

Vaisala

Laaja raportti

20.6.2023 08:30



Pauli Lohi
+35845 134 7790
pauli.lohi@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Selkeät ajurit tuloskasvun jatkumiselle

Korkeatasoisia sään, ympäristön ja teollisuuden mittausratkaisuja kehittävän Vaisalan keskipitkän aikavälin tuloskasvunäkymät ovat kirkkaat. Teollisten mittauksen liiketoiminta-alue on toistaiseksi vetänyt tuloskasvua lähes yksin, mutta odotamme jatkossa myös Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen parantavan kannattavuuttaan kasvupanostusten paremman kohdentamisen ansiosta. Tuotto-odotus on nykyisellä arvostustasolla sekä hieman nousseilla tulosenusteillamme riittävä lisää-suositukseen (aik. vähennä) ja 44 euron tavoitehintaan (aik. 41).

Globaali teknologiajohtaja lukuisissa mittausratkaisujen tuotesegmenteissä

Vaisala on korkealaatuisen mittausteknologian johtava valmistaja, jonka vahva markkina-asema perustuu mm. pitkäjänteiseen tuotekehitykseen, asiakastuntemukseen ja osaavaan henkilöstöön. Yhtiö myy ratkaisujaan käytännössä kaikkialla maailmassa, mutta yhtiön tuotekehitys on keskitetty Eurooppaan ja Pohjois-Amerikkaan. Kahdesta liiketoiminta-alueesta Teolliset mittaukset kasvaa nopeammin (CAGR 2017-22: 15 %) ja on myöskin selvästi kannattavampi (EBIT-% 2022: 22,8 %). Teolliset mittaukset –liiketoiminta-alueen liikevaihto koostuu pääosin tuotemyynnistä ja on erittäin hajautunut lukuisten asiakassegmenttien välille. Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella kasvu ja kannattavuus ovat sen sijaan maltillisemmat (CAGR 2017-22: 5 %, EBIT-% 2022: 3,8 %), eivätkä pääosin julkisia asiakkaita palvelevat meteorologian ja lentosään ydinmarkkinasegmentit juuri tarjoa kasvupotentiaalia. Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueeseen kuuluu kuitenkin myös kasvavia segmenttejä (osuus liiketoiminta-alueesta ~40 %), kuten uusiutuvan energian havaintolaitteita sekä älykkäitä säädatapalveluita, joita myydään yritysasiakkaille.

Tuloskasvulle tukea markkinan kasvusta sekä sisäisistä toimenpiteistä

Korkeakatteinen ja kannattava Teollisten mittauksen liiketoiminta-alue on kasvattanut osuuttaan konsernin liikevaihdosta jo pitkään (2022: 44 %), mikä on ollut pääasiallinen tuloskasvun lähde Vaisalalle. Jatkossa odotamme myös Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kannattavuuden parantuvan, sillä heikosti kasvaviin ydinsegmentteihin investoidaan aiempaa vähemmän. Samalla kasvusegmentteihin kohdistetut panostukset alkavat tuottaa hedelmää asteittain ja esimerkiksi korkeakatteisten älykkäiden säädatapalveluiden kannattavuuden skaalautuminen tulee lähivuosina näkyviin tuloksessa. Vaisala tavoittelee strategiakaudellaan 7 %:n vuotuisia kasvua (2021-24e CAGR: 11 %) ja 15 %:n liiketulosmarginaalia (2024e: 13,8 %; ilman yrityskauppoihin liittyviä aineettomia poistoja luku olisi 15,2 %). Odotamme vuoden 2023 liiketuloksen kuitenkin jäävän ohjeistuksen alempaan päähän, sillä toteutetut kasvupanostukset lisäävät kiinteitä kuluja etupainotteisesti, mikä osittain peittää alleen katteiden parantumisen.

Pitkän aikavälin tuloskasvunäkymät perustelevat kalliin hintalapun

Vahva asema hajautuneilla ja ripeästi kasvavilla loppumarkkinoilla tekee Vaisalan tuloskasvuprofiilista hyvän ja liiketoiminnan riskitasosta melko matalan. Osakkeen nykyinen vaativa arvostustaso (EV/EBIT 2023e: 18x) on siten perusteltavissa ja jää alle viiden vuoden historiallisen keskiarvon (20x) sekä verrokkiryhmään vallittujen korkeaa pääoman tuottoa tekevien globaalien teknologiayhtiöiden arvostustason (23-24x). Tuotto-odotus syntyy 11 %:n tuloskasvusta (2022-26 CAGR) sekä 2 %:n osinkotuotosta. Liiketoiminta ei ole immuuni talouden sykleille ja näemme yhä liiketuloksen osalta pienen ohjeistusriskin vuodelle 2023. Uskomme kuitenkin, että osaketta kannattaa omistaa pitkällä aikavälillä ja nykyinen kurssitaso on sijoittajalle riittävän houkutteleva.

Suositus

Lisää

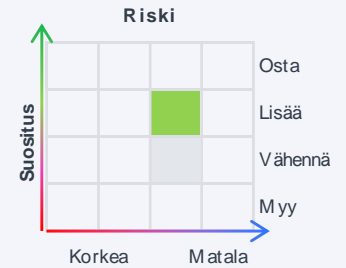
(aik. Vähennä)

44,00 EUR

(aik. 41,00 EUR)

Osakekurssi:

40,75



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	514	564	603	641
kasvu-%	17 %	10 %	7 %	6 %
EBIT oik.	70,7	80,3	91,5	100,6
EBIT-% oik.	13,8 %	14,2 %	15,2 %	15,7 %
Nettotulos	45,0	55,1	65,0	72,9
EPS (oik.)	1,42	1,70	1,97	2,17
P/E (oik.)	28,0	24,0	20,7	18,8
P/B	5,8	5,3	4,7	4,1
Osinkotuotto-%	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,1 %
EV/EBIT (oik.)	20,6	18,2	15,5	13,7
EV/EBITDA	16,9	15,3	13,3	11,8
EV/Liikevaihto	2,8	2,6	2,4	2,1

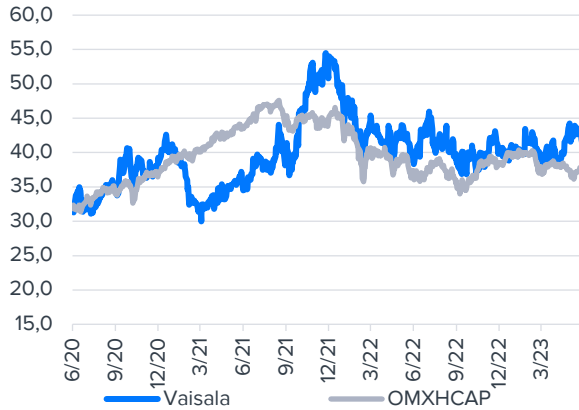
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

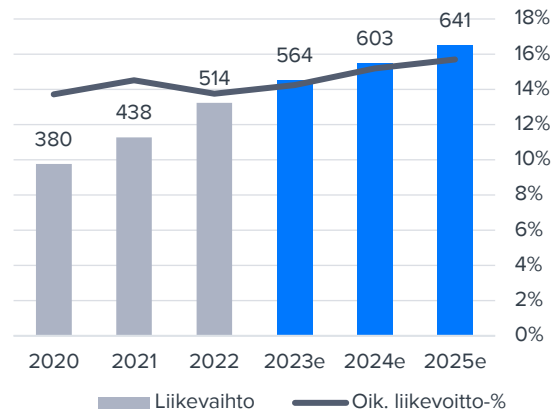
Vaisala arvioi vuoden 2023 liikevaihdon olevan 530–570 miljoonaa euroa ja liiketuloksen (EBIT) 70–85 miljoonaa euroa.

Osakekurssi



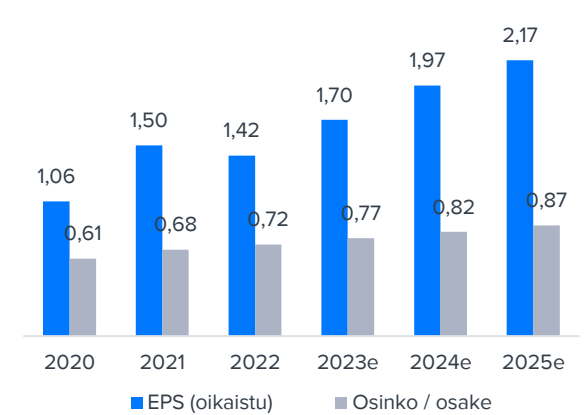
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Johtava teknologinen asema markkinoillaan
- Liiketoiminta koostuu useista pienemmistä segmenteistä, joissa runsaasti kasvupotentiaalia
- Korkean kannattavuuden liiketoiminnot kasvattavat suhteellista osuuttaan
- Kannattavuuden parantaminen hitaammin kasvavilla ydinmarkkinoilla



Riskitekijät

- Talouden sykleillä on vaikutusta yhtiön liikevaihtoon ja kannattavuuteen
- Riippuvainen globaaleista komponenttien alihankintaketjuista
- Kasvun rakenteellinen hidastuminen tai lisääntyvä kilpailu ydinmarkkinoilla
- Mahdolliset epäonnistumiset yritysostojen synergioiden realisoimisessa

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	40,8	40,8	40,8
Osakemäärä, milj. kpl	36,4	36,4	36,4
Markkina-arvo	1485	1485	1485
Yritysarvo (EV)	1461	1421	1378
P/E (oik.)	24,0	20,7	18,8
P/E	27,0	22,8	20,4
P/Kassavirta	24,6	21,2	20,0
P/B	5,3	4,7	4,1
P/S	2,6	2,5	2,3
EV/Liikevaihto	2,6	2,4	2,1
EV/EBITDA (oik.)	15,3	13,3	11,8
EV/EBIT (oik.)	18,2	15,5	13,7
Osinko/tulos (%)	51%	46%	44%
Osinkotuotto-%	1,9%	2,0%	2,1%

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Teollisten mittausten liiketoiminta-alue	10
Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue	11-12
Liiketoiminnan riskiprofiili	13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	14-16
Yrityskaupat	17-18
Markkinat ja kilpailukenttä	19-21
Historiallinen kehitys	22-23
Ennusteet	24-27
Sijoitusprofiili	28
Arvonmääritys	29-31
Taulukot	32-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36

Vaisala lyhyesti

Vaisala on globaalisti johtava sään, ympäristön ja teollisuuden mittausratkaisuja tarjoava yritys hajautuneella markkinalla

514 MEUR (+17 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

62,5 MEUR (12,2 % lv:sta)

Liiketulos 2022

Noin 3,0 miljardin euron markkina¹

1,6 Teolliset mittaukset – 1,4 Sää ja ympäristö

44 % / 56 %

Teolliset mittaukset / Sää ja ympäristö osuus liikevaihdosta 2022

Hajautunut loppuasiakaskunta

Noin 9 000 eri tuotetta ja 4 tuotantolaitosta

Toimituksia yli 150 maahan

Asiakkaita lukuisilla eri toimialoilla

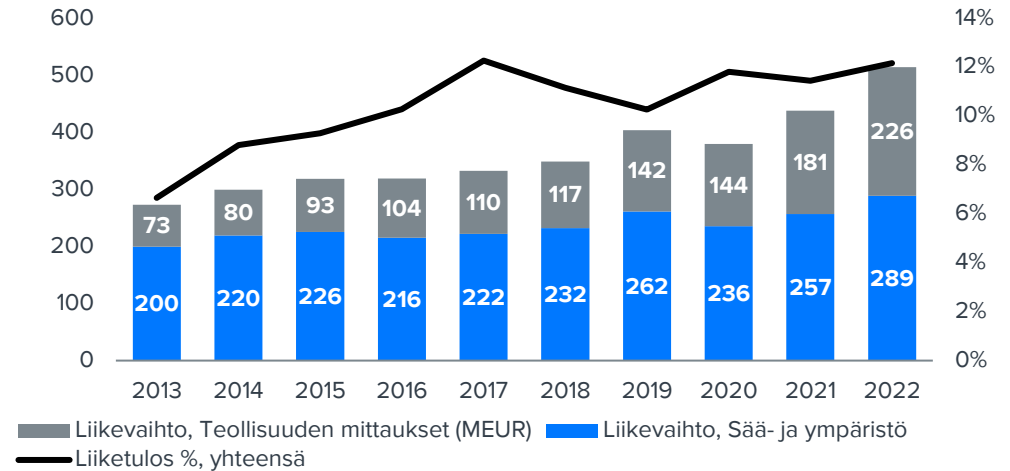
>50 %

Perustajasuvun osuus äänistä yhtiökokouksessa

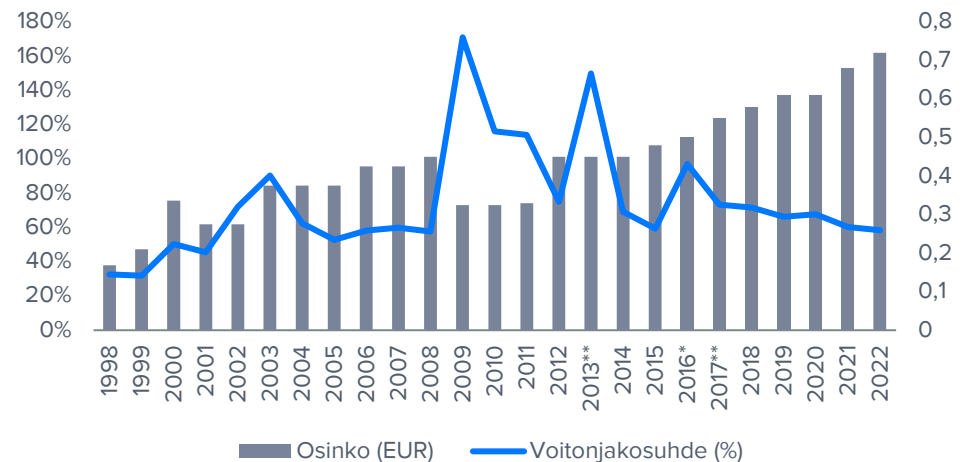
1) Inderesin arvio joka perustuu osittain Vaisalan antamiin arvioihin sekä viimeaikaiseen markkinakehitykseen

Lähde: Vaisala ja Inderes

Tuloskasvu syntynyt pääosin Teollisten mittausten liiketoiminta-alueelta



Vakaa ja nousujohteinen osingonmaksaja



Oikaistu osakesplitillä.

*oikaistu alaskirjauksella, **lisäksi ylimääräinen osinko

Kumppanit



Avainasiakkaat



Yliopistot,
Tutkimusorganisaatiot ja T&K
kumppanit



Ilmatieteen laitokset



Valmistuskumppanit



Toimittajat ja alihankkijat

Toiminnot

Tuotekehitys



Myynti ja
markkinointi



Anturien
valmistus



Alihankinta,
kokoonpano
ja testaus



Resurssit

Sovellusosaaminen



Sitoutuneet ja
ammattitaitoiset ihmiset



Vaisalan
tuotantojärjestelmä



Oma puhdahuone



Teknologiajohtajuus



Vahva taloudellinen
asema



Liiketoimintaidea

Mittauslaitteiden korkean lisäarvon
globaali kärkiyhtiö

VAISALA

- Sään, ympäristön ja teollisuuden mittausratkaisuja
- Maailman luotettavimpia mittauksia siellä missä niillä on eniten merkitystä
- T&K-pioneeri ja innovatiivinen tuotejohtaja
- Hyvä ja vakaa osingonmaksaja

Myyntikanavat

Oma myynti ~20
maassa



Jakeluverkosto
kattaa yli 100 maata



Verkkokauppa



Asiakassegmentit

Teolliset mittaukset

Teolliset instrumentit
Terveysteknologia
Sähkövoima ja energia
Nestemittaus



Sää- ja ympäristö

Meteorologia
Lentoliikenne
Tieliikenne ja autoteollisuus
Uusiutuva energia



Tuotteet

Pääasiassa räätälöityjä tuotteita
300 tuoteperehettä ja 9000 tuotetta

Säälilaitteita
esim. tutkia



Projektit



Mittauslaitteita
ja antureita



Digitaaliset
ratkaisut ja
data



Kustannusrakenne



Materiaali- ja
valmistuskustannukset (45 %
Liikevaihdosta)



Tuotekehitys
(12 %)



Myynti, markkinointi ja
hallinto (31 %)

➔ 2022 EBIT: 12,2 %, EBITA: 13,7 %, EBITDA: 16,7 %

Tulovirrat

Maantieteellisesti



EMEA 32 %
Amerikat 37 %
Aasia ja
Tyynenmeren
alue 31 %



Tuote-
myynti

73 %



Projekti-
myynti

14 %



Palvelu-
myynti

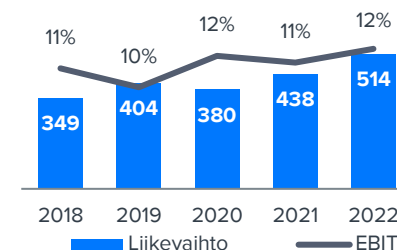
7 %



Jatkuva
tilausmyynti

6 %

Liikevaihto ja liikektulos-%



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Arvonluontia korkealaatuisella teknologialla

Vaisala on globaalisti johtava sään, ympäristön ja teollisuuden mittausratkaisuja tarjoava yritys, jota johdetaan pitkäjänteisesti. Vaisala tarjoaa kattavan valikoiman innovatiivisia havainto- ja mittaustuotteita ja palveluja meteorologian, teollisuuden sekä valittujen säästä riippuvaisten toimialojen mittaustarpeisiin. Yhtiön strategiana on toimia ainoastaan korkean arvonluonnin arvoketjun osissa, joissa suurin lisäarvo luodaan. Tutkimus ja tuotekehitys (T&K) muodostaa liiketoiminnan selkärangan.

