

Vaisala

Yhtiöraportti

6.4.2022 22:40



Pauli Lohi
+358 45 134 7790
pauli.lohi@inderes.fi



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Laadukas teknologiayhtiö kalliilla hintalapulla

Uuden syksyllä 2021 lanseeratun strategian myötä korkean lisäarvon mittausteknologiaa valmistava Vaisala tavoittelee tuloskasvua aiempaakin kunnianhimoisemmalla otteella. Vakaa ja nousujohteinen tuloskehitys jatkuvat todennäköisesti pitkällä aikavälillä, mutta lähitulevaisuudessa toimintaympäristöön liittyvät riskit voivat hidastaa tuloskehitystä. Emme näe osakkeen tuotto-odotusta riittävänä korkea arvostus huomioiden, minkä vuoksi toistamme vähennä-suosituksen ja 43 euron tavoitehinnan.

Gloaali tuotejohtaja omissa mittausteknologian markkinasegmenteissään

Vaisala on korkealaatuisen mittausteknologian johtava valmistaja omissa ydinsegmenteissään kuten mm. säähavaintolaitteissa ja teollisuuden hiilidioksi- ja kosteusmittauksissa. Liiketoiminta on jaettu kahteen alueeseen: Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueeseen, jonka asiakkaina ovat pääasiassa julkisen sektorin toimijat, sekä Teollisten mittausten liiketoiminta-alueeseen, jonka asiakkaita ovat teollisuusyhtiöt. Vaisala toimii ainoastaan markkinoilla, joissa se voi luoda lisäarvoa olemassa olevien kilpailevien ratkaisujen lisäksi, minkä johdosta yhtiön tuotteiden bruttokatteet ovat korkeat ja kannattavuus hyvällä tasolla. Globaalit megatrendit tukevat Vaisalan tuotteiden kysyntää ja luovat uusia markkinasegmenttejä, joissa sen teknologiaa voidaan hyödyntää. Tutkimus ja tuotekehitys (T&K) on yhtiön menestyksen selkäranka ja sitä on kehitetty pitkäjänteisesti myös koronapandemian aikana. Yhtiön tase on vakavarainen ja sillä oli vuoden 2021 lopussa 28 MEUR:n nettokassapositio.

Selkeytetty strategia tähtää tuloskasvun kiihdyttämiseen

Syyskuussa 2021 esitellyn strategiansa mukaisesti Vaisala on selkiyttänyt segmenttikohtaisia tavoitteitaan organisaation sisällä ja keskittyy jatkossa vähäisemmän kasvupotentiaalin omaavissa ydinmarkkinasegmenteissään kannattavuuden parantamiseen. Samaan aikaan kasvupanostuksia keskitetään nopeammin kasvaville markkina-alueille, joita ovat terveysteknologia, sähkövoima, nestemittaukset, uusiutuva energia, tieinfrastruktuuri, älykäs liikenne sekä sää ja ilmanlaatu kaupungeissa ja yritystoiminnassa. Syksyllä päivitettyjen taloudellisten tavoitteidensa mukaisesti yhtiö pyrkii keskimäärin 7 %:n kasvuun liikevaihdon osalta (keskimäärin 4 % vuosina 2020-21) ja nostamaan liikevoittomarginaalin 15 %:iin (11,5 % vuonna 2021) vuoteen 2024 mennessä.

Korkeaan arvostustasoon löytyy perusteita, mutta emme näe riittävästi nousuvaraa vuoden tähtäimellä

Vaisalan tulos on kehittynyt pitkällä aikavälillä nousujohteisesti ja vakaasti, mikä mielestämme tukee yhtiön nykyistä korkeaa arvostustasoa. EV/EBIT-luvut ovat vuosien 2022-23 ennusteillamme 21x ja 19x, eli karkeasti linjassa laadukkaiden ja kannattavien korkealaatuista teknologiaa valmistavien verrokkiyhtiöiden kanssa. Nettokassapositio nostaa yhtiön P/E-luvut korkeiksi (27x ja 25x 2022-23), mutta nekään eivät juuri poikkea verrokeista. Korkea arvostustaso ei kuitenkaan jätä tilaa takaiskuille ja esimerkiksi komponenttipula ja nykyinen maailmankauppaan liittyvä epävarmuus nostavat riskejä lähitulevaisuutta ajatellen. Osakkeen 12 kuukauden tuotto-odotus on arviomme mukaan noin 0-5 %, eli ei riitä perustelemaan positiivista suositusta. Positiivisessa skenaariossa, jossa raportoitu liikevoitto ylittäisi 15 %:iin ja orgaaninen kasvu jatkuisi hyvällä 5 %:n tasolla pitkällä aikavälillä, näkisimme että korkeampi 50 euron tavoitehinta voisi olla perusteltu. Emme kuitenkaan näe selkeitä positiivisia kurssiajureita osakkeelle tällä hetkellä, vaan korkea arvostus yhdistettynä toimintaympäristön turbulenssiin mielestämme nostaa osakkeen riskitasoa hetkellisesti.

Suositus

Vähennä

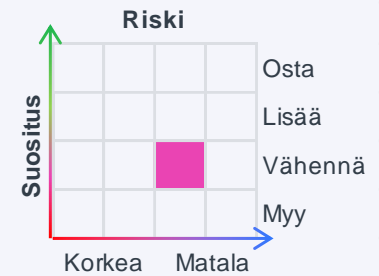
(aik. Vähennä)

43,00 EUR

(aik. 43,00 EUR)

Osakekurssi:

42,50



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	438	479	506	536
kasvu-%	15 %	9 %	6 %	6 %
EBIT oik.	63,6	69,6	75,8	80,6
EBIT-% oik.	14,5 %	14,5 %	15,0 %	15,0 %
Nettotulos	41,2	50,0	54,5	58,9
EPS (oik.)	1,50	1,58	1,70	1,78
P/E (oik.)	30,9	26,9	25,0	23,9
P/B	7,4	6,1	5,5	5,0
Osinkotuotto-%	1,5 %	1,7 %	1,9 %	2,0 %
EV/EBIT (oik.)	26,1	21,4	19,2	17,8
EV/EBITDA	23,1	17,5	15,9	14,7
EV/Liikevaihto	3,8	3,1	2,9	2,7

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

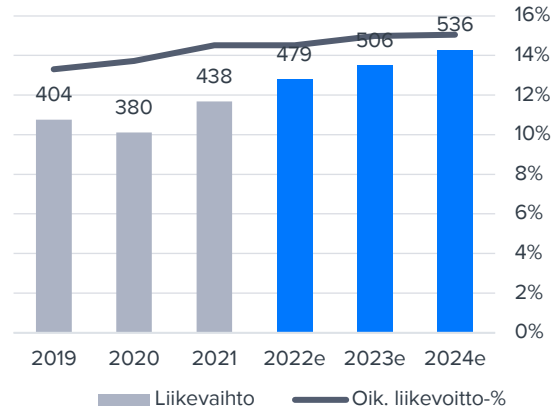
Vaisala arvioi vuoden 2022 liikevaihdon olevan 465–495 miljoonaa euroa ja liike tuloksen (EBIT) 55–70 miljoonaa euroa.

Osakekurssi



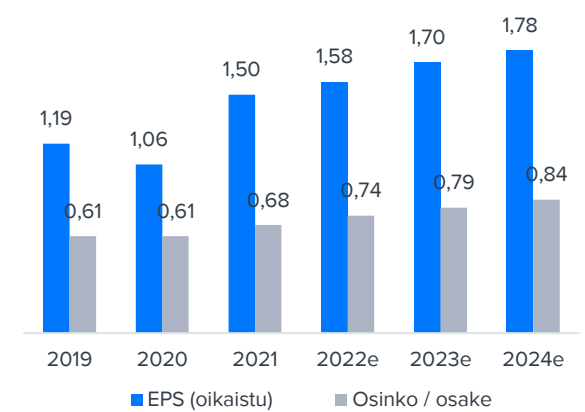
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen voimakas kasvu ja korkea kannattavuus
- Pyrkimys kasvattaa jatkuvaluonteisia ja korkeakatteisia digitaalisia sääpalveluita
- Kannattavuuden parantaminen ydinmarkkinoilla
- Kasvupanostusten kiihdyttäminen kasvusegmenteissä
- Yrityksillä hankitun teknologian kaupallistaminen laajalle asiakaskunnalle



Riskitekijät

- Makrotalouden epävarmuus vaikuttaa erityisesti Sää ja ympäristöliiketoiminta-alueeseen
- Komponenttipula ja kustannusinflaatio painavat lähiaikojen kannattavuutta
- Kasvun hidastuminen ydinmarkkinoilla
- Mahdolliset epäonnistumiset yritysostojen synergioiden realisoimisessa

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	42,5	42,5	42,5
Osakemäärä, milj. kpl	36,4	36,4	36,4
Markkina-arvo	1549	1549	1549
Yritysarvo (EV)	1488	1457	1430
P/E (oik.)	26,9	25,0	23,9
P/E	31,0	28,4	26,3
P/Kassavirta	31,5	26,4	27,6
P/B	6,1	5,5	5,0
P/S	3,2	3,1	2,9
EV/Liikevaihto	3,1	2,9	2,7
EV/EBITDA (oik.)	17,5	15,9	14,7
EV/EBIT (oik.)	21,4	19,2	17,8
Osinko/tulos (%)	54 %	53 %	52 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,9 %	2,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-10
Liiketoiminnan riskiprofiili	11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-14
Yrityskaupat	15-16
Markkinat ja kilpailukenttä	17-19
Historiallinen kehitys	20-21
Ennusteet	22-25
Sijoitusprofiili	26
Arvonmääritys	27-29
Taulukot	30-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Vaisala lyhyesti

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

>50 %

Perustajasuvun omistusosuus (äänistä)

2,6-3,0 miljardin markkina

1,3-1,6 Teolliset mittauslaitteet – 1,3-1,4 Sää ja ympäristö

438 MEUR (+15 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

41% / 59%

Teollisten mittauslaitteiden / Sään ja ympäristön osuus liikevaihdosta 2021

50,1 MEUR (11,5 % lv:sta)

Liikevoitto 2021

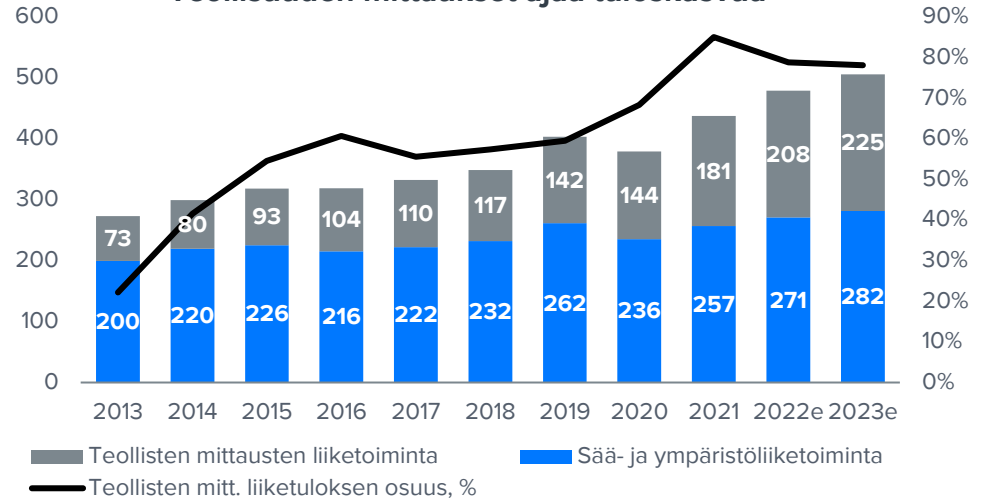
4 tehdasta

Noin 9 000 eri tuotetta

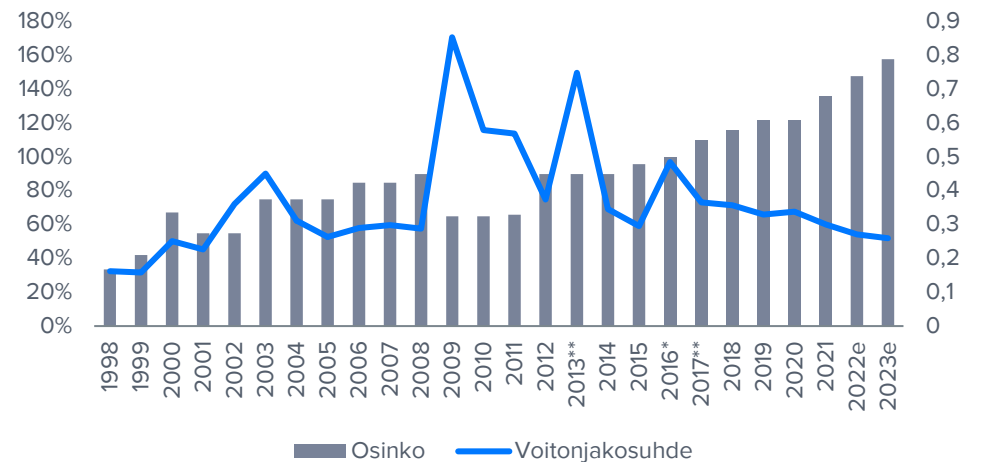
Toimituksia yli 150 maahan

Lähde: Vaisala ja Inderes

Teollisuuden mittaukset ajaa tuloskasvua



Vakaa ja nousujohteinen osingonmaksaja



Oikaistu osakesplitillä.
*oikaistu alaskirjauksella,
**lisäksi ylimääräinen osinko

Kumppanit



Avainasiakkaat



Yliopistot,
Tutkimusorganisaatiot ja T&K
kumppanit



Ilmatieteen laitokset



Valmistuskumppanit



Yhteistyöprojekteja



Toimittajat ja alihankkijat

Toiminnot

Tuotekehitys



Myynti ja
markkinointi



Anturien
valmistus



Tuotanto



Resurssit

Sovellusosaaminen



Sitoutuneet ja
ammattitaitoiset ihmiset



Vaisalan
tuotantojärjestelmä



Oma puhdahuone



Teknologiajohtajuus



Vahva taloudellinen
asema



Liiketoimintaidea

Mittauslaitteiden korkean lisäarvon
globaali kärkiyhtiö

VAISALA

- Sään ja teollisten alueiden mittauslaitteita
- 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

Teollisten mittauslaitteiden liiketoiminta

Vaativa kosteusmittaus
Vaativa hiilidioksidimittaus
Olosuhdevalvontajärjestelmät
Sähkövoima ja biokaasu
Vaativa nestemittaus



Sää- ja ympäristöliiketoiminta

Meteorologia
Lentoliikenne
Tieliikenne
Uusiutuva energia



Tuotteet

Pääasiassa räätälöityjä tuotteita
300 tuoteperhettä ja ~9000 tuotetta

Säälilaitteita
esim. tutkia



Projektit



Mittauslaitteita
ja antureita



Digitaaliset
ratkaisut ja
data



Kustannusrakenne

388 m€ (2021)



Materiaali- ja
valmistuskustannukset (45 %
Liikevaihdosta)



Tuotekehitys
(13 %)



Myynti, markkinointi ja
hallinto (30 %)

Tulovirrat

Liikevaihto 438 m€
EBIT 50 m€ (2021)

Maantieteellisesti



EMEA 33 %
Amerikka 34 %
Aasia ja
Tyynenmeren
alue 33 %

Mix



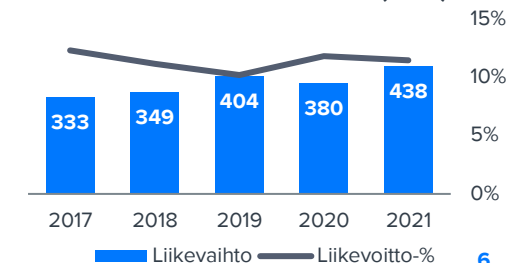
Tuotteet
73 %



Projektit
15 %



Palvelut
12 %



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Arvonluontia korkealaatuisella teknologialla

Vaisala on johtava 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.

Vaisalassa työskenteli 2021 lopussa 1979 henkilöä, joista 66 % Suomessa. Yhtiö palvelee asiakkaita yli 150 maassa. Vuonna 2021 Vaisalan liikevaihto oli 438 MEUR ja liiketulos 11,5 % liikevaihdosta. Vaisala on vuosien 2011-2021 välillä kasvanut keskimäärin 5 % vuodessa ja yhtiön liikevoittomarginaali on kehittynyt nousujohteisesti.

Vaisala on historiassa kasvanut pääosin orgaanisesti. Yhtiön 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.

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. 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. Vaisalan onnistumisia T&K:ssa on sijoittajan näkökulmasta vaikeaa määrittää etukäteen, mutta historiallisten näyttöjen ja jatkuvien vahvojen tuotekehityspanostusten ansiosta luottamuksemme yhtiön onnistumiseen tuotekehityksessä on vahva. Vaisalan T&K-toiminnan tärkeyttä ja pitkäjänteistä johtamista kuvasi mm. se, että yhtiö jatkoi T&K-resurssiensa kasvattamista myös epävarmoina korona-aikoina vahvistaakseen pitkän aikavälin kilpailukykyään.

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 2021 tutkimus- ja tuotekehityskulut olivat 55 MEUR tai 13 % liikevaihdosta. Vuodesta 1989 lähtien yhtiö on kumulatiivisesti panostanut jo yli 900 MEUR tutkimukseen ja kehitykseen.

Historiallisesti T&K on keskittynyt tuotteisiin, mutta nykyään ohjelmistot muodostavat entistä suuremman osuuden tuotekehityksestä. Sää- ja

ympäristöliiketoiminnan T&K-puolella noin 50 % ja Teollisten mittausten liiketoiminnassa noin 25 % henkilöstöstä on ohjelmisto-osaajia. Ohjelmistot ovat jo osana melkein kaikissa Sää- ja ympäristöliiketoiminnan tuotteissa ja niiden roolin odotetaan kasvavan vahvemmasi myös Teollisten mittausten puolella.

Vaisalan kehitystoiminta pitää sisällään asioita pienistä piirilevyistä kokonaiseen järjestelmiin, ohjelmistoihin ja informaatio-palveluihin. Monessa tapauksessa tuotteiden elinkaari ulottuu yli kymmeneen vuoteen. Oman T&K:n lisäksi Vaisala tekee yhteistyötä useiden yliopistojen ja asiakkaiden kanssa ympäri maailmaa.

Vaisalaa johdetaan pitkäjänteisesti

Vaisalan omistus pohja ja erityisesti äänivalta on hyvin keskittynyt perustaja Vilho Väisälän perillisille, joilla on yhtiön äänistä yli 50 %. Vahva perillisten omistus heijastuu hyvin 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 Forsénin eläköityessä oltuaan 14 vuotta Vaisalan toimitusjohtajana. Uusi toimitusjohtaja Kai Öistämö esitteli uudistetun strategiansa syksyllä 2021. Uudistettu strategia ei tuo voimakasta suunnanmuutosta yhtiön hyvin toimineeseen liiketoimintamalliin, mutta pyrkii selkeyttämään organisaation eri osien tavoitteita ja nostamaan tavoitetasoa liikevaihdon kasvun sekä kannattavuuden osalta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liiketoimintamalli

Tiukka fokus arvoketjun terävimpään kärkeen

Vaisala pyrkii toimimaan ainoastaan siinä osassa arvoketjua, jossa se pystyy luomaan korkeinta lisäarvoa. Usein tämä tarkoittaa samalla sitä, että tuotteet ovat asiakaskohtaisesti räätälöityjä riippumatta tuotteiden volyymeista. Tämä asettaa kilpailijoille korkean markkinan tulon kynnyksen ja rajoitteita tuotantorakenteelle. Yhtiö tekee vuosittain noin 800 tuotemuutosta.

Tuotannon johtamisen merkitys korostuu

Vaisalan ”High-mix/Low-volume” – liiketoimintamallissa tuotannon johtaminen nousee suureen rooliin. Laajan tuotevalikoiman valmistaminen kustannustehokkaasti on yksi yhtiön vahvuuksista ja arviomme mukaan vaikeasti kopioitavissa kilpailijoiden toimesta.

Tuotannollisen tehokkuuden kulmakiviin kuuluu selkeä tuotteistaminen ja modulaariset tuoteperheet, joiden avulla asiakkaiden yksilöllisiin tarpeisiin voidaan vastata hallitusti.

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. Hankinnat keskittyvät vahvasti Eurooppaan, sillä 60 % hankinnan kuluista kohdistuu Suomeen ja 26 % muihin Euroopan Unionin jäsenmaitiin. Yhtiön tuotteiden loppukokoonpano suoritetaan pääasiassa neljässä tuotantolaitoksessa, jotka sijaitsevat

Suomessa, Ranskassa, Yhdysvalloissa ja Kiinassa. Laitoksilla on erikoistunut rooli tiettyjen tuotteiden valmistuksessa, eikä päällekkäistä tuotantoa juurikaan ole. Paikallinen kysyntä ohjaa jossain määrin laitosten tuotantoa, mutta isossa kuvassa kaikki tuotantolaitokset valmistavat tuotteita globaalille asiakaskunnalle.

Jatkuvaa liikevaihtoa pyritään kasvattamaan

Vaisalan liiketoimintamalli ei nykyisellään perustu vahvasti jatkuviin liiketoimintoihin, vaan korkean lisäarvon räätälöityihin ratkaisuihin pienillä niche-markkinoilla. Vaisalalta löytyy kuitenkin joitakin massavolyymituotteita, kuten esimerkiksi radiosondit. Näitä meteorologiassa käytettäviä tuotteita on valmistettu jo 80 vuoden ajan ja täten niiden valmistusta voi pitää jatkuvana toimintana. Yhtiö onkin erikoistunut pääasiassa vaativiin asiakastoimituksiin.

Vaisala panostaa strategiassaan skaalautuvan liiketoiminnan painoarvon kasvattamiseen. Tällaisiin skaalautuviin liiketoimintoihin kuuluvat mm. yrityksille tarjottavat digitaaliset sääpalvelut, joiden osuus konsernin liikevaihdosta on arviomme mukaan hieman yli 5 %. Liiketoiminta on käsityksemme mukaan jo nykyisellään kannattavaa, mutta kasvun myötä tulosvaikutus voisi parantua huomattavasti.

T&K-panostuksia kohdistetaan kasvumarkkinoihin

T&K-panostuksista arviomme mukaan noin 85 % kohdistuu yhtiön nykyisille ydin- ja kasvumarkkinoille ja loppu 15 % uuteen

teknologiaan, jolle voitaisiin löytää kaupallisia käyttötarkoituksia tulevaisuudessa. Nykyisten kohdemarkkinoiden investoinnit jakautuvat melko tasaisesti Vaisalan perinteisten ydinmarkkinoiden sekä nopeammin kehittyvien kasvumarkkinoiden välillä, eli käytännössä kasvumarkkinoilla T&K-investointien suhteellinen osuus liikevaihdosta on huomattavasti perinteisiä ydinmarkkinoita korkeammalla tasolla. Uuden syksyllä 2021 esitetyn strategian myötä Vaisala pyrkii kohdentamaan kasvupanostuksiaan aiempaa enemmän korkean kasvupotentiaalisen markkinoille ja samaan aikaan optimoimaan kannattavuutta perinteisillä ydinmarkkinoillaan.

Liiketoiminta-alueet

Teollisten mittausten liikevaihto on kasvattanut suhteellista osuuttaan

Vaisala jakaa liiketoimintansa kahteen eri liiketoiminta-alueeseen, jotka ovat Sää- ja ympäristöliiketoiminta sekä Teollisten mittausten liiketoiminta. Sää- ja ympäristöliiketoiminta on perinteisesti ollut suurempi osa Vaisalaa. Viimeisten vuosien aikana painopiste on kuitenkin muuttunut vahvemmin kohti nopeamman kasvun ja paremman kannattavuuden Teollisten mittausten liiketoiminta-alueetta. Sää- ja ympäristöliiketoiminnan liikevoiton osuus oli vielä vuonna 2014 jopa ~60 %, mutta sen suhteellinen osuus on ollut selvästi laskevalla trendillä. Teollisten mittausten liiketoiminnan tuloskasvu on vuosina 2014-21 ollut keskimäärin jopa 20 %, kun taas Sää- ja ympäristöliiketoiminnan tuloskasvu on ollut keskimäärin heikkoa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Vaisalan liiketoimintojen liikevaihto on molemmissa liiketoimintayksiköissä jaettu edelleen tuotteisiin ja palveluihin. Sää- ja ympäristöliiketoiminnan kolmantena alakategoriana on vielä projektimyyni. Konsernitason tuotemyynnin suhteellinen osuus on kasvanut jo 73 %:iin liikevaihdosta vuonna 2021 (2017: 63 %). Syklisemmän projektiliiketoiminnan osuus on laskenut 15 %:iin liikevaihdosta samalla kun tuotteiden osuus on kasvanut. Palveluiden ja vuokratuottojen osuus liikevaihdosta oli 12 % vuonna 2021 ja niidenkin yhteenlaskettu osuus on hieman laskenut pitkällä aikavälillä. Tuotteilla ja palveluilla on arviomme mukaan projektiliiketoimintaa parempi kannattavuus.

Palveluliiketoiminta eroaa hieman liiketoimintayksiköiden välillä. Sää- ja ympäristöliiketoiminnan palvelut sisältävät 2/3-osalta digitaalisia ratkaisuja ja loput 1/3-osaa on kenttäpalveluita. Teollisten mittausten palvelut ovat pääasiassa tuotteiden kalibrointia sekä korjausta eli kenttäpalveluita. Digitaaliset palvelut ovat vielä pieni osa liiketoimintaa (~6 % konsernin liikevaihdosta), mutta se voisi olla pitkällä aikavälillä merkittävä kasvualue yhtiölle.

Teollisten mittausten liiketoiminta-alue

Teollisten mittausten liiketoiminnan liikevaihto vuonna 2021 oli 181 MEUR ja sen osuus konsernin liikevaihdosta 41 % (2020: 38 %). Liikevaihto on kasvanut keskimäärin 12 % viimeisen viiden vuoden aikana pääosin orgaanisesti, mutta myös yritystöiden tukemana. Liiketoiminnan 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 (2021 EBIT: 24,3 %), mikä kuvastaa tuotettujen ratkaisujen korkeaa lisäarvoa asiakkaille.

Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen asiakkaat edustavat eri teollisuudenaloja, joilla olosuhdemittaukset ovat tärkeitä toiminnan tehokkuuden, tuotteiden laadun ja energiankulutuksen optimoinnin kannalta. Esimerkkejä teollisuusaloista ovat sähkönsiirto, lääketeollisuus, teollinen kuivaus (esim. paperiteollisuus), elektroniikka, rakennusten automaatio, autoteollisuus, maatalous, elintarviketeollisuus sekä nestemittauslaitteet. Tuotteiden osuus liikevaihdosta on 92 % ja palveluiden 8 %.

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue

Sää- ja ympäristöliiketoiminnan liikevaihto oli 257 MEUR ja sen osuus konsernin liikevaihdosta oli 59 % vuonna 2021. Liikevaihto on kasvanut keskimäärin 4 % viimeisen 5 vuoden aikana. Liiketoiminta-alueen kasvu on etenkin 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 konsernin keskiarvoa alhaisempi. EBIT-marginaali on ollut pitkällä aikavälillä noin 6-8 % tasolla, mutta jäi

kertaluonteisten kulujen takia 3 %:iin vuonna 2021. Matalahkoa kannattavuutta selittää mm. projektiliiketoiminnan matalat katteet sekä hintakilpailun osalta intensiivisemmät ydinmarkkinat verrattuna Teollisiin mittauksiin.

Vaisala on globaalisti johtava säämittausteknologian toimittaja. Liiketoiminta-alueen asiakkaina ovat esimerkiksi kansalliset ilmatieteenlaitokset, lentokentät, tie- ja rautatieviranomaiset sekä puolustusvoimat eli pääasiassa julkisen sektorin toimijat. Yksityisiä asiakkaita ovat mm. uusiutuvan energian kehittäjät ja merenkulku. Vaisala raportoi liikevaihdon neljässä ryhmässä; Tuotteet, Projektit, Palvelut ja Vuokratuotot.

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen liikevaihdosta noin puolet tulee tuotteista (esim. radiosondit), noin 35 % tulee projekteista (esim. tutkiin liittyvät projektit) ja noin 15 % tulee palveluista ja vuokratuotoista. Palveluista noin 2/3 on skaalautuvia digitaalisia ratkaisuja, joiden osuutta pyritään aktiivisesti kasvattamaan.

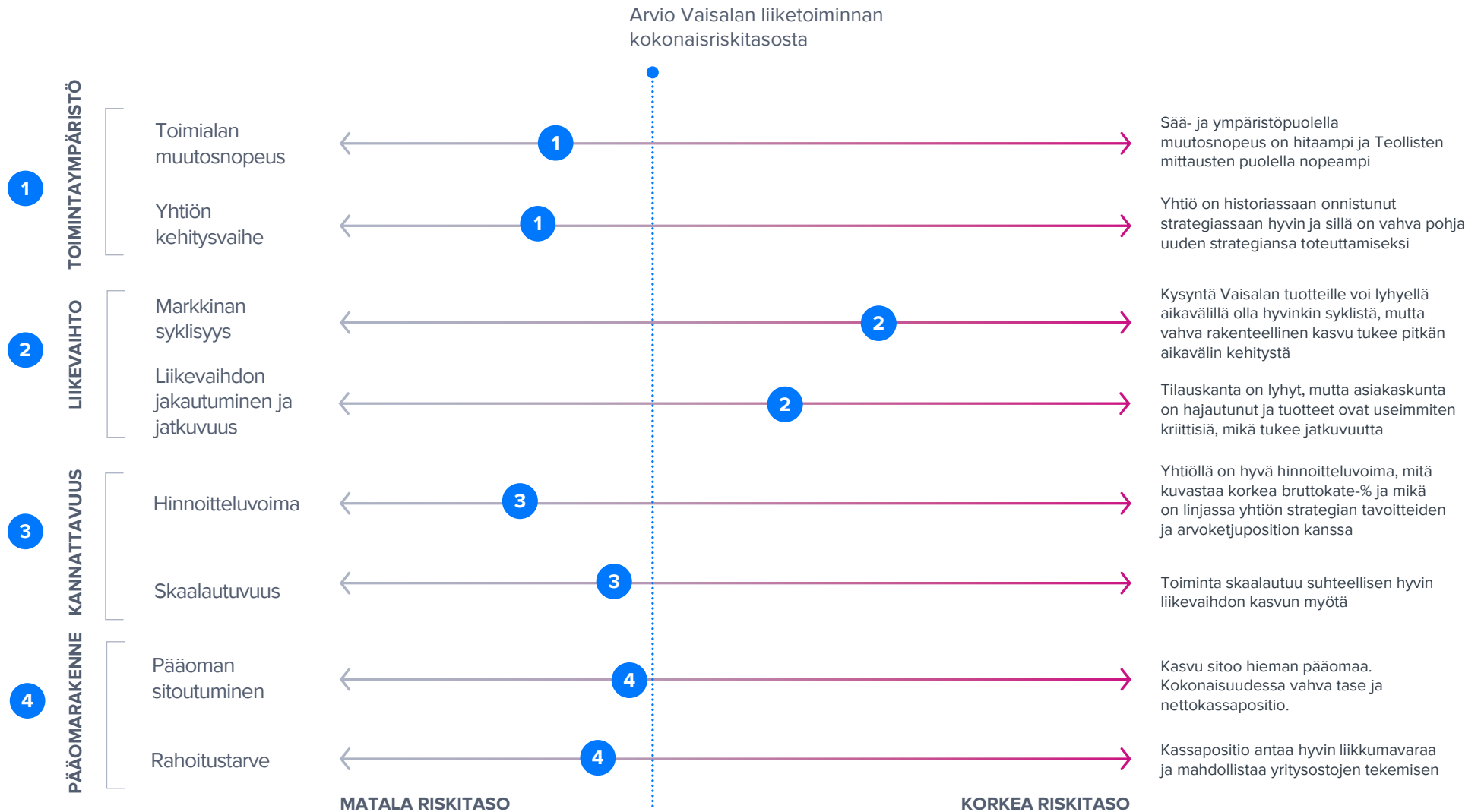
Tällä hetkellä yhtiö myy jatkuvaluonteisia säädatapalveluita liikennesektorille, energia- ja tuulienergiayhtiöille sekä salamadataa yrityksille. Jatkossa myös sää- ja ilmanlaatudatan myyntiä pystytään kohdentamaan yhä pienemmille toimijoille, esimerkiksi kaupungeille. Tammikuussa 2022 ilmoitetun AerisWeather-yritystöiden myötä Vaisala sai erinomaiset kehitystulokset säädatan integroimiseen osaksi yritysten omia toiminnanohjausjärjestelmiä, mikä tukee jatkuvaluonteisten säädatapalveluiden kasvua tulevaisuudessa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4



1) Ilman kertaluonteisia eriä S&Y-liiketoiminta-alueen osuus EBIT:istä olisi ollut arviolta 20-25 %
Lähde: Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia

Päivitetty strategia esiteltiin syksyllä 2021

Vaisala sai uuden toimitusjohtajan syksyllä 2020, kun Kai Öistämö korvasi eläkkeelle siirtyneen pitkäaikaisen entisen toimitusjohtajan Kjell Forsenin. 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, joihin yhtiö pyrkii kiinnittävänsä erityistä huomiota:

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. Lisäksi yhtiö panostaa myös kasvumarkkinoihin, kuten digitaalisiin palveluihin sekä uusiin teknologioihin.

Tuote- ja teknologiajohtajuus

Yhtiön tavoitteena on tarjota asiakkailleen omaan tuotekehitykseen ja teknologiseen osaamiseen perustuvia korkean lisäarvon tuotteita. Vaisala ei juurikaan toimi arvoketjussa niillä alueilla, joissa tuotteiden arvo ja katteet ovat heikommat. 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 kynnyškysymys. 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 tarjoamaan henkilöstölle kehittymismahdollisuuksia urallaan.

Segmenttikohtaiset strategiat

Teollisten mittausten 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 12 % vuodessa.

Strategiset onnistumiset

Edellinen strategiakausi 2019-21

- Teollisten mittausten liiketoiminnan nopea kasvattaminen
- Konsernin kannattavuus on parantunut Teollisten mittausten 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 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 4 % vuositasolla viimeisten viiden vuoden aikana.

Myös Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella on

pyritty kohdistamaan tavoitteita eri markkinasegmenttien välillä optimaalisen lopputuloksen saavuttamiseksi. Ydinmarkkinoilla meteorologiassa, ilmailussa ja teiden talvikunnossapidossa Vaisalalla on jo ennestään korkea markkinaosuus, joten liiketoiminnan kehittämisessä tullaan jatkossa keskittymään aiempaa vahvemmin kannattavuuden parantamiseen. Voimakkaammat kasvupanostukset kohdistetaan nopeammin kehittyviin markkinoihin kuten uusiutuvaan energiaan, yrityssääpalveluihin sekä kaupunkien ja liikenteen sääpalveluihin.

Yhtiö on tunnistanut useita ajureita, joiden se arvioi tukevan Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kasvua. Muun muassa sään ääri-ilmiöiden yleistyminen, 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. Vaisala on luonut tuotemyynnin ja elinkaari palveluiden oheen jatkuvaluonteisia digitaalisia sääpalveluita, joiden osuutta segmentin liikevaihdosta pyritään kasvattamaan mm. jakelukanavia ja operaatioita kehittämällä. 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 % liikevoittomarginaalia (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. Vaisalan tuotteille on markkinoilla jälleen vahvaa kysyntää koronavuoden jälkeen. Yhtiö on pystynyt palvelemaan asiakkaitaan hyvin komponenttipulasta huolimatta, mikä voi tukea markkinaosuuksien kasvua lähivuosina. Lisäksi inflatorinen paine tuo myötätuulta liikevaihdon kasvulle. Ennustamme tavoitteiden mukaista 7 %:n liikevaihdon kasvua Vaisalalle vuosina 2022-24. Ennustamastamme kasvusta valtaosa syntyy orgaanisesti ja vain alle yksi prosenttiyksikkö yrityskauppojen kautta (AerisWeather).

Liikevoittomarginaalin osalta yhtiö ylsi edellisellä strategiakaudellaan vuosina 2020-21 keskimäärin 11,6 %:n tasolle, mikä jäi alle tavoitellun yli 12 %:n

tason. Koronapandemialla ja etenkin sitä seuranneella komponenttipulalla on ollut jonkun verran vaikutusta kannattavuustasoihin. Lisäksi erityisesti Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kannattavuuteen vaikutti kertaluonteisia mm. yrityskauppoihin liittyviä maksuja, jotka söivät yhteensä 1,7 %-yksikköä konsernin vuoden 2021 toteutuneesta EBIT-marginaalista. Vaikka yhtiö olisikin todennäköisesti yltänyt hieman yli 13 %:n EBIT-marginaaliin ilman pandemiaa ja kertaluonteisia kuluja, niin uuteen 15 %:n EBIT-tavoitteeseen on vielä matkaa, mikäli yritysostoihin liittyvät PPA-poistot säilyvät nykytasollaan. Näemme yhtiöllä edelleen selkeitä mahdollisuuksia parantaa kannattavuuttaan. Teollisten mittauksen liiketoiminta-alueen suhteellisen osuuden kasvu tulee todennäköisesti ajamaan konsernin kannattavuutta ylöspäin jo ilman merkittäviä muutoksia liiketoimintaan. 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. Molemmat osakesarjat oikeuttavat yhtäläiseen osinkoon. Historiallisesti Vaisala on ollut hyvä ja vakaa osingonmaksaja ja odotamme yhtiön jatkavan näin myös jatkossa.

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 2017-21: 7 %
- Liikevaihto 2021: 438 MEUR
- EBIT-% 2021: 11,5 %
- Osinko 2021: 0,68 euroa per osake (63 % nettotuloksesta).

Inderesin ennusteet

- Liikevaihto 2024e: 536 MEUR (6,9 % CAGR)
- EBIT 2024e: 74,5 MEUR, (13,9 %)
- Osinko 2024e: 0,84 EUR / osake

Yrityskaupat

Yritystojen fokus kasvua vahvistavissa rinnakaistuotteissa

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 kokemuksin.

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 2021 lopussa yhtiöllä oli 28 MEUR:n nettokassapositio (nettovelkaantumisen -12 %). Vaisala ei pidä startup-yrityksiä todennäköisinä ostokohteina. Yrityskauppa-kohteiden todennäköinen koko voi arvioimme 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 AerisWeather-ohjelmistoyhtiön osto hinnoiteltiin jopa 8x EV/liikevaihto-kertoimella.

