

Harvia

Yhtiöpäivitys

11/2/2020

- Nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tarkistamme tavoitehinnan 12,0 euroon (aik. 10,0 euroa)
- Q4 ylitti selvästi vertailukauden sekä markkinaodotukset ja toiminnasta on tällä hetkellä vaikea löytää heikkouksia
- Nostimme lähivuosien 2020-2021 EPS-ennusteitamme 9-10 %. Tämän lisäksi näkemyksemme yhtiön laadusta ja kilpailueduista ovat jälleen vahvistuneet, mikä arviomme mukaan tukee osakkeen korkeampaa arvostusta
- Harvian lähivuosien arvostus (P/E: 16-17x, EV/EBIT: 13-14x ja osinkotuotto ~4%) on mielestämme houkutteleva ottaen huomioon yhtiön vahva markkina-asema, toimialan paras kannattavuus ja potentiaali toimia pitkällä aikavälillä kuskin paikalla kansainvälisen sauna- ja spa-markkinan konsolidaatiossa

Hyppäämme takaisin lauteille

Harvian Q4 oli todella vahva. Luvut ylittivät liikevaihdon ja tuloksen osalta selvästi sekä vertailukauden että meidän ennusteemme. Nostimme selvästi ennakoitua paremman raportin jälkeen lähivuosien EPS-ennusteitamme 9-10 %. Käsitksemme yhtiön laadusta ja kilpailueduista nousivat jälleen asteen ja Harvian toiminnasta on tällä hetkellä vaikea löytää heikkouksia. Yhtiön vakuuttava suorittaminen saa meidät palaamaan suosituksessamme takaisin lisää-puolelle (aik. vähennä). Positiivisten ennustemuutosten tukemana nostamme tavoitehintamme 12,0 euroon (aik. 10,0 euroa).

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys olivat selvästi odotuksiamme parempia

Q4-liikevaihto kasvoi 28 % ja oli 20,7 MEUR (Inderes ennuste 18,7 MEUR). Kasvu tuli pääosin 2018 lopussa tehdystä AHS-yrityskaupasta, mikä näkyi etenkin Pohjois-Amerikan ja Sauna-tuoteryhmän vahvana kasvuna. Orgaaninen kasvu oli myös yllättävän vahvaa (+8 %), mikä tuli uusista tuotelanseerauksista, keskiostoksen arvon kasvusta, laajentumisesta uusille maantieteellisille alueille ja uusiin myyntikanaviin. Oikaistu liikevoitto kasvoi 46 % ja oli 4,2 MEUR (Inderes ennuste 3,4 MEUR). Tuloskasvun taustalla olivat mm. liikevaihdon kasvu ja tuottavuuden kehittäminen. Vuoden 2018 lopussa ostetun AHS:n liikevaihto oli ostohetkellä noin 8 MEUR ja se oli tappiollinen. Harvia integroi vuoden 2019 aikana AHS:n todella vakuuttavasti konserniin. AHS tekee jo lähes 10 %:n EBIT-marginaalia ja yritystoston kautta Harvialle avautui monia uusia jakelukanavia Pohjois-Amerikassa. Yhtiö totesi Pohjois-Amerikan vauhdin kiihtyneen Q4:llä, mikä lupaa hyvää.

Vaisu osingon nosto saattaa olla indikaatio kiikarissa olevasta yrityskaupasta

Hyvän 2019 liikevaihdon kasvun (+20 %) ja EPS-kasvun (+26 %) lisäksi kassavirta oli vahva ja velkaantumistaso on jo tavoitehaarukan alalaidalla. Yhtiö ei myöskään näe edessä suuria tehdasinvestointeja. Tästä syystä vaisu osingon nosto 0,38 euroon (2018: 0,37 euroa) herätti kysymyksiä. Yhtiö on puhunut viime aikoina melko suoraan, että se etsii aktiivisesti ostokohteita täydentämään orgaanista kasvua ja uskomme sellaisen ehkä olevan jo kiikarissa. Ennusteemme eivät ota huomioon potentiaalisia yritystoja, mutta yhtiön antamat näytöt viimeisimmistä yritystoista ja niiden integroinnista (erityisesti AHS) ovat hyvin vakuuttavia. Pidämme Harvian kannalta positiivisena optiona sitä, että yhtiö voi vahvan taseen ja hyvän yrityskauppaosaamisensa avulla luoda tulevaisuudessa omistaja-arvoa hyvien orgaanisten tuloskasvunäkymien lisäksi myös epäorgaanisin keinoin ja toimia konsolidoijan roolissa kansainvälisillä sauna- ja spa-markkinoilla.

Nostimme lähivuosien EPS-ennusteitamme 9-10 %

Harvian vuosi 2019 sujui kaikilta osin erinomaisesti ja yhtiön kommentit markkinanäkymistä olivat myös mielestämme hyvin positiivissävytteisiä. Nostimme lähivuosien 2020-2021 liikevaihtoennusteitamme noin 5-6 % ja EPS-ennusteitamme 9-10 %. Arvioimme Harvian liikevaihdon kasvavan lähivuosina 6 %:n vuositaitia, mikä ylittää hieman yhtiön taloudellisen tavoitteen (+5 %). Sen lisäksi odotamme yhtiön lähestyvän yhä nopeammin pitkän aikavälin liikevoittotavoitettaan (EBIT 20 %) ja ennusteemme lähivuosien liikevoittomarginaaleille ovat välillä 19,3-19,8 %.

Osakkeen arvostus saa tukea nousseista tulosennusteista sekä yhtiön vahvistuneesta laatuleimasta

Päivitettyjen ennusteidemme mukaiset 2020 ja 2021 P/E-luvut ovat 17x ja 16x. Vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 14x ja 13x. Ennusteidemme mukaiset osinkotuotot (osingonjakosuhte ~70%) ovat lähivuosille 4 %:n tasolla, mikä ovat nykyisessä nollakorkoympäristössä houkuttelevalla tasolla ottaen huomioon Harvian vahva tase, toimialan paras kannattavuus ja hyvät kilpailuedut. Arvostus on kokonaisuudessaan houkuttelevalla tasolla yhtiön vahvaan markkina-asemaan ja hyviin pitkän aikavälin tulos- ja osingon kasvunäkymiin peilattuna.

Analytikot



Petri Kajaani
+358 50 527 8680
petri.kajaani@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Vähennä)



12,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi: 10,55 EUR

Potentiaali: 13,7 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Harvia ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä. Yhtiön tavoitteena on keskimäärin yli 5 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu ja 20 %:n oikaistu liikevoittomarginaali.