Teolliset mittaukset ajaa tulokasvua

Vuonna 2022 Vaisalan liikevaihto oli 514 MEUR ja liike-tulos 12,2 % liikevaihdosta. Vaisala on vuosien 2017-2022 välillä kasvanut keskimäärin 9 % vuodessa ja yhtiön liike-tulosmarginaali on kehittynyt nousujohteisesti. Kasvu on syntynyt enimmäkseen orgaanisesti ja pääosin Teollisten mittausten liiketoiminta-alueella. Nopeammin kasvava ja korkeamman kannattavuuden omaava Teolliset mittaukset on kasvattanut osuuttaan liikevaihdosta jo 44 %:iin ja liike-tuloksesta peräti 82 %:iin (2022). Vaisalan tekemät yritysostot ovat olleet kooltaan suhteellisen pieniä ja niillä on pääasiallisesti pyritty vahvistamaan yhtiön teknologisia kyvykkyksiä valituissa segmenteissä. Yhtiön vahva tase ja kassavirta tarjoavat jatkuvasti hyvät mahdollisuudet uusiin yrityskauppoihin.

Mittausratkaisuja toimitetaan globaalisti

Korkealaatuisten mittausratkaisujen markkina on globaali ja Vaisalan liikevaihto on siten laajasti jakautunut eri maantieteille. Vaisala palvelee asiakkaita yli 150 maassa. Yhtiöllä on oma

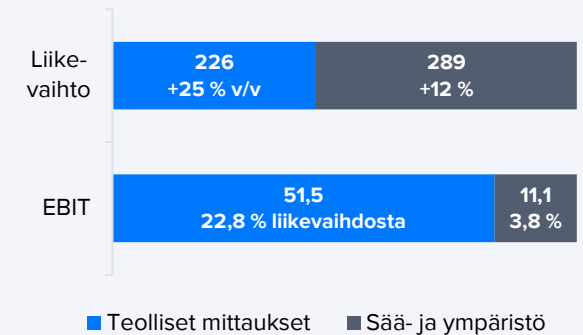
suoramyyntiorganisaatio noin 20 maassa, minkä lisäksi se hyödyntää jakelijoita ja myyntiedustajia noin 100 maassa. Myyntiä syntyy myös oman verkkokaupan kautta. Vaisalan asiakaskunta on erittäin hajautunut ja yksittäiset tilaukset tuotemyynnissä tyypillisesti melko pieniä, kymmenien tai satojen tuhansien eurojen mittaluokkaa.

Vaisalalla on valmistusta kaikilla kolmella päämarkkina-alueella Euroopassa, Amerikassa ja Aasiassa. Yhtiön tuotannosta ja tuotekehityksestä kuitenkin valtaosa sijaitsevat Euroopassa. Vaisalassa työskenteli maaliskuun 2022 lopussa 2287 henkilöä, joista 66 % Suomessa. Vaisalan tuotanto keskittyy lisäarvoa tuottavaan loppukokoonpanoon, testaukseen ja kalibrointiin, minkä lisäksi siihen kuuluu myös anturien valmistusta omassa puhdashuoneessa. Kaikki osat, jotka eivät ole lisäarvoa luovia, ostetaan alihankintana. Vaikka yhtiön tekemien hankintojen arvosta valtaosa (78 %) kohdistuikin Eurooppaan vuonna 2022, hyödyntää moni Vaisalan alihankkija kuitenkin merkittävästi Aasiassa valmistettavia komponentteja. Vaisala on siten riippuvainen globaaleista elektroniikan toimitusketjuista.

Valtaosa liikevaihdosta syntyy tuotemyynistä

Vaisala jaottelee myyntiään viiteen eri kategoriaan, joita ovat tuotteet, projektit, palvelut, jatkuva tilausmyynti ja vuokratuotot. Tuotemyynnin suhteellinen osuus oli vuonna 2022 jo 73 % ja sen osuus on ollut nousussa Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen kasvun myötä, jossa tuotemyynnin osuus on 92 %.

Liikevaihto ja liike-tulos 2022 (MEUR)



Ydintoiminnot kartalla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella tuotemyynnin osuus on vain 58 %, sillä merkittävä osuus liiketoiminta-alueen liikevaihdosta syntyy säähavaintojärjestelmien toimittamiseen liittyvistä projekteista sekä mm. säädäta- ja ohjelmistopalveluiden jatkuvasta tilausmyynnistä.

T&K on avain arvoketjun paalupaikalle

Tutkimus ja tuotekehitys (T&K) on aina ollut keskeisessä roolissa Vaisalan historiassa. Yhtiö on panostanut tutkimukseen ja kehitykseen keskimäärin 13 % liikevaihdosta vuosina 2018-22 %. Onnistunut T&K ja laadukkaiden tuotteiden lanseerauksien jatkuminen ovat keskeisessä roolissa kasvun ja kannattavuuden kannalta pitkällä aikavälillä. Yhtiö tavoittelee uusien tuotteidensa osalta aina johtavaa asemaa markkinoilla, eikä ole kiinnostunut keskinkertaisten tuotteiden lanseeraamisesta. 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. Liiketoiminnan hajautuneisuus useiden eri tuote- ja asiakassegmenttien kesken myöskin vähentää yksittäisiin tuotealueisiin kohdistuvia kysynnän tai kilpailutilanteen muutosten aiheuttamia riskejä.

Vuoden 2017 lopulla yhtiö päätti investoida 30 MEUR uuteen moderniin toimistorakennukseen ja laboratoriotiloihin Vantaalla, joka valmistui vuoden 2020 lopulla. Uusi rakennus tukee lähinnä T&K-toimintoja ja siihen liittyviä vaativia määräyksiä. Vuonna 2022 tutkimus- ja tuotekehityskulut olivat 55 MEUR tai 12 % liikevaihdosta. Vuodesta 1989 lähtien yhtiö on kumulatiivisesti panostanut jo noin miljardi euroa tutkimukseen ja kehitykseen.

Historiallisesti T&K on keskittynyt tuotteisiin, mutta nykyään ohjelmistot muodostavat entistä suuremman osuuden tuotekehityksestä. Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen tuotekehityksessä noin 50 % ja Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen tuotekehityksessä noin 25 % henkilöstöstä on ohjelmisto-osaajia. Ohjelmistot ovat jo osana melkein kaikissa Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen tuotteissa ja niiden roolin odotetaan kasvavan vahvemmaksi myös Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen puolella.

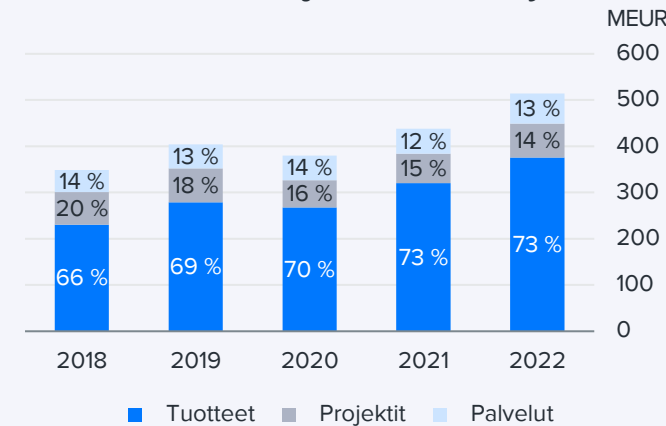
Vaisalan kehitystoiminta pitää sisällään asioita pienistä piirilevyistä kokonasiin järjestelmiin, ohjelmistoihin ja informaatio-palveluihin. Monessa tapauksessa tuotteiden elinkaari ulottuu yli kymmeneen vuoteen.

Vaisalaa johdetaan pitkäjänteisesti

Vaisalalla on kaksi osakesarjaa, joista A oikeuttaa 1 ääneen ja K 20 ääneen yhtiökokouksessa. Omistuspohjasta ja erityisesti äänivallasta suuri osa on keskittynyt perustaja Vilho Väisälän perillisille, joilla on yhtiön äänistä yli 50 %. Vahva perillisten omistus heijastuu myös liiketoimintaan, jota johdetaan hyvin pitkäjänteisesti, matalalla riskitasolla ja vahvalla taseella.

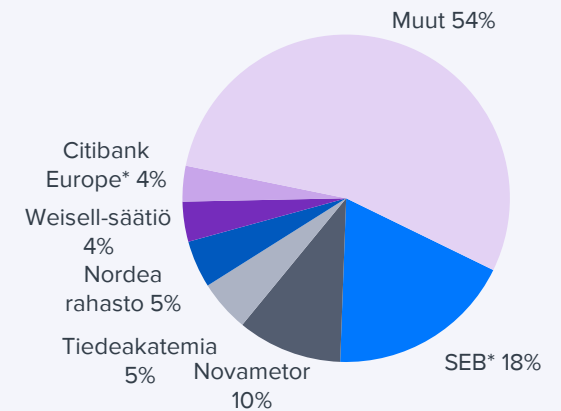
Vaisalan hallituksen sekä johdon kokoonpano on vuosien varrella ollut hyvin vakaa ja luonut jatkuvuutta. Vuoden 2020 syksyllä yhtiön toimitusjohtaja vaihtui Kjell Forsënin eläköityessä oltuaan 14 vuotta Vaisalan toimitusjohtajana. Uusi toimitusjohtaja Kai Öistämö esitteli uudistetun strategiansa syksyllä 2021. Uudistettu strategia on pyrkinyt selkeyttämään organisaation eri osien tavoitteita ja nostamaan kunnianhimoa liikevaihdon kasvun sekä kannattavuuden osalta.

Liikevaihdon jakauman kehitys



Palvelumyynnistä 6 %-yksikköä jatkuvaa tilausmyyntiä ja alle 1 %-yksikkö vuokratuottoja (2022)

Omistusrakenne (% osakkeista)



*hallintarekisteröidyt osakkeet

Lähde: Vaisala

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3



Teollisten mittausten liiketoiminta-alue

Vahvaa ja kannattavaa kasvua

Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen liikevaihto vuonna 2022 oli 226 MEUR ja sen osuus konsernin liikevaihdosta 44 %. Liikevaihto on kasvanut keskimäärin 15 % viimeisen viiden vuoden aikana, josta orgaanisen kasvun osuus on laskujemme mukaan 13 %-yksikköä. Liikevaihdon kasvua ajaa markkinakasvun lisäksi laajentuminen uusille markkinoille mm. viemällä olemassa olevaa teknologiaa uusiin arvokkaampiin ympäristöihin, mutta myös uuden teknologian kaupallistamisen kautta.

Liiketoiminta-alueen kannattavuus on jo pitkään ollut vahvalla tasolla (2022 EBIT: 22,8 %), mikä kuvastaa tuotettujen ratkaisujen korkeaa lisäarvoa asiakkaille. Mittauslaitteiden hinta on usein asiakkaan näkökulmasta suhteellisen matala verrattuna ympäristöön, jossa tuotetta käytetään (esim. tehdas). Asiakassuhteet ovat tiiviitä ja pitkäikäisiä, mikä kasvattaa Vaisalan hinnoitteluvoimaa.

Valtaosa liikevaihdosta tuotemyyntiä

Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen liikevaihdosta valtaosa (92 %) on tuotemyyntiä, jossa toimitusajat ovat tyypillisesti lyhyet ja yksittäiset tilauskoot melko pienet (tyypillisesti kymmenien tuhansien eurojen luokkaa, mutta toisinaan satoja tuhansia). Tilauksien merkitys kasvun ennustamisessa on rajallinen ja sijoittajan kannattaakin kiinnittää huomiota tulevaan markkinakehitykseen tulevaisuuden näkymiä arvioitaessa. Liikevaihdosta 8 % syntyy palvelumyynnistä, mikä pitää sisällään pääasiassa pitkäaikaisia huoltosopimuksia ja huoltopalveluita. Palvelumyynti on historiassa kehittynyt erittäin

vakaasti talouden sykleistä riippumatta.

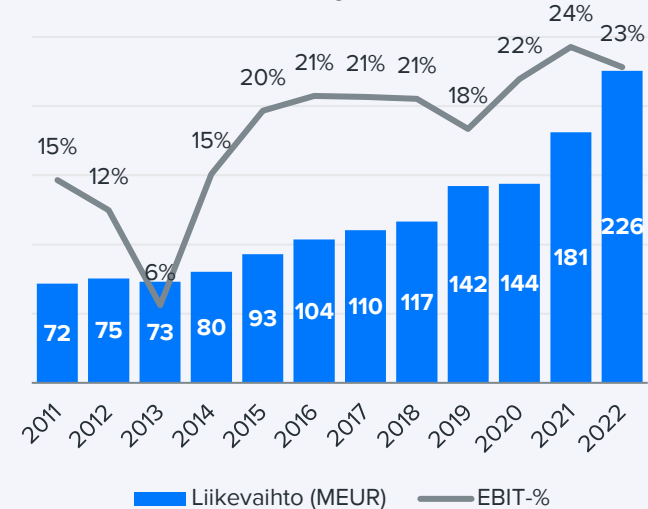
Neljä päätuotesegmenttiä

Vaisala jaottelee Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen neljään tuotesegmenttiin.

- **Teolliset instrumentit** on laaja yleiskategoria, johon kuuluu mm. kosteuden ja hiilidioksidin mittaamiseen soveltuvia laitteita, joita hyödynnetään monilla eri teollisuuden aloilla.
- **Terveysteknologia** –segmentti koostuu olosuhdevalvontajärjestelmistä, joita hyödynnetään erityisesti säännellyissä ympäristöissä kuten laboratorioissa, puhdistiloissa, sairaaloissa ja lääketeollisuuden varastotiloissa.
- **Sähkövoima ja energia** –segmenttiin kuuluu mm. suurjännitemuuntajien kunnonvalvonnassa hyödynnettävät kaasuanalysaattorit sekä biokaasun ja biometaanin tuotannon optimointiin suunnitellut mittauslaitteet.
- **Nestemittausten** segmentti palvelee esimerkiksi puolijohde-, kemian-, elintarvike- sekä paperi- ja selluteollisuutta. Nestemittaustuotteet hankittiin osaksi Vaisalaa vuonna 2018 K-Patents –yrittäjäkaupan myötä.

Kaikki neljä edellä mainittua segmenttiä ovat myötävaikuttaneet liiketoiminta-alueen kasvuun viimeisten kolmen vuoden aikana. Koronapandemia aiheutti kasvun hidastumista lähes nollaan vuonna 2020 asiakkaiden rajoittaessa investointejaan. Pandemian jälkeen liiketoiminta-alueen kasvu kuitenkin kiihtyi erittäin korkealle noin 25 %:n tasolle vuosina 2021-22.

Liikevaihto ja liikevoitto



Segmenttikohtainen tilauskehitys

Segmentti	Osuus ¹	2020	2021	2022
Teolliset instrumentit	50 %	→	↗	↗
Terveysteknologia	30 %	↗	↗	↗
Sähkövoima ja energia	<10 %	↗	↗	↗
Nestemittaus	<10 %	↘	↗	↗
Yhteensä		+2 %	+33 %	+20 %

1) Osuus liiketoiminta-alueen liikevaihdosta, suuntaa antava arvio
Lähde: Vaisala ja Inderes

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue 1/2

Tuloskasvu jäänyt viime vuosina vaisuksi

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen (S&Y) vuoden 2022 liikevaihto oli 289 MEUR ja sen osuus konsernin liikevaihdosta oli 56 % eli hieman yli puolet. Liikevaihto on kasvanut keskimäärin 5 % viimeisen 5 vuoden aikana, josta orgaanisen kasvun osuus on ollut 3 %. Liiketoiminta-alueen kasvu on sen perinteisillä ydinmarkkinoilla riippuvaista poliittisesta ympäristöstä ja julkisen puolen investoinneista, mikä rajoittaa sen kasvumahdollisuuksia. Isossa kuvassa liiketoiminta-alueen orgaanista kasvua ajaa laajentuminen uusille nopeammin kasvaville markkinoille sekä uusien tuotteiden lanseeraaminen.

Liiketoiminta-alueen kannattavuus on selvästi alhaisempi kuin Teollisten mittausten liiketoiminta-alueella. EBIT-marginaali on ollut pitkällä aikavälillä noin 6-8 % tasolla, mutta jäi 3-4 %:iin vuosina 2021-22. Matalahkoa kannattavuutta selittävät mm. projektiliiketoiminnan matalat katteet sekä hintakilpailun osalta intensiivisemmät ydinmarkkinat verrattuna Teollisten mittausten liiketoiminta-alueeseen. Vaisala myös kärsi kohonneista materiaalikustannuksista komponenttipulan johdosta vuosina 2021-22. Yhtiö on lisäksi kiihdyttänyt kasvupanostuksia jatkuvalaskutteisten data- ja ohjelmistopalveluiden saralla, mikä on aiheuttanut etupainotteisia kustannuksia.

