

## Kasvavan markkinan johtava toimija – Aloitamme seurannan LISÄÄ-suosituksella

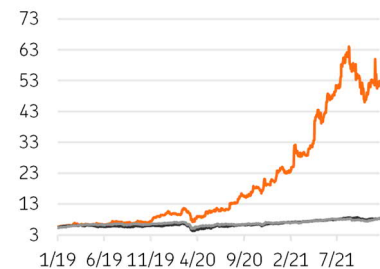
- Aloitamme Harvian seurannan LISÄÄ-suosituksella ja 59,00 euron tavoitehinnalla.** Suhtaudumme yhtiön kasvunäkymiin positiivisesti. Organiset kasvunäytöt vuosilta 2020–2021 ovat vahvat ja markkinaosuus on kasvussa yhtiön onnistuneesti hyödyntäessä ristlinnmyyntipotentiaaliaan. Näytöt arvoa luovista yrityskaupoista ovat hyvät, ja fragmentoituneet markkinat tarjoavat jatkossakin edellytyksiä yritysostoille. Globaalin markkinan ennakoidaan jatkavan kasvuaan pandemian tuomasta kysynnän kasvusta huolimatta, ja globaalisti johtavalla toimijalla on mielestämme vahvat edellytykset edelleen vahvistaa markkinaosuuttaan sekä organisesti että yritysostojen kautta.
- Kasvutarina.** Globaali sana- ja spa-markkina on historiallisesti kasvanut noin 5 %:n tahdilla ja ollut suhdannevakaa. Markkinan kasvu on kiihtynyt pandemian aikana, ja kasvun uumoillaan jatkuvan historiallista kasvua vahvempana lähivuosina saunan tunnettuuden ja suosion kasvettua pandemian aikana. Harvia on arviomme mukaan kasvanut markkinaa nopeammin sekä yritysostoin että vuosina 2020–2021 myös organisesti, ja yhtiö on todennäköisesti noussut globaaliksi markkinajohtajaksi vuoden 2021 aikana. Markkinoiden fragmentoituneen luonteen takia yhtiöllä on arviomme mukaan jatkossakin edellytyksiä arvoa luoviin yritysostoihin.
- Ennusteet.** Harvian tilauskirja on tällä hetkellä normaalia pidempi. Odotamme Harvialta 10 %:n organista kasvua vuosina 2022–2023, minkä lisäksi tehdyt yritysostot nostavat vuoden 2022 kasvua. Kannattavuuden odotamme pysyvän selvästi tavoitetasoa (EBIT-% >20 %) korkeampana kasvun jatkuessa. Yhtiö on hallinnut toimitusketjun haasteet hyvin emmekä ennakoimme merkittäviä saatavuushaasteita. Kustannusinflaation odotamme yhtiön siirtävän myyntihintoihin ilman suuria viiveitä. Ennusteissamme liikevaihdon keskimääräinen kasvu (CAGR) on 14 % ja oikaistun liiketuloksen kasvu 12 % vuosina 2022–2023e.
- Arvonmääritys.** Tavoitehintamme 59,00 euroa vastaa perusskenaarion kassavirtamalliamme ja se kääntyy 2022–2023e EV/EBIT-kertoimiksi 20x ja 18x.

Suositus **LISÄÄ**

Tavoitehinta (€) **59,00**

Hinta (€)*	52,80
Ylin (12kk)	64,10
Alin (12kk)	18,83
Markkina-arvo (M€)	987
Indeksipaino	0,4 %
Beta	1,06
Kaupankäyntitunnus	HARVIA
Seuraava tulosjulkistuspäivä	10.2.2022

Kurssikehitys	1kk	3kk	12kk
Hinta (€)	51,80	57,60	19,33
Muutos	1,9 %	-8,3 %	173,2 %



— Harvia  
— OMX Helsinki Cap  
— Stoxx 600 Kulutustavarat

Lähde: OP Markets, Bloomberg, \*) 17.11.

### Harvia

Me	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	62	74	109	182	213	234
Liikevaihdon kasvu (%)	3,1 %	19,6 %	47,3 %	66,6 %	17,2 %	10,0 %
EBIT, oikaistu	10,9	13,8	24,4	48,7	55,8	61,5
EBIT, oikaistu (%)	17,6 %	18,6 %	22,4 %	26,8 %	26,2 %	26,2 %
Tulos ennen veroja	6,6	12,1	20,4	46,6	54,6	60,9
Tulos/osake	0,36	0,51	0,83	1,86	2,23	2,50
Osinko/osake	0,37	0,38	0,51	1,15	1,35	1,50
Osinkotuotto (%)	6,9 %	3,6 %	2,1 %	2,2 %	2,6 %	2,8 %
EV/Sales	2,1	3,0	4,5	5,6	4,7	4,2
EV/EBITDA (oik.)	10,1	13,2	17,0	18,6	15,9	14,3
EV/EBIT (oik.)	12,0	16,2	20,0	21,0	18,0	16,0
P/E	14,8	20,4	29,6	28,4	23,6	21,1
P/B	1,5	2,8	6,9	10,8	8,8	7,4
ROE	10 %	14 %	22 %	37 %	37 %	34 %
ROCE	9 %	13 %	19 %	34 %	36 %	38 %
Omavaraisuusaste	56 %	57 %	42 %	46 %	54 %	62 %
Gearing	46 %	41 %	46 %	35 %	15 %	0 %

Lähde: OP Markets



Analyttikko

Joonas Häyhä

+358 10 252 4504

joonas.hayha@op.fi

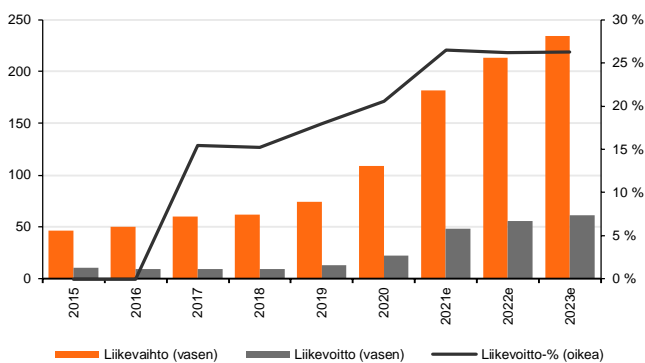
## Investment case

- **Globaalit markkinat kasvavat ja ovat suhdannevakaat.** Ennen koronapandemiaa globaalien sauna- ja spa-markkinoiden arvioitiin kasvavan noin 5 %:n tahtiin hyvinvointi ja terveystrendien sekä saunomisen yleistymisen tukemana. Koronapandemia on kiihdyttänyt sauna- ja spa-markkinan kasvua ja se on vauhdittanut tietoisuuden lisääntymistä saunan terveyshyödyistä, mikä voi ylläpitää markkinan aiempia arvioita nopeampaa kasvua lähivuosina erityisesti heikomman saunakulttuurin maissa. Markkinat ovat perinteisesti olleet suhdannevakaat korkean korvauskysynnän osuuden takia.
- **Fragmentoituneet markkinat.** Globaalit sauna- ja spa-markkinat ovat erittäin fragmentoituneet, ja ne tarjoavat yhtiölle jatkossakin mahdollisuuksia kasvattaa tuotevalikoimaa ja jakeluverkostoa yritysostojen kautta. Ristiinmyyntimahdollisuudet ja kustannussynergiat materiaali- ja komponenttihankinnan puolella ovat keskeisiä M&A-vetoisen kasvun arvoajureita.
- **Kilpailuedut.** Harvian Muuramen tuotantolaitos on maailman suurin ja mitä todennäköisimmin myös tehokkain tuotantolaitos. Lisäksi yhtiön integroitu toimintamalli (yhtiö suunnittelee ja valmistaa tuotteensa pääosin itse), tuoteosaaminen, pitkä toimintahistoria ja koon tuomat mittakaavahyödyt antavat näkemyksemme mukaan yhtiölle kilpailuetua alalla.

## Ajurit

- **Saunominen yleistyy maailmalla** hyvinvointi- ja terveystrendien ajamana, kasvattaen markkinaa pitkällä tähtäimellä.
- **Kansainvälinen kasvu, suurempien kokonaisuuksien ja edistyskellisempien tuotteiden myynti** nostavat keskihintoja
- **Yrityskaupat** tyypillisesti laajentavat tuotevalikoimaa ja jakelun maantieteellistä kattavuutta sekä tarjoavat ristiinmyyntimahdollisuuksia.

Vuosittainen liikevaihto ja -voitto

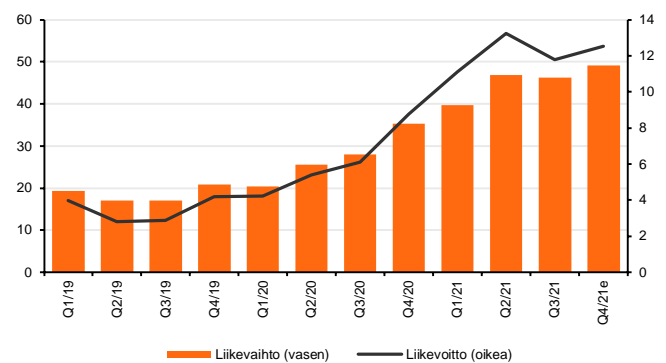


Lähde: OP Markets

## Riskit

- **Materiaalien ja komponenttien saatavuusongelmat** voivat hidastaa valmistusta ja myyntiä
- **Kysyntäkehitys** voi hidastua joillakin markkinoilla pandemian jälkeen, vaikka pitkän tähtäimen kasvunäkymä onkin positiivinen
- **Kilpailu** voi kiristyä ja toimiala konsolidoitua, myös muiden kuin Harvian toimesta

Kvartaalittainen liikevaihto ja -voitto



Lähde: OP Markets

## Harvia lyhyesti

### Matkalla kiuasvalmistajasta sauna- ja spa-alan toimijaksi

Harvian tuotevalikoima kattaa kaikki kolme perinteistä saunatyyppeä: perinteisen saunan, höyrysaunan ja infrapunasaunan. Tuotevalikoima sisältää tuotteita eri hintaluokissa ja se kattaa tuotteita kiukaista ja kiuaskomponenteista aina kokonaiseen sauna- ja spa-ratkaisuun sekä kuluttajille että vaativaan ammattikäyttöön. Yhtiö on matkalla kiuasvalmistajasta sauna- ja spa-alan toimijaksi.

### Viisi hyvin tunnettua tuotemerkkiä

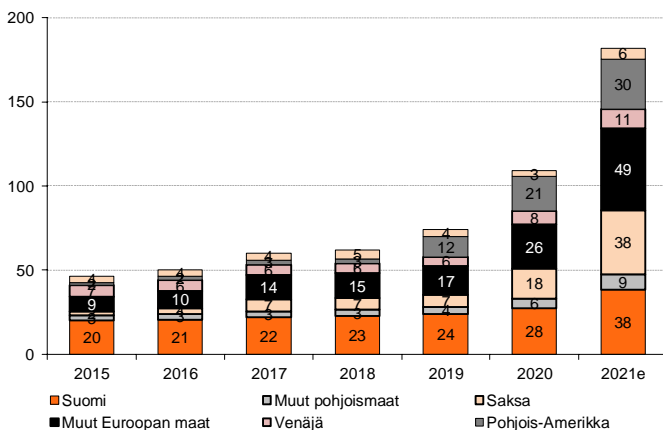
Harvialla on nykyisin viisi markkinassa hyvin tunnettua tuotemerkkiä: Harvia, EOS, Sentiotec, Almost Heaven Saunas ja Kirami. Harvia on maailman tunnetuimpia sauna- ja spa-alan brändejä, jonka alla yhtiö tarjoaa laajan valikoiman saunahuoneita ja -sisustusratkaisuja, infrapuna- ja höyrysaunoja, spamoduuleita, digitaalisia ohjauskeskuksia ja erilaisia saunatarvikkeita koteihin ja vaativaan ammattikäyttöön korkealla hinta-laatusuhteella ja hyvällä toiminnallisuudella. EOS on premium- ja ammattilaiskanavan johtava merkki ja sen tuotevalikoima sisältää ammatti- ja premiumkiukaat, kaasukäyttöiset kiukaat (Kusatek), ohjauskeskukset, höyrygeneraattorit, infrapunalaitteistot sekä oheistarvikkeita. Sentiotec on tunnettu ja arvostettu brändi sauna- ja spa-ammattilaisten keskuudessa ja sen tuotevalikoimassa on ohjauskeskuksia, kiukaita, saunahuoneita, saunavalaistuksia ja audiolaitteita. Almost Heaven Saunas on Pohjois-Amerikan suurin perinteisten saunojen valmistaja kuluttajamarkkinassa, ja sen tuotevalikoimassa on erilaisia Yhdysvalloissa valmistettuja sisä- ja pihasaunoja erilaisiin käyttötarkoituksiin.



### Kansainvälisten markkinoiden painoarvo on kasvanut

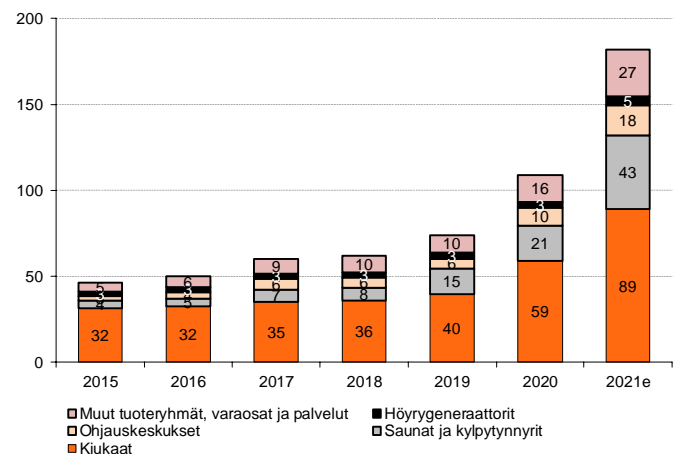
Suomi on yhä yksi yhtiön tärkeimmistä markkinoista (osuus liikevaihdosta 25 % vuonna 2020), mutta kansainvälisten markkinoiden osuus on selvästi kasvanut viime vuosina yritysostojen tukemana. Tuoteryhmittäin suurin liikevaihto tulee kiukaista (osuus liikevaihdosta 54 % vuonna 2020), joskin kyseinen osuus on ollut laskussa mm. valmiiden saunahuoneiden (ja vuoden 2021 Q2:sta lähtien myös kylpytynnyreiden) osuuden nousua.

Harvia - Liikevaihto maittain



Lähde: Harvia, OP Markets

Harvia - Liikevaihto tuoteryhmittäin



Lähde: Harvia, OP Markets

Tuoteryhmien tai maanosien välisiä kannattavuuseroja yhtiö ei julkaise, mutta käsityksemme mukaan yhtiön kiukaat ovat yhtiölle kannattavin tuoteryhmä. Kokonaisten saunahuoneiden kannattavuus on yhtiön mukaan parantunut ja lähestynyt kiukaiden tasoa.

## Yrityskaupoilla laajempaa jakelua ja tuotevalikoimaa

### Yrityskaupoista ristiinmyynti- ja kustannussynergioita

Yrityskaupat kuuluvat Harvian strategiaan ja yhtiö on toteuttanut viime vuosina useamman yritysoston. Alla oleva taulukko tiivistää viime vuosien yritysostot. Yritysmyyntejä ei viime vuosina ole ollut. Ostokohteiden kokoon vaihdellut, mutta kooltaan ne ovat kaikki olleet selvästi Harviaa pienempiä. Ostokohteiden arvostukset eivät ole kattavasti tiedossamme, mutta ainakin EOS:in (2020) ja Kiramin (2021) arvostukset näyttävät huokeilta. Yrityskauppojen strateginen peruste on tyypillisesti liittynyt tuotevalikoiman ja jakelun laajentamiseen sekä niiden mahdollistamiin synergioihin. Syngergiat perustuvat tyypillisesti ristiinmyyntiin (vanhaa tuotevalikoimaa saadaan uuteen jakeluun ja toisinpäin) ja myös osaltaan kustannussynergioihin, joita syntyy erityisesti hankinnan puolella. Viime vuosien yritysostojen jälkeen Harvian tuotevalikoima kattaa nyt laadun näkökulmasta koko kirjon. Yhtiö on myös samalla päässyt paremmin käsiksi ammattikanaviin.