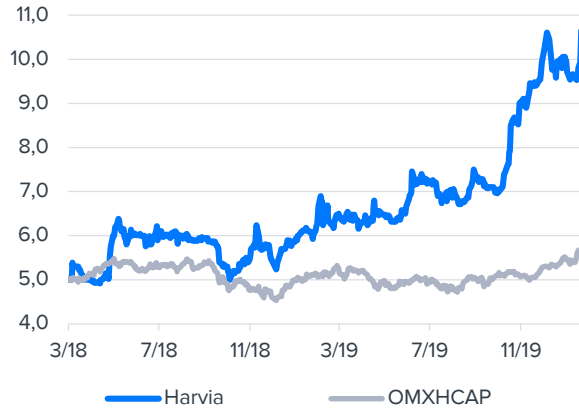
Avainluvut

| | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto | 74 | 79 | 83 | 88 |
| kasvu-% | 20 % | 6 % | 6 % | 6 % |
| EBIT oik. | 13,9 | 15,2 | 16,4 | 17,5 |
| EBIT-% oik. | 18,7 % | 19,3 % | 19,7 % | 19,8 % |
| Nettotulos | 9,6 | 11,4 | 12,4 | 13,3 |
| EPS (oik.) | 0,54 | 0,61 | 0,66 | 0,71 |

| | | | | |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (oik.) | 19,5 | 17,2 | 15,9 | 14,9 |
| P/B | 2,9 | 2,7 | 2,5 | 2,4 |
| Osinkotuotto-% | 3,6 % | 4,0 % | 4,3 % | 4,5 % |
| EV/EBIT (oik.) | 16,1 | 14,4 | 13,1 | 12,0 |
| EV/EBITDA | 13,6 | 12,1 | 11,1 | 10,4 |
| EV/Liikevaihto | 3,0 | 2,8 | 2,6 | 2,4 |

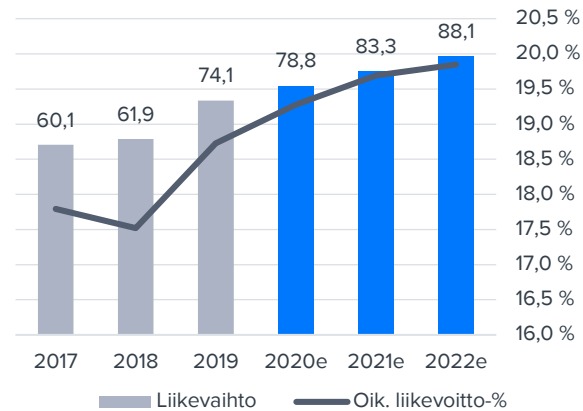
Lähde: Inderes

Osakekurssi



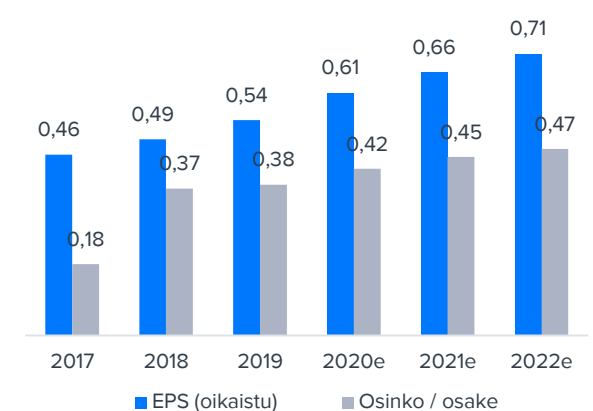
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



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
- Mahdolliset muutokset toimialan kilpailukentässä tai -asemassa
- Materiaalikulustannusten heilahtelun vaikutus kannattavuuteen
- Valuuttakurssimuutokset
- Talouden ja rakentamisen suhdannevaihdellut voivat hidastaa kasvua
- Yrityskauppojen integroinnin epäonnistuminen
- Isojen saunaprojektien epäonnistuminen ja vaikutus konsernin kannattavuuteen

Arvostus

- Suotuisat tuloskasvunäkymät antavat osakkeelle positiivisen ajurin
- Lähivuosien ennusteillamme tulos pohjainen arvostus on korkeahko
- Tällä hetkellä hyvällä tasolla oleva osinkotuotto ja kasvava osinko tukevat osaketta
- Vahva tase, vakaa kassavirta ja hyvä kannattavuus puoltavat korkeaa arvostusta
- Osakkeen arvostus on verrokkiryhmän yläpuolella

Kaikin puolin todella vahvat luvut Q4:n ja koko vuoden 2019 osalta

Harvian Q4-raportti oli todella vahva. Yhtiön luvut ylittivät liikevaihdon ja tuloksen osalta selvästi sekä vertailukauden että markkinaodotukset. Ainoa, asia mikä jäi odotusten alapuolelle oli osinkoehdotus.

Liikevaihto kasvoi 28 % vertailukaudesta

Q4-liikevaihto kasvoi 28 % ja oli 20,7 MEUR. Meidän ennusteemme oli 18,7 MEUR ja konsensus 19,0 MEUR. Liikevaihto kasvoi erityisesti AHS-yrityskaupan ansiosta Pohjois-Amerikassa, missä asiakaskunta myös laajeni ja monipuolistui. Q4:n orgaaninen kasvu oli yllättävän vahvaa (+8 %), mikä ylitti myös pitkän aikavälin tavoitteen (+5 %). Liikevaihto kasvoi hyvin myös mm. Muut Pohjoismaat -alueella (+38 %), missä Harvia sai avattua uusia myyntikanavia kuluttaja- ja ammattikanavissa. Johto totesi tiedotustilaisuudessa, että kausiluonteisuus on muuttunut kansainvälisen liikevaihdon noustessa isompaan rooliin, sillä mm. Pohjois-Amerikan ja Keski-Euroopan markkinoilla saunojen myynti painottuu paljon Q4:lle. Vahvan Q1:n rinnalle on siis noussut myös muista kvartaaleista positiivisesti erottuva vahva Q4.

Liikevaihto kasvoi kaikissa tuoteryhmissä ja melkein kaikilla markkinoilla. Sauna-kategorian kasvu oli kovaa erityisesti Yhdysvaltojen liiketoiminnan

ansiosta (AHS-yrityskauppa). Saksa ja Venäjä näyttävät olevan tällä hetkellä haastavia markkinoita, mutta niiden yhteenlaskettu osuus konsernin liikevaihdosta on vain 17 %. Kaikilla muilla markkinoilla toiminta kasvoi selvästi vertailukaudesta.

Oikaistu liikevoitto kasvoi 46 % vertailukaudesta

Harvian oikaistu Q4-liikevoitto oli 4,2 MEUR, mikä tarkoittaa hyvää 20,1%:n liikevoittomarginaalia (pitkän aikavälin tavoite yli 20 % EBIT). Oikaistu liikevoitto kasvoi 46 % ja ylitti sekä meidän ennusteemme (3,4 MEUR) että konsensusennusteen (3,6 MEUR). Tulokasvua tukivat mm. vahva liikevaihdon kasvu, uudet tuotelanseeraukset, parantunut tuottavuus tehtailla ja tehokkaampi hankinta.

