

Vaisala

Yhtiöraportti

9/2017

inde
res.

Useita positiivisia ajureita

Toistamme Vaisalan tavoitehinnan 48,0 euroa ja lisää-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan Vaisala on viime aikoina kehittynyt monella rintamalla positiiviseen suuntaan. Sisäisesti yhtiö on kehittänyt useita toimintoja, kuten myyntiä ja skaalautuvia liiketoimintoja. Ulkoisesti Weather and Environmentin markkinatilanne on kääntynyt positiiviseksi ja Industrial Measurementsin odotetaan jatkavan vahvaa ja hyvin kannattavaa kasvua. Näin ollen yhtiöllä on tällä hetkellä useita positiivisia ajureita, jotka tukevat nopeampaa tuloskasvua sekä liikevaihdon että kannattavuuden kautta. Korkeista arvostuskertoimista huolimatta Vaisalan arvostus on houkutteleva, kun huomioidaan hyvä tuloskasvu, skaalautuvuuden lisääntyminen, vahva kassavirta ja tase.

Korkean lisäarvon mittauslaitteiden ja -palveluiden kehittäjä

Vaisalalla on kattava valikoima havainto- ja mittaustuotteita ja palveluja meteorologian, valittujen säästä riippuvaisten toimialojen sekä teollisuuden mittaustarpeisiin. Liiketoiminta on jaettu kahteen alueeseen: Weather and Environmentiin, jonka asiakkaina on pääasiassa julkisen sektorin toimijoita, sekä Industrial Measurementsiin, jonka asiakkaita ovat teollisuusyhtiöt. Vaisala toimii vain markkinoilla, jossa se voi olla teknologisesti johtavassa asemassa lisäarvoa tuottavilla tuotteilla. Vaisalan markkinoiden potentiaalia on laajan tuoteportfolion takia suhteellisen vaikea arvioida, mutta yhtiön mukaan relevantit markkinat ovat noin 2,1- 2,4 mrd. euroa.

Useita positiivisia ajureita ja ohjeistuksessa nousupainetta

Näkemyksemme mukaan Vaisala hyötyy tällä hetkellä useista positiivisista ajureista: 1) Weather and Environmentin kysynnässä on tapahtunut käänne positiiviseen suuntaan, 2) myyntiorganisaatio on uudelleenjärjestelty ja palkitsemisjärjestelmät uusittu, 3) skaalautuvan liiketoiminnan painoarvoa ja T&K-panostuksia on lisätty ja 4) uusia markkina-alueita on avautunut korkean lisäarvon osaamiselle. Odotamme yhtiön tuloskasvun kiihtyvän tulevina vuosina ja yhtiön yltävän yli 5 %:n kasvutavoitteeseen ja lähelle 15 %:n liikevoittomarginaalitavoitetta vuonna 2021. Vaisala ohjeistaa vuoden 2017 liikevaihdoksi 310-340 MEUR ja liiketulokseksi 32-42 MEUR. Pidämme Q2-raportin ja markkinakomenttien pohjalta entistä todennäköisempänä, että yhtiö tulee tarkentamaan ohjeistustaan haarukan yläpään loppuvuonna. Ennustamme yhtiön kuluvan vuoden liikevaihdon olevan 328 MEUR ja liikevoiton 41 MEUR.

Houkutteleva arvostus ja mahdollinen lisäosinko

Vaisalaa on historiallisesti arvostettu suhteellisen korkeilla arvostuskertoimilla (noin 20x- P/E-kertoimella). Näkemyksemme mukaan yhtiön tuloskasvupotentiaali on tällä hetkellä niin vahva ja liiketoimintamalli etenee kohti skaalautuvampia liiketoimintoja, että hyväksymme yhtiölle lyhyellä tähtämellä hieman historiallista korkeamman arvostustason. Ennusteisiimme pohjautuvat P/E-kertoimet ovat vuodelle 2017 25x (oik.) ja vuodelle 2018 noin 21x. Lisäksi yhtiöllä on todella vahva kassa, ja jos merkittäviä yrityskauppoja ei tule, näemme todennäköisenä, että yhtiö jakaa ensi keväänä ylimääräisen 1,0-1,5 euron osakekohtaisen osingon.

Analyttikko

Joni Grönqvist
+358 40 515 3113
joni.gronqvist@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää

48 EUR

Edellinen: 48,0 euroa

Osakekurssi: 44,00 EUR

Potentiaali: 9,1 %

Avainluvut

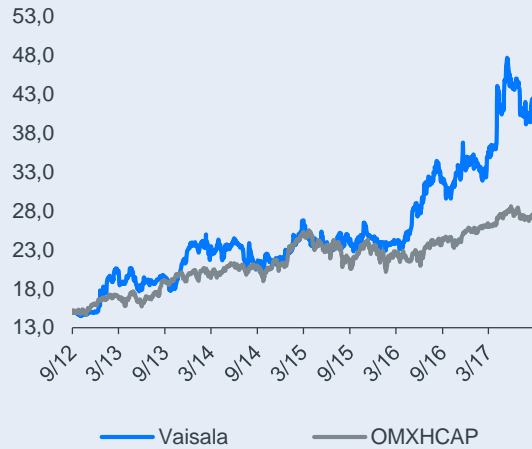
	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	319	328	343	362
- kasvu-%	0 %	3 %	5 %	5 %
EBIT	22,3	41,4	46,3	50,8
- EBIT-%	7,0 %	12,6 %	13,5 %	14,0 %
Tulos ennen veroja	22,1	38,9	46,3	50,8
Nettotulos	18,8	31,6	37,5	41,2
EPS (oik)	1,76	1,73	2,06	2,26

Lähde: Vaisala, ennuste Inderes

	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi, EUR	33,70	43,99	43,99	43,99
Markkina-arvo MEUR	614	801	801	801
EV, MEUR	542	716	699	683
P/E (oik)	19,1	25,4	21,4	19,5
EV/Sales	1,7	2,2	2,0	1,9
EV/EBITDA	9,1	13,8	12,2	11,0
Osinkotuotto-%	3,0 %	2,4 %	2,5 %	2,6 %

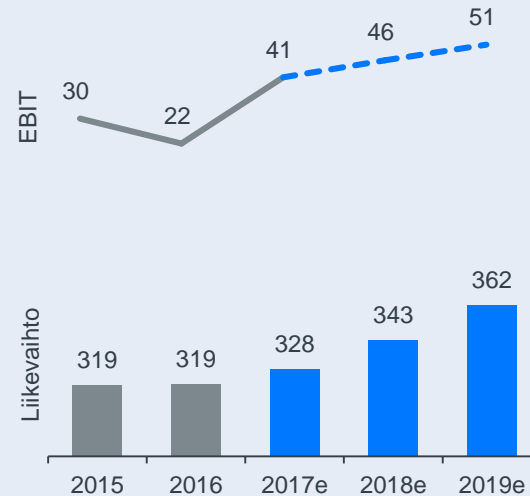
Lähde: Vaisala, ennuste Inderes

Kurssikehitys

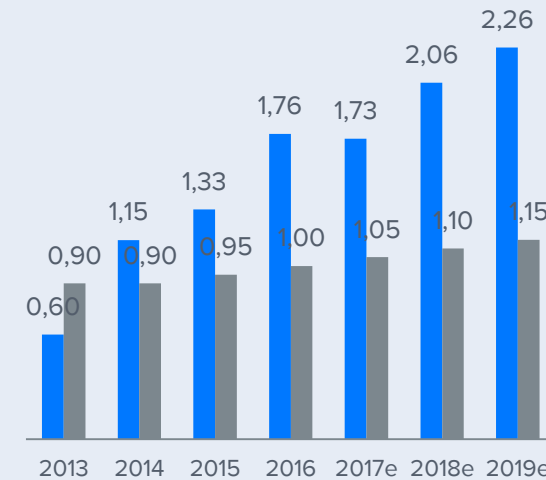


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



EPS ja osinko



Arvoajurit

- Industrial Measurements vahva kasvu ja kannattavuus
- Weather and Environmentin normalisoituminen
- Skaalautuvan liiketoiminnan lisääntyminen
- Yritysosotot tai lisäosinko
- T&K ja korkean lisäarvon tuotteet



Riskitekijät

- Makrotalouden epävarmuus vaikuttaa erityisesti Weather and Environmentiin
- Lyhyt tilauskanta antaa rajatun näkyvyyden
- Komponenttien ja raaka-aineiden hinnannousu



Arvostus

- Tuloskasvu vauhdittuu painopisteen muuttuessa kohti Industrial Measurements -toimintaa
- Hyväksyttävä arvostus nousee tuloskasvun nopeutuessa ja skaalautuvan liiketoiminnan lisääntyessä
- Iso kassa, vahva ja vakaa osingonmaksaja

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-9
Sijoitusprofiili	s. 10-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 14-17
Markkinat ja kilpailukenttä	s. 18-21
Historiallinen kehitys	s. 22-25
Ennusteet	s. 26-28
Arvonmääritys	s. 29-34
Taulukot	s. 35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 36

Vaisala lyhyesti

Vaisala on globaalisti johtava sään, ympäristön ja teollisuuden mittausratkaisuja tarjoava yritys pirstaloituneilla markkinoilla

1936

PERUSTAMISVUOSI

39 % (60%)*

Perustajasuvun omistusosuus (äänistä)

2,1-2,4 miljardin markkina

1,2-1,4 Weather and Environment
0,9-1,0 Industrial Measurements

319 MEUR (98 % vientiä)

LIKEVAIHTO 2016

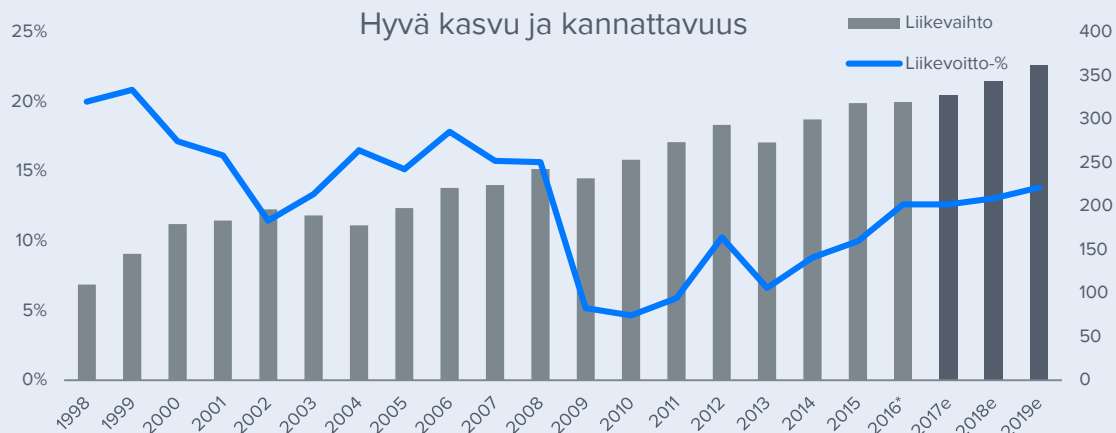
35,6 MEUR (11,2 % lv:sta)

Liikevoitto (oikaistu) 2016

1590

HENKILÖSTÖ 2016
LOPUSSA

2 tehdasta
>6000 tuotetta
>10 % lv:sta T&K:n



*oikaistu alakirjauksella

Lähde: Inderes, *Inderesin arvio omistusosuudesta

Yhtiökuvaus

Arvoketjussa arvonluoja

Vaisala on johtava ympäristön ja teollisuuden mittausratkaisuja tarjoava yritys. Vaisala tarjoaa kattavan valikoiman innovatiivisia havainto- ja mittaustuotteita ja palveluja meteorologian, teollisuuden sekä valittujen säästä riippuvaisten toimialojen mittaustarpeisiin. Yhtiön strategia on toimia ainoastaan korkean arvonluonnin arvoketjun osissa, jossa suurin lisäarvo luodaan. Tämän mahdollistaa yhtiön vahva T&K-osaaminen. Vaisalalla työskenteli Q2'17 lopussa 1630 henkilöä, joista 36 % ulkomailla. Vuonna 2016 Vaisalan liikevaihto oli 319 MEUR, josta 44 % tuli Amerikasta, 29 % EMEA:sta ja 27 % APAC-maista.

Vaisala on historiassa kasvanut pääasiallisesti orgaanisesti oman T&K:n tukemana. Vaisalan tekemät yritysostot ovat olleet suhteellisen pieniä ja ostot ovat yleensä olleet teknologiaan liittyviä kauppvoja. Vaisalan viimeisin yritysosto on vuodelta 2013, joten yrityskauppojen aktiviteetti on viime vuosina ollut vaisumpaa. Vahva tase antaa kuitenkin hyvät mahdollisuudet yrityskauppoihin. Yhtiö on myös divestoinut ei-strategisia toimintoja, joista viimeisin viime vuonna.

Vaisala on vahvasti perustajan Vilho Väisälän perillisten omistama yritys. Vilho Väisälän perilliset omistavat arviomme mukaan 39 % osakkeista ja 60 % äänistä.

Vaisala on vuodesta 1989 kasvanut keskimäärin noin 9 % vuodessa ja bruttokatemarginaali on historiallisesti ollut yli 50 %. Yhtiö on panostanut tutkimukseen ja kehitykseen keskimäärin 14 % liikevaihdosta. Myynnin, markkinoinnin ja hallinnon kulut ovat olleet noin 30 %:n tasolla.

Maantieteelliset alueet

Vaisala palvele asiakkaita yli 150 maassa. Yhtiö jakaa liiketoimintansa kolmeen alueeseen, EMEA, Americas ja APAC. Viimeisen viiden vuoden aikana Amerikan liikevaihto on kasvanut parhaiten. Amerikan keskimääräinen vuosittainen kasvu on ollut 5 % ja viime vuonna liikevaihto oli 141 MEUR, eli noin 44 % konsernin liikevaihdosta. Myös Aasian ja Tyynenmeren alue on kasvanut hyvin, kun keskimääräinen vuosittainen kasvu on ollut 3,5 %. APAC:in liikevaihto oli viime vuonna 86 MEUR, eli noin 27 % konsernin liikevaihdosta. EMEA:n kasvu on ollut alueista heikointa ja suhteellisen ailahtelevaa. Alueen kasvu on 2011-2016 aikana ollut keskimäärin 0,3 % vuositasolla. EMEA:n liikevaihto oli viime vuonna 92 MEUR, eli noin 29 % konsernin liikevaihdosta.

Tutkimus ja tuotekehitys

Vaisalalla on pitkä T&K-historia, ja se on aina ollut keskeisessä roolissa yhtiössä. Onnistuminen T&K:ssa ja laadukkaiden tuotteiden lanseerauksien jatkuminen ovatkin keskeisessä roolissa kasvun ja kannattavuuden kannalta pidemmällä aikavälillä. Yhtiön pääsääntö on, ettei uusia lanseerauksia tehdä, ellei ole mahdollista saavuttaa markkinoiden johtavaa asemaa. Arvioimme, että Vaisalan pitkä historiallinen tuotejohtajuus, T&K-panostukset ja yhteistyö yliopistojen ja asiakkaiden kanssa luovat hyvät mahdollisuudet myös jatkossa pysyä arvoketjussa korkean lisäarvon luoja roolissa. Vaisalan onnistumista T&K:ssa on sijoittajan näkökulmasta vaikea mitata etukäteen, mutta historiallisen suorituksen ja jatkuvien vahvojen tuotekehityspanostusten ansiosta luottamuksemme yhtiön onnistumiseen tuotekehityksessä on vahva.

Vuonna 2016 tutkimus- ja tuotekehityskulut olivat 38 MEUR tai 11,9 % liikevaihdosta. Kuluista

vajaa kolmasosa kohdistui Industrial Measurementsiin ja loput Weather and Environment -liiketoiminta-alueeseen. Viime vuonna Industrial Measurementsin tuotekehityskulut olivat 11,5 MEUR ja H1'17 6,3 MEUR, jossa kasvua oli 11 % vuoden takaiseen. Weather and Environmentin tuotekehityskulut olivat alkuvuonna 14,3 MEUR, jossa oli noin 4 % kasvua vertailukauteen nähden. Tämä tarkoittaa, että Vaisalan tuotekehityskulut ovat kasvaneet hieman liikevaihdon kasvua enemmän. Vuodesta 1989 lähtien yhtiö on kumulatiivisesti panostanut noin 688 MEUR tai noin 14 % liikevaihdosta tutkimukseen ja kehitykseen.

Vaisala lanseeraa vuosittain uusia tuotteita sekä päivityksiä vanhoihin tuotteisiin. Yhteensä yhtiö tekee muutoksia noin 900 tuotteeseen. Historiallisesti T&K on keskittynyt tuotteisiin, mutta nykyään Weather and Environmentin T&K-puolella noin 50 % ja Industrial Measurementsissa noin 25 % henkilöstöstä on ohjelmisto-osaajia. Ohjelmistot ovat jo osana melkein kaikissa Weather and Environmentin tuotteissa ja niiden roolin odotetaan kasvavan vahvemmaksi myös teollisella puolella.

