

Yhtiö

Harvia Oyj – konserni

64.21 Holdingyhtiöiden toiminta

Y-TUNNUS

2612169-5

RAPORTIN PÄIVÄ

2026-10-14

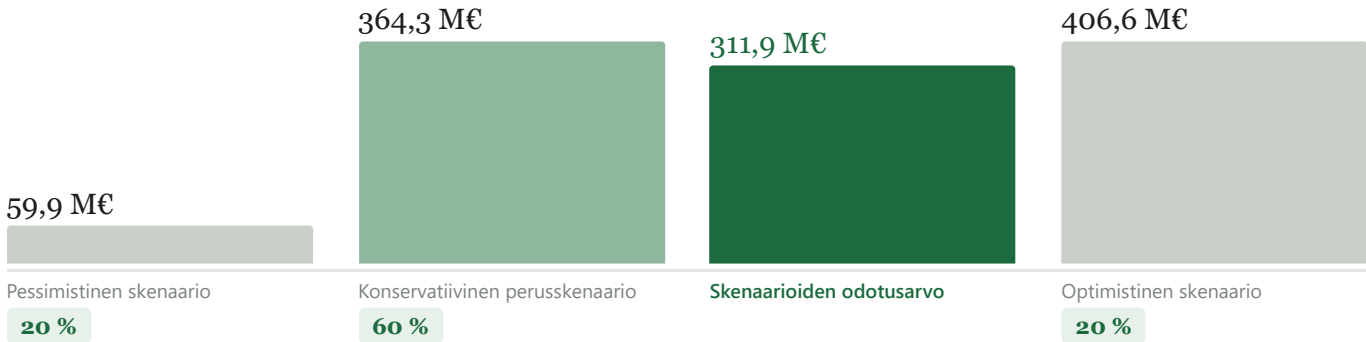
OMAN PÄÄOMAN ARVO · SKENAARIOIDEN ODOTUSARVO

311,9 M€

Skenaarioiden todennäköisyyksillä painotettu odotusarvo. Todennäköisyydet ovat AI:n muodostamia, muokattavia oletuksia. Konservatiivinen perusskenaario ja haarukan ääripäät esitetään alla.

Odotusarvo muodostuu konservatiivisesta perusskenaariosta **364,3 M€**: perusskenaario – 60,9 M€ pessimistisen skenaarion vaikutus + 8,5 M€ optimistisen skenaarion vaikutus.

ARVION HAARUKKA SKENAARIOITTAIN



Konservatiivinen perusskenaario on laskettu yhtiön toteutuneista luvuista ja ennusteista. Menetelmät ja painot perustellaan arvonmäärittäysosiossa.

VIIMEISIN TILINPÄÄTÖS 2025

LIKEVAIHTO

198,9 M€

OMA PÄÄOMA

129,4 M€

TASE

271,3 M€

VEROTTAJAN MALLI

146,9 M€

1

TIIVISTELMÄ

311,9 M€ Skenaarioiden odotusarvo	364,3 M€ Konservatiivinen perusskenaario	59,9–406,6 M€ Skenaariohaarukka	ThermaSol-yritysosto, heinäkuu 2024 Markkinasignaali
---	--	---	--

Harvian oman pääoman arvon konservatiivinen perusskenaario (base case) on 364 348 tEUR. Se perustuu DCF:ään eli tulevien kassavirtojen muuttamiseen nykyarvoksi; laskelma esitetään yritysarvosta omistajalle jäävään arvoon [osiossa 7](#). Skenaarioiden odotusarvo on 311 920 tEUR ja haarukka 59 927–406 632 tEUR. Vakaan voitollisen yhtiön oletuspainot ovat 20 % / 60 % / 20 % (ks. [osio 9](#)).

OMISTAJA-ARVON SKENAARIOT (TEUR / %)

Skenaario	Omistaja-arvo	Todennäköisyys
Pessimistinen	59 927	20 %
Konservatiivinen	364 348	60 %
Optimistinen	406 632	20 %

Arvostus nojaa käytännössä siihen, että kasvu voidaan muuttaa kassavirraksi ilman jatkuvaa, mallin investointimenoihin nähden suurta yritysostobudjettia. Vuoden 2025 liikevaihto oli 198 900 tEUR ja liikevoitto 38 301 tEUR. Ennusteessa liikevaihto saavuttaa 401 232 tEUR vuonna 2035, mutta tämän kasvun rahoittamiseen tarvittava kokonaisinvestointi on ratkaiseva arvokysymys.

Painotettu arvio nojaa yhteen itsenäiseen hyväksyttyyn menetelmään. Menetelmäarvojen välillä ei muodosteta erillistä arvostushaarukkaa; skenaariohaarukka kuvaa liiketoiminnan onnistumisen vaihtelua, ei menetelmien välistä hajontaa (ks. osiot 7 ja 11).

Nykyliiketoiminta tukee positiivista arvoa: Harvia teki voittoa jokaisena kolmesta viimeisestä toteutuneesta vuodesta. Epämukavin havainto on kuitenkin kasvun ja tuloksen eriytyminen: vuonna 2025 liikevaihto kasvoi 13,52 %, mutta liikevoitto vain 7,93 %. Arvio olisi liian korkea, jos kasvu vaatisi ennustettua enemmän yritysostoja ja käyttöpääomaa; liian matala, jos nykyistä kannattavuutta voitaisiin ylläpitää selvästi mallin olettamaa pidempään.

Harvian heinäkuussa 2024 tekemä ThermaSol-yritysosto tukee tulkintaa laajentumisesta Yhdysvaltain premium-höyryratkaisuihin. Se on Harvian tekemä investointi, ei Harvian osakekannan hinta-ankkuri (lähde: [harviagroup.com](#)).

Keskeiset havainnot

Kasvu ei enää paranna marginaalia automaattisesti. Liikevaihto nousi 175 206 tEUR:sta 198 900 tEUR:oon vuosina 2024–2025, mutta liikevoittomarginaali laski 20,25 %:sta 19,26 %:iin. Arvon kannalta olennaista on kasvun tuottama lisäkassavirta, ei pelkkä myynnin lisäys.

Velka on hallittava mutta merkityksellinen vähennys omistaja-arvosta. Vuoden 2025 korolliset velat olivat 103 854 tEUR ja kassa 45 183 tEUR. Näistä laskettu nettovelka oli 58 671 tEUR; se vähennetään liiketoiminnan arvosta omistaja-arvoa johdettaessa (ks. [osio 7](#)).

Ennustejakson jälkeinen arvo painaa paljon, muttei yksin ratkaise laskelmaa. Terminaaliarvo eli ennustejakson jälkeisten vuosien arvo yhtenä lukuna muodostaa noin 51,46 % DCF:n yritysarvosta. Pitkän aikavälin oletusten merkitys on silti suuri (ks. [osio 7](#)).

Yritysostostrategia on sekä kasvun lähde että kassavirtariski. ThermaSol-kauppa tehtiin heinäkuussa 2024. Uuden tuotealueen myynti- ja kannattavuuskontribuutiota ei pidä rinnastaa automaattisesti konsernin keskimääräiseen tuloksentekoon (lähde: [harviagroup.com](#)).

Mistä arvio riippuu eniten

Ensimmäinen riippuvuus on kasvun hinta: vuosien 2026–2028 ennustetut liikevaihdon kasvut ovat 14,94 %, 14,23 % ja 14,59 %. Jos tämän saavuttaminen edellyttää merkittäviä uusia yritysostoja, niiden kustannukset on sisällytettävä kassavirtapohjaan.

Toinen riippuvuus on investointien riittävyys. Mallin vuoden 2035 bruttoinvestoinnit ovat 2 441 tEUR suhteessa 401 232 tEUR:n liikevaihtoon. Näin pieni investointitaso tarvitsee tuekseen näyttöä siitä, ettei kapasiteetin ylläpito tai kasvu vaadi suurempia menoja.

Kolmas riippuvuus on WACC eli pääoman tuottovaatimus, joka on 9,46 %. Se määrää, kuinka paljon tulevista kassavirroista maksetaan tänään. Raportti käyttää moottorin korkoa sellaisenaan.

■ Mikä kaataisi tämän arvion

Arvio menettää perustansa, jos ennustettu kasvu edellyttää olennaisesti enemmän yritysostorahoitusta tai ylläpitoinvestointeja kuin kassavirtamalli sisältää. Vastakkaiseen suuntaan arviota liikuttaisi näyttö siitä, että Harvia pystyy säilyttämään nykyisen kannattavuuden pitkään samalla, kun kasvu toteutuu ilman suuria lisäpääomapanoksia.

PERUSTIEDOT

Yhtiö	Harvia Oyj – konserni
Y-tunnus	2612169-5
Toimiala	64.21 Holdingyhtiöiden toiminta
Raportin päivä	2026-10-14
Lukujen taso	Konsernitaso (virallinen tilinpäätösdata)
Valuutta / yksikkö	tEUR

**Sisällys****AI-ARVONMÄÄRITYSRAPORTTI**

- 1** TIIVISTELMÄ
- 2** YHTIÖN LIIKETOIMINTAPROFIILI
- 3** MARKKINASIGNAALIT JA STRATEGINEN ARVO
- 4** HISTORIAALLINEN TALOUDELLINEN KEHITYS
- 5** ENNUSTEET
- 6** ARVONMÄÄRITYS
- 7** DISKONTATTU KASSAVIRTA
- 8** EVA — LISÄARVON TÄSMÄYTYSNÄKÖKULMA
- 9** HERKKYYSANALYYSI JA SKENAARIOT
- 10** ARVON AJURIT
- 11** RISKIT
- 12** MITKÄ TEKIJÄT LIIKUTTAISIVAT ARVIOTA
- 13** DATAN LAATU JA KÄYTETYT LÄHTEET
- 14** TILINPÄÄTÖSTAULUKOT JA LÄHTEET
- 15** METODOLOGIA, TEKOÄLYN ROOLI JA RAJOITUKSET
- 16** LIITE: ENNUSTEEN TÄYDET VUOSITASON LUVUT
- SANASTO

OSA

Tausta ja liiketoiminta

Mitä yhtiö tekee, miten se on kehittynyt ja mitä ennuste olettaa — pohja, jolle arvonmääritys rakentuu.

- 2** YHTIÖN LIIKETOIMINTAPROFIILI
- 3** MARKKINASIGNAALIT JA STRATEGINEN ARVO
- 4** HISTORIALLINEN TALOUDELLINEN KEHITYS
- 5** ENNUSTEET

2 YHTIÖN LIIKETOIMINTAPROFIILI

Ulkoisista lähteistä peräisin olevat tiedot ovat yhtiön tai kolmannen osapuolen julkaisemia, eivät tilintarkastettuja. Datan rajoitteet on kuvattu liitteissä.

Mitä yhtiö tekee

Harvia valmistaa ja myy sähkö- ja puukiukaita, ohjauskeskuksia, saunahuoneita, kylpytynnyreitä sekä höyry- ja infrapunaratkaisuja. Asiakkaita ovat jälleenmyyjien kautta palveltavat kuluttajat sekä saunarakentajat, talotehtaat ja kaupalliset hyvinvointikohteet. Ansainta perustuu tuotteiden valmistukseen ja jakeluun, ei pelkkään teknologialisensointiin (lähde: harviagroup.com).

Nykyinen tarjooma jakautuu kolmeen olennaiseen kokonaisuuteen: kiukaat ja komponentit, saunahuoneet ja kylpytynnyrit sekä höyry- ja premium-ratkaisut. Kirami laajensi kokonaisuutta kylpytynnyreihin ja ThermaSol höyryratkaisuihin. Pohjois-Amerikka on rikastuksen mukaan keskeinen kasvualue (lähde: harviagroup.com).

Miten tämä selittää tilinpäätöksen rakenteen

Tuotevalmistus sitoo pääomaa varastoihin ja tuotantovälineisiin. Vuonna 2025 vaihto-omaisuus oli 52 078 tEUR ja aineelliset hyödykkeet 38 817 tEUR. Kasvu ei siten ole pääomatarpeetonta.

Aineettomia hyödykkeitä oli 108 449 tEUR eli laskennallisesti 39,98 % taseen 271 283 tEUR:n loppusummasta. Niiden suuruus sopii yritysostoilla laajentuneen konsernin rakenteeseen, mutta erittelyä liikearvoon ja muihin eriin ei ollut saatavilla lähdedatassa. Koko määrää ei pidetä erikseen realisoitavana omaisuutena.

Henkilöstömäärä nousi 612:sta 733:een vuosina 2023–2025. Samaan aikaan henkilöstökulut nousivat 28 919 tEUR:sta 42 029 tEUR:oon. Valmistus- ja organisaatiokulut voivat kasvaa myyntiä nopeammin myös kansainvälistymisen aikana.

Myyntisaamiset olivat 20 702 tEUR vuonna 2025. Yhdessä varaston kanssa ne muodostavat merkittävän kasvun rahoitustarpeen, vaikka liiketoiminta on kannattavaa.