### Harvian tekemät yritysostot vuosina 2016-2021

Yhtiö	Ajan-kohta	Liikevaihto ja tulos	Yritys-arvo (EV)	Syngergiat	Arvostus	Päämarkkinat ja tuotevalikoima	Strateginen peruste
Sentiotec	11/2016	Liikevaihto 8 Me (2016)	-	-	-	Saunahuoneita, infrapuna- ja höyrysaunoja sekä ohjauskeskuksia Saksassa ja Itävallassa	Tuotevalikoiman ja jakelun laajentaminen, ristiinmyynti
Saunamax (56 % osuus)	2/2017	Liikevaihto 0,4 Me (2016)	-	-	-	Kiukaiden ja saunojen huolto- asennuspalveluita Suomessa	Valikoiman laajentaminen
Almost Heaven Saunas	12/2018	Liikevaihto 8 Me, EBIT -0,3 Me (2017)	4,0 Me	-	Ev/sales 0,5x	Eduillisemman hintaluokan ulko- ja sisäsaunat Yhdysvalloissa	Tuotevalikoiman ja jakelun laajentaminen
EOS ( ~80 % osuus)	4/2020	Liikevaihto 17 Me, oik. EBIT 2,8 Me (2019)	25,5 Me	2,2 Me (2024)	EV/EBIT (oik.) 9x; syngergioiden jälkeen 5x	Ammattilais- ja premium-tuotteita Keski- ja Itä-Euroopassa sekä Venäjällä	Tuotevalikoiman ja jakelun laajentaminen, ristiinmyynti, syngergiat
Kirami	5/2021	Liikevaihto 22 Me, oik. EBIT 3,1 Me (5/2020–4/2021)	7-11 Me, riippuen EBITDA:n kehityksestä	1 Me (2023)	EV/EBIT (oik.) 2-4x; syngergioiden jälkeen 2-3x	Kylpytynnyreitä ja oheistarvikkeita Suomeen, Keski-Eurooppaan ja Skandinaviaan	Tuotevalikoiman laajentaminen, ristiinmyynti
Sauna-Eurox	8/2021	Liikevaihto 3,2 Me (2020)	-	-	-	Kiuaskiviä useammalle toimijalle	Tuotevalikoiman laajentaminen, ristiinmyynti, kiviosaaminen

Lähde: Harvia, Asiakastieto

### Tilaa parantaa tarjoomaa höyry- ja infrapunasauunassa

Harvian tavoitteena on olla alalla "one stop shop" alalla. Johdon näkemyksen mukaan yhtiön tuotevalikoima on kattava perinteisessä saunassa, kun taas höyry- ja infrapunasauunoihin liittyvässä tuotevalikoimassa yhtiö näkee edelleen laajennuspotentiaalia. Infrapunasauunasegmentissä yhtiön toiminta on vielä melko pientä. Yhtiö toimittaa tällä hetkellä infrapunasauunojen valmistajille laadukkaita komponentteja, mutta ns. "entry level" tarjooma yhtiöltä puuttuu ja lisäksi yhtiö näkee kasvumahdollisuuksia infrapunasauunaan liittyvissä kokonaisratkaisuisissa. Erityisesti Pohjois-Amerikka on yhtiön mukaan houkutteleva kasvumarkkina infrapunasauunassa. Höyrysaunan puolella yhtiön tarjooma on hyvä kuluttajapuolella, mutta ammattikäytön puolella tarjoomaa on tilaa laajentaa. Yritysostot pysyvät jatkossakin keinovalikoimassa laajentaa tuoteportfoliota, joskin myös yhtiön oma tuotekehitys lukeutuu johdon näkemyksen mukaan alan parhaisiin.

### Asiakkaat ja jakelukanavat

#### Useita jakelukanavia

Harvian jakelukanaviin lukeutuu vähittäis- ja tukkukauppa, integraattorit ja saunanrakentajat, rakennusyhtiöt ja suoramyynti. Kanavien merkitys vaihtelee maantieteellisesti ja osin myös sen mukaan, kuinka vahva saunakulttuuri maassa on. Esimerkiksi Suomessa ja Ruotsissa ja osaltaan myös Venäjällä kuluttajat osaavat tehdä itsenäisiä ostopäätöksiä ja heillä on myös parempi valmius rakentaa sauna itse. Tästä syystä vähittäis- ja tukkukaupalla on korostunut merkitys, etenkin Harvian päämarkkinalla Suomessa.

Suomi on pääasiassa kiuas- ja saunakomponenttikeskeneinen markkina. Kuluttajilla on Suomessa suurempi valmius rakentaa tai suunnitella sauna itse, minkä takia rakennustarvikeliikkeet ovat yleisin jakelukanava. Suomessa myös ammattiasentajat asioivat rakennustarvikeliikkeissä, mikä edelleen lisää vähittäis- ja tukkukanavan merkitystä. Rakennusyhtiöt ovat Suomessa tärkeä

kanava uudismarkkinassa, mutta niiden osuus Suomen kokonaisymyynnistä on kuitenkin vähäinen kysynnän perustessa suurelta osin korvauskysyntään. Saksassa loppukäyttäjät hankkivat tyyppillisesti valmiita saunoja integraattoreilta ja saunanrakentajilta, jotka puolestaan ostavat saunakomponentteja eri valmistajilta (kuten Harvialta). Toisin kuin Suomessa, Saksassa kuluttajat ostavat myös valmiita saunahuoneita vähittäiskaupoista ja jossain määrin myös kiukaita ja saunakomponentteja verkosta. Saksassa jakelukanavista korostuu siis vähittäiskauppa ja integraattorit ja saunanrakentajat. Venäjällä paikalliset saunoihin erikoistuneet liikkeet, kylpyhuonetukkukaupat ja saunanrakentajat ovat tärkeimpiä jälleenmyyntikanavia. Harvia palvelee kyseisiä kanavia välillisesti, toimien itse maahantuojana ja hoitamalla jakelun kyseisiin kanaviin valikoitujen välikäsien kautta. Ruotsissa kuluttajat ostavat suomalaisia todennäköisemmin valmiin saunan kylpyhuonetukkuliikkeestä. Tämä korostaa integraattoreiden ja saunanrakentajien roolia, jotka ostavat kiukaita ja saunakomponentteja vähittäis- ja tukkukaupoista. Pohjois-Ruotsissa kuluttajat ostavat lisäksi jonkin verran kiukaita tai saunakomponentteja vähittäiskaupasta. Yhdysvalloissa saunat ovat useimmiten kaupallisessa käytössä, minkä takia integraattorit ja saunanrakentajat ovat keskeisemmässä roolissa kuin Euroopassa. Loppukäyttäjät ostavat pääosin valmiita saunoja integraattoreilta ja saunanrakentajilta, jonka lisäksi vähittäis- ja tukkukaupat myyvät jossain määrin lähinnä edullisempia saunahuoneita loppukäyttäjille.

### Harvian jakelukanavat ja niiden tärkeys keskeisillä sauna- ja spa-markkinoilla

Kanava	Suomi	Saksa	Venäjä	Ruotsi	USA
Vähittäis- ja tukkukauppa	Suuri	Suuri	Keskitasoinen	Keskitasoinen	Keskitasoinen
Integraattorit ja saunanrakentajat	Vähäinen	Suuri	Suuri	Keskitasoinen	Suuri
Rakennusyhtiöt	Vähäinen	-	-	Keskitasoinen	Vähäinen
Suoramyynti	Keskitasoinen	Vähäinen	Vähäinen	Vähäinen	Keskitasoinen

Lähde: Harvia

### D2C edustaa tulevaisuuden mahdollisuutta

Suoramyyntin merkitys on vielä toistaiseksi yhtiölle verrattain vähäinen. Euroopassa yhtiö myy suoramyynnin verkossa lähinnä varaosia ja verkon osuus on erittäin pieni. Amerikassa suoramyynnin tehdään enemmän ja verkon osuus on käsityksemme mukaan suurempi. Arviomme mukaan suoramyynti kuluttajille (D2C) edustaa yhtiölle tulevaisuuden mahdollisuutta ja käsityksemme mukaan yhtiö tulee harkitsemaan D2C-kanavan kehittämistä lähivuosina valikoidusti. Suoramyynti kuluttajille olisi arviomme mukaan selvästi kannattavampaa kuin myynti välikäsien kautta. Hidasteena D2C-myyntin ylösajolle on suhteet nykyisiin asiakkaisiin (jakelijoihin).

### Tuotantokapasiteetti ja investoinnit kasvussa

Harvialla on tuotantolaitoksia Suomessa, Virossa, Romaniassa, Itävallassa, Kiinassa, Saksassa ja Yhdysvalloissa. Yhtiön tuotantoyksiköt ovat erikoistuneet osin eri tuotteisiin sekä eri hintaluokan tuotteisiin. Muuramen tehdas on yhtiön tärkein tuotantolaitos ja se on Harvian johdon arvion mukaan maailman suurin ja tehokkain saunoja ja saunakomponentteja valmistavista tehtaista. Muuramessa yhtiö valmistaa valtaosan kiukaistaan ja lisäksi saunahuoneita, höyrygeneraattoreita ja saunan sisustustuotteita. Kiinassa yhtiö tuottaa lähinnä edullisempia sähkökiuasalleja toimitettavaksi Eurooppaan. Romaniassa (Sentiotecin tuotantolaitos) tuotetaan pääosin edullisemmän hintaluokan saunahuoneita. Virossa yhtiö valmistaa kylpyläkomponentteja. Venäjällä yhtiöllä on sopimuskumppani, joka valmistaa yhtiölle puukiukaita venäjän markkinoille. Alihankintaa yhtiö ei Venäjän sopimusvalmistuksen lisäksi tee kuin tiettyjen komponenttien saralla (mm. elektroniikkaa, lämpövastuksia ja saunatarvikkeita).



SUOMI



VIRO



ROMANIA



ITÄVALTA



KIINA



SAKSA



YHDYSVALLAT

### Tuotantokapasiteetti kasvussa

Harvian tuotantokapasiteetti on kasvussa. Yhtiö teki investointeja jo vuonna 2020 tuotantolaitosten koneisiin Suomessa, Kiinassa, Romaniassa ja USA:ssa, jonka lisäksi ja se on vuoden 2021 aikana ilmoittanut myös uusista investoinneista. Suomessa Muuramessa yhtiö on päättänyt toteuttaa vuoden 2020 koneinvestointien jälkeen tehtaan laajennusinvestoinnin. Muurameen rakennetaan uusi tehdashalli, jonne yhtiö sijoittaa uuden tuotantolinjan, jossa on edellisiä pienemmät ylläpitokustannukset, korkeampi käyttöaste sekä pienemmät ympäristövaikutukset. Muuramen tuotannon alkupään kapasiteetti kasvaa noin 20 % ja mahdollistaa lisäkapasiteetin rakentamisen sähkökiukaiden kokoonpano-osastolle. Tuotannon uudella Muuramen linjalla on määrä alkaa viimeistään joulukuussa 2021. USA:ssa yhtiö investoi Almost Heaven Saunas -saunojen tuotantokapasiteetin lisäämiseen vuoden 2020 aikana ja ilmoitti alkuvuodesta 2021 ostavansa uuden tehdaskiinteistön. USA:n tiedossa olevien investointien jälkeen Almost Heaven Saunas:in saunojen tuotantokapasiteetti nousee vanhasta noin 5000 saunasta noin 10000 saunaan tai sen yli. Tuotannon USA:n uusissa tiloissa on määrä alkaa marraskuussa 2021. USA:n uusi tehdas mahdollistaa tuotantokapasiteetin kasvattamisen myös jatkossa. Romaniassa yhtiön saunakapasiteetti on kasvanut noin 35-40 % vuoden 2020 investointipäätösten takia. Lisäksi yhtiö kertoi Q3'21 tuloksensa yhteydessä laajentavansa Romanian tehdasta sekä Saksan Driedorfissa sijaitsevan EOS-tehtaan konekapasiteetin kasvattamisesta. Vuoden 2021 investoinnit ovat suuruudeltaan 10-11 milj. euroa.

### Raaka-aineet, komponentit ja hinnoitteluvoima

#### Hinnoitteluvoima hyvä – saatavuushaasteet jatkunevat vuoteen 2022

Harvian päävarasto ja tuotekehitys sijaitsevat Muuramessa. Lisäksi yhtiöllä on logistiikkakeskus Itävallassa ja pienempiä raaka-aine- ja tuotevarastoja sen tuotantolaitosten yhteydessä. Tärkeimpiin komponentteihin ja raaka-aineisiin lukeutuvat mm. ohjauskeskukset, kiukaiden vastukset, teräs ja muut metallimateriaalit ja saunojen rakenteissa tarvittava puu. Yhtiö on kohdannut jonkin verran tuotantopanosten saatavuus- ja hintahaasteita globaalien toimitusketjuhaasteiden takia, mutta käsityksemme mukaan negatiiviset vaikutukset ovat toistaiseksi jääneet rajallisiksi. Saatavuushaasteiden tuotannolle aiheuttamia riskejä on vuoden 2021 aikana pyritty lieventämään kasvattamalla varastoja kriittisten materiaalien ja komponenttien osalta ja etsimällä vaihtoehtoisia hankintakanavia. Uskomme toimitusketjun haasteiden kuitenkin jatkuvan vuoden 2022 puolelle, minkä nostamme esiin potentiaalisena riskinä yhtiön toimituskyvylle. Vaikka tiettyjen komponenttien tai osien saatavuushaasteita ei voida poissulkea, on yhtiö kertonut toistaiseksi onnistuneensa hallitsemaan haasteet hyvin emmekä siten odota hasateiden muodostuvan mainittavaksi hidasteeksi tuotantoa ja myyntiä ajatellen. Johdon kanssa käytyjen keskustelujen perusteella yhtiön hinnoitteluvoima on käsityksemme mukaan hyvä ja odotamme kustannuspaineiden siirtyvän myyntihintoihin pääasiassa ilman merkittäviä viiveitä. Yhtiö on kertonut odottavansa siirtävänsä kustannusinflaation kokonaisuudessaan myyntihintoihin.



## Strategiset tavoitteet

### Matkalla kiuasvalmistajasta sauna – ja spa-alan toimijaksi

Harvian tavoitteena on vahvistaa asemaa globaalisti johtavana sauna- ja spa-alan toimijana. Tämän saavuttamiseksi yhtiön keskeiset strategiset painopisteet ovat:

- **Keskustoksen kasvattaminen** – myymällä nykyistä enemmän ominaisuuksiltaan edistyneisempiä kiukaita ja laajempia saunakokonaisuuksia sekä kasvamalla myyntiä kansainvälisillä markkinoilla. Monilla kansainvälisillä markkinoilla tuotteiden hinnat ovat korkeammat kuin vastaavan tuotteen hinta Suomessa, joten kasvu tällaisilla markkinoilla nostaa keskustosta. Kokonaisten saunahuoneiden myynti nostaa myös keskihintaa, sillä niiden yksikköhinnat ovat moninkertaisia pelkkään kiukaaseen verrattuna.
- **Maantieteellinen laajentuminen** – kasvattamalla myyntiä uusilla kansainvälisillä markkinoilla organisaation ja yritysostoin sekä syventämällä jakeluverkostoa nykyisillä markkinoilla.
- **Tuottavuuden jatkuva parantaminen** – optimoimalla tuotannon maantieteellistä rakennetta, tehostamalla ostoa ja logistiikkaa, optimoimalla tuotetarjoumaa, suunnittelemalla tuotteet yksinkertaisiksi valmistaa, nostamalla kapasiteetin käyttöastetta ja lisäämällä automatisointia.

## Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Harvian pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

- **Kasvu:** liikevaihdon keskimääräinen kasvu yli 5 prosenttia vuodessa
- **Kannattavuus:** oikaistu liikevoittoprosentti yli 20 %
- **Velkavipu:** nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen 1,5x–2,5x

Harvian tavoitteena on maksaa säännöllisesti kasvavaa osinkoa kaksi kertaa vuodessa yhteensä vähintään 60 prosenttia konsernin nettotuloksesta. Yhtiö ei anna kuluvalle vuodelle ohjeistusta.

## Markkinat kasvavat ja ovat suhdannevakaat

### Markkinat kasvoivat ~5 %:n ennen pandemiaa

Harvian vuonna 2017 kansainväliseltä liikkeenjohdon konsulttiyhtiöltä tilaaman markkinaselvityksen mukaan globaalin sauna- ja spa-markkinan koko vuonna 2016 oli noin 2,7 miljardia euroa. Tästä noin puolet oli asennus- rakennus ja muuhun työhön perustuvaa markkinaa, mikä ei lähtökohtaisesti kuulu Harvian tarjoomaan. Kokonaismarkkinoista noin 380 miljoonaa euroa koostui kiukaista ja saunakomponenteista, jotka ovat historiallisesti olleet yhtiön päätuotteita. Selvityksen perusteella sekä koko sauna- ja spa- että kiuas- ja komponenttimarkkinat ovat historiallisesti kasvaneet noin 4-5 %:n tahdilla. Markkinakasvun ajureina toimivat tietoisuuden lisääntyminen saunan ja saunomisen terveysvaikutuksista (hyvinvointi- ja terveystrendi), saunan kasvava tunnettuus, asuntojen kasvanut uudisrakentaminen, saunojen lisääntynyt rakentaminen kaupalliseen käyttöön sekä keskimääräisen hankinnan hinnan nousu ja laajempien saunakokonaisuuksien hankkiminen.