Suurimmat T&K-panostukset kohdistuvat uuteen teknologiaan ja tuotteiden modernisaatioon. Noin neljännes T&K:sta kohdistuu tuoteportfolion ylläpitämiseen ja murto-osa on uutta kokeilua (experimentointia). Uusia kehitysalueita tulevana vuosina ovat olleet mm. konenäköön ja tekoälyyn liittyvät ohjelmistot. Vaisalan kehitystoiminta pitää sisällään asioita pienistä piirilevyistä kokonaisuin järjestelmiin, ohjelmistoihin ja informaatio-palveluihin. Monessa tapauksessa tuotteiden elinkaari ulottuu yli kymmeneen vuoteen. Oman T&K:n lisäksi Vaisala tekee yhteistyötä useiden yliopistojen ja asiakkaiden kanssa ympäri maailmaa.

Kumppanit



Yliopistot ja tutkimuslaitokset



Meteorologiset laitokset



Laittevalmistajat



Yhteistyöprojekteja



Jakelijat

Toiminnot

Tuotekehitys



Myynti ja markkinointi



Hankinta ja valmistus



Resurssit

Räätälöidyt ratkaisut



Patentit ja IP-oikeudet



Pitkä luotettava historia



Kustannusrakenne

1569 hlö (2016)



Tuotekehitys



Myynti, markkinointi ja hallinto



Materiaali- ja valmistuskustannukset

Arvolupaus

Mittauslaitteiden korkean-lisäarvon globaali kärkiyhtiö

Sään ja teollisten alueiden mittauslaitteita

Luotettavat ja laadukkaat korkean lisäarvon palvelut ja tuotteet

VAISALA

T&K pioneeri ja innovatiivinen tuotejohtaja

Hyvä ja vakaa osingonmaksaja

Tuotteet

Pääasiassa räätälöityjä tuotteita

Säälaitteita esim. tutkia



Mittauslaitteita



Projektit



Dataa esim. salamointi



Go-to-market

Oma maantieteellinen myynti



Maakohtaiset jälleenmyyjät

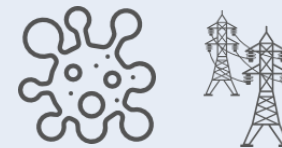


Asiakas-segmentit

Yksityinen – Industrial Measurements

Life science

Sähköntuotanto ja -siirto



Julkinen – Weather and Environment

Uusiutuva energia

Ilmailu

Tie- ja rautatieliikenne



Tulovirrat

Liikevaihto 319 m€ ja EBIT (oik.) 36 m€ (2016)



Tuotteet
65 % (2016)



Projektit
20 % (2016)



Palvelut
15 % (2016)



Liikevaihto (2016)

EMEA 29 %

Amerikka 44 %

Aasia ja Tyynenmeren alue
27 %

Liiketoimintarakenne

Liiketoiminnan painopiste muuttumassa kohti Industrial Measurementsia

Vaisala jakaa liiketoimintansa kahteen eri liiketoiminta-alueeseen, jotka ovat Weather and Environment sekä Industrial Measurements. Weather and Environment on perinteisesti ollut suurempi osa Vaisalaa, sillä sen osuus konsernin liikevaihdosta on ollut 70-75 %. Viimeisten vuosien aikana painopiste on kuitenkin muuttunut vahvemmin kohti nopeamman kasvun ja paremman kannattavuuden Industrial Measurements -liiketoimintaa. Weather and Environmentin liikevaihdon suhteellinen osuus on laskenut ja arvioimme sen laskevan 2-3 %-yksikköä vuosittain. Samalla Weather and Environmentin liikevoiton osuus on laskenut vuoden 2013 78 %:sta viime vuoden 39 %:iin. Näin ollen Industrial Measurementsista on tullut yhtiön suurin ja tärkein liiketoiminta-alue tuloksella ja kasvulla mitattuna.

Vaisalan liiketoimintojen liikevaihto on molemmissa liiketoimintayksiköissä jaettu edelleen tuotteisiin ja palveluihin. Weather and Environmentin kolmantena alakategoriana on vielä projektimyyni. Konsernitasolla tuotemyynin osuus on suhteellisesti kasvanut viimeisen neljän vuoden aikana, ollen 209 MEUR, eli 65 % liikevaihdosta viime vuonna. Projektiliikevaihto on taas suhteellisesti laskenut 20 %:iin liikevaihdosta, kun tuotteiden osuus on kasvanut. Palveluiden osuus liikevaihdosta on viimeisen neljän vuoden aikana ollut vakaalla 14-15 %:n tasolla.

Palveluliiketoiminta eroaa hieman liiketoimintayksiköiden välillä. Weather and Environmentin palveluliiketoiminnat sisältävät informaatio- ja kenttäpalveluita, kun taas

Industrial Measurementin palvelut ovat pääasiassa tuotteiden kalibrointia sekä korjausta.

Industrial Measurements –liiketoiminta-alue

Industrial Measurementsin (valvotut olosuhteet) liikevaihto oli viime vuonna 104 MEUR ja sen osuus konsernin liikevaihdosta oli viime vuonna 32 % (2015: 29 %). Liikevaihto on kasvanut keskimäärin 8 % vuodessa vuodesta 2011, jolloin se oli 72 MEUR.

Industrial Measurements –liiketoiminta-alueen asiakkaat edustavat eri teollisuudenaloja, joilla olosuhdemittaukset ovat tärkeitä toiminnan tehokkuuden, tuotteiden laadun ja energiankulutuksen optimoinnin kannalta. Esimerkkejä teollisuusaloista, joita Industrial Measurements palvelee, ovat sähkönsiirto, lääketeollisuus, teollinen kuivaus (esim. paperiteollisuus), elektroniikka, rakennusten automaatio, autoteollisuus, maatalous sekä elintarviketeollisuus.

Industrial Measurementsin markkinan koko on arvioitu olevan noin 865-1030 MEUR vuonna 2017. Kuluvaan vuoden ennusteellamme laskettuna Vaisalalla olisi noin 11-13 %:n markkinaosuus kyseisestä markkinasta.

Yhtiö jakaa Industrial Measurementsin liikevaihdon kahteen alueeseen, jotka ovat tuoteliiiketoiminta ja palveluliiketoiminta. Industrial Measurementsin liikevaihdosta noin 90 % tulee tuotteista ja loput 10 % palvelumyynnistä. Kovasta kysynnästä johtuen arvioimme tuotteiden jatkavan hyvää kasvua lyhyellä tähtämellä ja palveluiden myynnin kasvavan vasta pidemmällä tähtämellä.

Weather and Environment –liiketoiminta-alue

Weather and Environmentin liikevaihto oli viime vuonna 216 MEUR ja sen osuus konsernin liikevaihdosta oli viime vuonna 68 %. Liikevaihto on kasvanut keskimäärin 1 %:n vuodessa vuodesta 2011, jolloin se oli 202 MEUR.

Weather and Environment on johtava säämittausteknologian toimittaja. Liiketoiminta-alueen asiakkaina ovat esimerkiksi kansalliset ilmatieteenlaitokset, lentokentät, tie- ja rautatieviranomaiset ja puolustusvoimat, eli pääasiassa julkisen sektorin toimijat. Yksityisiä asiakkaita ovat mm. energiayhtiöt ja merenkulku. Vaisala raportoi liikevaihdon kolmessa ryhmässä; Tuotteet, Projektit ja Palvelut.

Weather and Environmentin markkinan koko on arvioitu olevan noin 1,2-1,4 miljardia euroa vuonna 2017. Laskettuna kuluvaan vuoden ennusteellamme, Vaisalalla olisi noin 15-17 %:n markkinaosuus kyseisellä markkinalla. Vaisala on jakanut Weather and Environmentin markkinan edelleen asiakassegmentteihin. Suurin asiakassegmentti on Meteorology Infrastructure (arvioitu markkinakoko 450-500 MEUR), Transportation (noin 300 MEUR), Renewable Energy (325-375 MEUR) ja Ambient Air Quality (150-200 MEUR).

Weather and Environmentin -liiketoiminta-alueen liikevaihdosta reilu puolet tulee tuotteista (sisältäen esimerkiksi radiosondit), noin 30 % tulee projekteista (esimerkiksi tutkiin liittyvät projektit) ja 16 % tulee palveluista. Yhtiö myy jo nyt hyvin skaalautuvia säädäntäpalveluita, ja ymmärryksemme mukaan yhtiö tulee jatkossa tarjoamaan myös uusia datapalveluita, jotka sopivat paremmin myös pienemmille asiakkaille.

Liiketoimintamalli

Arvonluojan positio avainroolissa

Vaisala pyrkii toimimaan ainoastaan siinä osassa arvoketjua, jossa se pystyy luomaan korkeinta lisäarvoa. Usein tämä tarkoittaa samalla sitä, että tuotteet ovat asiakaskohtaisesti räätälöityjä (900 vuosittaista tuotemuutosta), riippumatta tuotteiden volyymeista. Tämä asettaa kilpailijoille korkean markkinalle tulon kynnyksen ja rajoitteita tuotantorakenteelle.

Tarkasteltaessa Vaisalan suurta määrää eri tuotteita ja ”High-mix/Low-volume” tuotantoa nousee tuotannon johtaminen entistäkin suurempaan rooliin. Ymmärryksemme mukaan Vaisalan tuotanto on kuitenkin hiottu erittäin hyvin räätälöityyn tuotantoon sopivaksi. Yhtiö keskittyy lisäarvoa tuottavaan loppukokonpanoon, testaukseen ja kalibrointiin. Lisäksi yhtiö valmistaa omassa puhdashuoneessa antureita. Yhtiö ostaa alihankintana kaikki osat, jotka eivät ole lisäarvoa luovia, kuten esimerkiksi piirilevyjen kokoonpanon. Yhtiö käyttää alihankintaa myös tuotteiden lopulliseen kokoonpanoon ja järjestelmien integrointiin silloin, kun ne eivät ole korkean lisäarvon toimenpiteitä.

Viimeisen vuoden aikana yhtiö on näkemyksemme mukaan edennyt positiiviseen suuntaan myös skaalautuvan liiketoiminnan painoarvon kasvattamisessa. Tällä hetkellä yhtiö myy jo hyvin skaalauvia säädatapalveluita tiehallinnolle, energia- ja tuulienergia yhtiöille sekä salamadataa yrityksille. Jatkossa myös tiedatan myyntiä pystytään kohdentamaan yhä pienemmille toimioille, esimerkiksi kaupungeille. Lisäksi Industrial Measurements alueella pystytään nostamaan tuotantovolyymeja nykyisestä ilman, että kustannukset nousevat vastaavassa määrin. Vaisalalta löytyy myös

joitakin massavolyymituotteita, kuten esimerkiksi radiosondit. Tuotteita on kuitenkin valmistettu jo 80 vuoden ajan ja täten tuotteita voisi pitää jatkuvana toimintana. Vaisalan liiketoimintamalli ei kuitenkaan nykyisellään perustu vahvasti jatkuviin tai skaalautuviin liiketoimintoihin, vaan korkean lisäarvon räätälöityihin ratkaisuihin pienillä niche-markkinoilla. Vaisala onkin erikoistunut pääasiassa vaativiin asiakastoimituksiin.

Vaisalan liiketoimintamalli on mielestämme tällä hetkellä hyvin asemoitu tämänhetkisiin markkinoihin nähden, mutta yhtiön liiketoimintamallissa on kuitenkin haasteensa. Yhtiön liikevaihto kertyy suuresta määrästä erilaisia tuotteita, tuotekehityksen rooli on erittäin korkea, kysyntä hajautuu useisiin pieniin markkinasegmentteihin ja laajalle maantieteelliselle alueelle. Vaikka kompleksisuus tulee varmasti aina olemaan osa liiketoimintaa, pystyy yhtiö digitalisaation myötä hallitsemaan paremmin kompleksisuutta. Tästä esimerkkinä on yhtiön verkkokauppa, joka sekä vapauttaa resursseja, vähentää tilausten käsittelyn vaikeutta, että nopeuttaa aikaa tilauksesta toimitukseen.

Kannattavuustasoa tarkastellessa voi helposti saada väärän käsityksen Vaisalan tuotteiden asemasta arvoketjussa. Mielestämme on syytä tarkastella bruttokatemarginaalia, sillä raportoitu liikevoittomarginaali ei kuvaa tuotteiden asemaa arvoketjussa, jollei sitä oikaista T&K-kuluista. Tällöin marginaali nousee noin 10 %:sta yli 20 %:iin. Emme kuitenkaan arvostuksessa tai verrokkeihin verratessa oikaise T&K-kuluja, johtuen toiminnan kriittisyydestä pitkällä aikavälillä etenkin markkina-aseman ja arvoketjuposition säilyttämisen näkökulmasta.

Vaisala on kehittänyt myyntikanaviaan

Vaisala on viimeisen vuoden aikana kehittänyt myyntiorganisaatiotaan. Molempien liiketoiminta-alueiden myyntiorganisaatiot ovat nyt maantieteellisesti jaettu (aik. ainoastaan Industrial Measurement). Yhtiö on myös yksinkertaistanut organisaatioiden vastuita ja muuttanut myynnin kannustinjärjestelmää. Molemmat liiketoiminta-alueet ovat nyt tulos- ja palveluvastuullisia (sisältää tuote- ja palvelumyynnin). Vaisala pyrkii edelleen käyttämään jakelijoita, joilla on vahva brändi omilla erikoistumisalueillaan. Näkemyksemme mukaan myynnin maantieteellinen aluejako, selkeytynyt liiketoimintojen tulosvastuu ja myyntiorganisaation uudet insentiivit ovat positiivisia muutoksia. Viime vuoden lopulla muutetun Weather and Environmentin maantieteellinen myyntivastuu mahdollistaa arviomme mukaan paremmin ristiinmyynnin. Tulosvastuu tuo näkemyksemme mukaan odotettua myyntipainotusta muutoin insinööripainoitteeseen vahvan osaamisen yhtiöön.

Verkkokaupan alustan tekninen uudistaminen on myös menossa tällä hetkellä. Tavoitteena on mm. tietoinformaation tai salamadatan myyminen verkosta. Lisäksi palveluiden puolella se helpottaa ja nopeuttaa mm. mittalaitteiden kalibrointitilauksen tekemistä. Myös laitekaupan pienet volyymit pyritään ohjaamaan kasvavissa määrin verkkokauppaan, mutta haasteelliseksi tämän tekee suuri määrä räätälöintiä. Kokonaisuudessa verkkokauppa kuitenkin tehostaa ja vapauttaa resursseja sekä Vaisalan että asiakkaan puolelta.

Sijoitusprofiili

1. **Vahvat kilpailuedut**
2. **Vakuuttava T&K track-record**
3. **Hyvät kasvunäkymät**
4. **Todella vahva tase**
5. **Hyvä osingon maksaja**

Potentiaali

- Nopeampi kasvu ja kannattavuus
- Osaamisen hyödyntäminen uusilla sektoreilla
- Vahva tase, iso kassa ja hyvä osinko
- Yrityssostot

Riskit

- Poliittinen tilanne
- Lyhyt tilauskanta
- T&K
- Valuuttariski

Sijoitusprofiili

Painopisteen muutos kohti nopeampaa kasvua ja parempaa kannattavuutta jo menossa

Sijoittajille Vaisala profiloituu vakaasti ja kannattavasti kasvavana teknologiayhtiönä, joka tarjoaa vahvaa osinkovirtaa.

Vaisalan sijoittajaprofiili on edellisestä vuoden takaisesta laajasta päivityksestä muuttunut houkuttelevampaan, pienemmän operatiivisen riskin ja vahvemman tulokasvun suuntaan. Yhtiö on saanut laskevan Weather and Environmentin kasvun ja kannattavuuskehityksen kääntymään. Tällä hetkellä molempien liiketoiminta-alueiden kasvu ja kannattavuus ajurit näyttävät suotuisilta ja mahdollistavat vahvemman tulokasvun.

Vaisalan tuotteet ovat korkean lisäarvon tuotteita maailmanlaajuisesti suhteellisen pienille markkinoille. Tuotteet ovat suurelta osin räätälöityjä ja täten osin suojattu kilpailulta. Yhtiö on viimeisen vuoden aikana panostanut skaalautuvan tarjonnan lisäämiseen ja nostanut sen (digitaaliset ratkaisut) strategiseksi alueeksi. Lisäksi Industrial Measurements -alueella pystytään nostamaan volyymeja nykyisestä ilman, että kustannukset nousevat vastaavassa määrin.

Yhtiön liikevaihdosta vain pieni osa on jatkuvaksi luonnehdittavaa ja tilauskanta on suhteellisen lyhyt. Kuitenkin pidempää ajanjaksoa tarkastellessa kasvu on ollut suhteellisen tasaista lyhyestä tilauskannasta huolimatta, johtuen Vaisalan tuotteiden kriittisyydestä monilla aloilla.

Vaisala jakaa liiketoimintansa kahteen liiketoiminta-alueeseen; Weather and Environment jonka asiakkaita ovat pääosin

julkinen sektori ja Industrial Measurements, jonka asiakkaat ovat pääosin teollisia yrityksiä. Weather and Environment on selvästi suurempi liiketoiminta-alue, kasvaa hitaammin, matalammalla kannattavuudella ja tilauskanta on elpymässä. Industrial Measurements - liiketoiminta kasvaa kovaa ja kannattavuus on korkealla tasolla, tilauskanta kasvaa ja kysyntä on vahvaa kaikilla tuotteilla ja maantieteellisillä alueilla.