Palveluiden ja projektimyynnin osuus merkittävä

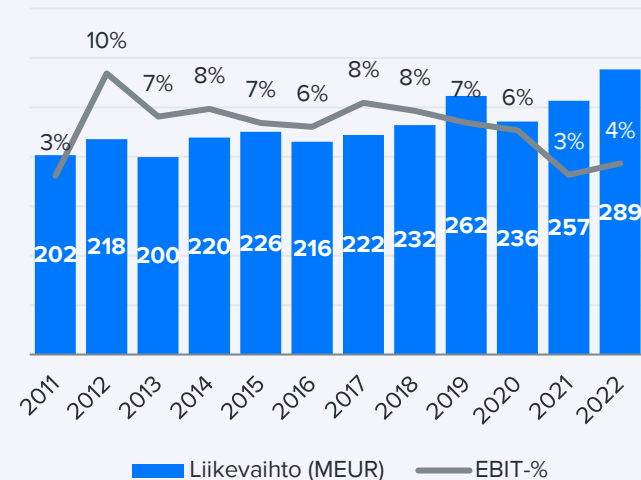
S&Y:n liikevaihto raportoidaan viidessä ryhmässä, joita ovat tuotteet, projektit, palvelut, vuokratuotot ja jatkuva tilausmyynti. Tuotemyynti koostuu sää- ja havaintolaitteiden myynnistä, minkä osuus oli

58 % vuonna 2022. Tuotemyynti on kuitenkin kasvanut keskimäärin 8 % vuosina 2017-22. Projektien osuus on merkittävä (25 %), mutta projektimyynnin heikko kasvu (2017-22: -1 %/v) on painanut koko segmentin kasvukehitystä. Palvelumyynti sisältää kenttä- ja korjauspalvelut sekä koulutuksen. Vuokratuottojen osuus liikevaihdosta on vain 1 % ja Vaisala ei varsinaisesti tavoittele kasvua tässä tuulilidarien vuokraamiseen pohjautuvassa pienimuotoisessa liiketoiminnassa. Jatkuva tilausmyynti koostuu data- ja ohjelmistopalveluiden jatkuvalaskutteisesta mynnistä (osuus liiketoiminta-alueesta 10 % vuonna 2022). Jatkuvan tilausmyynnin erillinen raportointi alkoi vasta vuoden 2023 alussa ja Q1:n osalta kasvua syntyi 28 % vertailukautteen nähden. Jatkuvan tilausmyynnin orgaaninen kasvu oli Q1:llä arviomme mukaan 22 %. Epäorgaaninen kasvukomponentti syntyi vuoden 2022 alussa toteutetun AerisWeather-yrityskaupan johdosta.

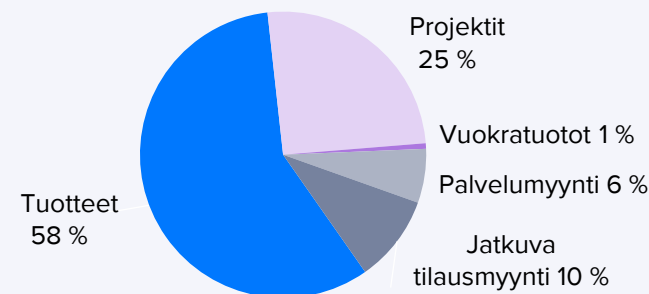
Julkinen sektori korostuu asiakaskunnassa ydinmarkkinoilla, yksityiset kasvumarkkinoilla

Liiketoiminta-alueen asiakkaita ovat esimerkiksi kansalliset ilmatieteenlaitokset, lentokentät, tie- ja rautatieviranomaiset sekä puolustusvoimat eli erityisesti ydinmarkkinoilla pääasiassa julkisen sektorin toimijat. Yksityisten asiakkaiden osuus korostuu puolestaan liiketoiminta-alueen kasvumarkkinoilla. Yksityisiä asiakkaita ovat mm. uusiutuvan energian kehittäjät, merenkulku, autoteollisuus ja logistiikka-alan toimijat. Säädatan ja älykkäiden ennusteiden hyödyntäminen laajenee uusiin käyttötarkoituksiin, joten Vaisala pyrkiiin jatkuvasti löytämään asiakkaita uusilta toimialoilta.

Liikevaihto ja liiketulos



Liikevaihdon jakauma myyntilajeittain



Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue 2/2

Ydinmarkkinoilla kasvunäkymät ovat maltilliset

Vaisala on globaalisti johtava säämittausteknologian toimittaja ja yhtiöllä on korkeat markkinaosuudet ydinmarkkinoillaan meteorologiassa ja lentoliikenteessä. Korkea markkinaosuus ja kyseisten segmenttien maltilliset kasvunäkymät tarkoittavat, että Vaisalan kasvupotentiaali S&Y:n ydinmarkkinoilla on rajallinen. Ydinmarkkinat muodostavat noin 60 % liiketoiminta-alueen liikevaihdosta. Vaisala on historiallisesti käyttänyt runsaasti resursseja säämittausteknologian kehittämiseen, mutta jatkossa ydinmarkkinoihin suuntautuvia kustannuksia pyritään karsimaan ja kasvupanokset kohdistetaan selkeämmin kasvumarkkinoihin ja uusiin markkinoihin. Kuvaavaa on, että konsenin T&K-kuluista 60 % kohdistui S&Y:hyn vuonna 2022, vaikka liiketoiminta-alueen osuus liiketuloksesta oli vain 18 %. Tätä epäsuhtaa pyritään korjaamaan pitkällä jäniteellä siten, että ydinmarkkinoiden kustannuksia ei kasvateta vaan skaalataan alas asteittain, minkä tulisi tukea segmentin kannattavuutta.

Nykyiset kasvumarkkinat löytyvät mm. uusiutuvasta energiasta ja tieninfrastruktuurista

Vaisala määrittelee kasvumarkkinoiksi uusiutuvan energian, tieninfrastruktuurin sekä sään ja ilmanlaadun kaupungeissa ja yritystoiminnassa. Kasvumarkkinoiden arvioidaan vastaavan noin 30 % S&Y:n liikevaihdosta.

Uusiutuva energia on Vaisalan merkittävin kasvumarkkinoihin luettava segmentti. Vaisalan tuulilidareita käytetään erityisesti uusien tuulivoimaloiden kehitysvaiheessa, mutta niitä

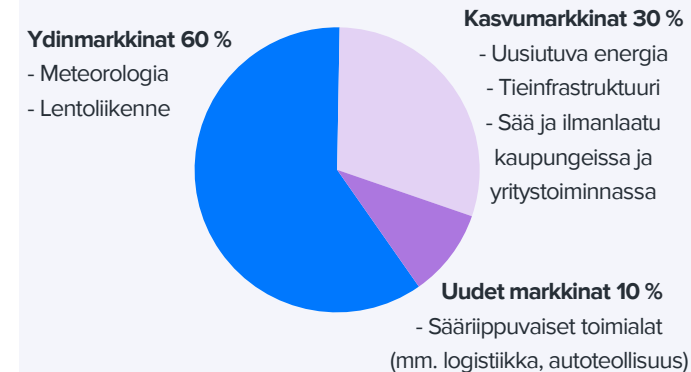
voidaan hyödyntää myös laitoksen loppuelinkaaren aikana mm. operoinnin tehostamisessa ja energiakaupankäynnin optimoinnissa. Lidarien myynti kasvaa rakenteellisesti, sillä niillä korvataan vanhoja epäkäytännöllisiä tuulen mittausmenetelmiä. Vaisala on segmentissä johtava toimija ja yksi harvoista läntisillä markkina-alueilla. Lidariliiketoiminta päätyi osaksi Vaisalaa vuoden 2018 Leosphere-yritysoston myötä, minkä jälkeen toimintaa on kasvatettu huomattavasti. Lidarimyyntiin lisäksi Vaisalan säädataa ja ennustemalleja käytetään hyväksi niin tuulivoiman kuin aurinkovoimankin kehittämisessä.

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kasvussa Vaisalan yksi olennainen kilpailuetu syntyy tarkkojen mittalaitteiden ja laajoja datalähteitä hyödyntävien ennustemallien synergioista. Vaisala voi esimerkiksi myydä tien ylläpidosta vastaavalle asiakkaalle data- ja ohjelmistopalveluita sekä fyysisiä mittalaitteita, joiden avulla pystytään tekemään hyperlokaaleja havaintoja ja ennusteita.

Uusia kasvumarkkinoita etsitään jatkuvasti

Vaisala arvioi uusien, vasta kasvupolkunsa alkupäässä olevien, markkinoiden vastaavan noin 10 % S&Y:n liikevaihdosta. Esimerkiksi useat autoteollisuuden toimijat ovat alkaneet hyödyntää Vaisalan säädataa osana autojen infotainment-järjestelmiä. Vaisala yhdisti älykkäät säädatapalvelunsa syksyllä 2022 Xweather-brändin alle, millä pyritään vauhdittamaan datapalveluiden myyntiä sekä jatkuvapohjaisen liikevaihdon kasvua.

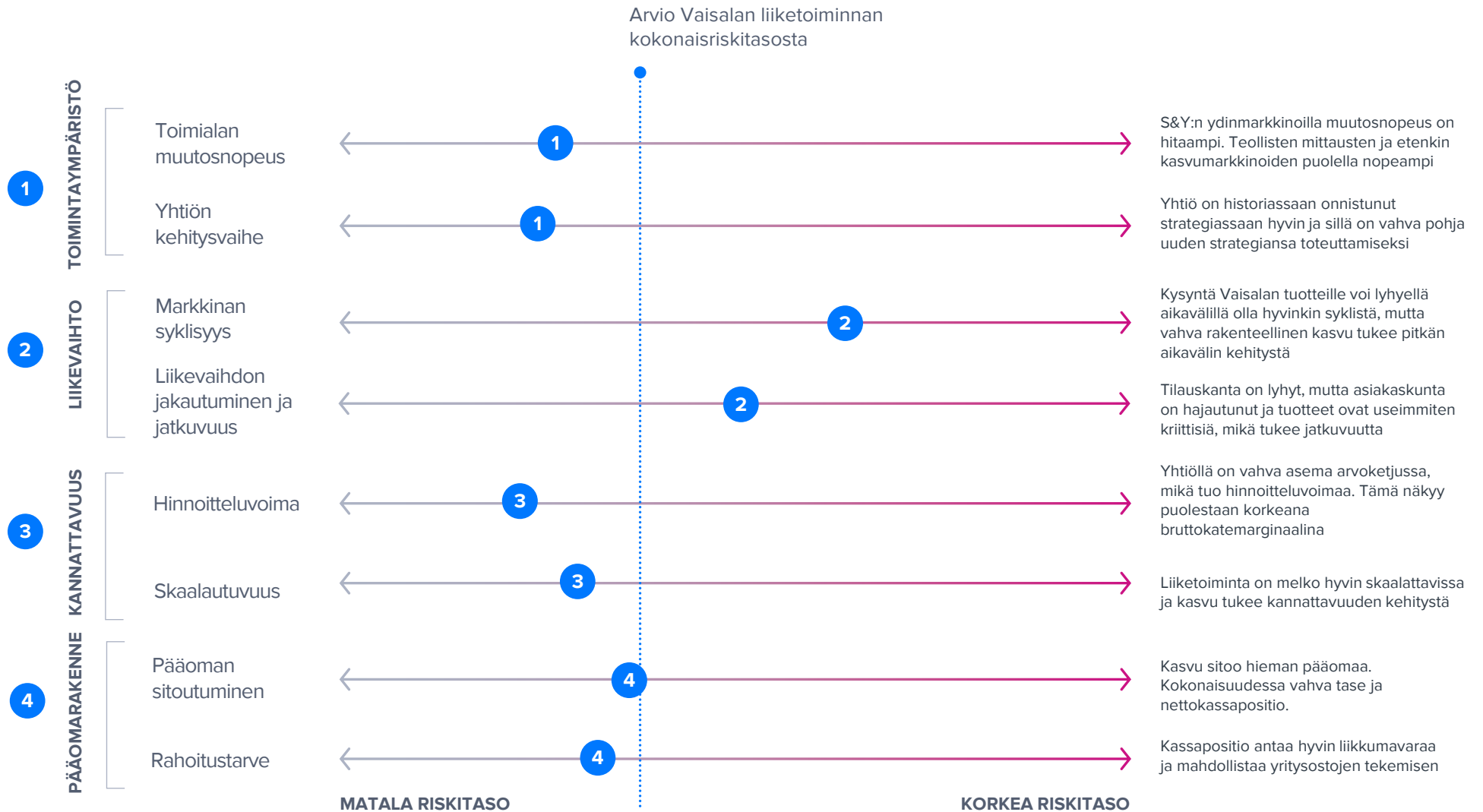
Liikevaihdon jakauma markkinan kehitysvaiheen mukaan¹



Segmenttikohtainen tilauskehitys

Segmentti	2020	2021	2022
Meteorologia	→	→	→
Tieliikenne ja autoteollisuus	→	→	→
Lentosää	↓	→	→
Uusiutuva energia	→	→	→
Yhteensä	-14 %	+10 %	+15 %

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia

Päivitetty strategia esiteltiin syksyllä 2021

Vaisalan nykyinen toimitusjohtaja Kai Öistämö aloitti tehtävässään syksyllä 2020, kun pitkäaikainen entinen toimitusjohtaja Kjell Forsen jäi eläkkeelle. Yhtiö pääsi esittelemään päivitettyä strategiaansa syyskuussa 2021. Strategiapäivityksen yhteydessä yhtiön taloudellisia tavoitteita nostettiin aiempaa kunnianhimoisemmalle tasolle, minkä lisäksi organisaation eri alueiden tavoitteita pyrittiin selkeyttämään. Uuden strategian ytimessä on neljä painopistealuetta:

Asiakasymmärrys ja sovellusosaaminen

Vaisala haluaa luoda arvoa yhdessä asiakkaiden kanssa. Sen mittausratkaisut perustuvat asiakkaiden tarpeiden syvälliseen ymmärtämiseen useilla eri toimialoilla. Tätä ymmärrystä tukee mm. kehitysyhteistyö asiakkaiden ja kumppanien kanssa. Vahva panostaminen kasvumarkkinoihin, kuten digitaalisiin palveluihin sekä uusiin teknologioihin auttaa säilyttämään teknologisen edelläkävijän aseman.

Tuote- ja teknologiajohtajuus

Yhtiö tarjoaa asiakkaille omaan tuotekehitykseen ja teknologiseen osaamiseen perustuvia korkean lisäarvon tuotteita antureista digitaalisiin ratkaisuihin. Vaisala ei juurikaan toimi arvoketjussa niillä alueilla, joissa tuotteiden arvo ja katteet ovat heikot. Jos tuote siirtyy arvoketjussa heikompaan asemaan, niin yhtiö voi esimerkiksi divestoida tämän osa-alueen tai lopettaa tuotteen valmistuksen kokonaan.

Skaalautuva liiketoimintamalli

High mix, low volume –tyyppisen liiketoiminnan kannattava harjoittaminen on haaste, josta Vaisalalla on pitkät perinteet. Yhtiön tuotevalikoimaan kuuluu satoja tuoteperheitä ja tuhansia tuotteita. Se palvelee asiakkaitaan yli 150 maassa ja yhtiön tuotteista valtaosa tehdään asiakkaiden toiveiden mukaan. Vaisalan toimintamallit ja skaalautuvat tuotealustat mahdollistavat operatiivisen tehokkuuden ja sitä kautta liiketoiminnan kannattavuuden tuoteportfolion monimutkaisuudesta huolimatta.

Sitoutuneet ja ammattitaitoiset työntekijät

Yhtiön arvонуontistrategia perustuu pitkälle sen henkilöstöön niin asiakasrajapinnassa, T&K:ssa, tuotannossa kuin muissakin toiminnoissa. Tästä syystä motivoitunut ja taitava henkilöstö on yhtiön menestykselle kynnyksikysymys. Liiketoiminnan merkityksellisyys ja vastuullisuus sekä yhtiön johtava asema toimialoillaan ovat jo itsessään henkilöstöä motivoivia tekijöitä. Tämän lisäksi Vaisala pyrkii myös aktiivisesti tukemaan työntekijöiden hyvinvointia ja yhdenvertaisuuden toteutumista sekä edistämään inklusiivisuutta organisaatiossaan.

Segmenttikohtaiset strategiat

Teollisten mittauksen liiketoiminta-alue

Liiketoiminta-alueen tavoitteena on ylittää Vaisalan konsernitason keskimääräinen yli 7 %:n vuotuinen kasvutavoite. Teolliset mittaukset on viimeisen viiden vuoden aikana kasvanut muuta konsernia nopeammin, keskimäärin 15 % vuodessa.