### Markkinoiden kasvu on selvästi kiihtynyt pandemian aikana

Koronapandemia on kiihdyttänyt markkinoiden kasvua vuosina 2020–2021. Tarkat markkinan kasvuluvut eivät ole tiedossamme, mutta Harvian johdon karkean arvion mukaan sauna- ja spa-markkinan koko on nyt noin 3,6–3,7 mrd. euroa ja kiuas- ja komponenttimarkkinan koko noin 0,5 mrd. euroa. Tämä tarkoittaisi markkinoiden keskimääräisen vuotuisen kasvun (CAGR) kiihtyneen vanhasta noin 5 %:sta vajaaseen 10 %:iin vuosina 2020–2021. Saunan tunnettuus ja suosio ovat lisääntyneet pandemian aikana ja kasvattaneet entisestään sauna- ja spa-tuotteiden kysyntää.

### Harvian kohdemarkkinat (milj. euroa)

Sauna- ja spa-markkina	2010	2013	2016	2019E	2021E	CAGR 2010-2019E (%)
Suomi	236	275	274	313	-	3 %
Saksa	225	327	385	444	-	8 %
Venäjä	430	380	434	444	-	0 %
Ruotsi	81	92	100	110	-	3 %
Yhdysvallat	149	209	218	273	-	7 %
<b>Harvian päämarkkinat</b>	<b>1121</b>	<b>1283</b>	<b>1411</b>	<b>1584</b>	-	<b>4 %</b>
Muut	856	1051	1243	1485	-	6 %
<b>Globaali sauna- ja spa-markkina</b>	<b>1977</b>	<b>2334</b>	<b>2654</b>	<b>3069</b>	<b>~3600-3700</b>	<b>5 %</b>

Kiuas- ja komponenttimarkkina	2010	2013	2016	2019E	2021E	CAGR 2010-2019E (%)
Suomi	40	45	47	53	-	3 %
Saksa	35	46	56	65	-	7 %
Venäjä	76	77	78	82	-	1 %
Ruotsi	14	15	16	18	-	3 %
Yhdysvallat	18	23	25	31	-	6 %
<b>Harvian päämarkkinat</b>	<b>183</b>	<b>206</b>	<b>222</b>	<b>249</b>	-	<b>3 %</b>
Muut	106	136	153	185	-	6 %
<b>Globaali kiuas- ja komponenttimarkkina</b>	<b>289</b>	<b>342</b>	<b>375</b>	<b>434</b>	<b>~500</b>	<b>5 %</b>

Lähde: Harvia

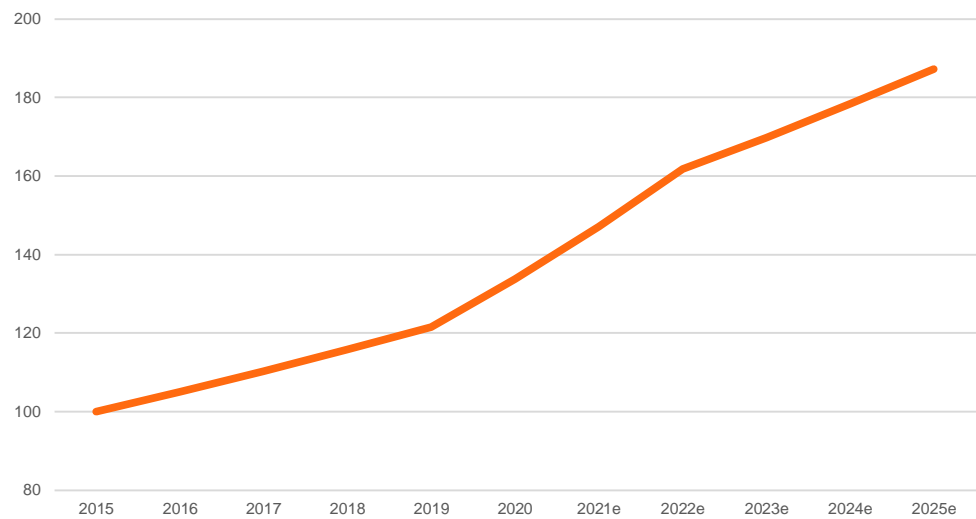
### Johto arvio markkinoiden kasvavan jopa 10 %:n tahdilla lähivuodet

Yhtiön johdon arvion mukaan sauna- ja spa-markkina tulee kasvamaan lähivuosina selvästi historiallista viittä prosenttia vahvemmin, mahdollisesti jopa kymmenen prosentin tahdilla seuraavan 1–3 vuoden aikana. Arvio perustuu asiakkaiden ja kumppaneiden kanssa käytyihin keskusteluihin eri markkinoilla. Matkailun ei uskota normalisoituvan täysin vielä lähitulevaisuudessa ja samalla kiinnostus loma-asuntojen hankintaan ja remontointiin näyttää lisääntyneen. Lisäksi saunan tunnettuus on ottanut pandemian aikana askeleita eteenpäin kansainvälisillä markkinoilla. Esimerkiksi Pohjois-Amerikassa tietyt somevaikuttajat ovat laajasti seuratuilla Instagram-tileillään nostaneet esiin saunan terveyshyötyjä, jonka ansiosta tietoisuuden kasvu saunasta ja sen terveyshyödyistä on kiihtynyt pandemian aikana. Yhtiön näkökulmasta ilmaisen somekampanjoinnin tukemana kysyntäympäristö Pohjois-Amerikassa vaikuttaa yhtiön



mukaan tällä hetkellä erittäin suotuisalta, mutta käsityksemme mukaan kysynnän odotetaan olevan vahvaa myös useimmilla muillakin markkinoilla.

#### Globaalin sauna- ja spa-markkinan kehitys (havainnollistava), 2015 = 100



Lähde: Harvia

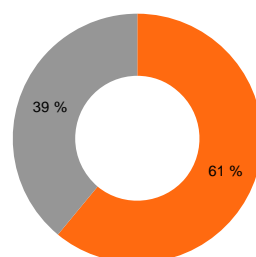
Havainnollistava; perustuen markkinan historialliseen kasvuun sekä johdon arvioon pandemian aikaisesta ja tulevien vuosien kasvusta

Vaikka yhtiö on todennut odottavansa sauna- ja spa-markkinan kasvun olevan seuraavan 1–3 vuoden aikana historiallista kasvua vahvempaa, on se samanaikaisesti todennut, että osa pandemian aikana nähdystä kysynnän kasvusta on ollut ns. aikaistettua kysyntää. Vaikka yhtiö ei odota tällä olevan vaikutusta markkinan pitkän tähtäimen kasvunäkymiin, jättää kommentti tulkintamme mukaan varuun sille, että kysyntä voi ainakin osalla markkinoista myös väliaikaisesti heikentyä vahvojen vuosien 2020–2021 jälkeen. Arviomme mukaan tällaisia markkinoita voi olla esimerkiksi Suomi, jossa saunakulttuuri on ollut jo valmiiksi erittäin vahva ennen pandemiaa. Uskomme saunan tietoisuuden kasvun pandemian aikana kasvattavan markkinoita etenkin heikomman saunakulttuurin alueilla myös pandemian jälkeen.

Harvian kohdemarkkinat ovat historiallisesti olleet suhdannevakaat korkean korvauskysynnän osuuden tukemana. Vuonna 2016 korvauskysynnän osuus globaalista sauna- ja spa-markkinassa oli 61 % ja kiuas- ja komponenttimarkkinassa jopa noin 77 %. Harvian suurimmalla maantieteellisellä markkinalla Suomessa korvauskysynnän osuudet ovat historiallisesti olleet globaaleja osuuksia korkeammat, arviolta 77 % (sauna ja spa-markkina) ja 87 % (kiuas- ja komponenttimarkkina) vuonna 2016.

#### Korvauskysynnän osuudet ovat korkeita...

Korvauskysyntä - sauna- ja spa-markkina\*

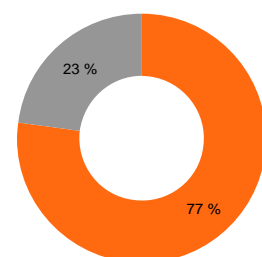


■ Korvauskysynnän osuus ■ Uudiskysynnän osuus

Lähde: Harvia

Vuonna 2016

Korvauskysyntä - kiuas- ja komponenttimarkkina\*



■ Korvauskysynnän osuus ■ Uudiskysynnän osuus

Lähde: Harvia

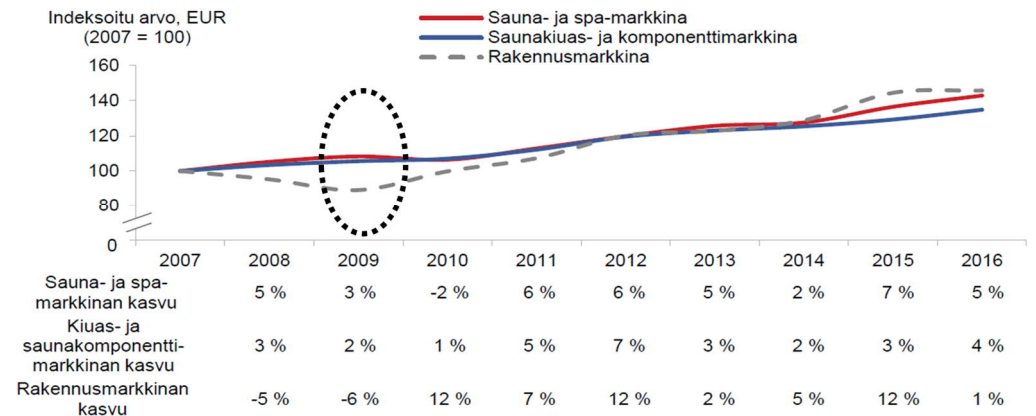
Vuonna 2016

Sekä laajemman sauna- ja spa-markkinan että suppeamman kiuas- ja komponenttimarkkinan kehitys on historiallisesti ollut rakennusmarkkinan kehitystä vakaampaa. Esimerkiksi vuosina

2008–2009 (finanssikriisi) molemmat markkinat kasvoivat tasaisesti rakennusmarkkinan laskusta huolimatta

### ...tehdn markkinoista suhdannevakaat

#### Globaalin sauna ja spa-markkinan indeksoitu kehitys



Lähde: Harvia

### Markkina on erittäin fragmentoitunut

Globaali sauna- ja spa-markkina on rakenteeltaan erittäin fragmentoitunut. Suuria, liikevaihdoltaan yli 50 miljoonan euron yhtiöitä on vain kourallinen. Harvia lukeutuu tähän ryhmään. Määrällisesti eniten markkinoilla on pieniä, alle 3 milj. euron liikevaihdon paikallisia yhtiöitä, joiden tuotevalikoima on tyypillisesti suppea. Harvian toistaiseksi toteuttamat yritysostoista mm. Sentiotec, Almost Heaven Saunas, EOS ja Kiram ovat olleet keskikokoisessa 5-15 milj. euron liikevaihtoluokassa. Vaikka fragmentoitunut markkina tarjoaa lähtökohtaisesti mahdollisuuksia yritysostoille myös jatkossa, on Harvian johto todennut, että yhtiölle sopivia järkevän valuuaation ostokohteita on rajallisesti tarjolla. Valuuaatiot markkinoilla voivat vaihdella paljonkin.

#### Globaalin sauna ja spa-markkinan jakauma toimijatyypeittäin

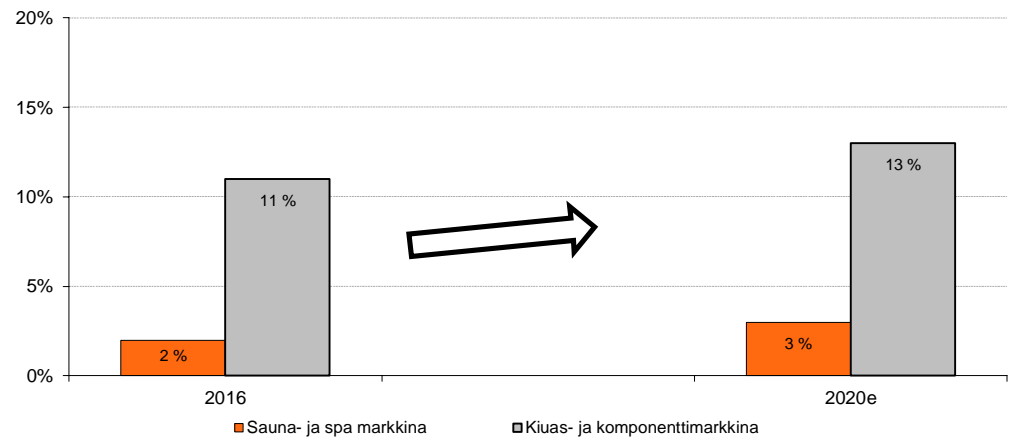
Erityyppiset yhtiöt ja niiden arvioidut markkinaosuudet	Yhtiöiden määrä	Tyypillinen liikevaihto	Esimerkki-yhtiöitä	Kuvaus
Johtavat yhtiöt (~10 %)	4	> 50 Me	Harvia Klafs Saunaking Tylöhelo	Integraattoreita tai suuria saunakomponenttivalmistajia Toimintoja useassa maassa Kattava sauna- ja saunatarvikevalikoima
Paikalliset yhtiöt (~5 %)	Noin 25	5-15 Me	Narvi Sawo	Integraattoreita, saunakomponenttivalmistajia Tyypillisesti suppeampi tuotevalikoima
Pienet yhtiöt (~85 %)	> 2000	< 3 Me	Mondex Misa Stoveman Iki-kiuas	Tuotevalikoima tyypillisesti suppea Pääasiassa edullisia tai keskihintaisia tuotteita Mukana muutamia kalliimpiin tuotteisiin erikoistuneita yhtiöitä

Lähde: Harvia

### Globaali markkinajohtaja

Harvian markkinaosuudet ovat viime vuosina kasvaneet sekä sauna- ja spa- että kiuas- ja komponenttimarkkinoilla. Yhtiö on globaalisti markkinajohtaja kiuas- ja komponenttimarkkinassa johdon arvion mukaan noin 13 %:n markkinaosuudella (2020). Koko sauna- ja spa-markkinasta yhtiön markkinaosuus on johdon arvion mukaan noin 3 % (2020). Vuonna 2020 yhtiön johto arvioi Harvian nousseen sauna- ja spa-markkinan globaalisti suurimman toimijan rinnalle. Käsitksemme mukaan kyseinen toimija on Klafs, jonka liikevaihto oli yhtiön nettisivujen mukaan 114 milj. euroa vuonna 2020 (Harvia 109 milj. euroa). Harvia on vuoden 2021 vahvan organisen kasvun ja yritysostojen tukemana saattanut jo ohittaa Klafs'n liikevaihdossa ja siten mahdollisesti noussut markkinajohtajan asemaan globaaleilla sauna- ja spa-markkinoilla.

### Harvian markkinaosuudet



Lähde: Harvia

### Erilainen kuin kaksi suurinta kilpailijaa

Suurimmista kilpailijoista Saunaking ja Klafs ovat integraattoreita ja toimittavat pääasiassa saunakokonaisuuksia kuluttaja- ja kaupalliseen käyttöön, mikä tekee niistä erilaisen toimijan Harviaan verrattuna, joka on ensisijaisesti kiuas- ja komponenttitoimittaja. Klafs tarjoama keskittyy Harviaa voimakkaammin luksusratkaisuihin sekä kuluttajille että ammattikäyttöön (mm. hotellit, kylpylät, kuntosalit), mitkä eivät ole Harvian tarjoaman ydintä. Saunaking on Harvian johdon käsityksen mukaan siirtänyt enemmän muille alueille kuin sauna- ja spa-tuotteisiin. Tylöhelo on markkinoilla neljänneksi suurin toimija noin 50 milj. euron liikevaihdolla. Tylöhelo on selvemmin kiuas- ja komponenttivalmistaja, joka tekee siitä Klafsia ja Saunakingiä suuremman kilpailijan Harvialle.