Yhtiön bruttokate on yli 50 %, myynnin ja markkinoinnin sekä hallinnon kulut noin 30 % ja T&K-kulut noin 12 %. T&K on yhtiön keskeisiä funktioita ja avain kestävään kasvuun ja kannattavuuteen Vaisalan liiketoiminnassa.

Yhtiöllä on vahva tase, iso kassa ja se on historiallisesti vakaa ja hyvä osingonmaksaja. Yhtiöllä on tällä hetkellä iso kassa, myös historiallisesti vahvalla Vaisalan mittakaavalla mitattuna. Odotammekin yhtiön käyttävän kassaa yritysostoihin tai jos näitä ei löydy arvioimme yhtiön maksavan lisäosinkoa ensi keväänä 1,0-1,5 euroa osakkeelta.

Osakkeen likviditeetti on yhtiön keskiuudesta koosta huolimatta matala, johtuen suhteellisen keskittyneestä omistuksesta. Yhtiö on markkina- asemansa, korkean lisäarvon tuottajan ja vakaan maineen myötä historiassa arvostettu suhteellisen korkeilla arvostuskertoimilla. Vaisalalla on kaksi osakesarjaa, joista A-sarja on ollut noteerattuna Nasdaq Helsingin pörssin päälistalla vuodesta 1994 (OTC-listalla vuodesta 1988) tunnuksella VAIAS. Yhtiön A-osake oikeuttaa yhteen äänen ja K-osake kahteenkymmeneen äänen. Molemmat osakesarjat oikeuttavat yhtäläiseen osinkoon.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Vaisalan osakkeeseen liittyy useita osakkeen arvonkehitystä potentiaalisesti tukevia arvoajureita. Sijoittajien kannalta keskeisimmät positiiviset arvoajurit ovat näkemyksemme mukaan:

- **Nopeampi kasvu ja parempi kannattavuus:** Vaisalan liiketoiminta-alueiden erojen myötä painopisteen siirtyminen on arviomme mukaan vahvin arvoajuri lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Yhtiön painopisteen siirtyminen kohti nopeammin kasvavaa ja parempaa kannattavuutta Industrial Measurements –liiketoiminta-alueella. Lisäksi skaalautuva liiketoiminnan lisääminen parantaa kannattavuutta ja nostaa yhtiölle hyväksyttäviä arvostuskertoimia.
- **Vahva markkina-asema:** Arviomme Vaisalalla olevan hyvät mahdollisuudet edelleen vahvistaa markkina asemaa, erityisesti Industrial Measurements liiketoiminnassa, sekä nykyisissä että uusissa markkinasegmenteissä.
- **Yritysostot:** Vaisalalla on vahva tase ja iso kassa, joilla tehdä yritysostoja. Arvioimme yhtiön yrityskauppafokukseksi Industrial Measurementsin tukemisen teknologiayrityskaupoilla. Täten yritys pääsee hyvin vahvistamaan ja ristiinmyymään uutta teknologiaa jo olemassa olevaan laajaan verkostoonsa.
- **Vahva tase ja hyvä osinko:** Yhtiöllä on historiallisesti vahva noin 76 %:n omavaraisuusaste ja yhtiö on viimeisen 19 vuoden aikana maksanut vähintään 36 % ja keskimäärin 77 % tuloksesta osinkona.

Sijoitusprofiili

Riskit

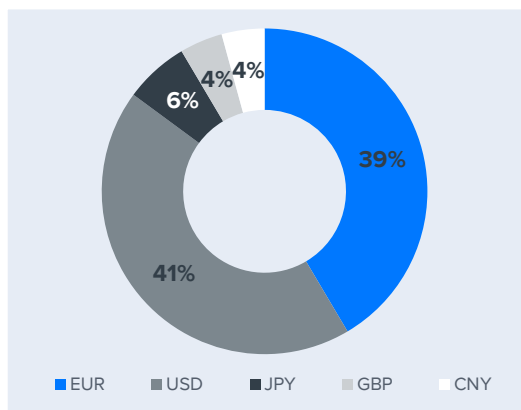
Vaisalan osakkeeseen sisältyy näkemyksemme mukaan myös normaalia matalampi riskitaso, erityisesti pidemmällä aikavälillä johtuen vahvasta markkina-asetemasta pienessä markkinassa ja vahvasta track-recordista. Lisäksi yhtiön lyhyen aikavälin riskitaso on näkemyksemme mukaan laskenut vuodentakaisesta Weather and Environmentin käänteen myötä. Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan:

- **Poliittinen tilanne:** Maailman poliittinen tilanne vaikuttaa enimmäkseen Vaisalan Weather and Environment -liiketoiminta-alueeseen sen julkisten asiakkaiden kysynnän vaihtelun kautta. Muutokset suurten maiden taloudessa voivat heikentää selvästi Weather and Environmentin tuloskehitystä, kuten nähtiin viime vuonna. Kuitenkin Vaisalan tuotteiden kriittisyyden takia heikkous on yleensä ollut väliaikaista.
- **Lyhyt tilauskanta:** Vaisalan suhteellisen lyhyt tilauskanta voi johtaa suurin eroihin kvartaalien välillä, mutta pidemmässä juoksussa kasvu on ollut vakaata ja odotamme sen myös jatkuvan sellaisena. Tilauskanta indikoi paremmin Weather and Environment -liiketoiminta-alueen kehitystä.
- **T&K:** Vaisalan yksi keskeisimpiä pidemmän aikavälin riskejä on, että T&K ei onnistu luomaan uusia ”high-end”-tyyppisiä tuoteuudistuksia ja lanseerauksia. T&K on avain sekä yhtiön arvoketjuposition, että markkina-asetemän pitämiseen.
- **Valuuttariski:** Valuuttakurssien muutokset

voivat vaikuttaa liikevaihtoon ja kannattavuuteen. Tällä hetkellä kaikki suorat riskit on suojattu, mutta johdannaissovimusten arvonmuutosten kautta riski on vielä olemassa.

Vaisalan vuoden 2016 liikevaihdosta 39 % oli euroissa, 41 % Yhdysvallan dollareissa, 6 % Japanin jenissä, 4 % UK:n punnissa ja 4 % Kiinan juanissa. Kulut ja ostot syntyivät pääosin euroissa ja US-dollareissa. Yhtiön politiikkaan kuuluu suojata valuuttatermiineillä maksimissaan tilauskannan, ostositoumuksien ja nettosaamisten positio.

Liikevaihdon jakauma valuutoittain



Suurimpia riskejä pienentää mielestämme Vaisalan tuotteiden kriittisyys/tärkeys niin julkiselle kuin yksityiselle sektorille, yhtiön vahva tase ja hyvä track-record.

Lyhyellä tähtämellä suurimmat riskit ovat mielestämme suurempien talouksien heikkoudet, jotka vaikuttaisivat pääasiassa

Weather and Environment -liiketoiminta-alueeseen sekä valuuttariskit.

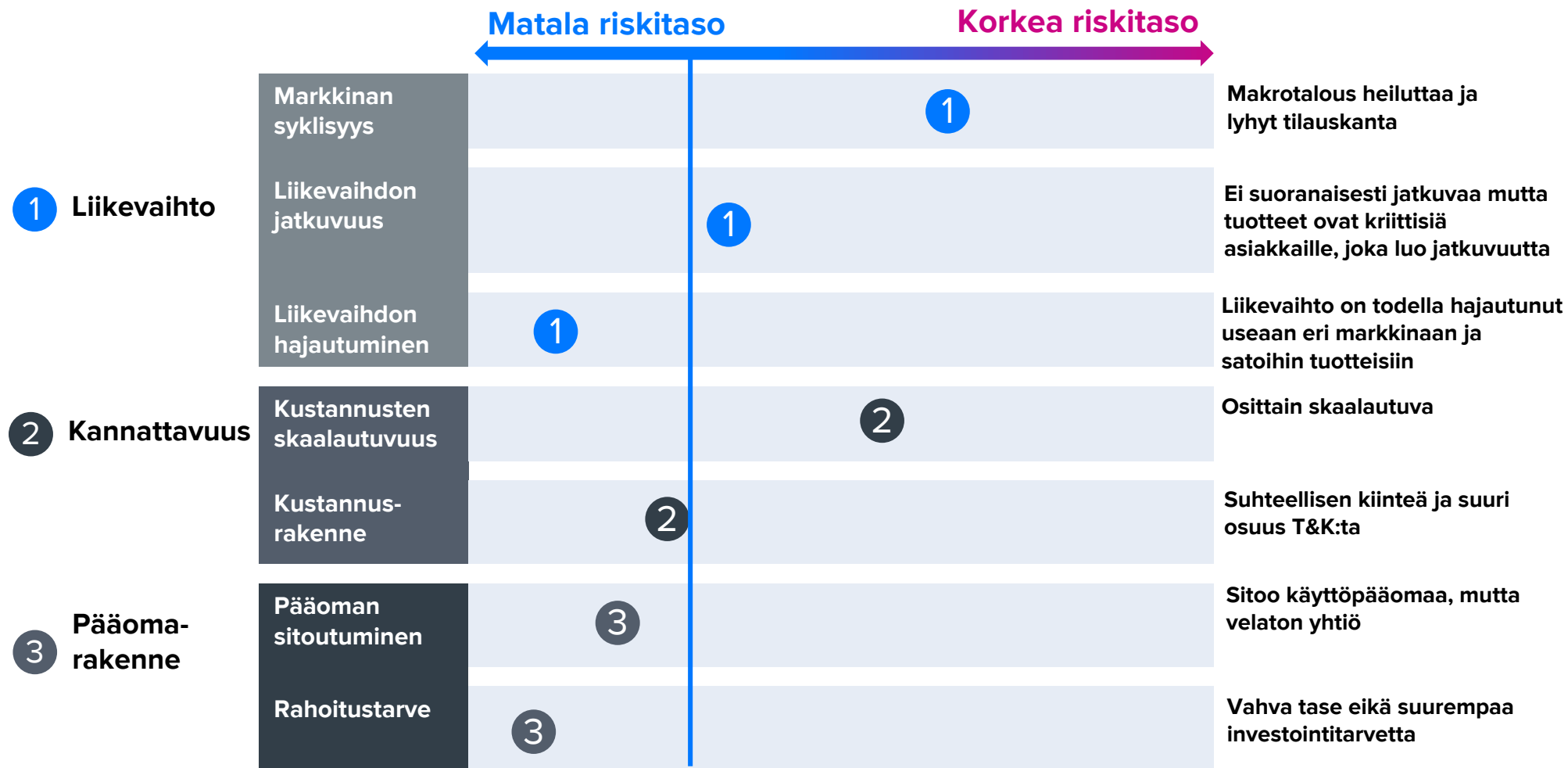
Joillakin yrityksillä on globaalin kasvun myötä tullut komponenttipula ja tämä voi teoriassa vaikeuttaa myös Vaisalaa joillain tuote-alueilla. Esimerkiksi piikiekoilla tulee jollain aikavälillä kapasiteetista olemaan pula. Lisäksi kun kysynnän heilunta on suurta asettaa tämä haasteita materiaalihankinnoille.

Perilliset vahva ankkuriomistaja

Yhtiön omistus pohja ja erityisesti äänivalta on hyvin keskittynyt Vilho Vaisalan perillisiin. Kahden osakesarjan myötä perilliset omistavat arviomme mukaan 39 % osakkeista ja 60 % äänistä. Osakkeista A-sarja on julkisen kaupankäynnin kohteena Helsingin pörssissä ja muodostaa 81,4 % kaikista osakkeista ja 17,9 % äänimäärästä. K-sarjan osakkeet vastaavat 18,6 % kaikista osakkeista ja 82,1 % äänimäärästä. Historiallisesti Vaisalaa on näkemyksemme mukaan ohjattu matalan riskin taseella ja omalla niche-osaamisalueella, emmekä näe tämän muuttuvan. Viimeisen 19 vuoden aikana omavaraisuusaste ei ole juurikaan laskenut 70 %:n alle.

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio Vaisalan liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategia

Vaisalan strategiaa voidaan mielestämme tiivistettynä edelleen kuvata, että yhtiön tavoitteena on tarjota asiakkailleen omaan tuotekehitykseen ja teknologiseen osaamiseen perustuvia korkean lisäarvon tuotteita. Vaisala ei juurikaan toimi arvoketjussa niillä alueilla, jossa tuotteiden arvo ja katteet ovat heikommat. Jos tuote siirtyy arvoketjussa heikompaan asemaan, niin yhtiö voi esimerkiksi divestoida tämän osa-alueen, kuten yhtiö osittain teki Transportation-asiakassegmentin kanssa tai sitten yhtiö lopettaa tuotteen valmistuksen.

Industrial Measurements –liiketoiminta-alueen strategisina prioriteetteina ovat 1) saavuttaa vahva asema sähkönsiirto ja life sciencessä, 2) jatkuvasti kehittää uusia innovatiivisia tuotteita ymmärtämällä asiakkaiden tarpeita, ja 3) löytää uusia liiketoimintamahdollisuuksia teollisuussovelluksissa. Odotamme Industrial Measurementsin vetävän yhtiön keskipitkän aikavälin kasvua perustuen hyviin tuotteisiin, olemassa olevien markkinoiden potentiaaliin ja uusien alueiden mahdollisuuksiin.

Weather and Environmentin strategian prioriteetit ovat 1) parantaa kilpailukykyä uusimalla tuotevalikoimaa, 2) kasvaa meteorologissa infrastruktuuria kehittämissä projekteissa kehittyvillä markkinoilla, 3) laajentaa digitaalisten ratkaisujen tarjontaa ja 4) rakentaa uutta

Taloudelliset tavoitteet 2017–2021

Vaisala tavoittelee 5 %:n keskimääräistä vuotuista kasvua. Valituilla kasvualueilla, kuten digitaaliset ratkaisut, sähkönsiirto ja life science, tavoitteena on ylittää 10 %:n vuotuinen kasvu.

Vaisala tavoittelee kannattavaa kasvua ja tavoitteena on saavuttaa 15 %:n liikevoittomarginaali vuoden 2021 loppuun mennessä.

liiketoimintaa ympäristön mittaamisessa (esimerkkinä uusi markkina-alue Ambient Air Quality). Kyseisistä prioriteeteista yhtiö odottaa kahdella viimeisellä olevan suurin kannattavuusparannusvaikutus.

Operationsin (tuotannon) strategian prioriteettina ovat tuottavuuden parantaminen, keskeisten tuotantoteknologioiden ja hankintatoimen sekä tuotteiden elinkaarihallinnan prosessien kehittäminen. Tuotannon kehitys ei tavallaan ikinä lopu vaan sitä hiotaan aina, sekä nykyisten tuotteiden että uusien tuotteiden tehokkuuden parantamiseksi.

Taloudelliset tavoitteet vuosille 2017-2021

Vaisala vahvisti keväällä yhtiön strategian vuosille 2017-2021. Yhtiö toisti samalla aiemmat taloudelliset tavoitteet uudelle strategiakaudelle. Vaisalan pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat 5 %:n keskimääräinen vuotuinen kasvu ja 15 %:n liikevoittomarginaalin saavuttaminen. Yhtiön tavoitteena on valituilla kasvualueilla, kuten digitaaliset ratkaisut, life science ja sähkönsiirto yli 10 %:n vuotuinen kasvu. Muutoin kasvualueet ovat pysyneet samana kuin edellisellä strategiakaudella, mutta digitaaliset ratkaisut ovat tulleet mukaan uutena alueena ja sisältävät uusiutuvan energian. Industrial Measurementsin tavoitteena on nyt Life Sciencen lisäksi saavuttaa vahva asema myös sähkönsiirrossa. Weather and Environmentin uutena tavoitteena on hakea

vahvemmin kasvua ja kannattavuutta myös digitaalisten ratkaisujen kautta, jo olemassa olevan johtavan tuotevalikoiman lisäksi.

Digitaalisten ratkaisujen kysyntä syntyy pääasiassa yrityksiltä, kuten lentoyhtiöiltä. Perinteiset asiakkaat, kuten ilmatieteenlaitokset eivät vielä muodosta kysyntää digitaalisille ratkaisuille. Nyt digitaaliselle liiketoiminnalle on rakennettu uusi oma organisaatio ja näkemyksemme mukaan digitaalisilla ratkaisulla on tulevaisuudessa suuri kasvupotentiaali, vaikka siitä tällä hetkellä ei vielä muodostu suurta liikevaihtoa.

Yhtiö jäi viime vuonna 5 %:n kasvutavoitteestaan Weather and Environmentin heikkoudesta johtuen. Muutoin vuosina 2014-2015 yhtiö ylisi kasvutavoitteeseensa ja odotamme kasvun olevan tänä vuonna 3 % ja reilut 5 % vuosina 2018-2020. Viime strategiakaudella yhtiö jäi tavoitteestaan liikevoittomarginaalin osalta, mutta paransi sitä kuitenkin asteittain joka vuosi. Ennustamme liikevoittomarginaalin paranevan lähivuosina, mutta yli 15 %:n liikevoittomarginaali-tavoitteeseen strategiakauden loppupuolella yltäminen vaatisi näkemyksemme mukaan 1) Weather and Environmentin kannattavuuden normalisoitumista ja 2) Industrial Measurementsin kannattavuuden säilymistä nykyisellä vahvalla tasollaan ja jatkuvaa vahvaa kasvua.