Vuosi 2019 oli kaikin puolin erinomainen

Vuosi 2019 oli Harvialle erinomainen ja se sujui selvästi odotuksiamme paremmin. Liikevaihto kasvoi 74 MEUR:oon (+20 %), oikaistu liikevoitto kasvoi 13,9 MEUR:oon (+28 %) ja EPS kasvoi 0,51 euroon (+26 %). Odotuksiamme paremman myynnin kehityksen lisäksi Harvian suhteellinen kannattavuus nousi yllättävän hyvin ottaen huomioon, että yhtiö osti vuoden 2018 viimeisimpinä päivinä AHS:n, joka teki

vielä silloin tappiota. Koko vuoden osalta oikaistu liikevoittomarginaali parani 18,7 %:iin (2018: 17,5 %) ja operatiivinen vapaa kassavirta oli vahvalla 15,2 MEUR:n tasolla (2018: 10,0 MEUR). Yhtiö pystyi kasvattamaan liikevaihtoa 20 %, vaikka henkilöstöä oli keskimäärin vain 5 % edellisvuotta enemmän. Vahvasta liikevaihdon kasvusta huolimatta yhtiö onnistui myös pienentämään nettokäyttöpääomaansa 4 %:lla edellisvuodesta, mikä on erittäin hyvä suoritus. Samalla velkaantumistaso (nettovelka/oikaistu EBITDA) laski 1,7x tasolle (2018: 2,3x), mikä on tavoitehaarukan (1,5x-2,5x) alalaidalla.

Osinkoehdotus jäi ennusteiden alapuolelle

Harvian osinkoehdotus oli 0,38 euroa (2018: 0,37 euroa), mikä alitti meidän ennusteemme (0,40 euroa) ja konsensusennusteen (0,39 euroa). Ottaen huomioon vahvan tulokasvun, kassavirran ja taseaseman, osinkopäätös herätti pientä hämmennystä. Yhtiö kommentoi, että osinkoa halutaan nostaa tasaisesti vuosittain, mutta arvioimme Harvialla olevan rahalle katsottuna jo parempaa käyttöä ja uskomme yhtiön tarkkailevan jälleen uutta yritysostokohdetta vahvalla taseellaan.

| Ennustetalulukko MEUR / EUR | Q4'18 | Q4'19 | Q4'19e | Q4'19e | Konsensus | | Erotus (%) | 2019 |
|--------------------------------|----------|------------|---------|-----------|-----------|--------|------------------|------------|
| | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin | Ylin | Tot. vs. inderes | Toteutunut |
| Liikevaihto | 16,2 | 20,7 | 18,7 | 19,0 | 18,7 | 19,2 | 11 % | 74,1 |
| Liikevoitto (oik.) | 2,9 | 4,2 | 3,4 | 3,6 | 3,4 | 4,0 | 22 % | 13,9 |
| Liikevoitto | 2,8 | 3,9 | 3,4 | 3,6 | 3,4 | 4,0 | 15 % | 13,3 |
| EPS (raportoitu) | 0,11 | 0,16 | 0,14 | 0,14 | 0,14 | 0,14 | 14 % | 0,51 |
| Osinko/osake | 0,37 | 0,38 | 0,40 | 0,39 | 0,38 | 0,40 | -5 % | 0,38 |
| Liikevaihdon kasvu-% | 0,5 % | 27,8 % | 15,5 % | 17,2 % | 15,3 % | 18,4 % | 12,3 %-yks. | 19,6 % |
| Liikevoitto-% (oik.) | 17,6 % | 20,1 % | 18,3 % | 18,9 % | 18,2 % | 20,8 % | 1,9 %-yks. | 18,7 % |

Lähde: Inderes & Bloomberg (konsensus)

Videotallenne Harvian Q4-tiedotustilaisuudesta on katsottavissa tästä linkistä:



Ennustemuutokset olivat selvästi positiivisia

Vahva Q4-raportti ja tiedotustilaisuuden positiiviset kommentit tulevaisuuden näkymistä antoivat aihetta nostaa lähivuosien ennusteitamme sekä liikevaihdon että kannattavuuden osalta.

Yhtiö pitää kiinni pitkän aikavälin taloudellisista tavoitteista, eikä anna ohjeistusta vuodelle 2020

Harvia ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä, eikä siten anna numeerista ohjeistusta vuodelle 2020. Yhtiö on kuitenkin asettanut pitkän aikavälin tavoitteiksi keskimäärin yli 5 %:n vuotuisen liikevaihdon kasvun ja 20 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin. Tilikaudella 2019 Harvian liikevaihto kasvoi selvästi tavoitetta nopeammin (+20 %) ja oikaistu liikevoittomarginaali jäi hieman tavoitteen alapuolelle (EBIT 18,7 %).

Lähivuosien liikevaihtoennusteet nousivat 5-6 %

Nostimme 2020-2021 liikevaihtoennusteitamme 5-6 %. Odotamme vuonna 2020 liikevaihdon kasvavan 6,3 % 79 MEUR:oon ja vuonna 2021 liikevaihdon kasvavan 5,7 % tasolle 83 MEUR. Luvut pohjautuvat täysin orgaaniselle kasvulle, eivätkä ne ota huomioon potentiaalisia yritysostoja. Ne ovat linjassa yhtiön pitkän aikavälin kasvutavoitteen kanssa. Liikevaihdon kasvua tukevat uusille maantieteellisille alueille ja jakelukanaviin laajentuminen. Käsitksemme mukaan

yhtiöllä on monia uusia jakelukanavia auennut viime vuonna mm. Pohjois-Amerikassa ja Pohjoismaissa, missä on hyvät kasvunäkymät tälle vuodelle. Näiden lisäksi mm. Suomessa K-Raudan kanssa tämän vuoden alussa aloitettu laude-elementtien yhteistyö tarjoaa hyvää orgaanista kasvua tälle vuodelle.

Lähivuosien liikevoittoennusteet nousivat 7-9 %

Nostimme 2020-2021 liikevoittoennusteitamme 7-9 %. Odotamme vuonna 2020 oikaistun liikevoiton kasvavan 9,5 % 15,2 MEUR:oon ja vuonna 2021 oikaistun liikevoiton kasvavan 8,0 % tasolle 16,4 MEUR. Meidän ennusteemme tarkoittavat 19,3 %:n ja 19,7 %:n liikevoittomarginaaleja (2019: 18,7 %), jotka ovat hieman yhtiön pitkän aikavälin tavoitetason alapuolella (oikaistu liikevoitto 20 %).

Kannattavuuden paranemista tukevat liikevaihdon kasvu, uusien lanseerausten ja lisämyynnin kautta tuleva keskiostoksen arvon nousu sekä tuotannon tehokkuutta parantavat toimenpiteet yhtiön tehtailla. Saimme Q4-tiedotustilaisuudessa sellaisen käsityksen, että AHS-yrityskaupan integrointi ja kannattavuus ovat ylittäneet jopa yhtiön omat odotukset, mutta AHS:ssä on edelleen varaa parantaa kannattavuutta nykytasolta samoin kuin yhtiön muiden tehtaiden tuottavuudessa.

