomioiden velkamäärä voisi yritysostotilanteessa nousta enemmänkin. Emme kuitenkaan usko Harvian tähtäävän näin isoihin kaappoihin.

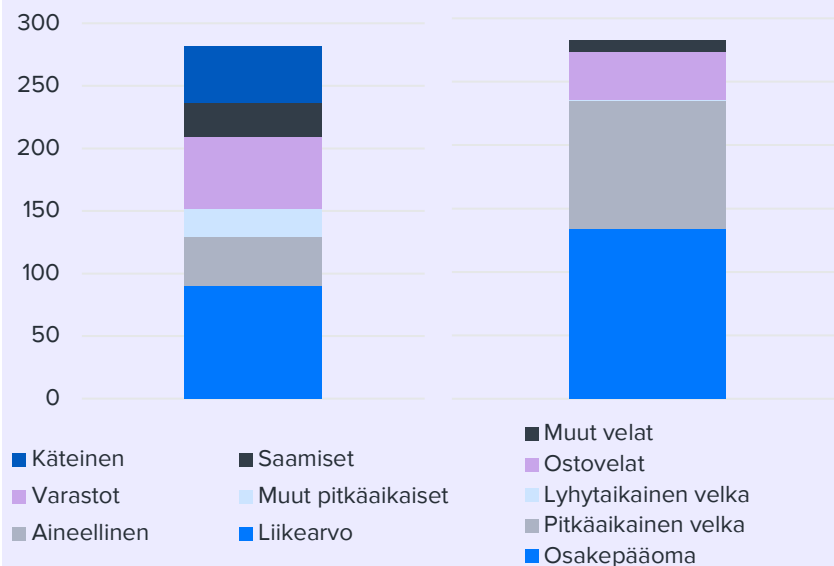
Taseen tunnusluvut



Taseen varat Q2'26 lopussa (MEUR)



Taseen velat Q2'26 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
- Höyry- ja infrapunapuolen lisääminen vahvemmin yhtiön valikoimaan kasvattaa selvästi sen kasvumahdollisuuksia ja on siten mielestämme erittäin järkevä suunta. Infrapunasegmenttiin pääseminen vahvemmin olisi mielestämme höyryäkin tärkeämpää pitkän aikavälin kasvun kannalta
- 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 kuluttajakanava on USA:ssa noin 1/3 myynnistä ja sen kasvun tukeminen on osa USA:n kasvun jatkumista, ja siten tärkeää.
- Yhtiö avasi alkuvuodesta 2026 oman nettikaupan myös Keski-Euroopassa, minkä näemmä hyvänä avauksena
- 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 kasvun myötä yhtiöllä on jatkuva tarve kasvattaa ja tehostaa tuotantoa
- Jatkuva tehokkuuden parantaminen ja henkilöstöstä huolehtiminen kuuluu toki jokaisen yhtiön normaaliin tekemiseen
- Uskomme yhtiön jatkavan kapasiteetin kasvua 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)

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 2025-29 keskimääräisen kasvun olevan 10 % (CAGR) eli tavoitteiden mukainen

Oikaistu liikevoittoprosentti yli 20 %

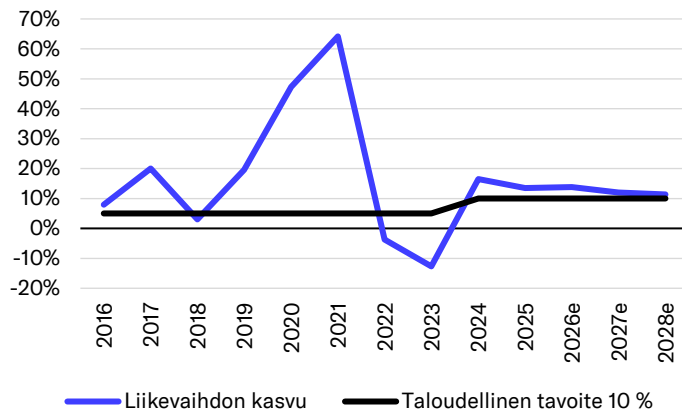
- Harvian kannattavuus on historiallisesti ollut tavoitteen molemmin puolin, viime vuosina sen yläpuolella. Uskomme Harvian pystyvän myös jatkossa tavoiteltuun marginaalitasoon
- Kasvu tukee operatiivisen vivun kautta kannattavuutta, mutta toisaalta kasvuun vaadittavat panostukset (kiinteiden kulujen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

Nettovelka / oikaistu käyttökate <2,5x

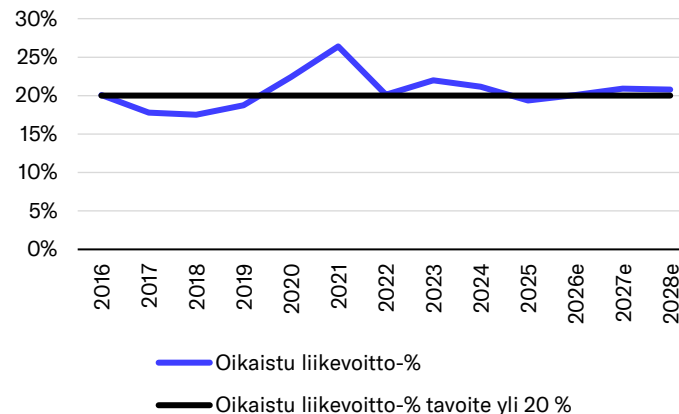
- Harvian kassavirta on vahva ja investointitarpeet pienehköjä eli normaalitilanteessa yhtiö pystyy lyhentämään hyvin velkaansa, ja sitä lisäävät lähinnä mahdolliset yritysostot
- Taso oli Q2'26:n lopussa 1,2x ja uskomme Harvian pysyvän tavoitteessaan jatkossakin, sillä nykyinen tasetilanne jättää hyvin mahdollisuuksia uusille yritysostoille
- Emme ennusta yritysostoja, minkä vuoksi velkaisuus painuu lähivuosina kohti nollaa

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

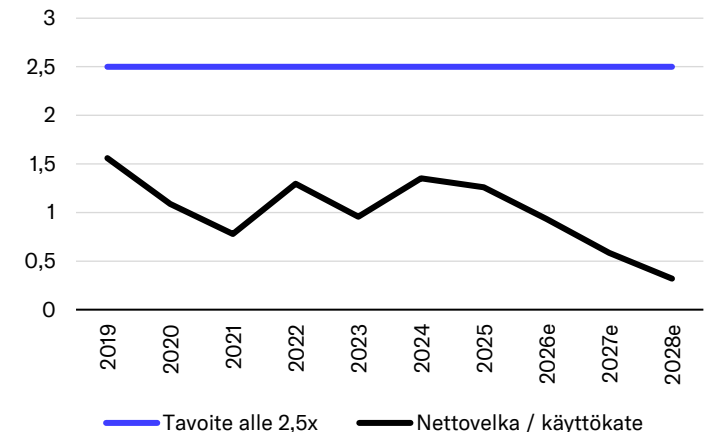
Liikevaihdon kasvutavoite



Liikevoitto-% tavoite



Nettovelka / oik. käyttökate



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 1/3

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 hyvässä orgaanisessa kasvussa, toimitusten siirtyminen tukee Q3:n kasvua

Harvian liikevaihto kääntyi koronabuumin jälkeisen alamäen jälkeen nousuun Q4'23 ja kasvoi sen jälkeen sekä vuonna 2024 että 2025 orgaanisesti yli 10 %, minkä lisäksi ThermaSol-kauppa vauhditti kasvua. Kasvu jatkui hyvänä myös H1'26, jolloin orgaaninen kasvu ylsi 16 %:iin. Kasvu oli vahvasti Pohjois-Amerikan vetämää, mutta kaikki segmentit kasvoivat. Tämä oli erityisesti Euroopan osalta hyvä suoritus, sillä Muuramen tietojärjestelmäudistuksesta johtuva tuotantokatko siirsi toimituksia Q3:lle. Tämä heijastui etenkin Eurooppaan, jonne valtaosa Muuramen kiuastoimituksista suuntautuu.