Toteuma 2012–2016

Liikevaihdon kasvu 2,1 %

Liikevoitto-marginaali 7-11 %

Ennuste 2017–2021

Liikevaihdon kasvu 4,9 %

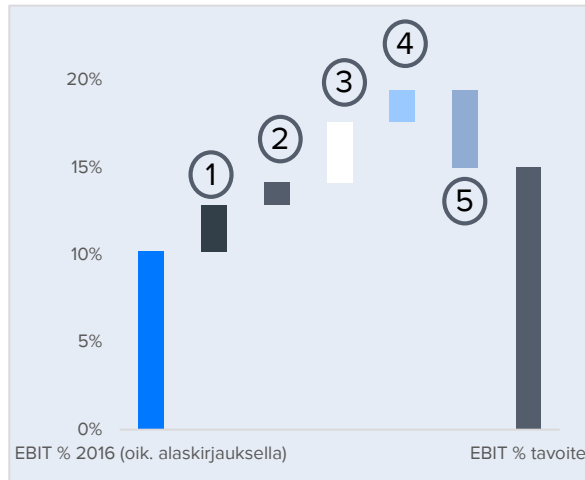
Liikevoitto-marginaali 14,5 %

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Liikevoittomarginaalitavoitteen tiekartta

Vaisala tavoittelee liikevoitto-%:n parannusta 15 %:iin 1) digitaalisten ratkaisujen ja ympäristön mittaustekniikoiden kasvun myötä parantuvan bruttokateparannuksen kautta, 2) säälaitteiden ja ratkaisujen kasvavien skaalautuvien, 3) life sciencen, sähkönsiirron ja uusien instrumenttien lisäarvon myötä, ja 4) korkean lisäarvon tuotteiden laajentumisella uusille markkinoille ja ratkaisuiden skaalautuvuudella. Toisaalta taas lisääntyvät T&K- ja myynnin panostukset laskevat marginaalia (nr 5 kuvaajassa).

Liikevoittomarginaalin tiekartta



Osinkopolitiikka ennallaan

Vaisala antoi vuoden 2015 lopussa ensimmäistä kertaa osinkoa ohjaavan ohjeistuksen. Yhtiön

tavoitteena on maksaa osinkoa, joka on vakaa ja kasvaa tuloskehityksen mukaisesti. Vaisala pyrkii hyvän vakavaraisuuden säilyttämiseen sekä varautumaan tuleviin investointisuunnitelmiin. Molemmat osakesarjat oikeuttavat yhtäläiseen osinkoon.

Kilpailutekijät

Vaisalan kilpailuedut perustuvat korkeaan osaamiseen ja vahvaan markkina-asemaan. Arvioimme, että Vaisalan pitkä historiallinen tuotejohtajuus, T&K-panostukset ja yhteistyö yliopistojen ja asiakkaiden kanssa luovat hyvät mahdollisuudet pysyä myös jatkossa lisäarvon luojan roolissa arvoketjussa. Arvioimme mukaan Vaisalan eri markkina-alueiden suhteellisesti pieni markkinakoko, korkeasta kannattavuudesta huolimatta, rajoittaa suurempien yhtiöiden tuloa Vaisalan markkina-alueille. Kuten sanottu, jos jokin tuote tai palvelu ei enää ole strategisessa roolissa (lisä-arvoa tuottava) niin yhtiö voi divestoida tämän.

Kilpailullisesti arvioimme Vaisalan markkina-aseman hyväksi sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Tuotteesta riippuen kilpailua voi olla paljonkin, mutta korkea osaaminen ja räätälöidyt ratkaisut parantavat Vaisalan asemaa sen markkinoilla. Suurten kilpailijoiden markkinalle tulon kynnyks on arvioimme mukaan korkea johtuen suhteellisesti pienestä markkinakoosta ja siihen vaadittavasta korkeasta osaamisesta. Lisäksi asiakkaiden konservatiivinen luonne ja mittauksien tärkeä yhdenmukaisuus vaikeuttavat uusien kilpailijoiden markkinapenetraatiota.

Näemme tällä hetkellä kilpailutekijät Vaisallalle suotuisiksi ja enemmänkin mahdollisuuksia

tuotteiden ristiinmyymiselle ja uusien markkinoiden avautumiselle, kuin sille että markkinapotentiaali pienenesi.

Lyhyen tähtäimen fokusalueet

Vaisalan fokus on lyhyellä tähtämellä:

- Myynnin kehittäminen
- Digitaalisten ratkaisuiden osaamisen ja tuotannon kehittäminen
- Sähkönsiirron ratkaisujen liikevaihdon voimakas kasvattaminen
- Industrial Measurementsin laajeneminen uusille maantieteellisille-alueille ja sovellusalueille
- Tuotannon jatkuva kehittäminen (vaikka se on jo hyvässä iskussa)
- T&K:n jatkuva kehittäminen ja uudistaminen

Näkemyksemme mukaan yhtiö fokusoi oikeisiin asioihin, kuten jo aiemmin haasteeksi näkemäämme myynnin ja skaalautuvan liiketoiminnan (ohjelmistojen) tarjonnan kehittämiseen. Jos yhtiö onnistuu myynti-organisaation kehittämisessä ja skaalautuvan liiketoiminnan lisäämisessä on tuloskasvuvauhdin parantamiseen hyvät edellytykset, niin liikevaihdon kasvun, kuin myös kannattavuuden kautta.

Yrityskaupat

Yrityskauppojen fokus teknologiassa

Vaisalan tavoitteena on maailmanlaajuinen tuote- ja markkinajohtajuus valituilla liiketoiminta-alueilla. Siihen se pyrkii sekä orgaanisella kasvulla että yritysostoin. Vaisala on historiassa toteuttanut monia yrityskauppoja, mutta ne ovat kuitenkin liikevaihtonäkökulmasta olleet pieniä. Yksi suurempi yrityskauppa oli vuonna 2009 hankittu QTT, jonka liikevaihto oli 20 MUSD. Osa QTT:stä myytiin kuitenkin vuonna 2013 ja osa myytiin viime vuonna. Yhtiön mukaan parhaat onnistumiset on historiassa tehty ostettaessa teknologiaa. Yhtiö on historiassa ostanut kilpailijoita, mutta huonoin kokemuksin. Odotamme Vaisalan priorisoivan yritysostoja, joissa ostetaan teknologiaa markkinaosuuden suoran ostamisen sijaan. Yhtiöllä on taseen ja kassan (61 MEUR Q2'17 lopussa) näkökulmasta hyvät edellytykset tehdä yritysostoja. Yrityskauppa kohteen koko voi vaihdella start-upista kymmenien miljoonien kokoon asti.

Vaisala on vuodesta 2005 toteuttanut 7 yritysostoa, joiden yhteenlaskettu liikevaihto on ollut noin 49 MEUR (sisältäen divestoidut QTT:n osat). Ilmoitettujen kauppojen EV/Liikevaihto-kertoimet ovat vaihdelleet 0,2x-1,8x tasolla. Pidimme jo vuosi sitten todennäköisenä, että yhtiö tulee tekemään yritysostoja, joita ei kuitenkaan vielä ole tullut. Ymmärryksemme mukaan korkea valuaatio ei ole ollut syy kauppojen poisjäämiselle, sillä ostettaessa ”niche”-teknologiaa ei näiden kysyntä ole kovin suurta ja täten arvostustasot maltilliset. Näin ollen yritysostokohteen löytyessä Vaisalalla pitäisi olla suhteellisen hyvät mahdollisuudet

saada kaupasta hyvät synergiat, perustuen ristiinmyyntiin laajaan asiakasverkostoon. Näemme todennäköisen teknologyrityskaupan arvostuksen liikkuvan 1,5x-2,0x EV/Liikevaihto-haarukassa (Vaisala 2017e EV/Liikevaihto 1,8x). Jolloin omaa arvostusta korkeammassa ostossa synergiahyötyjä täytyy löytyä, jotta yrityskauppa olisi omistaja-arvoa luova.

Yrityskauppahistoria

Vaisala myi Weather-liiketoiminta-alueeseen kuuluvan ei-strategisen Transportation-asiakassegmentin Yhdysvaltain liiketoiminnat kesäkuussa 2016. Divestoinnin tavoitteena oli kannattavuuden parantaminen ja asiakaslähtöisyyden vahvistaminen.

Yhtiö teki kolme yritysjärjestelyä vuonna 2013. Vaisala osti elokuussa 2013 Second Wind Systems Inc.-yhtiön, joka on tuulienergiasektorin johtava etämittausteknologiaan ja datapalveluihin erikoistunut yritys. Second Wind Systemsin kauppahinta oli 1,4 MEUR. Yhtiön liikevaihto oli 7 MEUR ja täten kaupan EV/Liikevaihto-kertoimeksi muodostui 0,2x. Lisäksi Vaisala myi maaliskuussa 2013 säähän liittymättömät tietuotelinjansa 3,5 MEUR:lla ja kirjasi myynnistä 1,5 MEUR:n voiton. Yhtiö ei ole ilmoittanut divestoitujen toimintojen liikevaihtoa. Joulukuussa 2013 Vaisala osti uusiutuvan energiantuotannon arviointiin ja ennustamiseen erikoistuneen 3TIER Inc. -yhtiön. Kauppahinta oli 11,5 MEUR. Yrityksen liikevaihto oli 6,6 MEUR ja täten kaupan EV/Liikevaihto-kertoimeksi muodostui 1,7x.

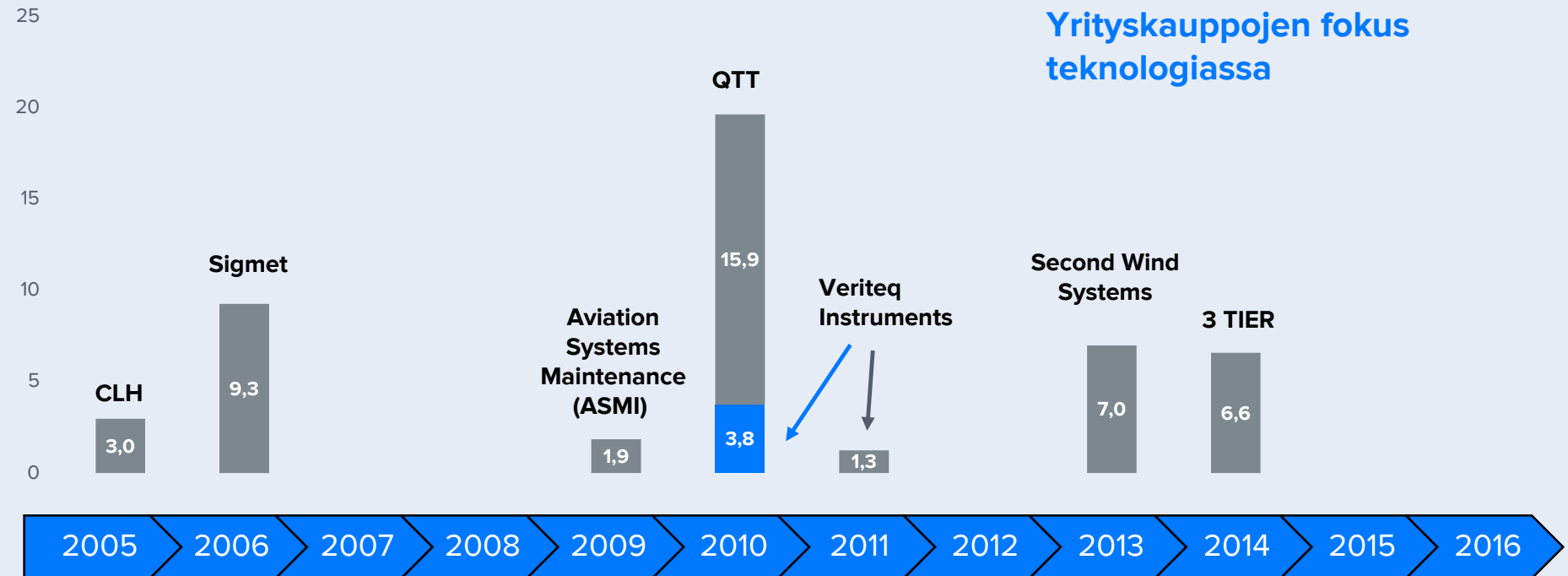
Vaisala vahvisti 2010 Life Science-osaamista ostanalla kanadalaisen Veriteq Instruments Inc -

yrityksen. Veriteq valmistaa tuotteistettuja järjestelmiä ja mittalaitteita kriittisten tilojen olosuhteiden jatkuvaan valvontaan. Veriteqin asiakkaita ovat lääketeollisuus, bioteknologiayritykset ja lääkintälaitteiden valmistajat. Yrityksen liikevaihto oli 5 MEUR vuonna 2009 ja kauppahinta oli 8,5 MEUR. Kaupan EV/Liikevaihto-kerroin oli täten 1,7x. Q4'13:lla Vaisala alaskirjasi 4,3 MEUR:lla Veriteqin yrityskaupan tasearvoja johtuen kasvun viivästyisestä, sillä eri maantieteellisillä alueilla markkinat eivät kehittyneet Vaisalan odotusten mukaisesti.

Vuonna 2009 Vaisala kasvatti osuuttaan maailmanlaajuisilla tiesää- ja informaatio-teknologiamarkkinoilla strategisen yrityskaupan myötä. Yhtiö osti yhdysvaltalaisen Quixote Transportation Technologiesin (QTT). QTT:n liikevaihto oli 22,6 MUSD tai 15,9 MEUR (käyttäen 2009 lopun EUR/USD kurssia) ja työntekijöitä oli noin 100 vuonna 2009. Kaupan arvo oli 20 MUSD ja täten EV/liikevaihto 0,9x. QTT täydensi Vaisalan tarjontaa ja sovellusosaamista ja mahdollisti entistä kattavammat ratkaisut ja palvelut tieliiketoiminnan asiakkaille. Vaisala divestoi QTT:lta ostamansa tietuotelinjan vuonna 2013 ja osa QTT:stä sisältyi myös loppuvuonna 2016 divestoituihin toimintoihin.

Vaisalan yritysjärjestelyjä 2005-2016

Yrityssostot,
Liikevaihto EURM



Yrityskauppojen fokus
teknologiassa

Yritysmyyntit
(euromäärät ei
tiedossa)

Yritysmyyntit ei-
lisäarvoa tuottavia
toimintoja

Happituotteet –
Industrial
Measurements

Tuulikeilain-
liiketoiminta –
Weather and
Environment

Kolme säähän
liittymätöntä
tietuotelinjaa –
Weather and
Environment

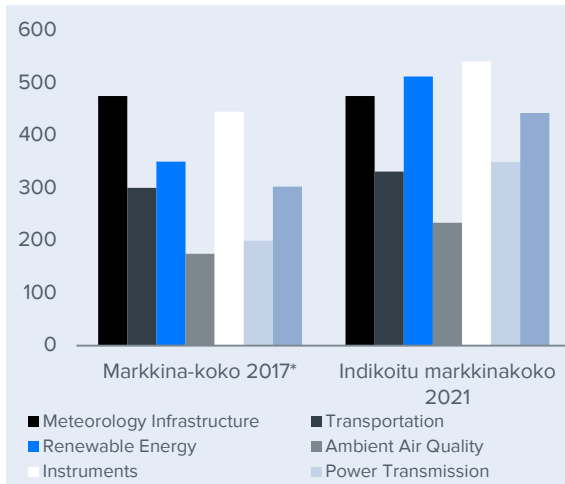
Transportation-
liiketoiminnan
tuotteita ja
kenttäpalveluita
– Weather and
Environment

Markkinat ja kilpailukenttä 1/3

Useita niche-markkinoita

Toimialaa ja Vaisalan liiketoiminnalle olennaista markkinaa on vaikea määrittää tarkkaan. Vaisalan on määrittänyt itselleen olennaiset markkinat asiakassegmenttien mukaan. Vaisala arvioi sen omien kohdemarkkinoiden koon olevan 2,1-2,4 miljardia euroa (2016: 1,8-2,15 miljardia). Markkinan koko on kasvanut yhteensä 13-15 % viime vuodesta pääosin uuden Ambient Air Quality –markkinan myötä. Jatkossa Vaisalan markkinaosuudet ja markkinakasvuarviot indikoivat arviomme mukaan yhtiölle reilun 4 %:n kokonaiskasvua, kun markkinan arvioidaan kasvavan kokonaisuutena noin 6 %. Matalampi kasvu johtuu Vaisalan korkeammista markkinaosuuksista hitaammin kasvavissa markkinoissa. Vaisala panostaakin tällä hetkellä nopeammin kasvaviin markkina-alueisiin ja pyrkii näin ottamaan suuremman osan markkinan kasvusta.

Niche-markkina koot



Liikevoittomarginaalia tarkastellessa Vaisalasta ei välttämättä välity oikea kuva toimimisesta niche-markkinalla, missä kilpailu on pientä ja kannattavuus korkea. Tämä johtuu Vaisalan suhteellisen korkeista T&K-kuluista (yli 10 % liikevaihdosta), jotka ovat välttämättömiä innovaation kärjessä pysymiseen toivotuilla alueilla. Tämän takia pidämme bruttokatemarginaalia hyvänä indikaattorina, kun tarkastellaan yhtiön operatiivista kannattavuutta.