Vaikutus arvonmäärittäykseen

Kassavirtamenetelmä sopii konsernille paremmin kuin pelkkä kirja-arvo: arvo perustuu tuotteiden tulevaan tuloksentekoon, ei aineettomien erien pakkomyyntiin. Vuoden 2025 nettotulos 26 437 tEUR tukee sitä, että kyse on toimivasta, voitollisesta liiketoiminnasta.

Yritysstot voivat avata uusia tuotealueita, mutta maksettu kauppahinta on samalla kassavirran käyttöä. ThermaSolin merkitys on siksi arvioitava tulokontribuution ja hankintahinnan yhteisvaikutuksena, ei vain laajentuneena markkinana (lähde: harviagroup.com).

Markkina ja sen koko

Rikastuksessa globaalin sauna- ja spa-markkinan kooksi esitetään noin 4 000 000 tEUR ja historialliseksi kasvuksi noin 5 % vuodessa. Nämä ovat julkiseen markkinakuvaukseen perustuvia suuruusluokkia, eivät Harvian ennusteita tai varmennettuja tilinpäätöslukuja. Markkina kuvataan hajanaiseksi, mikä mahdollistaa yritysostovetoisen laajentumisen (lähde: inderes.fi).

Optimistisen skenaarion tuotelinjakohtaiset tavoitettavat markkinat ovat erillisiä, käyttäjän muokattavia oletuksia. Niitä ei esitetä markkinatutkimuksen todistamina lukuina eikä käytetä konservatiivisen ennusteen korottamiseen (ks. [osio 9](#)).

Kilpailijat ja kilpailuasema

Rikastus kuvaa Sauna360:n kooksi n. 80 M€ (2021–2022), Klafsin liikevaihdon julkisesti puuttuvaksi ja Narvin kooksi 13,3 M€ (2025). Nämä ovat kilpailijoiden taustatietoja sellaisina kuin rikastus ne antaa, eivät tämän raportin laskentasyötteitä (lähde: inderes.fi). Narvin kokotiedon lähde on erikseen Asiakastieto (lähde: asiakastieto.fi).

KILPAILIJAT SEGMENTEITTÄIN

Kilpailija	Koko tai liikevaihto	Rahoitus tai asema	Segmentti	Lähde
Sauna360 Group (Masco)	n. 80 M€ (2021-2022)	Masco Corporationin omistama; yritysosto 2023	Kiukaat ja saunat	inderes.fi
Klafs	Liikevaihto ei julkisesti saatavilla	Kohlerin omistama; rikastuksen ajankohta 2023/2024	Saunahuoneet ja kaupalliset ratkaisut	inderes.fi
Narvi Oy	13,3 M€ (2025)	Suomalainen yksityisomisteinen haastaja	Kiukaat Suomessa	asiakastieto.fi

Harvian kilpailuasemaa tukevat rikastuksessa laaja tuotevalikoima ja kansainvälinen jakelu. Toisaalta Sauna360 ja Klafs kuuluvat suuriin teollisiin omistajiin, joten niiden resurssit eivät rajoitu yksittäisen saunaliiketoiminnan kokoon (lähde: [inderes.fi](#)).

Rikastus ei osoita sellaista patenttisuojaa, asiakaspysyvyyttä tai verkostovaikutusta, jonka perusteella kilpailuetu voitaisiin hinnoitella erikseen. Digitaaliset ohjausratkaisut kuuluvat tarjoomaan, mutta niiden itsenäistä kassavirtaa ei ole eritelty (lähde: [harviagroup.com](#)).

Lähderekisteri

Liiketoimintatulkinnan lähteitä ovat Harvian strategia- ja yrityskauppasivut, Inderes sekä Narvin osalta Asiakastieto. Lukitun rikastuksen lähderekisteri ja hakupäivämäärät esitetään [osiossa 14](#).

3 MARKKINASIGNAALIT JA STRATEGINEN ARVO

Tunnistettut markkinasignaalit

Harvia osti ThermaSolin heinäkuussa 2024. Raporttipäivänä kauppa on yli kaksi vuotta vanha strateginen tapahtuma, ei nykyhinnan todiste. Kaupan jälkeen konsernin liikevaihto nousi vuoden 2024 tasosta 175 206 tEUR vuoden 2025 tasoon 198 900 tEUR, mutta ThermaSolin osuutta kasvusta ei voida erottaa. Kaupan tueksi rikastuksessa mainittu laina ei yksilöi hankintahintaa (lähde: harviagroup.com).

Mascon vuonna 2023 tekemä Sauna360-kauppa osoittaa teollisen ostajan kiinnostusta toimialaan. Se on historiallinen toimialatapahtuma, ei Harvian nykyhintaa. Ilman kauppahintaa ja ehtoja siitä ei voida päätellä alan arvostustason nousua (lähde: pitchbook.com).

MARKKINASIGNAALIT JA NIIDEN KÄYTTÖ

Signaali	Ajankohta	Lähde	Summa tai tieto	Luotettavuus	Tulkinta
Harvia osti ThermaSol Steam Bath LLC:n	2024-07	harviagroup.com	Toteutunut yritysosto; kauppahinta ei ollut saatavilla lähdedatassa	Vahva	Harvian oma laajentumisinvestointi. Historiallinen ankkuri, ei nykyhintaa eikä Harvian osakekannan arvostus.
Masco Corporation osti Sauna360 Groupin	2023	pitchbook.com	Toteutunut kilpailijan yrityskauppa; kauppahinta ei ollut saatavilla lähdedatassa	Vahva	Historiallinen ankkuri, ei nykyhintaa. Tukee toimialan strategista kiinnostavuutta, ei numeerista arvostuskerrointa.

Markkinasignaalin käänteislaskelma

Käänteislaskelmaa eli hinnan muuttamista sen edellyttämäksi pysyväksi kassavirraksi ei voida tehdä, koska signaaleille ei ole yksilöityä kauppahintaa. Rahoituslainan määrä ei ole osakekannan tai liiketoiminnan arvo. WACC on käytettävissä, mutta puuttuvaa hintaa ja arvopohjaa ei korvata oletuksella.

Tulkinta arvonmäärityksen kannalta

ThermaSol-kauppa tukee Harvian omaa laajentumisstrategiaa. Se ei itsessään osoita, että Harviasta maksettaisiin strateginen lisähinta. Mahdolliset synergiat kuuluvat analyysiin vasta, kun niiden tulos- tai kassavirtavaikutus voidaan eritellä.

Konservatiivinen malli mittaa annetun ennusteuran kassavirta-arvoa. Yrityskauppasignaalit kuvaavat tuotealueiden ja omistusrakenteiden muutoksia. Niille ei anneta menetelmäpainoa, eikä dokumentoimatonta strategista lisäarvoa lisätä perusskenaarioon.

4 HISTORIAALLINEN TALOUDELLINEN KEHITYS

Avainluvut

Vuosien 2017–2025 liikevaihdot ovat järjestyksessä 60 107, –, 74 095, 109 115, 179 123, 172 408, 150 547, 175 206 ja 198 900 tEUR. Liikevoitot ovat 9 262, –, 13 324, 22 376, 46 644, 34 678, 33 044, 35 486 ja 38 301 tEUR. Niistä lasketut EBIT-marginaalit ovat 15,41 %, –, 17,98 %, 20,51 %, 26,04 %, 20,11 %, 21,95 %, 20,25 % ja 19,26 %.

Samojen vuosien kassat ovat 8 345, –, 10 879, 27 321, 15 489, 25 310, 40 581, 46 447 ja 45 183 tEUR. Korolliset velat ovat 83 482, –, 40 568, 69 731, 80 342, 83 448, 78 353, 106 632 ja 103 854 tEUR. Nettovelat, laskettuna korolliset velat miinus kassa, ovat 75 137, –, 29 689, 42 410, 64 853, 58 138, 37 772, 60 185 ja 58 671 tEUR.

HISTORIAALLINEN AVAINLUKUYHTEENVETO (TEUR / %)

Mittari	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Liikevaihto	60 107	–	74 095	109 115	179 123	172 408	150 547	175 206	198 900
EBIT	9 262	–	13 324	22 376	46 644	34 678	33 044	35 486	38 301
EBIT-% (laskelma)	15,41 %	–	17,98 %	20,51 %	26,04 %	20,11 %	21,95 %	20,25 %	19,26 %
Rahat	8 345	–	10 879	27 321	15 489	25 310	40 581	46 447	45 183
Korolliset velat	83 482	–	40 568	69 731	80 342	83 448	78 353	106 632	103 854
Nettovelka (laskelma)	75 137	–	29 689	42 410	64 853	58 138	37 772	60 185	58 671

Analyyysi

Historiassa näkyy selvä sykli: liikevaihto kasvoi nopeasti vuoteen 2021, supistui vuosina 2022–2023 ja nousi uuteen huippuun vuonna 2025. Rikastus yhdistää poikkeuksellisen kasvuvaiheen pandemiaan ja yritysostoihin.

Huippuvuotta ei siksi käytetä normaalin kasvunopeuden tai pysyvän marginaalin oletuksena (lähde: [inderes.fi](https://www.inderes.fi)).

Vuoden 2025 myynti ylitti vuoden 2021 myynnin, mutta liikevoitto jäi alle vuoden 2021 tason. Liikevoitto oli 38 301 tEUR verrattuna 46 644 tEUR:oon. Tämä on arvon kannalta tärkeämpi havainto kuin uusi liikevaihtoennätys: suurempi liiketoiminta ei tuottanut yhtä suurta absoluuttista liikevoittoa.

Vuosina 2024–2025 henkilöstökulut kasvoivat laskennallisesti 19,36 % ja muut liiketoimintakulut 15,29 %, kun liikevaihdon kasvu oli 13,52 %. Käyttökate nousi 42 462 tEUR:sta 45 748 tEUR:oon. Marginaalin lasku selittyy luvuissa sillä, että kulupohja kasvoi myyntiä nopeammin; syytä ei päätellä ilman erillistä tietoa.

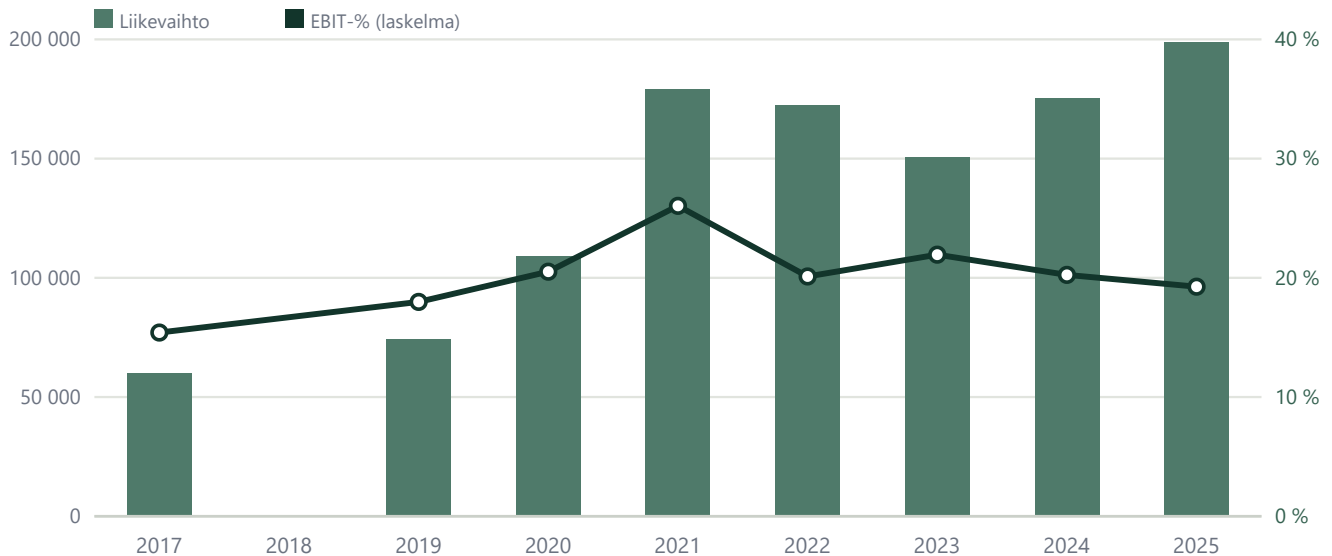
Vuoden 2025 oma pääoma oli 129 404 tEUR ja nettotulos 26 437 tEUR. Korollisten velkojen ja kassan suhde oli laskennallisesti 2,30. Velka ei estä positiivista arvoa, mutta kassaa ei voi käsitellä kokonaan vapaana omistajaomaisuutena samalla, kun velkavähennys sivuutetaan.

Vaihto-omaisuus nousi 49 151 tEUR:sta 52 078 tEUR:oon ja saamiset 19 173 tEUR:sta 20 702 tEUR:oon vuosina 2024–2025. Kasvun käyttöpääomatarve on todellinen. Luotettavaa nollatuloksen liikevaihtorajaa ei lasketa, koska kiinteiden ja muuttuvien kulujen erittelyä ei ollut saatavilla lähdedatassa.