Osinko pysyy kasvu-uralla, mutta kulmakerroin on odotuksiamme matalampi

Harvian osinkoehdotus jäi meidän ennusteemme alle ja näyttää siltä, ettei yhtiö ole ottamassa osingon nostoissa aivan yhtä jyrkkää kulmakerrointa kuin mitä olimme aikaisemmin ennustaneet. Laskimme lähivuosien osinkoennusteitamme 2 % ja ne tarkoittavat nyt hieman alle 70 %:n jakosuhdetta (2019e: 74 %).

Alan potentiaalinen konsolidoija

Harvia totesi jälleen, että yhtiö tutkii aktiivisesti orgaanisen kasvun ohella mahdollisuuksia kasvaa sauna- ja spa-markkinalla yritysostojen kautta. Tämä vahvistaa käsitystämme Harvian tavoitteesta toimia pitkällä aikavälillä sauna- ja spa-markkinan konsolidoijan roolissa ja yhtiön tavoitteena on myös edetä kiuasyhtiöstä kohti kokonaisvaltaista sauna- ja spa-alan toimijaa. Pidämme orgaanisia kasvunäkymiä hyvinä, mutta vahvan taseen ja kassavirran avulla yhtiö pystyisi tarvittaessa kiihdyttämään tätä kehitystä, jos joiain hyvä Harvian omasta portfoliosta puuttuvia elementtejä (tuotekategoria/maantieteellinen alue) tulisi myyntiin. Ennusteissamme ei huomioida potentiaalisia yritysostoja, mutta pidämme tätä yhtiön aiemmat näytöt huomioiden positiivisena optiona.

| Ennustemuutokset | 2019 | 2019 | Muutos | 2020e | 2020e | Muutos | 2021e | 2021e | Muutos |
|-----------------------------|---------|------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR | Ennuste | Toteutunut | % | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % |
| Liikevaihto | 72,1 | 74,1 | 3 % | 75,1 | 78,8 | 5 % | 78,3 | 83,3 | 6 % |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 13,1 | 13,9 | 6 % | 14,3 | 15,2 | 7 % | 15,1 | 16,4 | 9 % |
| Liikevoitto | 12,8 | 13,3 | 4 % | 14,3 | 15,2 | 7 % | 15,1 | 16,4 | 9 % |
| Tulos ennen veroja | 11,7 | 12,1 | 3 % | 13,2 | 14,3 | 9 % | 14,1 | 15,5 | 10 % |
| EPS (ilman kertaeriä) | 0,51 | 0,54 | 6 % | 0,56 | 0,61 | 9 % | 0,60 | 0,66 | 10 % |
| Osakekohtainen osinko | 0,40 | 0,38 | -5 % | 0,43 | 0,42 | -2 % | 0,46 | 0,45 | -2 % |

Laatuyhtiöleima tukee arvostusta

Kurssinousu on perustunut tuloskasvun lisäksi arvostuskertoimien nousuun

Harvian osake on noussut viimeisen vuoden aikana yli 70 %, mistä tuloskasvu selittää noin puolet ja loppuosa selittyy arvostuskertoimien nousulla. Koimme edellisen päivityksemme yhteydessä (joulukuun 2019), että Harvian arvostus oli päässyt nousemaan arvostuskertoimien venymisen takia liian korkeaksi ja siirryimme silloin osakkeessa vähennä-puolelle. Harvian osakekurssi on nyt erittäin vahvan Q4-raportin jälkeen jopa hieman alemmalla tasolla kuin joulukuun päivityksessämme (10,6 euroa), mutta yhtiön fundamentit ovat mielestämme liikkuneet tällä välin parempaan suuntaan. Katsomme arvostuskuvaa nyt ”uusilla silmillä” positiivisten ennustemuutosten ja erittäin vahvalta näyttävien tulosajurien vuoksi.

Tulospohjainen arvostus on kohtuullinen

Päivitettyjen ennusteidemme mukaiset 2020 ja 2021 P/E-luvut ovat 17x ja 16x. Vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 15x ja 13x. Tulospohjainen arvostus on yhtiön vahvaan markkina-asemaan, toimialan parhaaseen kannattavuuteen ja vakaaseen kassavirtaan nähden mielestämme kohtuullisella tasolla. Arvostus on sekä P/E- että EV/EBIT-luvuilla 3-11 % käyttämämme kansainvälisen verrokkiryhmän yläpuolella.

Harvia tarjoaa jo nyt hyvää osinkotuottoa ja osingon kasvunäkymät ovat hyvät

Vahva tase, vakaa kassavirta, korkea pääoman tuotto ja pieni investointitarve mahdollistavat hyvän osingonmaksukyvyyn. Nämä ominaisuudet tekevät Harviasta houkuttelevan ja vakaan osinkoyhtiön. Ennusteidemme mukaan Harvian 2020 ja 2021 osinkotuotot ovat 4,0 % ja 4,2 %, mitkä vastaavat hieman alle 70 %:n osingonjakosuhdetta.

Mielestämme yhtiöllä olisi varaa maksaa enemmän, mutta viimeisimmästä osinkopäätöksestä ja Q4-tilaisuudessa lausuttujen kommenttien perusteella uskomme yhtiön keräävän tällä hetkellä sotakassaa mahdollisesti jo kiikarissa olevaa yritysostoa varten.

Harvian laatuleima ja yritysosto-optio tukevat arvostusta

Harvian tulospohjainen arvostus ei ole enää erityisen matala, mutta harvoin se laatuyhtiöllä on. Harvian suoritukset ovat kerta toisensa jälkeen yllättäneet meidät positiivisesti ja Q4:llä yhtiö jälleen osoitti miten se pystyy kasvamaan odotuksiamme nopeammin, tekemään parempaa suhteellista kannattavuutta ja vielä todella vahvalla kassavirralla. Osakkeessa takaisin positiiviselle suositukselle siirtymistä puoltavat mielestämme Harvian vahva markkina-asema, vakaat liikevaihdon kasvunäkymät, erinomainen kannattavuus (jossa näemme olevan vielä hieman parannusvaraa), hyvä osinkotuotto sekä mahdollisuus jatkaa omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja kansainvälistä sauna- ja spa-toimialaa konsolidoimalla.