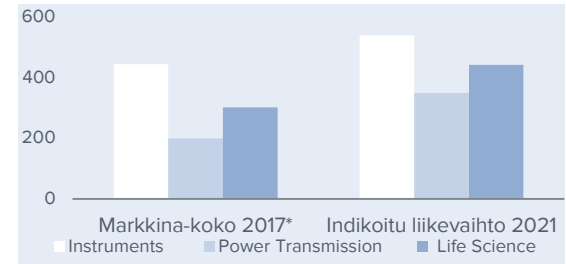
Viime vuoteen verrattuna yhtiö kommentoi sään mittausratkaisujen markkinanäkymien olevan hieman edellistä vuotta suotuisimmat, ja että aktiviteetin odotetaan tyypilliseen tapaan kasvavan kausiluonteisesti vuoden loppua kohti. Lisäksi yhtiön alkuvuonna varoittamasta Kiinan markkinan heikosta näkyvyydestä ei ole ymmärryksemme mukaan ollut liiketoimintaan ainakaan negatiivista vaikutusta.

Industrial Measurements -markkina

Industrial Measurementsin kohdemarkkinan koko on Vaisalan arvon mukaan 865-1030 MEUR ja sen odotetaan kasvavan noin 7 %:n tahtia lähivuosina. Vaisalan markkinaosuus on tästä arviomme mukaan 11-13 %. Markkina jakautuu kolmeen eri kohdemarkkinaan 1) Instruments, 2) Power transmission ja 3) Life Science.

Instruments-asiakassegmentin markkinan koko on Vaisalan arvon mukaan 420-470 MEUR kuluvana vuonna ja sen odotetaan kasvavan noin 5 %:n vauhtia lähivuosina. Vaisalan markkinaosuus on arviomme mukaan noin 15-20 %. Instruments-markkinan kasvu on Industrial Measurementsin kohdemarkkinoista hitainta.

Industrial Measurements –markkinan koko



Power Transmission kohdemarkkinan koko on yhtiön arvon mukaan 170-230 MEUR, ja se on näin markkinaysegmenteistä pienin. Yhtiö arvioi Power Transmissionin markkinan kasvavan noin 15 %:n vauhtia lähivuosina, joten kasvu on kohdemarkkinoiden osa-alueista parasta. Vaisalalla on arviomme mukaan noin 4-7 %:n markkinaosuus Power Transmission -markkinalla. Jos kasvu pysyy samalla tasolla seuraavat viisi vuotta, tarkoittaa se, että markkina kaksinkertaistuu seuraavan viiden vuoden aikana.

Life Science -asiakassegmentin kohdemarkkinan koko on Vaisalan arvon mukaan 275-330 MEUR vuonna 2016 ja sen odotetaan kasvavan noin 10 %:n tahtia lähivuosina ja noin 60 % seuraavan viiden vuoden aikana. Vaisalan markkinaosuus on arviomme mukaan noin 4-7 % Life Science -markkinalla. Vaisalalle Life Science -puolen suurin teollinen asiakaskunta on lääketieteellinen, joka vaatii tarkkaa ja luotettavaa laatua mittauksissaan. Life Sciencen asiakkaiden toiminta on tarkoin säädeltyä viranomaisten toimesta. Toimialan yritysten on valvottava kriittisten tilojen olosuhteita turvataksaan kalliit tuotteet ja täyttääkseen viranomaisten vaatimukset. Kriittisiä tiloja ovat esimerkiksi puhdashuoneet, laboratoriot ja varastot.

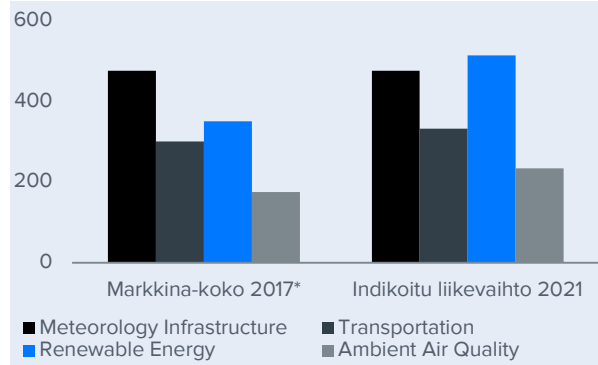
Markkinat ja kilpailukenttä 2/3

Weather and Environment markkina

Weather and Environment -liiketoimintaa-alueen kohdemarkkinan koko on yhtiön arvion mukaan 1225-1375 MEUR ja odotamme sen kasvavan 4,5 %:n tahtia lähivuosina. Vaisalalle relevantin markkinan koko on kuitenkin kasvanut merkittävästi, koska yhtiö näkee nyt myös hyviä mahdollisuuksia uudella Ambient Air Quality -markkinalla, aikaisempien Meteorology Infrastructuren, Transportationin ja Renewable Energyn lisäksi. Vaisalalla on arviomme mukaan noin 15-17 %:n markkinaosuus kokonaisuudessaan Weather and Environment markkinalla.

Viime vuonna Vaisala laajensi liiketoimintaansa kasvaville ilmanlaadun mittauksen markkinoille ostamalla uusia tuotteita ja teknologiaa, jotka mittaavat saastekaasuja sekä ilman pienhiukkasia. Tuotteet voidaan yhdistää saumattomasti Vaisalan johtaviin sääasemiin. Tämä tarjoaa mahdollisuuden laajentaa liiketoimintaa ilmanlaadun mittauksen markkinoille täydentämään perinteisiä ja kalliita viranomaismääräysten mukaisia mittausasemia. Odotukset lähitulevaisuudessa kohdistuvat erityisesti Kiinan, Intian ja Lähi-idän markkinoihin.

Weather and Environment markkinan koko



Meteorology-asiakassegmentin markkinan koko on Vaisalan arvion mukaan 450-500 MEUR kuluva vuonna ja se on siten Vaisalan suurin kohdemarkkina-alue. Vaisalan markkinaosuus Meteorology Infrastructure-markkinalla on arviomme mukaan 25-30 %. Lähivuosina odotamme markkinan olevan vakaa.

Transportation-asiakassegmentin markkinan koko on Vaisalan arvion mukaan 300 MEUR kuluva vuonna. Vaisalan markkinaosuus Transportation-markkinalla on arviomme mukaan 25-30 %. Lähivuosina odotamme markkinan kasvavan hieman.

Renewable Energy-asiakassegmentin (aikaisemmin Energy) markkinan koko on Vaisalan arvion mukaan 325-375 MEUR vuonna 2017. Yhtiö arvioi kyseisen markkinan kasvun olevan Weather and Environment osa-alueiden vahvinta, kun sen arvioidaan kasvavan yli 10 %:n vauhtia lähivuosina ja noin 60 % viiden vuoden aikana. Vaisalan markkinaosuus on Renewable Energy-markkinalla arviomme mukaan noin 4-7 %. Uusiutuvan energian markkinoilla on näkemyksemme mukaan myös pitkällä aikavälillä hyvät kysyntänäkymät.

Viime vuonna uusiutuvan energian markkinoiden kehitys jatkui suotuisana, mutta Vaisalan energiapalvelujen kehitys ja markkinoillepääsy oli odotettua hitaampaa sekä eräiden tuotteiden yleistymisen johti markkinahintojen heikentymiseen. Tämän seurauksena Vaisala teki 10,5 MEUR:n aineettomien oikeuksien arvonalentumis-kirjauksen. Vaisala kertoi myös, että liiketoiminta-alue keskittyy jatkossa liiketoimintoihin, joissa se kykenee paremmin erottautumaan kilpailijoistaan pitkällä aikavälillä.

Uuden Ambient Air Quality -asiakassegmentin markkinan koko on Vaisalan arvion mukaan 150-200 MEUR kuluva vuonna. Vaisalan markkinaosuus tällä markkinalla on arviomme mukaan hyvin pieni, mutta jo ensi vuonna osuuden oletetaan kasvavan. Lähivuosina odotamme markkinan kasvavan noin 8 %:n vauhtia, linjassa yhtiön odotusten kanssa.

Vaisala on tehnyt Ambient Air Quality -alueella testejä Helsingissä ja tulokset ovat ymmärryksemme mukaan olleet hyviä. Aasiassa tuotteilla oli aluksi hieman vaikeuksia johtuen vaativista ja erilaisista olosuhteista, mutta nyt yhtiö sanoo, että laitteet on saatu toimimaan myös sankassa sumussa/saasteessa. Tämä tarkoittaa ymmärryksemme mukaan sitä, että yhtiö pääsee toimittamaan ratkaisuja asiakkailleen vuodenvaihteessa.

Markkinat ja kilpailukenttä 3/3

Kilpailukentässä eri vahvuudet eri alueilla

Vaisalan kilpailukenttä on hyvin pirstaloitunut, koska yhtiö operoi pienissä markkinasegmenteissä ja monella eri tuotteella. Monet Vaisalan kilpailijoista ovat keskittyneet ainoastaan tiettyihin applikaatioihin, ja tuotekohtaisesti kilpailu voikin olla kovaa.

Vaisalalla on kilpailua kaikilla maantieteellisillä alueilla ja tuotteilla. Arvioimme kuitenkin Vaisalan pärjäävän suhteellisen hyvin kilpailullisesti yhtiön kohdemarkkinoilla johtuen sen korkeasta osaamisesta ja asemasta arvoketjussa. Lisäksi Vaisala räätälöi suuren osan tuotteistaan asiakkaalle sopivaksi (noin 900 tuotemuutosta vuosittain), mikä vahvistaa Vaisalan asemaa ja nostaa markkinalle tulon kynnystä. Toisaalta Vaisalalla on myös tuotteita, joita ei suuremmin räätälöidä, mutta nämäkin Vaisalan tuotteet ovat olleet markkinan johtavia tuotteita jo liki 80 vuoden ajan. Palveluliiketoiminnassa kilpailijat ovat yleensä pieniä ja kilpailu on paikallista.

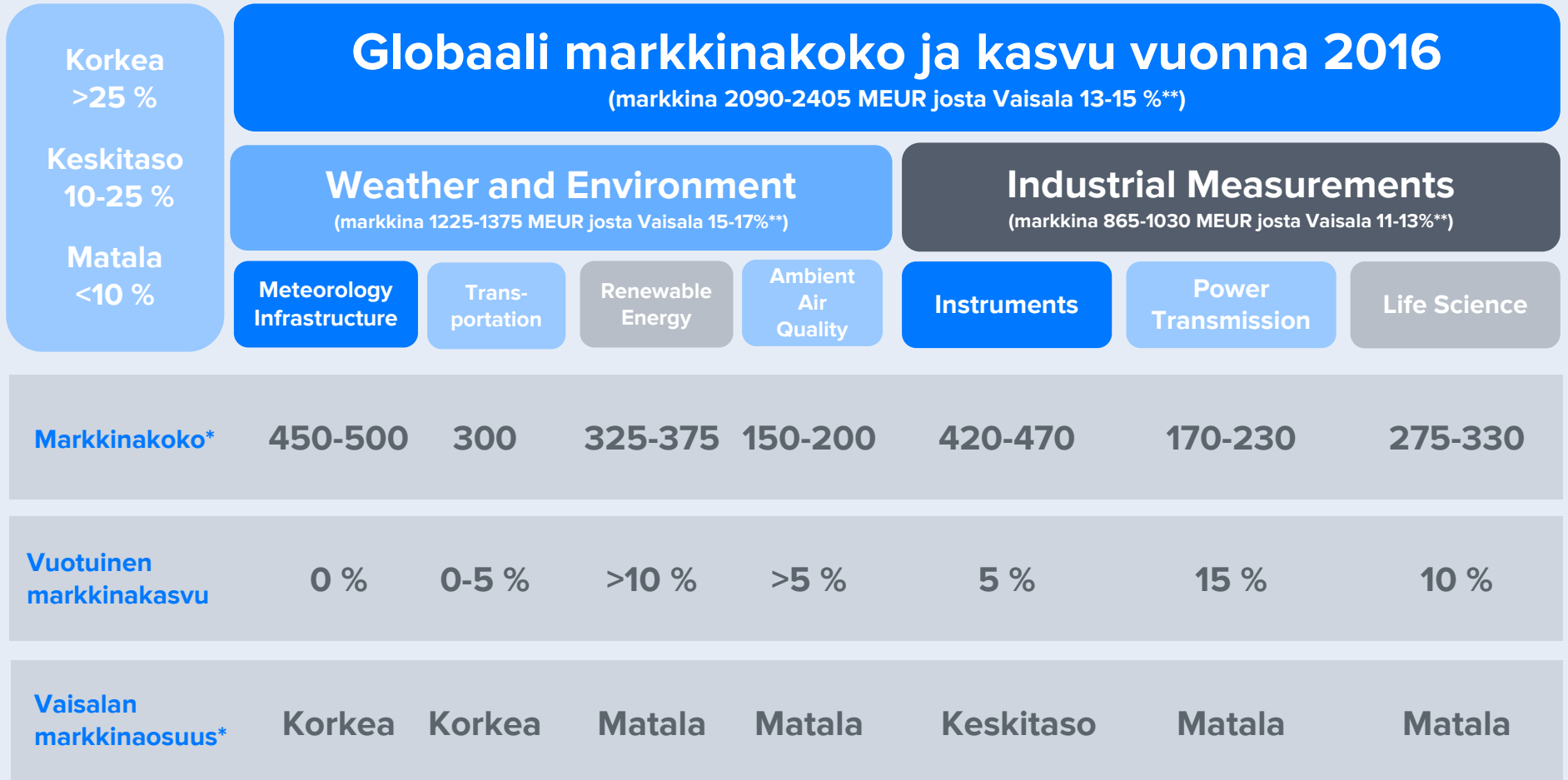
Vaisalan mittauslaitteissa kilpailu on globaalia ja myös suuret yhtiöt kilpailevat tässä markkinassa. Tässä kilpailussa Vaisalan vahvuus on niissä asiakkaissa, jotka vaativat erittäin korkeaa mittaustarkkuutta ja luotettavuutta. Lisäksi paras mittaustarkkuus ja luotettavuus pystytään parhaiten takamaan samoilla tuotteilla, joilla aikaisemmat mittaukset ovat tehty, mikä sitoo asiakkaan vahvasti tiettyyn valmistajaan ja tuotteeseen. Vaisalalla on siksi näkemyksemme mukaan hyvä ja vakaa markkina-asema monen tuotteensa markkinalla. Arvioimme myös, että erityisesti Industrial Measurementsin markkinalla on edelleen hyviä mahdollisuuksia saada lisämyyntiä jo olemassa olevilla tuotteilla, jos

yhtiö lisää markkinointi- ja myyntipanostuksia.

Vaisalan toisessa suhteellisen isossa tuotekategoriassa, tutkissa, on kolme taajuutta. Näistä Vaisalalla on tarjontaa C-kaistalla, jossa on myös kaksi muuta tarjoajaa globaalisti ja saman tasoisella teknologialla. Täten kilpailun ratkaisee usein hinta.

Vaisalan sondeissa kilpailu taas on sekä paikallista että globaalia. Sondeissa Vaisalan kilpailuvahvuus on erinomainen mittaustarkkuus.

Markkina yhteenveto



*Vaisalan arvio niiden markkinoiden koosta, jotka ovat saavutettavissa tällä hetkellä tai organisaation liiketoiminnan kehittämisellä ja **Inderes arvio

Historiallinen kehitys

Historiallisesti yhtiö on tarjonnut tasaista kasvua, hyvällä kannattavuustasolla

Vaisalan liikevaihdon kasvu on ollut suhteellisen tasaista ja suurimmaksi osaksi orgaanista (useat yrityskaupat olleet teknologiakauppoja). Vaisala on kasvanut keskimäärin noin 4 %:n vuotuista tahtia viimeiset 10 vuotta.

Kannattavuus on pysynyt aina hyvällä tasolla, mutta siinä on ollut hieman vaihteluita. Liikevoittomarginaali on vaihdellut 5-16 %:n välillä samaan aikaan kuin bruttokatemarginaali on ollut 48-57 %. Suurin lasku kannattavuudessa nähtiin vuosina 2009-2011, mikä oli pääosin Weather and Environmentiin liittyvää ja johtui sen epäonnistumisista projektihallinnassa.

Vuosineljänneksellä erot ovat olleet kannattavuudessa aina suuret ja liikevaihto sekä tulos on painottunut tasaisesti kohti loppuvuotta. Kausiluonteisuus on ollut vahvasti Weather and Environmentin projektiliiketoiminnasta johtuvaa niin liikevaihdon, kuin myös tuloksen osalta. Ensi vuodesta kausiluonteisuuden odotetaan kuitenkin hieman tasoittuvan uuden kirjanpitoikäntömyötä (josta laajemmin Ennusteet kappaleessa sivulla 25).