Tylöhelo on yhtiön kilpailija mm. Ruotsissa, USA:ssa, Venäjällä ja Saksassa. Klafs on merkittävä kilpailija Saksassa ja Keski-Euroopassa. Venäjällä merkittävimpiin kilpailijoihin lukeutuu TylöHelon lisäksi TMF (Termofor) ja Teplodar. Suomessa merkittävimpiin kilpailijoihin lukeutuu TylöHelon lisäksi esimerkiksi Narvi, Misa ja Iki-kiuas.

### Harvian kilpailuedut

Harvian johdon näkemyksen mukaan yhtiön kilpailuetuihin sauna- ja spa-alalla lukeutuvat täysin integroitu toimintamalli (yhtiö suunnittelee ja valmistaa tuotteensa pääosin itse), vahva markkina-asema, lyömätön toiminnallisuus, hyvä hinta-laatusuhde ja vahva brändi, tuoteosaaminen ja laaja tuotevalikoima sekä pitkä toimintahistoria. Koon tuomat mittakaavahyödyt (mm. materiaali- ja komponenttihakinnan, valmistuksen ja jakelun saralla) lukeutuvat mielestämme kilpailueduiksi etenkin alan pienempiä toimijoita vastaan. Yhtiön Muuramen tuotantolaitoksen tehokkuus on käsityksemme mukaan yksi toimialan parhaimmista mm. verrattain korkean automaation tason takia. Yhtiö onkin käsityksemme mukaan yksi toimialan parhaiten kannattavista yrityksistä.

### Markkinassa M&A-aktiiviteettia 2020–2021

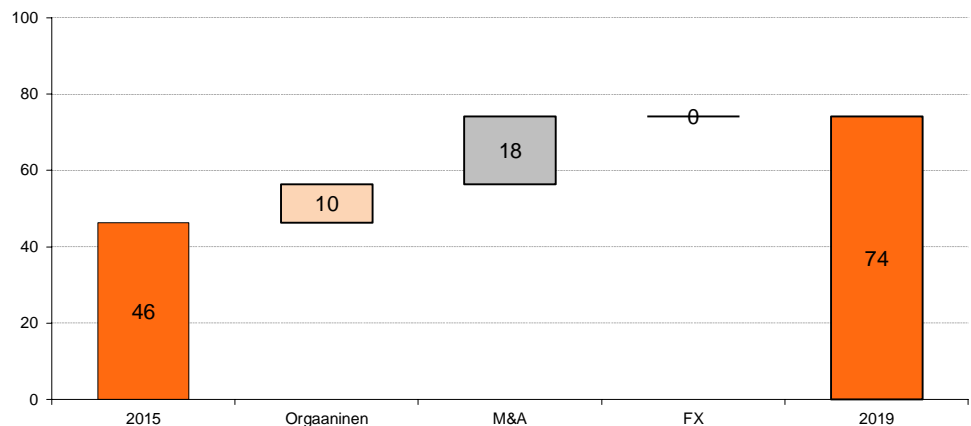
Harvian tekemien yritysostojen lisäksi alalla on nähty muitakin M&A-liikkeitä. Esimerkiksi pääomasijoitusyhtiö 3i Group osti vuonna 2020 Pollhusin ja Gartenhausin, jotka olivat tuotevalikoimansan puolesta molemmat osin mukana sauna- ja spa-markkinassa. Harvia on toimittanut komponentteja sekä Pollhusille että Gartenhausille. Lisäksi Klafs sai uuden omistajan sijoitusyhtiö Egeriasta alkuvuodesta 2021.

## Taloudellinen kehitys ja ennusteet

### Markkinoiden mukaista orgaanista kasvua vuosina 2016–2019

Harvian liikevaihto on viime vuosina kasvanut sekä orgaanisesti että yritysostoin. Orgaaninen kasvu oli noin 4 % vuodessa vuosina 2016–2018, mikä oli linjassa markkinakasvun (noin 4–5 %) kanssa. Vuonna 2019 orgaaninen kasvu kiihtyi hieman 6 %:iin, mikä oli kuitenkin edelleen hyvin lähellä markkinoiden keskimääräisen kasvun kanssa. Orgaanisen kasvun lisäksi yritysostot kasvattivat yhtiön liikevaihtoa vuosina 2016–2019.

**Liikevaihdon kasvu kumulatiivisesti (2015–2019)**



Lähde: Harvia, OP Markets

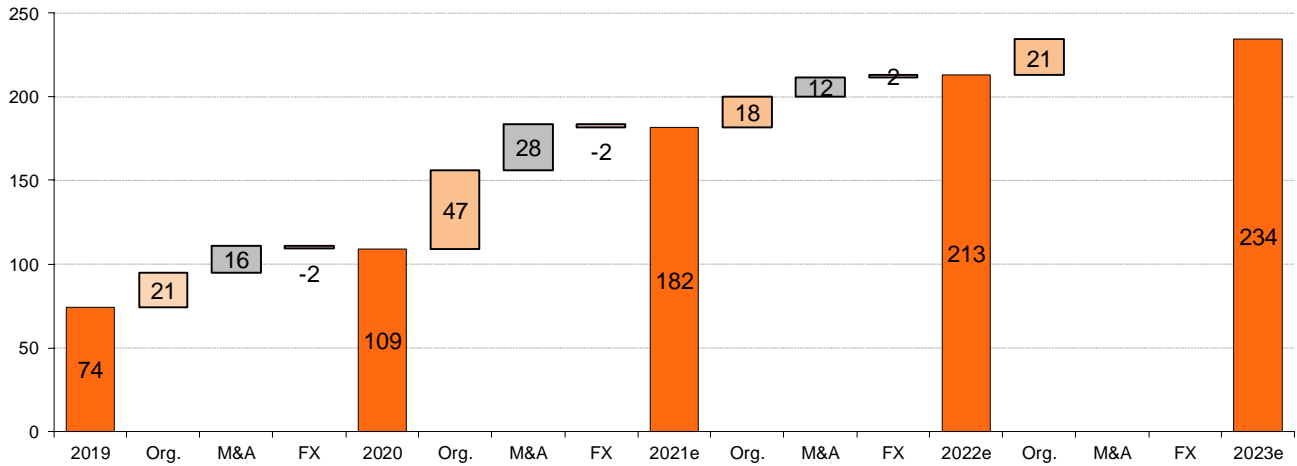
### Pandemia on kiihdyttänyt orgaanista kasvua merkittävästi

Harvian orgaaninen kasvu kiihtyi olennaisesti vuonna 2020. Koronapandemia on lisännyt kysyntää vuosina 2020–2021 sauna- ja spa-markkinalla ja tämä on näkynyt myös Harvian kasvuluvuissa. Yhtiön orgaaninen kasvu kiihtyi vuonna 2020 28 %:iin vahvan kysyntätilanteen siivittämänä. Orgaaninen kasvu on kiihtymässä edelleen vuonna 2021. Vuoden 2021 Q1-Q3:lla orgaaninen kasvu oli jopa 54 %. Orgaaninen kasvu vuosina 2020–2021 on ollut seurausta sekä volyymin että keskihinnan kasvusta. Yhtiö on kasvanut orgaanisesti markkinaa nopeammin vuosina 2020–2021, missä näkyy muun muassa ristiinmyynnin aiempaa parempi hyödyntäminen sekä tiettyjen kilpailijoiden päätökset ja vaikeudet. Vuoden 2021 aikana Harvian tilauskirja venynyt selvästi normaalia pidemmäksi (yli kuukauteen ja tiettyjen tuotteiden osalta jopa puoleen vuoteen) ja Q3-tuloksen yhteydessä johdon kommentit viitoittavat tilauskirjan pysyneen hyvällä korkealla tasolla, etenkin Keski-Euroopassa. Ennen pandemiaa yhtiön tilauskirja oli tyypillisesti vain 2–3 viikkoa pitkä.

Odotamme hyvän tilauskirjan ylläpitävän hyvää orgaanista kasvua vuoden 2021 Q4:llä. Ennakoimme orgaanisen kasvun kuitenkin hieman maltillistuvan (Q4e: +20 %) kulutuskäyttäytymisen hiljalleen normalisoituessa. Yritysostot ja valuuttojen vaikutus mukaan lukien odotamme Q4:ltä 39 %:n liikevaihdon kasvua. Vuosille 2022–2023 ennustamme 10 %:n orgaanista kasvua, mikä mukailee johdon näkemystä globaalin sauna- ja spa-markkinan lähivuosien kasvusta. Harvia tavoittelee markkinoita nopeampaa kasvua, mutta kyseinen ennuste vastaa vakaata markkinaosuuskehitystä yhtiön kasvettua selvästi markkinaa nopeammin vuosina 2020–2021. Vuoden 2022 liikevaihtoennustetta nostaa edelleen Kiramin ja Sauna-Euroxin yrityskaupat. Vahva tilauskirja etenkin saunahuoneissa on omiaan tukemaan orgaanista kasvua, sillä niiden keskihinta on merkittävästi kiukaita korkeampi. Muita keskeisiä orgaanisia kasvuajureita keskipitkällä aikavälillä ovat muun muassa EOS:in tuotteiden lanseeraus Pohjois-Amerikassa (tarvittavat myyntiluvat saataneen vuoden 2021 loppuun mennessä), Kiramin tuotteiden leverointi pohjoismaissa ja Aasian markkinoiden potentiaalin parempi hyödyntäminen. Aasian potentiaalin paremmassa hyödyntämisessä yhtiö on vielä alkutaipaleella, mutta yhtiö tiedotti hiljattain solmineensa yksinoikeudella jakelusopimuksen Bergman Limitedin kanssa, koskien Harvia ja Almost Heaven Saunas -tuotemerkkejä Japanin markkinoilla. Bergmanin myynti- ja markkinointiverkosto toimii koko Japanin alueella keskittyen kaupallisiin projekteihin, osakehuoneistoihin ja yksityisasuntoihin. Bergmanin tavoitteena on avata 50 Harvian näyttelytilaa Japanissa seuraavan kolmen vuoden aikana. Harvia on toimittanut Japaniin kiukaita noin 15 vuoden ajan, mutta yhtiöltä on tähän asti puuttunut oikea strateginen kumppani Japanin

valloituksen suhteen. Jakelusopimus Bergmanin kanssa edistää Harvian maantieteellistä laajentumista ja tuo mahdollisuuksia keskiostoksen arvon kasvattamiseen. Pidemmällä aikavälillä yhtiön kasvunäkymiä tukee myös pandemian aikainen vahva kysyntä, mikä luo uutta korvauskysyntää markkinaan aikanaan.

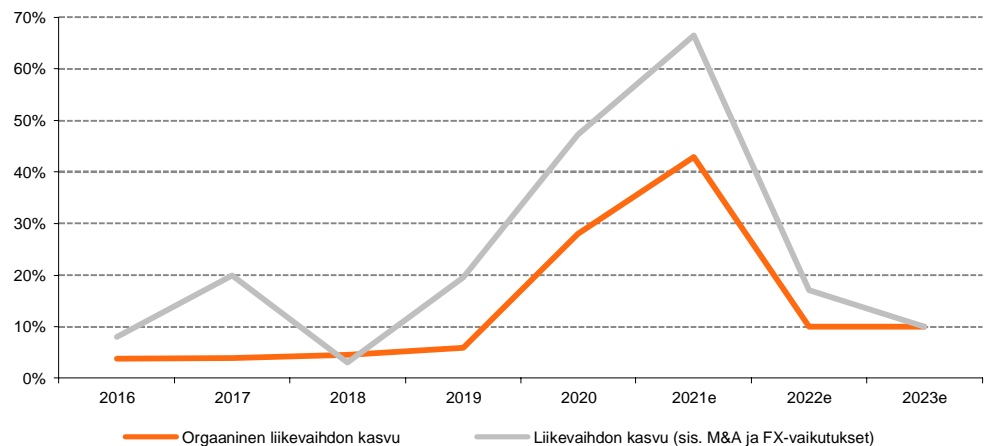
### Liikevaihdon kasvu (2020-2023e)



Lähde: Harvia, OP Markets

### Odotamme 10 %:n orgaanista kasvua vuosina 2022–2023

#### Liikevaihdon kasvu - orgaaninen vs. kokonaisliikevaihto



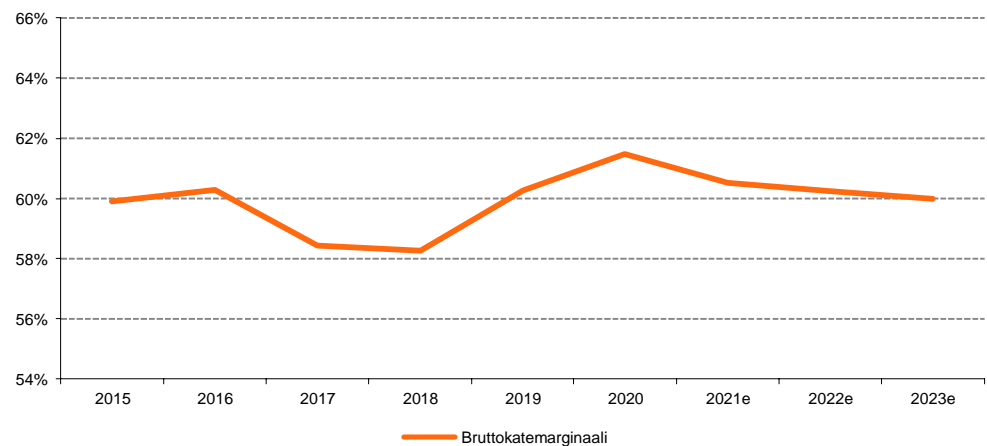
Lähde: Harvia, OP Markets

### Bruttokatemarginaali noin 60 %:n tasolla

Harvian tarvike- ja materiaalikustannukset ovat yhtiön mukaan historiallisesti olleet noin 40 % liikevaihdosta. Yhtiön suurimpia materiaalieryä ovat elektroniikka- ja sähkökomponentit sekä teräs. Bruttokatemarginaali on viime vuosina ollut noin 60 %:n tasolla ja se heilahdellut vain hieman, lähinnä tehtyjen yritysostojen takia. Vuoden 2021 Q3:lla bruttokatemarginaali laski hieman viime vuodesta kustannusinflaation takia, kun toteutettujen hinnankorotusten täysi vaikutus näkyy vasta lähikuukausina. Yhtiö odottaa siirtävänsä kustannusinflaation kokonaisuudessaan myyntihintoihin, mikä tukee odotuksia vakaasta bruttokatekehityksestä jatkossakin. Rahtikustannusten nousulta yhtiö on jossain määrin suojassa, sillä useissa tapauksissa asiakas maksaa rahdin ja oman rahdin osalta nousut kustannus vietään myyntihintoihin. Premium-tuotteiden kasvu sekä kasvu kansainvälisillä markkinoilla olisivat arviomme mukaan omiaan nostamaan bruttokatemarginaalia keskipitkällä aikavälillä.

## Bruttokatekehitys pääosin vakaata

### Bruttokatemarginaali

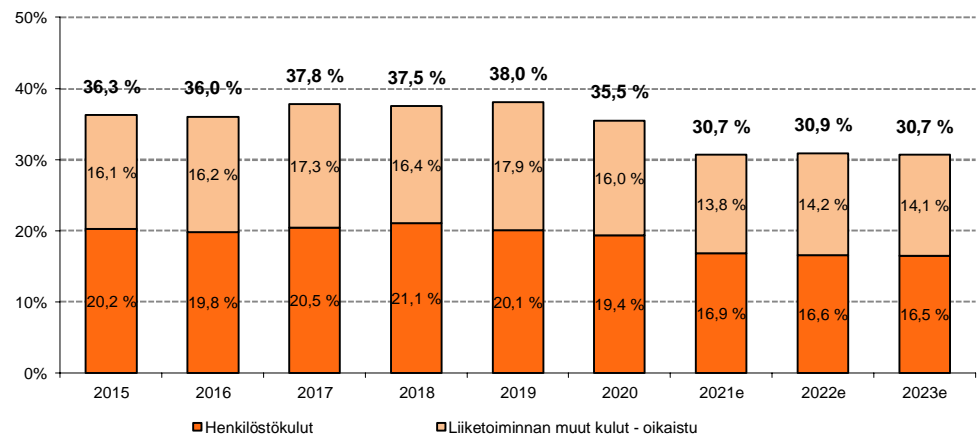


Lähde: Harvia, OP Markets

## Henkilöstökulut noin 20 % liikevaihdosta

Henkilöstökulut ovat historiallisesti olleet noin 20 % liikevaihdosta. Listautumisen (2018) yhteydessä yhtiön johto arvioi, että erityisesti yhtiön henkilöstökulut ovat toimialan yleiseen tasoon nähden erittäin kilpailukykyisellä tasolla tuotannon suhteellisen korkeasta automaatiotasosta johtuen. Vuosien 2020–2021 voimakkaan kasvun myötä henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta on laskenut, ja orgaanisen kasvun jatkuessa uskomme osuuden pysyvän vanhaa tasoa matalampana. Sama pätee liiketoiminnan muihin kuluihin, joiden osuus liikevaihdosta on heilahdellut viime vuosina jonkin verran enemmän kuin henkilöstökulujen osuus. Poistot ovat olleet noin 3–4 % liikevaihdosta ja ne pysyvät tällä tasolla myös lähivuosien ennusteissamme investointien kasvattaessa poistoja.

### Operatiiviset kustannukset suhteessa liikevaihtoon (ei sis. poistoja ja arvonalentumisia)



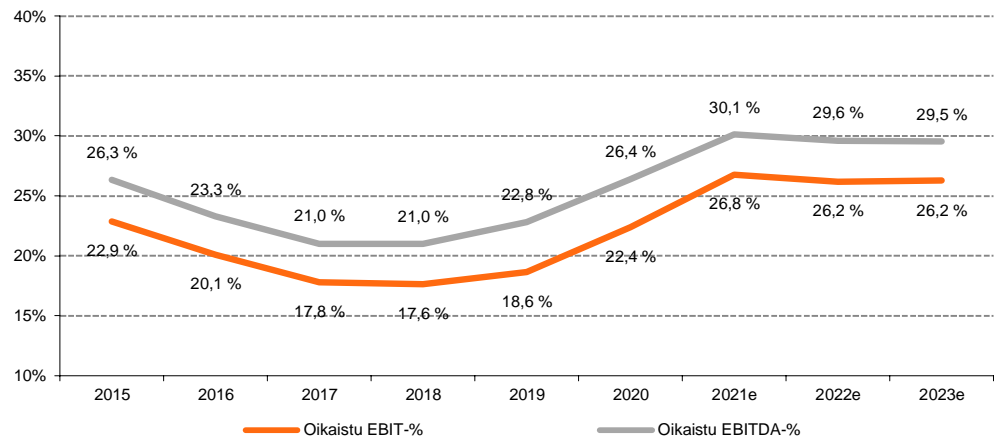
Lähde: Harvia, OP Markets

Harvian oikaistu EBIT-marginaali pyöri ennen pandemiaa 20 %:n molemmin puolin. Tärkein marginaalia heiluttanut tekijä on käsityksemme mukaan ollut yritysostot, jotka ovat tilapäisesti painaneet Harvin kannattavuutta ostokohteiden tyypillisesti alemman kannattavuustason takia. Vuonna 2020 marginaali nousi selvästi noin 22 %:n tasolle vahvistuneen orgaanisen kasvun (+28 %) siivittämänä, ja vuonna 2021 marginaali on nousemassa vielä entisestään noin 27 %:n tasolle orgaanisen kasvun (Ope: +47 %) kiihtyessä edelleen. Yhtiön johto näkee vuonna 2021 saavutetun marginaalitason kestäväenä ja orgaanisen kasvun jatkuessa marginaalitaso pysyy lähivuosien ennusteissamme selvästi yhtiön tavoitteleman yli 20 %:n tason yläpuolella. Uskomme Harvian noston taloudellisiin tavoitteisiin kirjattua marginaalitavoitettaan (yli 20 %) lähivuosina.



**Odotamme kannattavuustason säilyvän lähivuosina tavoitetasoa korkeampana**

### Oikaistut EBITDA- ja EBIT-marginaalit



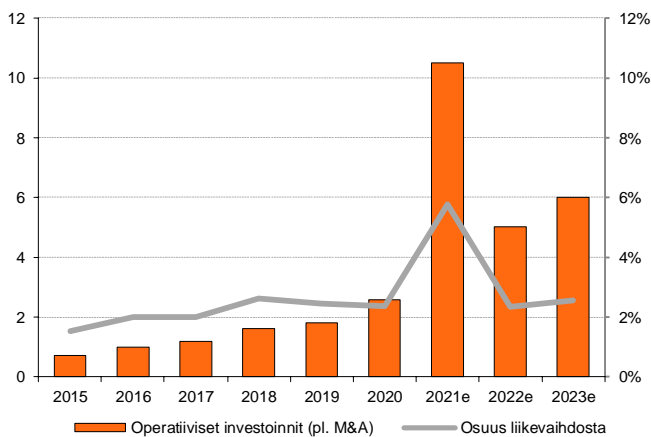
Lähde: Harvia, OP Markets

Harvian toteuttamien kapasiteetti-investointien takia yhtiön investoinnit (CAPEX) on tänä vuonna merkittävästi normaalia korkeampi, noin 10–11 milj. euroa (ilman yritysostoja). Aiempina vuosina yhtiön investoinnit (pl. yritysostot) ovat olleet suuruusluokassa 2–3 milj. euroa. Yhtiön mukaan investointitaso pysy lähivuosina jonkin verran historiallista tasoaan korkeammalla, mutta kuitenkin alle kuluvan vuoden 10–11 milj. euron tason. Olemme sisällyttäneet ennusteisiimme oletuksen 5–6 milj. euron operatiivisesta investointitasosta vuosille 2022–2023e.

### Kassakonversio vahva

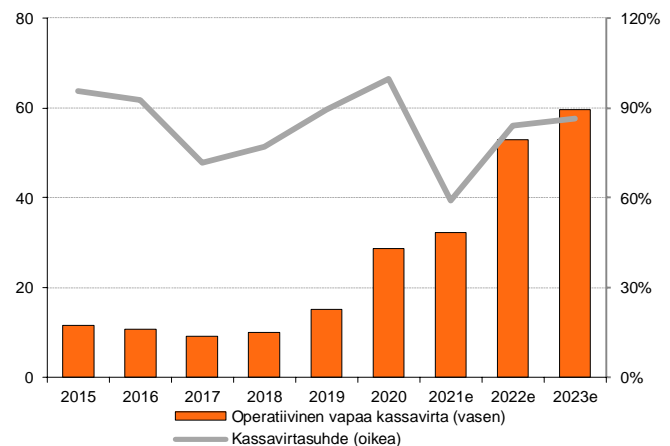
Harvian kassakonversio on ollut historiallisesti vahvalla, keskimäärin hieman alle 90 %:n tasolla. Korkeaa kassakonversio on ollut seurausta mm. hyvästä kannattavuudesta ja alhaisesta investointitarpeesta. Vahva kassavirtasuhde luo hyvät edellytykset osingonjakokyvyille. Vuonna 2021e kassavirtasuhde todennäköisesti notkahtaa investointitason noustessa noin 10–11 milj. euroon ja KPO:n nousun takia, mutta vuosien 2022 ja 2023 ennusteissamme kassavirtasuhde palautuu lähemmäs vanhaa tasoa investointitason maltillistuesssa ennusteissamme 5-6 milj. euron tasolle ja KPO-muutoksen jäädessä maltilliseksi.

### Harvia - Operatiiviset investoinnit (pl. M&A)



Lähde: Harvia, OP Markets

### Harvia - Operatiivinen vapaa kassavirta ja kassavirtasuhde

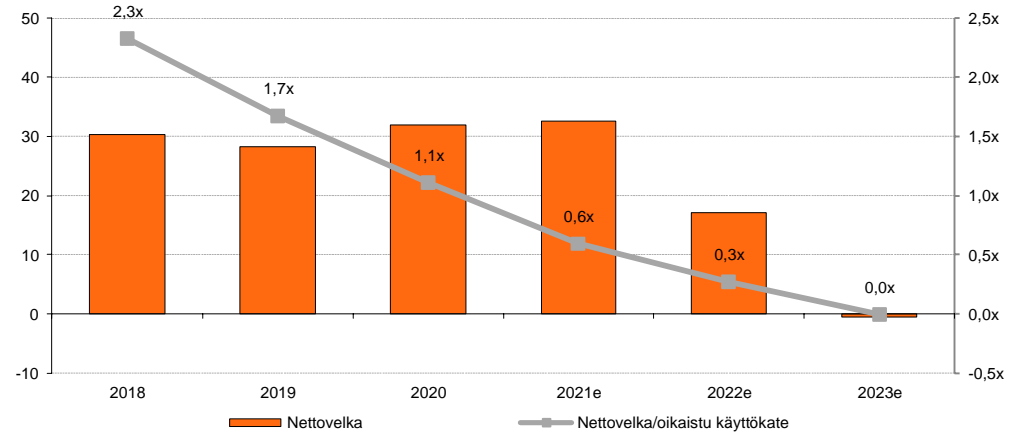


Operatiivinen vapaa kassavirta = Oikaistu käyttökate lisättyinä/vähennettyinä konsernin rahavirtalaskelman käyttöpääoman muutoksella ja vähennettyinä investoinneilla, pois lukien yritysankinnat. Kassavirtasuhde = operatiivinen vapaa kassavirta jaettuna oikaistulla käyttökatteella.

Lähde: Harvia, OP Markets

**Tasetilanne hyvä**

Harvian nettovelka on viime vuosina pysynyt verrattain vakaana, mutta kasvaneeseen oikaistuun käyttökatteeseen suhteutettuna velkaantuneisuus on selvästi laskenut. Korkea kassakonservio tukee osaltaan suhdetta. Lähivuosien ennusteissamme nettovelan ja oikaistun käyttökäteen suhde pysyy laskussa, mikä luo edellytykset sekä yritysostoille että anteliaalle osingonjaolle.

**Harvia - Nettovelka ja nettovelan ja käyttökäteen suhde**

Lähde: Harvia, OP Markets

Taseen rakenteesta nostamme esiin liikearvon verrattain suuren määrän. Vuoden 2021 Q3:n lopun taseessa liikearvoa oli 74 milj. euroa, mikä vastaa 37 prosenttia taseen loppusummasta (201 milj. euroa) ja 94 prosenttia emoyhtiön osakkeenomistajille kuuluvasta omasta pääomasta (79 milj. euroa). Liikearvo on syntynyt yritysostoista.

## Arvonmääritys

Lähestymme Harvian arvonmääritystä kassavirtamallimme sekä pohjoismaisten kestokulutushyödykeyhtiöiden arvostuskertoimien kautta. Tavoitehintamme perustuu perusskenaariomme kassavirtamalliin, mutta esitämme myös optimistisiin ja pessimistisiin ennusteisiin perustuvat kasavirtamallit skenaariotarkastelussamme.

Harvialle ei ole hyviä sauna- ja spa-alan listattuja verrokkeja, minkä johdosta olemme valikoineet verrokkeiksi pääasiassa pohjoismaisia kestokulutushyödykkeiden valmistajia ja myyjiä. Lähivuosien taloudellisen kehityksen näkökulmasta lähimpänä Harviaa on verrokkiryhmästä Thule Nibe ja Nokian Renkat, joiden kasvuluvut, kannattavuustaso ja sijoitetun pääoman tuotto ovat lähimpänä Harvian vastaavia lukuja.

### Verrokkiyhtiöiden arvostukset

Yhtiö	Factset ID	MCAP EURm	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
De'Longhi S.p.A.	DLG-IT	4 633	1,4x	1,3x	1,2x	8,8x	8,7x	7,6x	10,7x	10,8x	9,4x	15,3x	15,8x	14,4x
Dometic Group AB	DOM-SE	4 571	2,7x	2,1x	1,9x	15,3x	11,8x	10,6x	19,5x	15,0x	13,4x	23,5x	18,4x	15,9x
Electrolux AB Class B	ELUX.B-SE	6 235	0,6x	0,6x	0,6x	5,9x	6,1x	5,6x	9,7x	10,4x	9,3x	12,1x	12,8x	11,5x
Fiskars Oyj Abp	FSKRS-FI	1 845	1,6x	1,6x	1,5x	9,7x	9,4x	8,9x	12,6x	13,7x	12,7x	18,7x	16,7x	16,0x
Husqvarna AB Class B	HUSQ.B-SE	7 800	1,8x	1,8x	1,6x	10,7x	10,4x	9,6x	14,9x	14,6x	13,4x	19,2x	19,6x	17,9x
Inwido AB	INWI-SE	1 000	1,4x	1,4x	1,3x	9,7x	9,1x	8,6x	12,6x	11,7x	11,0x	15,0x	15,4x	14,8x
Nokian Renkaat Oyj	TYRES-FI	4 725	2,9x	2,7x	2,5x	10,7x	9,6x	9,1x	15,6x	13,8x	12,7x	19,9x	17,8x	16,7x
NIBE Industrier AB Class B	NIBE.B-SE	24 498	8,1x	7,4x	6,7x	42,3x	38,9x	35,3x	55,3x	50,3x	45,2x	79,9x	73,3x	65,7x
Nobia AB	NOBI-SE	934	0,9x	0,9x	0,9x	6,6x	5,6x	5,3x	11,5x	9,1x	8,2x	11,9x	8,8x	7,9x
Thule Group AB	THULE-SE	5 402	5,4x	5,1x	4,9x	21,6x	21,3x	20,0x	22,9x	22,6x	21,5x	30,0x	29,4x	28,1x
<b>Mediaani</b>			<b>1,7x</b>	<b>1,7x</b>	<b>1,6x</b>	<b>10,2x</b>	<b>9,5x</b>	<b>9,0x</b>	<b>13,8x</b>	<b>13,7x</b>	<b>12,7x</b>	<b>19,0x</b>	<b>17,2x</b>	<b>15,9x</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>2,7x</b>	<b>2,5x</b>	<b>2,3x</b>	<b>14,1x</b>	<b>13,1x</b>	<b>12,1x</b>	<b>18,5x</b>	<b>17,2x</b>	<b>15,7x</b>	<b>24,6x</b>	<b>22,8x</b>	<b>20,9x</b>

<b>Harvia (OP)</b>		<b>5,6x</b>	<b>4,7x</b>	<b>4,2x</b>	<b>18,6x</b>	<b>15,9x</b>	<b>14,3x</b>	<b>21,0x</b>	<b>18,0x</b>	<b>16,0x</b>	<b>28,4x</b>	<b>23,6x</b>	<b>21,1x</b>
Ero verrokkiryhmän mediaaniin (%)		228 %	185 %	170 %	83 %	67 %	58 %	52 %	31 %	26 %	50 %	37 %	33 %

Lähde: FactSet, OP Markets

### Verrokkiyhtiöiden taloudellisia tietoja

Yhtiö	Nettovelka	Liikevaihdon kasvu			EBIT-%			ROCE-%			Osinko-%			
		2021e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
De'Longhi S.p.A.	DLG-IT	-270	34,0 %	1,6 %	5,2 %	12,9 %	12,3 %	12,7 %	na.	na.	na.	2,6 %	2,5 %	2,7 %
Dometic Group AB	DOM-SE	11 870	30,7 %	26,4 %	5,5 %	14,0 %	14,0 %	14,3 %	7,4 %	9,2 %	9,6 %	1,8 %	2,1 %	2,4 %
Electrolux AB Class B	ELUX.B-SE	4 413	6,2 %	1,6 %	1,6 %	6,0 %	5,7 %	6,0 %	16,1 %	15,8 %	16,0 %	4,0 %	4,2 %	4,4 %
Fiskars Oyj Abp	FSKRS-FI	90	9,8 %	-1,2 %	3,3 %	12,6 %	11,4 %	11,6 %	na.	na.	na.	3,1 %	3,5 %	3,8 %
Husqvarna AB Class B	HUSQ.B-SE	5 401	9,2 %	1,9 %	3,7 %	12,3 %	12,0 %	na.	17,7 %	16,2 %	na.	2,0 %	2,1 %	na.
Inwido AB	INWI-SE	843	12,5 %	3,1 %	2,7 %	11,5 %	11,7 %	na.	12,9 %	12,9 %	na.	3,2 %	3,3 %	na.
Nokian Renkaat Oyj	TYRES-FI	-8	25,5 %	7,2 %	4,6 %	18,4 %	19,3 %	na.	15,9 %	17,4 %	na.	3,8 %	4,3 %	na.
NIBE Industrier AB Class B	NIBE.B-SE	5 508	14,5 %	8,6 %	10,4 %	14,6 %	14,7 %	14,7 %	14,3 %	14,8 %	15,3 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Nobia AB	NOBI-SE	3 018	8,4 %	6,4 %	3,7 %	7,9 %	9,9 %	11,0 %	12,5 %	13,8 %	15,2 %	4,5 %	5,9 %	6,4 %
Thule Group AB	THULE-SE	1 040	31,6 %	4,5 %	5,3 %	23,4 %	22,6 %	22,6 %	33,6 %	32,2 %	32,2 %	2,5 %	2,6 %	2,8 %
<b>Mediaani</b>			<b>13,5 %</b>	<b>3,8 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>12,8 %</b>	<b>12,1 %</b>	<b>12,7 %</b>	<b>15,1 %</b>	<b>15,3 %</b>	<b>15,3 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>2,8 %</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>18,2 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>4,6 %</b>	<b>13,4 %</b>	<b>13,4 %</b>	<b>13,3 %</b>	<b>16,3 %</b>	<b>16,5 %</b>	<b>17,7 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>3,1 %</b>	<b>3,3 %</b>
<b>Harvia (OP)</b>			<b>66,6 %</b>	<b>17,2 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>26,8 %</b>	<b>26,2 %</b>	<b>26,2 %</b>	<b>34,1 %</b>	<b>35,7 %</b>	<b>38,3 %</b>	<b>2,2 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>2,8 %</b>

Lähde: FactSet, OP Markets

### Arvostus verrokkiryhmää korkeampi, mutta perustellusti

Harvian arvostuskertoimet ovat lähivuosien ennusteillamme selvästi verrokkiryhmän mediaanitasoja korkeammat. Arviomme mukaan tämä johtuu yhtiön vahvemmassa orgaanisesta kasvuprofiilista. Vuosien 2021-2023e ennusteissamme Harvian liikevaihto kasvaa selvästi verrokkeja nopeammin, mikä yhdessä vahvan kannattavuuden ja sijoitetun pääoman tuoton kanssa perustelee mielestämme selvää preemiohinnoittelua verrokkiryhmän mediaanitasoihin nähden. Lisäksi huomautamme, että lähivuosien ennusteissamme Harvian rivakka tuloskasvu tuo kertoimia nopeasti alaspäin.