Strategiset onnistumiset

Edellinen strategiakausi 2019-21

- Teollisten mittauksen liiketoiminta-alueen nopea kasvattaminen
- Konsernin kannattavuus on parantunut Teollisten mittauksen liiketoiminta-alueen vetämänä
- Kiistaton tuotejohtajuus ydinmarkkinoilla
- T&K:n järjestelmällinen kehittäminen luo hyvän pohjan tulevalle kasvulle

Uusi strategiakausi 2021-24

- Taloudellisen suorituskyvyn parantaminen optimoimalla kannattavuutta ydinmarkkinoilla
- Kasvun kiihdyttäminen kohdistamalla panostuksia potentiaalisimpiin kasvumarkkinoihin
- Digitaalisten datapalveluiden kasvun kiihdyttäminen ja operaatioiden kehittäminen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Odotamme liiketoiminta-alueen vetävän yhtiön keskipitkän aikavälin kasvua myös jatkossa. Uuden strategian myötä liiketoiminnan tavoitteita on räätälöity aiempaa vahvemmin eri markkinasegmenttien välillä. Liiketoiminta-alueen ydinmarkkinoilla vaativissa kosteuden ja hiilidioksidin mittausratkaisuissa painopiste tulee olemaan aiempaa selkeämmin kannattavuuden parantamisessa. Kasvupanostuksia on sen sijaan lisätty olosuhdevalvontajärjestelmien, nestemittausten ja energiaratkaisujen markkinoilla.

Kasvun perustana on asiakaslähtöinen tuotekehitys, jolla pyritään saavuttamaan tuotejohtajuus valituissa segmenteissä. Vaisala tavoittelee markkina-osuuksien voittamista olemassa olevilla markkinoillaan, mutta myös laajentamaan liiketoimintaansa uusille maantieteellisille alueille sekä uusiin tuotekategorioidiin.

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue

Liiketoiminta-alueen (S&Y) strategisena tavoitteena on säilyttää asema säähavainnoinnin kiistattomana johtajana ja samalla kasvattaa liiketoimintaa uusissa käyttökohteissa erityisesti yritysasiakkaiden parissa. Käytännössä jokaisen maan meteorologiset laitokset hyödyntävät Vaisalan tuotteita sään havainnointiin. Tämä toisaalta myös rajoittaa yhtiön jäljellä olevaa kasvupotentiaalia ydinmarkkinoillaan, minkä vuoksi liiketoiminta-alueen liikevaihto onkin kasvanut keskimäärin vain 5 % vuositasolla viimeisten viiden vuoden aikana.

Kasvupanostusten tarkempi kohdistaminen

kasvavien ja ei-kasvavien markkinoiden välille koskettaa erityisesti S&Y liiketoiminta-alueetta, jonka ydinmarkkinat kasvavat varsin hitaasti. Ydinmarkkinoilla meteorologiassa, ilmailussa ja teiden talvikunnossapidossa Vaisalalla on jo ennestään korkea markkinaosuus, joten kasvupanostuksia rationalisoidaan ja liiketoiminnan kehittämisessä tullaan jatkossa keskittymään aiempaa vahvemmin kannattavuuden parantamiseen. Voimakkaammat kasvupanostukset kohdistetaan nopeammin kehittyviin markkinoihin kuten uusiutuvaan energiaan ja älykkäisiin digitaalisiin ratkaisuihin.

Yhtiö on tunnistanut useita ajureita, joiden se arvioi tukevan Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kasvua. Muun muassa sään ääri-ilmiöiden yleistymisen, aurinko- ja tuulivoiman rakentamisen kasvu, kaupunkien ilmanlaadun kehittäminen sekä autonomisen liikenteen, erityisesti droonien, lisääntyvä käyttö kasvattavat tarvetta tarkemmalle sää-olosuhteiden havainnoinnille.

Arvioimme, että yksi strategiakauden tärkeimpiä tavoitteita on saavuttaa selkeä tuotejohtajuus nimenomaan säähavainnoinnin digitaalisten ratkaisujen osa-alueella, joka on vielä toistaiseksi kehittyvä markkinasegmentti. Konkreettinen esimerkki tämän toteutumisesta nähtiin syksyllä 2022, kun Vaisala kokosi älykkäät säädätapalvelut uuden Xweather-brändin alle. Tuotteistamisen avulla pyritään tehostamaan kyseisten palveluiden myyntiä ja markkinointia. Useiden eri tuotelinjojen välillä olevia synergioita pyritään hyödyntämään aiempaa tehokkaammin, mikä parantaa mahdollisuuksia innovaatioille sekä ristiinmyynnille.

Strategian kohdentaminen ydin- ja kasvumarkkinoihin



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Taloudelliset tavoitteet

Tuloskasvutavoitteet korkealla

Vaisala päivitti syksyllä 2021 taloudellisia tavoitteitaan strategiapäivityksen yhteydessä. Uusien tavoitteiden mukaan Vaisala tavoittelee keskimäärin 7 %:n vuotuista kasvua (aiemmin yli 5 %) ja 15 % liiketulosmarginaalia (aiemmin yli 12 %). Vaikka periaatteessa aiemmissa taloudellisissa tavoitteissa ei ollut varsinaista ylärajaa, niin tulkitsemme, että yhtiö on uusien tavoitteidensa myötä ottanut kunnianhimoisemman asenteen tuloskasvun tavoittelemiseksi.

Liikevaihdon osalta Vaisala kasvoi vuosina 2020-21 keskimäärin 4 % vuodessa, eli jäi hieman alle vuonna 2019 lausutun yli 5 %:n tavoitteen. Pidämme toteutunutta kasvua kuitenkin koronapandemia huomioon ottaen hyvänä suorituksena. Uusi kasvutavoite (7 %) vaikuttaa mielestämme realistiselta tavoitteelta vuosille 2022-24 ja toistaiseksi kasvu on selkeästi ylittänyt tavoitellun tason (2022: 17 %, valuuttakorjattu kasvu 12 %). Yhtiö on pystynyt palvelemaan asiakkaitaan hyvin komponenttipulasta huolimatta, mikä on tukenut markkinaosuuksien kasvua. Lisäksi inflatorinen paine on tukenut myyntihintojen kehitystä. Ennustamme Vaisalan kasvun kuitenkin hidastuvan vuoden 2022 jälkeen, jolloin vuosien 2022-24 keskimääräinen kasvu asettuisi 11 %:iin. Ennustamastamme 2022-24 kasvusta valtaosa syntyy orgaanisesti ja vain alle yksi prosenttiyksikkö yrityskauppojen kautta (AerisWeather).

Liiketulosmarginaalin osalta yhtiö ylsi edellisellä strategiakaudellaan vuosina 2020-21 keskimäärin 11,6 %:n tasolle ja vuonna 2022 12,2 %:n tasolle. Koronapandemiaa seuranneella komponenttipulalla on ollut negatiivista vaikutusta kannattavuustasoihin, vaikka toisaalta kiinteiden kulujen hetkellinen kutistuminen tai kasvun hidastuminen suojasivat kannattavuutta. 15 %:n EBIT-tavoitteeseen on vielä matkaa, mikäli yritysostoihin liittyvät PPA-poistot säilyvät nykytasollaan (1,5-% vuonna 2022). Pidämme 15 %:n liiketulosmarginaalin toteutumista jopa todennäköisenä 5 vuoden aikajänteellä, mutta vuoden 2024 marginaali jäänee vielä tuon tason alle. Yhtiöllä on mielestämme selkeitä mahdollisuuksia parantaa kannattavuuttaan. Teollisten mittauksen liiketoiminta-alueen suhteellisen osuuden kasvu tulee ajamaan konsernin kannattavuutta ylöspäin jo ilman merkittäviä muutoksia liiketoiminnassa. Lisäksi uuden strategian mukaisella tavoitteiden kohdentamisella voidaan parantaa kannattavuutta perinteisillä ydinmarkkinoilla ja samalla pyrkiä kiihdyttämään esimerkiksi skaalautuvien datapohjaisten palveluiden osuutta, mikä voisi myös tukea kannattavuutta keskipitkällä aikavälillä.

Osinkopolitiikka

Vaisalan osinkopolitiikan mukaan yhtiön tavoitteena on maksaa osinkoa, joka on vakaa ja kasvaa tuloskehityksen mukaisesti. Vaisala pyrkii hyvän vakavaraisuuden säilyttämiseen sekä varautumaan tuleviin investointisuunnitelmiin. Yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset jatkaa tasaista osingon kasvattamista lähivuosina.

Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet 2021-24

- Liikevaihdon kasvu keskimäärin 7 % vuodessa
- 15 % EBIT-marginaali
- Vakaa ja tuloskehityksen mukaisesti kasvava osinko

Toteutuneet luvut ja lähtötilanne

- Liikevaihdon kasvu 2017-22: 9 %
- EBIT-% 2022: 12,2 %
- Osinko 2022: 0,72 euroa per osake (58 % nettotuloksesta).

Inderesin ennusteet

- Liikevaihto 2024e: 603 MEUR (11 % CAGR vuodesta 2021)
- EBIT 2024e: 83 MEUR (13,8 % liikevaihdosta)
- Osinko 2024e: 0,82 EUR / osake

Yrityskaupat

Yritysostoilla pyritään vahvistamaan strategisia kasvualueita

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. Yhtiön mukaan parhaat onnistumiset on historiassa tehty ostettaessa teknologiaa, jota voidaan kaupallistaa Vaisalan olemassa oleville asiakkaille. Yhtiö on historiassa ostanut myös kilpailijoita ja uusia asiakassuhteita, mutta huonoin kokemuksiin.

Ymmärryksemme mukaan yhtiö priorisoi edelleen yritysostoja, joissa ostetaan lisäparametreja nykyisten tuotteiden rinnalle markkinaosuuden ostamisen sijaan. Tämän myötä yhtiö saa tuotteet heti myyntiin jo tuntemaansa asiakassegmenttiin. Näin yhtiö välttää haasteet, joita yhtiöllä on ollut tuotteilla uusissa asiakassegmenteissä. Kun yhtiö ei tunne asiakaskuntaa, niin myyntisyklit venyvät pitkiksi ja myynnin synergiat jäävät syntymättä. Yhtiö on aikaisemmin priorisoinut myös puhtaita teknologiakauppoja, mutta arvioimme mukaan tässä on haasteena pitkälle venyvä liikevaihdon generoituminen.

Taseen puolesta Vaisalalla on vahvat edellytykset tehdä yritysostoja. Vuoden 2022 lopussa yhtiöllä oli 3 MEUR:n nettokassapositio, minkä lisäksi liiketoiminta tuottaa hyvää kassavirtaa. Vaisala ei pidä startup-yrityksiä todennäköisinä ostokohteina. Yrityskauppakohteiden todennäköinen koko voi arviomme mukaan vaihdella muutamasta miljoonasta aina

kymmenien miljoonien kokoluokkaan asti.

Vaisala on vuodesta 2005 toteuttanut 13 yritysostoa, joiden yhteenlaskettu liikevaihto on ollut arviolta yli 90 MEUR. Ilmoitettujen kauppojen EV/Liikevaihto-kertoimet ovat aiemmin vaihdelleet 0,2x-1,8x tasolla, mutta vuodenvaihteessa 2022 ilmoitettu pienehkö AeriWeather-ohjelmistoyhtiön osto hinnoiteltiin jopa 8x EV/liikevaihto-kertoimella.

Arvioimme yhtiön edelleen jatkavan kasvua yritysostojen kautta ja mahdollisesti vahvistavan tuotetarjoamaansa kasvavilla markkinoilla. Vaisalalla pitäisi näkemyksemme mukaan olla yritysostokohteen löytyessä hyvät mahdollisuudet saada kaupasta suotuisat synergiat, perustuen laajan asiakasverkoston luomaan ristiinmyyntipotentialiin. Vaisalan osakkeen korkea arvostus (2023e: EV/liikevaihto 2,8x ja oik. EV/EBIT 20x) tukee yritysostojen kautta tapahtuvaa arvonluontia.

Lähihistorian suuremmat yrityskaupat

Vuoden 2018 joulukuussa Vaisala kertoi ostavansa suomalaisen nestemittauslaitteita valmistavan K-Patentsin ja laajentavansa tuotevalikoimaansa kaasumittauksista nesteiden mittauksiin. K-Patentsin liikevaihto oli vuonna 2017 noin 11 MEUR tai noin 3 % Vaisalan liikevaihdosta ja arvioimme kannattavuuden olleen noin 12 %. Tilinpäätöstietojen perusteella kauppahinta oli 15 MEUR. Näin ollen kaupan EV/liikevaihto-kerroin oli noin 1,4x ja alle yhtiön 2018 lopun kertoimen (1,6x). K-Patents integroitiin heti kaupan jälkeen. Kaupasta on saavutettu hyvin synergioita kun prosesseja on tehostettu ja viety teolliseen

muotoon. Ostettu nestemittauksen liiketoiminta kärsi huomattavasti koronapandemian sulkutoimista, mutta kysyntä on sen jälkeen elpynyt ja tässä vaiheessa yrityskauppa näyttää mielestämme onnistuneelta.

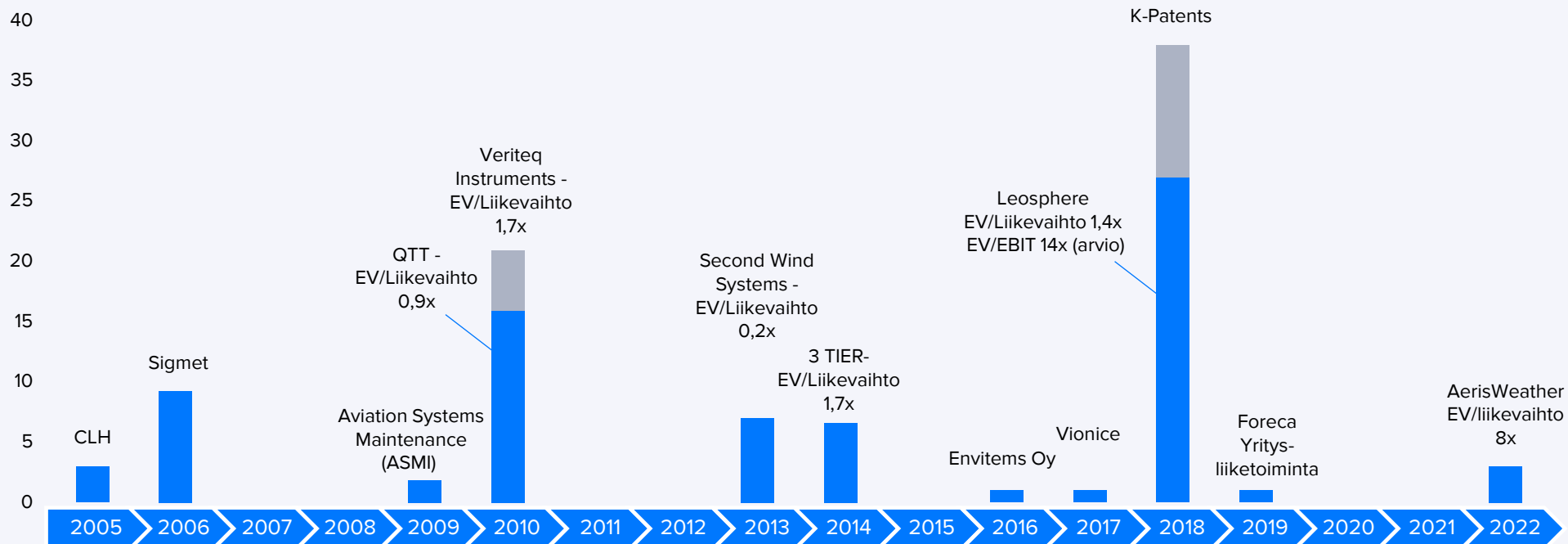
Vuoden 2018 lokakuussa Vaisala kertoi vahvistavansa asemaansa tuulen etämittauksessa ostamalla Leosphere SAS:n. Leosphere myy tuulilidareita yli 40 maahan ja sillä on maailmanlaajuinen jakelija- ja palveluntarjoajaverkosto. Leospheren vuoden 2017 liikevaihto oli 27 MEUR ja sen liiketulosmarginaali ylsi kaksinumeroiselle tasolle. Tilinpäätöstietojen perusteella kauppahinta oli 54 MEUR. Lyhyellä tähtäimellä kaupan arvostus oli hieman Vaisalan omaa arvostustasoa korkeampi ainakin EV/liikevaihto-kertoimella mitattuna (2,0x vs 1,6x), mutta jälkikäteen arvioisimme yritysoston selvästi arvoa luovaksi, sillä liiketoiminta on kasvanut vahvasti tuulivoimainvestointien kiihtymisen myötä.

Vuoden 2022 tammikuussa Vaisala kertoi ostaneensa Yhdysvaltaisen ohjelmistoyhtiö AeriWeatherin korkealla 8x EV/liikevaihto-kertoimella. Kaupan tarkoitus on luoda kasvua jatkuvaluonteisissa yrityksille suunnatuissa digitaalisissa sääpalveluissa ostetun kohteen vahvojen kehitystyökalujen avulla. Yhtiön mukaan ostetun yhtiön liiketoiminta on kehittynyt suotuisasti oston jälkeen. Jatkuvan tilauspohjaisen liikevaihdon kasvu on käsittääksemme piristynyt viime aikoina, mutta on haastavaa arvioida kuinka paljon siitä liittyy AeriWeatherin ostoon ja paljonko muihin toimenpiteisiin kuten Xweatherin lanseeraamiseen.

Vaisalan yritysjärjestelyjä 2005-2022

Yritysostot,
Liikevaihto MEUR

Yritysostoilla on hankittu sekä valmista liiketoimintaa, että uutta teknologiaa



Yritysmyyntit
(liikevaihdot ei tiedossa)

Yritysmyyntit kohdistuneet matalan lisäarvon toimintoihin

Happituotteet –
Teolliset mittaukset

Kolme säähän
liittymätöntä
tietuotelinjaa – Sää- ja
ympäristöliiketoiminta-
alue

Liikenne-liiketoiminnan
tuotteita ja
kenttäpalveluita – Sää- ja
ympäristöliiketoiminta-
alue

Tuulikeilain-
liiketoiminta – Sää- ja
ympäristöliiketoiminta-
alue

Markkinat ja kilpailukenttä 1/3

Vaisalan teknologia auttaa löytämään ratkaisuja maailmanlaajuisiin haasteisiin

Vaisalan tarkkoja mittausratkaisuita voidaan käyttää lukemattomissa eri käyttötarkoituksissa ja kysyntä mittaamiselle kasvaa maailmanlaajuisesti. Ilmastonmuutos, resurssitehokkuus, uusiutuva energia ja hyvinvointi sekä terveys ovat megatrendejä, jotka kasvattavat kysyntää mittaamiselle ja inspiroivat Vaisalaa kehittämään uusia innovaatioita.

Kohdemarkkina koostuu useista pienemmistä alasegmenteistä

Vaisalan kohdemarkkina jakautuu liiketoiminta-alueiden sisälläkin useisiin erilaisiin niche-segmentteihin. Yhtiö arvioi orgaanisesti saavutettavissa olevien kohdemarkkinoidensa kooksi 2,6-3,0 miljardia euroa vuonna 2021. Arvioimme markkinan koon kasvaneen vuonna 2022 noin 3 miljardiin euroon, olettaen 10 % kasvun Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen kohdemarkkinoilla ja 5 % kasvun Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kohdemarkkinoilla. Yhtiön antamien segmenttikohtaisten kasvuarvioiden pohjalta arvioimme, että yhtiön kohdemarkkinoiden kokonaiskasvu on keskipitkällä aikavälillä keskimäärin noin 6 %.

Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen markkina

Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen kohdemarkkinan koko oli vuonna 2022 kasvanut arvioimme mukaan noin 1,6 miljardiin euroon vahvan teollisen syklin sekä hintakehityksen johdosta. Tällöin Vaisalan markkinaosuus

kohdemarkkinasta olisi arvioimme mukaan noin 14 %. Odotamme markkinan kasvavan keskipitkällä aikavälillä noin 7 % vuodessa¹.

Liiketoiminta-alueen ydinmarkkinoihin kuuluu vaativa kosteusmittaus ja vaativa hiilidioksidimittaus, joiden koko on yhteensä noin 1 miljardi euroa ja vuotuinen kasvu Vaisalan mukaan noin 6 %. Kasvumarkkinoihin kuuluvat puolestaan terveysteknologia, sähkövoima ja energia sekä nestemittaus, joiden yhteenlaskettu koko on noin 0,6 miljardia ja vuotuinen kasvu 5-10 %.

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen markkina

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kohdemarkkinan koko on arvioimme mukaan kasvanut vuonna 2022 noin 1,4 miljardiin euroon. Odotamme markkinan kasvavan noin 5 %¹ vuosittain keskipitkällä aikavälillä. Vaisalalla on arvioimme mukaan noin 20 %:n markkinaosuus kokonaisuudessaan Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen markkinoilla. Liiketoiminta-alueen ydinmarkkinoihin kuuluu meteorologia, lentoliikenne ja teiden talvikunnossapito. Ydinmarkkinoiden koko on noin 0,8 miljardia ja keskipitkän aikavälin vuotuinen kasvu maltillinen, noin 0-5 %.

Liiketoiminta-alueen kasvumarkkinoihin kuuluu puolestaan tieinfrastruktuuri, älykäs liikenne, uusiutuva energia sekä sää ja ilmanlaatu kaupungeissa ja yritystoiminnassa. Kasvumarkkinoiden yhteenlaskettu koko on noin 0,6 miljardia ja vuotuinen odotettavissa oleva kasvu 5-10 % keskipitkällä aikavälillä.

Megatrendien vaikutus kohdemarkkinaan

Ilmastonmuutos

- Sään ääri-ilmiöiden yleistyessä niihin varautumiseen kehitetään uusia resursseja
- Niin yhteiskunnat kuin yrityksetkin haluavat varautua paremmin sään ääri-ilmiöihin

Uusiutuva energia

- Vaisalan mittausteknologian avulla tuuli- ja aurinkovoimaloita voidaan hyödyntää tehokkaammin
- Biokaasun mittausratkaisulla optimoidaan jätteestä saatavaa arvoa ja vähennetään päästöjä

Resurssitehokkuus

- Vaisalan mittalaitteet tehostavat tuotantoa ja auttavat vähentämään jätettä sekä päästöjä
- Tiesääratkaisujen avulla tieliikenneasiakkaat optimoivat ja suunnittelevat kunnossapidon resursseja

Hyvinvointi ja terveys

- Vaisalan mittalaitteet ovat kriittisiä esimerkiksi laboratorioissa, sairaaloissa ja lääketuotannossa
- Ulkotiloissa ilmanlaadun havainnoinnin pohjalta voidaan tehdä asukkaiden terveyttä edistäviä päätöksiä

¹) Inderesin arvio joka perustuu osittain yhtiön antamiin segmenttikohtaisiin kasvuarvioihin

Markkinat ja kilpailukenttä 2/3

Koronapandemia vaikutti kysyntään alentavasti erityisesti lentoliikennemarkkinassa. Lisäksi meteorologian infrastruktuurihankkeita lykättiin koronavuonna. Kysyntä on kuitenkin toipunut vuoden 2021 loppupuolelta alkaen. Uusiutuvan energian asiakassegmentin kasvu on jatkunut hyvänä. Tuulivoimainvestointien kasvu ja aiempaa suurempien tuulivoimaloiden rakentaminen tukevat kysyntää Vaisalan tuulilidareille sekä datapalveluille. Itseajavien autojen yleistyminen voisi kasvattaa Vaisalalle uusia merkittäviä kasvumahdollisuuksia, sillä tällöin ajosään hyperlokaaliin tekniseen tarkkailuun, seurantaan ja ennustamiseen täytyisi käyttää huomattavasti nykyistä enemmän resursseja.

Ydinmarkkinoilla markkinaosuuksien kasvattaminen voi olla haastavaa

Joillakin ydinmarkkinoillaan, kuten meteorologiassa, Vaisalan markkinaosuus on monissa tuotesegmenteissä jo niin korkea, että sitä voi olla enää vaikeaa kasvattaa. Julkisen puolen asiakkaat eivät tyypillisesti halua antaa yhden toimijan hallita koko markkinaa. Tämä on huomioitu myös Vaisalan uudessa strategiassa, jossa kasvupanostuksia pyritään keskittämään potentiaalisimmille kasvumarkkinoille, kun taas ydinmarkkinoilla pyritään optimoimaan kannattavuutta aiempaa enemmän.

Kilpailutilanne vaihtelee segmenttien välillä

Vaisalan kilpailukenttä on hyvin pirstaloitunut, koska yhtiö operoi pienissä markkinasegmenteissä ja monella eri tuotteella

(noin 9000 tuotetta lukuisissa eri asiakassegmenteissä). Kilpailutilanne vaihtelee siten merkittävästi eri asiakassegmenttien välillä. Vaisalan liiketoiminnan perusajatus on kilpailla vain korkeimman lisäarvon tuotekategorioissa, missä kilpailu on rajallista ja keskittyy tuotteiden ominaisuuksiin ja luotettavuuteen eikä niinkään hintaan. Vaisalan tavoitteena on aina saavuttaa tuotejohtajuus markkinoilla, joilla yhtiö on mukana, minkä vuoksi yhtiön kilpailuasema on tyypillisesti vahva. Vaisalan mittausteissa kilpailu on globaalia ja kilpailijakuntaan kuuluu suuriakin yhtiöitä, kuten IBM sekä pienempiä erikoistuneita toimijoita kuten E+E Elektronik. Palveluliiketoiminnassa kilpailijat ovat yleensä pieniä ja kilpailu on paikallista.

Hyvää toimittajaa ei helposti vaihdeta

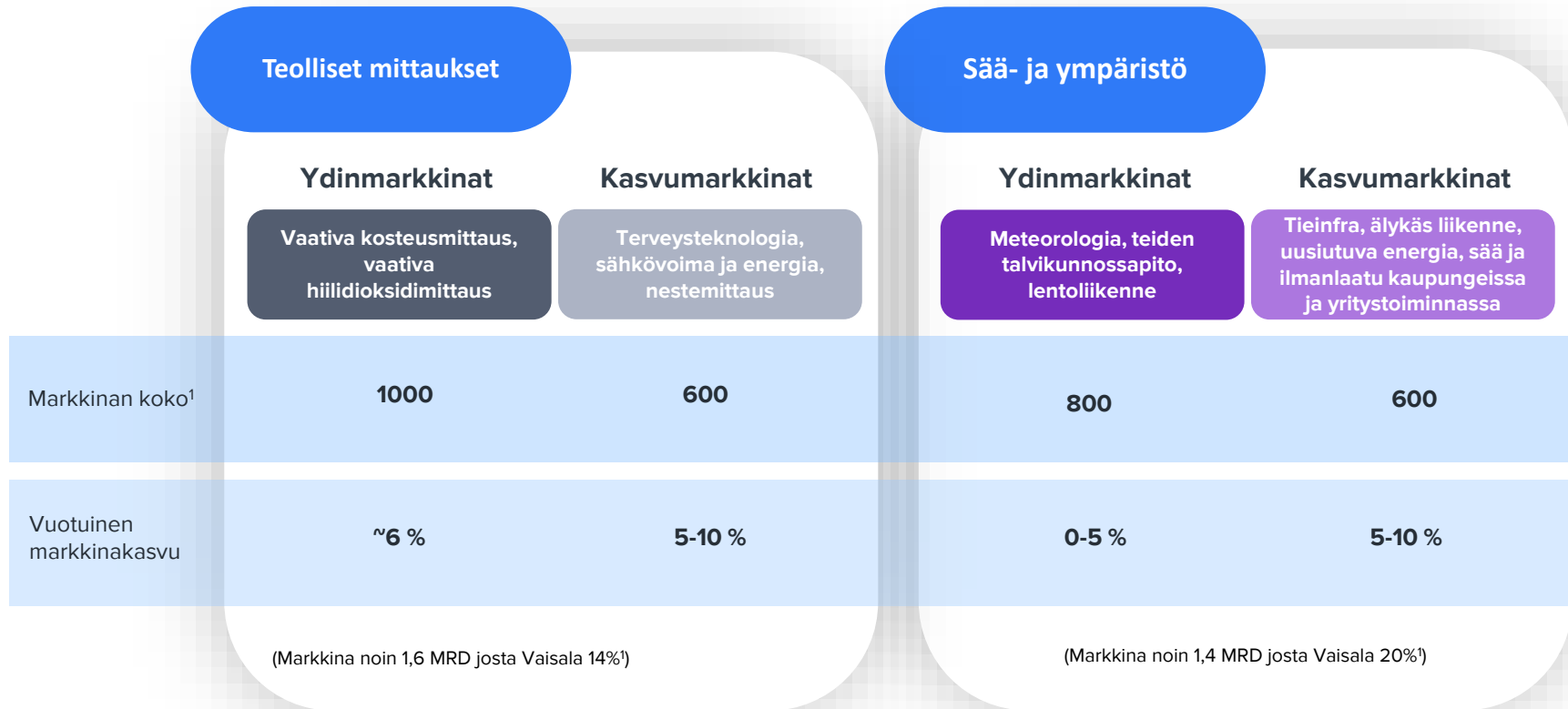
Tuotteiden kompleksisuus, korkeat laatuvaatimukset ja pitkät asiakassuhteet nostavat alalle tulon kynnyistä ja suojelevat Vaisalan asemaa sen nykyisillä markkinoilla. Lisäksi Vaisala räätälöi suuren osan tuotteistaan asiakkaalle sopivaksi (yli 1100 tuotemuutosta vuosittain), mikä suojelee sitä kilpailulta. Vaisalalla on kuitenkin myös tuotteita, joita ei suuremmin räätälöidä, mutta nämäkin Vaisalan tuotteet ovat olleet markkinan johtavia tuotteita jo liki 80 vuoden ajan.

Vaisalan vahvuus on niissä asiakkaissa, jotka vaativat erittäin korkeaa mittaustarkkuutta ja luotettavuutta. Lisäksi paras mittaustarkkuus ja luotettavuus pystytään parhaiten takaamaan samoilla tuotteilla, joilla aikaisemmat mittaukset

on tehty. Hintakilpailu ei ole tyypillinen kilpailustrategia korkean laadun tuotesegmenteissä, sillä korkeista katteista huolimatta laitteiden hinnat ovat asiakkaiden näkökulmasta tyypillisesti mitättömän pieniä, kun verrataan investointikokonaisuuteen johon laitetta ollaan hankkimassa, kuten esimerkiksi tehtaan tuotantolaitteisiin. Asiakkaat eivät lähtökohtaisesti halua vaihtaa laitetoimittajaa, mikäli olemassa olevan toimittajan kanssa ei synny merkittäviä ongelmia. Toimittajan vaihtamisesta syntyisi asiakkaalle merkittävää vaivaa ja kustannuksia. Tämä sitoo asiakkaan vahvasti tiettyyn valmistajaan ja tuotteeseen.

Markkinat ja kilpailukenttä 3/3

Markkinan koko noin 3 MRD josta Vaisalan osuus 17 %¹



1) Inderesin arvio joka perustuu osittain Vaisalan antamiin arvioihin sekä viimeaikaiseen markkinakehitykseen. Vaisala arvioi vuonna 2021 organisesti saavutettavissa olevien kohdemarkkinoidensa kooksi 2,6-3,0 miljardia euroa.

Historiallinen kehitys 1/2

Pitkällä aikavälillä nousujohteista kasvua

Vaisalan liikevaihdon kasvu on ollut suhteellisen tasaista ja suurimmaksi osaksi orgaanista 2000-luvulla. Useat yhtiön yrityskaupoista ovat olleet teknologiakauppoja, joten suora epäorgaaninen kasvu on ollut pientä. Viimeisen kymmenen vuoden aikana Vaisala on kasvanut keskimäärin 6 %:n vuotuista tahtia, mutta kasvuvauhti on kiihtynyt viime vuosina (2021-22: 15-17 %). Kasvuvauhdin kiihtymiseen ovat vaikuttaneet toisaalta nopeasti kasvavan Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen suhteellisen osuuden kasvu ja toisaalta vuosien 2021-22 suotuisa kysyntäympäristö. Isossa kuvassa kasvusta kuuluu antaa ansiota markkinakasvun lisäksi myös hyvälle johtamiselle ja tuotekehitykselle, jotka ovat mahdollistaneet vahvan aseman mittausteknologian johtavana toimijana.

Kannattavuus on pysynyt aina terveellä tasolla ja liiketulosmarginaali on vaihdellut 5-13 %:n välillä viimeisen 10 vuoden aikana. Samaan aikaan bruttokatemarginaali on ollut 48-55 % (2022: 55 %). Suurin lasku kannattavuudessa nähtiin vuosina 2009-2011, mikä oli pääosin Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueeseen liittyvää ja johtui pääasiassa matalakatteisista projekteista, joita otettiin sisään referenssien takia. Vuosineljänneksellä erot ovat olleet kannattavuudessa aina suuret ja liikevaihto sekä tulos ovat painottuneet kohti loppuvuotta.

Tuloskasvun painopiste on viimeisen vuosikymmenen aikana ollut Teollisten mittausten liiketoiminta-alueella, missä liiketulos on kasvanut

viimeisen 5 vuoden aikana keskimäärin 18 %. Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella tuloskasvu on jäänyt olemattomaksi tai jopa negatiiviseksi. Maantieteellisesti liikevaihdon osuudet ovat vaihdelleet hieman vuosittain. Amerikat (sisältäen Pohjois- ja Etelä-Amerikan) on suhteellisesti ollut Vaisalan suurin markkina-alue noin 36 %:n osuudella viimeisen kolmen vuoden aikana. Samalla ajanjaksolla EMEA on vastannut keskimäärin noin 33 % liikevaihdosta ja Aasian ja Tyynenmeren alue (APAC) noin 31 %.

Vaisala onnistui hyödyntämään vuoden 2022 vahvan kysynnän, vaikka alihankintaketjut aiheuttivat haasteita

Vuosi 2022 oli Vaisalalle vahva vuosi, sillä pitkän aikavälin ajurien lisäksi myös kysynnän syklinen komponentti oli arviomme mukaan plusmerkkinen. Liikevaihto kasvoi 17 %:lla 514 MEUR:oon ja valuuttakorjattu kasvu oli 12 %. Bruttokate-% pysyi vahvalla 54,8 %:n tasolla, vaikka komponenttipula aiheutti 2,7 %-yksikön lisäkustannukset spot-markkinoilta ostettujen kalliimpien komponenttien kautta. Vaisala on onnistunut kasvattamaan markkinaosuuttaan Teollisten mittausten liiketoiminta-alueella korkeamman kysynnän ympäristössä, sillä yhtiö on pystynyt ylläpitämään toimituskykynsä kilpailijoitaan paremmin.

Vuoden 2022 oikaistu liiketulos kasvoi 11 % edellisvuodesta 71 MEUR:oon (13,8 % liikevaihdosta). Raportoitu liiketulos puolestaan oli 62,5 MEUR (12,2 %). Oikaistu liiketulos (EBITA) on mielestämme relevantimpi metriikka operatiivisen

kannattavuuden seurantaan, sillä raportoitua liiketulos (EBIT) painavat yritysostoihin liittyvät aineettomien oikeuksien poistot sekä kertaluonteiset erät. Vaisala kiihdytti investointeja tuotekehitykseen sekä muualle organisaatioon vuoden 2022 aikana koronapandemian aiheuttaman varovaisemman jakson jälkeen, mikä on johtanut kiinteän kulumassan kasvuun. Vuoteen 2023 lähdettiin hyvän tilauskannan (+12 % v/v) tukemana.

Vahva tase ja kasvava osinko

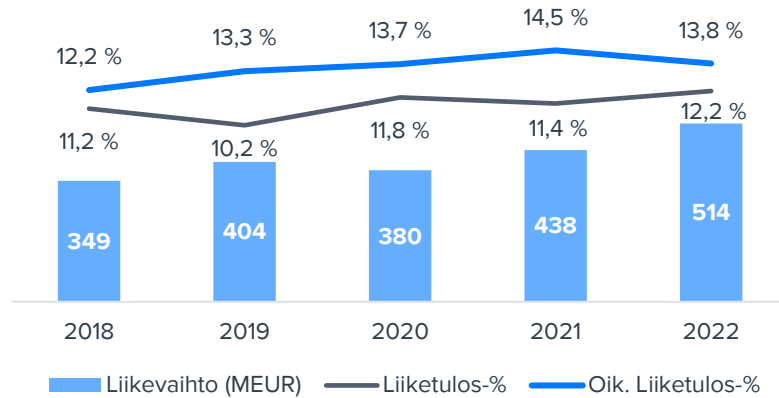
Vaisalan tase on historiallisesti ollut vahva ja oli vuoden 2022 lopussa hieman nettokassan puolella (3 MEUR), mikäli vuokrasopimusvelkoja ei huomioida. Omavaraisuusaste oli vuoden 2022 lopussa 58 % ja nettovelkaantumisaste 3 %. Rahavaroja yhtiöllä oli 55 MEUR ja korollista velkaa 63 MEUR, josta 11 MEUR korollisia vuokrasopimusvelkoja. Komponenttien ostaminen varastoon paisutti käyttöpääomaa ja rasitti kassavirtaa hetkellisesti.

Sijoitetun pääoman tuotto on ollut edellisten kolmen vuoden aikana vahvalla 19 %:n tasolla, mutta konservatiivisesta pääomarakenteesta johtuen oman pääoman tuotto on jäänyt 18 %:iin.

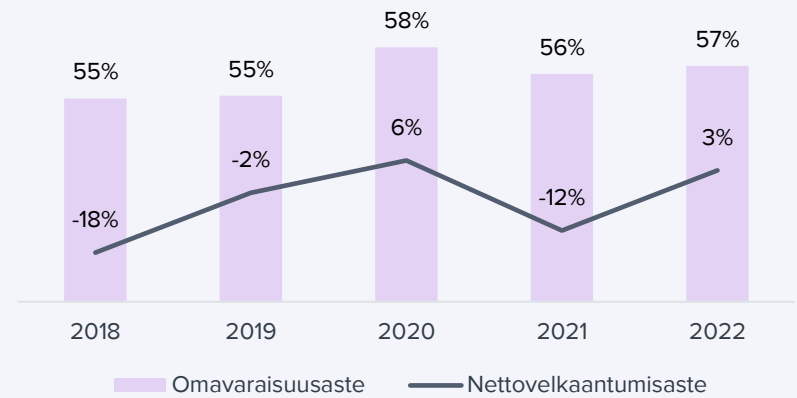
Vakaa kannattavuus ja nousujohteinen tulos ovat mahdollistaneet vakaan ja kasvavan osingonmaksun. Vuoden 2022 osinko oli 0,72 euroa eli 58 % osakekohtaisesta tuloksesta. Aiempina neljänä vuonna yhtiö on maksanut osinkoa vähintään 63 % ja keskimäärin 66 % raportoidusta osakekohtaisesta tuloksesta.

Historiallinen kehitys 2/2

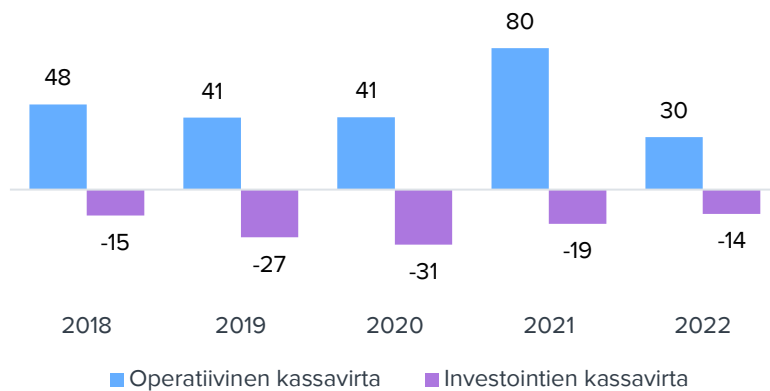
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



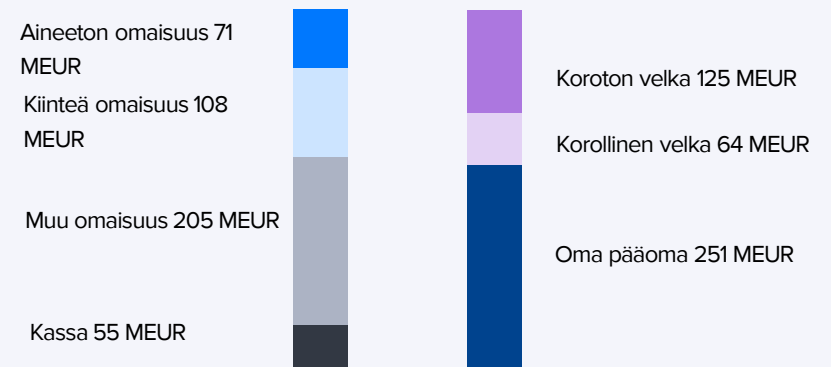
Taseaseman kehitys



Kassavirran kehitys



Taseasema vuoden 2022 lopussa



Ennusteet 1/2

Lyhyen aikavälin tuloskasvunäkymä melko hyvä

Vuodet 2021-22 olivat Vaisalalle vahvan kasvun aikaa, mutta vertailulukujen kääntyminen haastavammaksi, teollisen suhdanteen hiipuminen sekä valuuttakurssimuutokset arviomme mukaan hidastavat kasvua asteittain vuoden 2023 aikana. Vaisala ohjeistaa vuoden 2023 liikevaihdoksi 530-570 MEUR, mikä vastaisi 3-11 %:n kasvua. Meidän ennusteemme vuoden 2023 liikevaihdoksi on 565 MEUR, mikä asettuu yhtiön antaman ohjeistuksen ylälaidan tuntumaan ja vastaa 10 %:n kasvua vertailukaudesta. Tilauskanta oli maaliskuun lopussa 12 % vuodentakaista korkeammalla, mikä antaa näkyvyyttä etenkin Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kasvuun, jossa tilauskannan merkitys on suurempi. Vaisalan liiketoiminta on Teollisten mittausten puolella jälkisyklistä, joten nähtäväksi jää hidastuuko kasvu entisestään tulevina kvartaaleina. Liikevaihdon hajautuneisuus eri asiakassegmentteihin ja maantieteisiin tuo tasaisuutta ja vakautta yhtiön taloudelliseen kehitykseen. Segmentikohtaisesti katsottuna ennustamme Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen kasvuksi 11 % ja Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kasvuksi 8 % vuoden 2023 aikana.

Tuotekehitys ja megatrendit tukevat pitkän aikavälin kasvunäkymää

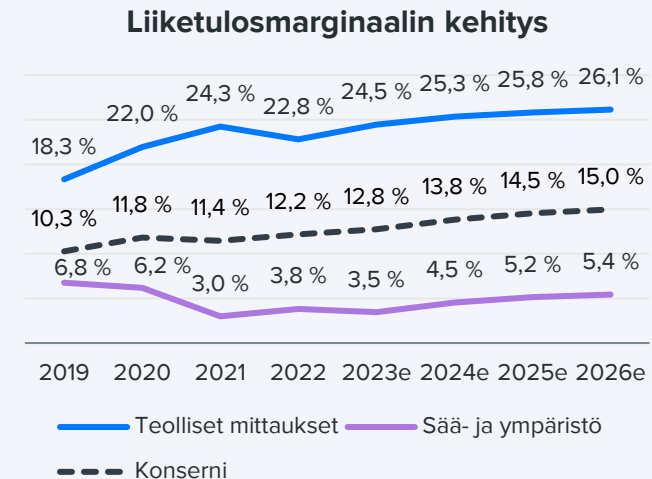
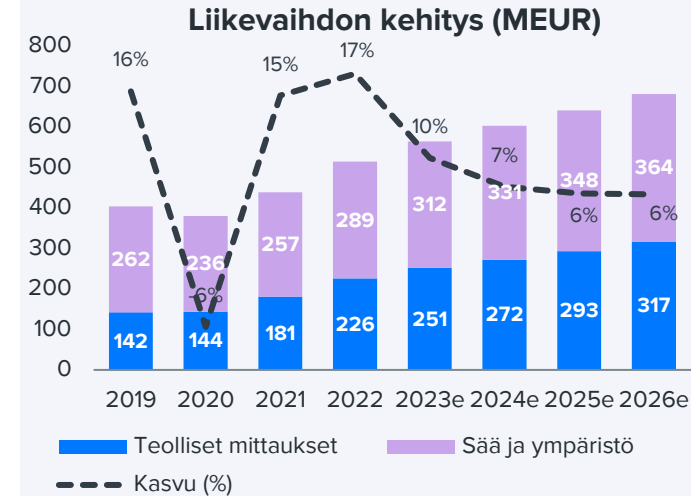
Teollisten mittausten liiketoiminta-alue on kasvanut viimeisten viiden vuoden aikana keskimäärin 13 % orgaanisesti, mutta kasvuvauhdin ylläpitäminen voi osoittautua pitkällä aikavälillä haastavaksi. Ennustamme Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen kasvun hidastuvan vuosina 2024-26 8 %:n tasolle ja vuosina 2027-30 6 %:n tasolle. Teollisten

mittausten markkina kasvaa yhä sekä Vaisalan ydinmarkkinoilla hiilidioksidin ja kosteuden mittaamisessa että kasvumarkkinoilla terveysteknologiassa, nestemittauksissa sekä sähkövoiman ja energian segmentissä.

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kasvunäkymä on kaksijakoisempi, sillä perinteisillä ydinmarkkinoilla meteorologiassa ja lentosäässä markkinan kasvu on maltillista ja niissä Vaisalalla ei myöskään ole enää merkittävästi varaa korottaa markkinaosuuttaan. Siksi kasvu painottuu kasvusegmentteihin kuten uusiutuvaan energiaan, tieliikenteeseen ja autoteollisuuteen. Vaisala on panostanut vuosien 2022-23 aikana runsaasti kasvuun ja mm. lanseerannut Xweather-brändin kiihdyttääkseen älykkäiden säädäpalveluiden myyntiä. Siksi odotamme erityisesti jatkuvan tilauspohjaisen liikevaihdon kasvavan hyvin lähivuosina (2022-26e CAGR: 15 %). Koko liiketoiminta-alueen tasolla arvioimme kasvun jäävän kuitenkin vain 5-6 %:iin vuosina 2024-26 ja hidastuvan 4 %:iin vuosina 2027-30.

Vuoden 2023 liiketulos jäänee ohjeistuksen alempaan päähän

Vaisala ohjeistaa vuoden 2023 liiketulokseksi 70-85 MEUR (2022: 62,5 MEUR). Meidän ennusteemme vuoden 2023 liiketulokseksi on 72 MEUR. Kuluvaan vuoden tulosta tukee sekä liikevaihdon kasvu, että bruttokatemarginaalin parantuminen. Toisaalta Vaisala on korottanut kasvupanostuksia koronan jälkeen ja kiinteät kulut ovat merkittävässä kasvussa. Henkilöstön lukumäärän kasvu vuoden 2023 Q1:llä oli peräti 12 % v/v.



Ennusteet 2/2

Henkilöstökulujen lisäksi matkustamisen palautuminen sekä käynnissä oleva ERP-projekti kasvattavat kiinteitä kuluja vuonna 2023.

Arvioimme 2023 bruttokatteen paranevan edellisvuoteen verrattuna, sillä komponenttipulan aiheuttamat lisäkustannukset laskevat asteittain ja samalla yhtiö on pystynyt nostamaan tuotteidensa hintoja. Ennustamme vuoden 2023 bruttomarginaaliksi 56,1 % (2022: 54,9 %). Bruttomarginaalin kehitystä tukee isossa kuvassa myöskin Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen suhteellisen osuuden kasvu liikevaihdosta sekä jatkuvapohjaisiin tilauksiin perustuvien älykkäiden sääpalveluiden kasvu. Ennustamme bruttomarginaalin kehittyvän edelleen 56,4 %:iin 2024 ja 56,6 %:iin 2025.

Tuloskasvuun selkeät ajurit keskipitkällä aikavälillä

Vaisala tavoittelee 15 %:n liiketulosmarginaalia keskipitkällä aikavälillä ja pidämme tätä tavoitetta melko realistisena. Ennustamme liiketulosmarginaalin kohoavan 15,0 %:iin kuitenkin vasta vuonna 2026 (oik. EBIT 15,9 %). Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen tuloskasvun lisäksi myös Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen tulos todennäköisesti parantuu, kun kasvupanostukset älykkäisiin säädätpalveluihin alkavat tuottaa hedelmää. Vaisala tulee myöskin vähentämään meteorologiaan ja lentosäähän liittyviä kiinteitä kustannuksia, koska toistaiseksi kyseisiin ydinmarkkinoihin on panostettu ehkä liikaakin ottaen huomioon segmenttien heikon kasvunäkymän.

Vahvan taseen ansiosta Vaisalan liiketoiminnan nettoraahoituskulut ovat vuosien 2023-25

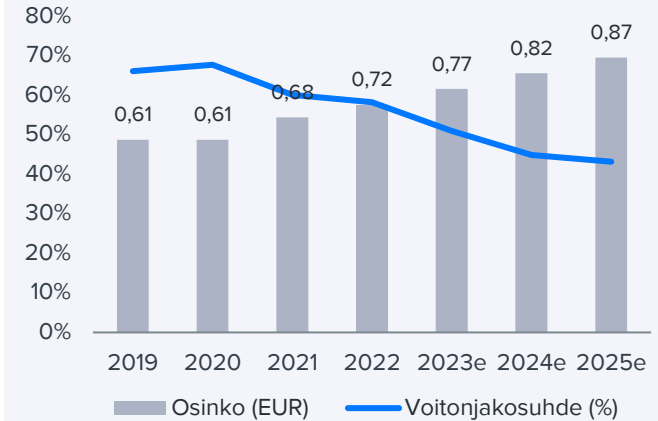
ennusteissamme matalalla tasolla – keskimäärin 2,0 MEUR. Esimerkiksi mahdollisista yrityskaupoista johtuvilla taserakenteen muutoksilla voi kuitenkin olla rahoituskuluja nostava vaikutus. Arvioimme verokulujen olevan lähivuosina ja pitkällä aikavälillä keskimäärin 20 % verotettavasta tuloksesta, mikä vastaa karkeasti viimeisten viiden vuoden keskiarvoa (19,6 %). Rahoitus- ja verokulujen jälkeen raportoitu osakekohtainen nettotulos kasvaa 2,00 euroon vuoteen 2025 mennessä, eli keskimäärin 17 %:n vuosivauhtia. Odotamme yhtiön kasvattavan osingonjakoaan tulevana vuosina hyvän tuloskehityksen ja vahvan taseen mahdollistamana.

Kassavirran ja taseen tulisi vahvistua lähivuosina, mikäli uusia yrityskauppoja ei tehdä

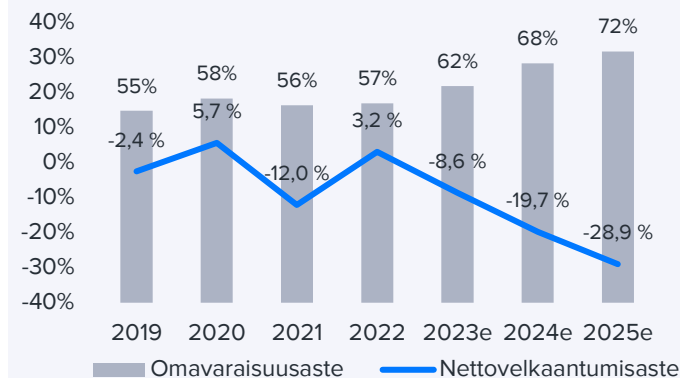
Uskomme Vaisalan ylläpitävän vahvaa, jopa konservatiivista taserakennetta tulevaisuudessakin. Ilman yrityskauppoja tase kääntyisi jälleen nopeasti nettokassalle tulevana vuosina, mutta yrityskauppojen tekeminen on mahdollista ja usean vuoden jänteellä jopa todennäköistä.