Viime vuosina kasvu on hidastunut, mutta kannattavuus parantunut

Vaisalan liikevaihto kasvoi 10 % vuonna 2014, 6 % vuonna 2015 ja oli viime vuonna vuoden 2016 tasolla. Bruttokatemarginaali pysyi reilussa 51 %:ssa, mutta liikevoittomarginaali parani vuoden 2013 8,8 %:sta oikaistuna 11,2 %:iin vuonna 2016. Vuonna 2015 liikevoittoon vaikutti myös 1,8

MEUR:n kertaluonteinen kulu liittyen uudelleenjärjestelyihin ja 10,5 MEUR:n aineettomien alaskirjaus viime vuonna. Vuosina 2014 ja 2015 tulos ennen veroja kuitenkin parani huomattavasti muita tulostervejä paremmin johtuen pääosin dollarin vahvistumisesta. Rahoitustuotot olivat kyseisinä vuosina 2,6 MEUR ja 3,5 MEUR. Viime vuonna rahoituskulut (valuutta muutoksista) olivat 0,2 MEUR. Vaisalalla ei historiallisesti juurikaan ole ollut korollista vierasta pääomaa ja täten ei myöskään korkokuluja. Suurimmat rahoituskulut ovatkin viime vuosina olleet johdannaisopimusten käyvän arvon muutokset sekä realisoitumattomat että realisoituneet kurssivoitot ja –tappiot.

Maantieteellisesti EMEA:n osuus liikevaihdosta on laskenut 36 %:sta vuonna 2013 29 %:iin vuonna 2016. Kyseinen lasku on jakautunut Amerikan liikevaihdon osuuden nousuun 44 %:iin 39 %:sta ja Aasian ja Tyynenmeren alueen kasvuun 27 %:iin 24 %:sta. Näin ollen Amerikan markkina on suhteellisesti Vaisalan suurin markkina tällä hetkellä.

Lyhyt, mutta kasvava tilauskanta

Vaisalan tilauskanta on suhteellisen lyhyt ja saadut tilaukset vaihtelevat suhteellisen paljon neljänneksien välillä. Pidempää (12kk) jaksoa tarkastellessa saatujen tilausten määrä on kasvanut viimeiset 3,5 vuotta pois lukien viime vuoden H2:n.

Tilaukskannan keskimääräinen pituus on laskenut tasaisesti 2014 alusta alkaen ja oli Q2'17 lopussa noin 1,5x neljänneksen liikevaihto. Tilauskanta

on lyhyt myös kun verrataan muihin teollisuusaloihin. Tilaukskannan lyhentymistä selittää osin, että ostajat ovat alkaneet käyttää konsultteja ja runkosopimuksia (frame-agreement), joita ei tällöin kirjata tilauskantaan. Lisäksi tuotantoa on kehitetty, joten tilaus- ja tuotantoaikoja on saatu lyhennettyä. Mielestämme on erikoista ja Vaisalan hyvää markkina-asemaa ja toimitusketjunhallintaa kuvaavaa, että näinkin lyhyellä tilaukskannalla yhtiö pystyy niin tasaiseen 12kk:n rullaavaan kasvuun.

Liiketoiminta-alueittain katsottuna yli 90 % tilaukskannasta tulee Weather and Environmentista. Näin ollen Weather and Environmentin tilauskanta on myös selvästi pidempi (tyypillisesti yli 2x neljänneksen liikevaihto) verrattuna Industrial Measurementsiin (tyypillisesti noin 0,4x neljänneksen liikevaihto). Industrial Measurementsin tilauskanta on kuitenkin myös hieman pidentynyt aikaisemmasta, kun jatkuvan monitoroinnin muutaman kuukauden mittaiset tilaukset on kirjattu tilauskantaan.

Saadut tilaukset voivat muuttua edelliseen vuoteen verrattuna suhteellisen voimakkaasti yksittäisiä neljänneksiä tarkastellessa. Pidempää ajanjaksoa tarkastellessa kasvu on kuitenkin ollut suhteellisen tasaista 12kk:n jaksoilla.

Historiallinen kehitys

H1'17 tuloksellisesti hyvä ja tilauskanta kehittyi positiivisesti

Vuoden 2017 ensimmäinen vuosipuolisko oli viime vuotta vahvempi. Liikevaihto laski 1 %:n, mutta liikevoitto nousi 7,7 MEUR:oon H1:lla vertailukauden 2,4 MEUR:sta. Positiivista kehitystä on vetänyt Weather and Environmentin käänne ja Industrial Measurementsin vahvana jatkunut kasvu ja kannattavuus.

Liiketoiminta-alueittain Weather and Environmentin liikevaihdon lasku loiventui Q2'17:lla 2,6 %:n laskuun Q4'16:sta 12,9 %:n laskusta. Lisäksi Weather and Environmentin saadut tilaukset ovat nousseet jo 3 neljännestä ja tilauskanta oli 6 %:n nousussa Q2'17:sta. Weather and Environmentin –liiketoiminta-alueen bruttokate-% parani H1:lla 46,0 %:iin vertailukauden 44,8 %:sta. Samalla Industrial Measurements on jatkanut vahvaa 9 %:n kasvua H1:lla todella hyvällä kannattavuudella. Industrial Measurementsin bruttokate-% parani 62,1 %:iin vertailukauden 60,4 %:sta.

Vahva tase ja vakaa osinko

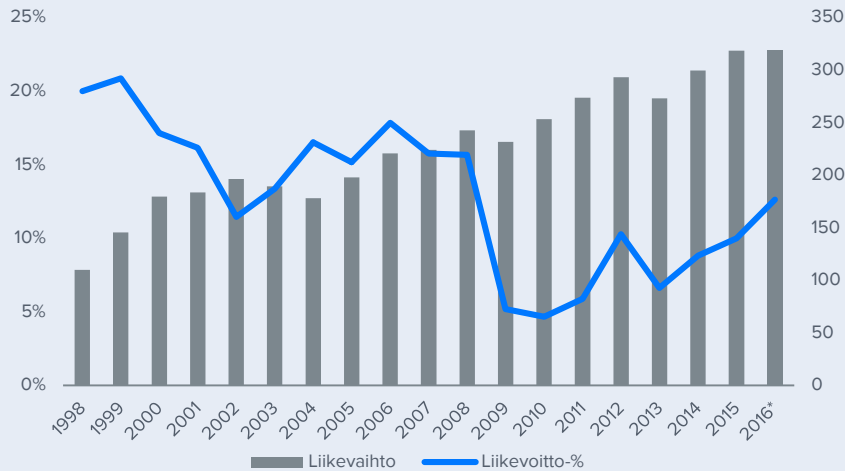
Vaisalan tase on historiallisesti ollut ja on tällä hetkelläkin erittäin vahva. Omavaraisuusaste oli Q2'17 lopussa 69,4 %. Viimeisen 19 vuoden aikana omavaraisuusaste on keskimäärin ollut 76 %. Vahva tase on myös mahdollistanut vahvan ja vakaan osingonmaksun. Vaisala on viimeisen 19 vuoden aikana joka vuosi maksanut osinkoa vähintään 32 % ja keskimäärin 77 % osakekohtaisesta tuloksesta. Yhtiöllä oli Q2'17 lopussa rahavaroja 60,6 MEUR tai 3,3 EUR osakkeelta. Yhtiö ei aktivoi T&K-kuluja

taseeseen vaan kirjaa kaikki suoraan kuluksi.

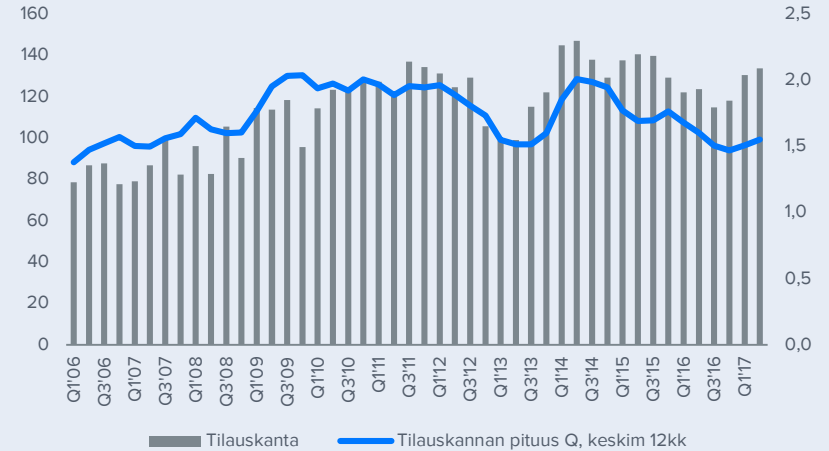
Vaisalan on ostanut viime vuosina reilusti omia osakkeitaan joita yhtiöllä on oli Q2'17 lopussa hallussaan 367 tuhatta A-sarjan omaa osakettaan vastaten 2 % kaikista osakkeista. Yhtiö on hankkinut osakkeita käytettäväksi vastikkeena mahdollisissa yrityshankinnoissa tai muissa yhtiön liiketoimintaan kuuluvissa järjestelyissä, investointien rahoittamiseksi, osana yhtiön kannustinjärjestelmää tai yhtiöllä pidettäväksi, muutoin luovutettaviksi tai mitätöitäviksi

Historiallinen kehitys

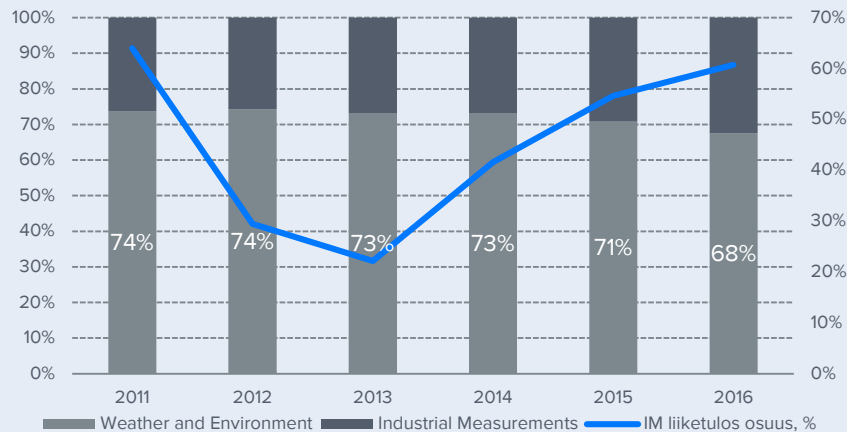
Liikevaihto ja liikevoitto- %



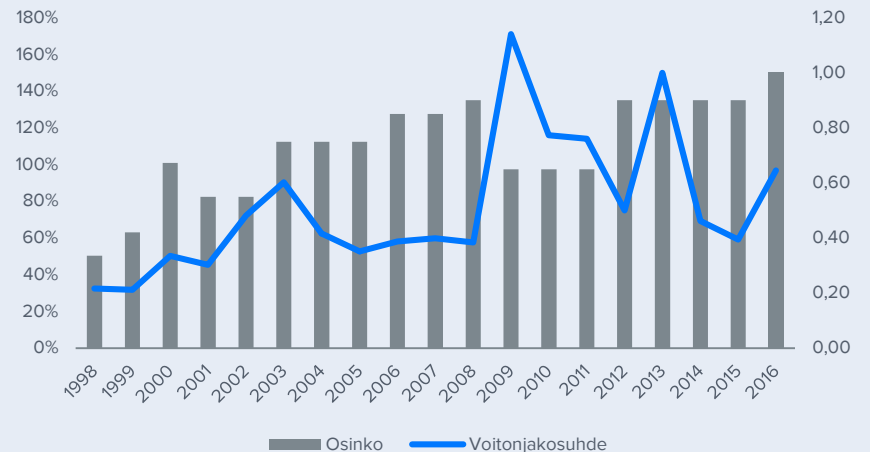
Tilaukanta ja tilaukannen pituus



Liikevaihdon ja liikevoiton osuus liiketoiminta-alueittain

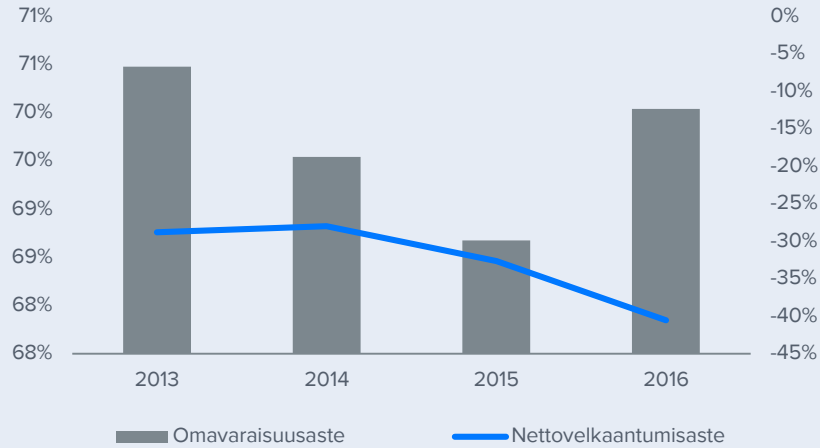


Osinko ja voitonjakosuhte-%

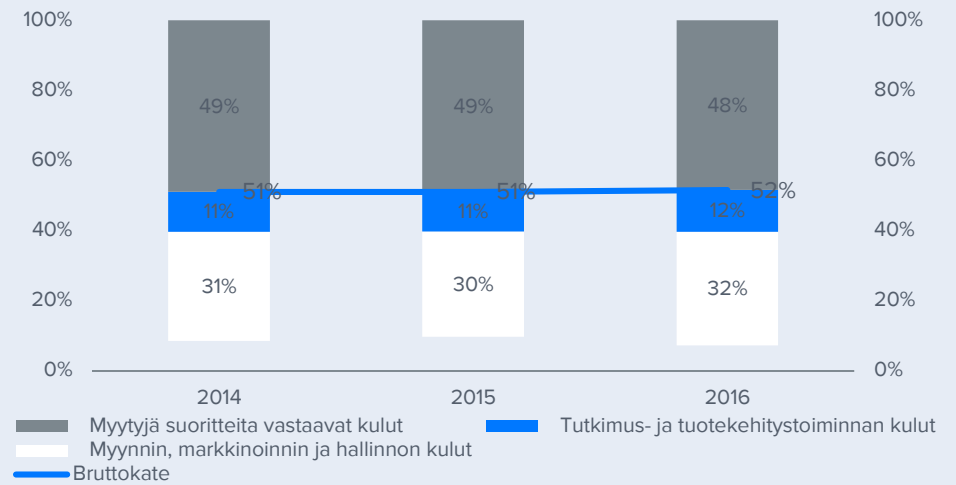


Taloudellinen tilanne

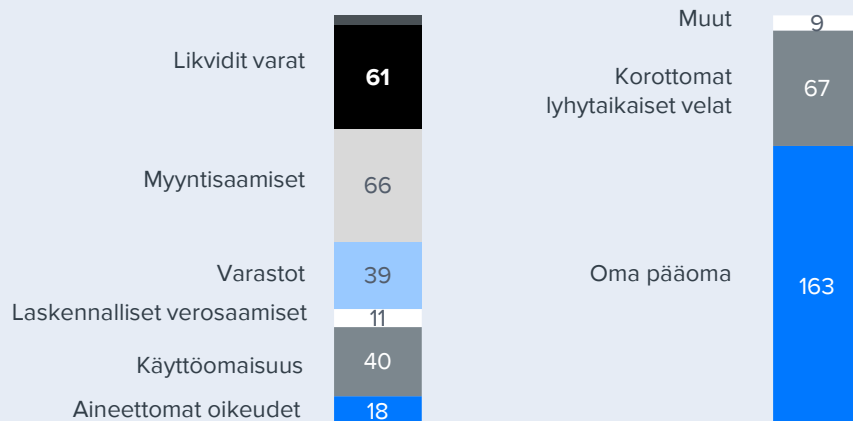
Taseen avainlukujen kehitys



Kulurakenne-% liikevaihdosta



Tase Q2'17



Ennusteet 1/2

Odotamme ohjeistuksen tarkennusta ylöspäin H2:lla

Vaisala arvioi vuoden 2017 liikevaihdon olevan 310-340 MEUR ja liiketuloksen 32-42 MEUR. Ohjeistushaarukan leveys on linjassa aikaisempien ohjeistusten kanssa ja kuvaa Vaisalan heikkoa lyhyen aikavälin näkyvyyttä ja suurempien tilausten ajoituksen merkitystä. Ennustamme yhtiön kuluvaan vuoden liikevaihdon olevan 328 MEUR ja liikevoiton olevan 41,4 MEUR. Pidämme Q2-raportin pohjalta entistä todennäköisempänä, että yhtiö tulee tarkentamaan ohjeistustaan haarukan yläpäähän loppuvuonna. Arvioimme mukaan yhtiön liikevaihdoltaan suuremman Weather and Environmentin tulostrendi on nyt kääntymässä, joka mahdollistaa huomattavasti paremmat lähtökohdat tulevien vuosien tuloskasvulle.

Yhtiö varoitti alkuvuonna huonosta näkyvyydestä Kiinan markkinoilla, tämä riski ei kuitenkaan yhtiön mukaan ole toteutunut. Kiina on liikevaihdon kannalta merkittävä, erityisesti Industrial Measurementsin kasvun kannalta.