Arvioimme yhtiön edelleen jatkavan tuoteportfolion laajentamista ja kasvua yritysostojen kautta. Lisäksi Vaisalalla pitäisi näkemyksemme mukaan olla yritysostokohteen löytyessä hyvät mahdollisuudet saada kaupasta suotuisat synergiat, perustuen laajan asiakasverkon luomaan ristiinmyyntipotentiaaliin. Vaisalan osakkeen korkea arvostus (2021: EV/liikevaihto 3,8x ja oik. EV/EBIT 26x) 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 1,6x kertoimen. K-Patents integroitiin heti kaupan jälkeen.

Kaupasta on saavutettu hyvin synergioita kun prosesseja on tehostettu ja viety teolliseen muotoon. Ostettu nestemittausliiketoiminta kärsi huomattavasti koronapandemian sulkutoimista, mutta kysyntä on sen jälkeen elpynyt ja tässä vaiheessa yrityskauppa näyttää mielestämme onnistuneelta.

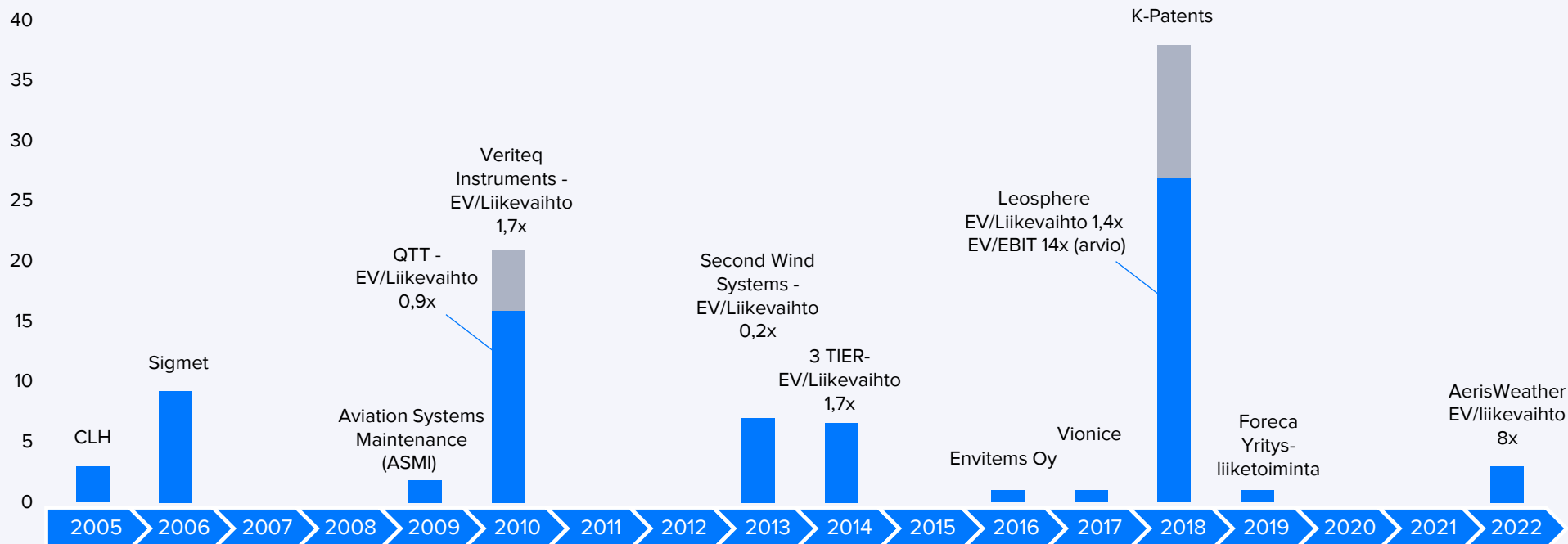
Vuoden 2018 lokakuussa Vaisala kertoi vahvistavansa asemaansa tuulen etämittauksessa ostamalla Leosphere SAS:n. Leosphere myy tuulilidareita yli 40 maahan ja sillä on maailmanlaajuinen jakelija- ja palveluntarjoajaverkosto. Leospheren vuoden 2017 liikevaihto oli 27 MEUR ja sen liikelosmarginaali ylsi kaksinumeroiselle tasolle. Tilinpäätöstietojen perusteella kauppahinta oli 54 MEUR. Näin ollen kaupan EV/liikevaihto-kerroin oli vuoden 2017 liikevaihdolla noin 2x ja yli yhtiön 2018 lopun 1,6x kertoimen. Lyhyellä tähtäimellä kaupan arvostus oli hieman haastava, mutta jälkepäin tarkasteltuna kauppa on perusteltu sillä se vahvisti Vaisalan asemaa kasvavalla uusiutuvan energian markkinalla.

Vuoden 2022 tammikuussa Vaisala kertoi ostaneensa Yhdysvaltaisen ohjelmistoyhtiö AerisWeatherin korkealla 8x EV/liikevaihto-kertoimella. Kaupan tarkoitus on luoda kasvua jatkuvaluonteisissa yrityksille suunnatuissa digitaalisissa sääpalveluissa ostetun kohteen vahvojen kehityskalujen avulla. Vaisalan tulisi mielestämme onnistua moninkertaistamaan ostettu liikevaihto ja kääntämään kannattavuus selvästi positiiviseksi, jotta yrityskauppa maksaisi itsensä takaisin ja loisi arvoa osakkeenomistajille.

Vaisalan yritysjärjestelyjä 2005-2022

Yritysosot,
Liikevaihto MEUR

Yritysoistoilla on hankittu sekä valmista liiketoimintaa, että uutta teknologiaa



Yritysmyyntit
(liikevaihdot ei tiedossa)

Yritysmyyntit kohdistuneet matalan lisäarvon toimintoihin

Happituotteet –
Teollisten mittausten
liiketoiminta

Tuulikeilain-
liiketoiminta – Sää- ja
ympäristöliiketoiminta

Kolme säähän
liittymätöntä
tietuotelinjaa – Sää- ja
ympäristöliiketoiminta

Liikenne-liiketoiminnan
tuotteita ja
kenttäpalveluita – Sää- ja
ympäristöliiketoiminta

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. Ilmastomuutos, resurssitehokkuus, uusiutuva energia ja hyvinvointi sekä terveys ovat megatrendejä, jotka kasvattavat kysyntää mittaamiselle ja inspiroivat Vaisalaa kehittämään uusia innovaatioita.

Kohdemarkkina koostuu useista niche-markkinoista

Vaisalan liiketoiminnalle olennainen kohdemarkkina jakautuu useisiin erilaisiin niche-segmentteihin ja uusia segmenttejä voi syntyä yllättäviltäkin alueilta. Vaisala on määrittänyt itselleen olennaiset markkinat asiakassegmenttien mukaan. Vaisala arvioi sen omien kohdemarkkinoiden koon olevan 2,6-3,0 miljardia euroa vuonna 2021 (2019: 2,3-2,8 miljardia). Yhtiön antamien segmenttikohtaisten kasvuarvioiden pohjalta arvioimme, että yhtiön kohdemarkkinoiden kokonaiskasvu on keskimäärin noin 5 %, mutta Vaisalan markkinaosuuden ollessa ennustettua korkeampi hitaammin kasvavilla ydinmarkkinoilla, voi yhtiön todellinen markkinaosuus olla hieman alhaisempi (~3 %)¹. Vaisala panostaa kuitenkin tällä hetkellä erityisesti nopeammin kasvaviin markkina-alueisiin ja näin ollen pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee ylittämään markkinan kasvuvauhdin.

1) Inderesin arvio joka perustuu osittain yhtiön antamiin segmenttikohtaisiin kasvuarvioihin

Teollisten mittausten -markkina

Teollisten mittausten liiketoiminnan kohdemarkkinan koko on Vaisalan arvion mukaan 1,3-1,6 miljardia vuonna 2021 ja odotamme sen kasvavan keskipitkällä aikavälillä 4-5 % vuodessa¹. Vaisalan markkinaosuus kohdemarkkinasta on arviomme mukaan ~11-14 %.

Liiketoiminta-alueen ydinmarkkinoihin kuuluu vaativa kosteusmittaus ja vaativa hiilidioksidimittaus, jonka koko on 0,8-1,0 miljardia ja vuotuinen kasvu 0-5 %. Kasvumarkkinoihin kuuluu puolestaan terveysteknologia, sähkömittaus ja nestemittaus, joiden yhteenlaskettu koko on 0,55-0,65 miljardia ja vuotuinen kasvu 5-10 %. Vaisalan markkinaosuus on ydinmarkkinoilla suhteellisesti korkeampi ja kasvumarkkinoilla pienempi. Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen kysyntä säilyi korona-aikanakin melko vakaana, joskin kehitysmaissa pandemian vaikutukset kysyntään olivat voimakkaampia.

Sää- ja ympäristöliiketoiminta markkina

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kohdemarkkinan koko on yhtiön arvion mukaan 1,25-1,45 miljardia ja odotamme sen kasvavan noin 5 %¹ vuosittain yli koronan katsottuna. Vaisalalla on arviomme mukaan noin 18-20 %:n markkinaosuus kokonaisuudessaan Sää- ja ympäristöliiketoiminnan markkinalla. Liiketoiminta-alueen ydinmarkkinoihin kuuluu meteorologia, lentoliikenne ja teiden talvikunnossapito. Ydinmarkkinoiden koko on noin 0,8 miljardia ja vuotuinen kasvu 0-5 %.

Megatrendien vaikutus kohdemarkkinaan

Ilmastomuutos

- 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

Markkinat ja kilpailukenttä 2/3

Kasvumarkkinoihin kuuluu puolestaan tieinfrastruktuuri, älykäs liikenne, uusiutuva energia sekä sää ja ilmanlaatu kaupungeissa ja yritystoiminnassa. Kasvumarkkinoiden yhteenlaskettu koko on 0,5-0,6 miljardia ja vuotuinen odotettavissa oleva kasvu 5-10 %. Vaisalan markkinaosuus on ydinmarkkinoilla suhteellisesti korkeampi ja kasvumarkkinoilla pienempi.

Korona on vaikuttanut kysyntään alentavasti erityisesti lentoliikenne-markkinassa. Lisäksi meteorologian infrastruktuurihankkeita lykättiin koronavuonna. Kysyntä oli kuitenkin vuoden 2021 tilinpäätöksen julkaisuhetkellä osittain jo toipunut ja etenkin lentoliikenteessä jatkaa toipumista vielä vuoden 2022 aikana. Uusiutuvan energian asiakassegmentin odotetaan kasvavan ja uskomme, että Venäjän energiantoimituksiin liittyvä epävarmuus Euroopassa voi jopa kiihdyttää investointeja vuoden 2022-23 aikana.

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 mittauslaitteissa kilpailu on globaalia ja kilpailijakuntaan kuuluu suuriakin yhtiöitä, kuten IBM ja Mettler Toledo. 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 (noin 800 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

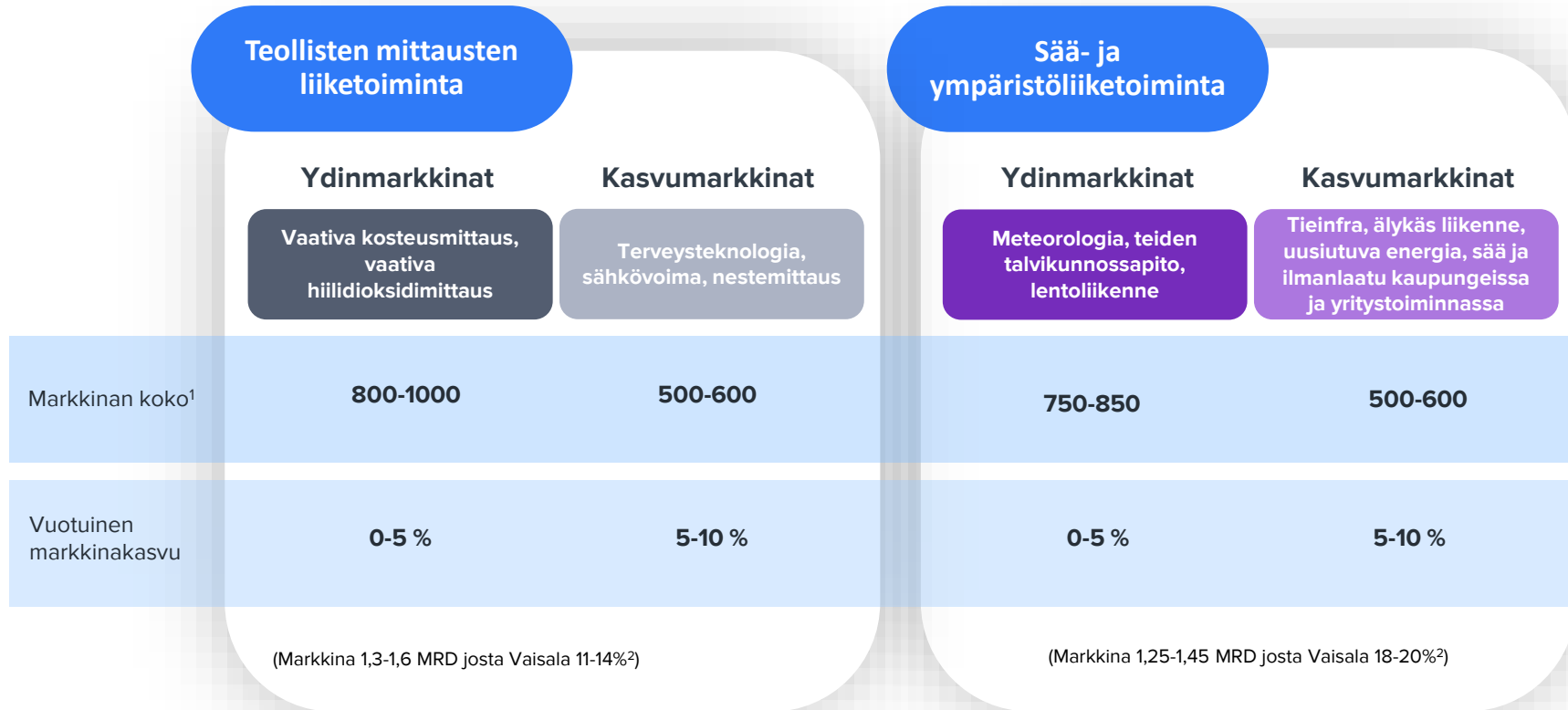
halua vaihtaa laitetoimittajaa, mikäli olemassa olevan toimittajan kanssa ei synny merkittäviä ongelmia. Tämä sitoo asiakkaan vahvasti tiettyyn valmistajaan ja tuotteeseen.

Ydinmarkkinoilla markkinaosuuksien kasvattaminen voi olla haastavaa

Joillakin ydinmarkkinoillaan, kuten meteorologiassa, Vaisalan markkinaosuus alkaa olla tietyissä 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.

Markkinat ja kilpailukenttä 3/3

Markkinan koko 2,6-3,0 MRD¹ josta Vaisalan osuus 14-17 %²



1) Vaisalan arvio niiden markkinoiden koosta, jotka ovat saavutettavissa tällä hetkellä tai organisaation liiketoiminnan kehittämisellä

2) Inderesin arvio

Historiallinen kehitys 1/2

Historiallisesti yhtiö on tarjonnut tasaista kasvua hyvällä kannattavuustasolla

Vaisalan liikevaihdon kasvu on ollut suhteellisen tasaista ja suurimmaksi osaksi orgaanista viimeisen 20 vuoden aikana. Useat yhtiön yrityskaupoista ovat olleet teknologiakauppoja ja näin suora epäorgaaninen kasvu on ollut pientä ja synergiat suurempia. Viimeisen kymmenen vuoden aikana Vaisala on kasvanut keskimäärin 5 %:n vuotuista tahtia.

Kannattavuus on pysynyt aina terveellä tasolla ja liikevoittomarginaali on vaihdellut 5-13 %:n välillä viimeisen 10 vuoden aikana. Samaan aikaan bruttokatemarginaali on ollut 48-55 % (2021: 55 %). Suurin lasku kannattavuudessa nähtiin vuosina 2009-2011, mikä oli pääosin Sää- ja ympäristöliiketoimintaan liittyvää ja johtui pääasiassa matalakatteisista projekteista, joita otettiin sisään referenssien takia. Vuosineljänneksellä erot ovat olleet kannattavuudessa aina suuret ja liikevaihto sekä tulos ovat painottuneet tasaisesti kohti loppuvuotta. Tulokasvuun painopiste siirtynyt vahvasti Teollisiin mittauksiin, missä liiketulos on kasvanut viimeisen 5 vuoden aikana keskimäärin 15 %, kun Sää- ja ympäristöliiketoiminnassa tulokasvu on jäänyt olemattomaksi.

Maantieteellisesti liikevaihdon osuudet ovat vaihdelleet hieman vuosittain. Amerikka on suhteellisesti ollut Vaisalan suurin markkina noin 36 %:n osuudella viimeisen kolmen vuoden aikana. Samalla ajanjaksolla EMEA on vastannut keskimäärin noin 34 % liikevaihdosta ja Aasian ja

Tyynenmeren alue (APAC) noin 31 %.

Liikevaihto toipunut hyvin koronasta

Vuosi 2021 oli Vaisalalle vahva vuosi, vaikka koronan vaikutukset näkyivätkin vielä etenkin alkuvuodesta. Liikevaihto kasvoi 15 %:lla vaikean koronavuoden jälkeen 438 MEUR:oon.

Bruttokate-% pysyi vuonna 2021 vahvalla tasolla ollen 55,5 %, vaikka komponenttipula painoikin katetasoja loppuvuodesta. Yhtiö jatkoi investointeja T&K:een sekä muualle organisaatioon. Myynnin, markkinoinnin ja hallinnon kulut kasvoivat merkittävästi koronavuoden 2020 matalilta tasoilta.

Seurattaessa operatiivista kannattavuutta ja erityisesti verrattaessa sitä vertailukauteen suosittelemme seuramaan oikaistua liikevoittoa, joka huomioi muun muassa yritysostoihin liittyvät aineettomien oikeuksien poistot sekä kertaluonteiset erät. Oikaistu liikevoitto kasvoi 19 %:lla edellisvuodesta 62 MEUR:oon. Raportoitu liikevoitto kasvoi 12 %:lla 50 MEUR:oon (11,5 % liikevaihdosta). Oikaistu liikevoittomarginaali parani hieman vertailukaudesta ja oli 14,1 %.

Tilaukset kasvua hidastui loppuvuonna 2021 Sää- ja ympäristöliiketoiminnan vahvoista vertailuluvuista johtuen. Vuoteen 2022 lähdettiin kuitenkin vahvan tilaukset (+16 % v/v) tukemana. Yhtiö odottaa komponenttipulan jatkuvan vuonna 2022, mikä tulee heikentämään bruttomarginaaleja kohonneiden materiaalikustannusten kautta, sillä komponentteja joudutaan hankkimaan ajoittain

spot-markkinalta korkeilla hinnoilla.

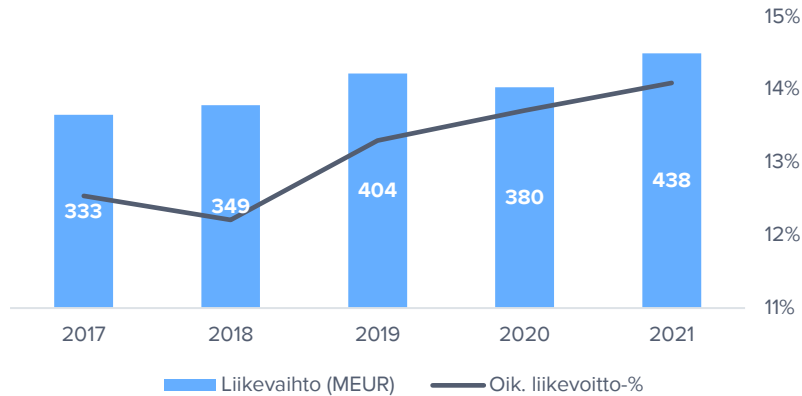
Vahva tase ja vakaa osinko

Vaisalan tase on historiallisesti ollut vahva ja oli vuoden 2021 lopussa tukevasti nettokassan puolella (28 MEUR). Omavaraisuusaste oli vuoden 2021 lopussa 57 % ja nettovelkaantumisaste -12 %. Rahavaroja yhtiöllä oli 78 MEUR ja korollista velkaa 50 MEUR, josta 10 MEUR korollisia vuokrasopimusvelkoja. Sijoitetun pääoman tuotto on ollut edellisten kolmen vuoden aikana vahvalla 18,4 %:n tasolla, mutta konservatiivisesta pääomarakenteesta johtuen oman pääoman tuotto on jäänyt 17,6 %:iin.

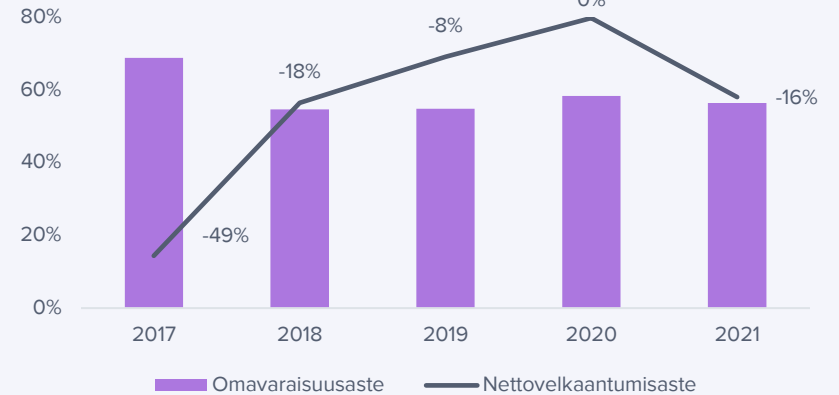
Viimeisen kolmen vuoden aikana omavaraisuusaste on keskimäärin ollut 57 %. Vahva tase on myös mahdollistanut vahvan ja vakaan osingonmaksun. Vaisala on viimeisen neljän vuoden aikana joka vuosi maksanut osinkoa vähintään 63 % ja keskimäärin 66 % raportoidusta osakekohtaisesta tuloksesta.

Historiallinen kehitys 2/2

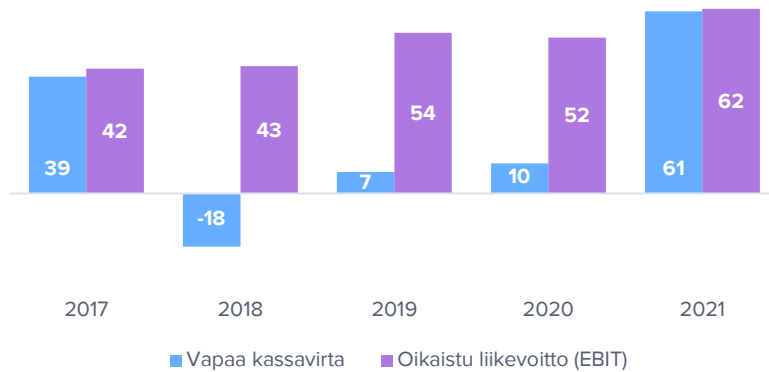
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



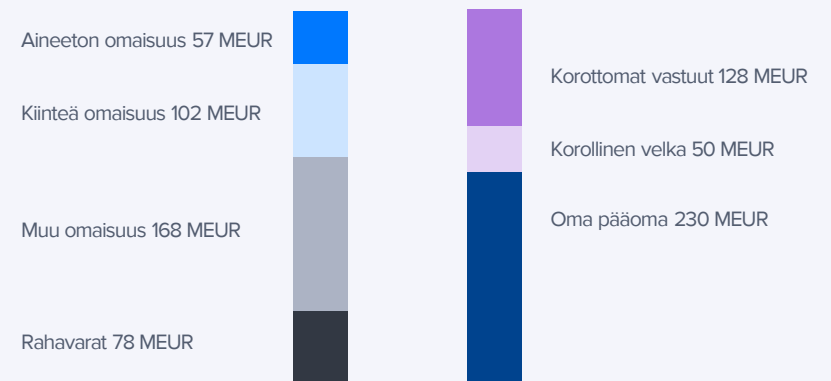
Taseaseman kehitys



Kassavirran kehitys



Taseasema vuoden 2021 lopussa



Ennusteet 1/2

Ennustemalli

Ennustamme liikevaihdon kasvua historiallisen kasvun, markkinakavun, saatujen tilauksien ja tilauskannan kautta. Huomautamme, että liikevaihdon kasvu voi heilua suhteellisen voimakkaasti neljänneksien välillä, mutta pitkässä juoksussa odotamme kehityksen olevan tasaisen nousujohteista.

Kannattavuutta ennustamme aluksi bruttokate-%:n kautta, joka perustuu odottamaamme liikevaihdon mixiin (tuotteet, projektit ja palvelut). Kiinteitä kuluja ennustamme historialliseen tasoon ja yhtiön tavoitteisiin perustuen (pyritään skaalaamaan liiketoimintaa niin, että kiinteiden kustannusten suhteellinen osuus laskee). Jaamme kiinteät kulut liiketoiminta-alueille historiallisten tasojen ja oman arviomme perusteella.

Emme ole sisällyttäneet yritysostoja ennusteisiimme, mutta pidämme pienten tai keskisuurten yritysostojen toteutumista jopa todennäköisenä keskipitkällä aikavälillä.

Lyhyt tilauskanta etenkin Teollisissa mittauksissa

Vaisalan tilauskanta on suhteellisen lyhyt ja saadut tilaukset vaihtelevat suhteellisen paljon neljänneksien välillä. Tilauskannan pituus on kuitenkin suhteellisen vakio ja oli vuoden 2021 lopussa noin 1,3x viimeisen neljänneksen liikevaihto. Liiketoiminta-alueittain katsottuna noin 80 % tilauskannasta liittyy Sää- ja ympäristöliiketoimintaan, jossa näkyvyys ja toimitusajat ovat pidempiä. Sää- ja ympäristöliiketoiminnan tilauskanta on tyypillisesti

noin 2x neljänneksen liikevaihto verrattuna Teollisten mittausten liiketoimintaan, jossa tilauskanta on usein vain noin puolet neljänneksen liikevaihdosta.

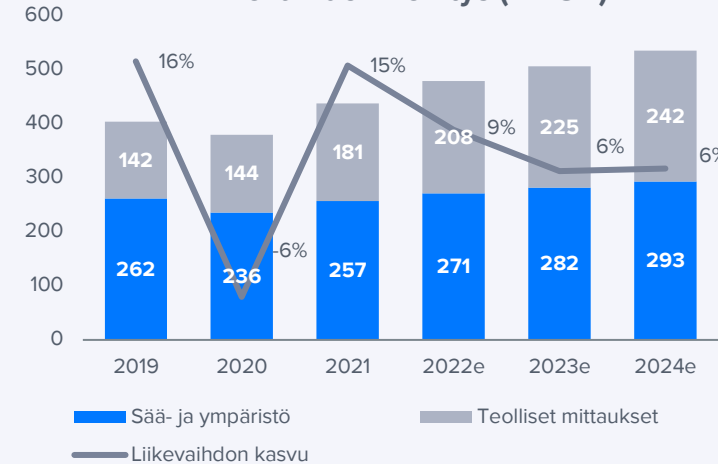
Koronasta komponenttipulaan

Koronapandemian vaikutukset Vaisalan liiketoimintaan alkavat olla takana päin ja kysyntä on kehittynyt suotuisasti vuoden 2021 loppua kohti. Samalla on käynyt selväksi että globaali komponenttipula tulee heikentämään marginaaleja myös vuoden 2022 aikana, sillä puuttuvia komponentteja joudutaan ostamaan korkeilla hinnoilla spot-markkinalta. Yhtiön mukaan bruttomarginaaleihin kohdistunut komponenttipulasta johtunut paine oli vuoden 2021 Q4:llä 3 %-yksikköä Teollisten mittausten liiketoiminta-alueella ja 1 %-yksikkö Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella.

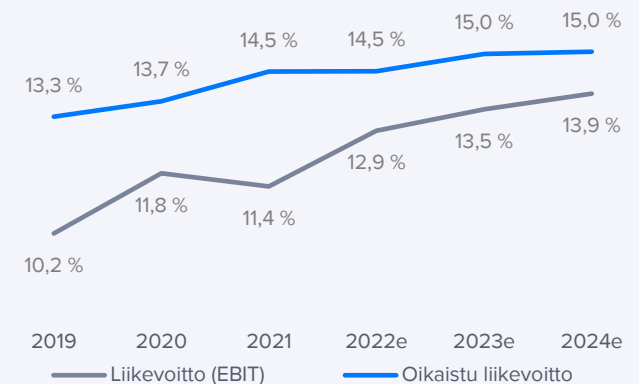
Suotuisat tuloskasvunäkymät vuodelle 2022

Vaisala arvioi vuoden 2022 liikevaihdon olevan 465–495 miljoonaa euroa ja liiketuloksen (EBIT) 55–70 miljoonaa euroa. Pidämme yhtiötä ennemmin varovaisena, kuin yltiöpositiivisena ohjeistajana. Venäjän ja Ukrainan välinen konflikti voi kuitenkin vaikuttaa investointihalukkuuteen laskevasti EMEA alueella, mikä hieman kasvattaa epävarmuutta. Toisaalta energiaomavaraisuuteen pyrkiminen voi jopa vauhdittaa useita uusiutuvan energian hankkeita ja siten toimia kasvuajurina Vaisalalle. Venäjän osuus liikevaihdosta on ollut arviomme mukaan alle 2 % ja EMEA-alueenkin vain noin kolmannes, joten pidämme konfliktin vaikutuksia Vaisalaan rajallisina.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/2

Arvioimme liikevaihdon kasvavan 9,4 % ja asettuvan siten ohjeistuksen vaihteluvälin keskelle. Liikevaihdon kasvua tukee elpynyt kysyntä, vahva tilauskanta (+ 16 % v/v) ja pieni markkinaosuuksien kasvattaminen komponenttipulan keskellä. Myös kustannusinflaatio ja komponenttipula tukevat nimellistä kasvua, koska nämä antavat Vaisalalle ja kilpailijoille aihetta tavallista suurempiin hinnankorotuksiin.

Tulosriveillä arvioimme bruttokate-%:n laskevan hieman 54,9 %:iin vuonna 2022 (2021: 55,2 %) komponenttipulan jatkuessa läpi vuoden. Odotamme kiinteiden kulujen kasvavan 6,5 %, eli noin prosenttiyksikön verran nopeammin kuin edellisten 5 vuoden aikana keskimäärin. Poistojen osalta oletamme 6 %:n kasvua mm. AerisWeather-yritysoston vetämänä. Liikevoittoennusteemme asettuu 62 MEUR:oon (EBIT 12,9 %) eli melko keskelle ohjeistettua vaihteluväliä.

Keskipitkällä aikavälillä kasvu hidastuu ja kannattavuus paranee

Vuosina 2023-2024 arvioimme Vaisalán kasvavan 6 % ja yltävän taloudellisen tavoitteensa tasolle (keskimäärin 7 % kasvua vuosina 2022-24). Pitkän aikavälin ennusteissamme liikevaihdon kasvu laskee vuoden 2024 jälkeen ja on terminaalijaksolla 2,9 %.

Kannattavuuden osalta odotamme yhtiön liikevoittomarginaalin nousevan 13,9 %:iin vuoteen 2024 mennessä, eli jäävän siten hieman alle yhtiön tavoitteen (15 %). Yrityskauppojen aineettomien oikeuksien poistoista oikaistu

liikevoittomarginaali kohoaa kuitenkin 15 %:n tasolle vuonna 2024. Terminaalijaksolla oletamme liikevoittomarginaalin laskevan 13,5 %:iin.

Osakekohtainen tulos kasvaa 14 % vuodessa

Vahvan taseen ansiosta Vaisalán liiketoiminnan nettoraahoituskulut ovat vuosien 2022-24 ennusteissamme matalalla tasolla – keskimäärin 1,0 MEUR. Esimerkiksi mahdollisista yrityskaupoista johtuvilla taserakenteen muutoksilla voi kuitenkin olla rahoituskuluja nostava vaikutus. Arvioimme verokulujen olevan lähivuosina keskimäärin 19 % verotettavasta tuloksesta, mikä on hieman viimeisten kolmen vuoden keskimääräisen tason yläpuolella (17,3 %). Pitkän aikavälin ennusteissamme veroprosentti on 20 %. Rahoitus- ja verokulujen jälkeen raportoitu osakekohtainen nettotulos kasvaa 1,61 euroon vuoteen 2024 mennessä, eli keskimäärin 14 %:n vuosivauhtia.

Tase ja osinko kehittyvät vakaasti

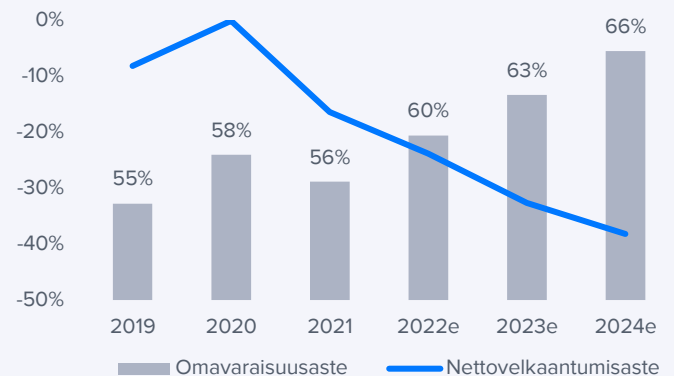
Uskomme Vaisalán ylläpitävän vahvaa, jopa konservatiivista taserakennetta tulevaisuudessakin. Jo ennestäänkin vahva tase vahvistuu ennusteissamme edelleen ja tarjoaa hyvät resurssit yritysostoille.

Odotamme yhtiön osingonjaon olevan linjassa osinkopolitiikan kanssa, jonka tavoitteena on maksaa osinkoa, joka on vakaa ja kasvaa tuloskehityksen mukaisesti. Vuoden 2024 osinkoennusteemme 0,84 euroa per osake vastaa 52 %:n voitonjakosuhdetta verrattuna raportoituun osakekohtaiseen tulokseen.

Osingon kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	404	380	92,0	110	112	125	438	105	120	120	135	479	506	536	557
Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue	261	236	52,2	65,4	64,4	74,9	257	55,1	69,0	68,0	79,1	271	282	293	305
Teollisten mittausten liiketoiminta-alue	142	144	39,8	44,1	47,1	50,1	181	49,5	50,5	51,6	56,4	208	225	242	252
Käyttökate	64,6	65,9	13,9	15,6	24,8	17,5	71,8	15,9	21,1	24,9	23,0	84,9	91,6	97,5	103
Poistot ja arvonalennukset	-23,5	-21,1	-5,8	-4,7	-5,5	-5,6	-21,6	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7	-22,9	-23,3	-23,0	-24,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	53,7	52,1	10,0	14,9	23,9	14,8	63,6	12,1	17,3	21,1	19,1	69,6	75,8	80,6	85,1
Liikevoitto	41,1	44,8	8,1	10,9	19,2	11,9	50,1	10,2	15,4	19,2	17,2	62,0	68,3	74,6	78,1
Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue	17,7	14,6	-0,9	1,0	5,3	2,3	7,7	-0,7	4,0	5,3	4,3	12,9	15,1	13,8	14,7
Teollisten mittausten liiketoiminta-alue	26,1	31,6	9,4	10,5	14,2	9,8	43,9	11,1	11,7	14,1	13,2	50,1	54,3	61,8	64,5
Muut toiminnot	-2,7	-1,4	-0,4	-0,6	-0,2	-0,3	-1,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2
Nettorahoituskulut	-1,1	-3,4	-0,3	-0,5	-0,5	-0,4	-1,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Tulos ennen veroja	40,1	41,3	7,9	10,4	18,8	11,5	48,5	9,9	15,1	18,9	17,0	61,0	67,3	73,6	77,1
Verot	-6,5	-8,5	-1,5	0,7	-2,8	-3,7	-7,3	-1,8	-2,7	-3,4	-3,1	-11,0	-12,8	-14,7	-15,4
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	33,6	32,8	6,4	11,1	16,0	7,8	41,2	8,1	12,4	15,5	13,9	50,0	54,5	58,9	61,7
EPS (oikaistu)	1,19	1,06	0,23	0,41	0,57	0,29	1,50	0,28	0,39	0,48	0,43	1,58	1,70	1,78	1,89
EPS (raportoitu)	0,92	0,90	0,17	0,30	0,44	0,21	1,13	0,22	0,34	0,43	0,38	1,37	1,50	1,62	1,69
Tunnusluvut	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	15,7 %	-6,0 %	5,5 %	19,8 %	18,6 %	16,9 %	15,4 %	13,7 %	9,2 %	7,2 %	8,4 %	9,4 %	5,6 %	5,8 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-3,1 %	44,9 %	30,7 %	21,5 %	4,8 %	22,1 %	20,7 %	16,0 %	-11,8 %	29,6 %	9,4 %	9,0 %	6,2 %	5,6 %
Käyttökate-%	16,0 %	17,4 %	15,1 %	14,3 %	22,2 %	14,0 %	16,4 %	15,2 %	17,7 %	20,8 %	17,0 %	17,7 %	18,1 %	18,2 %	18,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	13,3 %	13,7 %	10,9 %	13,6 %	21,4 %	11,8 %	14,5 %	11,5 %	14,5 %	17,6 %	14,1 %	14,5 %	15,0 %	15,0 %	15,3 %
Nettotulos-%	8,3 %	8,6 %	6,9 %	10,1 %	14,3 %	6,2 %	9,4 %	7,8 %	10,4 %	13,0 %	10,3 %	10,4 %	10,8 %	11,0 %	11,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	174	179	177	176	176
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	63,6	56,9	50,3	43,8	38,8
Käyttöomaisuus	83,9	94,1	98,8	104	109
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	13,4	12,0	12,0	12,0	12,0
Laskennalliset verosaamiset	11,6	14,3	14,3	14,3	14,3
Vaihtuvat vastaavat	178	229	250	276	300
Vaihto-omaisuus	44,5	49,9	43,1	45,5	48,2
Muut lyhytaikaiset varat	24,2	28,1	25,0	25,0	25,0
Myyntisaamiset	64,0	73,5	91,0	93,6	99,1
Likvidit varat	45,4	77,9	90,7	112	128
Taseen loppusumma	352	408	427	451	476

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	205	230	255	283	313
Osakepääoma	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Kertyneet voittovarot	201	218	243	271	301
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-2,8	1,7	1,7	1,7	1,7
Muu oma pääoma	-0,7	2,4	2,4	2,4	2,4
Vähemmistöosuus	0,4	0,7	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	65,1	62,4	52,4	42,4	32,4
Laskennalliset verovelat	9,2	8,5	8,5	8,5	8,5
Varaukset	1,8	2,3	2,3	2,3	2,3
Lainat rahoituslaitoksilta	40,0	40,0	30,0	20,0	10,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	14,1	11,7	11,7	11,7	11,7
Lyhytaikaiset velat	81,3	115	119	126	131
Lainat rahoituslaitoksilta	5,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	52,3	83,9	91,7	96,9	103
Muut lyhytaikaiset velat	23,8	31,4	27,6	29,5	28,5
Taseen loppusumma	352	408	427	451	476

Sijoitusprofiili

1.

Tuotejohtajuus rajoittaa kilpailun uhkaa ja tukee kannattavuutta

2.

Megatrendit tukevat mittaamismarkkinan kasvua ja luovat uusia niche-markkinasegmenttejä

3.

Tuloskasvua haetaan aiempaa kunnianhimoisemmin uusien taloudellisten tavoitteiden myötä

4.

Vahva tase ja mahdolliset yritysostot

5.

Sää- ja ympäristöliiketoiminnan tuloskasvu on jättänyt varaa parantaa

Potentiaali



- Kannattavuuden nosto tavoitteiden tasolle tuottaisi huomattavaa tuloskasvua
- Osaamisen hyödyntäminen uusissa asiakassegmenteissä ja maantieteellisillä alueilla
- Skaalautuvuuden lisääminen erityisesti datapalveluiden kautta
- Iso kassa ja korkea arvostus edesauttavat arvonluontia yritysostojen avulla

Riskit



- Komponenttipula painaa bruttokatteita lähiaikoina ja maailmantalous on turbulenssissa mm. inflaation ja geopoliittisten riskien vuoksi
- Sää- ja ympäristöliiketoiminnassa kysyntä käyttäytyy syklisesti ja ydinmarkkinoiden kasvu on hidasta
- Kiristynvä kilpailu joissakin tuotesegmenteissä
- Epäonnistuminen yritysostoissa

Arvonmääritys 1/3

Yhteenveto arvostuksesta

Vaisala on laadukas teknologiayhtiö, jota on kehitetty pitkäjänteisesti tutkimuksen ja tuotekehityksen pohjalta. Yhtiön tulos on kehittynyt pitkällä aikavälillä nousujohteisesti ja vakaasti, minkä vuoksi se mielestämme ansaitsee nykyisen korkeahkon arvostustasonsa. Tulos pohjaisia arvostuskertoimia katsottaessa oikaistu EV/EBIT vuosille 2022 ja 2023 on 21x ja 19x, eli selvästi Helsingin pörssin keskimääräistä tasoa korkeampi. P/E luvut ovat vielä korkeammat (27x ja 25x) sillä yhtiöllä on vahva nettokassa, mikä nostaa osakkeen hintaa suhteessa tulokseen.

Suoria verrokkeja Vaisalalle ei ole tarjolla, mutta laadukkaista teknologiayhtiöistä koostamamme verrokkiryhmä on Vaisalan tavoin arvostettu korkealle tasolle ja vuosien 2022-23 EV/EBIT-kertoimet ovatkin pääosin linjassa keskenään. Emme siis näe, että Vaisalan korkea arvostus aiheuttaisi välitöntä laskupainetta osakekurssiin, mikäli tulokasvu toteutuu odotustemme mukaisesti. Yhtiön osinkotuotto on matalahko, mutta kehittyä nousujohteisesti eikä poikkea merkittävästi verrokkiryhmän keskiarvosta.

Kassavirtapohjaisella analyysillä saamme markkina-arvoksi 1637 MEUR ja osakkeen arvoksi 44,9 euroa osakkeelta. Olemme käyttäneet 6,8 % oman pääoman kustannusta, 6,2 % keskimääräistä pääoman kustannusta ja 13,5 % 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.

Osakkeessa voisi korkeasta arvostuksesta huolimatta olla edelleen nousuvaraa 50 euroon, mikäli yhtiö onnistuisi täydellisesti keskipitkän aikavälin taloudellisissa tavoitteissaan ja pystyisi ylläpitämään hyvää orgaanista kasvua (5 %) myös pitkällä aikavälillä. Toisaalta komponenttipula ja maailmantalouden häiriöt voivat uhata lähiaikojen tuloskehitystä, minkä lisäksi korkojen nousu voisi nakertaa yhtiön arvostuskertoimia. Haluaisimme nähdä selkeämpiä lyhyen aikavälin kurssiajureita tai hieman edullisemmän arvostuksen, jotta olisimme valmiita siirtymään suosituksessamme positiiviselle laidalle.

Näemme osakkeen riski-/tuottosuhteen nykytasolla keskinkertaisena ja annamme osakkeelle vähennös-suosituksen 43,0 euron tavoitehinnalla.

Vaisalan arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Vakaa ja nousujohteinen tuloskehitys
- T&K:n perustuva tuotejohtajuus ja erityinen kyky luoda arvoa asiakkaille
- Megatrendit tukevat markkinan kasvua

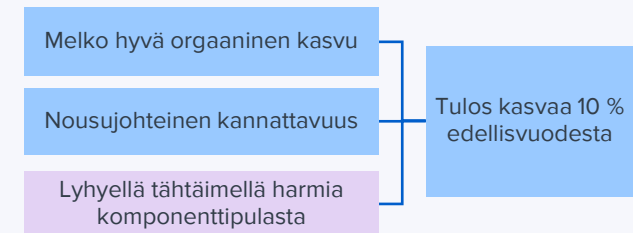
Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Sää- ja ympäristöliiketoiminnan syklisyys ja osittainen riippuvuus mm. lentoliikenteestä
- Kiristynyt kilpailu joissakin tuotesegmenteissä
- Komponenttipula ja globaalien kaupan haasteet

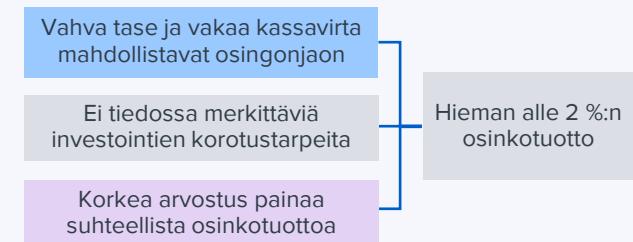
Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

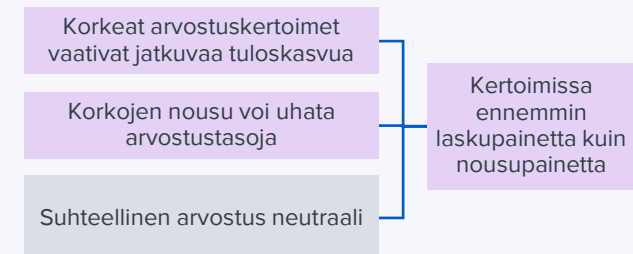
Tuloskasvun ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen 12 kk:n kokonaistuotto-odotus (n. 0 - 5 % p.a.)

Arvonmääritys 2/3

Arvostuskertoimet ovat yhtiön oman historiallisen tason yläpuolella

Suosimme tulos pohjaisessa arvonmäärityksessä ensisijaisesti oikaistua EV/EBIT-kerrointa, 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 määrääkaikaisia laskennallisia eriä.

Vuoden 2021 toteutuneeseen tulokseen peilattuna oikaistu EV/EBIT-kerroin on 24x, mikä on erittäin korkea taso yhtiön kasvuprofiiliin peilattuna. Vuosien 2022-23 ennusteiden mukaiset kertoimet ovat 21x ja 19x eli edelleen melko korkealla tasolla. Vastaavat oikaistut P/E-kertoimet vuosille 2022-23 ovat 27x ja 25x, joiden korkea taso selittyy osittain Vaisalan taseen suurilla nettokassavaroilla.

Vaisalaa on historiallisesti arvostettu melko korkeilla arvostuskertoimilla johtuen yhtiön asemasta arvoketjun yläpäässä sekä vakaasta ja nousujohteisesta tulokunnosta. Historiallisesti Vaisalan 12kk eteenpäin katsova EV/EBIT-kerroin on ollut keskimäärin hieman alle 18x viimeisten viiden vuoden aikana. Luku poikkeaa Inderesin ennusteiden mukaisesta EV/EBIT-luvusta, koska se ei ota huomioon yrityskauppoihin liittyvien PPA-poistojen oikaisuja ja perustuu konsensusennusteisiin. Viimeisen noin vuoden aikana Vaisalan arvostus on venynyt korkealle tasolle ja ajoittain eteenpäin katsova EV/EBIT on ollut jopa 25x:n paikkeilla. Vahvaan arvostuskehitykseen on arviomme mukaan vaikuttanut yhtiön vahva kasvu vuoden 2021 aikana

sekä uudet aiempaa kunnianhimoisemmat taloudelliset tavoitteet. Myös matalat korko-odotukset ovat saattaneet tukea Vaisalan kaltaisia suhteellisen vähäriskisiä osakkeita.

Arvostus on linjassa laadukkaiden verrokkiyhtiöiden kanssa

Vaisalalle on haastavaa löytää suoria verrokkiyhtiöitä, koska se toimii useissa eri niche-markkinasegmenteissä ja on omilla kohdemarkkinoillaan usein jopa ylivoimainen tuotejohtaja. Sopivien verrokkiyhtiöiden etsimisessä tuleekin mielestämme keskittyä samankaltaisiin yhtiöihin muissa markkinasegmenteissä. Vaisala kuuluu mielestämme laadukkaiden teknologiayhtiöiden joukkoon, joita yhdistää korkea kannattavuus ja T&K:n vahva rooli liiketoiminnan perustana.

Edellä mainituilla kriteereillä valittu verrokkiryhmämme hinnoitellaan Vaisalan tavoin korkeilla kertoimilla. Vuosien 2022-23 mediaani EV/EBIT-kertoimet ovat linjassa Vaisalan kanssa – noin 21x ja 19x. Myös verrokkien P/E-kertoimet (27x ja 25x) ovat erittäin lähellä Vaisalan tasoa.

Maltillinen osinkotuotto kehittyy nousujohteisesti

Tasaisen nousujohteista osinkoa historiassa maksaneen Vaisalan osinkotuotto on vuoden 2021 osalta 1,6 % nykykurssiin nähden. 0,68 euron osinko irtosi osakkeesta 30.3.2022. Vuosille 2022-23 ennustamme 1,7-1,9 %:n osinkotuottoa, mikä ei ole erityisen korkea taso eikä poikkeaa olennaisesti verrokkiryhmän keskimääräisestä osinkotuotosta.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	42,5	42,5	42,5
Osakemäärä, milj. kpl	36,4	36,4	36,4
Markkina-arvo	1549	1549	1549
Yritysarvo (EV)	1488	1457	1430
P/E (oik.)	26,9	25,0	23,9
P/E	31,0	28,4	26,3
P/Kassavirta	31,5	26,4	27,6
P/B	6,1	5,5	5,0
P/S	3,2	3,1	2,9
EV/Liikevaihto	3,1	2,9	2,7
EV/EBITDA (oik.)	17,5	15,9	14,7
EV/EBIT (oik.)	21,4	19,2	17,8
Osinko/tulos (%)	54 %	53 %	52 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,9 %	2,0 %

Lähde: Inderes

Historiallinen eteenpäin katsova (12kk) EV/EBIT



Lähde: Thomson Reutersin konsensus

Arvonmääritys 3/3

DCF-arvonmääritys tarjoaa pientä nousuvaraa

Vaisalan hyvät historialliset näytöt ja vakaa tuloksentelekyky 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 2021-30 välillä keskimäärin 5 % vuodessa kasvun painottuessa ennustejakson alkupäähän. Terminaalissa kasvuoletuksemme on 2,9 %. Kannattavuuden osalta olemme olettaneet että raportoitu liikevoittomarginaali nousee 14 %:iin vuoteen 2025 mennessä (oik. EBIT 15,3 %) ja pysyy tällä tasolla ennustejakson loppuun saakka, minkä jälkeen laskee terminaalijaksolla 13,5 %:iin. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 6,2 % ja oman pääoman kustannus 6,8 %. Näin pääoman kustannus kuvastaa mallissamme yhtiön hyvin matalaa riskiprofiilia.

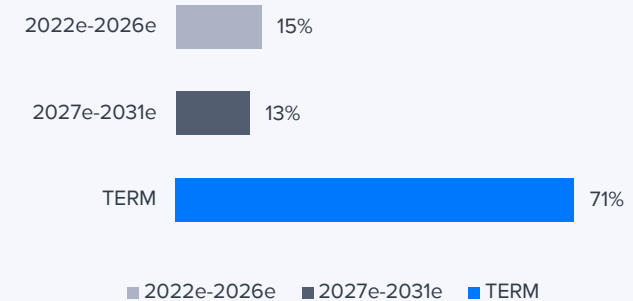
DCF-malli antaa yritysarvoksi 1 599 MEUR ja oman pääoman arvoksi 1 637 MEUR eli osakekohtaiseksi arvoksi muodostuu 44,9 euroa. Mallissa terminaalijakson painoarvo on 71 %, joka on korkeahko, mutta tasainen historia ja yhtiön markkinaposition laskevat tätä riskiä.

DCF on menetelmänä herkkä oletuksille - nousuvaraakin voi löytyä, jos yhtiö ylittää tavoitteisiinsa

DCF-arvonmääritys on luonnollisesti herkkä

valittujen oletusten muutoksille. Mikäli olettaisimme yhtiön yltävän pitkällä aikavälillä 15 %:n EBIT-marginaaliin yhtiön tavoitteiden mukaisesti ja liikevaihdon kasvun jatkuvan 5 %:ssa myös ennustejakson loppupäässä (2025-30) nousisi DCF:n antama arvostus noin 50 euroon per osake. WACC:in nostaminen prosenttiyksiköllä laskisi osakkeen käypää arvoa 19 % ja laskeminen prosenttiyksiköllä puolestaan nostaisi käypää arvoa 30 %.

Rahavirran jakauma jaksottain

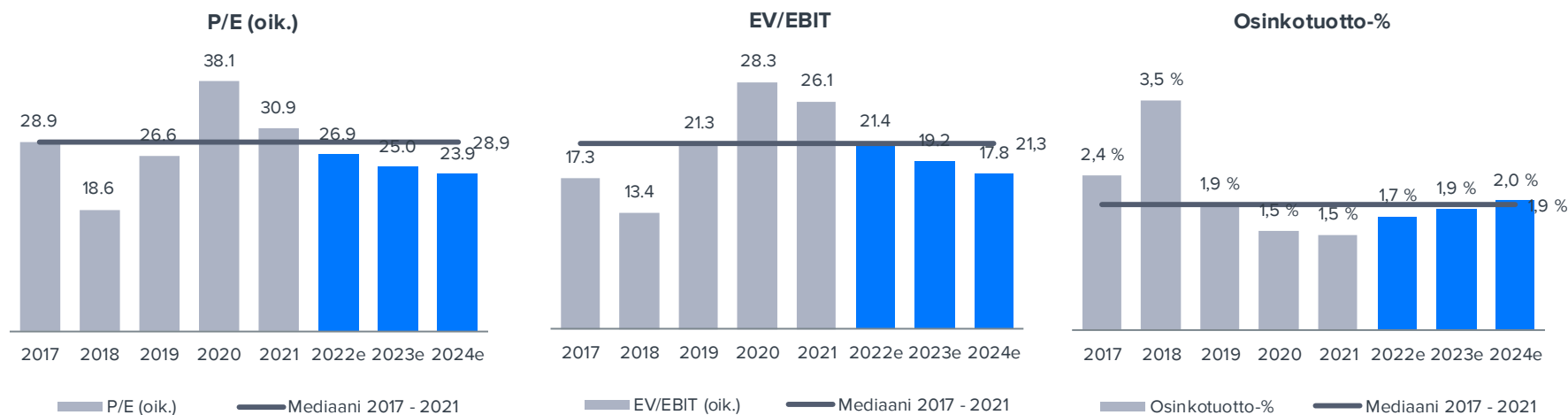


Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	22,3	16,5	31,8	40,4	46,4	42,5	42,5	42,5	42,5
Osakemäärä, milj. kpl	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4
Markkina-arvo	811	601	1157	1470	1689	1549	1549	1549	1549
Yritysarvo (EV)	719	569	1142	1473	1656	1488	1457	1430	1400
P/E (oik.)	28,9	18,6	26,6	38,1	30,9	26,9	25,0	23,9	22,5
P/E	29,7	20,4	34,4	44,8	41,0	31,0	28,4	26,3	25,1
P/Kassavirta	20,3	neg.	>100	>100	30,5	31,5	26,4	27,6	24,9
P/B	4,4	3,3	5,8	7,2	7,4	6,1	5,5	5,0	4,5
P/S	2,4	1,7	2,9	3,9	3,9	3,2	3,1	2,9	2,8
EV/Liikevaihto	2,2	1,6	2,8	3,9	3,8	3,1	2,9	2,7	2,5
EV/EBITDA (oik.)	14,2	11,2	17,7	22,4	23,1	17,5	15,9	14,7	13,6
EV/EBIT (oik.)	17,3	13,4	21,3	28,3	26,1	21,4	19,2	17,8	16,4
Osinko/tulos (%)	70 %	72 %	66 %	68 %	60 %	54 %	53 %	52 %	75 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,5 %	1,9 %	1,5 %	1,5 %	1,7 %	1,9 %	2,0 %	3,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

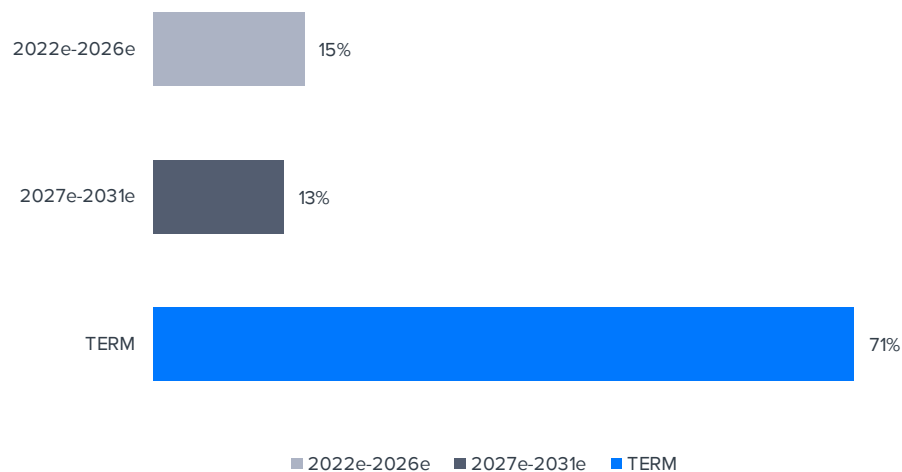
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Spectris	2484	3367	3233	11,8	11,1	9,9	9,2	2,0	1,9	15,7	14,6	3,0	3,2	2,1
Halma	2545	11771	12067	32,0	29,0	27,1	24,8	6,7	6,3	40,0	36,3	0,7	0,8	7,4
Oxford Instruments	2090	1456	1383	18,2	17,7	15,6	15,3	3,3	3,1	25,0	24,6	0,9	0,9	
Indutrade	241	8727	9218	29,6	28,2	22,6	21,6	3,9	3,7	37,0	35,0	1,1	1,1	7,7
TT Electronics	199	435	558	10,9	9,0	8,0	6,9	0,9	0,9	11,6	9,8	3,1	3,6	1,1
Hexagon	136	34849	37107	25,8	23,4	19,4	17,8	7,5	7,0	30,9	28,1	0,9	1,0	3,9
Hexpol	88	2881	2965	11,2	10,2	9,5	8,7	1,7	1,7	14,9	13,6	4,0	3,5	2,6
Inficon	968,00	2390	2340	21,7	19,7	19,3	17,7	4,4	4,2	27,6	25,3	2,7	3,0	8,8
Comet	247,00	2027	1990	19,9	15,9	16,4	13,4	3,5	3,0	26,5	20,8	0,9	1,0	5,9
Mettler-Toledo	1320,62	28130	29583	28,4	26,1	26,4	24,4	8,2	7,7	35,3	31,9			
Vaisala (Inderes)	42,50	1549	1488	21,4	19,2	17,5	15,9	3,1	2,9	26,9	25,0	1,7	1,9	6,1
Keskiarvo				20,9	19,0	17,4	16,0	4,2	3,9	26,5	24,0	1,9	2,0	4,9
Mediaani				20,8	18,7	17,9	16,5	3,7	3,4	27,0	25,0	1,1	1,1	4,9
Erotus-% vrt. mediaani				3 %	3 %	-2 %	-4 %	-16 %	-16 %	-1 %	0 %	65 %	64 %	24 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	50,1	62,0	68,3	74,6	78,1	81,1	84,4	86,9	89,5	88,9	91,5	
+ Kokonaispoistot	21,6	22,9	23,3	23,0	24,7	25,5	25,5	23,8	20,9	20,6	21,0	
- Maksetut verot	-10,7	-11,0	-12,8	-14,7	-15,4	-16,2	-16,9	-17,4	-17,9	-17,8	-18,3	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	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	20,3	-3,6	2,0	-3,4	-1,3	-2,1	-1,8	-1,6	-1,5	-1,6	-1,6	
Operatiivinen kassavirta	81,1	70,1	80,6	79,2	85,9	88,3	91,2	91,7	91,0	90,1	92,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-23,7	-21,0	-22,0	-23,1	-23,7	-24,4	-24,2	-23,9	-23,7	-23,5	-26,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	55,4	49,1	58,6	56,2	62,2	63,9	67,0	67,8	67,3	66,6	65,9	
+/- 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	55,4	49,1	58,6	56,2	62,2	63,9	67,0	67,8	67,3	66,6	65,9	2054
Diskontattu vapaa kassavirta		47,0	52,8	47,6	49,7	48,0	47,5	45,2	42,3	39,4	36,7	1143
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1599	1552	1500	1452	1402	1354	1307	1262	1219	1180	1143
Velaton arvo DCF		1599										
- Korolliset velat		-40,1										
+ Rahavarat		77,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		1637										
Oman pääoman arvo DCF per osake		44,9										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	6,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,2 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	403,6	379,5	438,0	479,2	506,1	EPS (raportoitu)	0,92	0,90	1,13	1,37	1,50
Käyttökate	64,6	65,9	71,8	84,9	91,6	EPS (oikaistu)	1,19	1,06	1,50	1,58	1,70
Liikevoitto	41,1	44,8	50,1	62,0	68,3	Operat. kassavirta / osake	1,29	1,31	2,23	1,92	2,21
Voitto ennen veroja	40,1	41,3	48,5	61,0	67,3	Vapaa kassavirta / osake	0,09	0,34	1,52	1,35	1,61
Nettovoitto	33,6	32,8	41,2	50,0	54,5	Omapääoma / osake	5,44	5,63	6,31	7,00	7,75
Kertaluontoiset erät	-12,6	-7,3	-13,4	-7,6	-7,5	Osinko / osake	0,61	0,61	0,68	0,74	0,79
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	361,4	351,8	408,1	426,7	451,3	Liikevaihdon kasvu-%	16 %	-6 %	15 %	9 %	6 %
Oma pääoma	198,4	205,4	230,4	255,0	282,5	Käyttökateen kasvu-%	27 %	2 %	9 %	18 %	8 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	26 %	-3 %	22 %	9 %	9 %
Nettovelat	-16,1	-0,2	-37,8	-60,7	-91,6	EPS oik. kasvu-%	34 %	-11 %	41 %	5 %	8 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	16,0 %	17,4 %	16,4 %	17,7 %	18,1 %
Käyttökate	64,6	65,9	71,8	84,9	91,6	Oik. Liikevoitto-%	13,3 %	13,7 %	14,5 %	14,5 %	15,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-8,2	-9,5	20,3	-3,6	2,0	Liikevoitto-%	10,2 %	11,8 %	11,4 %	12,9 %	13,5 %
Operatiivinen kassavirta	46,8	47,6	81,1	70,1	80,6	ROE-%	17,6 %	16,3 %	18,9 %	20,6 %	20,3 %
Investoinnit	-50,3	-32,7	-23,7	-21,0	-22,0	ROI-%	17,8 %	18,3 %	19,2 %	22,3 %	23,3 %
Vapaa kassavirta	3,1	12,5	55,4	49,1	58,6	Omavaraisuusaste	54,9 %	58,4 %	56,5 %	59,8 %	62,6 %
						Nettovelkaantumisaste	-8,1 %	-0,1 %	-16,4 %	-23,8 %	-32,4 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	2,8	3,9	3,8	3,1	2,9						
EV/EBITDA (oik.)	17,7	22,4	23,1	17,5	15,9						
EV/EBIT (oik.)	21,3	28,3	26,1	21,4	19,2						
P/E (oik.)	26,6	38,1	30,9	26,9	25,0						
P/B	5,8	7,2	7,4	6,1	5,5						
Osinkotuotto-%	1,9 %	1,5 %	1,5 %	1,7 %	1,9 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 (välttämättä ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävää taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:in 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 yksilöitynä 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.

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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
05/10/2018	Lisää	20,00 €	18,25 €
17/10/2018	Vähennä	19,00 €	18,40 €
24/10/2018	Vähennä	19,00 €	18,50 €
13/12/2018	Lisää	18,00 €	16,80 €
15/01/2019	Vähennä	18,50 €	18,50 €
13/02/2019	Vähennä	17,50 €	17,40 €
25/04/2019	Myy	17,50 €	19,86 €
21/07/2019	Vähennä	20,00 €	20,25 €
20/09/2019	Vähennä	22,00 €	23,00 €
25/10/2019	Lisää	28,00 €	26,60 €
12/12/2019	Vähennä	31,00 €	32,30 €
13/02/2020	Vähennä	35,00 €	36,50 €
03/04/2020	Vähennä	27,00 €	26,60 €
29/04/2020	Vähennä	28,00 €	28,65 €
22/07/2020	Vähennä	30,00 €	31,70 €
22/10/2020	Myy	30,00 €	40,55 €
28/10/2020	Myy	30,00 €	36,60 €
04/01/2021	Myy	30,00 €	40,35 €
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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**