Vuoden 2022 aikana taseeseen sitoutui käyttöpääomaa, koska Vaisala osti runsaasti komponentteja varmistaakseen hyvän toimituskyvyn saatavuusvaikeuksien keskellä. Emme ennusta käyttöpääoman kasvavan enää merkittävästi vuosina 2023-24, sillä suurta varastoa voidaan ehkä osittain purkaakin lähiaikoina. Pitkällä aikavälillä kasvu toki tarkoittaa myös pientä kasvua käyttöpääomassa. Yhtiöllä ei ole tiedossa poikkeuksellisia aineellisia investointitarpeita lähivuosina, joten ennustamme investointien olevan 16 % alle kokonaispoistotason vuosina 2023-25.

Osingon kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	380	438	119	121	133	142	514	132	134	145	152	564	603	641	681
Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue	236	257	65,7	65,9	75,8	81,3	289	68,8	72,7	82,7	87,9	312	331	348	364
Teollisten mittausten liiketoiminta-alue	144	181	53,1	54,7	57,6	60,2	226	63,0	61,3	62,7	64,4	251	272	293	317
Käyttökate	65,9	71,8	23,3	16,0	27,9	18,8	86,1	19,2	20,2	31,1	25,3	95,8	107	117	125
Poistot ja arvonalennukset	-21,1	-21,6	-5,7	-5,7	-5,9	-6,2	-23,6	-5,9	-6,0	-6,0	-6,0	-23,9	-23,8	-23,4	-22,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	52,1	63,6	19,5	12,2	24,1	14,9	70,7	15,4	16,3	27,2	21,4	80,3	91,5	101	108
Liikevoitto	44,8	50,1	17,6	10,3	22,0	12,6	62,5	13,3	14,2	25,1	19,3	71,9	83,3	93,1	102
Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue	14,6	7,7	2,9	-1,1	7,5	1,8	11,1	-1,7	0,0	7,7	4,9	10,9	15,0	17,9	19,8
Teollisten mittausten liiketoiminta-alue	31,6	43,9	14,6	11,5	14,6	10,8	51,5	15,0	14,4	17,6	14,5	61,5	68,8	75,7	82,8
Muut toiminnot	-1,4	-1,5	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Nettorahoituskulut	-3,4	-1,6	-0,2	-1,0	-1,3	-0,6	-3,1	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-2,6	-2,0	-2,0	0,0
Tulos ennen veroja	41,3	48,5	17,4	9,3	20,7	12,2	59,6	12,5	13,5	24,5	18,8	69,3	81,3	91,1	102
Verot	-8,5	-7,3	-3,6	-3,1	-4,7	-3,2	-14,6	-2,9	-2,7	-4,9	-3,8	-14,3	-16,3	-18,2	-20,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	32,8	41,2	13,8	6,2	16,0	9,0	45,0	9,6	10,8	19,6	15,0	55,1	65,0	72,9	81,5
EPS (oikaistu)	1,06	1,50	0,42	0,21	0,49	0,30	1,42	0,31	0,34	0,58	0,46	1,70	1,97	2,17	2,38
EPS (raportoitu)	0,90	1,13	0,38	0,17	0,44	0,25	1,24	0,26	0,30	0,54	0,41	1,51	1,79	2,00	2,24
Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-6,0 %	15,4 %	29,1 %	10,1 %	19,6 %	13,2 %	17,4 %	10,9 %	11,1 %	9,1 %	7,7 %	9,6 %	7,0 %	6,3 %	6,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		22,1 %	95,0 %	-18,1 %	1,0 %	0,9 %	11,3 %	-21,0 %	33,8 %	12,7 %	43,4 %	13,5 %	14,0 %	9,9 %	7,8 %
Käyttökate-%	17,4 %	16,4 %	19,6 %	13,3 %	20,9 %	13,3 %	16,7 %	14,6 %	15,1 %	21,4 %	16,6 %	17,0 %	17,8 %	18,2 %	18,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	13,7 %	14,5 %	16,4 %	10,1 %	18,1 %	10,5 %	13,8 %	11,7 %	12,2 %	18,7 %	14,0 %	14,2 %	15,2 %	15,7 %	15,9 %
Nettotulos-%	8,6 %	9,4 %	11,6 %	5,1 %	12,0 %	6,4 %	8,8 %	7,3 %	8,1 %	13,5 %	9,9 %	9,8 %	10,8 %	11,4 %	12,0 %

Lähde: Inderes

Nostimme hieman tulospöytäsuunnitelmamme laajan raportin laatimisen yhteydessä. Vuosien 2024-25 oikaistut liikevoittoennusteemme nousivat 2-4 %. Uskomme etenkin Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kannattavuuden kehittyvän tulevina vuosina suotuisasti kasvupainotteisten kohdentamisten sekä tilauspohjaisen liikevaihdon skaalautumisen myötä.

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	179	194	190	186	183
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	56,9	71,3	63,9	56,7	50,2
Käyttöomaisuus	94,1	96,0	98,6	102	106
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	12,0	12,9	12,9	12,9	12,9
Laskennalliset verosaamiset	14,3	12,6	12,6	12,6	12,6
Vaihtuvat vastaavat	229	245	262	277	318
Vaihto-omaisuus	49,9	61,6	62,0	65,1	67,9
Muut lyhytaikaiset varat	28,1	26,2	25,0	25,0	25,0
Myyntisaamiset	73,5	102	107	113	118
Likvidit varat	77,9	55,5	67,6	74,3	107
Taseen loppusumma	408	439	451	463	501

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	230	251	279	316	359
Osakepääoma	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Kertyneet voittovarot	218	239	268	305	347
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	1,7	4,1	4,1	4,1	4,1
Muu oma pääoma	2,4	0,1	0,1	0,1	0,1
Vähemmistöosuus	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	62,4	22,3	34,0	24,0	14,0
Laskennalliset verovelat	8,5	6,1	6,1	6,1	6,1
Varaukset	2,3	3,1	3,1	3,1	3,1
Lainat rahoituslaitoksilta	47,7	8,3	20,0	10,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4,0	4,8	4,8	4,8	4,8
Lyhytaikaiset velat	115	166	138	122	128
Lainat rahoituslaitoksilta	2,5	55,2	23,6	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	83,9	74,0	81,1	87,3	93,5
Muut lyhytaikaiset velat	29,0	37,1	33,1	35,1	34,1
Taseen loppusumma	408	439	451	463	501

Sijoitusprofiili

1.

Tuotejohtajuus tuo kilpailuetua ja tukee kannattavuutta

2.

Megatrendit tukevat mittaamismarkkinan kasvua ja luovat uusia niche-markkinasegmenttejä

3.

Tuloskasvua syntyy korkeakatteisilta kasvumarkkinoilta sekä kulusäästöistä hitaammin kasvavilla ydinmarkkinoilla

4.

Vahva tase ja mahdolliset yritysostot

5.

Ei ole immuuni talouden sykleille

Potentiaali



- Selkeät ajurit kannattavuuden rakenteelliseen parantamiseen
- Bruttokatteet saavat tukea komponenttipulan väistyessä ja hinnoittelun noustua hyvälle tasolle
- Osaamisen hyödyntäminen uusissa asiakassegmenteissä ja maantieteellisillä alueilla
- Skaalautuvuuden lisääminen erityisesti älykkäiden säädäpalveluiden kautta

Riskit



- Lyhyellä aikavälillä kiinteiden kulujen kasvu hidastaa kannattavuuden parantumista
- Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen ydinmarkkinoiden kasvu on hidasta
- Kiristynvä kilpailu joissakin tuotesegmenteissä
- Epäonnistuminen yritysostoissa tai organisisissa kasvupanostuksissa

Arvonmääritys 1/3

Sijoitusprofiili ja arvostuksen yhteenveto

Vaisala on laadukas teknologiayhtiö, jota on kehitetty pitkäjänteisesti tutkimuksen ja tuotekehityksen pohjalta. Yhtiön tulos on kehittynyt pitkällä aikavälillä nousujohteisesti ja melko vakaasti, minkä vuoksi se mielestämme ansaitsee nykyisen korkeahkon arvostustasonsa. Yhtiö ei kuitenkaan ole immuuni talouden sykleille, vaan esimerkiksi teollisuuden investoinnit toimivat yhtenä kysynnän ajurina. Tulospohjaisia arvostuskertoimia katsottaessa oikaistu EV/EBIT vuosille 2023 ja 2024 on 18x ja 16x, eli selvästi Helsingin pörssin keskimääräistä tasoa korkeampi. P/E luvut ovat vielä korkeammat (24x ja 21x) sillä yhtiöllä ei ole juurikaan nettovelkaa, mikä tukee osakkeen hintaa suhteessa tulokseen.

Suoria verrokkeja Vaisalalle ei ole tarjolla, mutta laadukkaista kansainvälisistä ja keskimäärin Vaisalaa suuremmista teknologiayhtiöistä koostamamme verrokkiryhmä on arvostettu jopa Vaisalaa kalliimmaksi (EV/EBIT 2023e: 23-24x). Vaisalan osinkotuotto on matalahko, mutta kehittyä nousujohteisesti ja on hieman verrokkiryhmän keskiarvoa korkeampi.

Sijoitustarinan kannalta on olennaista, että Vaisala pystyy jatkamaan tuloskasvua tulevina vuosina. Vaativasta arvostuksesta huolimatta arvioimme, että osakkeessa olisi positiivisessa skenaariossa edellytyksiä jopa yli 60 euron arvoon 3 vuoden tähtäimellä, mikäli vuotuinen orgaaninen kasvu säilyy yli 10 %:n ja kannattavuus paranee yli yhtiön tavoitetason. Toisaalta, mikäli kannattavuus jäisi nykyiselle tasolle ja kasvu tyssäisi esimerkiksi talouden hidastumisen vuoksi 4 %:iin, voisi

osakkeessa olla merkittävää laskuvaraa.

Kassavirtapohjaisella analyysillä saamme markkina-arvoksi 1616 MEUR ja osakkeen arvoksi 44,4 euroa osakkeelta. Olemme käyttäneet 8,0 % oman pääoman kustannusta, 7,4 % keskimääräistä pääoman kustannusta ja 14,0 % pitkän aikavälin liikevoittomarginaalia. DCF-arvonmääritys on erittäin herkkä pääoman kustannustason, sekä pitkän aikavälin liikevoittomarginaalin muutoksille. Pidämme osakkeen riskitasoa teknologiayhtiöksi melko matalana, minkä johdosta kassavirtapohjaiselle arvostukselle voidaan mielestämme antaa merkittävästi painoarvoa.

Näemme osakkeen riski-/tuottosuhteen nykytasolla houkuttelevana, sillä tuloskasvun jatkumiselle pitäisi olla tulevana vuosina hyvät edellytykset. Pidämme myöskin nykyistä arvostustasoa kestäväenä, mikäli tuloskasvu ja arvонуonti jatkuvat. Asetamme suosituksen tasolle lisää ja tavoitehinnan 44,0 euroon.

Vaisalan arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- T&K:n perustuva tuotejohtajuus ja erityinen kyky luoda arvoa asiakkaille
- Megatrendit tukevat markkinan kasvua
- Hajautunut loppuasiakaskunta

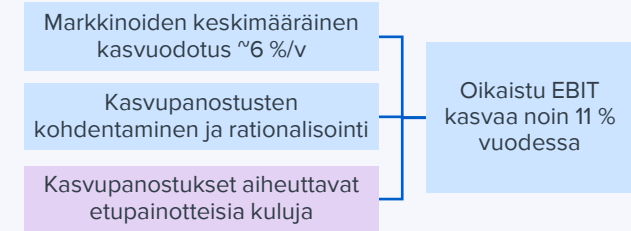
Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Talouden syklit vaikuttavat tuloskehitykseen
- Kiristyvä kilpailu joissakin tuotesegmenteissä
- Tietyillä ydinmarkkinoilla kasvupotentiaalia jo käytetty

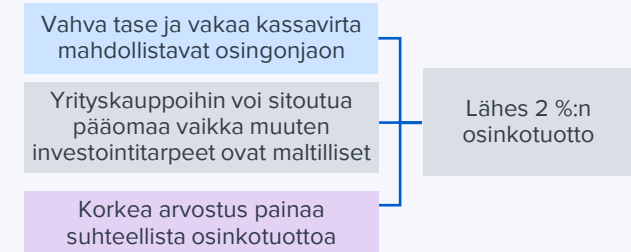
Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

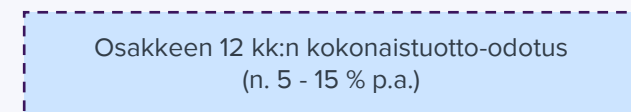
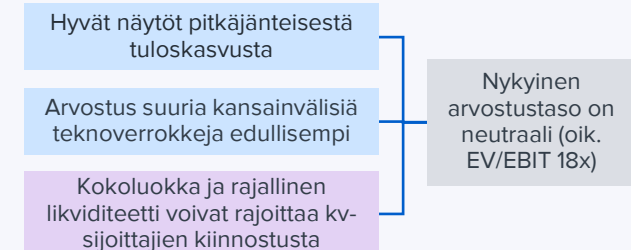
Tuloskasvun ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys 2/3

Arvostuskertoimet ovat yhä vaativat vaikka laskua huippuvuosista onkin jo nähty

Suosimme tulos pohjaisessa arvonmäärityksessä ensisijaisesti oikaistua EV/EBIT-kerrointa (sama kuin EV/EBITA), sillä se ottaa huomioon Vaisalan poikkeuksellisen vahvan taserakenteen paremmin kuin esimerkiksi P/E-kerroin. Vertailukelpoisuutta parantaaksemme oikaisemme liikevoittoa yrityskauppoihin liittyvillä aineettomien oikeuksien poistoilla, jotka ovat määräaikaista laskennallisia erää.

Nykyinen oik. EV/EBIT 18x on mielestämme melko neutraali arvostustaso Vaisalan osakkeelle. Arvostustaso kävi korkealla erityisesti vuoden 2021 aikana (oik. EV/EBIT oli tuolloin yli 25x), mutta on sittemmin laskenut mm. korkotason nousun sekä talouskasvun hidastumisen myötä. Liiketoiminta on erittäin arvoa luovaa, sillä pääomantulo oli vuonna 2022 jopa 21 % ja ennustamme tuottotason vielä nousevan kannattavuuden parantumisen myötä. Yhtiön kasvuprofiili on houkutteleva mm. kasvavien loppumarkkinoiden ansiosta ja ennustamme kasvu ylittää hieman verrokkiryhmän keskimääräisen tason. Verrokkiryhmän keskimääräinen EV/EBIT-kerroin on 23x ja mediaani 24x. Toisaalta verrokkiryhmän yhtiöt ovat keskimäärin selvästi Vaisalaa suurempia ja likvidimpiä, mikä osittain selittää arvostuseroa. Vaisalan arvonluontikyky ei mielestämme häviä verrokkiryhmälle, sillä yhtiön kasvuvauhti on hieman parempi ja kannattavuutta voidaan parantaa lähemmäs verrokkiryhmän tasoa.

Nykyisillä ennusteillamme osakkeessa voisi olla maltillista nousuvaraa

Laadimme kolme skenaariota Vaisalan tulostasosta ja arvostustasosta vuonna 2026. Perusskenaariossa liikevaihdon kasvu olisi keskimäärin 7 % konsernin tasolla, josta 9 % Teollisten mittauksen liiketoiminta-alueella ja 6 % Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella. Oikaistu EBIT asettuisi 15,9 %:iin liikevaihdosta vuonna 2026 (108 MEUR), mikä vastaisi raportoidun EBIT:in osalta yhtiön tavoittelemaa 15 %:n tasoa. Perusskenaarioonkin sisältyy epävarmuutta, sillä kannattavuuden huomattava parantaminen ei ole itsestään selvää, vaikka näemmekin yhtiöllä siihen hyvät mahdollisuudet. Perusskenaariossa annamme osakkeelle arvostuskertoimeksi 18x (sama kuin nykyinen arvostustaso vuodelle 2023), jolloin osakkeen käypä nykyarvo olisi 46,4 euroa (sisältää tulevat osingot) ja vuotuinen tuotto-odotus 13 % eli ylittäisi tuottovaatimuksen (8 %).

Tuloskasvulla suuri merkitys arvon kehitykseen

Negatiivinen ja positiivinen skenaariomme eivät edusta mahdollisuuksien ääripäitä vaan harmaan eri sävyjä – eri tasoisia maltillisia ja kohtuullisen todennäköisiä lopputulemia. Negatiivisessa skenaariossa osakkeen käypä nykyarvo voisi olla vain 31 euroa ja positiivisessa 63 euroa. Tämä havainnollistaa sitä, että Vaisalan kaltaisen vaativasti arvostetun kasvuyhtiön tapauksessa tuloskasvun merkitys on suuri ja mahdollisten lopputulemien kirjo varsin laaja. Yhtiön kyky luoda tuloskasvua heijastuu myös hyväksytyihin arvostuskertoimiin, jolloin tuloskasvun vaikutus osakkeen arvoon korostuu.