Ennustamme H2'17 liikevaihdon kasvavan 1 %:n vertailukaudesta (H1'17: kasvu -1%). Odotamme bruttokate-%:n nousevan 55,1 %:iin H2:lla vertailukauden 53 %:sta. Kannattavuusparannusta vetää suurimmaksi osaksi Weather and Environmentin kääntymisen kasvu-uralle, mutta myös Industrial Measurementsin jatkuva kasvu ja skaalautuvuuden myötä nouseva kannattavuus. Näin ollen odotamme H2:n liikevoiton nousevan 33,7 MEUR:oon viime vuoden oikaistusta (10,5 MEUR alaskirjaus) 30,5 MEUR:sta. Odotamme 1 MEUR:n rahoituskuluja dollarin heikentymisestä johtuvista USD-

määraisten saatavien arvostusvaikutuksesta H2:lla.

Ilman merkittäviä yrityskauppoja pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee jakamaan lisäosingon

Vaisalan tase on historiallisesti ollut ja on tällä hetkelläkin erittäin vahva. Yhtiön rahavarat ovat kuitenkin poikkeuksellisen korkeat 60,6 MEUR tai 3,3 EUR osakkeelta Q2'17 lopussa. Arvioimme että mikäli yhtiö ei löydä yritysostokohteita ennen ensi kevään osingonjakoa on hyvin mahdollista että yhtiö tulee jakamaan lisäosingon.

Vaisala maksoi viimeksi 2013 22,2 MEUR:n pääomanpalautuksen 16,2 MEUR:n osingon lisäksi. Tällöin yhtiölle jäi vielä 46 MEUR rahavaroja.

Olettaen ettei yrityskauppoja tule ja rahavarat lisääntyvät nykyisestä vielä noin 20 MEUR ennen osingonmaksua, niin yhtiön rahavarat ovat ensi keväänä noin 80 MEUR. Jos yhtiö korottaa osinkoa viidellä sentillä 1,05 euroon osakkeelta (19,1 MEUR) jää kassaan reilu 60 MEUR. Tällöin pidämme todennäköisenä että yhtiö jakaa 1,0-1,5 euron lisäosingon osakkeelta (pääomanpalautus). Vielä tässä tilanteessa yhtiölle jäisi 34-43 MEUR rahavaroja mahdollisia yritysostoja varten.

Tuloutuskäytännön muutos poistaa kausivaihtelua

Vaisala siirtyy ensi vuoden alusta soveltamaan IFRS 15 Myyntituotot asiakassopimuksista - standardia. Yhtiön johto arvioi, että IFRS 15 - standardin vaikutukset kohdistuvat

enimmäkseen Weather and Environment - liiketoiminta-alueen projektiliiketoimintaan. Käytännössä tämä tarkoittaa, että yhtiön liikevaihdon ja voiton kirjaaminen aikaistuu. Vaisalan johdon alustavan arvion mukaan ensimmäisen vuosipuoliskon liikevaihto olisi ollut noin 7 MEUR suurempi ja tilauskanta olisi ollut kumulatiivisesti 14 MEUR alempi IFRS 15:n mukaan tuloutettuna verrattuna nykyisiin laskentaperiaatteisiin.

Laskentaperiaatteen muutos tulee arviolta tasoittamaan yhtiön kausivaihtelua (joka on ollut vahvasti H2 painotteinen). Ymmärryksemme mukaan vuodenvaihteessa tullaan toteuttamaan ”tasaus”, jossa tilinpäätöshetken laskentaperiaatteiden liikevaihdon eron tulosvaikutus siirretään omaan pääoman. Yhtiö kertoo jatkavansa ”tasauksen” analyysien ja arvioiden tekemistä vuoden 2017 loppuun asti. Siirtymähetken kokonaisvaikutus riippuu avoimna olevien projektien koosta ja laajuudesta. ”Tasaus” tulee näin ollen vuodenvaihteessa kertaluonteisena eränä vahvistamaan tasetta. Tämä tulee arviomme mukaan samalla laskemaan tilauskannan absoluuttista tasoa verrattuna nykyiseen laskentatapaan ja hetkellisesti vaikeuttamaan vertailua. Tällöin saatujen tilausten muutos tulee arviomme mukaan olemaan parempi indikaattori liiketoiminnan suunnasta ja kulmakertoimesta.

Ennusteet 2/2

Odotamme tulokasvun jatkuvan hyvänä myös tulevana vuosina

Vuosina 2018-2020 arvioimme Vaisalan yltävän strategian mukaiseen noin 5 %:n orgaaniseen vuotuiseseen kasvuun, mutta jäävän hieman 15 %:n liikevoittomarginaalitavoitteesta, marginaalin ollessa 14,3 % vuonna 2020. Ennustamme liikevoittomarginaalin nousevan 14,5 %:iin vuonna 2021, mutta laskevan hieman seuraavina vuosina. Osakekohtaisen tuloksen odotamme kasvavan keskimäärin 8 % vuoteen 2021 mennessä (2016 oikaistu alaskirjauksesta). Pidemmällä aikavälillä kannattavuuden parantuminen ja kasvun kiihdyttämisen ajankohta ja suuruus riippuvat siitä, 1) kuinka nopeasti Vaisala saa siirrettyä painopistettään kohti nopeammin kasvavaa ja paremman kannattavuuden Industrial Measurements -markkinaa, 2) miten yhtiö saa uudet skaalautuvat digitaaliset ratkaisut kasvamaan ja 3) yhtiön ristiinmyynnin onnistumisesta.

Ennusteissamme yhtiön liikevaihto kasvaa ensi vuonna 343 MEUR:oon ja liikevoitto nousee 46,3 MEUR:oon, tarkoittaen 8 %:n ja 30 %:n kasvua vuodesta 2016. Näemme yrityskaupat mahdollisena ja luonnollisena tapana muuttaa nopeammin kasvun painopistettä. Emme ole kuitenkaan ottaneet epäorgaanista kasvua huomioon ennusteissamme. Ennustamme osakekohtaisen tuloksen nousevan 2,06 euroon vuonna 2018 (2017e: 1,73 euroa)

Kvartaaliennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	318,6	68,7	75,6	81,8	93,0	319,1	68,4	74,8	85,0	99,3	327,6	343,3	362,1
<i>Weather and Environment</i>	225,5	44,7	50,6	53,4	66,7	215,4	40,3	49,3	53,8	69,0	212,3	215,2	221,2
<i>Industrial Measurements</i>	93,1	24,0	25,0	28,4	26,3	103,7	28,1	25,5	31,3	30,4	115,3	128,1	140,9
Käyttökate	44,6	2,6	6,9	19,5	17,4	46,4	5,5	7,5	17,5	21,3	51,8	57,2	62,1
Poistot ja arvonalennukset	-15,1	-3,7	-3,5	-14,1	-2,8	-24,1	-2,9	-2,4	-2,5	-2,6	-10,4	-10,9	-11,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	29,5	1,7	3,4	15,9	14,6	35,6	2,6	5,1	15,0	18,7	41,4	46,3	50,8
Liikevoitto	29,5	-1,1	3,4	5,4	14,6	22,3	2,6	5,1	15,0	18,7	41,4	46,3	50,8
<i>Weather and Environment</i>	15,2	-1,9	-0,9	-3,3	9,5	3,4	-4,0	1,1	7,1	12,6	16,8	19,3	20,7
<i>Industrial Measurements</i>	18,3	4,9	4,3	7,5	4,9	21,6	6,4	3,7	8,4	7,0	25,6	31,0	34,1
<i>Muut toiminnot</i>	-4,0	-4,1	0,0	1,2	0,2	-2,7	0,2	0,3	-0,5	-1,0	-1,1	-4,0	-4,0
Nettorahoituskulut	3,6	-1,7	0,5	-0,7	1,7	-0,2	-0,6	-0,8	-0,5	-0,5	-2,4	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	33,0	-2,8	3,9	4,7	16,3	22,1	2,0	4,2	14,5	18,2	38,9	46,3	50,8
Verot	-5,4	0,6	-0,9	-0,8	-2,2	-3,3	-0,4	-1,0	-2,6	-3,3	-7,3	-8,8	-9,7
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
Nettotulos	27,6	-2,2	3,0	3,9	14,1	18,8	1,6	3,2	11,9	14,9	31,6	37,5	41,2
EPS (oikaistu)	1,33	0,03	0,16	0,79	0,77	1,76	0,09	0,17	0,65	0,82	1,73	2,06	2,26
EPS (raportoitu)	1,51	-0,12	0,16	0,21	0,77	1,03	0,09	0,17	0,65	0,82	1,73	2,06	2,26

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	6,3 %	17,0 %	-1,8 %	0,0 %	-8,0 %	0,2 %	-0,4 %	-1,1 %	4,0 %	6,8 %	2,7 %	4,8 %	5,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	12,2 %	-122,1 %	-15,0 %	12,8 %	-23,6 %	20,7 %	52,9 %	48,5 %	-5,4 %	27,9 %	16,2 %	11,9 %	9,8 %
<i>Käyttökate-%</i>	14,0 %	3,8 %	9,1 %	23,8 %	18,7 %	14,5 %	8,0 %	10,0 %	20,6 %	21,4 %	15,8 %	16,7 %	17,2 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	9,3 %	2,5 %	4,5 %	19,4 %	15,7 %	11,2 %	3,8 %	6,8 %	17,7 %	18,8 %	12,6 %	13,5 %	14,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	8,7 %	-3,2 %	4,0 %	4,8 %	15,2 %	5,9 %	2,3 %	4,2 %	14,0 %	15,0 %	9,6 %	10,9 %	11,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Osakkeen arvostus

Vaisalan historiallisesti stabiilin tuloskasvun ja liiketoimintamallin säilymisen myötä painotamme osakkeen potentiaalain arvioinnissa arvostuskertoimiin ja rahavirtamalliin perustuvaa arvonmääritystä. Vaisalalle on uniikin liiketoimintamallin ja markkinaposition takia vaikea löytää hyviä verrokkiyhtiöitä, minkä vuoksi emme anna kovin suurta painoa verrokkiyhtiöihin pohjautuvalle arvonmääritykselle. Arvioidessamme Vaisalaa arvostuskertoimen kautta olemme määrittäneet pitkän aikavälin hyväksyttävän kertoimen pääasiassa historiallisten parametrien kautta. Lisäksi huomioimme missä vaiheessa sykliä yhtiö on ja miten liiketoimintamalli suhteutuu historialliseen toimintaan.

Arvostuskertoimet

Suosimme arvostuskertoimien käytössä P/E- ja EV/EBITDA-kertoimia johtuen niiden paremmasta suhteellisesta vertailukelpoisuudesta. Vaisalan poistot ovat suhteellisen matalat ja ne ovat olleet historiallisesti vakaat. Vaisalaa on historiallisesti arvotettu melko korkeilla arvostuskertoimilla johtuen yhtiön asemasta arvoketjun yläpäässä sekä vakaasta ja hyvästä tuloskunnosta. Historiallisesti Vaisalan mediaani P/E-kerroin on ollut 20x tuntumassa. Positiivisesta nettokassasta johtuen yrityksen markkina-arvo on ollut yritysarvoa (EV) suurempi.

Arvostustaso	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	33,70	43,99	43,99	43,99
Markkina-arvo	614	801	801	801
Yritysarvo (EV)	542	716	699	683
P/E (oik.)	19,1	25,4	21,4	19,5
P/E	32,7	25,4	21,4	19,5
P/Kassavirta	17,6	28,5	22,1	22,0
P/B	3,4	4,1	3,7	3,4
P/S	1,9	2,4	2,3	2,2
EV/Liikevaihto	1,7	2,2	2,0	1,9
EV/EBITDA	9,1	13,8	12,2	11,0
EV/EBIT	15,2	17,3	15,1	13,4
Osinko/tulos (%)	96,9 %	60,5 %	53,4 %	50,9 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	2,4 %	2,5 %	2,6 %

Ennusteillamme Vaisalan vuosien 2017-2018 oikaistut P/E-luvut ovat 25x ja 21x. Vastaavat EV/EBITDA-luvut ovat 14x ja 12x.

Liikevoiton kasvu on yksi keskeisiä seuraamiamme mittareita Vaisalan tuloskehityksessä. Liikevoittoa voisi teoriassa mieltä oikaistavan T&K-kuluilla, mutta näkemyksemme mukaan T&K-toiminta on Vaisalan liiketoiminnalle pidemmällä tähtäimellä kriittistä nykyisen liiketoimintamallin ja markkinaposition säilyttämiseksi, ja täten emme oikaise T&K-kuluja liikevoitosta. Kuitenkin liiketoimintojen operatiivista tuloskykyä seurattaessa suosimme bruttokatemarginaalia.

Vaisala voisi nopeuttaa painopisteen muutosta myös yrityskaupoilla, mutta emme huomioi tätä nykyisissä ennusteissamme. Lisäksi verrattuna verrokkeihin Vaisala on todella vakaa ja hyvä osingonmaksaja. Jos yhtiö ei tee yritysostoja ennen ensi kevättä pidämme myös hyvin mahdollisena että yhtiö maksaa 1,0-1,5 euron

osakekohtaisen lisäosingon odotetun 1,05 osingon lisäksi.

Hyväksyttävä P/E-kerroin

Arvioidessamme Vaisalaa P/E:n kautta olemme johtaneet yhtiölle pitkänajan hyväksyttävän P/E:n historiallisten parametrien kautta ja seuraavassa laskeneet herkkyyden keskeisten parametrien muutoksille.

Olemme laskeneet hyväksyttävän P/E:n käyttäen yhtiön historiallista 76 %:n osingonjakosuhdetta. Lisäksi olemme käyttäneet laskelmassamme 9 %:n oman pääoman tuottovaadetta ja 5 %:n keskimääräistä tuloskasvua. Sekä historiallinen osakekohtaisen tuloksen ja osingon kasvu että yhtiön taloudelliset tavoitteet tukevat kyseisten parametrien käyttöä. Parametreja käyttäen pääsemme yhtiölle pitkänajan hyväksyttävään P/E-kertoimeen 20,0x.

Arvonmääritys 2/3

Vertailuryhmä

Vaisala profiloituu vakaana kasvuyhtiönä, joka on hyvin asemoitunut valikoiduilla niche-markkinoilla. Vaisalan historiallinen tuloskehitys on ollut hyvää ja vakaata, ja yhtiö on tuottanut hyvää osinkovirtaa. Lisäksi yhtiön skaalautuvan liiketoiminnan osuus on lisääntymään päin. Yhtiölle on kuitenkin vaikea löytää suoria verrokkiyhtiöitä ja olemmekin suhteellisessa arvostuksessamme käyttäneet teknologiayhtiöitä, jotka ovat asemoituneet samaan kohtaan arvoketjua. Koska täysin vertailukelpoisia yhtiöitä ei ole löydettävissä, emme anna arvonmäärityksessä kovin isoa painoarvoa suhteelliselle arvostukselle.

Vaisalaa hinnoitellaan tällä hetkellä linjassa vertailuryhmän mediaaniin vuoden 2018 P/E-kertoimella ja 2017-2018 EV/EBITDA-kertoimilla. Vuoden 2017 P/E-kertoimella yhtiötä hinnoitellaan hieman yli vertailuryhmän vahvan kassan tukemana. Vaisalan osinkotuotto on vertailuryhmään nähden korkea, sillä monet käyttämistämme vertailuyhtiöistä eivät maksa lainkaan osinkoa.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä normaalia suuremman painoarvon rahavirtamallille (DCF). Vaisalan liiketoiminnan kehitys on ollut pitkällä aikavälillä hyvin stabiilia, mikä vähentää erityisesti rahavirtamallin terminaaliinjaksoon liittyviä ennusteeriskejä. Vaikka rahavirtamallissa suuri osa arvosta muodostuu tyypillisesti pitkällä tulevaisuudessa, näemme Vaisalan historiallisen tasaisuuden, markkinakoon ja tuotteiden positioitumisen markkinassa madaltavan tätä riskiä. DCF-mallimme osakekohtainen arvo Vaisalan osakkeelle on 47,7 euroa.

Ennustemallissamme yhtiö kasvaa lähivuosina 2017-2018 noin 4,0 %:n vauhtia ja saavuttaa noin 13 %:n EBIT-marginaalin. Pitkällä aikavälillä (2018 jälkeen) kasvu käy 6 %:ssa mutta tasaantuu 2,5 %:n tuntumaan ja EBIT-% vakiintuu 10,0 %:n tasolle. Mallissa ikuisuusoletuksen (terminal-vuosi) painoarvo arvosta on 65 %.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 6,5 % ja oman pääoman kustannus 6,8 %.

Houkutteleva arvostus

Yhtiö on edennyt monella rintamalla positiiviseen suuntaan viimeisen vuoden aikana sekä sisäisesti (liiketoimintamallin muutoksilla) että ulkoisesti markkinan muutokset (Weather and Environmentin käänne) tukevat yhtiötä. Näin ollen näemme yhtiön arvostuskertoimet houkutteleviksi erityisesti, kun huomioidaan:

- yhtiön kiihtyvä tuloskasvu (painopisteen muutos kohti Industrial Measurements toimintaa ja keskimäärin 8 %:n EPS kasvu vuoden 2021 loppuun asti)
- Weather and Environmentin käänne ja täten vähentynyt operatiivinen riski
- skaalautuvan liiketoiminnan osuuden kasvu (parantaa kannattavuutta ja nostaa hyväksyttävistä kertoimista)
- vahva markkina-asema ja tuotteiden korkea laatu
- yhtiön kassa, jonka myötä voidaan yhtiölle hyväksyä noin 10 % korkeampi P/E-kerroin verrattuna verrokkeihin

Näin ollen näemme että tässä vaiheessa yhtiön

omaa sykliä, liiketoimintamallin muutosten ja vahvan kassan myötä voidaan yhtiölle hyväksyä 15-20 % historiallista korkeampi arvostus.