**EV/EBIT (NTM) - Harvia vs. verrokkiryhmän mediaani viimeisen 5v aikana**

Lähde: Factset, OP Markets

**Vapaan kassaviran tuotto (FCFE yield) ~4–5 % vuosien 2022–2023 ennusteillamme**

Vuosien 2022–2023 ennusteillamme ja nykyisellä markkina-arvolla Harvian kassavirtatuotto on noin 4–5 %:n tasolla. Vuoden 2021 taso on selvästi tätä alhaisempi mm. tehtyjen ja käynnissä olevien investointien takia. Vuosien 2022–2023 ennusteissamme Harvian investointitaso maltillistuu ja tulokasvu jatkuu, tuoden lähivuosien vapaan kassavirran tuoton järkevälle tasolle.

**Kassavirta - Harvia**

Me	2021e	2022e	2023e
EBITDA	55	63	69
IFRS 16 oikaisu	0	-1	-1
Maksetut verot	-11	-12	-13
Maksetut nettorahoituskulut	-1	0	0
NKP muutos	-12	-5	-4
Operatiivinen CAPEX	-11	-5	-6
Muut erät	-1	0	0
<b>FCFE ennen yritysjärjestelyitä</b>	<b>20</b>	<b>40</b>	<b>45</b>
Yritysosotot	-8	0	0
Yritysmyynnit	0	0	0
<b>FCFE</b>	<b>12</b>	<b>40</b>	<b>45</b>
Osinko	21	25	28
Markkina-arvo	987	987	987
Nettovelka (sis. leasingvelat)	33	17	-1
EV	1020	1004	987
FCFE yield (%)	1,3 %	4,0 %	4,6 %
Osinkotuotto (%)	2,2 %	2,6 %	2,8 %
Nettovelka/EBITDA	0,6x	0,3x	0,0x

Lähde: OP Markets

## Kassavirtamalli – perusskenaario

Perusskenaarion kassavirtamallissamme oletamme yhtiön keskipitkän aikavälin kasvun jatkuvan hieman markkinan kasvua (5 %) vahvempana 6 %:n tasolla. Kannattavuuden odotamme pysyvän selvästi nykyistä yli 20 %:n marginaalitavoitetta korkeampana. Käyttämämme WACC on 7,10 %. Perusskenaarion kassavirtamallimme antaa osakkeelle käyväksi arvoksi 59 per osake.

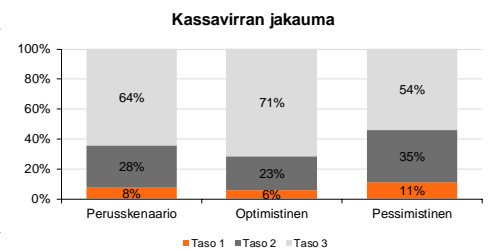
### Harvia

#### KASSAVIRTAENNUSTEET MEUR

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Liikevaihto	182	213	234	251	268	287	307	329	352	376	384
Liikevaihdon kasvu	66,6 %	17,2 %	10,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	2,0 %
Liikevoitto	48	56	62	65	70	75	80	85	91	98	100
Liikevoitto %	26,4 %	26,2 %	26,2 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %
Bruttoinvestoinnit	18	5	6	6	6	7	7	8	8	9	9
Vapaa kassavirta	13	40	45	50	53	57	61	66	70	75	79

FCF	Perusskenaario		Optimistinen		Pessimistinen	
	kasvu	% na*	kasvu	% na	kasvu	% na
Taso 1 2021 :	48,7 %	8 %	48,7 %	6 %	48,7 %	11 %
Taso 2 2023 :	7,2 %	28 %	9,2 %	23 %	5,2 %	35 %
Taso 3 2031 :	2,0 %	64 %	3,0 %	71 %	0,0 %	54 %
Nyk.arv.yht.	1 140	100 %	1 497	100 %	820	100 %

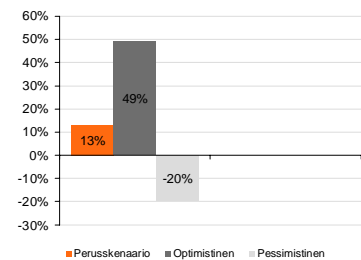
\* Tason osuus kassavirtojen nykyarvosta



#### KASSAVIRTAPERUSTEINEN HINTA vs MARKKINAHINTA

Harvia	Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen
FCF nykyarvo	1 140	1 497	820
- velat (korollinen)	56	56	56
- vähemmistösuus	0	0	0
+ sijoitukset	0	0	0
+ rahavarat	27	27	27
OPO:n nykyarvo	1 111	1 467	791
Osakelkm (mkpl)	18,7	18,7	18,7
<b>Kassavirtaperusteinen hinta</b>	<b>59,4</b>	<b>78,5</b>	<b>42,3</b>
<b>Markkinahinta</b>	<b>52,6</b>	<b>52,6</b>	<b>52,6</b>
<b>Erotus (EUR)</b>	<b>6,8</b>	<b>25,9</b>	<b>-10,3</b>
<b>Erotus %</b>	<b>13,0 %</b>	<b>49,2 %</b>	<b>-19,6 %</b>

#### Erotus DCF / markkinahinta



#### HERKKYYSANALYYSI

Korkoherkkyyks		Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta		
		Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen
riskitön korko	1,50 %	65,8	89,2	45,6
korko	2,00 %	<b>59,4</b>	<b>78,5</b>	<b>42,3</b>
	2,50 %	54,1	69,9	39,4

#### WACC vs riskitön korko

Riskitön k.	1,50 %	2,00 %	2,50 %
CAPM	5,90 %	6,40 %	6,90 %
WACC	6,65 %	<b>7,10 %</b>	7,55 %
	WACC <sub>2</sub>	WACC <sub>1</sub>	WACC <sub>3</sub>

Kasvuherkkyyks		Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta					WACC
		6,10 %	6,60 %	7,10 %	7,60 %	8,10 %	
Perusskenaario		64,6	58,1	52,7	48,1	44,2	
Jatkuvan kasvun	1,50 %	69,5	61,9	55,8	50,6	46,3	
kassavirran kasvu	<b>2,00 %</b>	<b>75,6</b>	<b>66,6</b>	<b>59,4</b>	<b>53,5</b>	<b>48,6</b>	
	2,50 %	83,5	72,5	63,9	57,1	51,4	
	3,00 %	93,8	79,9	69,5	61,3	54,8	

#### WACC

##### Oman pääoman kustannus:

CAPM:	
Riskitön korko	2,00 %
Markkinoiden riskipreemio	5,50 %
Yrityksen beta	0,80
Oman pääoman kustannus	6,40 %

##### Vieraan pääoman kustannus:

Riskitön korko	2,00 %
Riskipreemio	1,50 %
Veroprosentti	20,0 %
Korkojen verosuojia	0,70 %
Vieraan pääoman kustannus	2,80 %

##### WACC:

Oman pääoman kustannus	6,40 %
Vieraan pääoman kustannus	2,80 %
Vieraan po:n osuus (target)	50,0 %
Oman po:n osuus (target)	50,0 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
<b>WACC</b>	<b>7,10 %</b>

## Kassavirtamalli – optimistinen skenaario

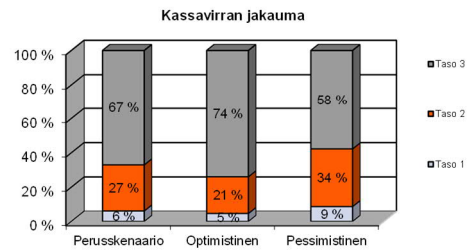
Optimistisessa kassavirtamallissamme Harvian orgaaninen liikevaihdon kasvu on 15 % (perusskenaariossa 10 %) vuosina 2022–2023, jonka jälkeen vuodesta 2024 eteenpäin orgaaninen kasvu tasaantuu 10 %:iin (perusskenaariossamme 7 %:iin). Kannattavuus nousee optimistisessä skenaariossa vahvan orgaanisen kasvun tukemana 30 %:iin keskipitkällä aikavälillä (perusskenaariossa 26 %). Perusskenaarion kassavirtamallimme antaa osakkeelle käyväksi arvoksi 87 per osake.

### Harvia

#### KASSAVIRTAENNUSTEET MEUR

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Liikevaihto	182	222	255	281	309	340	374	411	452	497	507
Liikevaihdon kasvu	66,6 %	22,1 %	15,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	2,0 %
Liikevoitto	48	65	75	84	93	102	112	123	136	149	152
Liikevoitto %	26,4 %	29,3 %	29,3 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Bruttoinvestoinnit	18	5	6	7	7	8	9	10	11	12	12
Vapaa kassavirta	13	46	53	62	69	76	83	92	101	111	119

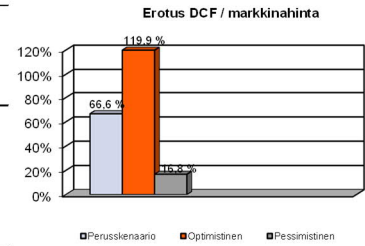
FCF	Perusskenaario		Optimistinen		Pessimis
	kasvu	% na*	kasvu	% na	kasvu
<b>Taso 1</b>					
2021					
:	57,0 %	6 %	57,0 %	5 %	57,0 %
2023					
<b>Taso 2</b>					
2024					
:	10,5 %	27 %	12,5 %	21 %	8,5 %
2031					
<b>Taso 3</b>					
21/2e	2,0 %	67 %	3,0 %	74 %	0,0 %
Nyk.arv.yht.	1 649	100 %	2 167	100 %	1 165



\* Tason osuus kassavirtojen nykyarvosta

#### KASSAVIRTAPERUSTEINEN HINTA vs MARKKINAHINTA

Harvia	Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen
FCF nykyarvo	1 649	2 167	1 165
- velat (korollinen)	56	56	56
- vähemmistösuus	0	0	0
+ sijoitukset	0	0	0
+ rahavarat	27	27	27
OPO:n nykyarvo	1 620	2 138	1 136
Osakelkm (mkpl)	18,7	18,7	18,7
<b>Kassavirta-perusteinen hinta</b>	<b>86,7</b>	114,4	60,7
<b>Markkinahinta</b>	<b>52,0</b>	52,0	52,0
<b>Erotus (EUR)</b>	<b>34,7</b>	62,4	8,7
<b>Erotus %</b>	<b>66,6 %</b>	119,9 %	16,8 %



#### HERKKYYSANALYYSI

Korkoherkkyyks		Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta		
		Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen
riskitön	1,50 %	96,2	130,3	65,7
korko	2,00 %	<b>86,7</b>	114,4	60,7
	2,50 %	78,7	101,6	56,4

#### WACC vs riskitön korko

Riskitön k.	1,50 %	2,00 %	2,50 %
CAPM	5,90 %	6,40 %	6,90 %
WACC	6,65 %	7,10 %	7,55 %
	WACC <sub>2</sub>	WACC <sub>1</sub>	WACC <sub>3</sub>

Kasvuherkkyyks	Perusskenaario	Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta					WACC
		6,10 %	6,60 %	7,10 %	7,60 %	8,10 %	
Jatkuvan	1,00 %	94,2	84,5	76,5	69,7	63,9	
kassavirran	1,50 %	101,6	90,3	81,1	73,5	67,0	
kasvu	<b>2,00 %</b>	110,8	97,4	<b>86,7</b>	77,9	70,6	
	2,50 %	122,6	106,2	93,4	83,2	74,8	
	3,00 %	138,2	117,4	101,8	89,6	79,8	

#### WACC

##### Oman pääoman kustannus:

CAPM:	
Riskitön korko	2,00 %
Markkinoiden riskipreemio	5,50 %
Yrityksen beta	0,80
Oman pääoman kustannus	6,40 %

##### Vieraan pääoman kustannus:

Riskitön korko	2,00 %
Riskipreemio	1,50 %
Veroprosentti	20,0 %
Korkojen verosuoja	0,70 %
Vieraan pääoman kustannus	2,80 %

##### WACC:

Oman pääoman kustannus	6,40 %
Vieraan pääoman kustannus	2,80 %
Vieraan po:n osuus (target)	50,0 %
Oman po:n osuus (target)	50,0 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
<b>WACC</b>	<b>7,10 %</b>



## Kassavirtamalli – pessimistinen skenaario

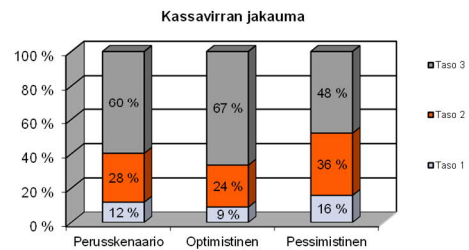
Pessimistisessä kassavirtamallissamme Harvian orgaaninen liikevaihdon kehitys kääntyy negatiiviseksi erittäin vahvojen vuosien 2020–2021 jälkeen. Pessimistiset ennusteemme vastaavat skenaariota, jossa markkinan ja Harvian vahva kasvu vuosina 2020–2021 osoittautuu tilapäiseksi ja kääntyy kysyntäänemiaksi vuosina 2022–2023. Pessimistisessä skenaariossa odotamme orgaanisen kasvun olevan -10 % vuosina 2022–2023 ja jäävän +4 %:iin vuodesta 2024 eteenpäin, mikä jää hieman alle pitkän aikavälin ennustettua markkinakasvua (5 %). Kannattavuus palautuu pessimistisessä skenaariossamme 20 %:n tasolle. Perusskenaarion kassavirtamallimme antaa osakkeelle käyväksi arvoksi 29 per osake.

