

# Harvia

## Yhtiöpäivitys

6.11.2020

- Toistamme lisää-suosituksemme ja nostamme tavoitehintamme 22,0 euroon (aik. 16,0 euroa)
- Harvian Q3-suorituksesta on vaikea löytää heikkouksia ja luvut ylittivät jälleen selvästi vertailukauden ja ennustemme
- Yhtiöllä on erittäin hyvät kysyntänäkymät lähivuosille ja varsinkin ulkomaille laajentumiseen laitetaan nyt paljon panoksia
- Nostimme raportin jälkeen vuosien 2020-2022 tulosennusteitamme noin 10 %
- Vahva markkina-asema, laaja tuotevalikoima, toimialan paras kannattavuus ja pieni investointitarve ovat jo itsessään hyviä syitä sijoittaa Harviaan, mutta osakkeen kautta saa myös pääsylipun pirstaleisen toimialan konsolidaatiojunaan
- Osakkeen lähivuosien tulos pohjainen arvostus (P/E 21-23x, EV/EBITDA 15-17x) alkaa hipoa jo hyväksytyn tason ylärajoja, mutta hyvät pitkän aikavälin tuloskasvunäkymät saavat meidän istumaan kyydissä haastavasta arvostuksesta huolimatta

# Q3 löi vertailukauden ja ennusteemme lauteilta

Harvian Q3:sta on vaikea löytää heikkouksia ja luvut ylittivät jälleen selvästi vertailukauden ja ennusteemme. Yhtiöllä on erittäin hyvät pitkän aikavälin kysyntänäkymät ja varsinkin ulkomaille laajentumiseen laitetaan nyt paljon panoksia. Nostimme raportin jälkeen lähivuosien tulosennusteitamme ~10 %. Osakkeen arvostus alkaa hipoa jo hyväksytyt tason ylärajoja, mutta hyvät pitkän aikavälin tuloskasvunäkymät saavat meidän istumaan kyydissä haastavasta arvostuksesta huolimatta. Toistamme lisää-suosituksemme ja nostamme tavoitehintamme 22,0 euroon (aik. 16,0 euroa).

## Q3-raportti löi sekä vertailukauden että meidän ennusteemme lauteilta

Q3-liikevaihto kasvoi 64 % ja oli 28 MEUR (konsensus 25 MEUR). Vertailukauden selvä ylitys oli tiedossa EOS-yritysoston vuoksi, mutta 36 %:n orgaaninen kasvu tähän päälle oli erinomainen suoritus. Liikevaihto kasvoi yli 20 % kaikilla markkina-alueilla, mutta etenkin Saksa (+225 %) ja Pohjois-Amerikka (+83 %) loistivat edukseen. Tuoteryhmistä Ohjauskeskukset (+98 %) ja Kiukaat (+61 %) olivat vahvimpia kasvajia. Oikaistu liikevoitto kasvoi 108 % ja oli 6,1 MEUR. Vahvasta ja nopeasti vaihtelevasta kysynnästä huolimatta kannattavuus oli erittäin hyvä ja oikaistu liikevoittomarginaali nousi 22 %:iin (Q3'19: 17 %). Yhtiö onnistui tehokkaasti nostamaan marginaalejaan volyymin mukana ja tulosta tukivat osakseen myös matalat liiketoiminnan muut kulut, jotka johtuivat esim. matkustamisen, messujen ja muiden aktiviteettien puutteesta.

## Yhtiö toisti piti pitkän aikavälin tavoitteet ja meidän ennusteemme jatkavat nousemistaan

Harvia ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä, mutta yhtiöllä on pitkän aikavälin tavoitteita, jotka ovat keskimäärin yli 5 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu ja oikaistu liikevoittomarginaali 20 %. Johto arvioi, että vaikka Covid-19 -pandemian aikana erilaiset kodinparannus- ja korjausprojektit ovat lisääntyneet, ei tällä uskota olevan vaikutusta sauna- ja spa-markkinan pitkän aikavälin kasvuodotuksiin tai Harvian pitkän ajan tavoitteisiin. Vaikka johto totesi, että osa vahvasta kasvusta vaikutti olevan vain aikaistettua kysyntää, pystyi kommentteista tulkitsemaan, ettei kysyntä näytä ainakaan lyhyellä tähtäimellä laantumisen merkkejä. Mökkikauppa on ennätystasolla, Harvia on palkannut 40 uutta työntekijää pääosin Muuramen tehtaalle, USA:n tuotantolaitoksen kapasiteettia kasvatetaan ja yhtiö kertoi palkanneensa uutta myyntihenkilöstöä Aasiaan. Liikevaihdosta jo 75 % tulee ulkomailta, mikä tekee Harviasta aidosti globaalinen yhtiön ja rajoittaa menestyksen riippuvuutta ”kypsästä” Suomen markkinasta. Nostimme 2020-liikevaihtoennusteemme 104 MEUR:oon (aik. 97 MEUR), mikä tarkoittaa 41 %:n kasvua edellisvuodesta. Iso osa kasvusta tulee EOS-kaupasta, mutta orgaaninen kasvu on myös vahvaa ~20 %. Liikevaihtoennusteemme nousivat 9-10 % vuosille 2021-2022 ja ennustamamme kasvut ovat 13 % ja 8 %. Nostimme 2020-2022 liikevoittoennusteita 11-13 %. Odotamme vuoden 2020 oikaistun liikevoiton olevan 21,9 MEUR (EBIT 21,0 %), mikä tarkoittaa 58 %:n kasvua vuodesta 2019. Vuosien 2021 ja 2022 oikaistut EBIT-ennusteemme ovat 20,9 % ja 20,8 %. Harvian vuosi 2020 on erittäin hyvä. Tehtaat ovat käyneet korkealla kapasiteetin käyttöasteella ja hyvän kysynnän lisäksi kulurakenne on ollut alhainen, kun mm. matkustus- ja messukulut ovat olleet minimissä pandemian takia. Liikevaihdon kasvun kautta tulevat skaalaedut ja EOS-kaupasta odotetut 2,2 MEUR:n synergiat pitävät tuloskasvunäkymät hyvinä.