Arvostusskenaariot

Skenaario	Neg.	Perus	Pos.
Liikevaihdon kasvu 2023-26 (CAGR)	4 %	7 %	11 %
Oik. EBIT-% 2026	13,8 %	15,9 %	16,9 %
Oik. EBIT 2026 (MEUR)	83	108	132
Oik. EV/EBIT (x)	15	18	21
Markkina-arvo (MEUR)	1322	2033	2774
Käypä osakkeen hinta 2026 sisältäen osingot (EUR)	38,9	58,4	78,8
Käypä nykyarvo (EUR)	30,9	46,4	62,6
Nykyinen kurssi (EUR)	40,8	40,8	40,8
Keskimääräinen vuotuinen tuotto-odotus 2023-26	-2 %	13 %	25 %
Tuottovaatimus OPO:lle	8 %	8 %	8 %
Käyvän nykyarvon ja nykyisen osakekurssin erotus	-24 %	14 %	54 %

Lähde: Inderes

Historiallinen EV/EBIT

(aineettomia M&A-poistoja ei oikaistu)



Suhteessa kuluvan vuoden konsensusennusteeseen. Yrityskauppoihin liittyviä aineettomia poistoja ei ole oikaistu.

Lähde: Bloomberg

Arvonmääritys 3/3

Maltillinen osinkotuotto kehitty nousujohteisesti

Tasaisen nousujohteista osinkoa historiassa maksaneen Vaisalan osinkotuotto on vuoden 2022 osalta 1,7 % nykykurssiin nähden (0,72 euroa per osake). Vuosille 2023-24 ennustamme 1,9-2,0 %:n osinkotuottoa, mikä ei ole pörssin yleisessä vertailussa erityisen korkea taso, mutta ylittää verrokkiryhmän mediaanin (1,3-1,5 %).

DCF-arvonmääritys tarjoaa pientä nousuvaraa

Vaisalan hyvät historialliset näytöt ja vakaa tuloksenteekokyky tukevat kassavirtoihin pohjautuvan arvostusmallin (DCF) käyttöä arvostusmenetelmänä. Vaisalan liiketoiminnan kehitys on ollut pitkällä aikavälillä hyvin stabiilia ja nousujohteista, mikä vähentää erityisesti rahavirtamallin terminaalijaksoon liittyviä ennusteriskejä.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihto kasvaa vuosien 2023-32 välillä keskimäärin 5,6 % vuodessa kasvun painottuessa ennustejakson alkupäähän. Terminaalissa kasvuoletuksemme on 2,8 %. Kannattavuuden osalta olemme olettaneet että oikaistu liikevoittomarginaali nousee 16 %:iin vuoteen 2026 mennessä (raportoitu EBIT 2026e 15,0 %) ja pysyy tällä tasolla ennustejakson loppuun saakka, minkä jälkeen laskee terminaalijaksolla maltillisemmalle 14,0 %:n tasolle. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,4 % ja oman pääoman kustannus 8,0 %. Nostimme pääoman kustannusta mm. kohonneen korkotason johdosta (aiempi WACC oli 7,0 %). Matala pääoman kustannus kuvastaa mallissamme yhtiön matalaa riskiprofiilia.

DCF-malli antaa yritysarvoksi 1650 MEUR ja oman pääoman arvoksi 1 161 MEUR eli osakekohtaiseksi arvoksi muodostuu 44,4 euroa. Mallissa terminaalijakson painoarvo on 65 %, joka on korkeahko, mutta tasaisen nousujohteinen tuloskehitys ja yhtiön markkinaposition laskevat tätä riskiä.

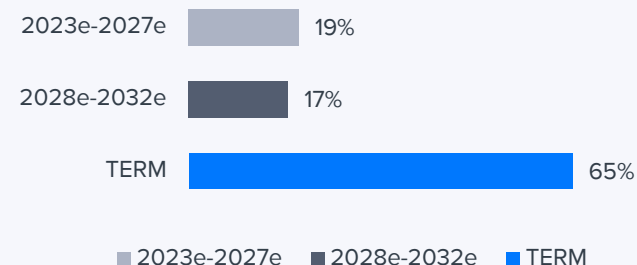
DCF-malli on herkkä parametrien muutoksille

DCF-arvonmääritys on luonnollisesti herkkä valittujen oletusten muutoksille. Mikäli olettaisimme yhtiön yltävän pitkällä aikavälillä 15 %:n EBIT-marginaaliin yhtiön tavoitteiden mukaisesti (nykyinen terminaalioletus 14 %), nousisi DCF:n antama arvostus noin 46,7 euroon per osake eli 5 % nykyiseltä tasolta. WACC:in nostaminen prosenttiyksiköllä laskisi osakkeen käypää arvoa 18 % ja laskeminen prosenttiyksiköllä puolestaan nostaisi käypää arvoa 29 %.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	40,8	40,8	40,8
Osakemäärä, milj. kpl	36,4	36,4	36,4
Markkina-arvo	1485	1485	1485
Yritysarvo (EV)	1461	1421	1378
P/E (oik.)	24,0	20,7	18,8
P/E	27,0	22,8	20,4
P/Kassavirta	24,6	21,2	20,0
P/B	5,3	4,7	4,1
P/S	2,6	2,5	2,3
EV/Liikevaihto	2,6	2,4	2,1
EV/EBITDA (oik.)	15,3	13,3	11,8
EV/EBIT (oik.)	18,2	15,5	13,7
Osinko/tulos (%)	51 %	46 %	44 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,0 %	2,1 %

Lähde: Inderes

DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain

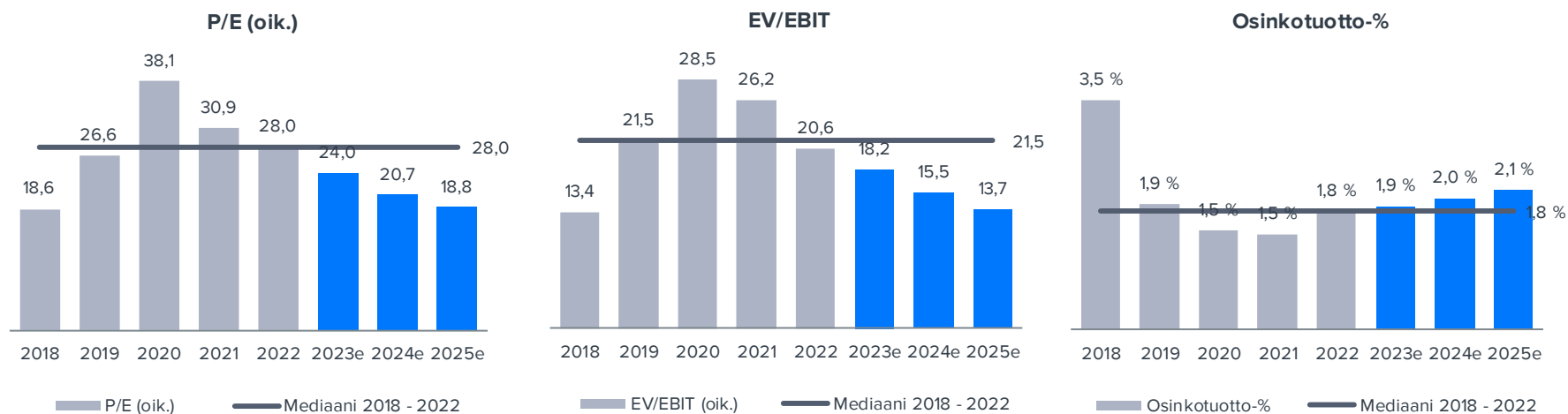


Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	16,5	31,8	40,4	46,4	39,8	40,8	40,8	40,8	40,8
Osakemäärä, milj. kpl	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4
Markkina-arvo	601	1157	1470	1689	1450	1485	1485	1485	1485
Yritysarvo (EV)	569	1154	1485	1666	1458	1461	1421	1378	1328
P/E (oik.)	18,6	26,6	38,1	30,9	28,0	24,0	20,7	18,8	17,1
P/E	20,4	34,4	44,8	41,0	32,2	27,0	22,8	20,4	18,2
P/Kassavirta	neg.	neg.	>100	29,5	neg.	24,6	21,2	20,0	18,2
P/B	3,3	5,8	7,2	7,4	5,8	5,3	4,7	4,1	3,6
P/S	1,7	2,9	3,9	3,9	2,8	2,6	2,5	2,3	2,2
EV/Liikevaihto	1,6	2,9	3,9	3,8	2,8	2,6	2,4	2,1	2,0
EV/EBITDA (oik.)	11,2	17,9	22,5	23,2	16,9	15,3	13,3	11,8	10,6
EV/EBIT (oik.)	13,4	21,5	28,5	26,2	20,6	18,2	15,5	13,7	12,2
Osinko/tulos (%)	72 %	66 %	68 %	60 %	58 %	51 %	46 %	44 %	41 %
Osinkotuotto-%	3,5 %	1,9 %	1,5 %	1,5 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

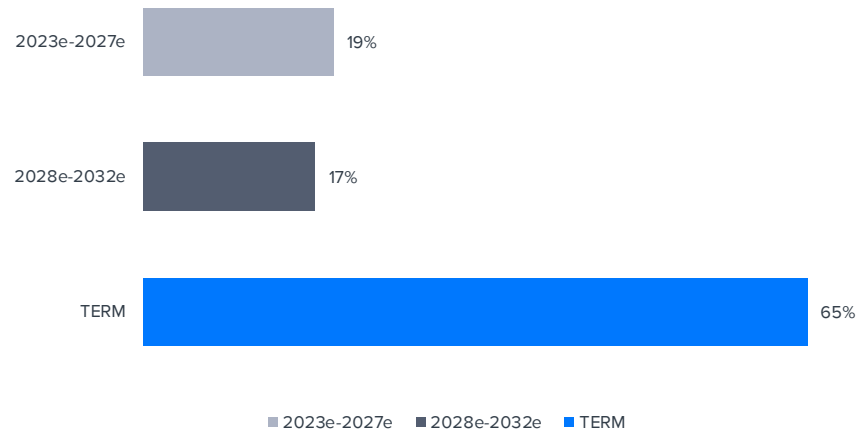
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Spectris	4539	4346	15,8	14,4	12,6	11,7	2,6	2,5	20,1	18,5	2,2	2,3	2,8
Halma	10399	11097	25,6	23,0	22,1	20,2	5,3	4,8	31,6	28,9	0,9	0,9	6,0
Oxford Instruments	1804	1721	18,2	17,6	16,1	15,5	3,3	3,2	24,7	23,9	0,8	0,8	4,6
Indutrade	8154	8963	26,1	26,0	19,2	18,9	3,4	3,3	34,0	33,3	1,2	1,2	6,5
TT Electronics	337	503	8,5	7,8	6,4	5,8	0,7	0,7	8,7	7,8	4,1	4,6	0,9
Hexagon	30917	34275	22,2	20,7	17,3	16,0	6,4	6,0	25,9	23,9	1,1	1,3	3,0
Inficon Holding	2689	2686	25,8	22,8	22,6	20,0	4,9	4,6	32,4	28,7	1,9	2,2	9,4
Comet Holding	1920	1891	37,3	17,7	26,0	14,5	3,9	3,2	44,3	22,2	1,4	1,7	5,2
Mettler-Toledo International	26644	28505	24,4	22,5	22,9	21,1	7,6	7,1	30,2	26,9			
Vaisala (Inderes)	1485	1461	18,2	15,5	15,3	13,3	2,6	2,4	24,0	20,7	1,9	2,0	5,3
Keskiarvo			22,7	19,2	18,4	16,0	4,2	3,9	28,0	23,8	1,7	1,9	4,8
Mediaani			24,4	20,7	19,2	16,0	3,9	3,3	30,2	23,9	1,3	1,5	4,9
Erotus-% vrt. mediaani			-25 %	-25 %	-21 %	-17 %	-33 %	-29 %	-20 %	-14 %	49 %	36 %	9 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	17,4 %	9,6 %	7,0 %	6,3 %	6,2 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	2,8 %	2,8 %
Liikevoitto-%	12,2 %	12,8 %	13,8 %	14,5 %	15,0 %	15,1 %	15,2 %	15,2 %	15,3 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %
Liikevoitto	62,5	71,9	83,3	93,1	102	108	114	120	127	121	124	
+ Kokonaispoistot	23,6	23,9	23,8	23,4	22,8	21,8	23,2	24,3	24,4	23,7	23,9	
- Maksetut verot	-15,3	-14,3	-16,3	-18,2	-20,4	-21,5	-22,8	-24,0	-25,4	-24,1	-24,8	
- verot rahoituskuluista	-0,8	-0,5	-0,4	-0,4	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	-39,8	-1,5	-0,5	-2,9	-1,2	-2,1	-2,4	-2,6	-2,5	1,0	-2,8	
Operatiivinen kassavirta	30,3	79,5	90,0	95,0	103	106	112	118	123	121	120	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-40,8	-19,1	-20,0	-20,8	-21,6	-22,4	-23,2	-24,1	-25,1	-24,8	-24,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-8,8	60,4	70,0	74,2	81,6	83,4	88,6	93,7	98,4	96,3	95,6	
+/- 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	-8,8	60,4	70,0	74,2	81,6	83,4	88,6	93,7	98,4	96,3	95,6	2109
Diskontattu vapaa kassavirta		58,1	62,7	61,9	63,4	60,3	59,6	58,7	57,4	52,3	48,4	1067
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1650	1592	1529	1468	1404	1344	1284	1225	1168	1116	1067
Velaton arvo DCF		1650										
- Korolliset velat		-63,5										
+ Rahavarat		55,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-26,2										
Oman pääoman arvo DCF		1616										
Oman pääoman arvo DCF per osake		44,4										

Rahavirran jakauma jaksottain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	379,5	438,0	514,2	563,5	602,7	EPS (raportoitu)	0,90	1,13	1,24	1,51	1,79
Käyttökate	65,9	71,8	86,1	95,8	107,1	EPS (oikaistu)	1,06	1,50	1,42	1,70	1,97
Liikevoitto	44,8	50,1	62,5	71,9	83,3	Operat. kassavirta / osake	1,31	2,23	0,83	2,18	2,47
Voitto ennen veroja	41,3	48,5	59,6	69,3	81,3	Vapaa kassavirta / osake	0,33	1,57	-0,24	1,66	1,92
Nettovoitto	32,8	41,2	45,0	55,1	65,0	Omapääoma / osake	5,63	6,31	6,88	7,67	8,68
Kertaluontoiset erät	-7,3	-13,4	-8,2	-8,4	-8,2	Osinko / osake	0,61	0,68	0,72	0,77	0,82
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	351,8	408,1	439,3	451,2	462,8	Liikevaihdon kasvu-%	-6 %	15 %	17 %	10 %	7 %
Oma pääoma	205,4	230,4	250,6	279,4	316,4	Käyttökateen kasvu-%	2 %	9 %	20 %	11 %	12 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-3 %	22 %	11 %	13 %	14 %
Nettovelat	11,7	-27,7	8,0	-24,0	-64,3	EPS oik. kasvu-%	-11 %	41 %	-5 %	20 %	16 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	17,4 %	16,4 %	16,7 %	17,0 %	17,8 %
Käyttökate	65,9	71,8	86,1	95,8	107,1	Oik. Liikevoitto-%	13,7 %	14,5 %	13,8 %	14,2 %	15,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-9,2	20,7	-39,8	-1,5	-0,5	Liikevoitto-%	11,8 %	11,4 %	12,2 %	12,8 %	13,8 %
Operatiivinen kassavirta	47,9	81,4	30,3	79,5	90,0	ROE-%	16,3 %	18,9 %	18,7 %	20,8 %	21,8 %
Investoinnit	-32,7	-23,7	-40,8	-19,1	-20,0	ROI-%	17,5 %	18,5 %	21,1 %	22,6 %	25,7 %
Vapaa kassavirta	11,9	57,2	-8,8	60,4	70,0	Omavaraisuusaste	58,4 %	56,5 %	57,0 %	61,9 %	68,4 %
						Nettovelkaantumisaste	5,7 %	-12,0 %	3,2 %	-8,6 %	-20,3 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	3,9	3,8	2,8	2,6	2,4						
EV/EBITDA (oik.)	22,5	23,2	16,9	15,3	13,3						
EV/EBIT (oik.)	28,5	26,2	20,6	18,2	15,5						
P/E (oik.)	38,1	30,9	28,0	24,0	20,7						
P/B	7,2	7,4	5,8	5,3	4,7						
Osinkotuotto-%	1,5 %	1,5 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22/02/2021	Myy	30,00 €	36,50 €
09/03/2021	Vähennä	30,00 €	32,70 €
30/04/2021	Vähennä	32,00 €	34,80 €
24/07/2021	Vähennä	38,00 €	38,95 €
20/10/2021	Vähennä	41,00 €	45,70 €
28/10/2021	Vähennä	42,50 €	46,35 €
20/02/2022	Vähennä	43,00 €	43,50 €
06/04/2022	Vähennä	43,00 €	42,50 €
29/04/2022	Vähennä	45,00 €	43,90 €
23/07/2022	Vähennä	43,50 €	44,00 €
15/10/2022	Vähennä	39,00 €	38,50 €
30/10/2022	Vähennä	39,50 €	39,80 €
17/02/2023	Vähennä	41,00 €	43,45 €
06/05/2023	Vähennä	41,00 €	40,00 €
20/06/2023	Lisää	44,00 €	40,75 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**