Vaikka emme ole sisällyttäneet ennusteisimme Harvian potentiaalisten yritysostojen mahdollisuutta, pidämme silti tätä hyvin todennäköisenä optiona ja sillä on mielestämme positiivinen arvo Harvian osakkeelle. Yhtiön viimeaikaiset onnistumiset yrityskaupoissa ja niiden integroinnissa (erityisesti AHS-yritysosto) antavat sellaisen kuvan, että Harvia osaa tehdä hyviä yrityskauppoja huokeilla hinnoilla, integroida nämä yhtiöt todella hyvin konserniin ja päästä niiden kautta uusiin kasvutaskuihin. Yrityskauppojen jälkeisistä suorituksista paistaa läpi myös se, että Harvian ostamat yhtiöt ovat selvästi arvokkaampia Harvian omistuksessa kuin itsenäisinä yhtiöinä.

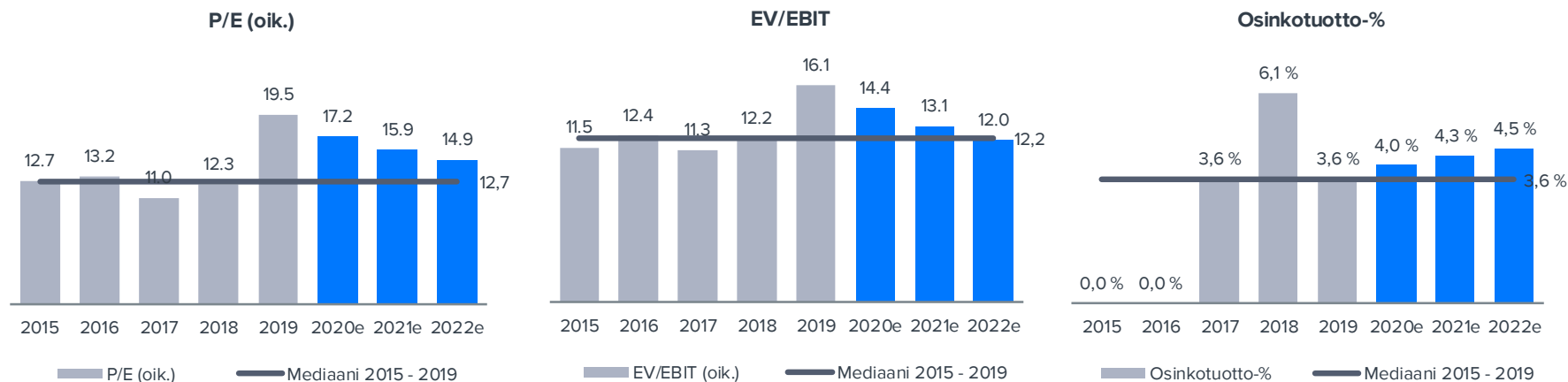
| Arvostustaso | 2020e | 2021e | 2022e |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | 10,6 | 10,6 | 10,6 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 18,7 | 18,7 | 18,7 |
| Markkina-arvo | 197 | 197 | 197 |
| Yritysarvo (EV) | 219 | 215 | 210 |
| P/E (oik.) | 17,2 | 15,9 | 14,9 |
| P/E | 17,2 | 15,9 | 14,9 |
| P/Kassavirta | 16,6 | 15,4 | 14,7 |
| P/B | 2,7 | 2,5 | 2,4 |
| P/S | 2,5 | 2,4 | 2,2 |
| EV/Liikevaihto | 2,8 | 2,6 | 2,4 |
| EV/EBITDA (oik.) | 12,1 | 11,1 | 10,4 |
| EV/EBIT (oik.) | 14,4 | 13,1 | 12,0 |
| Osinko/tulos (%) | 68,6 % | 67,8 % | 66,2 % |
| Osinkotuotto-% | 4,0 % | 4,3 % | 4,5 % |

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

| Arvostustaso | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e |
|-----------------------|-------|-------|--------|--------|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Osakekurssi | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 6,10 | 10,6 | 10,6 | 10,6 | 10,6 | 10,6 |
| Osakemäärä, milj. kpl | | 9,68 | 9,54 | 16,7 | 18,7 | 18,7 | 18,7 | 18,7 | 18,7 |
| Markkina-arvo | 48 | 48 | 48 | 102 | 198 | 197 | 197 | 197 | 197 |
| Yritysarvo (EV) | 122 | 124 | 121 | 132 | 224 | 219 | 215 | 210 | 206 |
| P/E (oik.) | 12,7 | 13,2 | 11,0 | 12,3 | 19,5 | 17,2 | 15,9 | 14,9 | 14,5 |
| P/E | 12,7 | 14,6 | 16,4 | 15,0 | 20,6 | 17,2 | 15,9 | 14,9 | 14,5 |
| P/Kassavirta | neg. | 42,0 | 6,3 | 17,6 | 16,2 | 16,6 | 15,4 | 14,7 | 14,3 |
| P/B | 3,7 | 2,9 | 2,5 | 1,5 | 2,9 | 2,7 | 2,5 | 2,4 | 2,3 |
| P/S | | 1,0 | 0,8 | 1,6 | 2,7 | 2,5 | 2,4 | 2,2 | 2,2 |
| EV/Liikevaihto | 2,6 | 2,5 | 2,0 | 2,1 | 3,0 | 2,8 | 2,6 | 2,4 | 2,2 |
| EV/EBITDA (oik.) | 10,0 | 11,0 | 10,8 | 11,4 | 13,6 | 12,1 | 11,1 | 10,4 | 10,1 |
| EV/EBIT (oik.) | 11,5 | 12,4 | 11,3 | 12,2 | 16,1 | 14,4 | 13,1 | 12,0 | 11,5 |
| Osinko/tulos (%) | 0,0 % | 0,0 % | 58,9 % | 91,1 % | 74,0 % | 68,6 % | 67,8 % | 66,2 % | 75,0 % |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 0,0 % | 3,6 % | 6,1 % | 3,6 % | 4,0 % | 4,3 % | 4,5 % | 5,2 % |