## Laatuyhtiön arvostuksen rajoja koetellaan, mutta pääsylimillä konsolidaatiojunaan on myös piilevää arvoa

Ennusteidemme mukaiset kertaeristä oikaistut 2020 ja 2021 P/E-luvut ovat nousseet Harvian ATH-tasolle 23x ja 21x. EV/EBITDA-kertoimet ovat 17x ja 15x ja osinkotuotot 2,5 % ja 2,9 %. Harvialla on vahva markkina-asema, hyvä brändi, toimialan paras kannattavuus, vakaa kassavirta, pieni investointitarve, vahva pääoman tuotto, laadukas johto ja melkein kaikki laatuyhtiökriteerit täyttyvät. Arvostus kolkuttelee kuitenkin jo hyväksyttävän tason ylärajoja ja yhtiön pitää jatkaa vahvaa tuloskasvua, jotta kertoimet neutralisoituvat. Harvialla on mahdollisuus jatkaa pirstaleisen sauna- ja spa-markkinan konsolidointia ja viimeaikaisten yrityskauppaonnistumisten valossa pidämme tätä positiivisena optiona omistaja-arvolle.

## Analytikot

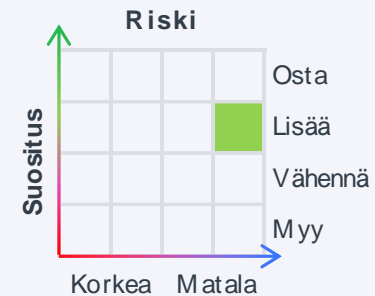


Petri Kajaani

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

## Suositus



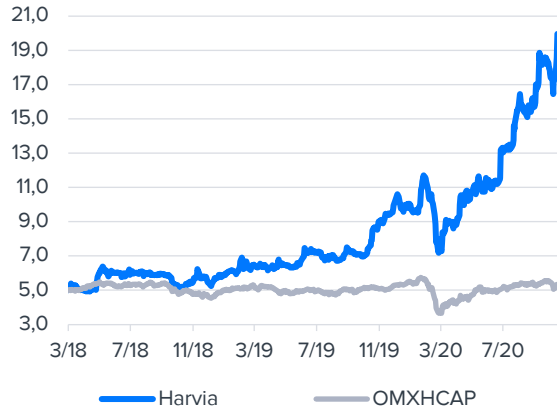
**Lisää**  
(aik. Lisää)  
**22,00 EUR**  
(aik. 16,00 EUR)  
**Osakekurssi:**  
19,95

## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	74	104	118	127
<b>kasvu-%</b>	20 %	41 %	13 %	8 %
<b>EBIT oik.</b>	13,9	21,9	24,5	26,6
<b>EBIT-% oik.</b>	18,7 %	21,0 %	20,9 %	20,8 %
<b>Nettotulos</b>	9,6	14,0	17,2	19,4
<b>EPS (oik.)</b>	0,54	0,86	0,96	1,04

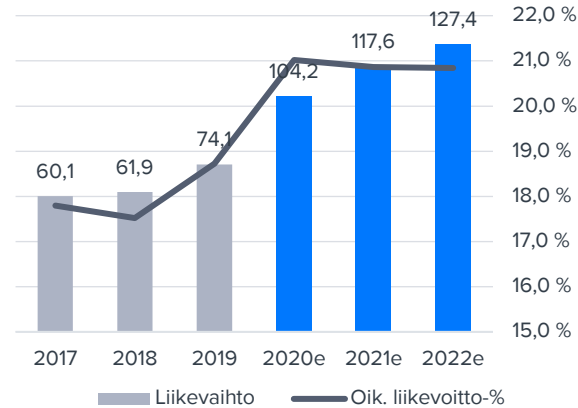
<b>P/E (oik.)</b>	19,5	23,2	20,8	19,2
<b>P/B</b>	2,9	5,6	5,0	4,5
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,6 %	2,5 %	2,9 %	3,2 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	16,1	19,6	17,2	15,6
<b>EV/EBITDA</b>	13,6	17,9	14,9	13,9
<b>EV/Liikevaihto</b>	3,0	4,1	3,6	3,3

## Osakekurssi



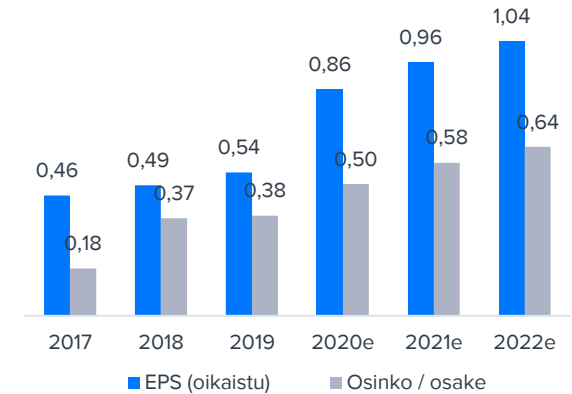
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP

**373**

MEUR

Osinko-%

**2,5%**

2020e

EV/EBIT

**19,6**

2020e

P/E (oik.)

**23,2**

2020e



### Arvoajurit

- Vakaasti kasvava sauna- ja spa-markkina
- Johtava markkina-asema ja toimialan paras kannattavuus
- Vahva kassavirta ja matala investointitarve
- Liikevaihdon kasvu täydentävien yritysostojen ja jälleenmyyntiverkoston laajentamisen kautta
- Kannattavuuden parantaminen tuotemixin ja tehokkuuden parantamisen kautta



### Riskitekijät

- Korkea riippuvuus Muuramen tehtaasta
- Koronaviruksen aiheuttaman talousshokin vaikutus kysyntään
- Muutokset toimialan kilpailukentässä tai -asemassa
- Materiaalikustannusten vaikutus kannattavuuteen
- Talouden ja rakentamisen suhdannevaihdellut voivat hidastaa kasvua
- Yrityskauppojen integroinnin onnistuminen
- Isojen saunaprojektien epäonnistuminen ja vaikutus konsernin kannattavuuteen



### Arvostus

- Suotuisat pitkän aikavälin tuloskasvunäkymät antavat osakkeelle positiivisen ajurin
- Lähivuosien ennusteillamme tulos pohjainen arvostus on jo hyväksytyt tason ylärajoilla
- Tällä hetkellä kohtalaisella tasolla oleva (ja kasvava) osinkotuotto tukee osaketta
- Vahva tase, vakaa kassavirta, hyvä kannattavuus, laadukas johto ja yritysosto-optiot puoltavat korkeaa arvostusta
- Osakkeen arvostus on noussut verrokkiryhmän yläpuolelle

# Q3-raportti löi ennusteemme lauteilta

## Liikevaihto kasvoi 64 %, josta orgaanista oli 36 %

Harvian Q3-liikevaihto kasvoi 64 % ja oli 28,0 MEUR (Q3'19: 17,1 MEUR). Liikevaihto ylitti selvästi meidän ennusteemme (23,3 MEUR) ja konsensusennusteen (25,0 MEUR). Vertailukauden selkeä ylitys oli tiedossa keväällä 2020 tehdyn EOS-yrityskaupan vuoksi, mutta 36 %:n orgaaninen kasvu tähän päälle oli yllättävä ja erinomainen suoritus. EOS-kauppa kasvatti etenkin sähkökiukaiden, ohjauskeskusten sekä höyrygeneraattoreiden liikevaihtoa.