Siirtyneiden toimitusten ja USA:ssa vahvana jatkuvan

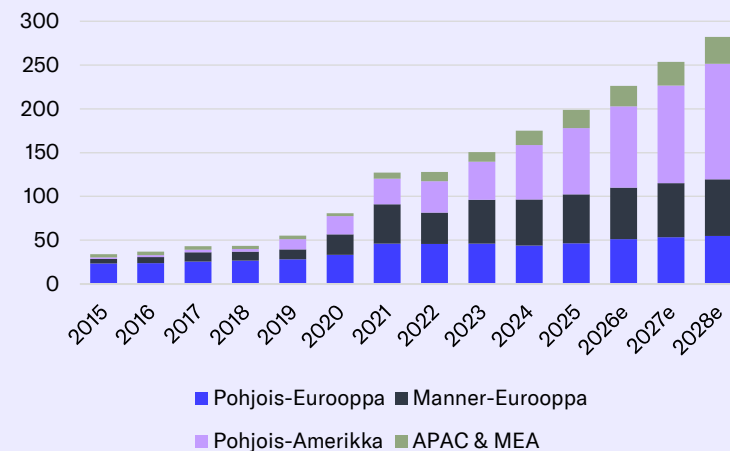
kasvun myötä ennustamme Q3:n kasvun yltävän peräti 20 %:iin. Koko vuoden 2026 osalta ennustamme Harvian pystyvän viime vuosien kaltaiseen 14 %:n kasvuun. Kasvun veturina jatkaa Pohjois-Amerikka-segmentti yli 20 %:n vauhdilla, mutta myös Eurooppa kasvaa ennusteissamme kohtuullisen hyvin (Pohjois-Eurooppa 10 %, Manner-Eurooppa 6 %). APAC & MEA-alueen kasvua hidastavat Iranin sodan vuoksi peruuntuneet tai lykkääntyneet toimitukset Lähi-idän alueelle. Uskomme APAC & MEA-alueen kokonaisuutena pystyvän kuitenkin noin 10 %:n kasvuun tänä vuonna. Uskomme Harvian jatkavan markkinaosuuksien voittamista kilpailijoilta, mitä tukevat raportissa aiemmin mainitut kilpailuedut.

Vahvan kasvun vuosia edessä

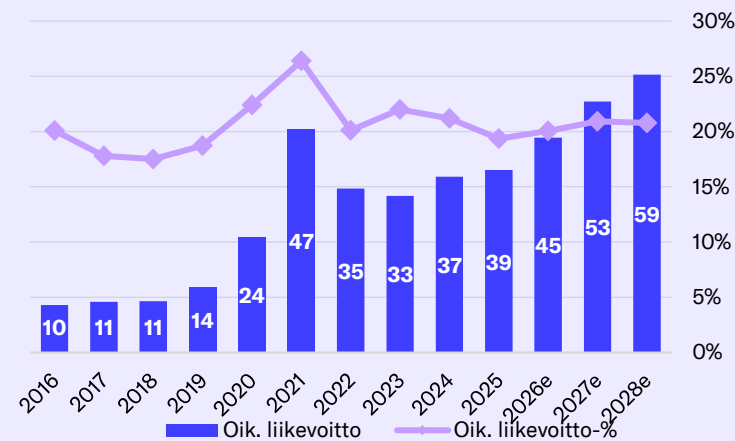
Vuosina 2027-29 odotamme markkinoiden yltävän noin 5 %:n trendikasvuun tai ajoittain sen ylikin, kuten Harvia itse odottaa. Uskomme myös Harvian jatkavan markkinaosuuksien ottamista. Tätä tukee osaltaan odotuksemme yhtiön tuotevalikoiman laajenemisesta höyrytuotteissa ja infrapunatuotteissa, joissa se on tällä hetkellä vielä hyvin pieni globaalisti. Toisaalta uskomme myös perinteisten saunojen puolella Harvian pystyvän markkinoita ripeämpään kasvuvauhtiin.

Vuodelle 2026 ennustamaamme 12 %:n (täysin orgaanista) kasvua vetävät edelleen Pohjois-Amerikka- ja APAC & MEA-segmentit 15-20 %:n kasvulla. Odottamamme kasvuvauhti tarkoittaa arviomme mukaan markkinaosuuksien kasvun jatkumista. Odotamme myös Euroopan markkinoiden jatkavan kasvua, joskin hieman tätä vuotta maltillisemmin eli noin 5 %. Euroopassa kasvuvauhti vastaa siten karkeasti odottamaamme markkinakehitystä.

Liikevaihto markkinoittain (MEUR)



Oikaistu liikevoitto (MEUR)



Lähde: Harvia, Inderesin ennusteet

Ennusteet 2/3

Vuosille 2028-29 ennustamme 10-11 %:n liikevaihdon kasvua eli edelleen tavoitteen mukaista hyvää vauhtia. Odotamme tämän kasvuvauhdin jatkuvan myös pitkälle 2030-luvulle saakka. 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 sekä perinteisten saunojen hyvällä kehityksellä että Harvian tuotevalikoiman laajentumisella myös höyry- ja infrapunasaunoihin/tuotteisiin, joissa sen tarjonta on historiallisesti ollut vähäistä. Uskomme myös Harvian pystyvän valtaamaan nykyisiä markkinaosuuksiaan enemmän liiketoimintaa uudemmilla saunamarkkinoilla.

Liikevoittomarginaali pysyy tavoitteen mukaisella yli 20 % tasolla

Harvian materiaalikate oli historiallisesti (2015-2022) 60 %:n tuntumassa. Vuosina 2023-26 materiaalikate on kuitenkin ollut keskimäärin noin 64 %:n tasolla, vaihdellen kvartaaleittain 60-69 % välillä. Yhtiö on itse viitannut noin 65 %:n olevan tyypillinen materiaalikate, vaikka kvartaaleissa voidaan nähdä merkittävää vaihtelua. Historiaan nähden parantunutta katetasoa tukee Harvian kasvu Euroopan ulkopuolella, jossa tyypillisesti tuotteiden hinnat ja materiaali- ja 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. Tämä on näkynyt hyvänä materiaalikatteena viime vuosien erinäisistä kustannuspaineista huolimatta. Materiaalikatteen

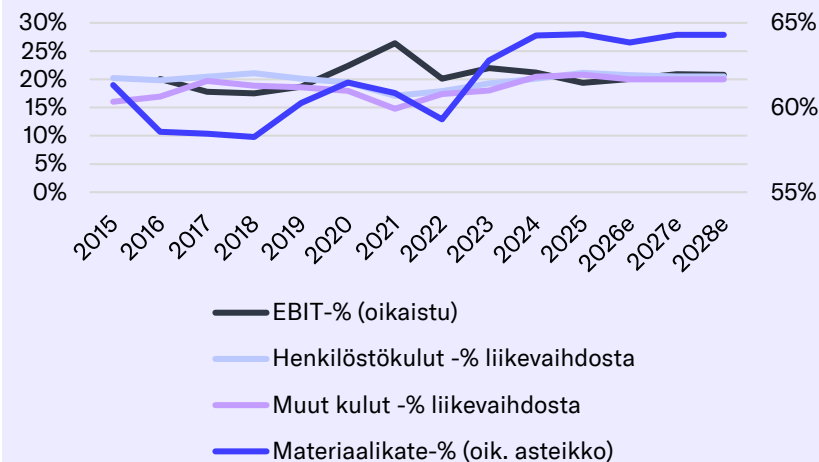
parantumista on tukenut myös tuotannon tehostuminen.