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö | Osakekurssi | Markkina-arvo MEUR | Yritysarvo MEUR | EV/EBIT | | EV/EBITDA | | EV/Liikevaihto | | P/E | | Osinkotuotto-% | | P/B |
|----------------------------------|--------------|-----------------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|
| | | | | 2020e | 2021e | 2020e | 2021e | 2020e | 2021e | 2020e | 2021e | 2020e | 2021e | 2020e |
| Thule Group AB | 235,00 | 2273 | 2456 | 19,1 | 17,6 | 17,3 | 16,1 | 3,5 | 3,3 | 24,0 | 22,2 | 3,6 | 3,9 | 5,6 |
| Nobia AB | 70,45 | 1135 | 1454 | 11,9 | 10,9 | 7,2 | 6,8 | 1,1 | 1,0 | 12,1 | 11,0 | 5,9 | 6,0 | 2,6 |
| Dometic Group AB (publ) | 87,04 | 2366 | 3186 | 14,0 | 11,6 | 10,9 | 9,4 | 1,8 | 1,7 | 19,7 | 13,8 | 2,7 | 2,9 | 1,4 |
| Tikkurila Oyj | 15,44 | 680 | 830 | 15,4 | 14,4 | 10,3 | 9,9 | 1,4 | 1,4 | 16,9 | 15,8 | 4,6 | 5,1 | 3,7 |
| Nokian Tyres plc | 26,24 | 3668 | 3698 | 12,6 | 11,3 | 8,9 | 8,2 | 2,3 | 2,2 | 16,4 | 14,7 | 5,8 | 6,0 | 2,1 |
| Rapala VMC Corp | 3,14 | 121 | 231 | 12,1 | 12,1 | 7,7 | 6,8 | 0,9 | 0,9 | 11,5 | 10,0 | 3,2 | 4,8 | 0,8 |
| Husqvarna AB | 73,28 | 4024 | 4935 | 11,9 | 11,0 | 8,1 | 7,5 | 1,2 | 1,2 | 14,3 | 13,0 | 3,3 | 3,7 | 2,2 |
| Inwido AB (publ) | 85,15 | 459 | 658 | 10,7 | 10,1 | 7,7 | 7,4 | 1,0 | 1,0 | 10,6 | 10,0 | 4,3 | 4,7 | 1,2 |
| Nibe Industrier AB | 173,65 | 7260 | 7909 | 24,1 | 22,4 | 18,7 | 17,5 | 3,0 | 2,9 | 33,7 | 31,0 | 0,9 | 1,0 | 4,6 |
| Technogym SpA | 11,76 | 2359 | 2404 | 18,1 | 16,4 | 14,9 | 13,7 | 3,3 | 3,1 | 25,3 | 22,9 | 1,6 | 1,7 | 7,5 |
| Rockwool International A/S | 1723,00 | 4860 | 4637 | 12,8 | 11,9 | 8,3 | 7,8 | 1,6 | 1,5 | 18,2 | 17,0 | 1,9 | 2,0 | 2,2 |
| Kingspan Group PLC | 59,30 | 10476 | 11377 | 22,1 | 21,2 | 17,6 | 16,9 | 2,3 | 2,2 | 25,9 | 24,5 | 0,9 | 0,9 | 4,3 |
| Electrolux AB | 224,70 | 6598 | 6897 | 13,3 | 10,7 | 7,1 | 6,2 | 0,6 | 0,6 | 15,7 | 12,7 | 3,8 | 4,0 | 2,7 |
| De' Longhi SpA | 18,13 | 2651 | 2432 | 10,6 | 10,0 | 8,1 | 7,6 | 1,1 | 1,1 | 16,3 | 15,3 | 2,7 | 2,9 | 2,1 |
| Harvia (Inderes) | 10,55 | 197 | 219 | 14,4 | 13,1 | 12,1 | 11,1 | 2,8 | 2,6 | 17,2 | 15,9 | 4,0 | 4,3 | 2,7 |
| Keskiarvo | | | | 14,9 | 13,7 | 10,9 | 10,1 | 1,8 | 1,7 | 18,6 | 16,7 | 3,2 | 3,5 | 3,1 |
| Mediaani | | | | 13,0 | 11,8 | 8,6 | 8,0 | 1,5 | 1,5 | 16,7 | 15,0 | 3,3 | 3,8 | 2,4 |
| Erutus-% vrt. mediaani | | | | 11 % | 11 % | 40 % | 40 % | 83 % | 76 % | 3 % | 6 % | 22 % | 13 % | 11 % |

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

Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma | 2018 | Q1'19 | Q2'19 | Q3'19 | Q4'19 | 2019 | Q1'20e | Q2'20e | Q3'20e | Q4'20e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto | 61,9 | 19,3 | 17,0 | 17,1 | 20,7 | 74,1 | 20,5 | 18,1 | 18,2 | 22,1 | 78,8 | 83,3 | 88,1 | 91,6 |
| Suomi | 23,1 | 7,0 | 5,8 | 5,8 | 5,6 | 24,2 | 7,4 | 6,2 | 6,2 | 6,0 | 25,7 | 26,9 | 28,3 | 29,4 |
| Muut Pohjoismaat | 3,5 | 0,8 | 1,1 | 1,0 | 1,2 | 4,2 | 0,9 | 1,2 | 1,1 | 1,3 | 4,5 | 4,8 | 5,2 | 5,4 |
| Saksa | 7,0 | 1,7 | 1,5 | 1,5 | 2,3 | 6,9 | 1,7 | 1,5 | 1,5 | 2,3 | 7,1 | 7,3 | 7,5 | 7,8 |
| Muut Euroopan maat | 14,8 | 4,6 | 3,9 | 3,7 | 5,1 | 17,2 | 4,9 | 4,1 | 3,9 | 5,4 | 18,2 | 19,3 | 20,5 | 21,3 |
| Venäjä | 5,7 | 1,9 | 0,9 | 1,5 | 1,5 | 5,8 | 2,0 | 0,9 | 1,6 | 1,6 | 6,0 | 6,4 | 6,7 | 6,9 |
| Pohjois-Amerikka | 3,0 | 2,5 | 2,7 | 2,9 | 3,8 | 11,8 | 2,7 | 2,9 | 3,2 | 4,2 | 13,0 | 14,0 | 15,2 | 15,8 |
| Muut maat | 4,9 | 0,9 | 1,2 | 0,7 | 1,2 | 4,1 | 0,9 | 1,3 | 0,8 | 1,3 | 4,3 | 4,5 | 4,7 | 4,9 |
| Käyttökate | 11,5 | 4,6 | 3,5 | 3,7 | 4,7 | 16,4 | 4,7 | 4,2 | 4,2 | 5,1 | 18,1 | 19,3 | 20,2 | 20,4 |
| Poistot ja arvonalennukset | -2,2 | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -3,1 | -0,7 | -0,7 | -0,7 | -0,7 | -2,9 | -2,9 | -2,7 | -2,5 |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 10,9 | 4,0 | 2,8 | 2,9 | 4,2 | 13,9 | 4,0 | 3,4 | 3,4 | 4,3 | 15,2 | 16,4 | 17,5 | 17,9 |
| Liikevoitto | 9,4 | 3,8 | 2,7 | 2,9 | 3,9 | 13,3 | 4,0 | 3,4 | 3,4 | 4,3 | 15,2 | 16,4 | 17,5 | 17,9 |
| Nettorahoituskulut | -2,8 | -0,4 | -0,4 | -0,1 | -0,4 | -1,3 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,9 | -0,9 | -0,9 | -0,9 |
| Tulos ennen veroja | 6,6 | 3,5 | 2,3 | 2,7 | 3,6 | 12,1 | 3,7 | 3,2 | 3,2 | 4,1 | 14,3 | 15,5 | 16,6 | 17,0 |
| Verot | 0,2 | -0,9 | -0,4 | -0,6 | -0,6 | -2,5 | -0,7 | -0,6 | -0,6 | -0,8 | -2,9 | -3,1 | -3,3 | -3,4 |
| Vähemmistöosuudet | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettotulos | 6,8 | 2,6 | 1,9 | 2,1 | 2,9 | 9,6 | 3,0 | 2,6 | 2,6 | 3,3 | 11,4 | 12,4 | 13,3 | 13,6 |
| EPS (oikaistu) | 0,44 | 0,15 | 0,11 | 0,12 | 0,17 | 0,54 | 0,16 | 0,14 | 0,14 | 0,18 | 0,61 | 0,66 | 0,71 | 0,73 |
| EPS (raportoitu) | 0,41 | 0,14 | 0,10 | 0,11 | 0,16 | 0,51 | 0,16 | 0,14 | 0,14 | 0,18 | 0,61 | 0,66 | 0,71 | 0,73 |