Liikevaihto kasvoi yli 20 % Harvian jokaisella markkina-alueella, mutta etenkin Saksa (+225 %), Pohjois-Amerikka (+83 %), muut Euroopan maat (+79 %) ja muut maat (+57 %) loistivat edukseen. EOS-kauppa kasvatti liikevaihtoa Saksassa 2,1 MEUR, muissa Euroopan maissa 1,7 MEUR ja Venäjällä 0,8 MEUR. Tuoteryhmäkohtaista myynnin kehitystä tarkastellessa Ohjauskeskukset (+98 %) ja Kiukaat (+61 %) olivat vahvimpia kasvajia, mutta kaikki muutkin tuoteryhmät kasvoivat vähintään 16 %.

Q3-suoritus oli kieltämättä erinomainen huomioiden, että liikevaihto kasvoi jokaisella raportoidulla

markkina-alueella ja jokaisessa raportoidussa tuotesegmentissä. Harvian tuotteiden kysyntä on keväällä ja kesällä ollut niin voimakasta, että se on tilapäisesti ylittänyt yhtiön odotukset ja johtanut normaalia pidempiin toimitusaikoihin.

Tulosjulkistustilaisuudessa yhtiön johto toisti Q2-tulosjulkistuksesta kuullun toteaman, että kohonnut liikevaihto koostuu osittain Covid-19 -pandemian aiheuttamasta aikaistetusta kysynnästä, ja ettei nykyistä kehitystä tulisi ekstrapoloida viivoittimella pidemmän ajan kehitykseksi. Samaan hengenvetoon johto kuitenkin totesi, että kysyntätilanne on myös Q4:lla jatkunut hyvänä.

## Liikevaihdon kasvu valui hyvin myös tulosriville

Oikaistu Q3-liikevoitto kasvoi 108 % vertailukaudesta ja oli 6,1 MEUR. Vahvasta ja vaihtelevasta kysynnän kasvusta huolimatta kannattavuus oli erittäin hyvä ja oikaistu liikevoittomarginaalia nousi 21,8 %:iin (Q3'19: 17,2 %) ylittäen yhtiön tavoitetason (20 %). Meidän ennusteemme liikevoittomarginaalille oli 19,3 % ja konsensusennuste 19,6 %. Yhtiö onnistui tehokkaasti nostamaan marginaalejaan volyymien kasvaessa ja

kannattavuutta tukivat myös matalat liiketoiminnan muut kulut, jotka johtuivat mm. matkustamisen ja messujen yms. aktiviteettien puutteesta. Yhtiö kirjasi Q3:lla 0,1 MEUR yritysjärjestelyihin liittyviä kertaluonteisia kuluja, joiden myötä raportoitu liikevoitto oli hitusen oikaistua liikevoittoa alhaisempi. Q3 EPS oli 0,22 euroa eli kaksi kertaa vertailukautta suurempi (Q3'19: 0,11 euroa).

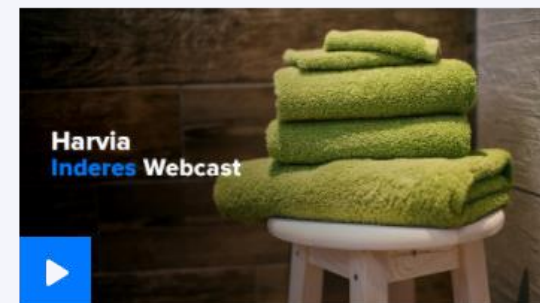
## Vahvaa kehitystä kauttaaltaan

Harvian Q3-raportissa oli liikevaihdon ja tuloksen lisäksi useita muitakin lukuja, jotka olivat kehittyneet suotuisaan suuntaan. Oikaistu sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) nousi korkealle 55 %:iin (Q3'19: 33%), operatiivinen kassavirta parani 88 % 7,9 MEUR:oon ja henkilöstö kasvoi liikevaihdon kasvua hitaammin, mikä myös kertoo parantuneesta tehokkuudesta. Harvia tavoittelee velkaantumisasetta, joka on noin 1,5x-2,5x (nettovelka/käyttökate). EOS-yrityksoston myötä velkaantumisasaste nousi hetkellisesti yli tavoitehaarukan, mutta vahvan rahavirran ansiosta se oli Q3:n lopussa laskenut jälleen haarukan alapäähän (1,5x). Tämä kertoo yhtiön erinomaisesta kyvystä sulattaa velkaa pois jopa isojen yritysostojen jälkeen.

Ennustetaulukko	Q3'19	Q3'20	Q3'20e	Q3'20e	Konsensus	Erotus (%)	2020e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	17,1	28,0	23,3	25,0	23,3	- 26,7	20 %	104
Liikevoitto (oik.)	2,9	6,1	4,5	4,9	4,5	- 5,4	36 %	21,9
Liikevoitto	2,9	6,0	4,4	4,8	4,4	- 5,4	36 %	19,8
Tulos ennen veroja	2,7	5,4	4,1	4,5	4,1	- 5,0	32 %	18,0
EPS (raportoitu)	0,11	0,22	0,17	0,19	0,17	- 0,21	27 %	0,75
Liikevaihdon kasvu-%	22,3 %	63,8 %	36,3 %	46,4 %	36,5 %	- 56,4 %	27,5 %-yks.	40,6 %
Liikevoitto-% (oik.)	17,2 %	21,8 %	19,3 %	19,6 %	19,3 %	- 20,2 %	2,5 %-yks.	21,0 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Harvian Q3-tulosjulkistuksen webcast-tallenteen voi katsoa tästä:



# Ennusteet jatkavat nousemistaan

## Pitkän aikavälin tavoitteet ennallaan

Harvia ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä. Yhtiö on kuitenkin asettanut kasvuun, kannattavuuteen ja velkaantumistaseseen liittyviä pidemmän aikavälin tavoitteita, jotka ovat keskimäärin yli 5 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu, oikaistu liikevoittomarginaali 20 % sekä nettovelka/EBITDA 1,5x-2,5x. Yhtiön tavoitteena on maksaa säännöllisesti kasvavaa osinkoa kaksi kertaa vuodessa yhteensä vähintään 60 % tuloksesta. Johto arvioi, että huolimatta siitä, että Covid-19 -pandemian aikana erilaiset kodinparannus- ja korjausprojektit ovat lisääntyneet voimakkaasti, ei tällä uskota olevan vaikutusta sauna- ja spa-markkinan pitkän aikavälin kasvuodotuksiin tai Harvian pitkän aikavälin tavoitteisiin.

## Nostimme liikevaihtoennusteitamme 7-10 %

Nostimme vuoden 2020 liikevaihtoennusteemme 104 MEUR:oon (aik. 97 MEUR), mikä tarkoittaa 41 %:n kasvua edellisvuodesta. Iso osa kasvusta on EOS-kaupasta johtuvaa, mutta orgaaninen kasvu on tänä vuonna ennusteemme mukaan myös vahvalla tasolla ~20 %. Liikevaihtoennusteemme nousivat 9-10 % vuosille 2021-2022 ja ennustamamme kasvuvauhdit ovat 13 % ja 8 %. Alkuvuonna 2021 liikevaihtoon vaikuttaa vielä positiivisesti EOS-kauppa (1.1.-30.4.), milloin se ei ollut mukana vuoden 2020 luvuissa.

Vaikka yhtiö totesi raportissa, että osa vahvasta kasvusta vaikutti olevan vain aikaistettua kysyntää, pystyi johdon tiedotustilaisuuden kommentteista tulkitsemaan, ettei kysyntä näytä ainakaan lyhyellä tähtäimellä laantumisen merkkejä. Yhtiö totesi myös Q4:n sujuneen tähän mennessä hyvin. Mökkikauppa on käynyt ennätystasolla ja remonttien jatkuessa saunat ovat yksi yleisimmistä kohteista. Tämä tietää hyvää korvauskysyntää sekä lähivartaaleille että tuleville vuosille. Johto kertoi kysynnän ylittäneen toimituskapasiteetin ajoittain ja Harvia on palkannut 40 uutta työntekijää pääosin Muuramen tehtaalle vastaamaan kovaan kysyntään. Tämä kertoo, ettei yhtiö odota kovan kysynnän loppuvan aivan heti.

Yhtiö kertoi USA:n tehtaan tuotantokapasiteetin lisäinvestoinnin (0,7 MEUR) olevan valmis vuoden 2020 loppuun mennessä ja se lisää kyvykkyyttä vastata USA:n vahvaan kysyntään. Kasvunäkymät ovat mielestämme kaikesta johdon käyttäytymisestä päätellen USA:ssa erittäin vahvat ja kasvu oli myös Q3:lla yli 80 %. Olemme nostaneet ennusteitamme etenkin USA:n osalta selvästi, sillä Harvia näyttää laittavan sinne nyt huomattavasti paukkuja. Harvia kertoi myös palkanneen uutta myyntihenkilöstöä Aasiaan ja Australiaan ja yhtiö näyttää jatkuvasti löytävän uusia kasvutaskuja Suomen ulkopuolelta, mihin ei ole vielä kunnolla aiemmin panostettu.

Yhtiön liikevaihdosta jo 75 % tulee Suomen ulkopuolelta, mikä tekee Harviasta aidosti globaalinen yhtiön ja rajoittaa sen menestyksen riippuvuutta ”kypsästä” Suomen markkinasta.

## Nostimme liikevoittoennusteitamme 11-13 %

Nostimme 2020-2022 liikevoittoennusteita 11-13 %. Odotamme vuoden 2020 oikaistun liikevoiton olevan 21,9 MEUR (EBIT 21,0 %), mikä tarkoittaa 58 %:n kasvua edellisvuodesta. Vuosien 2021 ja 2022 oikaistut EBIT-marginaaliennusteemme ovat 20,9 % ja 20,8 %. Harvian vuosi 2020 on ollut erittäin hyvä. Yhtiön tehtaat ovat käyneet korkealla kapasiteetin käyttöasteella ja kannattavuuden tavoitetaso (EBIT 20 %) on jo ylittynyt. Tähän on osaltaan vaikuttanut hyvän kysynnän lisäksi myös yhtiön poikkeuksellisen alhainen kulurakenne, kun matkustus- ja messukulut yms. ovat olleet minimissä pandemian takia. Olemme ottaneet ennusteissamme huomioon EOS-kaupasta odotetut ~2 MEUR:n vuotuiset synergiat. Korkeampi ennustettu liikevaihtotaso auttaa yhtiötä myös tekemään parempaa suhteellista kannattavuutta, kun mm. tehtaiden käyttöasteet ja hankintojen ehdot paranevat sekä kiinteät kulut skaalautuvat.

Nousseiden tulosennusteiden mukana nostimme myös osinkoennusteitamme 9-12%. Ennusteemme osingonjakosuhteesta ovat lähivuosille 60-70%.

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	97,2	104	7 %	107	118	9 %	116	127	10 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	19,5	21,9	12 %	22,0	24,5	12 %	23,8	26,6	11 %
Liikevoitto	17,4	19,8	13 %	21,2	23,7	12 %	23,8	26,6	11 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,79	0,86	8 %	0,88	0,96	9 %	0,95	1,04	9 %
Osakekohtainen osinko	0,46	0,50	9 %	0,52	0,58	12 %	0,58	0,64	10 %

# Laatuyhtiön arvostuksen rajoja koetellaan

## Tulosperustainen arvostus on ATH-tasolla

Päivitettyjen ennusteidemme mukaiset kertaeristät oikaistut 2020 ja 2021 P/E-luvut ovat nousseet Harvian ATH-tasolle 23x ja 21x. Harvia kirjaa vuonna 2020 kertaluonteisia yrityskauppaan liittyviä kuluja ~2 MEUR ja integrointiin liittyviä kertaluonteisia kuluja osuu vielä ~1 MEUR vuodelle 2021. Nämä kertaeristät painavat hieman raportoituja tuloksia ja niistä lasketut P/E-luvut ovat ennusteillamme korkeat 27x ja 22x. Velkaantumisen huomioivat EV/EBITDA-kertoimet ovat 17x ja 15x ja EV/EBIT-kertoimet ovat 19x ja 17x.