Liikevoittotasolla eri alueiden marginaaliero on käsityksemme mukaan pienempi, sillä kasvavat markkinat vaativat myös jatkuvia panostuksia kasvuun. Arvioimme pienimmän APAC & MEA-segmentin olevan kuitenkin kannattavuudeltaan muita heikompi.

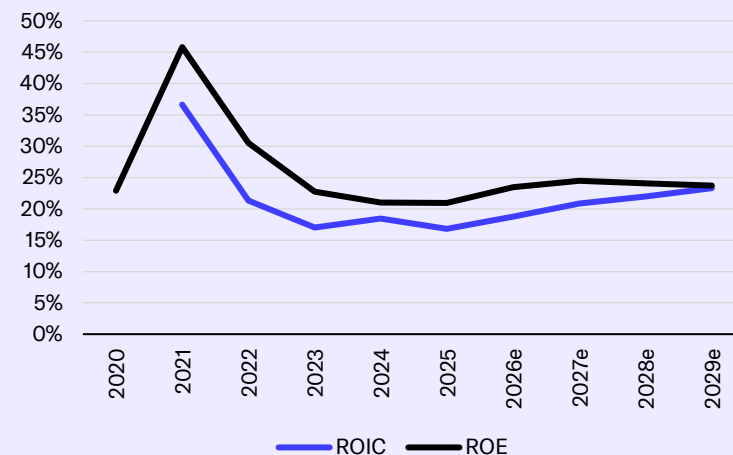
Tälle vuodelle ennustamme viime vuosien tapaan noin 64 %:n materiaalikatetta. Uskomme tason säilyvän suhteellisen vakaana noin 64 %:n tasolla myös 2027-29. Tätä voivat tosin heiluttaa mahdolliset isommat kampanjat, kuten 2024 nähtiin. Hintojen pysyvällä laskulla ei todennäköisesti pystyttäisi luomaan merkittävästi lisäkysyntää, joten se olisi arviomme mukaan pääosin pois yhtiön kannattavuudesta, eikä sen vuoksi järkevä liike.

Vaikka Harvia on pystynyt pitämään liikevoittomarginaalinsa vahvana, kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon (kiinteät kulut tässä tapauksessa ovat kaikki henkilöstökulut + liiketoiminnan muut kulut) nousivat selvästi 2023-25. Tähän ovat vaikuttaneet yhtiön panostukset kasvuun eli esim. henkilöstön palkkaaminen ja IT-järjestelmiin investoiminen. Yhtiö on myös selvästi sanonut, että näitä panostuksia tullaan jatkamaan tulevina vuosina. Suhteessa liikevaihtoon kiinteät kulut ovat kuitenkin viimeisen vuoden aikana tasaantuneet ja osin kääntyneet lievään laskuun. Odotamme tämän jatkuvan 2026-27, mutta operatiivisen vivun jäävän lieväksi. Uskomme merkittävämmän operatiivisen vivun tuoman marginaaliparannuksen olevan todennäköistä lähivuosina vain, jos yhtiön liikevaihdon kasvu ylittää selvästi sen 10 %:n tavoitteen. Tuotannon osalta henkilöstökulut joustavat jossain määrin myös ylöspäin, kuten aiemmin on todettu.

Harvian kulu- ja katerakenne



Pääoman tuotot ovat hyviä



Lähde: Harvia, Inderes

Ennusteet 3/3

Tälle vuodelle ennustamme oik. liikevoittomarginaalin olevan 20,1 %. Ensi vuodelle ennustamme hieman korkeampaa materiaalikatetta ja hieman matalampaa kiinteät kulut / liikevaihto-suhdetta. Näiden myötä oik. liikevoittomarginaali nousee noin 21 %:n tasolle, jossa se ennusteissamme pysyy myös vuosina 2028-29.

Osakekohtainen tulos ja osinko

Harvian velkaantuneisuus on maltillista (nettovelka/käyttökate 1,2x Q2'26 lopussa) ja siten rahoituskulut kohtuullisen pieniä. Kassavirtapohjaisesti yhtiön nettorahoituskulut ovat noin 3 MEUR vuodessa. Korkosuojausten ja valuuttakurssien muutoksista syntyvät vaihtelut voivat vaikuttaa raportoituihin rahoituskuluihin. Tälle vuodelle ennustamme raportoitujen kulujen olevan noin 3,5 MEUR ja ensi vuodelle kassavirran mukainen 3 MEUR. Tämän jälkeen rahoituskulut laskevat velan pienentyessä ennusteissamme. Veroprosentin odotamme olevan noin 22 % lähivuosina.

Ennusteissamme vertailukelpoinen osakekohtainen tulos nousee vuonna 2026 lähes 20 %, kun liiketulos kasvaa ja rahoituskulut laskevat. Kasvu jatkuu ennusteissamme yhtä vahvana 2027, jolloin tehtäisiin selvästi kaikkien aikojen korkein osakekohtainen tulos (EUR 2,08 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 USA:n investoinneista huolimatta

Ennustamme Harvian investoivan lähivuosina noin 15 MEUR vuodessa tai noin 5-6 % liikevaihdosta. Tämä on merkittävästi historiallista keskiarvoa enemmän, mutta suhteessa liikevaihtoon hieman vähemmän kuin huippuvuosina 2021 ja 2025 (7-8 %). Investoinnit kohdistuvat pääasiassa USA:han, jossa Harvia laajentaa jatkuvasti saunatuotantoaan vastaamaan kasvavaan kysyntään. Uskomme Harvian harkitsevan lähivuosina myös kiuastuotannon aloittamista USA:ssa volyymien kasvaessa (nykyisin kiukaat tuodaan pääosin Suomesta). USA:n liiketoiminnan kasvaessa yhtiö voi tarvita myös esim. logistiikkakeskuksia maan eri osiin. Muissa maissa emme näe merkittäviä tarpeita kasvuinvestoinneille.

Harvian nettovelka/käyttökate on karkeasti 1x-tasolla vuoden 2026 lopussa ja laskee sen jälkeen ennusteissamme nollaan vuoden 2030 loppuun mennessä. Harvialla on siis hyvät mahdollisuudet uusiin yritysostoihin, joita se tavoittelee. Mikäli ostokohteita ei löydy tai jos ostot ovat pienenhköjä, 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 edellisellä sivulla) lähivuosina Harvialle liikkuvat 15-25 %:n tasolla. Koska yhtiön kasvu vaatii vain maltillisesti 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 tuottoa. Esimerkiksi käyttämällä varoja onnistuneisiin yritysostoihin ja/tai isompiin osinkoihin, voitaisiin oman pääoman tuottoa parantaa entisestään.

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 sekä marginaalien pitävyyden myös haastavien vuosien 2022-23 aikana.

Vahva kasvupotentiaali houkuttelee

Arvostusmielessä vuodelle 2026 ennustamamme P/E noin 25x ja EV/EBIT 19x ovat mielestämme suhteellisen korkeita. P/E on reilut 20x vuodelle 2027, kun taas EV/EBIT painuu vuonna 2026 16x-tasolle. Vaikka Harvian kertoimet ovat mielestämme lähivuosille suhteellisen korkeat, huomioimme, että odotamme yhtiön tulospotentialin kasvun ja kassavirran painavan kertoimia alemmas vuosien kuluessa. Arvostus on mielestämme hyväksyttävällä tasolla, kun huomioidaan vahvat kasvunäkymät sekä korkea pääoman tuotto.

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

Tulospotentialin ja osingon kautta hahmoteltuna (eli olettaen nykyarvostuksen säilyvän) pääsemme noin 20 %:n tuotto-odotukseen lähivuosina. Näemme kuitenkin kertoimissa

pientä laskuvaraa, mikä rajoittaa tuotto-odotusta. Tässä kannattaa lisäksi huomioida, että ennusteillamme Harvian nettovelka/käyttökate pysyy matalana (alle 1x), 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 niistä hyviä onnistumisia historiassa.

Eri arvostusmenetelmien summana arvioimme käyvän arvon haarukan Harvialle olevan noin 36-50 euroa, jossa alalaita kuvaa hyväksyttäviä kertoimia tämän vuoden tulokselle ja ylälaita DCF-arvoa lisättynä onnistuneilla yrityskaupoilla.

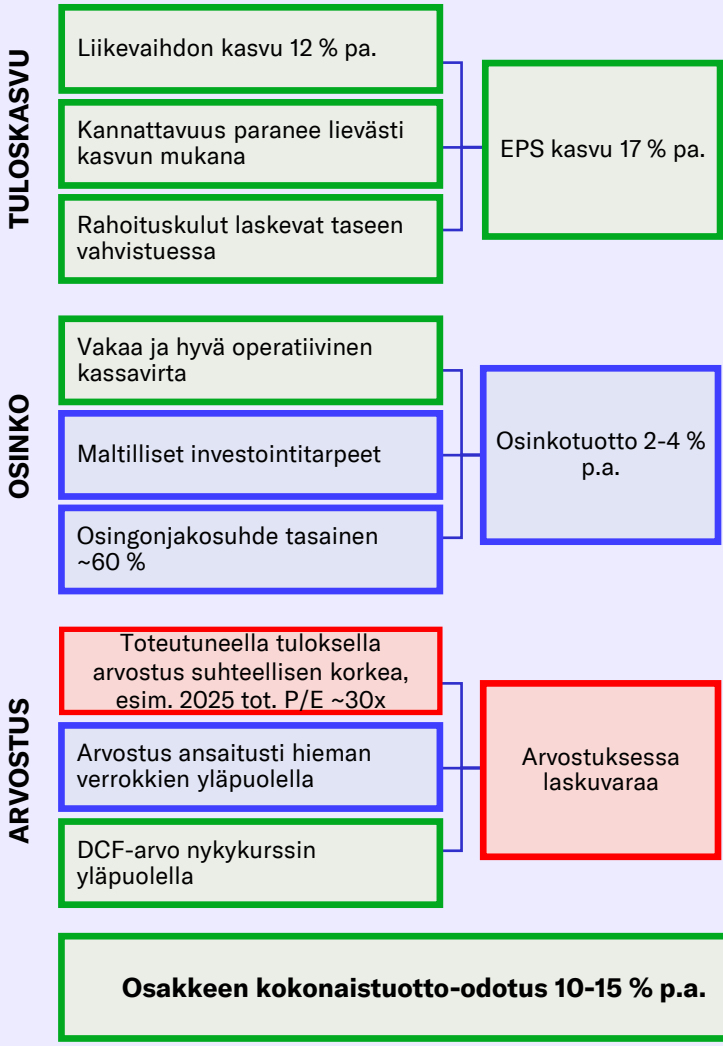
DCF-malli tarjoaa osakkeelle nousuvaraa

Vakaan toimialan, tasaisen kannattavuuden ja melko hyvin ennustettavan liiketoiminnan takia DCF-malli on mielestämme Harvialle relevantti arvonmäärittämenetelmä. Edellä kuvattujen tarkempien ennustevuosien jälkeen ennustamme yhtiölle vuosina 2029-2034 liikevaihdon kasvun säilyvän 10 %:ssa ja liikevoittomarginaalin nousevan asteittain 22,5 %:iin. Tämä tarkoittaa Harvian yltävän ennusteissamme vuonna 2034 noin 500 MEUR:n liikevaihtoon ja noin 100 MEUR:n liiketulokseen. Terminaalijaksen kasvuennusteemme on 3 % ja liikevoittomarginaali 22,5 %.

Investointitasoa odotamme pysyvän lähivuosina hieman aiempia odotuksia korkeampana USA:n kasvuninvestointien vuoksi. Yhtiön pääomatarve on yleisesti ottaen maltillinen ja pääoman tuotto korkea, mikä mahdollistaa vahvan kassavirran ja kasvun. Keskipitkän aikavälin oletuksemme yhtiön capex/liikevaihto-luvuksi on noin 4 %, mikä mahdollistaa myös kasvun, ylläpitoinvestointitasoa ollessa mielestämme lähempänä 2 %:a.

Osaketuoton ajurit 2025-2028e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvostus 2/3

Tuottovaatimuksena (WACC) käytämme 8,8 %:n tasoa. Iso osa (noin 2/3) rahavirroista syntyy vasta vuoden 2035 jälkeen eli terminaalijaksolla. DCF-mallimme antaa Harvian velattomaksi arvoksi noin 960 MEUR, mikä tarkoittaa osakepääoman arvoksi noin 880 MEUR eli noin 47 euroa osakkeelta.

Tulospohjainen arvostus hyväksyttävällä tasolla vuoden 2027 kertoimilla

Harvian EV/EBIT -arvostus on vuoden 2026 tuloksella noin 19x. Vuoden 2027 EV/EBIT on 16x, joka on mielestämme jo hyväksyttävällä tasolla (15-16x). Vuoden 2026 ollessa jo loppupuolella näemme perustelluksi katsoa myös vuoden 2027 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 vuosina 2020-21 hyvin korkeiksi. Yhtiön yli 20 % pääoman tuottotasot ja kasvunäkymä huomioiden nykyinen arvostus on mielestämme hyväksyttävä. Myös hyvän kassavirran myötä vahvistuva tase antaa mahdollisuuksia yritysostoihin.

P/E-luvulla Harvia on hinnoiteltu vuoden 2026 tuloksella noin 25x, mikä tarkoittaa 4 %:n tulostuottoa. Hyväksyttäväksi tasoksi näemme noin 20x-tason, johon Harvia päättyy vuonna 2027. Absoluuttisten tulostulokertoimien näkökulmasta arvostus on siis hyväksyttävällä tasolla ensi vuoden kertoimilla.

Harvia tarjoaa nykykurssilla ja 60 %:n osingonjakosuhteella 2-3 %:n osinkotuoton lähivuosina. Arvioimme Harvian vapaan kassavirran olevan noin 30 MEUR lähivuosina, mikä nykykurssilla tarjoaa vajaan 4 %:n kassavirtatuoton. Koska uskomme Harvian pystyvän lähivuosina yli 15 %:n tuloskasvuun, tulee tuotto-odotukseksi tätä kautta noin 20 % p.a.

Arvostus perustellusti verrokkiryhmän yläpuolella

Harvialle on vaikea löytää pörssilistattuja samankaltaisia verrokkiyhtiöitä, sillä relevanttia sauna- ja spa-alan vertailuyhtiötä ei löydy. Olemme käyttäneet verrokkiryhmässä kansainvälisiä pörssiyhtiöitä, jotka muistuttavat kukin omien piirteidensä puolesta jotenkin Harviaa. Yhteisiä piirteitä voi löytyä samasta maantieteellisestä liiketoiminta-alueesta, samankaltaisesta tuotanto- ja jakelustrategiasta, kasvu- ja kannattavuusprofileista jne. Verrokkiyhtiöt ja niiden kertoimet on listattu sivulla 33.

Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT vuodelle 2026 on 14x ja P/E noin 18x. Sekä vuosien 2026 että 2027 luvuilla Harvian arvostus on sekä EV/EBIT- että P/E-luvulla 30-50 % verrokkiryhmää korkeampi. Verrokkiryhmän eroista johtuen sen arvostus ei mielestämme ole suoraan sovellettavissa Harviaan. Näemme jonkinlaisen preemioarvostuksen perusteltuna Harvian korkean pääoman tuoton, hyvien kasvunäkymien (sekä markkinakasvun että markkinaosuuksien voittamisen kautta), suhteellisen onnistuneen yritysostohistorian 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 vuoden 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.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	42,0	42,0	42,0
Osakemäärä, milj. kpl	18,8	18,8	18,8
Markkina-arvo	789	789	789
Yritysarvo (EV)	844	830	815
P/E (oik.)	24,1	20,2	17,8
P/E	24,3	20,2	17,8
P/B	5,3	4,6	4,0
P/S	3,5	3,1	2,8
EV/Liikevaihto	3,7	3,3	2,9
EV/EBITDA	15,8	13,4	11,9
EV/EBIT (oik.)	18,5	15,7	13,9
Osinko/tulos (%)	47,5 %	48,2 %	59,5 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,4 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Arvostus 3/3

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 tarvittava preemio huomioiden nykyinen arvostus asettaa hinnan jo melko korkealle mahdollista ostotarjousta ajatellen.

Aiemmat yritysostot selvästi plussan puolella

Harvia on ollut suhteellisen aktiivinen yritysostoissa ja se tavoittelee niitä jatkossakin. Yhtiö on myös onnistunut niiden kehittämisessä keskimäärin 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 hankinnan 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.

Vuonna 2020 tehty EOS-kauppa vaikuttaa niin ikään hyvältä, mutta ei niin selvästi arvoa luovalta kuin kaksi aiempaa. Korona-ajan kysyntähuipussa ostetun kylpytynnyrivalmistaja Kiramin osalta kaupan ajoitus oli heikko, ja yhtiön liikevaihto on laskenut vuosina 2022-25 selvästi, joskin tulos saatiin kammettua lievästi plussalle viime vuonna. 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 sen olevan Harvialle järkevä ostos. Höyrytuotteiden kasvu ei ole kuitenkaan kehittynyt viime aikoina yhtiön suunnitelmien mukaisesti. Höyryn rooli Harvian pidemmänkin aikavälin kasvussa näyttää jonkin verran maltillisemmalta kuin ThermaSol-kaupan aikaan ajattelimme.

Näemme yritysostot mahdollisuutena

Näemme kokonaisuutena Harvian yritysostojen olleen onnistuneita, ja siten yhtiöllä on mielestämme myös jatkossa mahdollisuus luoda niillä arvoa. Kuten aiemmin mainitsimme, tuotekategorian täydennys etenkin infrapunapuolella (ja mieluiten USA:n markkinalla) olisi mielestämme loogisin kohde mahdolliselle yritysostolle. Valmissaunojen puolella voisi myös olla mahdollisuuksia laajentaa läsnäoloa ja/tai tuotantoa yritysostolla, joskin Harvialla pitäisi olla tähän myös orgaanisesti hyvät edellytykset.

Infrapunasaunoissa pääosa merkittävistä toimijoista on ulkoistanut saunojen tuotannon, jolloin erottautuminen ja 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. USA:n kasvun

osalta omat laajennusinvestoinnit ovat todennäköisesti järkevämpi tapa jatkaa kasvua.

Voimme karkeasti arvioida mahdollisten tulevien yritysostojen vaikutusta, vaikka kauppojen ajoituksen, koon ja hinnan arviointi onkin käytännössä mahdotonta. Nykyisillä korkeilla arvostuskertoimilla Harvialla on mielestämme hyvät mahdollisuudet 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. Jos 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 ylttäisivät Harvian keskimääräiseen kannattavuuteen (yksinkertaisuuden vuoksi heti alusta alkaen, mikä käytännössä tuskin toteutuisi), DCF-arvomme nousisi noin 3 euroa osakkeelta tai 6-7 %. Jos orgaaninen kasvu nopeutuisi lisäksi 1 %-yksikköä vuodessa vuosina 2028-35 välillä näiden ansiosta, DCF-arvoon tulisi toiset 3 euroa osakkeelta lisää.

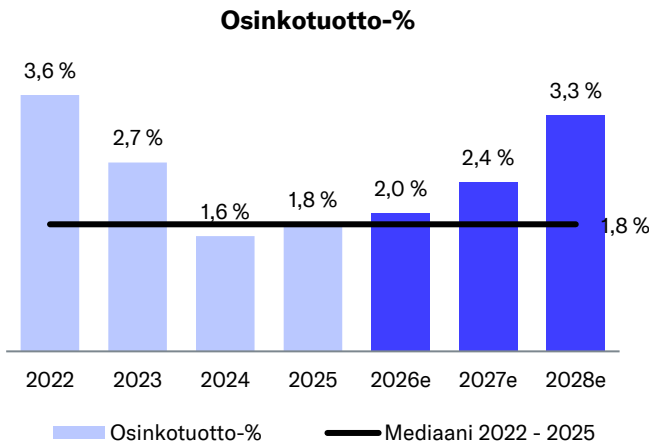
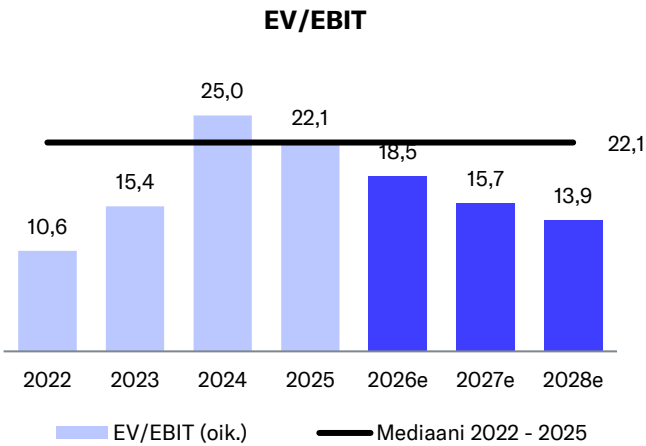
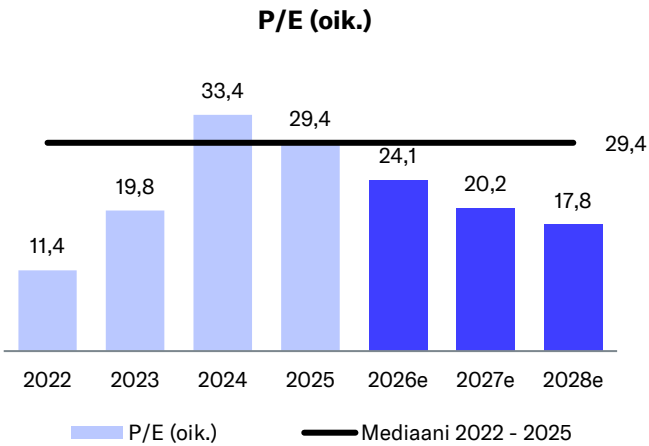
Pidemmän aikavälin tuotto-odotus hyvä