| Tunnusluvut | 2018 | Q1'19 | Q2'19 | Q3'19 | Q4'19 | 2019 | Q1'20e | Q2'20e | Q3'20e | Q4'20e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-% | 3,1 % | 16,9 % | 11,4 % | 22,3 % | 27,8 % | 19,6 % | 6,2 % | 6,4 % | 6,4 % | 6,4 % | 6,3 % | 5,7 % | 5,7 % | 4,0 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | 1,5 % | 23,5 % | 15,0 % | 25,3 % | 46,0 % | 27,9 % | -0,1 % | 22,6 % | 17,7 % | 3,9 % | 9,5 % | 8,0 % | 6,6 % | 2,2 % |
| Käyttökate-% | 18,6 % | 23,9 % | 20,4 % | 21,5 % | 22,7 % | 22,2 % | 22,9 % | 23,0 % | 22,9 % | 22,9 % | 22,9 % | 23,1 % | 22,9 % | 22,3 % |
| Oikaistu liikevoitto-% | 17,5 % | 20,6 % | 16,5 % | 17,2 % | 20,1 % | 18,7 % | 19,4 % | 19,0 % | 19,0 % | 19,6 % | 19,3 % | 19,7 % | 19,8 % | 19,5 % |
| Nettotulos-% | 10,9 % | 13,5 % | 11,3 % | 12,5 % | 14,2 % | 13,0 % | 14,6 % | 14,2 % | 14,2 % | 14,9 % | 14,5 % | 14,9 % | 15,1 % | 14,8 % |

Lähde: Inderes

Tase

| Vastaavaa | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Pysyvät vastaavat | 80,7 | 82,8 | 82,1 | 81,5 | 81,0 |
| Liikearvo | 60,4 | 60,2 | 60,2 | 60,2 | 60,2 |
| Aineettomat hyödykkeet | 4,2 | 4,1 | 4,3 | 4,5 | 4,7 |
| Käyttöomaisuus | 14,7 | 14,5 | 13,7 | 12,8 | 12,1 |
| 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 |
| Vaihtuvat vastaavat | 36,2 | 39,0 | 41,3 | 43,7 | 46,2 |
| Vaihto-omaisuus | 14,5 | 13,8 | 14,7 | 15,5 | 16,4 |
| Muut lyhytaikaiset varat | 1,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Myyntisaamiset | 12,2 | 14,2 | 15,0 | 15,8 | 16,7 |
| Likvidit varat | 8,3 | 10,9 | 11,6 | 12,2 | 12,9 |
| Taseen loppusumma | 117 | 122 | 123 | 125 | 127 |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Oma pääoma | 65,8 | 68,8 | 73,2 | 77,7 | 82,6 |
| Osakepääoma | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Kertyneet voittovarot | 12,7 | 15,4 | 19,7 | 24,3 | 29,1 |
| 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 | 53,4 | 53,4 | 53,4 |
| Vähemmistöosuus | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pitkäaikaiset velat | 38,8 | 40,3 | 33,7 | 30,5 | 27,3 |
| 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 | 29,8 | 26,6 | 23,4 |
| Vaihtovelkakirjalainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset velat | 1,8 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,6 |
| Lyhytaikaiset velat | 12,3 | 12,7 | 16,6 | 16,9 | 17,3 |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 2,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 2,6 |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 9,2 | 11,2 | 11,9 | 12,6 | 13,3 |
| Muut lyhytaikaiset velat | 1,0 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 |
| Taseen loppusumma | 117 | 122 | 123 | 125 | 127 |

DCF-laskelma

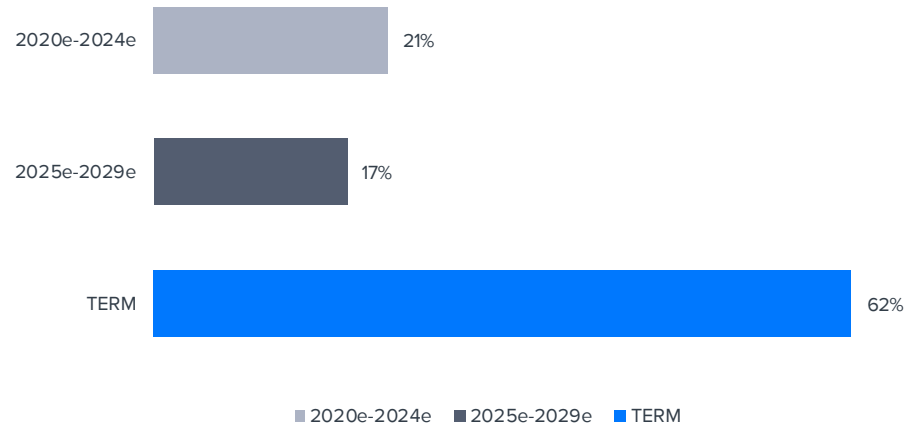
| DCF-laskelma | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | TERM |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevoitto | 13,3 | 15,2 | 16,4 | 17,5 | 17,9 | 18,6 | 19,3 | 20,1 | 20,4 | 20,6 | 21,0 | |
| + Kokonaispoistot | 3,1 | 2,9 | 2,9 | 2,7 | 2,5 | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,2 | 2,2 | 2,1 | |
| - Maksetut verot | -2,8 | -2,9 | -3,1 | -3,3 | -3,4 | -3,5 | -3,7 | -3,8 | -3,9 | -3,9 | -4,2 | |
| - verot rahoituskuluista | -0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | 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 | -0,9 | -1,0 | -1,1 | -0,8 | -0,8 | -0,9 | -0,9 | -0,9 | -1,0 | -0,5 | |
| Operatiivinen kassavirta | 15,6 | 14,1 | 15,0 | 15,6 | 16,0 | 16,5 | 16,9 | 17,4 | 17,6 | 17,7 | 18,5 | |
| + 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 | -2,2 | -2,2 | -2,2 | -2,2 | -2,2 | -2,2 | -2,2 | -2,2 | -2,2 | -3,1 | |
| Vapaa operatiivinen kassavirta | 12,2 | 11,9 | 12,8 | 13,4 | 13,8 | 14,3 | 14,7 | 15,2 | 15,4 | 15,5 | 15,4 | |
| +/- 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 | 11,9 | 12,8 | 13,4 | 13,8 | 14,3 | 14,7 | 15,2 | 15,4 | 15,5 | 15,4 | 316 |
| Diskontattu vapaa kassavirta | | 11,2 | 11,3 | 11,0 | 10,7 | 10,3 | 9,9 | 9,6 | 9,0 | 8,5 | 7,9 | 163 |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | | 262 | 251 | 239 | 228 | 218 | 207 | 198 | 188 | 179 | 170 | 163 |
| Velaton arvo DCF | | 262 | | | | | | | | | | |
| - Korolliset velat | | -36,5 | | | | | | | | | | |
| + Rahavarat | | 10,9 | | | | | | | | | | |
| - Vähemmistöosuus | | 0,0 | | | | | | | | | | |
| - Osinko/pääomapalautus | | 0,0 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF | | 236 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF per osake | | 12,6 | | | | | | | | | | |