### Harvia

#### KASSAVIRTAENNUSTEET MEUR

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Liikevaihto	182	176	159	165	172	179	186	193	201	209	213
Liikevaihdon kasvu	66,6 %	-2,9 %	-10,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	2,0 %
Liikevoitto	48	38	33	33	34	36	37	39	40	42	43
Liikevoitto %	26,4 %	21,5 %	20,7 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %
Bruttoinvestoinnit	18	5	6	4	4	4	4	5	5	5	5
Vapaa kassavirta	13	32	29	28	29	30	31	33	34	35	37

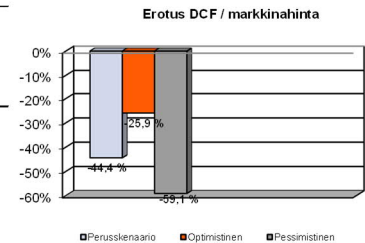
FCF	Perusskenaario		Optimistinen		Pessimis kasvu
	kasvu	% na*	kasvu	% na	
<b>Taso 1</b>					
2021					
:	28,2 %	12 %	28,2 %	9 %	28,2 %
2023					
<b>Taso 2</b>					
2024					
:	2,9 %	28 %	4,9 %	24 %	0,9 %
2031					
<b>Taso 3</b>					
21/2e	2,0 %	60 %	3,0 %	67 %	0,0 %
Nyk.arv.yht.	570	100 %	749	100 %	427



\* Tason osuus kassavirtojen nykyarvosta

#### KASSAVIRTAPERUSTEINEN HINTA vs MARKKINAHINTA

Harvia	Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen
FCF nykyarvo	570	749	427
- velat (korollinen)	56	56	56
- vähemmistosuus	0	0	0
+ sijoitukset	0	0	0
+ rahavarat	27	27	27
OPO:n nykyarvo	541	720	398
Osakelkm (mkpl)	18,7	18,7	18,7
<b>Kassavirta-perusteinen hinta</b>	<b>28,9</b>	38,5	21,3
<b>Markkinahinta</b>	<b>52,0</b>	52,0	52,0
<b>Erotus (EUR)</b>	<b>-23,1</b>	-13,5	-30,7
<b>Erotus %</b>	<b>-44,4 %</b>	-25,9 %	-59,1 %



#### HERKKYYSANALYYSI

Korkoherkkyyks	Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta			
	Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen	
riskitön	1,50 %	31,9	43,5	22,8
korko	2,00 %	<b>28,9</b>	38,5	21,3
	2,50 %	26,4	34,5	19,9

#### WACC vs riskitön korko

Riskitön k.	1,50 %	2,00 %	2,50 %
CAPM	5,90 %	6,40 %	6,90 %
WACC	6,65 %	<b>7,10 %</b>	7,55 %
	WACC <sub>2</sub>	WACC <sub>1</sub>	WACC <sub>3</sub>

Kasvuherkkyyks	Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta					WACC
	Perusskenaario	6,10 %	6,60 %	7,10 %	7,60 %	
Jatkuvan	1,00 %	31,3	28,3	25,8	23,7	21,8
1,50 %	33,6	30,1	27,2	24,8	22,8	
kassavirran	<b>2,00 %</b>	36,5	32,3	<b>28,9</b>	26,2	23,9
kasvu	2,50 %	40,1	35,0	31,0	27,8	25,2
	3,00 %	44,9	38,4	33,6	29,8	26,7

#### WACC

##### Oman pääoman kustannus:

CAPM:	
Riskitön korko	2,00 %
Markkinoiden riskipreemio	5,50 %
Yrityksen beta	0,80
Oman pääoman kustannus	6,40 %

##### Vieraan pääoman kustannus:

Riskitön korko	2,00 %
Riskipreemio	1,50 %
Veroprosentti	20,0 %
Korkojen verosuoja	0,70 %
Vieraan pääoman kustannus	2,80 %

##### WACC:

Oman pääoman kustannus	6,40 %
Vieraan pääoman kustannus	2,80 %
Vieraan po:n osuus (target)	50,0 %
Oman po:n osuus (target)	50,0 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
<b>WACC</b>	<b>7,10 %</b>

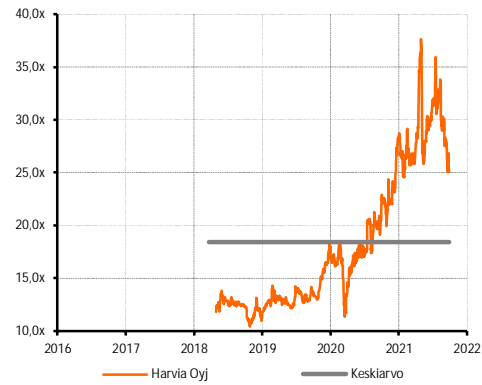
## LISÄÄ tavoitehinnalla 59,00 euroa

### **Tavoitehintamme 59,00 euroa perustuu perusskenaarion kassavirtamalliin**

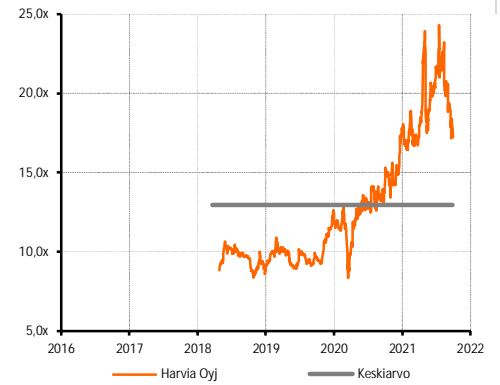
Aloitamme Harvian seurannan LISÄÄ-suosituksella ja 59,00 euron tavoitehinnalla. Suhtaudumme yhtiön keskipitkän ja pitkän aikavälin näkymiin positiivisesti. Orgaaniset kasvunäytöt vuosilta 2020–2021 ovat vahvat ja markkinaosuus on kasvussa yhtiön onnistuneesti hyödynnettyä ristiinmyyntipotentiaaliaan. Yhtiöllä on hyvät näytöt arvoa luovista yrityskaupoista, ja fragmentoituneet markkinat tarjoavat jatkossakin edellytyksiä arvoa luoville yritysostoille. Globaalin markkinan ennakoidaan jatkavan kasvuaan koronan tuomasta kysynnän kasvusta huolimatta, ja globaalisti johtavalla toimijalla on mielestämme vahvat edellytykset edelleen vahvistaa markkinaosuuttaan sekä orgaanisesti että yritysostojen kautta. Tavoitehintamme 59,00 euroa vastaa perusskenaarion kassavirtamalliamme ja se kääntyy 2022-2023e EV/EBIT-kertoimiksi 20x ja 18x.

## Historiallinen arvostus

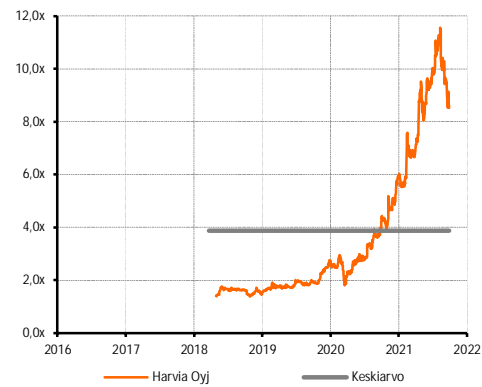
Harvia Oyj - P/E (12kk forward)



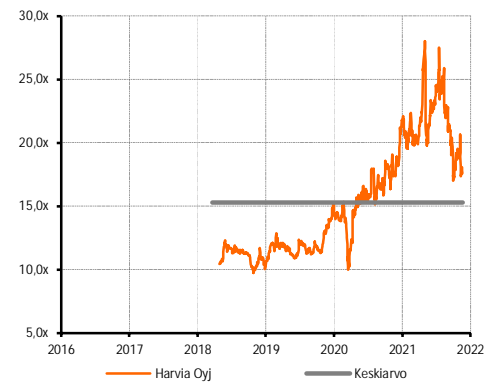
Harvia Oyj - EV/EBITDA (12kk forward)



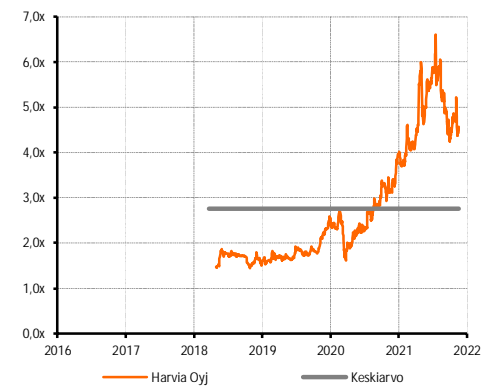
Harvia Oyj - P/B (12kk forward)



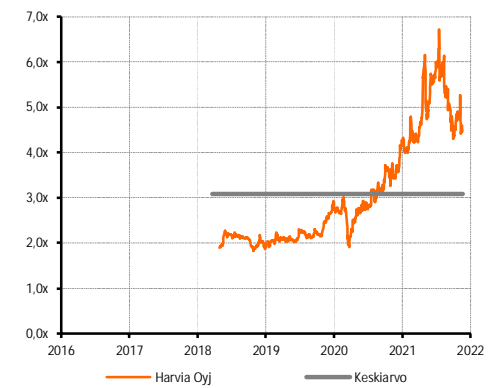
Harvia Oyj - EV/EBIT (12kk forward)



Harvia Oyj - P/S (12kk forward)



Harvia Oyj - EV/SALES (12kk forward)



Lähde: Factset, OP Markets

## Osavuosiennusteet

### Harvia - tuloslaskelma (kvartaali)

Me	2019				2020				2021e			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4e
<b>Liikevaihto</b>	<b>19,3</b>	<b>17,0</b>	<b>17,1</b>	<b>20,7</b>	<b>20,4</b>	<b>25,5</b>	<b>28,0</b>	<b>35,2</b>	<b>39,6</b>	<b>46,8</b>	<b>46,2</b>	<b>49,1</b>
<i>Muutos, v/v</i>	16,9 %	11,4 %	22,3 %	27,8 %	5,7 %	50,1 %	63,8 %	70,0 %	94,6 %	83,4 %	65,1 %	39,5 %
Materiaalit ja palvelut	-7,8	-6,5	-6,9	-8,2	-8,1	-9,7	-10,7	-13,5	-15,2	-18,3	-18,6	-19,7
<b>Bruttokate</b>	<b>11,5</b>	<b>10,5</b>	<b>10,2</b>	<b>12,5</b>	<b>12,3</b>	<b>15,9</b>	<b>17,2</b>	<b>21,7</b>	<b>24,4</b>	<b>28,6</b>	<b>27,5</b>	<b>29,5</b>
<i>marginiaali</i>	59,4 %	61,8 %	59,7 %	60,3 %	60,3 %	62,1 %	61,6 %	61,6 %	61,7 %	61,0 %	59,6 %	60,0 %
<b>Operatiiviset kulut - oikaistu</b>	<b>-6,8</b>	<b>-7,0</b>	<b>-6,6</b>	<b>-7,9</b>	<b>-7,3</b>	<b>-9,5</b>	<b>-9,9</b>	<b>-12,0</b>	<b>-12,2</b>	<b>-14,0</b>	<b>-14,2</b>	<b>-15,3</b>
<i>Suhteessa liikevaihtoon</i>	35,1 %	41,0 %	38,5 %	37,9 %	35,9 %	37,1 %	35,5 %	34,0 %	30,7 %	30,0 %	30,8 %	31,2 %
Liiketoiminnan muut tuotot	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
Poistot ja arvonalentumiset	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-1,0	-1,3	-1,2	-1,2	-1,4	-1,7	-1,8
Kertaerät	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-1,1	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	0,0
<b>EBITDA - oikaistu</b>	<b>4,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>6,4</b>	<b>7,4</b>	<b>9,9</b>	<b>12,3</b>	<b>14,6</b>	<b>13,4</b>	<b>14,4</b>
<i>Marginiaali</i>	24,5 %	21,1 %	21,4 %	23,9 %	24,7 %	25,2 %	26,4 %	28,2 %	31,1 %	31,2 %	29,1 %	29,2 %
<b>EBITDA - raportoitu</b>	<b>4,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>	<b>3,9</b>	<b>5,6</b>	<b>7,3</b>	<b>9,9</b>	<b>12,3</b>	<b>14,3</b>	<b>13,3</b>	<b>14,4</b>
<i>Marginiaali</i>	23,9 %	20,4 %	21,4 %	22,7 %	19,3 %	22,0 %	26,0 %	28,0 %	31,0 %	30,5 %	28,7 %	29,2 %
<b>EBIT - oikaistu</b>	<b>4,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>6,1</b>	<b>8,8</b>	<b>11,1</b>	<b>13,2</b>	<b>11,8</b>	<b>12,5</b>
<i>Marginiaali</i>	20,6 %	16,5 %	16,9 %	20,1 %	20,7 %	21,1 %	21,8 %	24,9 %	28,0 %	28,3 %	25,5 %	25,5 %
<b>EBIT - raportoitu</b>	<b>3,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>	<b>6,0</b>	<b>8,7</b>	<b>11,0</b>	<b>12,9</b>	<b>11,6</b>	<b>12,5</b>
<i>marginiaali</i>	19,9 %	15,8 %	16,9 %	18,9 %	15,3 %	17,9 %	21,4 %	24,7 %	27,9 %	27,5 %	25,1 %	25,5 %
Rahoitustuotot ja -kulut, netto	-0,4	-0,4	-0,1	-0,4	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>3,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>	<b>7,9</b>	<b>10,8</b>	<b>12,4</b>	<b>11,2</b>	<b>12,1</b>
Tuloverot	-0,9	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,8	-1,2	-1,8	-2,4	-3,0	-2,7	-2,7
<b>Nettotulos (emoyhtiön omistajille)</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>5,8</b>	<b>8,2</b>	<b>9,1</b>	<b>8,3</b>	<b>9,3</b>
<b>EPS</b>	<b>0,14</b>	<b>0,10</b>	<b>0,11</b>	<b>0,16</b>	<b>0,13</b>	<b>0,17</b>	<b>0,22</b>	<b>0,31</b>	<b>0,44</b>	<b>0,48</b>	<b>0,44</b>	<b>0,50</b>
<b>EPS - oikaistu</b>	<b>0,15</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,17</b>	<b>0,19</b>	<b>0,22</b>	<b>0,22</b>	<b>0,32</b>	<b>0,44</b>	<b>0,50</b>	<b>0,45</b>	<b>0,50</b>

Lähde: OP Markets

## Vuosiennusteet

### Harvia - tuloslaskelma (vuosi)

Me	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>60,1</b>	<b>61,9</b>	<b>74,1</b>	<b>109,1</b>	<b>181,8</b>	<b>213,0</b>	<b>234,3</b>
<i>Muutos, v/v</i>	20,0 %	3,1 %	19,6 %	47,3 %	66,6 %	17,2 %	10,0 %
Materiaalit ja palvelut	-25,0	-25,9	-29,4	-42,0	-71,7	-84,7	-93,7
<b>Bruttokate</b>	<b>35,1</b>	<b>36,1</b>	<b>44,7</b>	<b>67,1</b>	<b>110,0</b>	<b>128,4</b>	<b>140,6</b>
<i>marginiaali</i>	58,5 %	58,3 %	60,3 %	61,5 %	60,5 %	60,3 %	60,0 %
<b>Operatiiviset kulut - oikaistu</b>	<b>-22,7</b>	<b>-23,2</b>	<b>-28,2</b>	<b>-38,7</b>	<b>-55,8</b>	<b>-65,8</b>	<b>-71,9</b>
<i>Suhteessa liikevaihtoon</i>	37,8 %	37,5 %	38,0 %	35,5 %	30,7 %	30,9 %	30,7 %
Liiketoiminnan muut tuotot	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5
Poistot ja arvonalentumiset	-1,9	-2,1	-3,1	-4,3	-6,1	-7,3	-7,7
Kertaerät	-1,4	-1,5	-0,5	-2,1	-0,6	0,0	0,0
<b>EBITDA - oikaistu</b>	<b>12,6</b>	<b>13,0</b>	<b>16,9</b>	<b>28,8</b>	<b>54,8</b>	<b>63,1</b>	<b>69,2</b>
<i>Marginiaali</i>	21,0 %	21,0 %	22,8 %	26,4 %	30,1 %	29,6 %	29,5 %
<b>EBITDA - raportoitu</b>	<b>11,2</b>	<b>11,5</b>	<b>16,4</b>	<b>26,7</b>	<b>54,2</b>	<b>63,1</b>	<b>69,2</b>
<i>Marginiaali</i>	18,6 %	18,6 %	22,2 %	24,5 %	29,8 %	29,6 %	29,5 %
<b>EBIT - oikaistu</b>	<b>10,7</b>	<b>10,9</b>	<b>13,8</b>	<b>24,4</b>	<b>48,7</b>	<b>55,8</b>	<b>61,5</b>
<i>Marginiaali</i>	17,8 %	17,6 %	18,6 %	22,4 %	26,8 %	26,2 %	26,2 %
<b>EBIT - raportoitu</b>	<b>9,3</b>	<b>9,4</b>	<b>13,3</b>	<b>22,4</b>	<b>48,1</b>	<b>55,8</b>	<b>61,5</b>
<i>marginiaali</i>	15,4 %	15,2 %	18,0 %	20,5 %	26,4 %	26,2 %	26,2 %
Rahoitustuotot ja -kulut, netto	-4,9	-2,8	-1,3	-2,0	-1,5	-1,2	-0,6
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>4,3</b>	<b>6,6</b>	<b>12,1</b>	<b>20,4</b>	<b>46,6</b>	<b>54,6</b>	<b>60,9</b>
Tuloverot	-1,4	0,2	-2,5	-4,4	-10,8	-12,0	-13,4
<b>Nettotulos (emoyhtiön omistajille)</b>	<b>2,9</b>	<b>6,8</b>	<b>9,6</b>	<b>15,5</b>	<b>34,8</b>	<b>41,8</b>	<b>46,7</b>
<b>EPS</b>	<b>0,16</b>	<b>0,36</b>	<b>0,51</b>	<b>0,83</b>	<b>1,86</b>	<b>2,23</b>	<b>2,50</b>
<b>EPS - oikaistu</b>	<b>0,23</b>	<b>0,44</b>	<b>0,54</b>	<b>0,94</b>	<b>1,89</b>	<b>2,23</b>	<b>2,50</b>