Uskomme Harvian pysyvän noin 10 %:n kasvu-uralla 2030-luvun puoliväliin asti. 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 tuloskasvuodotus muotoutuu liikevaihdon kasvun tasoon eli ~10 % p.a. Kun siihen lisätään noin 2-5 %:n osinkotuotto, kokonaistuotoksi muodostuu 10-15 % eli tuottovaatimustamme korkeampi taso. Pidemmälläkin aikavälillä tuotto-odotus on siis hyvä.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	58,7	17,7	25,5	46,1	42,9	42,0	42,0	42,0	42,0
Osakemäärä, milj. kpl	18,6	18,7	18,7	18,7	18,7	18,8	18,8	18,8	18,8
Markkina-arvo	1091	330	476	860	801	789	789	789	789
Yritysarvo (EV)	1181	388	518	926	865	844	830	815	803
P/E (oik.)	31,7	11,4	19,8	33,4	29,4	24,1	20,2	17,8	16,0
P/E	32,4	12,2	20,4	35,6	30,3	24,3	20,2	17,8	16,0
P/B	13,5	3,4	4,4	7,0	6,2	5,3	4,6	4,0	3,6
P/S	6,1	1,9	3,2	4,9	4,0	3,5	3,1	2,8	2,5
EV/Liikevaihto	6,6	2,3	3,4	5,3	4,3	3,7	3,3	2,9	2,6
EV/EBITDA	22,5	9,2	13,2	21,8	18,9	15,8	13,4	11,9	10,5
EV/EBIT (oik.)	24,9	10,6	15,4	25,0	22,1	18,5	15,7	13,9	12,2
Osinko/tulos (%)	33 %	44 %	55 %	58 %	54 %	47 %	48 %	60 %	60 %
Osinkotuotto-%	1,0 %	3,6 %	2,7 %	1,6 %	1,8 %	2,0 %	2,4 %	3,3 %	3,8 %

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	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Thule Group AB	1847	2207	14,0	12,5	11,7	10,5	2,4	2,2	17,0	14,9	4,6	5,3	2,7
Nobia AB	178	461	14,3	10,1	6,9	5,5	0,9	0,9	30,3	7,2			0,9
Dometic Group AB	577	1550	9,7	7,9	6,2	5,4	0,9	0,8	7,9	5,4	4,7	6,0	0,3
Nokian Tyres plc	2151	2966	23,9	17,0	11,0	9,1	2,0	1,8	25,2	17,5	2,0	2,7	1,7
Rapala VMC Oyj	66	152	9,5	10,5	5,8	5,7	0,6	0,6	17,0	14,7		0,6	0,6
Husqvarna AB	1774	2600	10,3	8,4	5,2	4,5	0,7	0,6	11,8	9,9	3,8	5,1	0,8
Inwido AB	954	1217	13,9	11,8	9,7	8,5	1,3	1,2	17,2	14,0	3,3	3,5	1,9
Nibe Industrier AB	7928	9522	21,0	18,4	14,5	13,1	2,5	2,3	27,1	22,4	1,1	1,3	2,7
Technogym SpA	2603	2516	15,0	13,1	11,1	9,9	2,3	2,1	21,0	18,4	3,2	3,5	6,8
Rockwool A/S	5415	5583	11,0	9,9	6,8	6,3	1,5	1,4	13,8	12,7	2,2	2,5	1,8
Kingspan Group PLC													
Electrolux AB	1824	3936	14,0	8,8	5,5	4,2	0,3	0,3	17,5	7,3	0,1	3,8	1,0
De' Longhi SpA	5943	5463	10,0	9,4	8,1	7,7	1,4	1,3	15,9	15,0	2,6	2,8	2,6
Tulikivi	31	38		18,8	18,8	9,4	1,3	1,2		25,6		3,9	1,9
Harvia (Inderes)	789	844	18,5	15,7	15,8	13,4	3,7	3,3	24,1	20,2	2,0	2,4	5,3
Keskiarvo			13,9	12,0	9,3	7,7	1,4	1,3	18,5	14,2	2,8	3,4	2,0
Mediaani			13,9	10,5	8,1	7,7	1,3	1,2	17,1	14,7	2,9	3,5	1,8
Erotus-% vrt. mediaani			33 %	49 %	96 %	75 %	182 %	164 %	41 %	37 %	-33 %	-32 %	204 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	175	52,0	47,2	46,0	53,7	199	58,6	52,8	54,8	60,2	226	253	282	312
Pohjois-Eurooppa	43,8	11,9	11,5	11,1	12,1	46,6	13,9	11,3	13,3	12,7	51,2	53,3	54,9	56,5
Manner-Eurooppa	52,7	14,5	12,7	12,6	15,8	55,6	15,3	12,4	14,5	16,5	58,8	61,7	64,8	68,0
Pohjois-Amerikka	62,0	21,8	16,6	16,6	20,8	75,8	24,4	23,0	20,8	24,8	93,0	112	132	151
APAC & MEA	16,7	3,8	6,4	5,7	5,1	21,0	4,9	6,1	6,3	6,1	23,4	26,9	30,9	35,6
Käyttökate	42,4	13,8	9,4	10,2	12,4	45,8	14,8	10,4	13,7	14,4	53,3	61,8	68,7	76,3
Poistot ja arvonalennukset	-7,0	-1,9	-1,8	-1,8	-2,0	-7,5	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-8,0	-8,8	-10,0	-10,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	37,1	11,9	8,2	8,5	10,5	39,1	12,9	8,6	11,7	12,4	45,6	53,0	58,7	65,6
Liikevoitto	35,5	11,9	7,6	8,4	10,4	38,3	12,8	8,4	11,7	12,4	45,3	53,0	58,7	65,6
Nettorahoituskulut	-3,6	-1,4	-2,2	-0,5	-1,1	-5,1	-0,7	-1,3	-0,8	-0,8	-3,6	-3,0	-2,0	-2,3
Tulos ennen veroja	31,8	10,5	5,4	8,0	9,3	33,2	12,1	7,1	10,9	11,6	41,7	50,0	56,7	63,3
Verot	-7,6	-2,1	-1,1	-1,9	-1,7	-6,8	-2,8	-1,5	-2,4	-2,6	-9,2	-11,0	-12,5	-13,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	24,2	8,4	4,4	6,1	7,6	26,4	9,3	5,6	8,5	9,1	32,4	39,0	44,2	49,4
EPS (oikaistu)	1,38	0,45	0,27	0,33	0,41	1,46	0,50	0,31	0,45	0,48	1,74	2,08	2,35	2,63
EPS (raportoitu)	1,30	0,45	0,23	0,33	0,41	1,42	0,49	0,30	0,45	0,48	1,73	2,08	2,35	2,63

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	16,4 %	22,6 %	9,3 %	18,9 %	5,5 %	13,5 %	12,8 %	11,9 %	19,2 %	12,1 %	13,9 %	11,9 %	11,4 %	10,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	9,9 %	17,8 %	-12,7 %	-3,8 %	20,3 %	5,5 %	8,4 %	4,3 %	36,9 %	18,7 %	16,5 %	16,3 %	10,7 %	11,7 %
Käyttökate-%	24,2 %	26,5 %	19,9 %	22,2 %	23,0 %	23,0 %	25,2 %	19,7 %	24,9 %	24,0 %	23,5 %	24,4 %	24,3 %	24,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	21,2 %	22,9 %	17,4 %	18,5 %	19,5 %	19,7 %	22,0 %	16,2 %	21,3 %	20,6 %	20,1 %	20,9 %	20,8 %	21,0 %
Nettotulos-%	13,8 %	16,1 %	9,2 %	13,2 %	14,2 %	13,3 %	15,8 %	10,6 %	15,5 %	15,1 %	14,3 %	15,4 %	15,7 %	15,8 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	146	149	155	161	166
Liikearvo	91,1	89,3	89,3	89,3	89,3
Aineettomat hyödykkeet	16,9	19,2	19,4	19,6	19,6
Käyttöomaisuus	36,3	38,8	44,6	50,5	55,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,8	1,4	1,4	1,4	1,4
Vaihtuvat vastaavat	119	123	132	120	133
Vaihto-omaisuus	49,2	52,1	56,6	60,8	67,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Myyntisaamiset	22,3	24,6	29,4	33,0	36,7
Likvidit varat	46,4	45,2	45,3	25,3	28,2
Taseen loppusumma	265	271	287	281	299

Lähde: Inderes

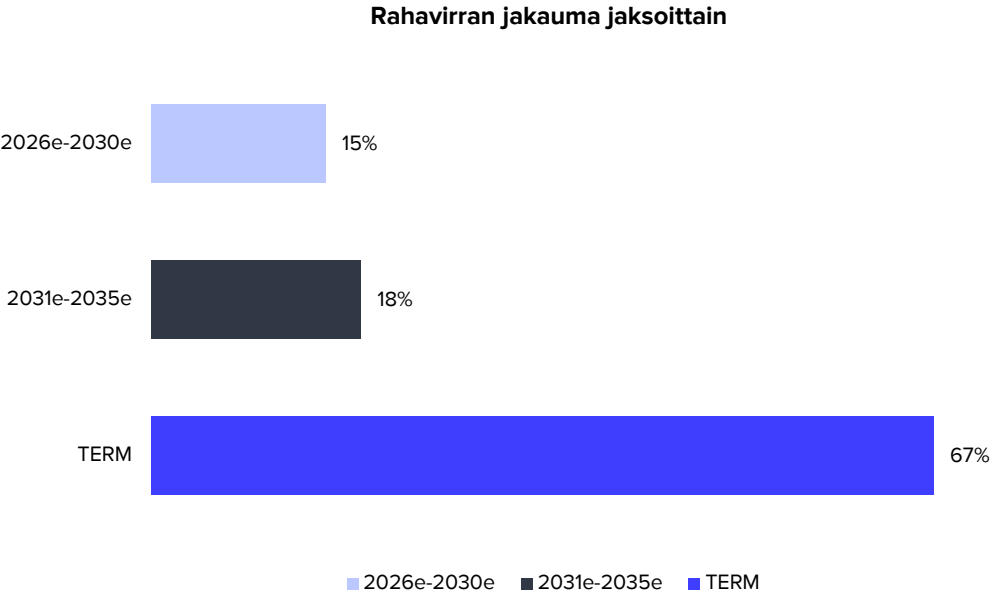
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	124	130	149	172	198
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	86,8	99,1	117	141	166
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	35,9	30,2	30,2	30,2	30,2
Vähemmistöosuus	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Pitkäaikaiset velat	111	107	88,9	54,6	45,6
Laskennalliset verovelat	2,7	2,2	2,2	2,2	2,2
Varaukset	2,8	2,4	2,4	2,4	2,4
Korolliset velat	103	102	83,4	49,1	40,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Lyhytaikaiset velat	29,3	33,5	49,3	53,9	56,0
Korolliset velat	1,0	1,3	11,7	12,3	10,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	26,4	28,6	34,0	38,0	42,3
Muut lyhytaikaiset velat	1,9	3,6	3,6	3,6	3,6
Taseen loppusumma	264	271	287	281	299

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	13,5 %	13,9 %	11,9 %	11,4 %	10,4 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	19,3 %	20,0 %	20,9 %	20,8 %	21,0 %	21,5 %	22,0 %	22,5 %	22,5 %	22,5 %	22,5 %	22,5 %
Liikevoitto	38,3	45,3	53,0	58,7	65,6	73,7	82,9	93,3	103	113	116	
+ Kokonaispoistot	7,5	8,0	8,8	10,0	10,7	11,4	12,2	13,0	13,9	15,0	16,1	
- Maksetut verot	-7,9	-9,2	-11,0	-12,5	-13,9	-15,8	-18,0	-20,4	-22,6	-24,9	-25,6	
- verot rahoituskuluista	-1,1	-0,8	-0,7	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1	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	-1,4	-4,0	-3,7	-6,3	-6,4	-6,9	-7,5	-8,3	-9,1	-10,0	-3,3	
Operatiivinen kassavirta	35,4	39,3	46,5	49,4	55,4	62,0	69,3	77,5	84,9	93,0	103	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,4	-14,0	-15,0	-15,0	-15,6	-16,8	-18,2	-19,7	-21,4	-22,9	-23,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	23,6	25,3	31,5	34,4	39,8	45,2	51,1	57,8	63,5	70,1	79,8	
+/- 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	23,6	25,3	31,5	34,4	39,8	45,2	51,1	57,8	63,5	70,1	79,8	1408
Diskontattu vapaa kassavirta		24,8	28,4	28,5	30,3	31,6	32,8	34,1	34,4	34,9	36,5	644
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		960	935	907	878	848	816	784	749	715	680	644
Velaton arvo DCF		960										
- Korolliset velat		-103										
+ Rahavarat		45										
+ Osakkuusyhtiöt		0										
-Vähemmistöosuus		-6										
-Osinko/pääomapalautus		-14										
Oman pääoman arvo DCF		882										
Oman pääoman arvo DCF per osake		46,9										

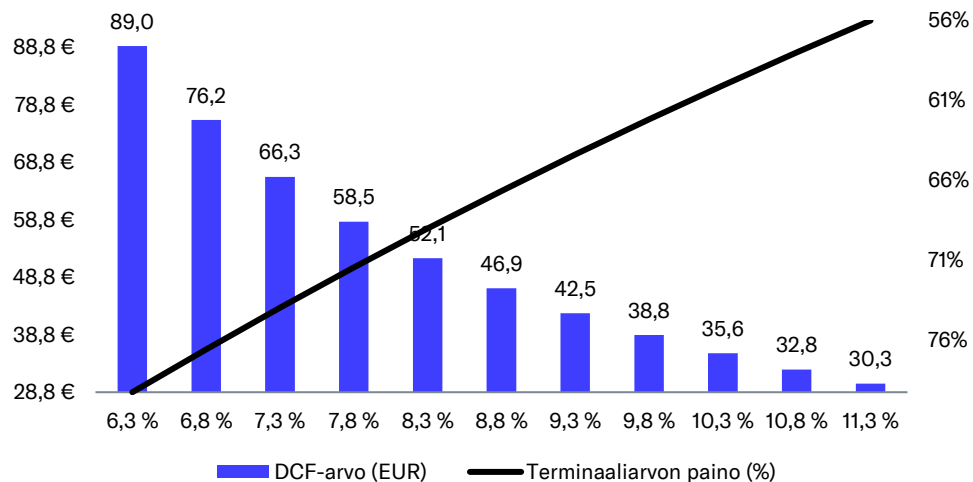
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,5
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

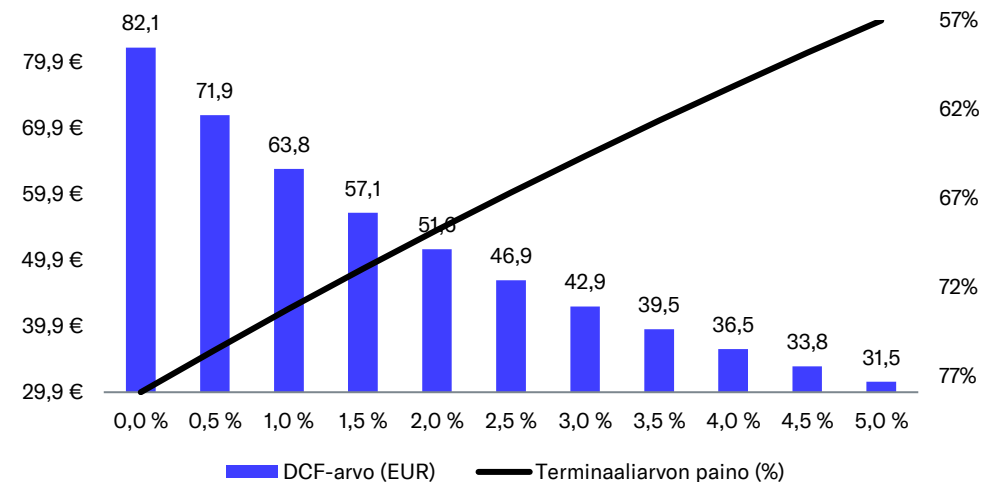


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

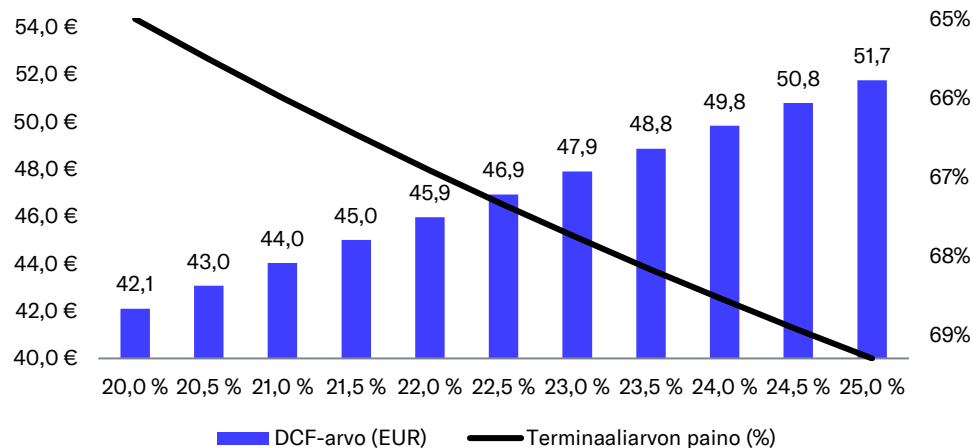
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



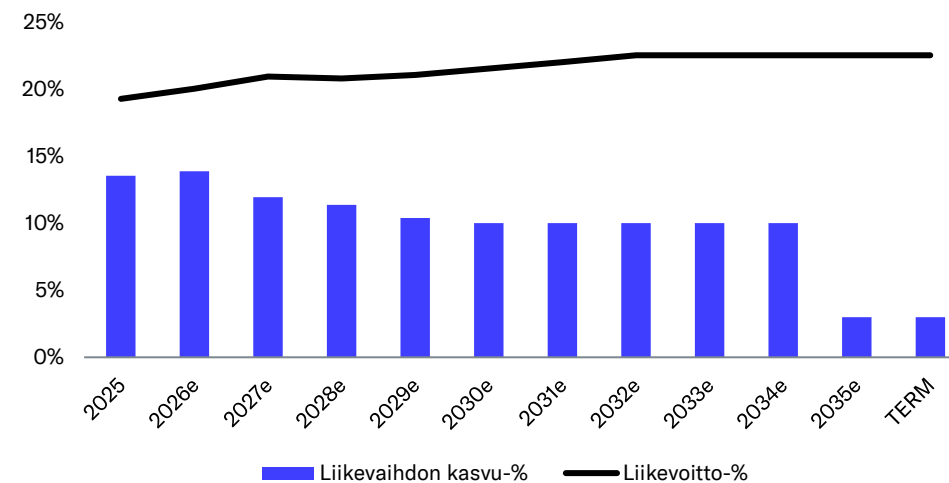
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	150,5	175,2	198,9	226,5	253,5
Käyttökate	39,3	42,4	45,8	53,3	61,8
Liikevoitto	33,0	35,5	38,3	45,3	53,0
Voitto ennen veroja	29,5	31,8	33,2	41,7	50,0
Nettovoitto	23,3	24,2	26,4	32,5	39,0
Kertaluontoiset erät	-0,7	-1,6	-0,8	-0,2	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	214,3	264,6	271,3	286,8	280,7
Oma pääoma	108,7	124,0	130,5	148,6	172,2
Liikearvo	73,4	91,1	89,3	89,3	89,3
Nettovelat	37,6	57,3	57,7	49,8	36,0

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	39,3	42,4	45,8	53,3	61,8
Nettokäyttöpääoman muutos	6,9	-8,9	-1,4	-4,0	-3,7
Operatiivinen kassavirta	39,1	26,7	35,4	39,3	46,5
Investoinnit	-3,2	-38,4	-9,4	-14,0	-15,0
Vapaa kassavirta	32,5	-8,1	23,6	25,3	31,5

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	3,4	5,3	4,3	3,7	3,3
EV/EBITDA	13,2	21,8	18,9	15,8	13,4
EV/EBIT (oik.)	15,4	25,0	22,1	18,5	15,7
P/E (oik.)	19,8	33,4	29,4	24,1	20,2
P/B	4,4	7,0	6,2	5,3	4,6
Osinkotuotto-%	2,7 %	1,6 %	1,8 %	2,0 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	1,25	1,30	1,42	1,73	2,08
EPS (oikaistu)	1,28	1,38	1,46	1,74	2,08
Operat. Kassavirta / osake	2,09	1,43	1,90	2,09	2,47
Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,74	-0,44	1,26	1,34	1,68
Omapääoma / osake	5,76	6,58	6,93	7,84	9,10
Osinko / osake	0,68	0,75	0,77	0,82	1,00

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-13 %	16 %	14 %	14 %	12 %
Käyttökatteen kasvu-%	-7 %	8 %	8 %	16 %	16 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-8 %	10 %	6 %	17 %	16 %
EPS oik. kasvu-%	-17 %	8 %	5 %	19 %	19 %
Käyttökate-%	26,1 %	24,2 %	23,0 %	23,5 %	24,4 %
Oik. Liikevoitto-%	22,4 %	21,2 %	19,7 %	20,1 %	20,9 %
Liikevoitto-%	21,9 %	20,2 %	19,3 %	20,0 %	20,9 %
ROE-%	22,7 %	21,0 %	20,9 %	23,5 %	24,5 %
ROI-%	18,1 %	17,1 %	16,6 %	19,0 %	22,2 %
Omavaraisuusaste	50,7 %	46,9 %	48,1 %	51,8 %	61,3 %
Nettovelkaantumisaste	34,6 %	46,2 %	44,2 %	33,5 %	20,9 %
Nettovelka/käyttökate	1,0	1,4	1,3	0,9	0,6
EBITDA/nettorahoituskulut	11,2	11,7	9,0	14,8	20,9

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 tulevista. 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 arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät 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 latineilla analytikoilla 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 latineen analyttikon 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.

Suositusistoria (>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 €
07/11/2025	Vähennä	43,00 €	42,95 €
13/02/2026	Osta	44,00 €	35,50 €
14/04/2026	Osta	44,00 €	34,95 €
08/05/2026	Lisää	44,00 €	41,05 €
07/08/2026	Lisää	47,00 €	44,35 €
06/10/2026	Lisää	47,00 €	41,95 €



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.**