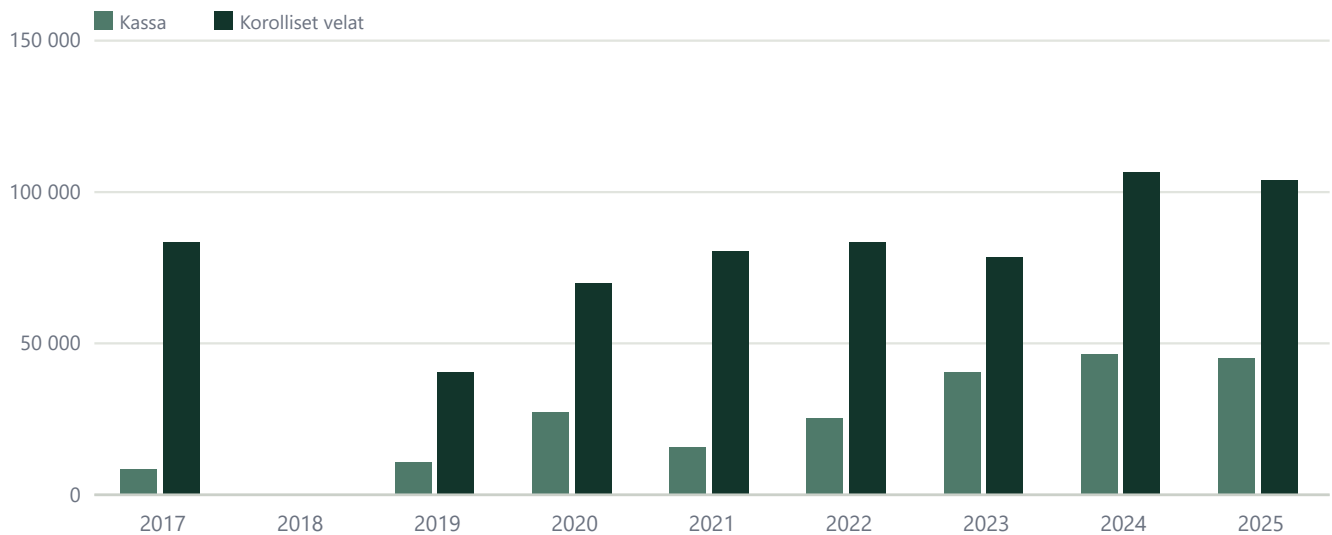
Normalisointihuomiot

Merkittäviä yksittäisiä normalisointierä ei tunnistettu toimitetun datan perusteella. EBIT ja EBIT ilman ylimääraisä erä ovat käytettävissä olevina vuosina samat. Pandemiavuoden korkeaa kannattavuutta käsitellään kuitenkin poikkeavana vertailukohtana, ei pysyvänä tulostasona.

LIIKEVAIHTO JA EBIT-%



KASSA JA KOROLLISET VELAT



TULOSLASKELMA (TEUR)

Erä	2017 ...	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Liikevaihto	60 107 ...	74 095	109 115	179 123	172 408	150 547	175 206	198 900
Liiketoiminnan muut tuotot	208 ...	449	377	539	734	864	1 001	1 528
Myyntikate	...	45 107	67 459	109 548	102 992	95 310	113 605	129 199
Henkilöstökulut	-12 305 ...	-14 912	-21 180	-30 592	-30 832	-28 919	-35 213	-42 029
Liiketoiminnan muut kulut	-11 326 ...	-13 758	-19 574	-26 468	-30 036	-27 093	-35 930	-41 422
Käyttökate (EBITDA)	11 183 ...	16 437	26 705	52 488	42 124	39 298	42 462	45 748
Poistot ja arvonalentumiset	-1 921 ...	-3 113	-4 329	-5 844	-6 494	-6 254	-6 976	-7 447
Liiketulos (EBIT)	9 262 ...	13 324	22 376	46 644	34 678	33 044	35 486	38 301
Liiketulos ilman kertaeriä	9 262 ...	13 324	22 376	46 644	34 678	33 044	35 486	38 301
Korkokulut	-5 370 ...	-1 600	-2 645	-2 601	-3 552	-4 064	-5 489	-6 200
Nettotulos	2 914 ...	9 597	15 475	33 674	27 080	23 271	24 242	26 437

TASEEN PÄÄRIVIT (TEUR)

Erä	2017 ...	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Kehittämismenot	540 ...	898	1 008	1 014	1 276	1 335	1 334	2 772
Aineettomat hyödykkeet	62 222 ...	64 337	81 438	86 462	83 901	82 107	107 919	108 449
Aineelliset hyödykkeet	14 939 ...	17 123	19 589	30 637	29 241	29 392	36 265	38 817
Vaihto-omaisuus	14 143 ...	13 814	20 696	46 129	45 325	35 479	49 151	52 078

Erä	2017 ...	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Myyntisaamiset	11 503 ...	13 167	11 826	16 222	16 408	16 336	19 173	20 702
Rahat ja pankkisaamiset	8 345 ...	10 879	27 321	15 489	25 310	40 581	46 447	45 183
Taseen loppusumma	113 993 ...	121 825	165 625	201 492	208 799	214 264	264 509	271 283
Oma pääoma (ilman pääomalainoja)	19 276 ...	68 837	66 437	80 551	97 273	107 575	122 840	129 404
Oma pääoma (sis. pääomalainat)	19 276 ...	68 837	66 437	80 551	97 273	107 575	122 840	129 404
Lainat rahoituslaitoksilta	39 712 ...	39 184	59 212	59 305	79 839	78 151	103 663	102 909
Saadut ennakot	...	231	1 532	2 933	794	1 103	1 745	914
Ostovelat	9 626 ...	5 149	8 476	11 703	8 737	8 690	13 070	13 668
Korolliset velat	83 482 ...	40 568	69 731	80 342	83 448	78 353	106 632	103 854
Korottomat velat	10 785 ...	12 420	27 034	37 001	27 006	27 254	33 793	36 886

HENKILÖSTÖTEHOKKUUS (HENKILÖSTÖ: LKM, MUUT RIVIT €/HENKILÖ)

Erä	2017 2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Henkilöstö	365	395	617	824	768	612	661	733
Liikevaihto / henkilö	164 677	187 582	176 848	217 382	224 490	245 992	265 062	271 351
Jalostusarvo / henkilö	64 351	79 365	77 609	100 825	94 995	111 466	117 511	119 750
Henkilökulut / henkilö	-33 712	-37 752	-34 327	-37 126	-40 146	-47 253	-53 272	-57 338
Käyttökate / henkilö	30 638	41 613	43 282	63 699	54 849	64 212	64 239	62 412
Liiketulos / henkilö	25 375	33 732	36 266	56 607	45 154	53 993	53 685	52 252
Nettotulos / henkilö	7 984	24 296	25 081	40 866	35 260	38 025	36 675	36 067

5 ENNUSTEET

■ Mistä ennuste tulee

Ennuste on Valuatumin laskentamoottorin deterministinen perusura — ei tekoälyn eikä yhtiön johdon näkemys. Lähtökohta on viimeisin toteutunut tilikausi 2025 (EBIT-% 19,3 %). EBIT-marginaali laskee tasaisesti 20,1 % (2026) → 11,9 % (2035), ja viimeisen vuoden taso jatkuu terminaalissa muuttumattomana. Uran taustalla on mallin yleinen oletus, että pääoman tuotto lähestyy pääoman kustannusta (WACC 9,5 %): ylituotto ei säily ikuisesti, koska kilpailu syö sen — eikä alituotto jää pysyväksi. Sijoitetun pääoman tuotto (NOPLAT / pääomakanta) on ennusteen alussa 15,7 % ja lopussa 10,5 %. Tämä on mallin oletus, ei yhtiökohtainen näkemys: sen voi korvata omalla ennusteella, jolloin oma viimeisen vuoden marginaali jatkuu terminaalissa.

Ennusteet on tuotettu järjestelmän deterministisillä ennustesäännöillä; tekoäly ei ole muuttanut lukuja, vaan sen rooli on arvioida ennusteen uskottavuus.

Ennusteen avainvuodet

Vuosina 2026, 2030 ja 2035 liikevaihto on 228 621, 344 014 ja 401 232 tEUR; kasvu 14,94 %, 5,41 % ja 3,00 %; käyttökate 50 017, 64 236 ja 56 075 tEUR; EBIT 45 913, 57 361 ja 47 868 tEUR; EBIT-% 20,08 %, 16,67 % ja 11,93 %; vapaa kassavirta 22 932, 38 025 ja 33 085 tEUR; oma pääoma 163 516, 233 206 ja 267 874 tEUR; korolliset velat 90 191, 98 315 ja 102 180 tEUR.

(TEUR / %)

Mittari	2026e	...	2030e	...	2035e
Liikevaihto	228 621	...	344 014	...	401 232
Kasvu	14,94 %	...	5,41 %	...	3,00 %
EBITDA	50 017	...	64 236	...	56 075
EBIT	45 913	...	57 361	...	47 868
EBIT-%	20,08 %	...	16,67 %	...	11,93 %
Vapaa kassavirta	22 932	...	38 025	...	33 085
Oma pääoma	163 516	...	233 206	...	267 874
Korolliset velat	90 191	...	98 315	...	102 180

Tekoälyn arvio ennusteen uskottavuudesta

Marginaaliuran laskentaperuste on kuvattu lohossa Mistä ennuste tulee. Historiallisesti Harvia on säilyttänyt korkean kannattavuuden myös myynnin supistuessa. Tätä vasten tuoton lähentyminen pääoman kustannusta pitkällä ennustejaksolla on varovainen oletus; aineisto ei kuitenkaan osoita, että nykyinen ylituotto olisi pysyvästi suojattu.

Ennusteen alun kasvu on uskottava mahdollisuus, mutta ei tasaisen historian mekaaninen jatke. Myynti supistui kahtena vuonna ennen vuosien 2024–2025 elpymistä. Kasvu-uran luotettavuus riippuu siitä, saadaanko kysyntä ja kapasiteetti muunnettua kassavirraksi ilman mallin ulkopuolisia suuria hankintoja.

Suurin kassavirtariski liittyy investointipolkuun. Vuoden 2035 bruttoinvestoinnit ovat 2 441 tEUR, kun poistot ovat 8 207 tEUR. Tämä suhde voi olla mahdollinen, mutta pitkäaikainen ylläpito- ja kasvukyky tarvitsee tuekseen kapasiteetti- ja investointisuunnitelman. Puuttuvaa yritysostobudjettia ei oleteta nollaksi.

Optimistinen skenaario käsitellään erikseen. ThermaSolin ja Pohjois-Amerikan mahdollisuuksilla ei koroteta järjestelmän konservatiivista ennustetta ilman toteutuneesta konsernidatasta erotettavaa lisäkäyttöä.

TULOSLASKELMA (ENNUSTE) (TEUR)

Erä	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Liikevaihto	228 621	261 156	299 249	326 355	344 014	356 174	367 154	378 198	389 546	401 232
Liiketoiminnan muut tuotot	1 782	2 053	2 377	2 629	2 791	2 922	3 046	3 173	3 306	3 444
Myyntikate	166 589	174 782	178 727	181 672	184 427	187 137	189 816	233 453	238 760	244 147
Henkilöstökulut	-49 014	-56 463	-65 384	-72 304	-76 778	-80 373	-83 782	-87 280	-90 922	-94 720
Liiketoiminnan muut kulut	-48 306	-55 647	-64 439	-71 259	-75 669	-79 212	-82 572	-86 019	-89 609	-93 352
Käyttökate (EBITDA)	50 017	55 407	60 993	62 883	64 236	63 298	61 855	60 154	58 229	56 075
Poistot ja arvonalentumiset	-4 103	-4 816	-5 502	-5 393	-6 875	-7 247	-7 504	-7 735	-7 968	-8 207
Liiketulos (EBIT)	45 913	50 591	55 491	57 491	57 361	56 051	54 352	52 419	50 261	47 868
Liiketulos ilman kertaeriä	45 913	50 591	55 491	57 491	57 361	56 051	54 352	52 419	50 261	47 868
Korkokulut	-5 124	-4 144	-4 942	-5 407	-5 581	-5 596	-5 595	-5 622	-5 689	-5 790
Nettotulos	34 112	39 328	42 956	44 430	44 347	43 397	42 139	40 671	38 994	37 105

TASEEN PÄÄRIVIT (ENNUSTE) (TEUR)

Erä	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Kehittämismenot	2 772	2 772	2 772	2 772	2 772	2 772	2 772	2 772	2 772	2 772
Aineettomat hyödykkeet	108 733	109 043	109 407	109 666	109 834	109 951	110 055	110 161	110 269	110 381
Aineelliset hyödykkeet	45 564	52 048	59 640	65 042	68 561	70 985	73 173	75 374	77 636	79 965
Vaihto-omaisuus	59 860	68 378	78 352	85 450	90 073	93 257	96 132	99 024	101 995	105 055
Myyntisaamiset	23 795	27 182	31 147	33 968	35 806	37 071	38 214	39 364	40 545	41 761
Rahat ja pankkisaamiset	51 935	59 325	67 979	74 136	78 148	80 910	83 404	85 913	88 491	91 146
Taseen loppusumma	296 636	323 488	354 927	377 298	391 872	401 908	410 971	420 086	429 451	439 096
Oma pääoma (ilman pääomalainoja)	163 516	202 844	214 338	224 403	233 206	241 126	248 547	255 507	261 964	267 874
Oma pääoma (sis. pääomalainat)	163 516	202 844	214 338	224 403	233 206	241 126	248 547	255 507	261 964	267 874
Lainat rahoituslaitoksilta	89 246	71 983	86 079	94 291	97 370	97 643	97 614	98 092	99 276	101 235
Saadut ennakot	1 480	1 519	1 809	1 947	2 062	2 131	2 198	2 264	2 332	2 402
Ostovelat	15 710	17 946	20 564	22 426	23 640	24 476	25 230	25 989	26 769	27 572
Korolliset velat	90 191	72 928	87 024	95 236	98 315	98 588	98 559	99 037	100 221	102 180
Korottomat velat	41 789	46 577	52 426	56 520	59 212	61 056	62 726	64 403	66 127	67 903

OSA

Arvonmäärittäminen

Menetelmät, laskelmat, herkkyydet ja riskit — miten arvio muodostuu ja mikä sitä liikuttaisi.