Pääoman kustannus (wacc)

| | |
|---|--------------|
| Vero-% (WACC) | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 10,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus | 4,0 % |
| Yrityksen Beta | 0,90 |
| Markkinoiden riski-premio | 3,75 % |
| Likviditeettipremio | 1,00 % |
| Riskitön korko | 3,0 % |
| Oman pääoman kustannus | 7,4 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC) | 7,0 % |

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenvedo

| Tuloslaskelma | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | Osaakekohtaiset luvut | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|-------------------------------------|-------------|-------------|---------------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| Liikevaihto | 60,1 | 61,9 | 74,1 | 78,8 | 83,3 | EPS (raportoitu) | 0,31 | 0,41 | 0,51 | 0,61 | 0,66 |
| Käyttökate | 11,2 | 11,5 | 16,4 | 18,1 | 19,3 | EPS (oikaistu) | 0,46 | 0,49 | 0,54 | 0,61 | 0,66 |
| Liikevoitto | 9,3 | 9,4 | 13,3 | 15,2 | 16,4 | Operat. kassavirta / osake | 0,80 | 0,60 | 0,84 | 0,75 | 0,80 |
| Voitto ennen veroja | 4,3 | 6,6 | 12,1 | 14,3 | 15,5 | Vapaa kassavirta / osake | 0,79 | 0,35 | 0,65 | 0,64 | 0,68 |
| Nettovoitto | 2,9 | 6,8 | 9,6 | 11,4 | 12,4 | Omapääoma / osake | 2,02 | 3,94 | 3,68 | 3,91 | 4,16 |
| Kertaluontoiset erät | -1,4 | -1,5 | -0,6 | 0,0 | 0,0 | Osinko / osake | 0,18 | 0,37 | 0,38 | 0,42 | 0,45 |
| Tase | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | Kasvu ja kannattavuus | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
| Taseen loppusumma | 114,0 | 116,9 | 121,8 | 123,5 | 125,2 | Liikevaihdon kasvu-% | 20 % | 3 % | 20 % | 6 % | 6 % |
| Oma pääoma | 19,3 | 65,8 | 68,8 | 73,2 | 77,7 | Käyttökateen kasvu-% | -1 % | 3 % | 43 % | 10 % | 7 % |
| Liikearvo | 59,2 | 60,4 | 60,2 | 60,2 | 60,2 | Liikevoiton oik. kasvu-% | 6 % | 1 % | 28 % | 9 % | 8 % |
| Nettovelat | 73,0 | 30,3 | 25,6 | 21,6 | 17,3 | EPS oik. kasvu-% | 20 % | 9 % | 10 % | 13 % | 8 % |
| Kassavirta | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | Käyttökate-% | 18,6 % | 18,6 % | 22,2 % | 22,9 % | 23,1 % |
| Käyttökate | 11,2 | 11,5 | 16,4 | 18,1 | 19,3 | Oik. Liikevoitto-% | 17,8 % | 17,5 % | 18,7 % | 19,3 % | 19,7 % |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -1,2 | -0,3 | 2,3 | -0,9 | -1,0 | Liikevoitto-% | 15,4 % | 15,1 % | 18,0 % | 19,3 % | 19,7 % |
| Operatiivinen kassavirta | 7,7 | 10,0 | 15,6 | 14,1 | 15,0 | ROE-% | 16,1 % | 15,9 % | 14,3 % | 16,1 % | 16,5 % |
| Investoinnit | -1,7 | -4,3 | -5,2 | -2,2 | -2,2 | ROI-% | 9,3 % | 9,2 % | 12,7 % | 14,4 % | 15,4 % |
| Vapaa kassavirta | 7,5 | 5,8 | 12,2 | 11,9 | 12,8 | Omavaraisuusaste | 16,9 % | 56,3 % | 56,5 % | 59,3 % | 62,1 % |
| | | | | | | Nettovelkaantumisaste | 378,6 % | 46,0 % | 37,2 % | 29,5 % | 22,3 % |
| Suurimmat omistajat | | | %-osakkeista | | | Arvostuskertoimet | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
| Onvest | | | 12,3 % | | | EV/Liikevaihto | 2,0 | 2,1 | 3,0 | 2,8 | 2,6 |
| Handelsbanken Fonder | | | 9,4 % | | | EV/EBITDA (oik.) | 10,8 | 11,4 | 13,6 | 12,1 | 11,1 |
| SEB Fonder | | | 8,3 % | | | EV/EBIT (oik.) | 11,3 | 12,2 | 16,1 | 14,4 | 13,1 |
| Lannebo Fonder | | | 5,7 % | | | P/E (oik.) | 11,0 | 12,3 | 19,5 | 17,2 | 15,9 |
| Lazard Freres Gestion | | | 5,0 % | | | P/B | 2,5 | 1,5 | 2,9 | 2,7 | 2,5 |
| Cannacord Genuity Wealth Management | | | 3,9 % | | | Osinkotuotto-% | 3,6 % | 6,1 % | 3,6 % | 4,0 % | 4,3 % |

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes 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 analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Inderesin analytikko Petri Kajaalla on 20.2.2019 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Harvia Oyj.

Suositushistoria (>12 kk)

| Pvm | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 17.6.2018 | Lisää | 6,50 € | 6,00 € |
| 16.8.2018 | Lisää | 6,50 € | 5,82 € |
| 14.11.2018 | Osta | 6,50 € | 5,35 € |
| 2.12.2018 | Lisää | 6,50 € | 6,24 € |
| 14.2.2019 | Lisää | 6,50 € | 5,93 € |
| 7.5.2019 | Lisää | 7,50 € | 6,66 € |
| 17.8.2019 | Lisää | 7,50 € | 6,96 € |
| 8.11.2019 | Lisää | 9,00 € | 8,50 € |
| 29.12.2019 | Vähennä | 10,00 € | 10,60 € |
| 11.2.2020 | Lisää | 12,00 € | 10,55 € |

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**