Harvialla on vahva markkina-asema, hyvä brändi, toimialan paras kannattavuus, vakaa kassavirta, pieni investointitarve, vahva pääoman tuotto, laadukas johto ja melkein kaikki laatuyhtiön kriteerit täyttyvät. Yhtiö on pörssi-aikansa aikana osoittanut olevansa laadultaan aivan Helsingin pörssin kärkikastia ja mielestämme yhtiölle aiemmin hyväksyvämmä ”neutraali arvostustaso” on ollut liian konservatiivinen viimeaikaisiin suorituksiin ja potentiaaliseen globaalin sauna- ja spa-markkinan valloittamiseen nähden. Nykyiset arvostuskertoimet alkavat kuitenkin jo kolkutella hyväksyttävän tason ylärajoja (jopa laatuyhtiökategoriassa) ja Harvian pitää jatkaa erittäin vahvaa tulokasvu, jotta kertoimet neutralisoituvat myös sitä tulevaisuuden hetkeä varten, jos/kun yhtiö rauhoittuu ohjeistamalleen +5 %:n kasvu-uralle tekemään nykyistä ~20 %:n EBIT-marginaalia. Sellaisia yhtiöitä harvoin arvostetaan selvästi yli 20x P/E-kertoimilla (pl. Elisa, Kone, Orion, Kesko jne.).

Harvia tekee 2-3 vuoden päästä arviomme mukaan merkittävästi parempaa tulosta, kun maantieteellinen laajentuminen jatkuu, tuottavuutta parannetaan, EOS-kaupan synergiat tulevat läpi tulokseen jne. Emme näe arvostuskertoimissa enää suurta nousuvaraa, mutta pelkästään kertoimien pysyessä nykytasolla,

tuloskasvu antaa osakkeelle positiivisen ajurin, minkä takia istumme osakkeen kyydissä hetkellisesti haastavasta arvostuksesta huolimatta.

## Harvia tarjoaa hyvää ja vakaata osinkoa

Harvialla on vahva tase, hyvä kannattavuus ja pieni investointitarve. Kaikki nämä ominaisuudet tekevät siitä hyvän osinkoyhtiön. Harvia käytti EOS:n oston 19,7 MEUR, mikä rahoitettiin korollisella velalla ja kassalla. Yhtiön nettovelka/EBITDA -tavoitehaarukka on 1,5x-2,5x, ja luku oli jo Q3'20 laskenut haarukan alalaitaan 1,5x, mikä kertoo yhtiön vahvasta kyvystä luoda kassavirtaa ja sulattaa yritysostoihin otettua velkaa. Harvia ja EOS ovat hyvin kannattavia yhtiöitä jo valmiiksi, ja yhdistettynä tavoiteltuihin 2,2 MEUR:n vuotuisiin synergiaetuihin, on EOS-yrityskaupan maksuaika hyvin lyhyt (synergioiden jälkeinen EV/EBITDA alle 5x). EOS-kaupasta huolimatta Harvian tase ja osingonmaksukyky pysyvät erittäin hyvässä kunnossa. Odotamme Harvian pitävän yllä ~60-70 %:n osingonjakosuhdetta lähivuosina. Tämä tarjoaa lähivuosille 2,5 %:n ja 2,9 %:n osinkotuottoa.

## Laatuleima ja matkalippu toimialan konsolidaatiojunaan tukevat osaketta

Harvialla on vahva markkina-asema pirstaloituneella sauna- ja spa-markkinalla ja mahdollisuus jatkaa yhtiön kasvustrategian mukaista toimialan konsolidointia. Viimeaikaiset onnistumiset yrityskaupoissa ja niiden integroinnissa (Sentiotec, AHS ja EOS) antavat sellaisen kuvan, että Harvia osaa tehdä yrityskauppoja huokeilla ehdoilla, integroida yhtiöt hyvin konserniin ja päästä niiden kautta uusiin tuotekategorioiden, uusiin asiakkuuksiin ja hyviin synergioihin. Pidämme Harvian laatuleimaa ja jatkuvasti tarjolle tulevia yritysostoptiota selvästi positiivisina asioina, jotka luovat pitkällä aikavälillä omistaja-arvoa.

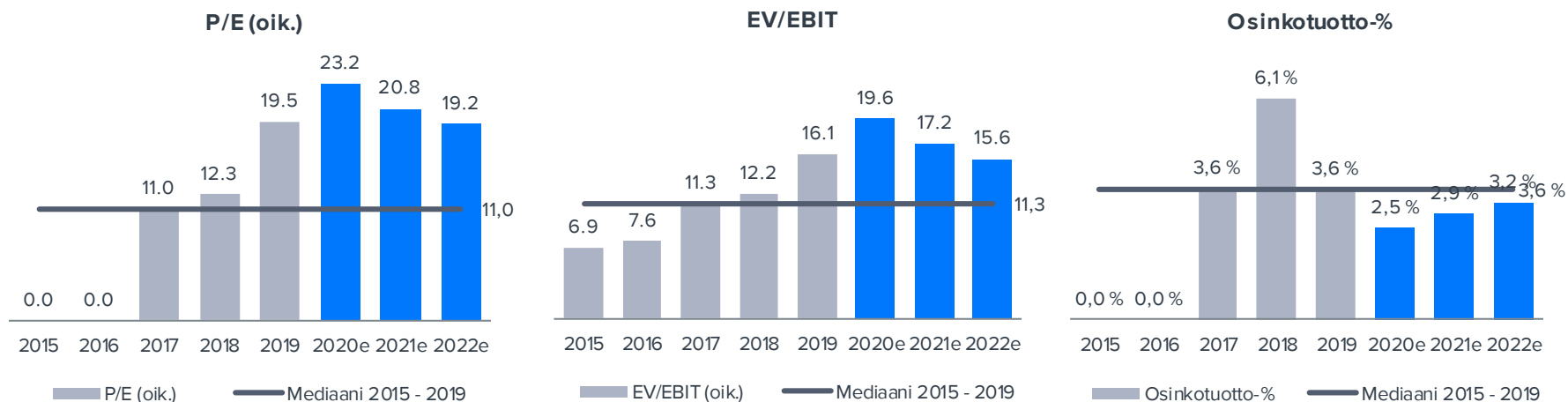
Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	20,0	20,0	20,0
Osakemäärä, milj. kpl	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo	373	373	373
Yritysarvo (EV)	429	421	415
P/E (oik.)	23,2	20,8	19,2
P/E	26,7	21,7	19,2
P/Kassavirta	neg.	20,2	19,3
P/B	5,6	5,0	4,5
P/S	3,6	3,2	2,9
EV/Liikevaihto	4,1	3,6	3,3
EV/EBITDA (oik.)	17,9	14,9	13,9
EV/EBIT (oik.)	19,6	17,2	15,6
Osinko/tulos (%)	67,0 %	63,2 %	61,6 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,9 %	3,2 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi			5,00	6,10	10,6	20,0	20,0	20,0	20,0
Osakemäärä, milj. kpl		9,68	9,54	16,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
Markkina-arvo			48	102	198	373	373	373	373
Yritysarvo (EV)	74	76	121	132	224	429	421	415	407
P/E (oik.)	0,0	0,0	11,0	12,3	19,5	23,2	20,8	19,2	18,1
P/E	0,0	0,0	16,4	15,0	20,6	26,7	21,7	19,2	18,1
P/Kassavirta	0,0	0,0	6,3	17,6	16,2	neg.	20,2	19,3	17,6
P/B	0,0	0,0	2,5	1,5	2,9	5,6	5,0	4,5	4,1
P/S		0,0	0,8	1,6	2,7	3,6	3,2	2,9	2,8
EV/Liikevaihto	1,6	1,5	2,0	2,1	3,0	4,1	3,6	3,3	3,0
EV/EBITDA (oik.)	6,0	6,7	10,8	11,4	13,6	17,9	14,9	13,9	13,0
EV/EBIT (oik.)	6,9	7,6	11,3	12,2	16,1	19,6	17,2	15,6	14,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	58,9 %	91,1 %	74,0 %	67,0 %	63,2 %	61,6 %	70,0 %
Osinkotuotto-%			3,6 %	6,1 %	3,6 %	2,5 %	2,9 %	3,2 %	3,9 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Thule Group AB	313,80	3131	3203	23,3	22,0	20,6	20,0	4,4	4,2	32,1	29,1	3,3	2,8	5,9
Nobia AB	56,25	912	1138	20,6	9,7	8,2	5,6	0,9	0,9	22,4	10,7	3,5	5,3	2,1
Dometic Group AB (publ)	104,35	2953	3708	20,7	14,7	14,6	11,3	2,3	2,0	36,3	19,2	1,6	1,9	1,7
Tikkurila Oyj	13,76	605	702	10,8	11,5	7,9	8,2	1,2	1,2	13,2	13,6	5,3	5,6	3,1
Nokian Tyres plc	26,81	3720	4000	27,8	15,7	14,4	10,1	3,0	2,7	32,8	18,7	3,9	4,9	2,2
Rapala VMC Corp	2,77	108	184	26,3	12,7	13,2	7,4	0,8	0,7		15,4		2,7	0,8
Husqvarna AB	97,20	5344	5571	15,1	13,2	9,6	8,7	1,4	1,3	20,1	17,6	2,3	2,5	3,0
Inwido AB (publ)	102,60	559	695	10,2	10,3	7,5	7,6	1,0	1,0	11,8	11,6	2,9	3,4	1,6
Nibe Industrier AB	241,30	9909	10658	33,5	29,9	25,0	22,7	4,1	3,9	48,6	42,6	0,6	0,7	6,1
Technogym SpA	6,90	1368	1356	24,0	16,6	14,2	11,3	2,6	2,3	35,1	24,1	1,1	1,6	4,6
Rockwool International A/S	2790,00	7502	7304	23,5	21,6	14,4	13,2	2,8	2,7	33,4	30,4	1,0	1,1	3,7
Kingspan Group PLC	80,55	14233	14908	33,9	30,3	26,2	23,8	3,3	3,0	41,0	36,5	0,4	0,6	6,0
Electrolux AB	211,50	6287	6316	12,2	10,8	6,6	6,0	0,6	0,6	19,2	14,9	3,7	3,7	2,6
De' Longhi SpA	30,02	4428	4171	17,0	16,2	12,7	12,1	1,9	1,8	24,7	23,5	1,4	1,8	3,3
<b>Harvia (Inderes)</b>	<b>19,95</b>	<b>373</b>	<b>429</b>	<b>19,6</b>	<b>17,2</b>	<b>17,9</b>	<b>14,9</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>23,2</b>	<b>20,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>5,6</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>21,4</b>	<b>16,8</b>	<b>13,9</b>	<b>12,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>28,5</b>	<b>22,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>
<b>Mediaani</b>				<b>22,0</b>	<b>15,2</b>	<b>13,7</b>	<b>10,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>32,1</b>	<b>18,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-11 %</b>	<b>13 %</b>	<b>31 %</b>	<b>39 %</b>	<b>96 %</b>	<b>87 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>10 %</b>	<b>7 %</b>	<b>11 %</b>	<b>85 %</b>

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



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>61,9</b>	<b>19,3</b>	<b>17,0</b>	<b>17,1</b>	<b>20,7</b>	<b>74,1</b>	<b>20,4</b>	<b>25,5</b>	<b>28,0</b>	<b>30,3</b>	<b>104</b>	<b>118</b>	<b>127</b>	<b>134</b>
Suomi	23,1	7,0	5,8	5,8	5,6	24,2	7,0	7,2	7,1	6,5	27,8	29,4	31,1	32,7
Muut Pohjoismaat	3,5	0,8	1,1	1,0	1,2	4,2	1,0	1,3	1,3	1,4	4,9	5,3	5,8	6,1
Saksa	7,0	1,7	1,5	1,5	2,3	6,9	1,8	3,3	4,8	5,0	14,9	16,8	17,6	18,5
Muut Euroopan maat	14,8	4,6	3,9	3,7	5,1	17,2	4,7	5,6	6,6	8,1	25,0	27,1	29,0	30,5
Venäjä	5,7	1,9	0,9	1,5	1,5	5,8	1,0	2,0	1,8	2,0	6,8	7,4	7,7	8,1
Pohjois-Amerikka	3,0	2,5	2,7	2,9	3,8	11,8	4,2	5,7	5,2	6,1	21,3	28,0	32,2	33,8
Muut maat	4,9	0,9	1,2	0,7	1,2	4,1	0,5	0,5	1,2	1,3	3,5	3,6	3,8	4,0
<b>Käyttökate</b>	<b>11,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>	<b>16,4</b>	<b>3,9</b>	<b>5,6</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>23,9</b>	<b>28,3</b>	<b>29,9</b>	<b>31,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,1	-0,8	-1,0	-1,3	-1,0	-4,1	-4,6	-3,4	-3,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>10,9</b>	<b>4,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,2</b>	<b>13,9</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>6,09</b>	<b>6,2</b>	<b>21,9</b>	<b>24,5</b>	<b>26,6</b>	<b>28,1</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>9,4</b>	<b>3,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>13,3</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>	<b>5,99</b>	<b>6,1</b>	<b>19,8</b>	<b>23,7</b>	<b>26,6</b>	<b>28,1</b>
Nettorahoituskulut	-2,8	-0,4	-0,4	-0,1	-0,4	-1,3	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>6,6</b>	<b>3,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>12,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>5,38</b>	<b>5,5</b>	<b>18,0</b>	<b>21,9</b>	<b>24,8</b>	<b>26,3</b>
Verot	0,2	-0,9	-0,4	-0,6	-0,6	-2,5	-0,6	-0,8	-1,2	-1,1	-3,8	-4,4	-5,0	-5,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
<b>Nettotulos</b>	<b>6,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>9,6</b>	<b>2,4</b>	<b>3,2</b>	<b>4,04</b>	<b>4,33</b>	<b>14,0</b>	<b>17,2</b>	<b>19,4</b>	<b>20,6</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,44</b>	<b>0,15</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>	<b>0,17</b>	<b>0,54</b>	<b>0,19</b>	<b>0,22</b>	<b>0,22</b>	<b>0,24</b>	<b>0,86</b>	<b>0,96</b>	<b>1,04</b>	<b>1,10</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,41</b>	<b>0,14</b>	<b>0,10</b>	<b>0,11</b>	<b>0,16</b>	<b>0,51</b>	<b>0,13</b>	<b>0,17</b>	<b>0,22</b>	<b>0,23</b>	<b>0,75</b>	<b>0,92</b>	<b>1,04</b>	<b>1,10</b>

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	3,1 %	16,9 %	11,4 %	22,3 %	27,8 %	19,6 %	5,7 %	50,1 %	63,8 %	46,2 %	40,6 %	12,9 %	8,3 %	5,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	1,5 %	23,5 %	15,0 %	25,3 %	46,0 %	27,9 %	5,8 %	91,6 %	107,7 %	49,5 %	57,8 %	12,1 %	8,2 %	5,8 %
<b>Käyttökate-%</b>	18,6 %	23,9 %	20,4 %	21,5 %	22,7 %	22,2 %	19,3 %	22,0 %	26,0 %	23,4 %	22,9 %	24,1 %	23,5 %	23,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	17,5 %	20,6 %	16,5 %	17,2 %	20,1 %	18,7 %	20,6 %	21,1 %	21,8 %	20,6 %	21,0 %	20,9 %	20,8 %	21,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	10,9 %	13,5 %	11,3 %	12,5 %	14,2 %	13,0 %	11,7 %	12,6 %	14,5 %	14,3 %	13,4 %	14,6 %	15,2 %	15,4 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>80,7</b>	<b>82,8</b>	<b>104</b>	<b>102</b>	<b>102</b>
Liikearvo	60,4	60,2	71,2	71,2	71,2
Aineettomat hyödykkeet	4,2	4,1	10,1	10,3	10,5
Käyttöomaisuus	14,7	14,5	18,4	16,9	16,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	2,6	2,6	2,6	2,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>36,2</b>	<b>39,0</b>	<b>54,9</b>	<b>58,5</b>	<b>60,7</b>
Vaihto-omaisuus	14,5	13,8	19,8	21,2	22,9
Muut lyhytaikaiset varat	1,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	12,2	14,2	19,4	21,9	23,7
Likvidit varat	8,3	10,9	15,6	15,3	14,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>117</b>	<b>122</b>	<b>159</b>	<b>161</b>	<b>163</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>65,8</b>	<b>68,8</b>	<b>66,3</b>	<b>74,1</b>	<b>82,7</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	12,7	15,4	22,2	30,0	38,6
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	53,1	53,4	44,0	44,0	44,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>38,8</b>	<b>40,3</b>	<b>70,1</b>	<b>62,8</b>	<b>55,2</b>
Laskennalliset verovelat	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Lainat rahoituslaitoksilta	36,4	36,4	66,2	58,9	51,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,8	3,6	3,6	3,6	3,6
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>12,3</b>	<b>12,7</b>	<b>22,3</b>	<b>23,9</b>	<b>25,0</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	2,2	0,1	5,1	4,8	4,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,2	11,2	15,7	17,8	19,2
Muut lyhytaikaiset velat	1,0	1,4	1,4	1,4	1,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>117</b>	<b>122</b>	<b>159</b>	<b>161</b>	<b>163</b>

# DCF-laskelma

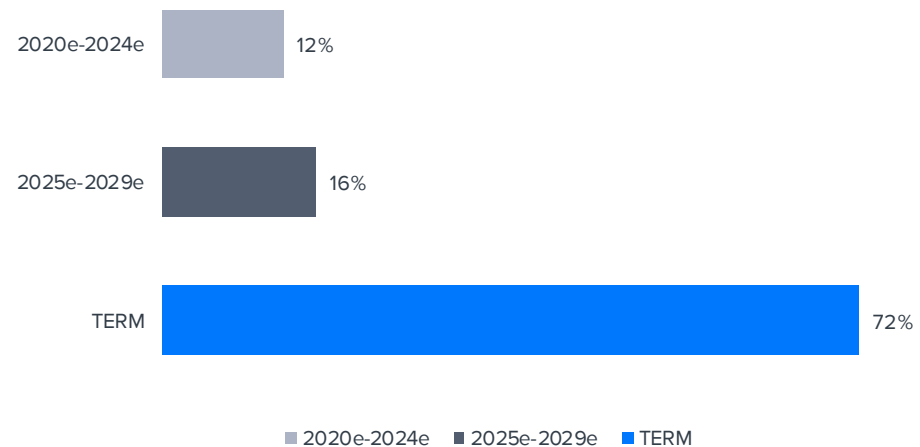
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>13,3</b>	<b>19,8</b>	<b>23,7</b>	<b>26,6</b>	<b>28,1</b>	<b>29,2</b>	<b>29,7</b>	<b>30,1</b>	<b>30,5</b>	<b>30,9</b>	<b>31,7</b>	
+ Kokonaispoistot	3,1	4,1	4,6	3,4	3,3	2,9	2,9	2,6	2,7	2,7	2,8	
- Maksetut verot	-2,8	-3,8	-4,4	-5,0	-5,3	-5,5	-5,6	-5,7	-5,7	-5,8	-6,3	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	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	2,3	-6,6	-1,8	-2,1	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-0,9	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>15,6</b>	<b>13,2</b>	<b>21,7</b>	<b>22,5</b>	<b>24,4</b>	<b>25,1</b>	<b>25,5</b>	<b>25,4</b>	<b>25,8</b>	<b>26,1</b>	<b>27,3</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-5,2	-25,0	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-5,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>12,2</b>	<b>-11,8</b>	<b>18,5</b>	<b>19,3</b>	<b>21,2</b>	<b>21,9</b>	<b>22,3</b>	<b>22,2</b>	<b>22,6</b>	<b>22,9</b>	<b>21,9</b>	
+/- 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	12,2	-11,8	18,5	19,3	21,2	21,9	22,3	22,2	22,6	22,9	21,9	575
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-11,7</b>	<b>17,2</b>	<b>16,9</b>	<b>17,4</b>	<b>17,0</b>	<b>16,2</b>	<b>15,2</b>	<b>14,5</b>	<b>13,8</b>	<b>12,4</b>	<b>326</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		455	467	450	433	415	398	382	367	352	339	326
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>455</b>										
- Korolliset velat		-36,5										
+ Rahavarat		10,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-7,1										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>422</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>22,6</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>6,8 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>6,4 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	60,1	61,9	74,1	104,2	117,6	EPS (raportoitu)	0,31	0,41	0,51	0,75	0,92
Käyttökate	11,2	11,5	16,4	23,9	28,3	EPS (oikaistu)	0,46	0,49	0,54	0,86	0,96
Liikevoitto	9,3	9,4	13,3	19,8	23,7	Operat. kassavirta / osake	0,80	0,60	0,84	0,70	1,16
Voitto ennen veroja	4,3	6,6	12,1	18,0	21,9	Vapaa kassavirta / osake	0,79	0,35	0,65	-0,63	0,99
Nettovoitto	2,9	6,8	9,6	14,0	17,2	Omapääoma / osake	2,02	3,94	3,68	3,55	3,96
Kertaluontoiset erät	-1,4	-1,5	-0,6	-2,1	-0,8	Osinko / osake	0,18	0,37	0,38	0,50	0,58
<b>Tase</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Taseen loppusumma	114,0	116,9	121,8	158,6	160,8	Liikevaihdon kasvu-%	20 %	3 %	20 %	41 %	13 %
Oma pääoma	19,3	65,8	68,8	66,3	74,1	Käyttökateen kasvu-%	-1 %	3 %	43 %	45 %	18 %
Liikearvo	59,2	60,4	60,2	71,2	71,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	6 %	1 %	28 %	58 %	12 %
Nettovelat	73,0	30,3	25,6	55,7	48,4	EPS oik. kasvu-%	20 %	9 %	10 %	58 %	12 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	18,6 %	18,6 %	22,2 %	22,9 %	24,1 %
Käyttökate	11,2	11,5	16,4	23,9	28,3	Oik. Liikevoitto-%	17,8 %	17,5 %	18,7 %	21,0 %	20,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,2	-0,3	2,3	-6,6	-1,8	Liikevoitto-%	15,4 %	15,1 %	18,0 %	19,0 %	20,2 %
Operatiivinen kassavirta	7,7	10,0	15,6	13,2	21,7	ROE-%	16,1 %	15,9 %	14,3 %	20,7 %	24,4 %
Investoinnit	-1,7	-4,3	-5,2	-25,0	-3,2	ROI-%	9,3 %	9,2 %	12,7 %	16,3 %	17,3 %
Vapaa kassavirta	7,5	5,8	12,2	-11,8	18,5	Omavaraisuusaste	16,9 %	56,3 %	56,5 %	41,8 %	46,1 %
						Nettovelkaantumisaste	378,6 %	46,0 %	37,2 %	84,0 %	65,3 %
<b>Suurimmat omistajat</b>			<b>%-osakkeista</b>			<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Onvest			12,3 %			EV/Liikevaihto	2,0	2,1	3,0	4,1	3,6
SEB Fonder			8,8 %			EV/EBITDA (oik.)	10,8	11,4	13,6	17,9	14,9
Handelsbanken Fonder			7,6 %			EV/EBIT (oik.)	11,3	12,2	16,1	19,6	17,2
Lannebo Fonder			5,7 %			P/E (oik.)	11,0	12,3	19,5	23,2	20,8
Cannacord Genuity Wealth Management			3,5 %			P/B	2,5	1,5	2,9	5,6	5,0
0			0,0 %			Osinkotuotto-%	3,6 %	6,1 %	3,6 %	2,5 %	2,9 %

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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.

Inderesin analyytikko Petri Kajaanilla on 20.2.2019 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Harvia Oyj.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14/11/2018	Osta	6,50 €	5,35 €
02/12/2018	Lisää	6,50 €	6,24 €
14/02/2019	Lisää	6,50 €	5,93 €
07/05/2019	Lisää	7,50 €	6,66 €
17/08/2019	Lisää	7,50 €	6,96 €
08/11/2019	Lisää	9,00 €	8,50 €
29/12/2019	Vähennä	10,00 €	10,60 €
11/02/2020	Lisää	12,00 €	10,55 €
19/03/2020	Lisää	9,00 €	7,98 €
28/04/2020	Lisää	11,00 €	9,98 €
17/07/2020	Lisää	13,00 €	11,55 €
14/08/2020	Lisää	16,00 €	14,40 €
05/11/2020	Lisää	22,00 €	19,95 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**