6	ARVONMÄÄRITYS
7	DISKONTATTU KASSAVIRTA
8	EVA — LISÄARVON TÄSMÄYTYSNÄKÖKULMA
9	HERKKYYSANALYYSI JA SKENAARIOT
10	ARVON AJURIT
11	RISKIT
12	MITKÄ TEKIJÄT LIIKUTTAISIVAT ARVIOTA

Miten arvo muodostuu — laskennan periaate



Kaavio kuvaa pääperiaatteen ja tämän yhtiön luvut. Käytetyt menetelmät, niiden painot ja perustelut esitetään seuraavissa osioissa; termit selitetään sanasto-liitteessä.

6 ARVONMÄÄRITYS

DCF diskonttaa liiketoiminnan vapaat kassavirrat pääoman tuottovaatimuksella. EVA tarkastelee tulosta pääoman kustannuksen vähentämisen jälkeen. Tämän raportin vertailutaulukossa EVA on normalisoitu DCF-arvoon. EVA-moottorin alkuperäinen laskelma poikkeaa DCF:stä; alkuperäinen arvo ja ero esitetään EVA-osiossa. Normalisoitujen arvojen yhtäläisyys ei ole riippumaton vahvistus arvostukselle.

ARVONMÄÄRITYKSEN PÄÄMENETELMÄ JA TÄSMÄYTYS (TEUR)

Näkökulma	Arvo	Rooli
DCF	364 348	Päämenetelmä
EVA	364 348	Täsmäytys samaan ennusteeseen ja WACCIin, ei erillinen paino

DCF ja EVA perustuvat samaan ennustepolkuun, WACCIin ja velka-/kassasiltaan. Näillä samoilla oletuksilla EVA ei ole toinen riippumaton arvonmääritysmenetelmä, vaan DCF:n laskennallinen täsmäytysnäkökulma.

■ Menetelmien ekvivalenssi

Painotettu base case ei keskiarvoista DCF:ää ja EVA:a. Raportin ankkuriarvo on 364 348 tEUR, ja EVA:n tehtävä on osoittaa saman ennusteen sisäinen johdonmukaisuus.

ARVON RISTIINTARKISTUS: DCF/EVA VS. VEROTTAJAN MALLI (TEUR)

Menetelmä	Arvo
Raportin arvo (DCF/EVA)	364 348
Tuottoarvo (3 v:n keskitulos / 15 %)	164 333
Substanssiarvo (oma pääoma ilman pääomalainoja)	129 404
Verottajan käypä arvo	146 869

Verottajan mallissa (Verohallinnon arvostusohje) tuottoarvo on kolmen viime vuoden keskimääräinen nettotulos pääomitettuna 15 %:n tuottovaatimuksella ja substanssiarvo on yhtiön oma pääoma ilman pääomalainoja. Käypä arvo on näiden keskiarvo, kun tuottoarvo ylittää substanssiarvon, muutoin substanssiarvo. Malli on karkea julkinen vertailukohta (perintö- ja lahjaverotus), ei tämän raportin ensisijainen menetelmä: DCF/EVA on tarkempi, koska se käyttää yhtiön omia ennusteita ja WACCia yksittäisen keskituloksen sijaan.

Painotettu lopputulos

Painot perustuvat osion 7 pisteytykseen ja ekvivalenttien menetelmien käsittelysääntöön. Arvio nojaa yhteen itsenäiseen menetelmään. Skenaarioiden odotusarvo on eri käsite kuin tämä ennustepolun menetelmäarvo.

Arvostusväli

Hyväksytyistä menetelmistä ei synny riippumatonta arvostusväliä. Skenaarioiden 59 927–406 632 tEUR:n haarukka kuvaa ehdinkomyyntin ja korkean kannattavuuden toteutumisen eroa. Se ei ole tilastollinen luottamusväli (ks. [osio 9](#)).

Verrokkivertailu ja toimialakonteksti

Virallinen luokka 64.21 Holdingyhtiöiden toiminta ei ole operatiivisen tuoteliiketoiminnan kerroinankkuri. Vertailu kohdistetaan siksi valmistaviin tuote- ja kuluttajabrändiyhtiöihin. Aineistossa n = 5, tilikaudet 2023 ja 2025.

Verrokkien liikevaihtohaarukka on 13 293–1 140 200 tEUR; Fiskars on Harviaa olennaisesti suurempi, muut havainnot pienempiä.

Inputin verrokkirivit ovat seuraavat: Tulikivi 2025, liikevaihto 29 512 tEUR, kasvu –11,44 %, EBIT –1,89 %, EBITDA 2 171 tEUR ja nettovelka 11 263 tEUR; Rapala 2025, 35 398 tEUR, –8,13 %, 0,39 %, 2 406 tEUR ja 161 145 tEUR; Fiskars 2025, 1 140 200 tEUR, –1,46 %, 3,34 %, 38 100 tEUR ja 516 700 tEUR; Narvi 2025, 13 293 tEUR, 12,11 %, 4,12 %, 934 tEUR ja 2 078 tEUR; Sauna360 2023, 63 846 tEUR, –21,19 %, 105,98 %, 70 904 tEUR ja –5 331 tEUR.

OPERATIIVISET VERROKKIHAVAINNOT (TEUR / %)

Yhtiö	Tilikausi	Liikevaihto	Kasvu	EBIT-%	EBITDA	Nettovelka	Lähde
Tulikivi Oyj	2025	29 512	–11,44 %	–1,89 %	2 171	11 263	Valuatum /modeldata (fid 228166)
Rapala VMC Oyj	2025	35 398	–8,13 %	0,39 %	2 406	161 145	Valuatum /modeldata (fid 82557)
Fiskars Oyj Abp	2025	1 140 200	–1,46 %	3,34 %	38 100	516 700	Valuatum /modeldata (fid 209575)
Narvi Oy	2025	13 293	12,11 %	4,12 %	934	2078	Valuatum /modeldata (fid 227468)
Sauna360 Group Oy	2023	63 846	–21,19 %	105,98 %	70 904	–5 331	Valuatum /modeldata (fid 209985)

Fiskarsin verrokkirivin EBITDA sisältää lähdepuutteen: 38,1 M€ vastaa EBITiä, koska poistot puuttuvat. Julkaistu vuoden 2025 EBITDA on 122,2 M€. EBITDA-riviä ja siitä johdettua kerrointa ei käytetä vertailukelpoisena käyttökatteena. Lähde: [Fiskarsin taloustiedot](#).

Fiskarsin nettovelka on lähdemallin velkojen ja kassan erotuksena 516,7 M€. Yhtiön julkaisema vuoden 2025 nettovelka on 513,4 M€. Lähdemallin ja yhtiön julkaisemien tunnuslukujen välillä on ero, jonka erittelyä ei ole saatavilla tässä aineistossa; tätä laskelmaa ei esitetä yhtiön julkaisemana nettovelkana. Lähde: [Fiskarsin taloustiedot](#).

Harvian verrokkirivin omavaraisuusaste ja nettovelka ovat lähdemallin tunnuslukuja, jotka eroavat yhtiön julkaisemista luvuista. Harvian vuoden 2025 julkaistu omavaraisuusaste on 48,3 % ja nettovelka 57,7 M€. Eron erittelyä ei ole saatavilla tässä aineistossa. Vertailu käyttää lähdemallin lukuja, ei yhtiön julkaisemina tunnuslukuina. Lähde: [Harvian vuoden 2025 tulos](#).

Koodin laskemat mediaanit ovat liikevaihdolle 35 398 tEUR, kasvulle –8,13 %, EBIT-marginaalille 3,34 %, käyttökatteelle 2 406 tEUR ja nettovelalle 11 263 tEUR. Harvian vuoden 2025 kasvu 13,52 % ja EBIT-marginaali 19,26 % ylittävät nämä operatiiviset keskiluvut. Eri tilikaudet, yrityskoot ja identiteettirajoitteet estävät tulkitsemasta mediaania täsmälliseksi toimialan normaalitasoksi.

Sauna360:n 105,98 %:n EBIT-marginaali on selvä poikkeama eikä jatkuvan kannattavuuden vertailukohta. Se ei kuitenkaan määrää annettua EBIT-mediaania. Kaikkien rivien listed-kenttä on false, joten riippumatonta markkinakerroin-ristiintarkistusta ei voida tehdä. Arvostuskerrointa eli hinnan suhdetta tulokseen tai myyntiin ei johdeta verrokkien malliarvoista.

Nettovelan ja oman pääoman käsittely

Valuaatiomoottorin oman pääoman määritelmä on equity_incl_capital_loans. Tässä aineistossa se on sama kuin equity_excl_capital_loans: 129 404 tEUR vuonna 2025. Pääomalainojen määrä ei ollut saatavilla lähdedatassa, mutta toimitettujen oman pääoman määritelmien välillä ei ole euromääräistä eroa. Tästä ei muodosteta erillistä vaihtoehtoista omistaja-arvoa.

Historiallinen nettovelka lasketaan 103 854 tEUR – 45 183 tEUR = 58 671 tEUR. peers_summary.target-kentän 59 414 tEUR on tätä 743 tEUR suurempi ja vastaa lisäksi moottorin muuta omistususuuksiin liittyvää vähennystä. Se ei ole tässä raportissa korollisista veloista ja kassasta laskettu nettovelka (ks. [osio 7](#)).

Menetelmävalinnan pisteytys

Menetelmien valinta etenee kolmessa vaiheessa: (1) ehdottomat hylkäyssäännöt karsivat menetelmät, jotka eivät sovellu yhtiön taloudelliseen profiiliin, (2) jäljelle jäävät menetelmät pisteytetään (0–100) dokumentoiduilla kriteereillä, ja (3) hyväksytyjen menetelmien painot muodostetaan normalisoimalla pisteet sataan prosenttiin. Jos lähtöaineisto sisältää valmiit painot, niitä käytetään sellaisenaan. Hylkäys on aina perusteltu.

Menetelmien soveltuvuus

DCF saa 90 pistettä: lähtötaso 50, kattava ennuste- ja kassavirtapohja +15, voitollinen liiketoimintaprofiili +15 ja alle 80 %:n terminaaliriippuvuus +10. EVA eli lisäarvomenetelmä mittaa pääoman tuottovaatimuksen ylittävää tulosta; se saa samoin perustein 90 pistettä ennen 15 pisteen korrelaationsakkoa, eli 75 pistettä. Molempien käytettävä oman pääoman arvo on 364 348 tEUR (ks. [osiot 7 ja 10](#)).

MENETELMIEN PISTEET JA KÄYTTÖ (TEUR / %)

Menetelmä	Pisteet	Status	Paino	Arvo (tEUR)	Perustelu
DCF	90	Hyväksytty	100 %	364 348	Kattava kassavirtaennuste, voitollinen liiketoiminta, terminaaliosuus alle 80 %.
EVA	75	Hyväksytty täsmäytysnäkökulmaksi	0 %	364 348	Sama ennuste ja tuottovaatimus kuin DCF:ssä; moottori normalisoi tuloksen DCF-arvoon.
P/E	–	Hylätty	–	–	Voitollisuus sallisi menetelmän, mutta luotettavaa markkinakerrointa tai menetelmäarvoa ei ollut saatavilla lähdedatassa.
EV/EBITDA	–	Hylätty	–	–	Positiivinen käyttökatte ei yksin muodosta menetelmäarvoa; markkinakertoimia ei ollut saatavilla lähdedatassa.
EV/liikevaihto ja EBIT-% vs P/Sales	–	Hylätty	–	–	Operatiivinen verrokkiaineisto ei sisällä käytettäviä markkina-arvopohjaisia kertoimia.
ROE vs P/BV	–	Hylätty	–	–	ROE-sarja on liputettu eikä sitä käytetä. Lisäksi markkinakerrointa ja menetelmäarvoa ei ollut saatavilla lähdedatassa.
Tasepohjainen substanssiarvo	–	Hylätty	–	–	Omaisuserien käyviä arvoja ei ollut saatavilla lähdedatassa. Oman pääoman kirja-arvo on viite, ei toimitettu substanssiarvolaskelma.

DCF ja EVA perustuvat samaan ennusteeseen ja WACCIin, joten ne eivät ole toisistaan riippumattomia arvioita. EVA:n korrelaationsakko on 15 pistettä. Ekvivalenssisäännön mukaisesti EVA jää täsmäytysnäkökulmaksi ja painotettu tulos on DCF:n arvo; painotus perustuu tässä dokumentoituun tekoälyn pisteytykseen, ei toimitettuihin menetelmäpainoihin.

Ennusteen bruttotulorivin ristiriitaa ei käytetä DCF:n tai EVA:n perusteluna. Näille menetelmille toimitetut kassavirta- ja tulossarjat sekä lopputulokset säilytetään moottorin mukaisina. Liputettu ROE-sarja estää sen käytön ROE-pohjaisessa menetelmässä.

7 DISKONTATTU KASSAVIRTA

Keskeiset oletukset

Moottorin WACC on 9,46 %, oman pääoman tuottovaatimus 11,8 % ja velan kustannus 5 %. Riskitön korko on 3 %, markkinariskipreemio 6 %, likviditeettipreemio 1 %, beta eli markkinariskiherkkyys 1,3, verokanta 20 % ja tavoiteltu velan osuus rahoituksesta 30 %. Ennustejakso on 2026–2035. Viimeisen ennustevuoden liikevaihdon kasvu on 3,00 %, mutta erillistä terminaalikasvuparametria ei ollut saatavilla lähdedatassa.

DCF:N TOIMITETUT PARAMETRIT

Parametri	Arvo
WACC	9,46 %
Oman pääoman tuottovaatimus	11,8 %
Velan kustannus	5 %
Riskitön korko	3 %
Markkinariskipreemio	6 %
Likviditeettipreemio	1 %
Beta	1,3
Verokanta	20 %
Tavoiteltu velan osuus	30 %
Ennustejakso	2026–2035

Vapaa kassavirta ja nykyarvo

Vapaa kassavirta yritykselle tarkoittaa liiketoiminnasta investointien jälkeen jäävää kassavirtaa ennen rahoittajien välistä jakoa. Moottorin ennustevuosien diskontattujen kassavirtojen summa on laskennallisesti 205 687 tEUR. Kumulatiivisen sarjan ensimmäinen arvo on 423 762 tEUR, joka on yritysarvo eli koko liiketoiminnan arvo ennen velkojen vähentämistä.

Kumulatiivisen arvon ja ennustevuosien nykyarvojen summan erotus on laskennallisesti 218 075 tEUR. Se edustaa ennustejakson jälkeisen arvon nykyarvoa ja muodostaa 51,46 % yritysarvosta. Tämä osuus johdetaan toimitetuista sarjoista, ei uudesta terminaalimallista.

Yritysarvosta oman pääoman arvoon

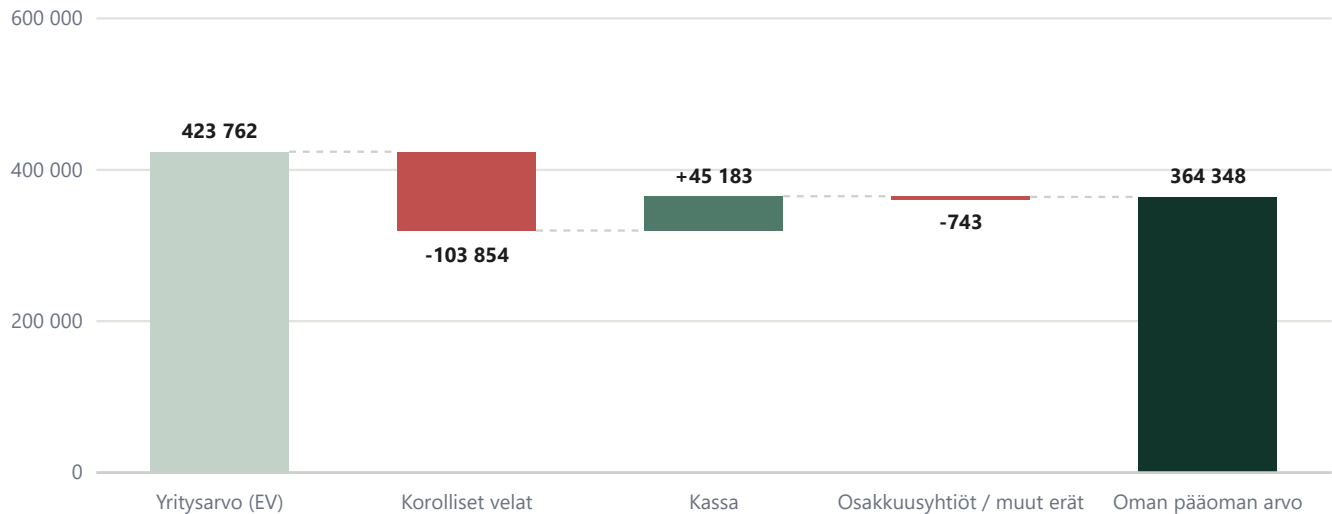
Yritysarvosta vähennetään korolliset velat ja lisätään kassa. Moottorin laskelma on kokonaisluvuiksi pyöristettynä $423\,762\text{ tEUR} - 103\,854\text{ tEUR} + 45\,183\text{ tEUR} - 743\text{ tEUR} = 364\,348\text{ tEUR}$. Viimeinen vähennys on moottorin associated_market_value-kentän muu omistusosuuksiin liittyvä oikaisu; sitä ei lisätä korolliseen nettovelkaan.

DCF-LASKELMA: FCFF JA NYKYARVO VUOSITTAIN (TEUR)

Erä	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	TRM
EBIT	45 913	50 591	55 491	57 491	57 361	56 051	54 352	52 419	50 261	47 868	
- Maksetut verot	-8 677	-9 883	-10 790	-11 158	-11 137	-10 900	-10 585	-10 219	-9 799	-9 327	
- Rahoituskulujen verovaikutus	-1 092	-916	-898	-1 025	-1 089	-1 108	-1 109	-1 112	-1 121	-1 139	
+ Rahoitustuottojen verovaikutus	486	556	637	711	761	795	822	847	872	898	
- Käyttöpääoman muutos	-6 667	-7 879	-8 980	-6 459	-4 183	-2 890	-2 605	-2 622	-2 694	-2 774	
Liiketoiminnan kassavirta	29 962	32 469	35 460	39 559	41 713	41 948	40 873	39 313	37 519	35 525	
- Bruttoinvestoinnit	-7 030	-6 795	-7 955	-5 661	-3 688	-2 540	-2 293	-2 307	-2 370	-2 441	
Operatiivinen vapaa kassavirta	22 932	25 675	27 504	33 898	38 025	39 408	38 580	37 006	35 149	33 085	
Vapaa kassavirta (FCFF)	22 932	25 675	27 504	33 898	38 025	39 408	38 580	37 006	35 149	33 085	
Diskontattu FCFF	21 385	21 873	21 407	24 103	24 701	23 387	20 917	18 330	15 905	13 677	218 075

Erä	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	TRM
Kumulatiivinen diskontattu FCFF	21 385	43 259	64 666	88 769	113 470	136 858	157 775	176 105	192 010	205 687	423 762

ARVON MUODOSTUMINEN: YRITYSARVOSTA OMAN PÄÄOMAN ARVOON



YRITYSARVOSTA OMAN PÄÄOMAN ARVOON (TEUR)

Erä	Arvo
PV, ennustejakso yhteensä	205 687
Terminaaliarvon nykyarvo	218 075
Yritysarvo (EV)	423 762
Korolliset velat	-103 854
Kassa	45 183
Osakkuusyritykset / muut erät	-743
Oman pääoman arvo ennen lattiaa	364 348

■ Mistä diskontattu FCFF tulee?

Taulukko seuraa Valuatum DCF-rivejä: EBITistä edetään veroihin, käyttöpääoman muutokseen, investointeihin ja muihin eriin, joista muodostuu vapaa kassavirta (FCFF). Diskontattu FCFF on saman DCF-tilin nykyarvo, ja ennustejakson diskontattujen FCFF:ien summa on 205 687 tEUR. Tekoäly ei laske DCF:ää uudelleen, vaan esittää Valuatum-moottorin antamat rivit. Miinusmerkillä (–) alkavat rivit vähennetään kassavirrasta; tappiollisena vuonna rivi "– Maksetut verot" voi silti näyttää positiivista lukua, jolloin kyse on verohyödyistä, joka kasvattaa vapaata kassavirtaa.

DCF-menetelmän tulos ennen omistaja-arvon alarajan soveltamista: 364 348 tEUR. Positiivinen tulos ei edellytä alarajakorjausta.

■ Todellisuustarkistus

Arvoa kantaa positiivinen kassavirta koko ennustejakson ajan. Arvo ei kuitenkaan ole toteutuneen kassavirran kerroin: historiallista vapaata kassavirtaa ei ollut saatavilla lähdeaineistossa. Vuoden 2035 bruttoinvestoinnit 2 441 tEUR jäävät alle poistojen 8 207 tEUR. Jos ylläpitoinvestoinnit tai yritysostot ovat mallia suurempia, kassavirta-arvo laskee. Terminaaliolosuhteet 51,46 % tekee pitkän aikavälin oletuksista olennaisia, vaikka arvo ei ole yli 80-prosenttisesti terminaalin varassa.

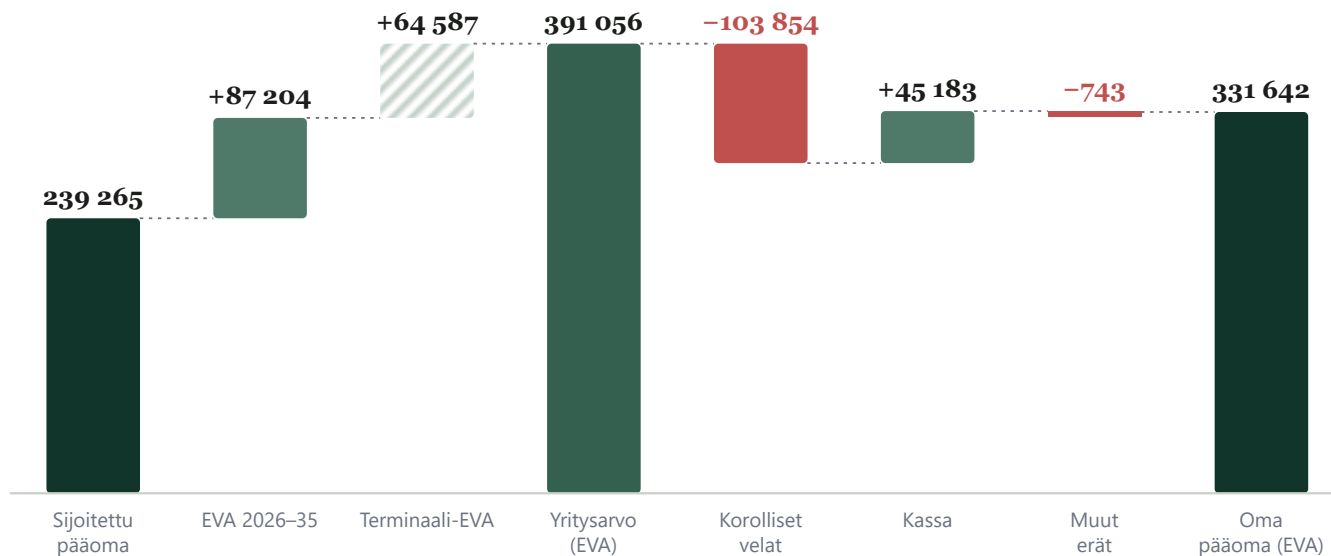
8 EVA – LISÄARVON TÄSMÄYTYSNÄKÖKULMA

Arvon muodostuminen EVA-menetelmällä

HARVIA OYJ – KONSERNI · WACC 9,5 % · TEUR

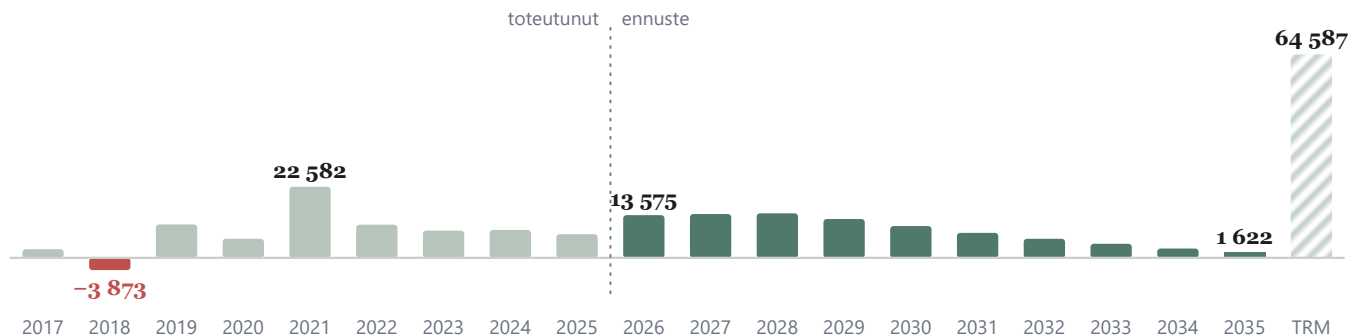
Sijoitettuun pääomaan lisätään ennustejakson ja terminaalin diskontattu lisäarvo (EVA).

Nettovelka siltaa yritysarvon oman pääoman arvoon.



Diskontattu EVA vuosittain

summa 151 792 tEUR, josta terminaali 64 587 (43 %)



EVA = NOPLAT – WACC × sijoitettu pääoma. Toteutuneet vuodet nimellisinä, ennustevuodet diskontattuina. Raportin arvo (DCF) 364 348 tEUR; ero EVA-menetelmään selitetään tekstissä.

EVA rakentaa oman pääoman arvon eri suunnasta kuin DCF: yhtiöön jo sitoutunut pääoma (investoitu pääoma) plus tulevien EVA-erien nykyarvo (ennustejakso ja terminaali) on yritysarvo, josta korolliset velat ja kassa vievät oman pääoman arvoon. Alla olevat erät ovat laskentamoottorin tuottamia sellaisenaan.

EVA-TÄSMÄYTYS OMAN PÄÄOMAN ARVOON (TEUR)

Erä	Arvo
Investoitu pääoma	239 265
PV, diskontatut EVA:t (ennustejakso)	87 204
Jatkuvan arvon (terminaali-EVA) nykyarvo	64 587
– Korolliset velat	-103 854
+ Kassa	45 183
Muu oman pääoman oikaisu	-743

Erä	Arvo
Komponenttien summa	331 642
EVA-moottorin oma arvo ennen normalisointia	331 642
Oman pääoman arvo (DCF, käytetty raportissa)	364 348

EVA-LASKELMA VUOSITTAIN (TEUR)

Erä	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	TRM
NOPLAT	36 731	40 473	44 393	45 993	45 889	44 841	43 481	41 935	40 209	38 294	
Sijoitettu pääoma (pääomakustannuksen pohja)	234 397	254 846	276 911	302 500	320 778	332 660	340 852	348 245	355 683	363 324	
- Pääomakustannus	-22 174	-24 108	-26 196	-28 617	-30 346	-31 470	-32 245	-32 944	-33 648	-34 370	
EVA	14 557	16 364	18 197	17 376	15 543	13 371	11 237	8 991	6 562	3 924	
Diskontattu EVA	13 575	13 942	14 163	12 355	10 097	7 935	6 092	4 454	2 969	1 622	64 587
Kumulatiivinen diskontattu EVA	13 575	27 516	41 680	54 035	64 132	72 067	78 159	82 613	85 582	87 204	151 792

Sijoitetun pääoman rivi on laskentamoottorin pääomakustannus jaettuna WACCilla. Viimeisen sarakkeen kumulatiivinen summa on tulevien EVA-erien nykyarvo yhteensä (ennustejakso ja terminaali). Huom: arvonmäärityshetken sijoitettu pääoma (239 265 tEUR), josta EVA-arvo lähtee, poikkeaa vuoden 2026 pääomakustannuksen pohjasta (234 397 tEUR).

■ Mitä EVA kertoo lisää

EVA näyttää, tuottaako yhtiö sitoutuneelle pääomalleen enemmän kuin sen tuottovaatimus (ROIC vs WACC). Positiivinen EVA tarkoittaa, että yhtiö luo arvoa vuoden aikana, negatiivinen että se tuhoaa sitä. Tämä arvonluontinäkökulma ei näy pelkästä kassavirtaluvusta.

■ EVA- ja DCF-mallin ero

EVA-moottorin oma arvo (331 642 tEUR) poikkeaa DCF:n oman pääoman arvosta (364 348 tEUR). Ero kertoo mallien välisestä erosta lähdedatassa — se ei ole raportissa tasattu piiloon.

9 HERKKYYSANALYYSI JA SKENAARIOT

SKENAARIOVERTAILU

Tunnusluku	Pessimistinen	Konservatiivinen	Optimistinen
Arvo (tEUR)	59 927	364 348	406 632
Todennäköisyys (%)	20	60	20

OPTIMISTISEN SKENAARION ARVON JOHTO (DETERMINISTINEN) (TEUR)

Erä	Arvo
Jatkuvan arvon arvo toteutumisvuonna 2028	591 966
– Nettovelkaoletus vuonna 2028	58 671
= Oman pääoman arvo vuonna 2028	533 295
Diskonttaus nykyhetkeen (WACC 9,5 %, 3 v, kerroin 1,311)	406 632
Optimistinen omistaja-arvo	406 632

Optimistisen skenaarion arvo lasketaan toteutumisvuoden jatkuvasta arvosta vähentämällä saman vuoden nettovelkaoletus. Tulos diskontataan viimeisimpään toteutuneeseen tilikauteen 2025: jakso on 3 vuotta. Nettovelka on tässä viimeisimpään toteumaan perustuva vakio-oletus, ei skenaarion kassavirroista laskettu velkaennuste. Väli vuosien kassavirtoja tai erillistä rahoitustarvetta ei sisällytetä tähän yksinkertaistettuun arvoketjuun. Oletukset ovat muokattavissa.

Herkkyysanalyysi

Herkkyysmatriisi liitetään raporttiin deterministisesti. Tässä analyysissä ei muodosteta uusia korko- tai terminaalioletusten eurovaikutuksia. Olennaiset herkkyydet ovat kasvun vaatimat investoinnit, kannattavuuden kesto sekä tulevien kassavirtojen tuottovaatimus.

Skenaariot, todennäköisyydet ja odotusarvo

Skenaarioiden omistaja-arvot ovat pessimistisessä 59 927 tEUR, konservatiivisessa 364 348 tEUR ja optimistisessa 406 632 tEUR. Painot ovat 20 %, 60 % ja 20 %. Konservatiivinen arvo on [osion 7](#) DCF-arvo sellaisenaan; optimistinen arvo on erillinen, nykyarvoon laskettu kannattavuusskenario (ks. [osio 7](#)).

SKENAARIOT JA KÄYTTÄJÄN MUOKATTAVAT TODENNÄKÖISYYDET (TEUR / %)

Skenario	Keskeiset oletukset	Omistaja-arvo	Todennäköisyys
Pessimistinen	Liiketoiminta myydään ahdingossa; toimivan kokonaisuuden myyntiarvo ylittää erillisen realisointiarvon.	59 927	20 %
Konservatiivinen	Toimitettu järjestelmäennuste ja DCF-laskelma toteutuvat.	364 348	60 %
Optimistinen	Vuonna 2028 liikevaihto 250 000 tEUR ja EBIT-marginaali 28 %; viimeisin toteutunut nettovelka säilytetään oletuksena.	406 632	20 %

Pessimistisen skenaarion omaisuusarvo

Realisointilaskelman käyttäjän muokattavat alennukset ovat saamisille 20 %, aineellisille hyödykkeille 50 % ja varastolle 50 %. Kassa otetaan täysimääräisenä ja aineettomille erille ei anneta erillistä pakkomyyntiarvoa. Laskelma on $45\,183 + 80\% \times 20\,702 + 50\% \times 38\,817 + 50\% \times 52\,078 - 103\,854 - 36\,886 = -33\,548$ tEUR. Lopettamiskuluja ei ole erikseen saatavilla; niiden lisääminen vain heikentäisi tätä realisointitulosta.

Toimivana kokonaisuutena myynnin ankkuri on vuoden 2025 toteutunut 198 900 tEUR:n liikevaihto. Sille käytetään harkinnanvaraista ahdinkokerrointa 0,6, ei markkinaverroista johdettua kerrointa: $0,6 \times 198\,900 = 119\,340$ tEUR

liiketoiminnan arvoa. Velkojen, kassan ja moottorin muun oikaisun jälkeen omistaja-arvo on $119\,340 - 103\,854 + 45\,183 - 743 = 59\,927$ tEUR. Arvoa kantaa myyntiä tuottava liiketoiminta; riski on sen myynti selvästi normaalin tuloksentekokyvyn alapuolella.

Pessimistinen arvo on näistä kahdesta korkeampi, 59 927 tEUR. Se edellyttää ostajaa ja liiketoiminnan siirrettävyyttä. Kyse ei ole dokumentoidusta tarjouksesta. Osakkeenomistajan rajatun vastuun mukainen omistaja-arvon alaraja on 0 tEUR, mutta sitä ei tarvita yhdenkään muodostetun skenaarion korjaamiseen.

Optimistisen skenaarion näkyvät oletukset

Rikastuksen muokattavista markkinaoletuksista johdetaan kolme liikevaihtoa: kiukaat ja komponentit $400\,000$ tEUR $\times 30\% = 120\,000$ tEUR; saunahuoneet ja kylpytynnyrit $500\,000$ tEUR $\times 20\% = 100\,000$ tEUR; höyry- ja premium-ratkaisut $200\,000$ tEUR $\times 15\% = 30\,000$ tEUR. Yhteensä liikevaihto on $250\,000$ tEUR vuonna 2028. Tuotelinjat oletetaan toisistaan erillisiksi, jotta samaa myyntiä ei lasketa kahdesti.

Optimismi ei tässä tarkoita järjestelmäennustetta suurempaa vuoden 2028 liikevaihtoa, vaan selvästi korkeampaa ja kestäväää kannattavuutta. EBIT-marginaaliksi oletetaan 28 %, jolloin EBIT on $70\,000$ tEUR ja NOPLAT eli verojen jälkeinen liiketulos $56\,000$ tEUR verokannalla 20 %. Marginaali ylittää myös vuoden 2021 toteutuneen 26,04 %:n huipun, joten se on vaativa onnistumisoletus.

OPTIMISTISEN ARVON MUODOSTUMINEN

Oletus	Arvo	Lähde
Kiukaiden ja komponenttien tavoitettava markkina	400 000 tEUR	Käyttäjän muokattava oletus; julkinen lähde.business_lines
Saavutettava osuus	30 %	Käyttäjän muokattava oletus; julkinen lähde.business_lines
Kiukaiden ja komponenttien liikevaihto	120 000 tEUR	Laskelma
Saunahuoneiden ja kylpytynnyrien tavoitettava markkina	500 000 tEUR	Käyttäjän muokattava oletus; julkinen lähde.business_lines
Saavutettava osuus	20 %	Käyttäjän muokattava oletus; julkinen lähde.business_lines
Saunahuoneiden ja kylpytynnyrien liikevaihto	100 000 tEUR	Laskelma
Höyry- ja premium-ratkaisujen tavoitettava markkina	200 000 tEUR	Käyttäjän muokattava oletus; julkinen lähde.business_lines
Saavutettava osuus	15 %	Käyttäjän muokattava oletus; julkinen lähde.business_lines
Höyry- ja premium-ratkaisujen liikevaihto	30 000 tEUR	Laskelma
Konsernin liikevaihto	250 000 tEUR	Laskelma; tuotelinjojen summa
Toteutusvuosi	2028	Käyttäjän muokattava oletus
Diskonttausjakso tilikaudesta 2025	3 vuotta	2028 – 2025
Kestävä EBIT-marginaali	28 %	Käyttäjän muokattava oletus
EBIT	70 000 tEUR	$250\,000 \times 28\%$
Verokanta	20 %	tilinpäätösdata.forecast_parameters
NOPLAT	56 000 tEUR	$70\,000 \times (1 - 20\%)$
WACC	9,46 %	tilinpäätösdata.arvonmääritysmoottori.wacc_parameters
Jatkuvan arvon arvo vuonna 2028	591 966 tEUR	$56\,000 / 9,46\%$; laskelma ennen pyöristystä

Oletus	Arvo	Lähde
Vuoden 2028 nettovelkaoletus	58 671 tEUR	Viimeisin toteutunut nettovelka; käyttäjän muokattava oletus
Laimennus	0 %	Käyttäjän muokattava oletus; ei uutta osakepääomitusta
Omistaja-arvon nykyarvo	406 632 tEUR	$(591\,966 - 58\,671) / (1 + 9,46\%)^3$; laskenta ennen pyöristystä

Jatkuvan arvon laskelma olettaa, että 56 000 tEUR:n verojen jälkeinen liiketulos vastaa pysyvää kassavirtaa: nettokasvua ei lisätä eikä ylläpitoinvestointien oleteta ylittävän poistoja. Vuoden 2028 omistaja-arvo diskontataan kokonaisuutena kolmen vuoden jaksolta tilikaudesta 2025. Nettovelkana käytetään viimeisintä toteutunutta 58 671 tEUR:n tasoa, ei perusennusteen velkapolkua. Muita omistusususoikaisuja ei oleteta tähän erilliseen skenaarioon.

Onnistuminen vaatii korkeaa tuote- ja aluekohtaista kannattavuutta, myyntikanavien toimivuutta sekä sen, ettei markkinaosuuksien saavuttaminen vaadi suuria uusia yritysostoja tai osakepääomitusta. ThermaSolin tuoma premium-höyrytarjooma ja Pohjois-Amerikan laajentuminen kytkevät skenaarion nykyiseen liiketoimintaan, eivät keksittyyn uuteen tuotelinjaan (lähde: harviagroup.com).

Riskipolku voi katketa markkinaosuuksien saavuttamiseen, integraatioon tai kulupohjaan. Vuoden 2025 marginaali oli 19,26 %, joten 28 % ei ole normaalin historian oletus. Optimistinen omistaja-arvo ylittää konservatiivisen arvon noin 11,61 %; ero syntyy kannattavuudesta, ei moninkertaiseksi oletetusta liikevaihdosta (ks. [osio 7](#)).

Todennäköisyydet ja odotusarvo

Valittu profiili on vakaa voitollinen yhtiö, koska konservatiivinen arvo on positiivinen ja kaikki kolme viimeistä toteutunutta vuotta ovat voitollisia. Oletuspainot 20 % / 60 % / 20 % säilytetään. ThermaSol on Harvian tekemä yritysosto, eikä rikastuksessa ole Harviaan kohdistuvaa tunnettua arvostusta, ostotarjousta tai muuta tämän profiilin painokorjauksen yksilöivää signaalia.

Odotusarvo = $20\% \times 59\,927 \text{ tEUR} + 60\% \times 364\,348 \text{ tEUR} + 20\% \times 406\,632 \text{ tEUR} = 311\,920 \text{ tEUR}$.

Skenaariohaarukka on 59 927–406 632 tEUR. Konservatiivisen skenaarion osuus odotusarvosta on 70,08 %.

Odotusarvo painottuu siten perusskenaarioon.

Todennäköisyydet ovat oletusarvoja, joita käyttäjä voi muuttaa Valuatumin järjestelmässä ja tulostaa uuden raportin omilla odotuksillaan. Painojen siirtäminen pessimistisestä konservatiiviseen tai optimistiseen skenaarioon nostaa odotusarvoa; pessimistisen painon nostaminen laskee sitä. Onnistumistodennäköisyyden arviointi on raportin epävarmin osa, minkä vuoksi oletukset ja riskit on esitetty erikseen.

Vuoden 2025 vuotuinen konkurssitodennäköisyys on 0,27276 %. Kymmenen vuoden ennustehorisontille karkea kumulatiivinen riski on $1 - (1 - 0,0027276)^{10} = 2,69\%$, jos vuotuinen riski oletetaan vakiona. Pessimistisen skenaarion 20 % on tätä korkeampi, koska se kattaa myös arvon olennaisen heikkenemisen ja ahdinkomyynnin ilman virallista konkurssia.

HERKKYYS: WACC X PITKÄN AIKAVÄLIN KASVU (OMAN PÄÄOMAN ARVO, TEUR) – LIKIMÄÄRÄINEN MALLI, KALIBROITU KONSERVATIIVISEN PERUSSKENAARION LUKUIHIN

	2,5 %	3 %	3,5 %	4 %	4,5 %
WACC 7,5 %	483 141	520 637	567 674	628 424	709 909
WACC 8,5 %	394 373	417 604	445 547	479 798	522 764
WACC 9,5 %	331 142	346 489	364 424	385 662	411 209
WACC 10,5 %	283 779	294 398	306 550	320 592	337 002
WACC 11,5 %	246 946	254 557	263 128	272 853	283 980

HERKKYYS: LIIKEVAIHTO X EBIT-% (OMAN PÄÄOMAN ARVO, TEUR) – LIKIMÄÄRÄINEN MALLI, OLETTAA KASSAVIRRRAN SKAALAUTUVAN SUORAAN EBIT:N MUKANA

	7,9 %	9,9 %	11,9 %	13,9 %	15,9 %
320 986 tEUR	165 073	221 905	278 737	335 569	392 401
361 109 tEUR	193 133	257 070	321 006	384 942	448 878
401 232 tEUR	221 194	292 234	363 274	434 314	505 354
441 355 tEUR	249 255	327 399	405 543	483 687	561 831
481 478 tEUR	277 316	362 564	447 812	533 060	618 308

10 ARVON AJURIT

Arvoa nostavat tekijät

Voitollinen nykyliiketoiminta: vuoden 2025 EBIT oli 38 301 tEUR ja nettotulos 26 437 tEUR. Positiivinen arvo ei edellytä tappiollisen toiminnan käännettä.

Kysynnän elpyminen: liikevaihto nousi 150 547 tEUR:sta 198 900 tEUR:oon vuosina 2023–2025. Toteutunut myyntihistoria kantaa myös pessimistisen skenaarion toimivan kokonaisuuden arvoa.

Kassapuskuri: vuoden 2025 kassa oli 45 183 tEUR. Se pienentää nettovelkaa, vaikka koko kassaa ei voi tulkita vapaaksi jaettavaksi varallisuudeksi.

Tuotealueiden laajentuminen: ThermaSolin heinäkuun 2024 yritysosto tuo premium-höyryratkaisut osaksi tarjoomaa. Arvovaikutus edellyttää kannattavaa lisämyyntiä, ei pelkkää uutta tuotevalikoimaa (lähde: harviagroup.com).

Arvoa laskevat tekijät

Marginaalin heikkeneminen: EBIT-% laski 20,25 %:sta 19,26 %:iin vuosina 2024–2025 kasvaneesta liikevaihdosta huolimatta.

Kasvun pääomantarve: vuoden 2025 varasto ja saamiset olivat yhteensä laskennallisesti 72 780 tEUR. Niiden kasvu sitoo kassavirtaa.

Velkavähennys: korollinen nettovelka oli 58 671 tEUR vuoden 2025 lopussa. Velkojen hoito tulee ennen omistajille jäävää arvoa.

Investointioletusten niukkuus: vuoden 2035 bruttoinvestoinnit ovat 2 441 tEUR suhteessa 8 207 tEUR:n poistoihin. Jos tämä ei riitä kapasiteetin ylläpitoon, malli yliarvioi vapaata kassavirtaa.

11 RISKIT

Keskeiset arvonmäärittäysriskit ovat vuoden 2025 marginaalin 19,26 % kestävyys, vuosien 2026–2028 kasvun 14,94 % / 14,23 % / 14,59 % rahoittaminen, vuoden 2035 investointien 2 441 tEUR riittävyys, nettovelan 58 671 tEUR kehitys, terminaaliarvon 51,46 %:n paino, optimistisen 28 %:n marginaalin toteutuminen sekä viiden verrokkihavainnon käyttökelpoisuus.

ARVONMÄÄRITYKSEN KESKEISET RISKIT

#	Riski	Miten näkyy luvuissa	Vaikutus arvonmäärittäykseen
1	Kasvu ilman vastaavaa tulospaannusta	Vuoden 2025 EBIT-% 19,26 %	Myynnin kasvu voi tuottaa oletettua vähemmän kassavirtaa.
2	Yritystokulujen jääminen kasvun ulkopuolelle	Vuosien 2026–2028 kasvu 14,94 % / 14,23 % / 14,59 %	Kasvuun tarvittavat hankintahinnat voivat alentaa kassavirta-arvoa.
3	Ylläpitoinvestointien aliarviointi	Vuoden 2035 bruttoinvestoinnit 2 441 tEUR	Investointitarpeen kasvu pienentäisi omistajille jäävää arvoa.
4	Rahoitus- ja käyttöpääomarisiki	Vuoden 2025 nettovelka 58 671 tEUR	Velan kasvu tai kassapuskurin käyttö alentaa omistaja-arvoa.
5	Pitkän aikavälin oletusten herkkyys	Terminaaliarvon osuus 51,46 %	Kannattavuuden ja tuottovaatimuksen muutokset vaikuttavat pitkään kassavirtajaksoon.
6	Optimistisen marginaalin toteutumattomuus	Skenaarion EBIT-% 28 %	Optimistinen arvo laskee, jos korkea tulostaso ei muutu pysyväksi kassavirraksi.
7	Verrokkien heikko arvostusankkuri	n = 5; tilikaudet 2023 ja 2025	Identiteetti- ja kattavuusrajoitteet estävät markkinakerroinvarmennuksen.

MITKÄ TEKIJÄT LIIKUTTAISIVAT ARVIOTA

Seuraavat vaikutukset on johdettu arvostusmallin herkkyyksistä, tilinpäätösanalyysin osoittamista arvon ajureista tai markkinasignaalien perusteella tunnistetuista strategisen arvon lähteistä — ne kertovat, mitkä muutokset liikuttaisivat tämän mallin tuottamaa arvoa, eivät takaa liiketoiminnallista lopputulosta.

Näyttö kasvun orgaanisesta osuudesta ja hankintakustannuksista

Vuosien 2026–2028 noin 14 %:n vuotuinen kasvu on arvon kannalta uskottavampi, jos se voidaan saavuttaa ilman olennaisia uusia kauppahintoja. Orgaanisen kasvun ja yritysostojen erottelu liikuttaisi erityisesti investointi- ja kassavirtaoletuksia.

Kapasiteetin ylläpitämiseen tarvittava investointitaso

Vuoden 2035 mallissa investoinnit ovat 2 441 tEUR ja poistot 8 207 tEUR. Konkreettinen ylläpito- ja kapasiteettisuunnitelma ratkaisisi, onko mallin kassavirta liian korkea vai onko alhainen nettosidonta perusteltu.

Kannattavuuden toteutuminen kasvun aikana

Vuoden 2025 EBIT-marginaali oli 19,26 %. Näyttö siitä, että kasvu toteutuu tätä paremmalla kestäväällä marginaalilla, tukisi korkeampaa kassavirta-arvoa. Vastakkainen näyttö kulupohjan pysyvästä kasvusta laskisi sitä.

ThermaSolin erillinen tulos- ja kassavirtakontribuutio

Heinäkuun 2024 yrityskaupan vaikutus tarkentuisi tuotelinjan liikevaihdon, EBIT:n ja käyttöpääoman avulla. Optimistisen skenaarion premium-linjan 30 000 tEUR:n liikevaihto on nyt muokattava oletus, ei varmennettu kontribuutio (ks. [osio 9](#)).

Nettovelka ja uuden kasvun rahoitus

Vuoden 2025 nettovelka oli 58 671 tEUR. Optimistinen skenaario käyttää tätä tasoa, joten olennaisesti suurempi velkarahoitus tai osakepääomitus muuttaisi omistajalle jäävää arvoa. Rahoitusta ei tule vähentää kahteen kertaan sekä velkana että erillisenä kassavirtarasitteena.

LIITE

Liitteet

Ennusteen täydet vuositason luvut, lähderekisteri ja metodologiakuvaus. Tukiaineistoa raportin pääsisällölle, ei sen osa.

13 DATAN LAATU JA KÄYTETYT LÄHTEET

Datan laatuluokka: Kohtalainen.

Luvut ovat konsernitason virallisesta tilinpäätösdatasta. Toimialaluokka: 64.21 Holdingyhtiöiden toiminta (Valuatum/NACE). Luokitus kuvaa rekisteröityä yhtiötä; konsernin operatiivinen liiketoiminta on verkkorikastuksen mukaan sauna- ja spa-tuotteiden valmistusta ja myyntiä (lähde: harviagroup.com).

Mitä käytettiin

Historiatarkastelu kattaa vuodet 2017–2025. Vuodelta 2018 tulos- ja taseluvut eivät olleet saatavilla lähdedatassa. Käytössä ovat tuloslaskelma, tase, henkilöstömäärät, vuosien 2026–2035 järjestelmäennuste sekä DCF- ja EVA-laskelmat.

Yrityksen identiteetti on verkkorikastuksessa varmennettu Y-tunnuksella 2612169-5. Rikastus ei ole merkitty heikentyneeksi. Liiketoimintaprofiili, kilpailijat ja markkinasignaalit perustuvat rikastuksen lähteisiin; toteutuneet luvut ja valuaatiomoottorin arvot perustuvat input-dataan.

Operatiivinen verrokkiaineisto sisältää viisi havaintoa tilikausilta 2023 ja 2025. Tilauksen yhteydessä annetut lisätiedot sekä Vastaukset tarkentaviin kysymyksiin (kierros 2) ovat tässä ajossa tyhjiä. Ensimmäinen lähde tarkoittaa asiakkaan alkuperäisiä, varmentamattomia tietoja ja toinen asiakkaan vastauksia raportin tarkentaviin kysymyksiin.

Tunnistetut rajoitteet

Liputettu tunnusluvut.roe_pct-sarja sisältää puuttuvat vuodet 2018 ja 2019. Sarjaa ei käytetä analyysin eikä menetelmäärvon perustana. Liputus heikentää aineiston kattavuutta, mutta siitä ei johdeta ristiriitaa toteutuneeseen nettotulokseen.

Ennusteen bruttotulos ei täsmää kaikissa vuosissa bruttotuloksen, henkilöstökulujen ja muiden liiketoimintakulujen kautta laskettuun käyttökatteeseen. Esimerkiksi vuonna 2026 nämä erät antavat laskennallisesti 69 270 tEUR, kun ennustettu käyttökate on 50 017 tEUR. Bruttotuloriviä ei siksi käytetä ennusteen kannattavuusperusteluna; moottorin kassavirta- ja menetelmäärvot säilytetään sellaisinaan.

Verrokkien identiteettitiedoissa on ristiriitoja: Tulikivi ja Narvi kantavat inputissa samaa Y-tunnusta, ja rikastuksen ehdokaslistan tunnuksat eroavat osin inputin tunnuksista. Numeroita ei korvata verkkolähteiden luvuilla. Tämä rajoittaa nimettyjen verrokkien käyttöä arvон ankkurina.

Kaikkien verrokkien listed-kenttä on false, joten markkina-arvopohjaisia kertoimia ei muodosteta. Sauna360:n vuoden 2023 poikkeuksellista kannattavuutta ei pidetä kestäväen liiketoiminnan marginaalina ilman erittelyä. Verrokkiaineisto toimii vain operatiivisena vertailuna.

Toteutuneita vapaita kassavirtoja, liiketoimintalinjojen erillisiä tuloksia ja tulevien yritysostojen budjettia ei ollut saatavilla lähdedatassa. Harvian kasvun orgaanista ja yritysostoperäistä osuutta ei pystytä erottamaan numeerisesti.

EVA:n pääomapohjan muutoksen nykyarvo ei ollut saatavilla lähdedatassa. Raakalaskelman ja normalisoidun lopputuloksen eroa ei siksi täsmäytetä keksityllä jäännöserällä.

ThermaSol-kaupan rahoitusmäärä ei ole kauppahinta. Harvian osakekannan tai liiketoiminnan ajantasaista hintasignaalia, osakemäärää ja kotipaikkaa ei ollut saatavilla lähdedatassa. Näistä ei tehdä oletuksia.

14

TILINPÄÄTÖSTAULUKOT JA LÄHTEET

Luvut ovat konsernitason virallisesta tilinpäätösdatasta. Raportin taustataulukoihin kuuluvat toteutuneet tuloslaskelmat ja taseet vuosilta 2017–2025 sekä ennustevuosien 2026–2035 tulos- ja tasetaulukot. Vuoden 2018 puuttuvat solut säilytetään puuttuvina. Täydet vuositason ennusteen avainluvut esitetään lisäksi [osiossa 16](#); verrokkivertailu kuuluu [osioon 6](#).

Lähderekisteri

Lukitun rikastuksen lähderekisterin lähteet on haettu 2026-10-14. PitchBookin signaalilähde esiintyy rikastuksen markkinasignaaleissa, mutta sen oma hakupäivä ei ollut saatavilla lähdedatassa.

JULKISTEN LAADULLISTEN TIETOJEN LÄHDEREKISTERI

Lähde	Tieto	Haettu
harviagroup.com	Virallinen strategia, tuotteet ja kasvusuunta	2026-10-14
harviagroup.com	Harvian toteuttamat yrityskaupat ja ThermaSol	2026-10-14
inderes.fi	Markkinakuvaus, kilpailijat ja liiketoimintakonteksti	2026-10-14
asiakastieto.fi	Rikastuksen Narvi-taustatiedot; ei valuaatiolaskennan syöte	2026-10-14
saunologia.fi	Suomen kiuasteollisuuden kilpailijakonteksti	2026-10-14
pitchbook.com	Mascon Sauna360-kauppaa koskeva rikastuksen signaalilähde	ei ollut saatavilla lähdedatassa

15 METODOLOGIA, TEKÖÄLYN ROOLI JA RAJOITUKSET

Työnjako

Kaikki tämän raportin numeeriset arvonmääritysluvut — menetelmäkohtaiset arvot, ennusteet, herkkyyystaulukot ja tunnusluvut — perustuvat toimitettuun input-dataan ja Valuatumin deterministiseen laskentaan silloin, kun kyseiset luvut on toimitettu raportin lähtöaineistossa. Menetelmien painotus perustuu joko lähtöaineiston painoihin tai tässä raportissa dokumentoituun pisteytykseen (osio 7). Julkisia verkkolähteitä on käytetty vain liiketoimintaprofiiliin, markkinasignaalien ja strategisen arvon tulkinnan tukena. Tekoälyn rooli on rajattu lukujen tulkintaan, menetelmien soveltuvuuden pisteytykseen ja sanalliseen arviointiin, datan laadun arviointiin, julkisten lähteiden referointiin ja tämän raportin analyysitekstin tuottamiseen. Tekoäly ei korvaa varsinaista due diligence -tarkastusta, johdon haastattelua, tilintarkastusta tai neuvottelutilanteessa tehtävää erillistä arvonmääritystä.

Keskeiset rajoitukset

Konservatiivisen perusskenaarion menetelmäarvo on toimitetun valuaatiomoottorin tulos. Sen rinnalla esitetyt pessimistinen ja optimistinen skenaario ovat erikseen merkittyjä harkinnanvaraisia laskelmia; niiden kertoimet, alennukset ja markkinaosuudet eivät ole moottorin varmentamia yrityskohtaisia faktoja.

Optimistinen jatkuvan arvon laskelma rinnastaa verojen jälkeisen liiketuloksen kassavirtaan. Tämä edellyttää ylläpitoinvestointien ja poistojen vastaavuutta sekä sitä, ettei pysyvä kasvu vaadi uutta käyttöpääomaa. Oletuksen pettäminen alentaa skenaarioarvoa.

Pessimistisen skenaarion toimivan kokonaisuuden arvo edellyttää ostajaa. Harkinnanvarainen liikevaihtoankkuri ei ole toteutunut transaktio eikä dokumentoitu tarjous.

Verkkotiedot on käytetty vain lukitun rikastuksen kautta. Niitä ei käytetä korvaamaan konsernin toteutuneita tilinpäätöslukuja, valuaatiomoottorin tuottovaatimusta tai kassavirtaennustetta.

Verrokkien operatiiviset erot ja identiteettirajoitteet estävät luotettavan markkinakerroinvarmennuksen. Oman pääoman kirja-arvo ei korvaa aineettomien erien ja liiketoiminnan käyvän arvon erillistä tarkastelua.

Skenaariotodennäköisyydet ovat käyttäjän muokattavia oletuksia, eivät mitattuja onnistumistodennäköisyyksiä. Euromäärät on pyöristetty kokonaisiin tEUR-lukuihin; laskennassa käytetään tarvittaessa lähdedatan tarkkuutta.

Vastuuvapaus

Tämä raportti on tuotettu automaattisesti yleiseen tietoon perustuvana analyysinä. Se ei ole sijoitusneuvontaa, tilintarkastusta, käyvän arvon lausunto (fairness opinion) eikä sellaisenaan sovellu vero- tai oikeusriitojen perusteeksi ilman asiantuntijan erillistä arviota. Valuatum Oy ei vastaa raportin perusteella tehdyistä päätöksistä.

16 LIITE: ENNUSTEEN TÄYDET VUOSITASON LUVUT

Vuosien 2026–2035 liikevaihdot ovat 228 621, 261 156, 299 249, 326 355, 344 014, 356 174, 367 154, 378 198, 389 546 ja 401 232 tEUR. Kasvuprosentit ovat 14,94 %, 14,23 %, 14,59 %, 9,06 %, 5,41 %, 3,53 %, 3,08 %, 3,01 %, 3,00 % ja 3,00 %.

Samojen vuosien käyttökatteet ovat 50 017, 55 407, 60 993, 62 883, 64 236, 63 298, 61 855, 60 154, 58 229 ja 56 075 tEUR. Liikevoitot ovat 45 913, 50 591, 55 491, 57 491, 57 361, 56 051, 54 352, 52 419, 50 261 ja 47 868 tEUR. EBIT-marginaalit ovat 20,08 %, 19,37 %, 18,54 %, 17,62 %, 16,67 %, 15,74 %, 14,80 %, 13,86 %, 12,90 % ja 11,93 %.

Vapaat kassavirrat ovat 22 932, 25 675, 27 504, 33 898, 38 025, 39 408, 38 580, 37 006, 35 149 ja 33 085 tEUR. Omat pääomat ovat 163 516, 202 844, 214 338, 224 403, 233 206, 241 126, 248 547, 255 507, 261 964 ja 267 874 tEUR. Korolliset velat ovat 90 191, 72 928, 87 024, 95 236, 98 315, 98 588, 98 559, 99 037, 100 221 ja 102 180 tEUR.

ENNUSTEEN TÄYDET VUOSITASON AVAINLUVUT (TEUR / %)

Mittari	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Liikevaihto	228 621	261 156	299 249	326 355	344 014	356 174	367 154	378 198	389 546	401 232
Kasvu	14,94 %	14,23 %	14,59 %	9,06 %	5,41 %	3,53 %	3,08 %	3,01 %	3,00 %	3,00 %
EBITDA	50 017	55 407	60 993	62 883	64 236	63 298	61 855	60 154	58 229	56 075
EBIT	45 913	50 591	55 491	57 491	57 361	56 051	54 352	52 419	50 261	47 868
EBIT-%	20,08 %	19,37 %	18,54 %	17,62 %	16,67 %	15,74 %	14,80 %	13,86 %	12,90 %	11,93 %
Vapaa kassavirta	22 932	25 675	27 504	33 898	38 025	39 408	38 580	37 006	35 149	33 085
Oma pääoma	163 516	202 844	214 338	224 403	233 206	241 126	248 547	255 507	261 964	267 874
Korolliset velat	90 191	72 928	87 024	95 236	98 315	98 588	98 559	99 037	100 221	102 180



Sanasto

RAPORTISSA KÄYTETYT KESKEISET TERMIT ARKIKIELELLÄ

DCF ELI DISKONTATTU KASSAVIRTA

Menetelmä, jossa yhtiön ennustetut tulevat kassavirrat muunnetaan nykyarvoon. Mitä kauempana tulevaisuudessa ja mitä epävarmempi kassavirta on, sitä vähemmän se painaa arvossa.

EVA ELI LISÄARVOMENETELMÄ

Arvottaa yhtiön sen mukaan, kuinka paljon tulos ylittää tai alittaa pääoman kustannuksen. Perustuu samaan ennusteeseen kuin DCF, joten menetelmät eivät ole toisistaan riippumattomia.

OMAN PÄÄOMAN ARVO ELI OMISTAJA-ARVO

Osakkeenomistajille kuuluva osuus yhtiön arvosta — luku, jota tämä raportti ensisijaisesti arvioi.

ODOTUSARVO

Skenaarioiden todennäköisyyksillä painotettu keskiarvo. Todennäköisyydet ovat muokattavia oletuksia, eivät ennuste.

TERMINAALIARVO

Ennustejakson jälkeisten vuosien yhteenlaskettu arvo yhtenä lukuna. Muodostaa usein suuren osan DCF-arvosta.

KÄÄNTEISLASKELMA

Laskelma siitä, millaista tulevaa kassavirtaa esimerkiksi rahoituskierroksen valuaatio edellyttäisi ollakseen perusteltu.

WACC ELI PÄÄOMAN TUOTTOVAATIMUS

Korko, jolla tulevat kassavirrat diskontataan nykyhetkeen. Kuvaa tuottoa, jonka sijoittaja vaatii yhtiön riskitasolla — korkeampi tuottovaatimus tarkoittaa matalampaa arvoa.

YRITYSARVO (EV)

Koko liiketoiminnan arvo ennen rahoitusrakennetta. Omistajien osuus saadaan, kun yritysarvosta vähennetään korolliset velat ja lisätään kassavarat.

PERUSSKENAARIO (BASE CASE)

Toteutuneisiin lukuihin ja toimitettuun ennusteeseen perustuva laskelma ilman optimistisia tai pessimistisiä lisäoletuksia.

OMISTAJA-ARVON ALARAJA

Osakeyhtiön omistajan vastuu on rajattu, joten omistaja-arvo ei voi olla alle 0 tEUR, vaikka laskelma antaisi negatiivisen luvun.

ARVOSTUSKERTOIMET JA VERROKIT

Vertailukelpoisten yhtiöiden hinnoittelu (esim. EV/liikevaihto), jota käytetään ristiintarkistuksena omalle laskelmalle.