Lähde: OP Markets

## Tase

## Tase

Me	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Vastaavaa:</b>							
Liikearvo	59	60	60	71	71	71	71
Muut aineettomat	3	4	7	13	13	13	13
Aineelliset hyödykkeet	15	15	15	17	31	31	31
Sijoitukset	0	1	1	2	2	2	2
Vaihto-omaisuus	14	15	14	21	34	40	44
Saamiset	14	13	14	15	24	28	31
Lyhytaikaiset sijoitukset	0	0	0	0	0	0	0
Raha- ja pankkisaamiset	8	8	11	27	27	27	27
<b>Yhteensä</b>	<b>114</b>	<b>117</b>	<b>122</b>	<b>166</b>	<b>203</b>	<b>213</b>	<b>220</b>
<b>Vastattavaa:</b>							
Osakepääoma	0	0	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	19	66	69	66	92	112	133
Vähemmistöosuus	0	0	0	2	2	2	2
<b>Oma pääoma yhteensä</b>	<b>19</b>	<b>66</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>94</b>	<b>114</b>	<b>136</b>
Varaukset	0	0	0	0	0	0	0
Pitk. korollinen vpo	73	36	39	59	59	44	26
Pitk. koroton vpo	2	2	2	16	16	16	16
Muu pitkäaikainen vpo	0	0	0	0	0	0	0
Lyh. korollinen vpo	8	2	1	0	0	0	0
Lyh. koroton vpo	11	10	12	22	33	38	42
<b>Yhteensä</b>	<b>114</b>	<b>117</b>	<b>122</b>	<b>166</b>	<b>203</b>	<b>213</b>	<b>220</b>

Lähde: OP Markets, Tokmanni

**Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:stä ja sen tuottamista sijoitusanalyyseistä:**

Tämän tutkimusraportin on laatinut OP Yrityspankki Oyj. OP Yrityspankki Oyj on luottolaitostoiminnasta annetun lain mukainen toimiluvan omaava luottolaitos, jonka toimintaa valvoo Euroopan Keskuspankki ja Finanssivalvonta.

Tutkimusraportin ensimmäisellä sivulla näytetään tutkimuksen ensimmäinen julkaisuajankohta ja tutkimusraportin kirjoittaneen analyytikon nimi. Ensimmäinen julkaisuajankohta tarkoittaa tutkimusraportin arvioitua ensimmäistä julkaisuajankohtaa. Valmistumisajankohta on sama kuin tutkimusraportin ensimmäinen julkaisuajankohta. Tutkimusraportti julkaistaan viipymättä sen jälkeen kun tutkimus on valmistunut.

Analyysia koskevia tietoja ei ole lähetetty analyysin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle tarkistusta varten ennen analyysin julkistamista.

Tämä OP Yrityspankki Oyj:n tuottama materiaali on puolueetonta ja riippumatonta sijoitustutkimusta. Materiaali on tarkoitettu vain yksityiseen käyttöön eikä sen levittäminen ilman OP Yrityspankki Oyj:n kirjallista lupaa ole sallittua. Tämän tutkimusraportin sisältämää tietoa ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena eikä kehoituksena ostaa arvopapereita, optioita, futuureja tai muita tällaisiin arvopapereihin liittyviä johdannaisia. OP Yrityspankki Oyj on laatinut tämän julkaisun tai raportin tarkoituksenaan tarjota tietoa yksityisille sijoittajille, joille julkaisu tai raportti on jaeltu, mutta sitä ei tule pitää henkilökohtaisena suosituksena hankkia tiettyjä rahoitusvälineitä tai soveltaa tiettyjä strategioita eikä sitä tule siksi pitää henkilökohtaisesti räätälöitynä sijoitusneuvontana eikä siinä oteta huomioon kunkin sijoittajan taloudellista tilannetta, nykyisiä omistuksia tai vastuuta, sijoitustietämystä ja -kokemusta, sijoitustavoitetta ja -aikaa tai riskiprofiilia ja mieltymyksiä.

Tämä raportti voi perustua informaatioon tai sisältää informaatiota, kuten mielipiteitä, suosituksia, arvioita, tavoitehintoja ja arvostuksia, joka perustuu julkisesti saatavilla olevaan informaatioon tai muihin nimettyihin lähteisiin, joita OP Yrityspankki Oyj pitää luotettavina. Tämä ei kuitenkaan takaa, että esitetyt tiedot olisivat kaikilta osin täydellisiä ja virheettömiä. OP Yrityspankki Oyj tai sen palveluksessa oleva henkilökunta ei vastaa raporteista ja näiltä sivuilta saatavan muun informaation perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista, joita OP Yrityspankki Oyj:stä saadun informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. OP Yrityspankki Oyj ei ole missään tapauksessa vastuussa suorista, epäsuorista, satunnaisista, erityisistä tai välillisistä vahingoista, joita tämän julkaisun tai raportin sisältämän informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. Asiakas vastaa aina itse omien sijoituspäätöksensä taloudellisesta tuloksesta.

OP Yrityspankki Oyj antaa analyysin kohteena kulloinkin oleville osakkeille tavoitehinnan. OP Yrityspankki Oyj ei anna suosituksia tai tavoitehintoja joukkovelkakirjalainoille. Osakkeen tavoitehinta kuvaa analyytikon näkemystä siitä, paljonko analytikko odottaa osakkeen kurssin olevan 12 kuukauden kuluttua tavoitehinnan asettamisesta. Tavoitehinnan perusteet ovat yhtiökohtaisia, ja eri arvonmäärittämenetelmien käyttökelpoisuudessa voi esiintyä merkittäviä yhtiökohtaisia eroja.

OP Yrityspankki Oyj voi määrittää analyysin kohteena kulloinkin olevien omaisuusluokkien (osakeindeksit, korot, valuutta ja raaka-aineet) kohde-etuuksina oleville sijoituskohteille tavoitetason. Tavoitetaso kuvaa analyytikon näkemystä siitä, miten analytikko odottaa sijoituskohteen arvon muuttuvan annetulla aikahorisontilla tavoitetason asettamisesta. Tavoitetason perusteet ovat sijoituskohdeperusteisia, ja peruseriaatteet perustuvat kansantaloustieteen ja rahoituksen teorioihin. Laskelmat ja menetelmät perustuvat vakioituihin ekonometrisiin työkaluihin ja menetelmiin sekä julkisesti eri sijoituskohteista saatavilla olevaan informaatioon ja tilastoihin.

OP Yrityspankki Oyj käyttää tavoitehinnan arvioinnissa pääasiassa seuraavia menetelmiä: kassavirta-analyysi (DCF = Discounted Cash Flow), vertailuryhmään perustuva analyysi, absoluuttiseen arvostukseen perustuva analyysi, historiallisiin arvostuskertoimiin perustuva analyysi, osien arvon summa, liiketoiminnan ja markkinoiden näkymiin perustuva analyysi, uutisvirtaan perustuva analyysi.

OP:n Analyysi-tiimi on 1.10.2020 lähtien luopunut PIDÄ-suosituksesta ja siirtynyt käyttämään uutta neliportaista suositusjärjestelmää: OSTA, LISÄÄ, VÄHENNÄ ja MYY. Suosituksessa arvioidaan osakkeen tuottoa seuraavan 12 kuukauden aikana. Jos osakkeen odotetaan tuottavan yli 15% seuraavan 12 kuukauden aikana, osakkeen suositus on OSTA. Jos osakkeen odotetaan tuottavan 5–15% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on LISÄÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan (-5)–5% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on VÄHENNÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan alle (-5%), suositus on MYY. Osakkeen odotettu tuotto on tavoitehinnan ja nykyisen osakekurssin välinen ero (%), sisältäen osingot.

OP Yrityspankki Oyj:n tuottamia sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja osakkeille tarkastellaan pääsääntöisesti neljä kertaa vuodessa yhtiöiden neljännesvuositulosten yhteydessä. Suosituksia ja tavoitehintoja on aina mahdollista muuttaa myös muina aikoina, jos siihen ilmenee aihetta. Suositusten ja tavoitehintojen päivittämistiheyttä ei ole rajoitettu.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat perustuvat oletuksiin, jotka eivät välttämättä toteudu eivätkä ne takaa, että arvopaperin kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Arvopaperimarkkinoiden luonteen mukaisesti maltillisetkin yhtiön toiminnan tai toimintaympäristön muutokset tai arvopaperimarkkinoiden yleiset vaihtelut voivat aiheuttaa tuntevia arvonmuutoksia. Arvopaperin aiempi arvonkehitys ei myöskään takaa sen tulevaa arvonkehitystä. Kassavirtamallien yhteydessä esitetään numeerisesti tulosten herkkyyden keskeisten oletusten muutoksille (herkkyyshanalyysi). Sijoittaessaan yksittäisiin osakkeisiin sijoittaja voi menettää sijoituksensa osittain tai kokonaan.

OP Yrityspankki Oyj:n Pankki- ja Sijoitustoimintaan kuuluvilla liiketoiminta-alueilla voidaan käydä omaan lukuun arvopaperikauppaa ja laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä. Lisäksi liiketoiminta-alueilla voidaan tarjota liikkeeseenlaskuun ja emission takaamiseen liittyviä palveluja ja rahoitusvälineitä koskevaa sijoitusneuvontaa sekä harjoittaa toisen lukuun arvopaperien myyntiä, ostoa ja välitystä. Asiakastoimeksiantoihin perustuvat rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskuun liittyvät Corporate Finance -toiminnot on eriytetty sijoitustutkimukseen ja välitystoimintaan.



liittyvistä toiminnoista OP Ryhmän eturistiriitojen hallintaa koskevan ohjeen mukaisesti sekä fyysisesti että operatiivisessa toiminnassa. Lisäksi eturistiriitatilanteena on tunnustettu, että OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen puheenjohtaja on Kesko Oyj:n hallituksen jäsen. Tämän eturistiriitatilanteen ei arvioida vaarantavan OP Yrityspankki Oyj:n Analyysi-tiimin tuottaman Kesko Oyj:tä koskevan sijoitustutkimuksen puolueettomuutta ja riippumattomuutta.

Analyysi-tiimin analyytikot ja heidän lähipiirinsä voivat omistaa Analyysi-tiimin analysoimien yhtiöiden liikkeeseen laskemia arvopapereita. OP Yrityspankki Oyj:n analyytikot voivat saada tulospalkkioita, jotka perustuvat OP Yrityspankki Oyj:n tai jonkin sen yksikön tai liiketoiminta-alueen yhteenlaskettuun tulokseen. Analyytikoiden palkka ei ole suoraan riippuvainen yksittäisistä OP Yrityspankki Oyj:n tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten hoitamista investointipankkitoimintaan liittyvistä toimeksiannoista.

OP Yrityspankki Oyj:n ja sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuus ylittää 5 %:n rajan Terveystalo Oyj:ssä ja SRV Yhtiöt Oyj:ssä Pohjola Vakuutus Oy:n osakeomistusten kautta. Muissa analyysin kohteena olevissa yhtiöissä OP Yrityspankki Oyj:llä tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvalla yrityksellä ei ole yli 5 %:n omistusosuutta. OP Ryhmän liputussäätelyä koskevan poikkeuksen soveltamisen perusteella OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien sijoitusrahastojen omistamia suomalaisten yhtiöiden arvopapereita ja niiden tuottamia ääniä ei lueta mukaan laskettaessa OP Yrityspankki Oyj:n kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuutta analyysin kohteena olevissa yhtiöissä. Lisäksi omistus- ja ääniosuuteen ei lueta OP-Eläkekassan omistuksia ja niiden tuottamia ääniä.

OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys ei toimi markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden osakkeissa. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys voi kuitenkin toimia markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden velkainstrumenteille. OP Yrityspankki Oyj voi omistaa position tässä tutkimusraportissa mainitussa rahoitusvälineessä.

OP Yrityspankki Oyj:n eri liiketoiminnot pyrkivät aktiivisesti luomaan erilaisia toimeksiantosuhteita eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa tarjotakseen OP Yrityspankki Oyj:n palveluja. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on toiminut pääjärjestäjänä tai järjestäjänä seuraavissa analyysin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskeneissa julkistetuissa liikkeeseenlaskuissa tai tarjouksissa tai osapuolena muussa liikkeeseenlaskijan kanssa tehdyssä investointipankkipalvelujen tarjoamiseen liittyvässä sopimuksessa analyysin julkaisuhetkellä tai viimeisen 12 kuukauden aikana\*: Ahlstrom-Munksjö, CapMan, Citycon, Finnair, HKScan, Kreate, Lehto Group, Metso Outotec, Puuilo, Rettig, Sanoma, Stora Enso, TVO ja YIT.

Tiettyjen seurannassa olevien yhtiöiden osalta OP Yrityspankki Oyj harjoittaa ns. komissiopohjaista osaketutkimusta, jossa tutkimus on tuotettu maksua vastaan seurantakohteen kanssa solmitun sopimuksen nojalla. Tutkimuksesta perittävä maksu ei ole OP Yrityspankki Oyj:n kannalta merkittävä, eikä se OP Yrityspankki Oyj:n arvion mukaan vaaranna OP Analyysin riippumattomuutta. Tämän raportin julkaisuhetkellä OP Yrityspankki Oyj:llä oli komissiopohjaista tutkimusta koskeva sopimus seuraavien yhtiöiden kanssa: Exel Composites, Rapala, Scanfil ja Talenom.

Suositukset ja tavoitehinnat		Harvia	
Suositus	Tavoitehinta (€)	Kurssi (€)	Päivämäärä
LISÄÄ	59,00	52,80	18.11.2021

OP Yrityspankki Oyj:n suositusten jakauma kaikissa analysoiduissa osakkeissa ja niissä osakkeissa, joita koskevissa yllä mainituissa\* investointipankkitoimintaan liittyvissä sopimuksissa OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on ollut osapuolena:

Suositus	Kaikki yhtiöt		Investointipankkisuhteissa*	
	Kpl	%	Kpl	%
OSTA	16	21	4	36
LISÄÄ	33	43	2	18
VÄHENNÄ	22	29	3	27
MYY	5	7	2	18
	76	100	11	100

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:n analyyseista ja raporteista löytyy OP-verkkopalvelusta osaketutkimuksen sivuilta (Henkilöasiakkaat -> Säästöt ja sijoitukset -> Kurssit ja markkinat -> Tutkimus)

**Yhteystiedot****Analyyti**

Antti Saari	Pääanalyytikko, strategia, finanssi	010 252 4359
Kim Gorschnik	Senioristrategi, small cap	010 252 4351
Ilkka Saks	Senioristrategi, korko, valuutta	010 252 4457
Jari Hännikäinen	Seniorimarkkinaekonomisti	010 252 2792
Henri Parkkinen	Seniorianalyytikko, metsä, energia, kemia	010 252 4409
Kimmo Stenvall	Seniorianalyytikko, operaattorit, teknologia, media	010 252 4561
Joonas Häyhä	Kauppa, kulutustavarat, liikenne	010 252 4504
Markku Moilanen	Metalli, rakentaminen, kiinteistöt	010 252 4408
Anssi Raussi	Investointitavarat, terveydenhuolto	010 252 4392
Jussi Mikkonen	Elintarvikkeet, yritysainat	010 252 8780
Hawa Grundman	Assistentti	010 252 4311

**OP Yrityspankki Oyj**

Gebhardinaukio 1  
00013 OP  
010 252 011  
etunimi.sukunimi@op.fi

**Instituutiomyynti**

Tero Rautasuo Johtaja 010 252 2552

**Institutional Investment and Hedging Solutions**

Tomi Kallio 010 252 2993  
Tuomas Antila 010 252 4479  
Henrik Helppi 010 252 3252  
Patrik Jermmark 010 252 4289  
Ari Triumf 010 252 4349

**Cross Asset Investor Solutions**

Tuomas Kaasalainen 010 252 2534  
Mikko Aalto 010 252 4436  
Ahti Mikkonen 010 252 4677  
Lauri Mäkelä 010 252 8072  
Terhi Ollikainen 010 252 3148  
Joakim Paul 010 252 8336