Painopisteen siirtäminen kohti IM ja skaalautuvan osuuden lisääminen pitkän aikavälin arvoajureita

Vaisalan osakkeen arvonmuodostus tulee lähivuosina näkemyksemme mukaan riippumaan paljon painopisteen siirtymisen nopeudesta ja suuruudesta kohti nopeampaa kasvua ja parempaa kannattavuutta omaavaa Industrial Measurementsia. Lisäksi skaalautuvan liiketoiminnan osuuden lisääminen on mahdollisesti huomattava arvoajuri niin kannattavuuden parantumisen että hyväksyttävän arvostustason noususta johtuen. Lisäksi pidämme mahdollisena, että Vaisala tulee vahvistamaan liiketoiminta-alueitaan yritysostoin, ja erityisesti Industrial Measurements -liiketoiminta-alueita. Arvioimme Vaisalan yritysostojen kohdistuvan ensisijaisesti teknologiaan, mutta mahdollisesti myös hankkimaan vahvempaa markkinaosuutta Power Transmission ja/tai Life Science-puolella, jossa markkinakasvu on vahvinta.

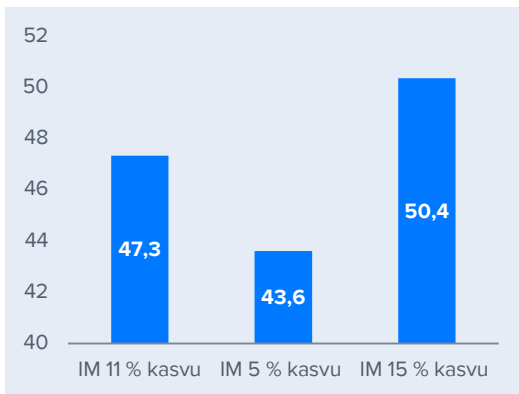
Sijoittajien on hyvä huomioida painopisteen siirtymisen tarjoama potentiaali, sillä erot Weather and Environmentin ja Industrial Measurements-markkinoiden kasvunopeuksissa ovat merkittävät. Weather and Environment -markkina kasvaa 4,5 % ja Industrial Measurements -markkina kasvaa noin 7,0 %. Lisäksi kannattavuuserot ovat suuret yksiköiden välillä. Weather and Environmentin bruttokate-% alle on alle 50 %, kun Industrial Measurementsin bruttokate-% on yli 60 % ja se skaalautuu edelleen kasvun myötä.

Arvonmääritys 3/3

Skenaarioita – Industrial Measurementsin kasvuvauhti

Olemme alla tehneet herkkyyyslaskelman Industrial Measurementsin ensi vuoden kasvuvauhtiin nähden ja tarkastelleet miten tämä muuttaisi Vaisalan osakkeen arvoa. Olemme tarkastelleet arvoa ennustamamme skenaarion (11 %:n kasvu) kasvuvauhdin lisäksi 5 %:n ja 15 %:n kasvuvauhdeilla. Lisäksi olemme käyttäneet hitaimmassa kasvuvauhdissa vain 10 %:n preemiota P/E-kertoimeen ja kahdessa nopeamman kasvun skenaariossa 15 %:n preemiota. Ennustamassamme skenaariossa Industrial Measurements kasvaa 11 %:n vauhtia, Vaisalan EPS on 2,06 ja tämä sovellettuna 15 %:n preemio 20x P/E-kertoimeen antaa 47,3 arvon osakkeelle. Huonossa skenaariossa olemme pitäneet muut parametrit ennallaan, mutta käyttäneet 5 %:n kasvua IM:lle ja 10 %:n preemiota ja päässeet 43,6 euron osakekohtaiseen arvoon. Hyvässä skenaariossa olemme muuttaneet kasvun 15 %:n vauhtiin ja preemion myös 15 %:iin ja päässeet 50,4 euron osakekohtaiseen arvoon.

Osakkeen arvo eri Industrial Measurementsin kasvuskenarioissa



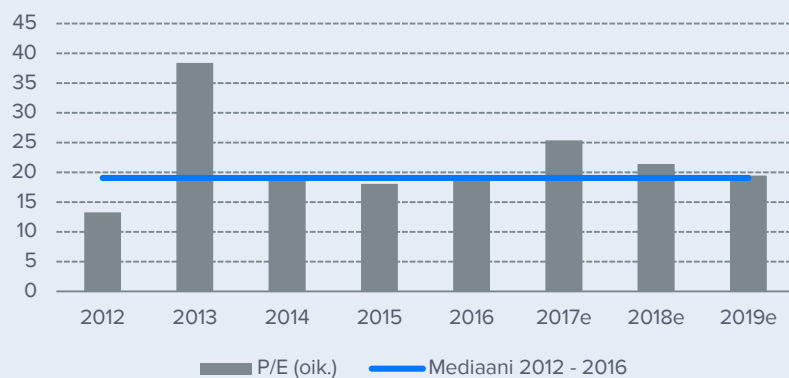
Arvostuksen yhteenveto

Arvonmäärityksessä olemme käyttäneet mittatikkuna pääasiallisesti yhtiön pitkänajan hyväksyttävää 20x P/E-kerrointa. Näkemyksemme mukaan tässä vaiheessa yhtiön omaa sykliä, liiketoimintamallin muutosten ja vahvan kassan myötä voidaan yhtiölle hyväksyä 15-20 % korkeampi arvostus pitkänajan hyväksyttävään arvostukseen verrattuna. Lisäksi kassavirtamalli antaa tukea 48 euron tavoitehinnallemme.

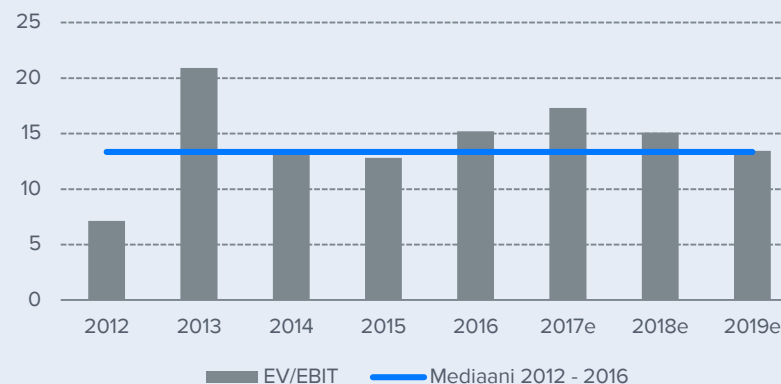
Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	15,90	23,21	21,89	23,94	33,70	43,99	43,99	43,99
Markkina-arvo	290	422	398	437	614	801	801	801
Yritysarvo (EV)	215	376	351	378	542	716	699	683
P/E (oik.)	13,3	38,4	19,1	18,1	19,1	25,4	21,4	19,5
P/E	13,3	38,4	17,0	15,8	32,7	25,4	21,4	19,5
P/Kassavirta	6,4	30,3	33,1	17,4	17,6	28,5	22,1	22,0
P/B	1,5	2,7	2,3	2,4	3,4	4,1	3,7	3,4
P/S	1,0	1,5	1,3	1,4	1,9	2,4	2,3	2,2
EV/Liikevaihto	0,7	1,4	1,2	1,2	1,7	2,2	2,0	1,9
EV/EBITDA	4,7	11,5	8,5	8,5	9,1	13,8	12,2	11,0
EV/EBIT	7,1	20,9	13,3	12,8	15,2	17,3	15,1	13,4
Osinko/tulos (%)	75,2 %	148,8 %	69,7 %	62,8 %	96,9 %	60,5 %	53,4 %	50,9 %
Osinkotuotto-%	5,7 %	3,9 %	4,1 %	4,0 %	3,0 %	2,4 %	2,5 %	2,6 %

P/E (oikaistu)



EV/EBIT



Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto- %		P/B
				2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Vaisala	44,0	652	592	15,4	13,0	12,0	10,5	1,8	1,7	26,9	22,1	1,1	1,1	4,1
Spectris	2350,6	3183	3358	14,6	13,0	12,3	10,9	2,0	1,9	18,0	15,9	0,6	0,6	2,5
Halma	1079,4	4624	4846	21,9	20,1	19,0	17,3	4,5	4,2	28,8	25,4	0,1	0,1	6,0
Oxford Instruments	960,5	626	745	15,1	14,5	12,4	12,4	1,8	2,0	20,8	18,2	0,1	0,1	4,5
Indutrade	212,8	2697	3080	18,6	17,5	14,9	13,7	2,0	1,9	18,8	17,2	3,8	4,3	4,9
TT Electronics	227,0	416	492	13,9	17,0	7,9	10,9	0,8	1,2	17,4	19,6	0,1	0,1	
Hexagon	396,2	14336	16520	20,9	18,0	16,0	13,8	4,9	4,6	23,6	20,9	0,5	0,6	3,3
Hexpol	81,7	2825	2921	13,8	13,2	12,5	12,0	2,2	2,2	19,4	18,4	1,9	2,0	3,9
Nokia	5,1	29441	26202	12,4	9,7	9,1	7,9	1,1	1,1	18,7	15,2	0,2	0,2	1,7
Vaisala (Inderes)	44,0	801	716	17,3	15,1	13,8	12,2	2,2	2,0	25,4	21,4	2,4	2,5	4,1
Keskiarvo				16,3	15,1	12,9	12,2	2,3	2,3	21,4	19,2	0,9	1,0	3,8
Mediaani				15,1	14,5	12,4	12,0	2,0	1,9	19,4	18,4	0,5	0,6	4,0
Erotus-% vrt. mediaani				15 %	5 %	12 %	2 %	12 %	6 %	31 %	16 %	367 %	323 %	2 %

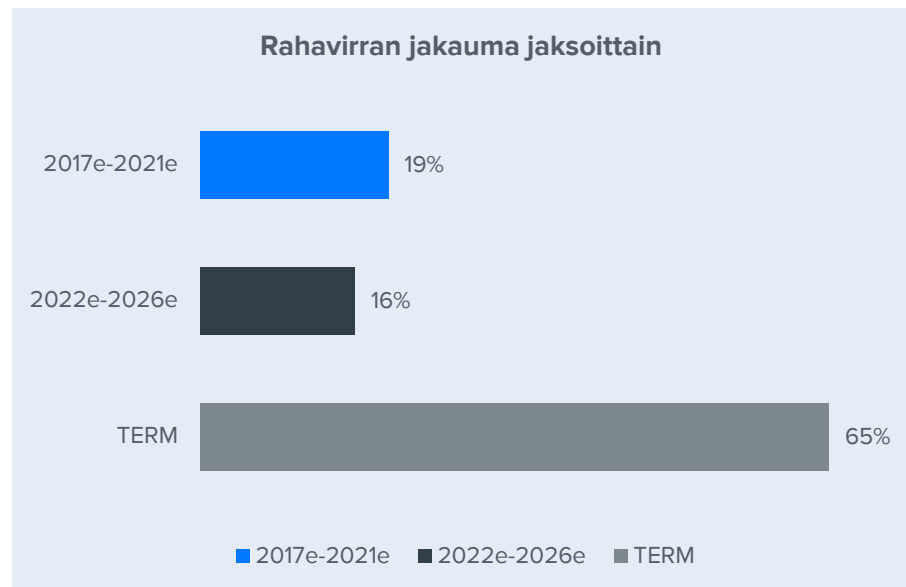
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	22,3	41,4	46,3	50,8	54,8	58,8	60,2	58,7	56,4	48,9	50,1	
+ Kokonaispoistot	24,1	10,4	10,9	11,3	11,8	12,2	12,5	12,7	13,0	12,7	13,2	
- Maksetut verot	-9,4	-5,3	-8,8	-9,7	-10,4	-11,2	-11,4	-11,2	-10,7	-9,3	-9,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,8	-1,9	0,9	-2,0	-2,6	-2,7	-3,0	-2,6	-2,2	-2,3	-1,5	
Operatiivinen kassavirta	39,8	44,1	49,3	50,4	53,6	57,1	58,3	57,7	56,4	50,0	52,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,4	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-7,3	-13,0	-13,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-12,5	-15,7	-15,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	34,9	28,1	36,3	36,4	39,6	43,1	44,3	43,7	43,9	34,3	37,1	
+/- 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	34,9	28,1	36,3	36,4	39,6	43,1	44,3	43,7	43,9	34,3	37,1	946,9
Diskontattu vapaa kassavirta		27,6	33,5	31,6	32,2	32,9	31,8	29,4	27,7	20,4	20,7	527,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		815,1	787,5	754,0	722,4	690,2	657,2	625,5	596,0	568,3	547,9	527,3
Velaton arvo DCF		815,1										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		72,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-18,2										
Oman pääoman arvo DCF		869,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		47,71										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	0,80
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	6,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,5 %



Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	300	319	319	328	343	362
Kulut	-258	-274	-273	-276	-286	-300
EBITDA	41,5	44,6	46,4	51,8	57,2	62,1
Poistot	-15,2	-15,1	-24,1	-10,4	-10,9	-11,3
Liikevoitto	26,3	29,5	22,3	41,4	46,3	50,8
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-13,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>26,3</i>	<i>29,5</i>	<i>35,6</i>	<i>41,4</i>	<i>46,3</i>	<i>50,8</i>
Rahoituserät	2,7	3,6	-0,2	-2,4	0,0	0,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	29,1	33,0	22,1	38,9	46,3	50,8
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-5,6	-5,4	-3,3	-7,3	-8,8	-9,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	23,5	27,6	18,8	31,6	37,5	41,2
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>23,5</i>	<i>27,6</i>	<i>32,1</i>	<i>31,6</i>	<i>37,5</i>	<i>41,2</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	23,5	27,6	18,8	31,6	37,5	41,2
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>1,29</i>	<i>1,51</i>	<i>1,03</i>	<i>1,73</i>	<i>2,06</i>	<i>2,26</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	1,15	1,33	1,76	1,73	2,06	2,26

Tase

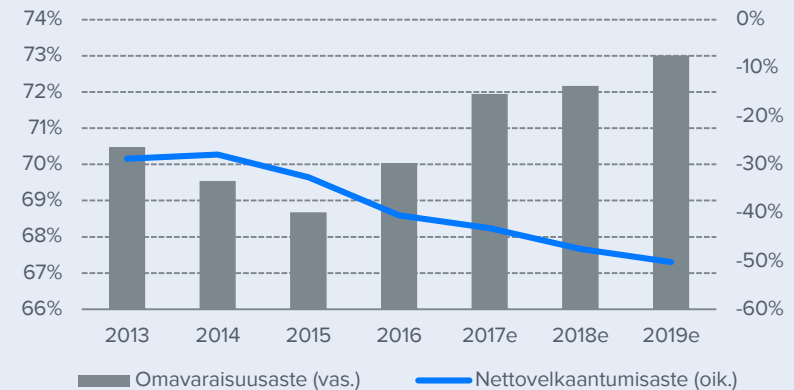
Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	91	90	75	76	78
Liikearvo	14	16	0	0	0
Aineettomat oikeudet	23	18	20	21	21
Käyttöomaisuus	44	44	41	43	45
Sijoitukset					
osakkuusyrityksiin	1	1	1	1	1
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	9	10	12	10	10
Vaihtuvat vastaavat	153	174	180	198	220
Varastot	34	39	32	36	38
Muut lyhytaikaiset varat	1	1	0	1	1
Myyntisaamiset	71	75	75	75	79
Likvidit varat	48	59	72	85	102
Taseen loppusumma	245	264	255	273	298

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	170	181	179	197	215
Osakepääoma	8	8	8	8	8
Kertyneet voittovarot	163	174	176	189	207
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	3	3	0	0
Muu oma pääoma	0	-3	-8	0	0
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	10	8	6	3	3
Laskennalliset verovelat	5	5	0	0	0
Varaukset	0	0	2	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	4	3	4	3	3
Lyhytaikaiset velat	65	75	71	74	80
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	58	69	67	69	76
Muut lyhytaikaiset velat	7	6	4	5	5
Taseen loppusumma	245	264	255	273	298

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



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 esittäjien näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien 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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi 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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin 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 kehityisi 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 jakaumaan 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 yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa 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, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.9.2016	Vähennä	33,00 €	33,84 €
7.10.2016	Vähennä	30,00 €	29,58 €
27.10.2016	Lisää	32,00 €	29,60 €
14.12.2016	Vähennä	35,00 €	36,80 €
9.2.2017	Vähennä	34,00 €	33,70 €
25.4.2017	Lisää	42,00 €	39,00 €
14.6.2017	Lisää	48,00 €	44,82 €
21.7.2017	Lisää	48,00 €	44,50 €
25.9.2017	Lisää	48,00 €	43,90 €

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi