

Vaisala

Laaja raportti

1/2021

Tummat pilvet taivaalla, mutta sen jälkeen kirkastuu

Vaisala on viimeisen vuoden aikana jatkanut pitkäjänteistä strategian toteutusta, kehittynyt tuloksellisesti todella vahvasti ja integroinut yrityskauppoja. Korona on kuitenkin nostanut tummia pilviä taivaalle ja epävarmuus on yhtiön kommenttien mukaan merkittävä. Vaisala on pörssin laadukkaimpia yhtiöitä vahvoilla tuotteilla ja taseella, jotka antavat puskuria epävarmuudessa. Odotamme Vaisalan kilpailukyvyyn säilyvän vahvana jatkuvan T&K:n tukemana ja mahdollistavan hyvän tuloskasvun koronan yli katsottuna. Osakkeen arvostuskuva on kuitenkin haastava useasta näkökulmasta tarkasteltuna. Toistamme Vaisalan osakkeen 30,0 euron tavoitehinnan ja myy-suosituksen.

Korkean lisäarvon mittaustaitteiden ja -palveluiden kehittäjä

Vaisalalla on kattava valikoima havainto- ja mittaustuotteita ja palveluja meteorologian, valittujen säästä riippuvaisten toimialojen sekä teollisuuden mittaustarpeisiin. Liiketoiminta on jaettu kahteen alueeseen: 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 olla teknologisesti johtavassa asemassa lisäarvoa tuottavilla tuotteilla. Yhtiön liiketoiminnan painopiste on muuttunut viime vuosina voimakkaamman kasvun ja paremman kannattavuuden Teollisten mittausten liiketoiminnan suuntaan.

Pitkäjänteisesti johdettu, vakavarainen yhtiö joka vaati jatkuvia T&K-panostuksia

Vaisala on koronan luomasta heikosta näkyvyydestä huolimatta edelleen investoinut vahvasti T&K-toimintaan ja rekrytoinut uutta osaamista rakentaakseen tulevaisuuden kompetensseja strategisten tavoitteidensa mukaisesti. Yhtiön vahva tulostaso ja tase mahdollistavat jatkuvat investoinnit myös epävarmuudessa ja tarjoavat samalla selkänöjaa. Arvioimme digitaalisten ratkaisujen roolin yhtiön liiketoiminnassa kasvavan asteittain ja tarjoavan kasvua ja kannattavuuspotentiaalia vuosiksi eteenpäin.

Koronan yli katsottuna odotamme yhtiön palaavan kasvu-uralle

Vaisala tavoittelee strategiakaudella 2019-2023 yli 5 %:n kasvua ja yli 12 %:n EBIT-%:a. Ennustamme liikevaihdon laskevan 6 % ja liikevoittomarginaalin olevan vajaa 13 % (2019: 10%) vuonna 2020. Vuoden 2021 ennustemme odottaa koronan helpottavan kesään mennessä ja liikevaihdon olevan vertailukauden tasolla sekä liikevoiton laskevan hieman. Koronan yli katsottuna odotamme Vaisalan palaavan kasvu-uralle vuonna 2022, mutta jäävän >5 %:n tavoitteesta. Arvioimme liikevoitto-%:n olevan >12 % läpi strategiakauden.

Laadusta maksetaan kovaa hintaa epävarmuudesta huolimatta

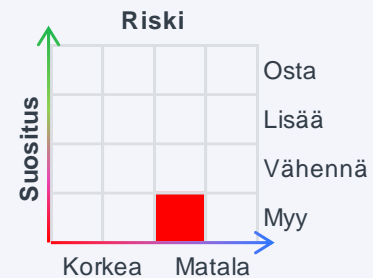
Sijoitusprofiiliiltaan Vaisala on pörssin laadukkaimpia yhtiöitä vahvalla taseella ja osinkohistoriallaan. Osakkeen arvostus on ennusteillamme edelleen hyvin korkea (2020e: P/E 35x). Hyväksymme Vaisalalle historiallista (P/E 22x) korkeamman 26x P/E-kertoimen merkittävistä ennusteriskeistä huolimatta. Koronan elpymisen huomioivilla vuoden 2021 ennusteilla oikaistu P/E on 34x ja selvästi yli hyväksymiemme arvostustasojen. Sijoittajat joutuvat mielestämme kantamaan yhtiössä selkeää riskiä arvostuksen normalisoitumisesta, eikä tämän riskin vastineeksi ole tarjolla riittävää tuotto-odotusta 2 %:n tuloskasvun ja 2 %:n osingon muodossa. Nykyarvostuksen perustelu vaatisi mielestämme parempaa näkyvyyttä, liikevaihdon paluuta kasvu-uralle ja tuloskasvun jatkumista vahvana.

Analytikot



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

Suositus



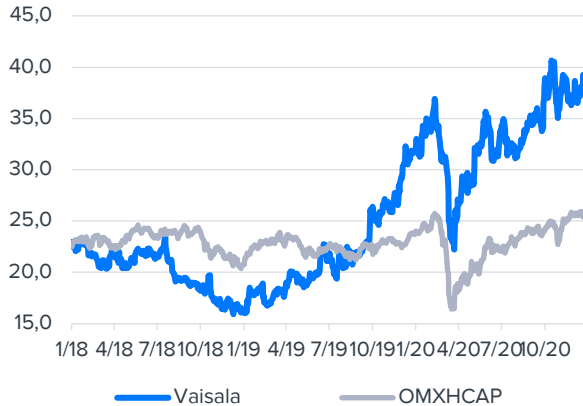
Myy
(aik. Myy)
30,00 EUR
(aik. 30,00 EUR)
Osakekurssi:
40,35

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	404	378	380	395
kasvu-%	16 %	-6 %	1 %	4 %
EBIT oik.	53,7	54,9	53,4	54,2
EBIT-% oik.	13,3 %	14,5 %	14,1 %	13,7 %
Nettotulos	33,6	36,3	36,8	37,7
EPS (oik.)	1,19	1,16	1,20	1,17

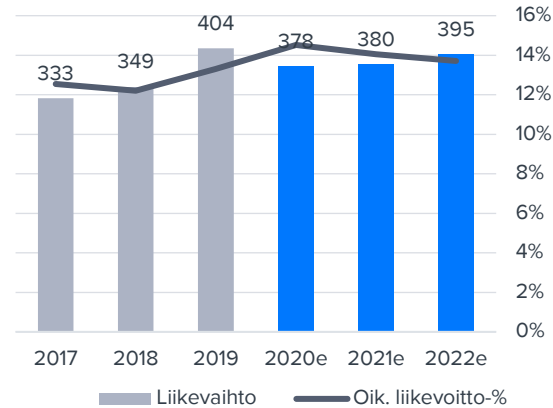
P/E (oik.)	26,6	34,9	33,6	34,4
P/B	5,8	6,9	6,5	6,1
Osinkotuotto-%	1,9 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %
EV/EBIT (oik.)	21,3	26,6	26,7	26,0
EV/EBITDA	17,7	21,4	20,6	19,6
EV/Liikevaihto	2,8	3,9	3,7	3,6

Osakekurssi



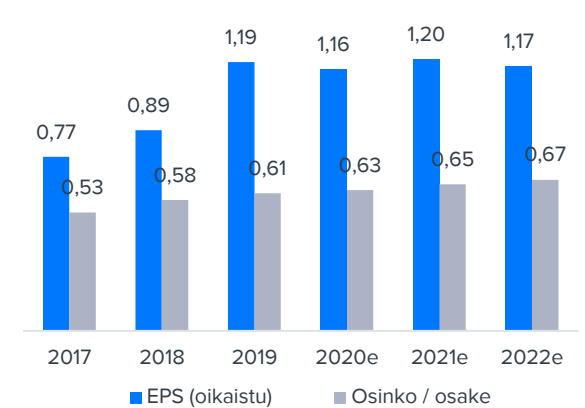
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen vahva kasvu ja kannattavuus
- Uudet tuotteet, ratkaisut ja palvelut
- Skaalautuvan liiketoiminnan lisääntyminen
- Yritysosot
- T&K ja korkean lisäarvon tuotteet

Riskitekijät

- Makrotalouden epävarmuus vaikuttaa erityisesti Sää ja ympäristöliiketoiminta-alueeseen. Lisäksi Kiinan tilanteen kehittyminen.
- Lyhyt tilauskanta antaa rajatun näkyvyyden
- Komponenttipula ja raaka-aineiden hinnannousu
- Epäonnistuminen uusissa liiketoiminnoissa
- Koronapandemian vaikutukset voivat vaikuttaa ennustettua voimakkaammin asiakaskysyntään ja/tai toimituskykyyn

Arvostus

- Vaisala on laatu-yhtiö vakaalla tuloskasvupotentiaalilla ja vahvalla osingolla. Lyhyellä tähtäimellä tuloskasvupotentiaali on kuitenkin maltillinen
- Pitkällä aikavälillä tuloskasvu vauhdittuu painopisteen muuttuessa kohti Teollisten mittausten liiketoimintaa
- Iso kassa, vahva ja vakaa osingonmaksaja
- Arvostus on kuitenkin edelleen hyvin kireä useasta näkökulmasta katsottuna

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-17
Markkinat ja kilpailukenttä	18-20
Historiallinen kehitys	21-22
Ennusteet	23-25
Sijoitusprofiili	26-28
Arvonmääritys	29-31
Taulukot	32-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36

Vaisala lyhyesti

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

40 % (59 %)*

Perustajasuvun omistusosuus (äänistä)

2,3-2,7 miljardin markkina

1,2-1,4 Sää ja ympäristö - 1,0-1,3 Teollisten mittauslaitteiden markkina

378 MEUR (-6 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020e

63% / 37%

Sää ja ympäristö / Teollisten mittauslaitteiden osuus liikevaihdosta 2020e

54,9 MEUR (14,5 % lv:sta)

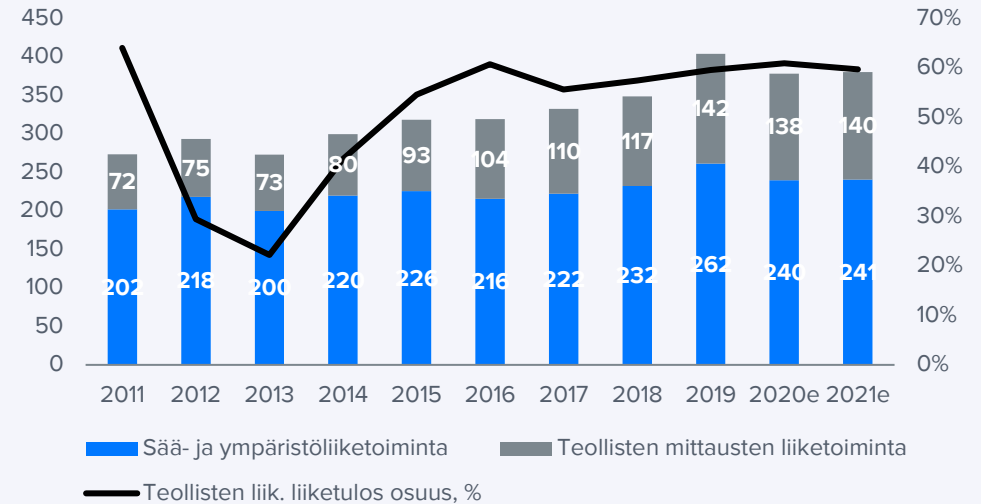
Oikaistu liikevoitto 2020e

4 tehdasta

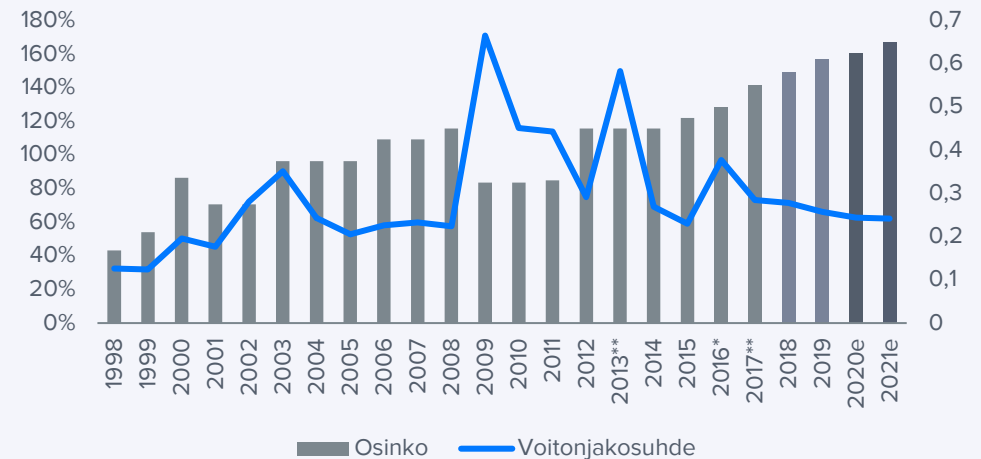
~9 000 eri tuotetta

Toimituksia yli 150 maahan

Teollisuus vetää kasvua ja tulosta



Hyvä, vakaa osingonmaksaja



Lähde: Vaisala / Inderes *Inderes arvio omistusosuudesta

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

Yhtiökuvaus ja liiketoiminta 1/3

Yhtiökuvaus

Arvoketjussa arvonluoja

Vaisala on johtava ympäristön ja teollisuuden mittausratkaisuja tarjoava yritys, jota johdetaan pitkäjänteisesti. Vaisala tarjoaa kattavan valikoiman innovatiivisia havainto- ja mittaus tuotteita ja palveluja meteorologian, teollisuuden sekä valittujen säästä riippuvaisten toimialojen mittauksiksi. Yhtiön strategiana on toimia ainoastaan korkean arvonluonnin arvoketjun osissa, joissa suurin lisäarvo luodaan. Tämän mahdollistaa yhtiön vahva T&K-osaaminen.

Vaisalassa työskenteli Q3'20 lopussa 1921 henkilöä, joista 36 % ulkomailla. Yhtiö palvelee asiakkaita yli 150 maassa. Vuonna 2019 Vaisalalan liikevaihto oli 404 MEUR. Vaisala on 2010-luvulla kasvanut keskimäärin 5 % vuodessa ja liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin 9 %.

Vaisala on historiassa kasvanut pääasiallisesti orgaanisesti. Yhtiön tekemät yritysostot ovat olleet suhteellisen pieniä teknologiaan liittyviä kauppia. Vuonna 2018 yhtiö kertoi pitkästä aikaa yrityskaupoista ja teki yhden isomman ja yhden pienemmän yritysoston. Yhtiön vahva tase ja kassavirta tarjoavat jatkuvasti hyvät mahdollisuudet uusiin yrityskauppihin.

T&K on avain arvoketjun paalupaikalle

Vaisalalla on pitkä T&K-historia, ja se on aina ollut keskeisessä roolissa yhtiössä. Yhtiö on panostanut tutkimukseen ja kehitykseen keskimäärin 13 % liikevaihdosta. Onnistuminen T&K:ssa ja laadukkaiden tuotteiden lanseerauksien jatkuminen ovatkin keskeisessä

roolissa kasvun ja kannattavuuden kannalta pidemmällä aikavälillä. Yhtiön pääsääntö on, ettei uusia lanseerauksia tehdä, ellei sen ole mahdollista saavuttaa markkinoiden johtavaa asemaa. Arvioimme, että Vaisalalan pitkä historiallinen tuotejohtajuus, T&K-panostukset ja yhteistyö yliopistojen ja asiakkaiden kanssa luovat hyvät mahdollisuudet myös jatkossa pysyä arvoketjussa korkean lisäarvon luoja roolissa. Vaisalalan onnistumista T&K:ssa on sijoittajan näkökulmasta vaikea mitata etukäteen, mutta historiallisen suorituksen ja jatkuvien vahvojen tuotekehityspanostusten ansiosta luottamuksemme yhtiön onnistumiseen tuotekehityksessä on vahva. Vaisalalan T&K-tärkeyttä ja pitkäjänteistä johtamista kuvaa se, että yhtiö panostaa myös epävarmoina korona-aikoina vahvasti T&K:hon, jotta kilpailukyky pysyy myös tulevaisuudessa arvoketjun kärjessä.

Vuoden 2017 lopulla yhtiö päätti investoida 30 MEUR uuteen moderniin toimistorakennukseen ja laboratoriotiloihin Vantaalla, joka valmistuu vuoden 2020 lopulla. Uusi rakennus tukee lähinnä T&K-toimintoja ja siihen liittyviä vaativia määrärahyksiä. Vuonna 2019 tutkimus- ja tuotekehityskulut olivat 53 MEUR tai 13 % liikevaihdosta. Vuodesta 1989 lähtien yhtiö on kumulatiivisesti panostanut yli 800 MEUR tai noin 13 % liikevaihdosta tutkimukseen ja kehitykseen.

Historiallisesti T&K on keskittynyt tuotteisiin, mutta nykyään 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

vahvemmaksi myös Teollisten mittausten puolella.

T&K-panostuksista noin puolet kohdistuvat tuotteiden modernisaatioon. Noin viidennes T&K:sta kohdistuu tuoteportfolion ylläpitämiseen ja toinen viidennes uusiin tuotteisiin. Noin 10 % T&K:stä on uuteen teknologiaan. Uusia kehitysalueita ovat mm. konenäköön ja tekoälyyn liittyvät ohjelmistot. Vaisalalan kehitystoiminta pitää sisällään asioita pienistä piirilevyistä kokonaisuun 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

Vaisalalan omistuspohja ja erityisesti äänivalta on hyvin keskittynyt perustaja Vilho Väisälän perillisille, joilla on yhtiön äänistä arviolta noin 60 %. Vahva perillisten omistus heijastuu hyvin myös liiketoimintaan, jota johdetaan hyvin pitkäjänteisesti, matalalla riskitasolla ja vahvalla taseella.

Vaisalalan hallituksen sekä johdon kokoonpano on vuosien varrella ollut hyvin vakaa ja luonut jatkuvuutta. Vuoden 2020 syksyllä yhtiön toimitusjohtaja vaihtui Forsénin eläköityessä oltuaan 14 vuotta Vaisalalan toimitusjohtajana. Näin johtajavaihdokseen ei näkemyksemme mukaan liittynyt dramatiikkaa. Uusi toimitusjohtaja Kai Öistämö haluaa varmasti tuoda joitain omia painotuksia liiketoimintaan. Suurempia strategisia muutoksia emme kuitenkaan odota hyvin toimineeseen ja toteutettuun strategiaan.

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
- Luotettavat ja laadukkaat korkean lisäarvon palvelut ja tuotteet
- T&K-pioneeri ja innovatiivinen tuotejohtaja
- Hyvä ja vakaa osingonmaksaja

Myyntikanavat

Oma myynti 18
maassa



Jakeluverkosto
kattaa yli 100 maata



Verkkokauppa



Asiakassegmentit

Teollisten mittauslaitteiden liiketoiminta (Julkinen)

Vaativa kosteusmittaus
Vaativa hiilidioksidimittaus
Olosuhdevalvontajärjestelmät
Sähkövoima
Vaativa nestemittaus



Sää- ja ympäristöliiketoiminta (Julkinen)

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

360 m€ (2019)



Materiaali- ja
valmistuskustannukset (45 %
Liikevaihdosta)



Tuotekehitys
(13 %)



Myynti, markkinointi ja
hallinto (31 %)

Tulovirrat

Liikevaihto 404 m€
EBIT 41 m€ (2019)

Maantieteellisesti



EMEA 33 %
Amerikka 37 %
Aasia ja
Tyynenmeren
alue 30 %

Mix



Tuotteet

69 %



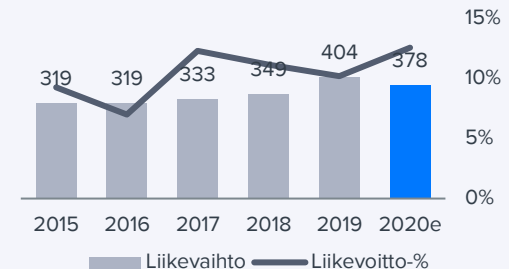
Projektit

18 %



Palvelut

13 %



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Liiketoimintarakenne

Liiketoiminnan painopiste muuttunut kohti Teollisten mittausten liiketoimintaa

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-alueella. Sää- ja ympäristöliiketoiminnan liikevoiton osuus on laskenut vuoden 2014 ~60 %:sta viime vuosien noin 40 %:iin. Teollisten mittausten liiketoiminnan tuloskasvu on saman ajanjakson aikana ollut keskimäärin 17 % vuosittain ja Sää- ja ympäristöliiketoiminnan tuloskasvu 1 %.

Vaisalan liiketoimintojen liikevaihto on molemmissa liiketoimintayksiköissä jaettu edelleen tuotteisiin ja palveluihin. Sää- ja ympäristöliiketoiminnan kolmantena alakategoriana on vielä projektimyyni. Konsernitasolla tuotemyynnin osuus on suhteellisesti kasvanut viimeisen viiden vuoden aikana ollen 280 MEUR tai lähes 70 % liikevaihdosta vuonna 2019. Projektiliikevaihto on selvästi syklisempää ja taso on suhteellisesti laskenut alle 20 %:n liikevaihdosta, kun tuotteiden osuus on kasvanut. Palveluiden osuus liikevaihdosta on ollut 13-15 %:n tasolla. Tuotteilla ja palveluilla on 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. Isossa kuvassa palvelut ovat hyvää mahdollisuutta, mutta uuden liiketoiminnan kehitys vaatii aikaa.

Palvelullistaminen on vielä hyvin pieni osa liiketoimintaa, mutta voisi olla yksi pidemmän aikavälin jatkuvuutta lisääviä liiketoiminnan muotoja ja arvoajureita. Teollisuuden puolella palvelullistaminen voisi olla noin 5 vuoden päässä kun taas julkisella puolella kestää vielä pitempään.

Teollisten mittausten liiketoiminta-alue

Teollisten mittausten liiketoiminnan liikevaihto oli 142 MEUR ja sen osuus konsernin liikevaihdosta oli vuonna 2019 35 % (2018: 33 %). Liikevaihto on kasvanut keskimäärin 12 % viimeisen viiden vuoden aikana.

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 viimeisen yrityskaupan myötä nestemittauslaitteet. Vaisala raportoi liikevaihdon Tuotteissa vastaten ~90 % liikevaihdosta ja Palveluissa ~ 10 % liikevaihdosta.

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue

Sää- ja ympäristöliiketoimintain liikevaihto oli 262 MEUR ja sen osuus konsernin liikevaihdosta oli 65

% vuonna 2019. Liikevaihto on kasvanut keskimäärin 4 % ja organisaation noin 2 vuodessa viimeisen 5 vuoden aikana. Pääosin hidaskasvu johtuu poliittisesta ympäristöstä ja siitä ettei julkinen puoli ole ollut valmis lisäämään investointeja. Kokonaisuudessa liiketoiminta-alueen organisaation kasvu tulee ymmärtääksemme lähinnä tuotteiden uusilta maantieteellisiltä alueilta ja uusista ratkaisuista.

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

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

Liiketoimintamalli

Merkittävän lisäarvon tarjoaja

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 volyymeistä. Tämä asettaa kilpailijoille korkean markkinan tulon kynnyksen ja rajoitteita tuotantorakenteelle. Yhtiö tekee vuosittain noin 800 tuotemuutosta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Tarkasteltaessa Vaisalan suurta määrää eri tuotteita ja ”High-mix/Low-volume” -tuotantoa nousee tuotannon johtaminen entistäkin suurempaan rooliin. Ymmärryksemme mukaan Vaisalan tuotanto on kuitenkin hiottu erittäin hyvin räätälöityyn tuotantoon sopivaksi. Yhtiö keskittyy lisäarvoa tuottavaan loppukokoonpanoon, testaukseen ja kalibrointiin. Lisäksi yhtiö valmistaa omassa puhdashuoneessa antureita. Yhtiö ostaa alihankintana kaikki osat, jotka eivät ole lisäarvoa luovia.

Yhtiö panostaa vahvasti skaalautuvan liiketoiminnan painoarvon kasvattamiseen, mutta koska liiketoiminta on vielä pientä ja yhtiö kasvattaa T&K-panostuksia ei skaalautuvuus tule vielä vahvemmin läpi tulokseen. Tällä hetkellä yhtiö myy jo hyvin skaalautuvia säädätöpalveluita liikennesektorille, energia- ja tuulienergiayhtiöille sekä salamadataa yrityksille. Jatkossa myös sää- ja ilmanlaatudatan myyntiä pystytään kohdentamaan yhä pienemmille toimijoille, esimerkiksi kaupungeille. Lisäksi Teollisten mittausten liiketoiminta-alueella pystytään nostamaan tuotantovolyymeja nykyisestä ilman, että kustannukset nousevat vastaavassa määrin.

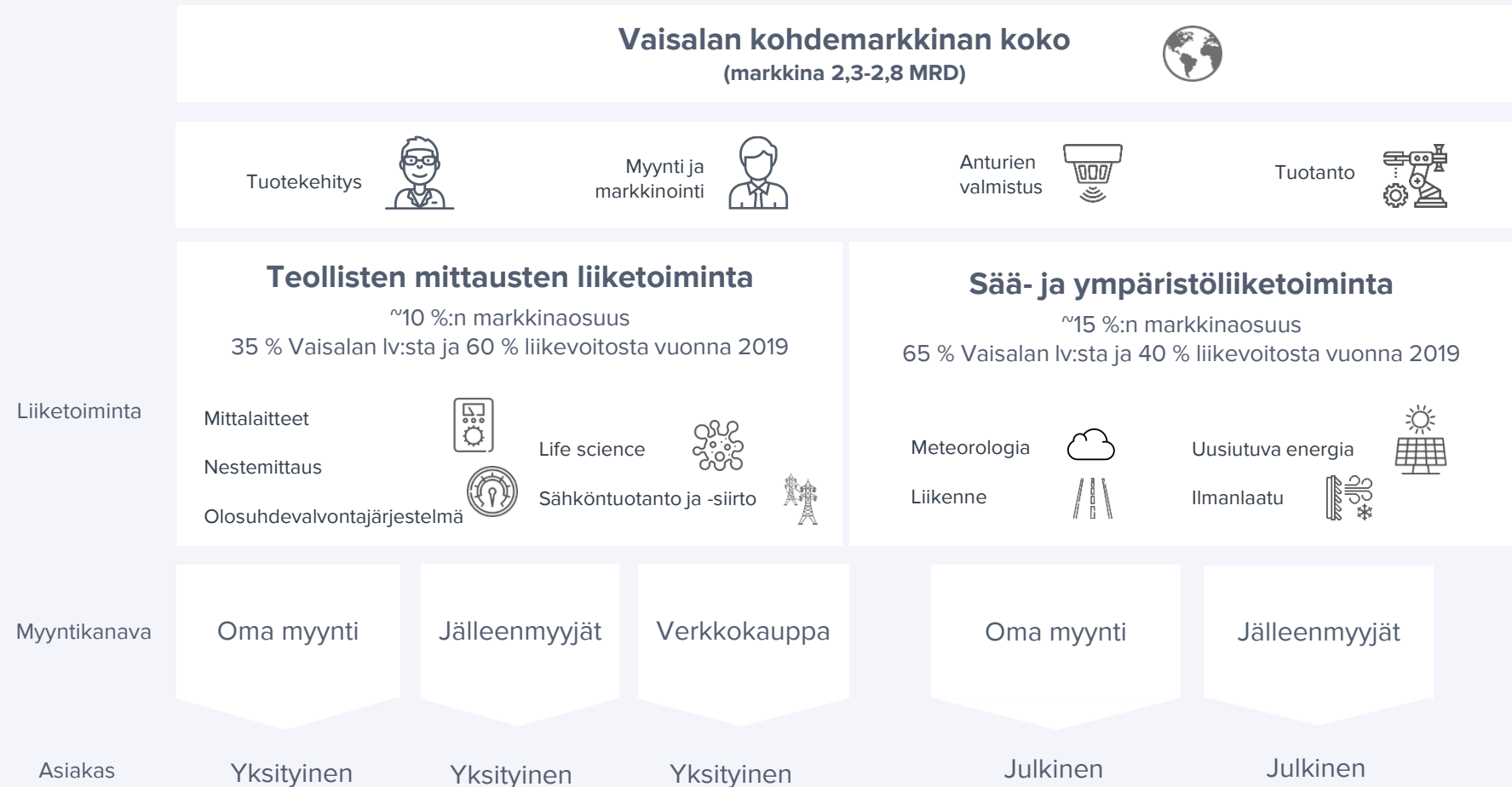
Vaisalan liiketoimintamalli ei nykyisellään perustu vahvasti jatkuviin liiketoimintoihin, vaan korkean lisäarvon räätälöityihin ratkaisuihin pienillä niche-markkinoilla. Vaisalalta löytyy kuitenkin joitakin massavolyymituotteita, kuten esimerkiksi radiosondit. Tuotteita on kuitenkin valmistettu jo 80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

pääasiassa vaativiin asiakastoimituksiin.

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

Kannattavuustasoja tarkastellessa voi helposti saada väärän käsityksen Vaisalan tuotteiden asemasta arvoketjussa. Mielestämme on syytä tarkastella bruttokatemarginaalia, sillä raportoitu liikevoittomarginaali ei kuvaa tuotteiden asemaa arvoketjussa, jollei sitä oikaista T&K-kuluista. Tällöin marginaali nousee reilusta 10 %:sta jopa lähelle 30 %. Emme kuitenkaan arvostuksessa tai verrokkeihin verratessa oikaista T&K-kuluja johtuen toiminnan kriittisyydestä pitkällä aikavälillä etenkin markkina-aseman ja arvoketjuposition säilyttämisen näkökulmasta.

Vaisalan liiketoimintamalli



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Vaisala toteuttaa pitkäjänteisesti strategiaansa

Strategia ja toteutus vuosina 2019-2023

Vaisala päivitti vuonna 2019 yhtiön strategiaa ja tavoittelee kannattavaa kasvua. Vaisalan strategiaa voidaan mielestämme tiivistettynä edelleen kuvata siten, että 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, kuten yhtiö osittain teki Liikenne-asiakassegmentin kanssa vuonna 2016 tai sitten yhtiö lopettaa tuotteen valmistuksen. Alkukesästä 2020 yhtiö lopetti uusiutuvan energian lokaatio konsultointiliiketoiminnan, koska tämä ei ollut skaalautuvaa liiketoimintaa. Yhtiö tekee jatkuvasti myös muita pieniä uudelleenjärjestelyjä parantaakseen kannattavuutta.

Vaisalassa vaihtui syksyllä toimitusjohtaja, kun pitkäaikainen entinen toimitusjohtaja siirtyi eläkkeelle. Uusi toimitusjohtaja haluaa varmasti tuoda joitain omia painotuksia liiketoimintaan, mutta emme odota suuria strategisia muutoksia. Alustavasti arvioimme, että uusi toimitusjohtaja kiihdyttää T&K-toimintojen sykliä ja lisää kaupallista näkökulmaa. Lisäksi yrityskaupafunktion tehostamisessa on ymmärryksemme mukaan tehokkuuspotentiaalia.

Teollisten mittauksen liiketoiminta-alueen (IM) kosteus- ja hiilidioksidimittauksen lisäksi kasvua

haetaan olosuhdevalvontajärjestelmistä, sähköjärjestelmien kunnan valvonnan laitteista sekä viimeisimpien yrityskauppojen myötä myös nestemittauksista. Liiketoiminta-alueen tavoitteena on ylittää Vaisalan konsernitason keskimääräinen yli 5 %:n kasvutavoite. IM on viimeisen viiden vuoden aikana ylittänyt tavoitteen ja kasvanut keskimäärin 12 % vuodessa.

Odotamme Teollisten mittauksen liiketoiminnan vetävän yhtiön keskipitkän aikavälin kasvua myös jatkossa. IM:n kasvu perustuu hyviin tuotteisiin, olemassa olevien markkinoiden potentiaaliin ja uusien niin maantieteellisten kuin myös tuotealueiden mahdollisuuksiin. Lisäksi yhtiö laajeni pari vuotta sitten maantieteellisesti uusien jakelijasopimuksien myötä uusiin maihin, mikä on vauhdittanut jakelijamyyntiä.

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen

strategisena tavoitteena on säilyttää asema säähavainnoinnin kiistattomana johtajana. Yhtiö tavoittelee edelleen vuosittain yhtä suurta kapasiteetin laajennusprojektia. Liiketoiminta-alueen strategiassa on neljä ydinosa-aluetta: 1) tarjota toimialan parhaat tuotteet säähavainnointiin 2) olla luotettava toimija isoissa projektitoimituksissa 3) hyödyntää digitaalista transformaatiota ja kehittää päätöksentekoa tukevia ratkaisuita valittuihin sääkriittisiin toimintoihin sekä 4) laajentua ympäristömittauksiin kaupunkien ilmanlaatu keihäänkärkenä. Osa-alueilla 3 ja 4 Vaisala odottaa olevan suurimmat kannattavuutta parantavat vaikutukset.

Digitaalisten ratkaisujen kysyntä syntyy tällä hetkellä pääasiassa yrityksiltä, kuten tie- ja energiasegmenttien asiakkailta. Perinteiset

asiakkaat, kuten ilmatieteenlaitokset eivät vielä muodosta kysyntää digitaalisille ratkaisuille. Digitaalista liiketoimintaa ollaan jatkuvasti kehitetty ja näkemyksemme mukaan digitaalisilla ratkaisulla on tulevaisuudessa suuri kasvu- ja kannattavuuspotentiaali. Vuoden 2019 kannattavuushaasteet on nyt ymmärryksemme mukaan takana ja liiketoiminta on jo kannattavaa.

Tuotanto-yksikön strategia

Tuotanto muodostuu lean-johtamisjärjestelmästä, tuotannon toimenpiteiden systemaattisesta kehittämisestä ja standardoiduista työskentelytavoista. Kuluvalle vuosikymmenellä Lean-järjestelmän rooli yhtiön tuotannossa kasvaa. Tuotannon strategian prioriteettina ovat tuottavuuden parantaminen, varhainen osallistuminen T&K:n sekä tehtaan teknologioiden valinta ja käyttöönotto. Tuotannon kehitys ei käytännössä ikinä lopu, vaan sitä hiotaan aina sekä nykyisten tuotteiden että uusien tuotteiden tehokkuuden, laadun ja toimitusvarmuuden parantamiseksi.

Nyt Vantaalle valmistuva uusi toimistorakennus parantaa aikaisempaa tuotannon kapasiteettipulaa, koska T&K siirtyy uuteen rakennukseen. Yhtiö on todistetusti pystynyt hyvin tehostamaan toimintojaan viime vuosien aikana, joka luo uskoa tuotannon tehostumispotentiaalain realisoitumiseen ja kilpailuedun parannukseen myös jatkossa. Viimeisen kolmen vuoden aikana tuottavuus on parantunut huimat 19 %-yksikköä. Vuonna 2019 tuottavuus parani 6 %-yksikköä ja ylitti 64 %:n tavoitteen.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Taloudelliset tavoitteet vuosille 2019-2023

Vaisala päivitti kesällä 2019 taloudellisia tavoitteita heijastelemaan viimeisimpien yritysostojen muokkaamaa rakennetta. Vaisala tavoittelee keskimäärin yli 5 %:n vuotuista kasvua ja yli 12 % liikevoittomarginaalia. Yhtiö on vuonna 2020 jatkanut strategian mukaisia investointeja uusiin kyvykkyyksiin, tuotekehitykseen, myyntiin ja markkinointiin. Korona on arviomme mukaan kuitenkin hieman hidastanut kyseisiä investointeja ja varsinkin rekrytointeja verrattuna alkuperäisiin suunnitelmiin.

Teollisten mittausten liiketoiminnan kasvun odotetaan edelleen tulevan useasta dimensiosta kuten 1) uusista tuotteista 2) vanhoista tuotteista 3) uusista sovelluksista ja 4) uusilta maantieteellisiltä alueilta. Sää- ja ympäristöliiketoiminnan tavoitteena on hakea vahvemmin kasvua ja kannattavuutta myös digitaalisten ratkaisujen kautta jo olemassa olevan johtavan tuotevalikoiman lisäksi.

Liikevaihdon osalta Vaisala kasvoi 5 % vuosina 2014-2018. Yhtiö ylitti kasvutavoitteen selvästi yrityskauppojen vetämänä vuonna 2019. Vuonna 2020 on jo lähes selvää että liikevaihto laskee koronan painamana. Vuosina 2021-2023 odotamme Vaisalan jäävän hieman alle 5 %:n kasvutavoitteen. Näin yhtiö jää ennusteissamme strategiakaudella noin 3 %:n kasvuun ja alle taloudellisen tavoitteen. Kasvutavoitteeseen yltäminen vaatisi Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueelta vahvempaa tukea kasvuun tai uusia yrityskauppoja.

Liikevoittomarginaalin osalta yhtiö ylsi edellisellä strategiakaudella vain vuonna 2017 uuden strategiakauden yli 12 %:n tavoitteeseen. Edellisen strategiakauden liikevoitto-% ei kuitenkaan ole suoraan verrannollinen nykyiseen strategiakautteen, koska silloin kannattavuutta ei painanut yrityskauppojen aineettomien oikeuksien poistot. Vuonna 2019 liikevoitto-% painui 10 %:iin osin nousseiden poistotasojen painamana (oik. 13,3 %). Vuonna 2020 ennustamme kannattavuuden olevan linjassa yhtiön yli 12 %:n liikevoittomarginaalitavoitteen kanssa ja pysyvän reilussa 12 %:ssa läpi lopun strategiakauden.

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.

Kilpailutekijät

Vaisalan kilpailuedut perustuvat korkeaan teknologiaosaamiseen, nopeisiin asiakkaalle räätälöityihin toimituksiin, asiakastyytyväisyyteen ja vahvaan markkina-asemaan. Arviomme, että Vaisalan pitkä historiallinen tuotejohtajuus, jatkuvat korkeat T&K-panostukset ja yhteistyö yliopistojen ja asiakkaiden kanssa luovat hyvät mahdollisuudet pysyä myös jatkossa lisäarvon luojan roolissa arvoketjussa. Yksittäisiä

kilpailutekijöitä mietittäessä, Vaisalan puhdashuone on yhtiön kriittisin kilpailutekijä. Esimerkiksi Vaisalan kosteus-, paine- ja hiilidioksidiantureiden valmistusprosessit vaativat yhä tarkemmin säädeltyjä lämpötila- ja kosteusolosuhteita.

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

Näemme Vaisalan kilpailutekijät edelleen suotuisina ja yhtiöllä olevan enemmän mahdollisuuksia uusien tuotteiden ristiinmyymiselle ja uusien markkinoiden avautumiselle, kuin uhkia markkinapotentiaalin pienenemiselle.

Taloudelliset tavoitteet vuosille 2019-2023

Kasvu

Vaisala tavoittelee
yli 5%:n
keskimääräistä
vuotuista kasvua

Liikevoitto

Vaisalan tavoitteena
on saavuttaa yli
12%:n
liikevoittomarginaali

Toteuma 2014-2018

Liikevaihdon
kasvu 5 % p.a.

Liikevoitto-
marginaali 7-
12 %

Inderes ennuste 2019-2023

Liikevaihdon
kasvu 0 % p.a.

Liikevoitto-
marginaali
12,0 %

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Lyhyen tähtäimen jatkuvat fokusalueet

Vaisalan liiketoiminta-alueiden strategioiden lisäksi yhtiön jatkuvassa fokuksessa on lyhyellä tähtämellä:

Myynnin kehittäminen: Viime vuosina myyntiä on kehitetty painottaen kannattavuusajattelua. Yleisesti kehitys on ymmärryksemme mukaan mennyt erittäin hyvin. Teollisten mittausten alueella kehitettävää on ollut enemmän, kun jakelijoita on useita ja joillain alueilla jakelijoita on vaihdettu. Sää- ja ympäristöliiketoiminnassa kehitettävää on erityisesti digitaalisten palvelujen myynnissä. Ristiinmyynti on kehittynyt ja tapahtuu liiketoiminta-alueen sisällä. Yli liiketoiminta-alueiden emme odota suurta ristiinmyyntiä, sillä asiakkaiden tuotetarpeet ovat hyvin erilaiset.

Vaisalan muutama vuosi sitten aloittama verkkokauppaprojekti on iso ja kompleksi projekti (tuhansia tuotteita, joita pitäisi pystyä räätälöimään). Isossa kuvassa verkkokauppa on valmis, mutta vaatii luonnollisesti jatkuvasti pientä muokkausta, kun tarjonta muuttuu.

Digitaalisten ratkaisujen osaamisen ja tuotannon kehittäminen: Digitalisaatio on Vaisalan tuoteportfolion ja asiakaskunnan näkökulmasta edelleen hyvin alkutekijöissä ja kehittämiseen tullaan arviomme mukaan tulevaisuudessa panostamaan yhä enemmän. Näkemyksemme mukaan skaalautuvissa digitaalisissa ratkaisuissa on pidemmällä tähtämellä selvää kasvu- ja kannattavuuspotentiaalia. Tuotannossa suurin parannuspotentiaali on arviomme mukaan jo

realisoitunut, mutta jatkuva kehitys on kilpailukyvyyn ylläpitämiseksi tärkeää.

Tutkimukseen ja kehitykseen panostetaan edelleen vahvasti ja yritetään tehostaa ja nopeuttaa T&K:n sykliä.

Tuotetasolla mielenkiintoisessa ja kasvutavoitetta tukevassa vaiheessa on useampi tuotealue:

- Nestemittaus ei saavuttanut tavoitteita osittain markkinan epävarmuudesta johtuen Q1-Q3'20:lla. Markkinapotentiaali on kuitenkin suuri ja yhtiö uskoo tuotteen sopivan markkinaan.
- Vetyperoksiidimittauksen kysyntä on ollut hyvää myös koronan aikana ja positiivisen kehityksen odotetaan jatkuvan.
- Biokaasumittauslaite lanseerattiin alkuvuonna 2019 ja on yhtiön mukaan ”tulevaisuuden helmi”. Biopolttolaitokset käyttävät laitetta mittaamaan kosteutta, hiilidioksiidia ja metaania samaan aikaan. Kolmen parametrin mittaaminen samaan aikaan ja prosessin aikana on yhtiön mukaan kilpailuetu. Biokaasu markkina on yhtiölle hyvin kiinnostava markkina.
- Sähköntuotannon ja siirron sovellusten markkinapenetraatio on ollut hidasta, johtuen konservatiivisista asiakkaista. Nyt asiakkaat ovat kuitenkin testanneet pidemmän aikaa ja ensimmäisiä tilauksia on toimitettu. Kokonaisliikevaihto on edelleen pientä vaikka kasvuprosentit ovat kovia. Tuotteen investoinnin hyötysuhde on hyvä ja tukee kasvun jatkumista.
- Tuotetasolla Instrumentit ovat kuitenkin

edelleen se kivijalka, ja edellä mainitut tuotteet vahvistavat ja monipuolistaa tarjoomaa. Instrumenttipuoli tuo jo tässä vaiheessa hyvää skaalaetua.

Näkemyksemme mukaan yhtiö fokusoituu oikeisiin asioihin, kuten jo aiemmin haasteeksi näkemäämme myynnin ja skaalautuvan liiketoiminnan (ohjelmistojen ja digitaalisten ratkaisujen) tarjonnan kehittämiseen. Fokusalueiden kehitys on arviomme mukaan ainakin osin jatkuvaa myös pidemmällä aikavälillä. Yhtiön onnistuessa edelleen kehittämään myyntiorganisaatiota ja lisäämään skaalautuvaa liiketoimintaa on strategian tavoitteiden selkeämpään ylittämiseen edellytykset pidemmällä tähtämellä.

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. Yhtiö on historiassa ostanut myös kilpailijoita, 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. Yhtiö on aikaisemmin priorisoinut myös puhtaita teknologiakauppoja, mutta arvioimme mukaan tässä on haasteena pitkälle venyvä liikevaihdon generoituminen.

Yhtiöllä on kassan ja taseen (kassa 39 MEUR ja nettovelkaantumisen 15 % Q3'20 lopussa) näkökulmasta edelleen hyvät edellytykset tehdä yritysostoja. Lisäksi yhtiöllä on 50 MEUR:n komittoitu valmiusluottosopimus, josta 15 MEUR on jo käytössä. 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 12 yritysostoa, joiden yhteenlaskettu liikevaihto on ollut arviolta yli 80 MEUR (sisältäen divestoidut QTT:n osat). Ilmoitettujen kauppojen EV/Liikevaihto-kertoimet ovat vaihdelleet 0,2x-1,8x tasolla.

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 asiakasverkoston luomaan ristiinmyyntipotentiaaliin. Näemme todennäköisen teknologiayrityskaupan arvostuksen liikkuvan 1,5x-2,0x EV/Liikevaihto-haarukassa (Vaisala 2020e EV/Liikevaihto 3,5x). Näin yhtiöllä tulisi olla hyvät mahdollisuudet arvoa luoviin yritysostoihin.

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.

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. 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. Leosphereä ei ole tarkoituksella vielä kokonaan integroitu. Vaisala integroi kuitenkin Leospheren omaan ERP:iin jo vuosi sitten.

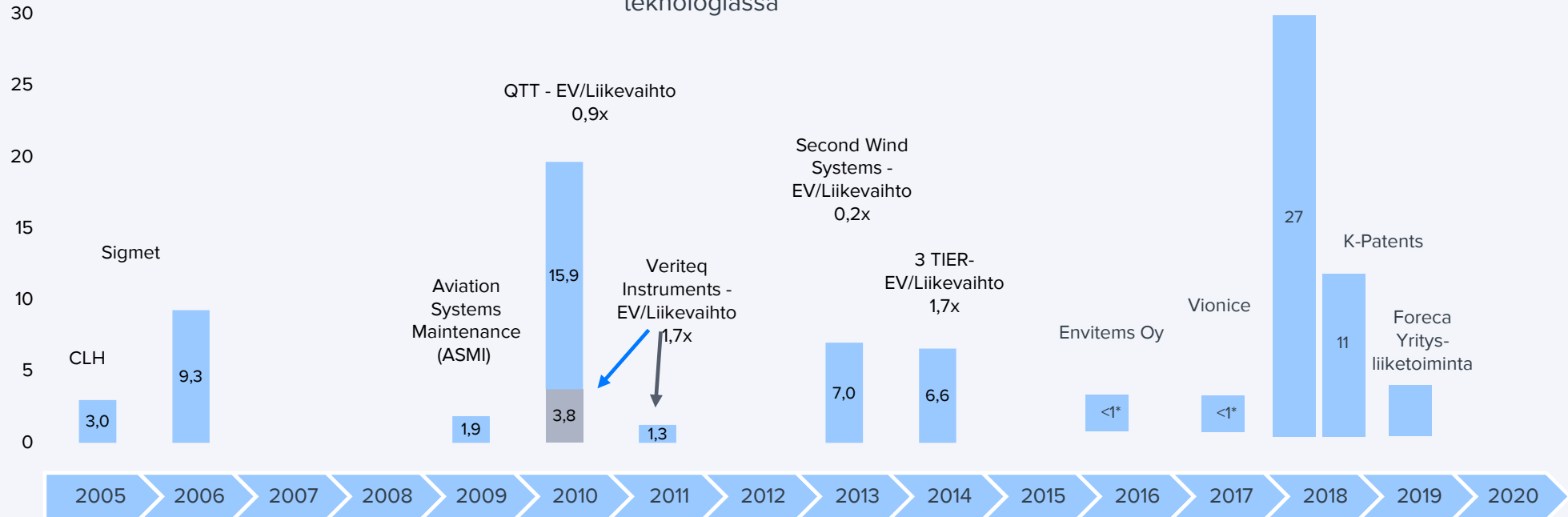
Molemmat edelliset yritysostot olivat mielestämme linjassa Vaisalan yrityskauppapolitiikan kanssa, sillä yhtiö on pyrkinyt ostamaan valmista liiketoimintaa olemassa olevien liiketoimintojen rinnalle.

Vaisalan yritysjärjestelyjä 2005-2020

Yritysosot, Liikevaihto
MEUR

Yrityskauppojen fokus nyt valmiissa
liiketoiminnassa – aikaisemmin vahvemmin
teknologiassa

Leosphere
EV/Liikevaihto 1,4x
EV/EBIT 14x (arvio)



Yritysmyyntit
(euromäärät ei tiedossa)

Happituotteet –
Teollisten mittausten
liiketoiminta

Kolme säähän
liittymätöntä
tietuotelinjaa – Sää- ja
ympäristöliiketoiminta

Liikenne-liiketoiminnan
tuotteita ja
kenttäpalveluita – Sää- ja
ympäristöliiketoiminta

Tuulikeilain-
liiketoiminta – Sää- ja
ympäristöliiketoiminta

Yritysmyyntit kohdistuneet matalan lisäarvon toimintoihin

Markkinat ja kilpailukenttä 1/2

Megatrendit luovat uusia markkina-alueita

Useat megatrendit luovat kokonaan uusia markkina-alueita ja tukevat Vaisalan liiketoimintojen kehitystä. Vaisalan liiketoimintoja tukevia megatrendejä ovat esimerkiksi 1) ilmastonmuutos, 2) digitalisaatio ja teollinen internet (IoT), 3) kaupungistuminen, 4) uusiutuva energia ja 5) energiatehokkuus. Näkemyksemme mukaan megatrendit tukevat liiketoimintoja lähinnä uusien niche markkina-alueiden syntymisen kautta. Näin ollen kehitys näkyy yhtiössä vahvemmin vasta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Useita niche-markkinoita

Toimialaa ja Vaisalan liiketoiminnalle olennaista markkinaa on vaikea määrittää tarkkaan. Vaisala on määrittänyt itselleen olennaiset markkinat asiakassegmenttien mukaan. Vaisala arvioi sen omien kohdemarkkinoiden koon olevan 2,3-2,8 miljardia euroa (2018: 2,1-2,4 miljardia) vuonna 2019. Markkinan koko kasvoi vuonna 2019 vuodesta 2018 osin yritysostojen tuomien uusien kohdemarkkinoiden ja toisaalta markkinakasvun myötä. Normaaleissa markkinaolosuhteissa Vaisalan markkinaosuudet ja eri markkinoiden kasvut indikoivat yhtiölle noin 6 %:n kokonaiskasvua. Vaisala panostaa kuitenkin tällä hetkellä nopeammin kasvaviin markkina-alueisiin ja näin ollen markkinan kasvua nopeampi vauhti on mahdollista tulevaisuudessa.

Koronan vaikutuksiin liittyen, Vaisala arvioi markkinoiden pysyvän suhteellisen vakaina

kehittyneissä maissa, kun taas kehittyvissä maissa koronan negatiiviset vaikutukset ovat huomattavasti suuremmat.

Teollisten mittausten -markkina

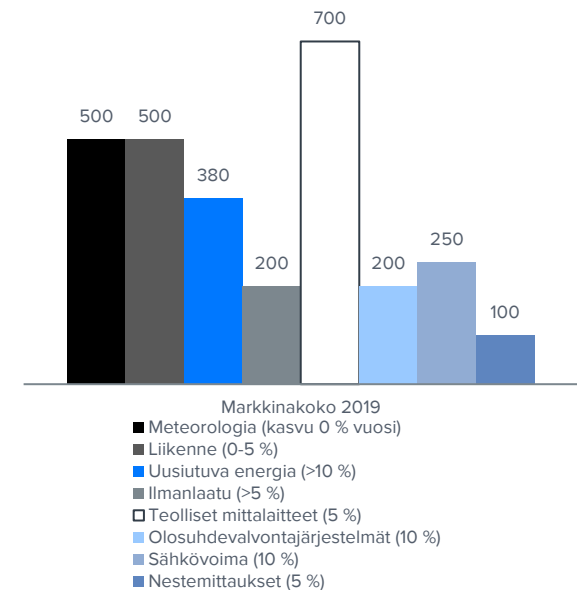
Teollisten mittausten liiketoiminnan kohdemarkkinan koko on Vaisalan arvion mukaan 1,0-1,3 miljardia vuonna 2019 ja sen odotetaan kasvavan noin 7 %:n tahtia normaalimarkkinassa (2018: 9 %). Vaisalan markkinaosuus on tästä arviomme mukaan ~11-14 %.

Markkina jakautuu neljään eri kohdemarkkinaan 1) teollisiin mittalaitteisiin, 2) sähkövoimaan, 3) olosuhdevalvontajärjestelmiin ja 4) nestemittauksiin. Uutena asiakassegmenttinä yrityskaupan myötä tuli nestemittaukset vuonna 2019. Asiakassegmentit ovat kooltaan 100-700 MEUR. Vaisalan markkinaosuus eri asiakassegmenteissä vaihtelee <10 - 25 %:n välillä. Asiakassegmenttien kasvu vaihtelee 5 - 10 %:n välillä. Tarkempi erittely asiakassegmenttien markkinaosuuksista ja kasvusta nähtävissä sivulla 20.

Teollisuuden mittaauksissa tiukemmat tavoitteet energia- ja toiminnantehokkuudelle sekä lisääntyvä sääntely, vaatimukset korkealle laadulle ja turvallisuudelle luovat kysyntää yhtiön ratkaisuille. Instrumentti- ja nestemittausmarkkinoiden Vaisala arvioi kärsivän koronan seuraamuksista. Olosuhdevalvontajärjestelmien ja sähköjärjestelmien markkinoiden kasvun Vaisala arvioi edelleen jatkuvan.

Vaisalalle olosuhdevalvontajärjestelmien suurin teollinen asiakaskunta on lääketeollisuus, joka vaati tarkkaa ja luotettavaa laatua mittauksissaan. Asiakkaiden toiminta on tarkoin säädeltyä viranomaisten toimesta. Toimialan yritysten on valvottava kriittisten tilojen olosuhteita turvatakseen kalliit tuotteet ja täyttääkseen viranomaisten vaatimukset. Kriittisiä tiloja ovat esimerkiksi puhdashuoneet, laboratoriot ja varastot.

Vaisalan asiakassegmenttien jakauma ja koko (MEUR)



Markkinat ja kilpailukenttä 2/2

Sää- ja ympäristöliiketoiminta markkina

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kohdemarkkinan koko on yhtiön arvion mukaan 1,2-1,6 miljardia ja odotamme sen kasvavan noin 5 % vuosittain yli koronan katsottuna. Vaisalalla on arviomme mukaan noin 16-21 %:n markkinaosuus kokonaisuudessaan Sää- ja ympäristöliiketoiminnan markkinalla.

Liiketoiminta-alue koostuu 4 asiakassegmentistä, 1) Meteorologia, 2) Liikenne, 3) Uusiutuva energia ja 4) Ilmanlaatu. Asiakassegmentit ovat kooltaan 300-500 MEUR. Vaisalan markkinaosuus eri asiakassegmenteissä vaihtelee <10 - >25 %:n välillä. Asiakassegmenttien kasvu vaihtelee 0 - >10 %:n välillä. Tarkempi erittely asiakassegmenttien markkinaosuuksista ja kasvusta nähtävissä sivulla 20.

Koronan myötä päätöksiä suurista meteorologian infrastruktuurihankkeista ei ole tullut vuonna 2020 ja niitä voidaan lykätä myös jatkossa. Lisäksi lentokenttäasiakassegmentin säähavaintojärjestelmien kysynnän yhtiö odottaa kärsivän lentoliikenteen heikkouden myötä. Uusiutuvan energian asiakassegmentin kysynnän yhtiö odottaa yleisesti kasvavan, mutta lyhyen aikavälin investoinnit tuuli- ja aurinkoenergiakapasiteettiin saattavat kärsiä lisääntyneestä markkinaepävarmuudesta ja rahoituksen puutteesta johtuen.

Kilpailukentässä eri vahvuudet eri alueilla

Vaisalan kilpailukenttä on hyvin pirstaloitunut, koska yhtiö operoi pienissä markkinasegmenteissä ja monella eri tuotteella (noin 9000 tuotetta seitsemässä

asiakassegmentissä). Monet Vaisalan kilpailijoista ovat keskittyneet ainoastaan tiettyihin applikaatioihin, ja tuotekohtaisesti kilpailu voikin olla kovaa.

Vaisalalla on kilpailua kaikilla maantieteellisillä alueilla ja tuotteilla. Arvioimme kuitenkin Vaisalan pärjäävän suhteellisen hyvin kilpailullisesti yhtiön kohdemarkkinoilla johtuen sen vahvasta osaamisesta ja asemasta arvoketjussa. Lisäksi Vaisala räätälöi suuren osan tuotteistaan asiakkaalle sopivaksi (noin 800 tuotemuutosta vuosittain), mikä vahvistaa Vaisalan asemaa ja nostaa markkinalle tulon kynnyksiä. Vaisalalla on kuitenkin myös tuotteita, joita ei suuremmin räätälöidä, mutta nämäkin Vaisalan tuotteet ovat olleet markkinan johtavia tuotteita jo liki 80 vuoden ajan. Palveluliiketoiminnassa kilpailijat ovat yleensä pieniä ja kilpailu on paikallista.

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

Vaisalan toisessa suhteellisen isossa tuotekategoriassa, tutkissa, on kolme taajuutta. Näistä Vaisalalla on eniten liiketoimintaa C-kaistalla, jossa on myös kaksi muuta tarjoajaa globaalisti ja saman tasoisella teknologialla. Täten kilpailun ratkaisee usein hinta. Yhtiö toi muutama vuosi sitten lisäksi X-taajuuden parantamaan yhtiön kilpailuasemaa.

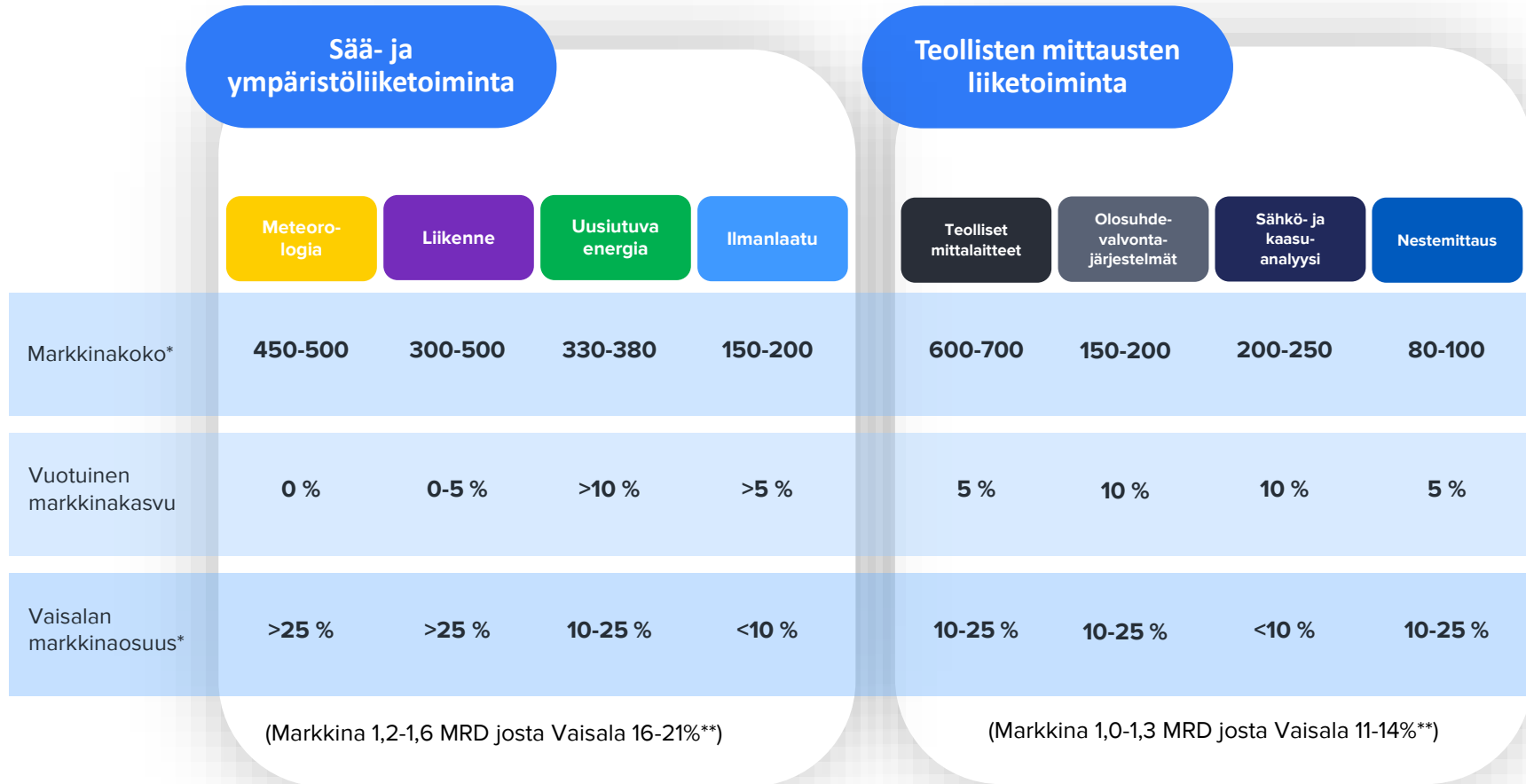
Vaisalan sondeissa, joka on yksi yhtiön tärkeimmistä tuotteista, kilpailu taas on sekä paikallista että globaalia. Sondeissa Vaisalan kilpailuetu on erinomainen mittaustarkkuus. Muutama vuosi sitten yhtiö teki laajaan uudistuksen sondeihinsa. Vuoden 2019 lopulla yhtiö kertoi edelleen parantaneensa sondien automaatiota, joka vahvistaa entisestään tuotteen kilpailuasemaa erityisesti ääriolosuhteissa ja maantieteellisesti vaikeasti tavoitettavissa paikoissa.

Kilpailuasema megatrendeihin nähden

Näkemyksemme mukaan Vaisala on hyvin asemoitunut megatrendeihin ja muutoksiin suhteessa kilpailijoihin. Esimerkkinä, ilmastonmuutoksessa vaaditaan usein paras tiedon laatu, jotta pystytään tekemään oikeat/parhaat johtopäätökset ja silloin Vaisalan tuotteet ovat arviomme mukaan todella kilpailukykyiset. Ilmastonmuutoksikysymyksessä korkean mittaustarkkuuden ja laadun lisäksi pitkä mittaushistoria samoilla laitteilla tuo kilpailuetua. Kilpailijoiden vahvuuksia ja heikkouksia on vaikea arvioida yhtiökohtaisesti, koska suorita yksittäisiä kilpailijoita ei ole.

Globaali markkinakoko ja kasvu

Markkina 2,3-2,8 MRD josta Vaisala 13-15 %**



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

**Inderesin arvio

Historiallinen kehitys

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 % (2019: 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 muuttunut vahvasti viimeisen 5 vuoden aikana, kun Teollisten mittalaitteiden tulokasvu on ollut keskimäärin 17 % ja Sää- ja ympäristöliiketoiminnan 1 %.

Maantieteellisesti liikevaihdon osuudet ovat vaihdelleet hieman vuosittain. Amerikan markkina on suhteellisesti ollut Vaisalan suurin markkina noin 40 %:n osuudella viimeisen viiden vuoden aikana. Aasian ja Tyynenmeren alue sekä EMEA ovat molemmat olleet noin 30 % liikevaihdosta samaisena ajanjaksona.

Vahva tulokunto jatkunut koronasta huolimatta

Vuosi 2019 oli kaikin puolin vahva vuosi. Liikevaihto kasvoi 16 % Leosphere- ja K-Patents-yrityskauppojen vetämänä 404 MEUR:oon.

Bruttokate-% nousi vuonna 2019 kaksi prosenttiyksikköä 55 %:iin. Yhtiö investoi voimakkaasti ja myynnin, markkinoinnin ja hallinnon kulut sekä T&K-kulut kasvoivat liikevaihdon kasvua nopeammin. Seurattaessa operatiivista kannattavuutta ja erityisesti verrattaessa sitä vertailukauteen suosittelemme seuramaan oikaistua liikevoittoa, joka huomioi muun muassa yritysostoihin liittyvät aineettomien oikeuksien poistot. Oikaistu liikevoitto kasvoi vahvasti 54 MEUR:oon vuonna 2019 43 MEUR:sta, kun raportoitu liikevoitto kasvoi vain 2 MEUR 41 MEUR:oon. Näin oikaistu liikevoittomarginaali nousi 13 %:iin vertailukauden 12 %:sta.

Vuoteen 2020 lähdettiin hyvien saatujen tilauksien (Q4'19 +4 %) ja tilauskannan (+15 %) tukemana. Vaisala on navigoinut vuoden 2020 hyvin onnistuneesti huomioiden vaikea markkinaympäristö. Liikevaihto Q2:lla kääntyi 5 %:n laskuun ja lasku jatkui Q3:lla -11 %:ssa. Tästä huolimatta tulokasvu on jatkunut vahvana Q2:lla ja Q3:lla (tulokasvu 4 % ja 11 %). Epävarmuus lyhyellä aikavälillä on kuitenkin merkittävä yhtiön kommenttien, saatujen tilauksien (Q3'20 -19 %) ja tilauskannan (Q3'20 -13 %) laskun myötä.

Vahva tase ja vakaa osinko

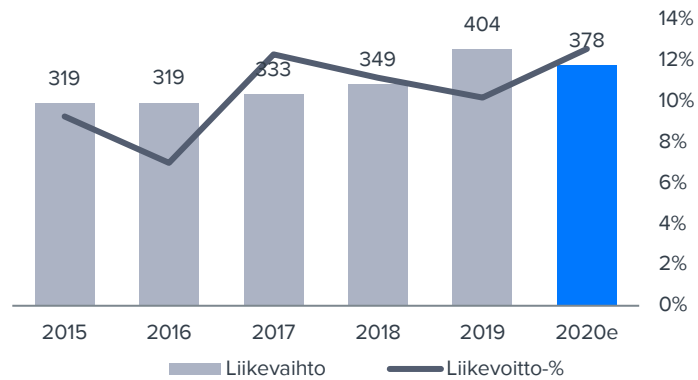
Vaisalan tase on historiallisesti ollut ja on edelleen hyvin vahva. Omavaraisuusaste oli Q3'20:n

lopussa 56 % ja nettovelkaantumisaste 15 %. Rahavaroja yhtiöllä oli 39 MEUR ja pankkivelkaa tehdasinvestoinnin ja yrityskauppojen myötä 55 MEUR Q3'20 lopussa. Yhtiö käyttää nyt historiaan verrattuna enemmän velkavipua, mutta kokonaisuudessa velkataso on edelleen hyvin maltillinen. Pääomarakenteen näkökulmasta maltillinen velkataso on jopa suotavaa.

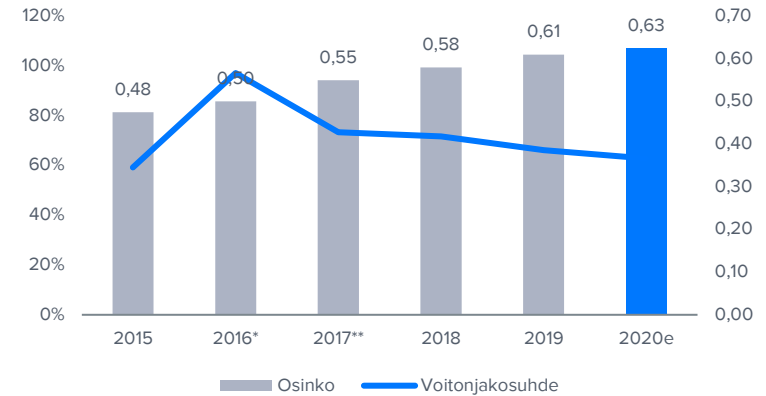
Viimeisen 20 vuoden aikana omavaraisuusaste on keskimäärin ollut 76 %. Vahva tase on myös mahdollistanut vahvan ja vakaan osingonmaksun. Vaisala on viimeisen 20 vuoden aikana joka vuosi maksanut osinkoa vähintään 45 % ja keskimäärin 81 % osakekohtaisesta tuloksesta.

Historiallinen kehitys

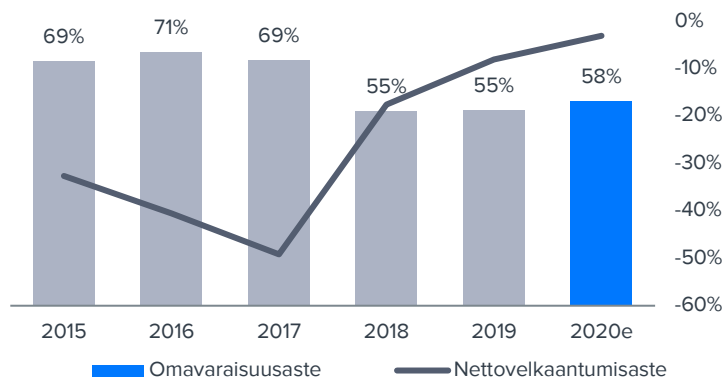
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osinko ja voitonjakosuhte



Taseen avainlukujen kehitys



Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	4 %	5 %	16 %	-6 %
Käyttökateen kasvu-%	9 %	1 %	27 %	6 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	17 %	2 %	26 %	2 %
EPS oik. kasvu-%	-12 %	15 %	34 %	-3 %
Käyttökate-%	15,2 %	14,6 %	16,0 %	18,1 %
Oik. Liikevoitto-%	12,5 %	12,2 %	13,3 %	14,5 %
Liikevoitto-%	12,3 %	11,2 %	10,2 %	12,6 %
ROE-%	15,0 %	16,0 %	17,6 %	17,6 %
ROI-%	22,5 %	19,0 %	17,8 %	19,0 %
Omavaraisuusaste	68,9 %	54,7 %	54,9 %	57,5 %
Nettovelkaantumisaste	-49,2 %	-17,6 %	-8,1 %	-3,1 %

Oikaistu osakesplitillä.

*oikaistu alaskirjauksella, **lisäksi ylimääräinen +0,5 euron osinko

Ennusteet 1/2

Ennustemallin ajurit

Ennustamme liikevaihdon kasvua historiallisen kasvun, markkinak kasvun, saatujen tilauksien ja tilauskannan kautta. Huomioimme, että liikevaihdon kasvu voi heilua suhteellisen voimakkaasti neljänneksien välillä, mutta pitkässä juoksussa kehitys on tasaisen nousujohteista.

Kannattavuutta ennustamme aluksi bruttokate-%:n kautta, joka perustuu odottamaamme liikevaihdon mixiin (tuotteet, projektit ja palvelut). Kiinteitä kuluja ennustamme historialliseen tasoon ja yhtiön kommentteihin perustuen (esimerkiksi T&K:n lisätään panostuksia). Hallinnon kiinteät kulut jaamme liiketoiminta-alueille yhtiön ohjeistaman liikevaihdon suhteessa.

Ennusteisiimme emme ole sisällyttäneet potentiaalisia yritysostoja tai voimakkaampia jatkuvia skaalautuvuusvaikutuksia.

Lyhyt tilauskanta

Vaisalan tilauskanta on suhteellisen lyhyt ja saadut tilaukset vaihtelevat suhteellisen paljon neljänneksien välillä. Tilauskannan pituus on kuitenkin suhteellisen vakio ja oli Q3'20:n lopussa noin 1,4x neljänneksen liikevaihto. Liiketoiminta-alueittain katsottuna yli 90 % tilauskannasta tulee Sää- ja ympäristöliiketoimintaista. Näin ollen Sää- ja ympäristöliiketoiminnan tilauskanta on myös selvästi pidempi (tyypillisesti yli 2x neljänneksen liikevaihto) verrattuna Teollisten mittausten liiketoimintaan (tyypillisesti noin 0,4-0,5x neljänneksen liikevaihto).

Koronan vaikutukset liiketoimintaan

Isossa kuvassa suurin muutos tähän mennessä on

ollut koronan myötä epävarmuuden merkittävä nousu. Vuoden 2019 tilauskanta on tukenut vielä vuonna 2020 ja hidastanut liikevaihdon laskua. Liikevaihdon lasku ei kuitenkaan ole näkynyt negatiivisesti tuloksessa. Päinvastoin tulos on noussut laskeneen kulurakenteen ja liikevaihtomixin katetason nousun tukemana.

Saadut tilaukset ovat laskeneet EMEA-alueella. Americas- ja APAC-alueilla tilaukset ovat olleet edellisen vuoden tasolla. Saatujen tilausten laskun seurauksena ja koronaan liittyvistä rajoituksista aiheutuvien projektitoimitusten viivästyimisistä johtuen Vaisala arvioi menettäneensä Q1-Q3 aikana tilauksia 25-35 MEUR:lla ja liikevaihtoa 10-20 MEUR:lla.

Liiketoiminnoittain korona on hidastanut Sää- ja ympäristöliiketoimintaa ja erityisesti sen projektiliiketoimintaa. Uusmyynnin osalta asiakkaat ovat varovaisempia, päätöksenteko on hidastunut ja asiakkaat lykkäävät suuria investointipäätöksiä. Lisäksi matkustusrajoitukset ovat vaikeuttanut projektien toimitusta. Tätä on kuitenkin pystytty helpottamaan löytämällä uusia paikallisia toimittajia. Teollisten mittausten liiketoiminta-alue ei ole saavuttanut teollisille instrumenteille ja nestemittaustuotteille asetettuja kasvutavoitteitaan Q2-Q3:n aikana epävakaa markkinatilanteen takia.

Lyhyellä aikavälillä epävarmuus on korkea

Vahvan alkuvuoden 2020 jälkeen yhtiö tarkensi ohjeistustaan lokakuussa ja odottaa liikevaihdon olevan 370-390 MEUR (aik. 370-405 MEUR) ja liikevoiton olevan 40-48 MEUR (aik. 34-46 MEUR) vuonna 2020. Ennustamme liikevaihdon laskevan noin 6 % 378 MEUR:oon vuonna 2020, mutta

tulos on edelleen vahvalla tasolla. Ennustamme liikevoiton kasvavan 48 MEUR:oon vuonna 2020 vuoden 2019 41 MEUR:sta. Vaisalan kommenttien, saatujen tilauksien (Q3'20 -19 %) ja tilauskannan (Q3'20 13 %) myötä epävarmuus Q4'20:lle ja alkuvuoteen 2021 on kuitenkin merkittävä.

Vuoden 2021 ennusteemme odottaa koronan helpottavan ja liikevaihdon olevan vuoden 2020 tasolla. Ennusteemme odottaa käänteen tapahtuvan kesällä ja näin liikevaihdon laskevan H1'21:llä ja nousevan H2'21:lla. Käänteen toteutuakseen tulee saatujen tilauksien ja tilauskannan kääntyä kasvuun tai edellisvuoden tasolle H1:llä ja erityisesti Q2:lla.

Tulosriveillä arvioimme bruttokate-%:n pysyvän 56 %:ssa vuonna 2021 (2020e: 56 %). Odotamme myynnin ja markkinoinnin kulujen laskevan H1:llä ja nousevan H2:lla vertailukaudesta, koronan helpottamisen tukemana. Hallinnon kulujen sekä T&K-kulujen odotamme olevan vertailukauden tasolla. Lisäksi olemme nostaneet poistoja 1,5 MEUR:lla huomioimaan uuden toimistorakennuksen poistot. Poistot nousevat näin vastaavalla summalla vertailukaudesta ja ovat ennusteissamme 23 MEUR vuonna 2021. Näin odotamme liikevoiton laskevan 46 MEUR:oon vertailukauden 48 MEUR:sta ja olevan 12,2 % liikevaihdosta vuonna 2021, mikä on linjassa >12 %:n strategiatavoitteen kanssa.

Huomautamme edelleen, että ennusteisiin liittyy tällä hetkellä hyvin paljon epävarmuutta, koska Vaisalan tilauskanta on perinteisesti hyvin lyhyt eikä trendi koronan ja kommenttien myötä vaikuta hyvältä.

Ennusteet 2/2

Vuodet 2022-2023 : Ennustamme yhtiön palaavan kasvu-uralle

Vuosina 2022-2023 arvioimme Vaisalan kasvavan 4 % ja jäävän lievästi alle strategisen tavoitteensa (>5 %). Kannattavuuden osalta odotamme yhtiön liikevoitto-%:n pysyvän reilussa 12 %:ssa ollen siten linjassa strategiakauden taloudellisen tavoitteen kanssa (>12 %). Yrityskauppojen aineettomien oikeuksien poistoista oikaistu liikevoitto-% on vajaa 14 % vuosina 2022-23.

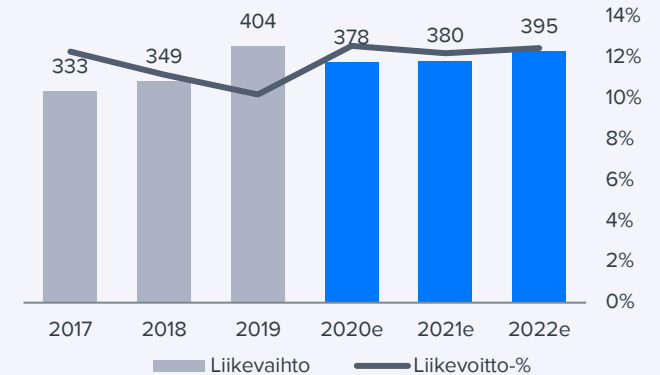
Odotamme oikaistun liikevoiton kasvavan keskimäärin 3 % vuosina 2022-23 (raportoitu 5 %). Koronan yli katsottuna kasvun ja kannattavuuden kehityksen ajankohta ja kulmakerroin riippuvat siitä 1) kuinka nopeasti suuria infrastruktuurihankkeita jälleen saadaan tilauskantaan, 2) kuinka onnistuneesti ja nopeasti Vaisala saa jatkettua painopisteen siirtoa kohti nopeammin kasvavaa ja paremman kannattavuuden Teollisten mittausten liiketoimintaa, 3) miten yhtiö saa uudet skaalautuvat digitaaliset ratkaisut kasvamaan ja 4) yhtiön myyntitoimintojen kehittämisen onnistuminen sekä ristiinmyynti. Lisäksi näemme yrityskaupat mahdollisena ja luonnollisena tapana kiihdyttää kasvua. Suoran epäorganisen kasvun lisäksi yrityskaupoissa on yhtiön rinnakkaisten tuotealueiden yritysostostrategian myötä myös ristiinmyyntipotentialia.

Vahva tase ja hyvä osinko myös pidemmällä aikavälillä

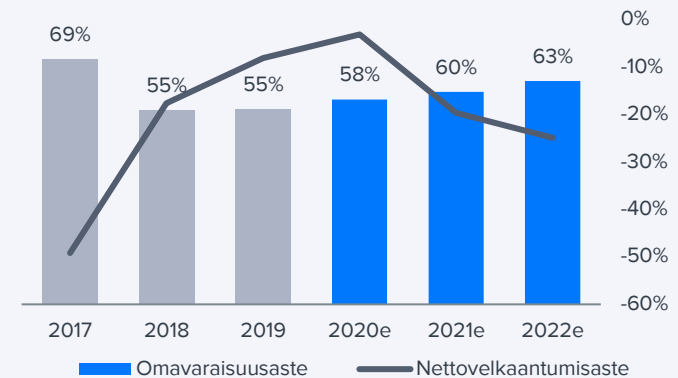
Vaisalan tase on historiallisesti ollut ja on tällä hetkelläkin hyvin vahva. Yhtiöllä on näkemyksemme mukaan edelleen hyvät mahdollisuudet tehdä ainakin pienemmässä mittakaavassa uusia yritysostoja koronasta huolimatta. Yhtiön rahavarat olivat 39 MEUR Q3'20 lopussa.

Pidämme hyvin todennäköisenä, että Vaisala myös pidemmässä juoksussa suosii vahvaa tasetta sekä jatkaa hyvää ja vakaata osingon maksua. Perustamme arvioimme vahvan ankkurisijoittajasuvun historialliseen omistusstrategiaan, jossa emme näe tapahtuvan muutoksia. Odotamme yhtiön osingonjaon olevan linjassa osinkopolitiikan kanssa, jonka tavoitteena on maksaa osinkoa, joka on vakaa ja kasvaa tuloskehityksen mukaisesti.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	333	349	84,2	96,1	105	118	404	87,2	91,4	94,0	106	378	80,8	87,5	97,5	115	380	395	410
Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue	222	232	49,6	60,7	69,1	81,9	261	51,8	57,6	59,2	71,4	240	47,2	54,7	61,4	77,3	241	247	253
Teollisten mittausten liiketoiminta-alue	110	117	34,6	35,4	36,1	36,2	142	35,4	33,8	34,8	34,4	138	33,6	32,8	36,1	37,4	140	148	156
Käyttökate	50,6	51,0	6,3	13,0	21,7	23,6	64,6	10,1	13,5	24,8	20,3	68,6	12,8	12,7	21,4	22,3	69,1	71,9	74,1
Poistot ja arvonalennukset	-9,7	-12,1	-6,3	-5,8	-5,4	-6,0	-23,5	-4,9	-5,6	-5,3	-5,3	-21,1	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7	-22,7	-22,7	-22,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	41,7	42,6	5,0	9,4	19,3	20,0	53,7	6,9	9,8	21,5	16,8	54,9	8,9	8,7	17,5	18,3	53,4	54,2	56,6
Liikevoitto	40,9	38,9	0,0	7,2	16,3	17,6	41,1	5,2	7,9	19,5	15,0	47,5	7,2	7,0	15,7	16,6	46,4	49,2	51,6
Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue	18,2	17,7	-4,3	0,6	9,3	12,1	17,7	-2,4	0,7	11,1	9,4	18,8	0,1	1,2	7,4	10,5	19,2	17,8	18,2
Teollisten mittausten liiketoiminta-alue	22,8	23,9	4,6	7,5	8,5	5,5	26,1	7,6	7,1	8,6	6,0	29,3	7,6	6,4	8,9	6,5	29,4	31,4	33,3
Muut toiminnot	-0,2	-2,7	-0,3	-0,9	-1,5	0,0	-2,7	0,0	0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	-2,2	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-2,8	-1,4	-0,2	-0,3	0,7	-1,3	-1,1	-0,2	-0,9	-0,3	-0,3	-1,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-0,9	-0,6
Tulos ennen veroja	38,2	37,5	-0,2	6,9	17,0	16,4	40,1	5,0	7,0	19,2	14,7	45,9	6,9	6,7	15,5	16,3	45,4	48,3	50,9
Verot	-10,9	-8,0	0,0	-1,4	-3,7	-1,4	-6,5	-0,9	-1,2	-3,6	-2,8	-8,6	-1,3	-1,3	-2,9	-3,1	-8,6	-10,6	-11,2
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	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	27,3	29,5	-0,2	5,5	13,3	15,0	33,6	4,0	5,7	15,6	11,9	37,3	5,6	5,5	12,5	13,2	36,8	37,7	39,7
EPS (oikaistu)	0,77	0,89	0,10	0,20	0,43	0,46	1,19	0,15	0,20	0,47	0,37	1,19	0,20	0,20	0,39	0,41	1,20	1,17	1,23
EPS (raportoitu)	0,75	0,81	0,00	0,15	0,37	0,41	0,92	0,11	0,16	0,43	0,33	1,02	0,15	0,15	0,34	0,36	1,01	1,03	1,09

Tunnusluvut	2017	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	4,2 %	4,9 %	10,4 %	20,0 %	25,1 %	9,0 %	15,7 %	3,6 %	-4,9 %	-10,6 %	-10,5 %	-6,3 %	-7,4 %	-4,3 %	3,7 %	8,4 %	0,5 %	3,9 %	3,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		2,2 %	-12,3 %	100,0 %	33,1 %	13,0 %	26,1 %	38,0 %	4,3 %	11,2 %	-16,1 %	2,3 %	29,1 %	-10,8 %	-18,6 %	9,2 %	-2,7 %	1,4 %	4,3 %
Käyttökate-%	15,2 %	14,6 %	7,5 %	13,5 %	20,6 %	20,0 %	16,0 %	11,6 %	14,8 %	26,3 %	19,2 %	18,1 %	15,9 %	14,5 %	21,9 %	19,4 %	18,2 %	18,2 %	18,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,5 %	12,2 %	5,9 %	9,8 %	18,3 %	16,9 %	13,3 %	7,9 %	10,7 %	22,8 %	15,9 %	14,5 %	11,0 %	10,0 %	17,9 %	16,0 %	14,1 %	13,7 %	13,8 %
Nettotulos-%	8,2 %	8,5 %	-0,2 %	5,7 %	12,6 %	12,7 %	8,3 %	4,6 %	6,3 %	16,6 %	11,3 %	9,9 %	6,9 %	6,2 %	12,8 %	11,5 %	9,7 %	9,5 %	9,7 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

Sijoitusprofiili

Laadukas tuloskasvaja

Sijoitusprofiililtaan Vaisala on pörssin laadukkaimpia yhtiötä, joka profiloituu edelleen vakaana ja kannattavasti kasvavana teknologiayhtiönä, joka tarjoaa vahvaa osinkovirtaa.

Vaisalan liiketoiminnan profiili on pysynyt viimeisen vuoden aikana isossa kuvassa ennallaan ja yhtiön kysyntä on hyvää läpi tuotekategorioiden ja maantieteellisten alueiden koronan yli katsottuna. Vaisalan tuotteet ovat korkean lisäarvon tuotteita, mitkä pohjautuvat vahvaan T&K-osaamisen. Näitä tuotteita myydään maailmanlaajuisesti suhteellisen pienillä markkinoilla ja ne ovat suurelta osin räätälöityjä ja täten osin suojattu kilpailulta.

Yhtiön liikevaihdosta vain pieni osa on jatkuvaksi luonnehdittavaa ja tilauskanta on suhteellisen lyhyt. Lyhyestä tilauskannasta huolimatta yhtiön kasvu on kuitenkin ollut suhteellisen tasaista pitkällä aikavälillä, mikä johtuu Vaisalan tuotteiden kriittisyydestä monilla aloilla. Lisäksi useat Vaisalan tuotteet sopivat hyvin käsillä oleviin megatrendeihin, mikä tarjoaa yhtiölle kasvupotentiaalia tulevaisuudessa.

Vaisala on viimeisten vuosien aikana panostanut skaalautuvan tarjonnan lisäämiseen ja nostanut digitaaliset ratkaisut strategiseksi alueeksi. Lisäksi Teollisten mittausten liiketoiminta -alueella on edelleen skaalautuvuuspotentiaalia

saavutettavissa. Skaalautuvuuden hyötyjä syö kuitenkin osittain kasvavat investoinnit.

Pitkällä aikavälillä Vaisalalla on hyvät kysyntäfundamentit ja näkymät tuloskasvun jatkumiselle ovat hyvät. Lyhyellä tähtäimellä Vaisalan markkinoiden epävarmuus on kuitenkin koholla ja uhkaa hidastaa tuloskehitystä.

Perilliset vahva ankkuriomistaja

Yhtiön omistuspohja ja erityisesti äänivalta on hyvin keskittynyt Vilho Väisälän perillisille. Kahden osakesarjan myötä perilliset omistavat arviomme mukaan 40 % osakkeista ja 59 % äänistä. Vaisalaa on näkemyksemme mukaan johdettu hyvin pitkäjänteisesti, matalan riskin taseella ja säilyttäen korkean lisäarvon tuotteet ja palvelut, emmekä näe tämän muuttuvan.

Potentiaali

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

Nopeampi kasvu ja parempi kannattavuus:

Näkemyksemme mukaan osakkeen selkein arvoajuri pidemmällä tähtäimellä on edelleen Vaisalan painopisteen muutos kohti nopeammin kasvavaa ja paremman kannattavuuspotentiaalin Teollisten mittausten -liiketoimintaa. Lisäksi skaalautuvan liiketoiminnan jatkuva lisääminen parantaisi kannattavuutta ja nostaisi yhtiölle

hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Digitaaliset ratkaisut tulevat pidemmällä aikavälillä tukemaan kasvua ja kannattavuutta, mutta hidasteena on edelleen ”perinteisten” asiakkaiden varovaisuus ja näin markkina ei vielä usealta osalta alueelta ole kypsä.

Vahva markkina-asema: Arvioimme Vaisalalla olevan hyvät mahdollisuudet edelleen vahvistaa markkina asemaa erityisesti Teollisten mittausten - liiketoiminnassa sekä nykyisissä että uusissa markkinasegmenteissä.

Vahva tase, hyvä kassavirta ja osinko: Yhtiön vahva tase mahdollistaa vaadittavat jatkuvat investoinnit ja antaa selkänojaa epävarmuudessa. Tase ja hyvä kassavirta mahdollistavat yhdessä myös tasaisen osingonmaksun.

Yritysosot: Vaisalalla on edelleen vahva tase ja iso kassa, joilla tehdä yritysostoja. Ymmärryksemme mukaan aikaisemmat yritysostot on jo integroitu tarvittavissa määrin ja nämä ei rajoita uusien yritysostojen toteuttamista. Näin emme näe sisäisiä esteitä potentiaalisille yritysostoille.

Sijoitusprofiili 2/2

Riskit

Vaisalan osakkeeseen sisältyy näkemyksemme mukaan yleisesti keskimääräistä matalampi riskitaso erityisesti pidemmällä aikavälillä johtuen vahvasta markkina-asemasta pienessä markkinassa ja vahvoista historiallisista näytöistä.

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan:

Korona: Korona luo tällä hetkellä yhtiön sanoja lainatakseen merkittävää epävarmuutta. Epävarmuus kohdistuu erityisesti Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueeseen suuriin projektitoimituksiin.

Poliittinen tilanne: Maailman poliittinen tilanne vaikuttaa enimmäkseen Vaisalan Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueeseen sen julkisten asiakkaiden kysynnän vaihtelun kautta. Muutokset suurten maiden taloudessa voivat heikentää selvästi Sää- ja ympäristöliiketoiminnan tuloskehitystä, kuten nähtiin muutama vuosi sitten. Vaisalan tuotteiden kriittisyyden takia heikkous on kuitenkin yleensä väliaikaista. Riski on näkyvin suurissa sääliiketoiminnan projekteissa.

Lyhyt tilauskanta: Vaisalan suhteellisen lyhyt tilauskanta voi johtaa suurin heilahteluihin kvartaalien välillä, mutta pidemmässä juoksussa kasvu on ollut vakaata ja odotamme sen myös jatkuvan sellaisena. Tilauskanta indikoi paremmin Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kehitystä.

Komponenttipula ja raaka-aineinflaatio: Vaisala

on riippuvainen useista komponenteista ja kova kysyntä voi aiheuttaa ongelmia yhtiölle komponenttien saatavuuden ja/tai hinnannousun kautta. Koronan myötä yhtiö kuitenkin lisäsi komponenttivarastoa vähentääkseen riskiä. Kokonaan riskiä on kuitenkin vaikea poistaa, johtuen hyvin suuresta eri komponenttien lukumäärästä.

Puhdahuoneen tuotannon keskeytys: Pitkä keskeytys puhdahuoneen toiminnassa vaikuttaisi hyvin merkittävästi yhtiön toimintaan. Kyseisen riskin todennäköisyys on mielestämme kuitenkin pieni.

T&K: Vaisalan yksi keskeisimpiä pidemmän aikavälin riskejä on, että T&K ei onnistu luomaan uusia korkean lisäarvon tuoteuudistuksia ja lanseerauksia. T&K on avain sekä yhtiön arvoketjupositioon että markkina-aseman pitämiseen.

Yritysosotot: Yrityskauppojen keskeisimmät riskit ovat integraatiossa ja synergiahätytyjen realisoinnin epäonnistumisessa. Historiassa riskejä on realisoitunut kun Vaisala on ostanut suoria kilpailijoita. Viimeisimmät yritysosotot ovat kuitenkin menneet linjassa odotuksiin.

Kvartaalitasolla voi tuotemixin myötä olla heiluntaa liikevaihdossa ja erityisesti kannattavuudessa, mutta vuositasolla kehitys yleensä tasaantuu.

Sijoitusprofiili

1.

Vahvat kilpailuedut

2.

Vakuuttava T&K:n track-record

3.

Hyvät pitkän aikavälin kasvunäkymät

4.

Vahva tase

5.

Hyvä ja vakaa osingonmaksaja

Lähde: Inderes

Potentiaali



- Nopeampi kasvu ja kannattavuus
- Osaamisen hyödyntäminen uusissa asiakassegmenteissä ja maantieteellisillä alueilla
- Skaalautuvuuden lisääminen
- Vahva tase, iso kassa ja hyvä osinko
- Yritysostot

Riskit



- Korona luo merkittävää epävarmuutta
- Tuotannossa komponenttipula tai puhdashuoneen tuotantohäiriöt
- Poliittinen tilanne
- Kiristynvä kilpailu
- Lyhyt tilauskanta
- Uusien liiketoimintojen epäonnistuminen
- T&K:ssä epäonnistuminen
- Yritysostoissa epäonnistuminen

Arvonmääritys 1/2

Vaisalan osake

Vaisala on ollut historiallisesti stabiilin tuloskasvun ja liiketoimintamallin, vahvan taseen ja tasaisen osingonmaksun yhtiö. Viime vuosina yhtiön liiketoimintamalli on kuitenkin muuttunut kohti nopeampaa tuloskasvua ja yhtiö tavoittelee parempaa skaalautuvuutta. Vaisalan arvostuksessa katsomme yhtiötä pääasiassa absoluuttisen arvostuksen ja kassavirtamallin kautta. Yhtiön liiketoiminta on koronan yli katsottuna kypsän kasvun ja kannattavuuden vaiheessa, joten näkemyksemme mukaan myös kassavirtamallin käyttö on perusteltua. Vaisalalle on uniikin liiketoimintamallin ja markkinaposition takia vaikea löytää hyviä verrokkiyhtiöitä, mutta käytämme samantyyppisen liiketoimintamallin ja asiakaskunnan omaavia korkean osaamisen yhtiöitä verrokkeina.

Liikevoiton kasvu on yksi keskeisiä seuraamiemme mittareita Vaisalan tuloskehityksessä. Liikevoittoa voisi teoriassa miettiä oikaistavan T&K-kuluilla, mutta näkemyksemme mukaan T&K-toiminta on Vaisalan liiketoiminnalle pidemmällä tähtäimellä kriittistä nykyisen liiketoimintamallin ja markkinaposition säilyttämiseksi ja täten emme oikaise T&K-kuluja liikevoitosta.

Arvostuskertoimet

Suosimme tulos pohjaisessa arvonmäärityksessä P/E- ja EV/EBIT-kertoimia johtuen niiden paremmasta suhteellisesta vertailukelpoisuudesta. Vaisalan poistot ovat nousseet selvästi

yritysostojen ja uuden toimistorakennuksen myötä. Vertailukelpoisuuden näkökulmasta oikaisemme yrityskauppoihin liittyvät aineettomien oikeuksien poistot tuloksesta.

Vaisalaa on historiallisesti arvotettu melko korkeilla arvostuskertoimilla johtuen yhtiön asemasta arvoketjun yläpäässä sekä vakaasta ja hyvästä tuloskunnosta. Historiallisesti Vaisalan mediaani P/E-kerroin on ollut hieman alle 20x. Viimeisen noin vuoden aikana Vaisalan arvostuskertoimet ovat venyneet korkealle ja ajoittain selvästi yli P/E 30x, ilman että yhtiön liiketoiminnassa tai näkymissä on tapahtunut vastaavia positiivisia muutoksia. Arviomme mukaan matalat korko-odotukset ovat antaneet tukea Vaisalan kaltaisille vähäriskisille osakkeille.

Vahvan vuoden 2020 tulosennusteillamme Vaisalan oikaistu P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 35x ja 27x. Koronan elpymisen huomioivilla vuoden 2021 ennusteilla vastaavat kertoimet ovat 34x ja 27x ja selvästi yli viimeisen 5 vuoden keskimääraisten 22x ja 16x tasojen. Lisäksi koronan helpottaessa arvioimme osan nyt säästetyistä kuluista palaavan. Oleellinen riski tuloslaskulle on myös, mikäli asiakkaat edelleen lykkäävät investointejaan. Tämän toteutuessa se purkaisi todennäköisesti korkeata arvostusta.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	40,4	40,4	40,4
Markkina-arvo	1470	1470	1470
Yritysarvo (EV)	1464	1426	1410
P/E (oik.)	34,9	33,6	34,4
P/E	40,5	39,9	39,0
EV/Liikevaihto	3,9	3,7	3,6
EV/EBITDA (oik.)	21,4	20,6	19,6
EV/EBIT (oik.)	26,6	26,7	26,0
Osinko/tulos (%)	62,8 %	64,3 %	64,8 %
Osinkotuotto-%	1,5 %	1,6 %	1,7 %

Lähde: Inderes

Pitkällä tähtäimellä hyväksyttävä P/E-kerroin

Arvioidessamme Vaisalaa P/E-kertoimen kautta olemme johtaneet yhtiölle pitkän ajan hyväksyttävän P/E:n historiallisten parametrien kautta.

Olemme laskeneet hyväksyttävän P/E:n käyttäen yhtiön historiallista 76 %:n osingonjakosuhdetta. Lisäksi olemme tarkentaneet laskelmassamme oman pääoman tuottovaadetta 7 %:iin (aik. 9 %) ja keskimääraistä tulos- ja osingonkasvua 4 %:n (aik. 5 %). Historiallinen tulos- ja osinkokasvu puoltavat kyseisten parametrien käyttöä. Parametreja käyttäen pääsemme yhtiölle pitkän ajan hyväksyttävään P/E-kertoimeen 26x (aik. 24x). Näin ollen osake on hyvin haastavasti hinnoiteltu lähivuosille.

Arvonmääritys 2/2

Vertailuryhmä ja hyväksyttävä preemio

Vaisalalle on vaikea löytää suoria verrokkiyhtiöitä johtuen yhtiön todella hajaantuneesta tarjonnasta. Olemmekin suhteellisessa arvostuksessamme käyttäneet samantyyppisten korkean osaamisen, liiketoimintamallin ja asiakaskunnan omaavia yhtiöitä verrokkeina Vaisalalle.

Hyväksymme Vaisalalle edelleen noin 30 %:n preemion verrokkeihin ja perustelemme tätä seuraavasti: 1) vakaa ja vahva historiallinen tuloskehitys, 2) laaja ja kilpailukykyinen tuote- sekä patenttiportfolio, 3) laajasti maantieteellisesti sekä toimialoittain hajautunut asiakaskunta sekä 4) vahva kysyntä läpi palvelualueiden ja maantieteellisesti.

Suhteellisessa arvostuksessa EV-pohjaiset kertoimet huomioivat paremmin Vaisalán vahvan taseen ja yhtiön EV/EBIT-kerroin vuosina 2020-2021 on 27x tai reilut 20 % yli verokkien. Vaisalán suhteellinen yliarvostus on vuoden aikana kaventunut ja maltillinen tällä hetkellä. Suhteellinen arvostus ei kuitenkaan yksinään riitä perustelevaan neutraalimpaa näkemystä osakkeesta, koska suoria verrokkeja ei löydy ja arvostusmenetelmän se on näin turhan heikko.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä normaalia suuremman painoarvon rahavirtamallille (DCF). Vaisalán liiketoiminnan kehitys on ollut pitkällä aikavälillä hyvin stabiilia, mikä vähentää erityisesti rahavirtamallin terminaalijaksoon liittyviä ennusteriskejä. Vaikka rahavirtamallissa suuri osa

arvosta muodostuu tyypillisesti terminaalijaksosta, näemme Vaisalán historiallisen tasaisuuden, markkinakoon ja tuotteiden aseoitumisen markkinassa laskevan tätä riskiä.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihto laskee vuonna 2020 6 %, pysyy vertailukauden tasolla vuonna 2021 ja kasvaa vuosina 2022-2028 3-4 %. Terminaalissa kasvuoletuksemme on 2,5 %.

Liikevoittoennusteemme Vaisalalle pysyy 12-13 %:n EBIT-marginaalissa, mikä on linjassa yhtiön strategiatavoitteen kanssa ja selvästi yli viimeisen 10 vuoden 9 %:n keskimääräisen tason.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 6,2 % ja oman pääoman kustannus 6,8 %. Näin pääomankustannus kuvastaa mallissamme yhtiön hyvin matalaa riskiprofilia.

DCF-mallimme osakekohtaiseksi arvoksi Vaisalalle muodostuu näin 32 euroa. Mallissa terminaalijakson painoarvo on 71 %, joka on korkeahko, mutta tasainen historia ja yhtiön markkinaposition laskevat tätä riskiä.

Osakkeen lähivuosisen tuotto-odotus

Osakkeen lähivuosisen tuotto-odotus muodostuu 2 %:n tulokasvusta, 2 %:n osinkotuotosta ja kertomien selvän laskuvaran myötä negatiiviseksi. Tuotto-odotus ei näin puolla nykyhintaisten osakkeen omistamista. Sijoittajat joutuvat mielestämme kantamaan yhtiössä riskiä arvostuksen normalisoinnista, eikä tämän riskin vastineeksi ole tarjolla riittävää tuotto-odotusta tulokasvun ja osingon muodossa.

Painopisteen siirtäminen kohti Teollisia mittalaitteita ja skaalautuvan osuuden lisääminen edelleen pitkän aikavälin arvoajureita

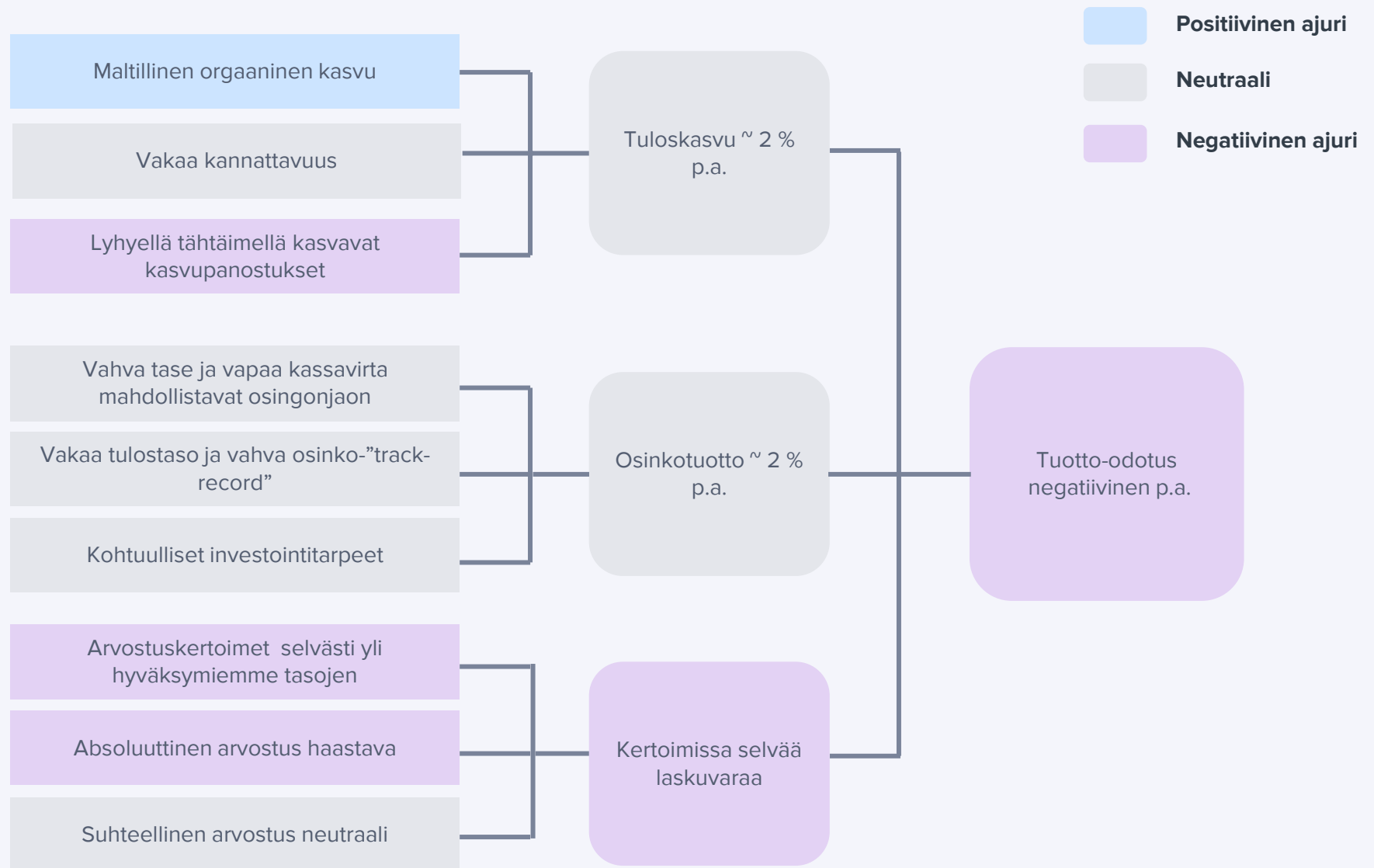
Sijoittajien on hyvä huomioida painopisteen siirtymisen tarjoama potentiaali, sillä erot Sää- ja ympäristöliiketoiminnan ja Teollisten mittausten liiketoiminnan markkinoiden kasvunopeuksissa ovat edelleen suuria. Sää- ja ympäristöliiketoiminnan tulokasvu oli vuosina 2014-2019 1 %:n ja Teollisten mittausten liiketoiminnan tulokasvu keskimäärin 17 % vuosittain. Painopisteen siirtymän lisäksi skaalautuvien ratkaisujen, kuten digitaalisten ratkaisujen lisääminen on yksi pitkän aikavälin arvoajureita.

Markkinatilanteen taas normalisoituessa arvioimme painopisteen siirtämisen jälleen ajavan vahvemmin arvoa. Lyhyellä aikavälillä arvioimme kuitenkin Vaisalán yleisen tuloskehityksen hautaavan painopisteen siirtymisen alle.

Arvostuksen yhteenveto

Arvonmäärityksessä olemme käyttäneet mittatikkuna yhtiön pitkän ajan hyväksyttävää 26x P/E-kerrointa ja kassavirtamenetelmää. Lisäksi olemme tarkastelleet Vaisalaa tuotto-odotuksen ja suhteellisen arvostuksen kautta. Käyttämämme (edellä mainittujen) parametrien kautta osakkeen arvostus on näkemysme mukaan kokonaisuudessaan edelleen haastava, erityisesti huomioiden ennusteriskit. Nykyarvostuksen perustelu vaatisi mielestämme parempaa näkyvyyttä, liikevaihdon paluuta kasvu-uralle ja tulokasvun jatkumista vahvana.

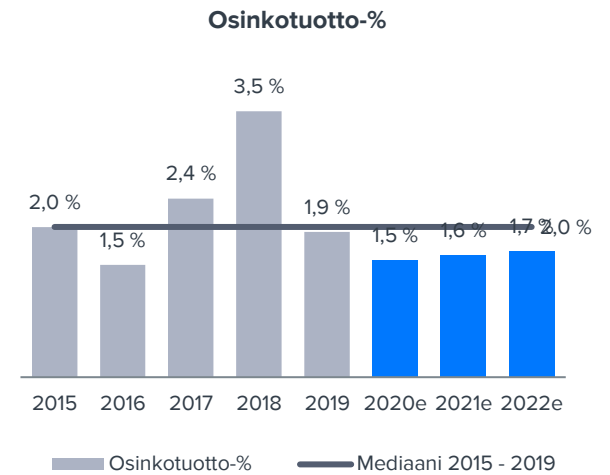
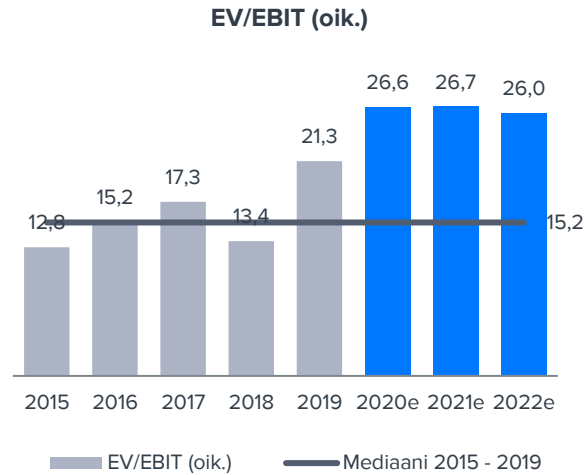
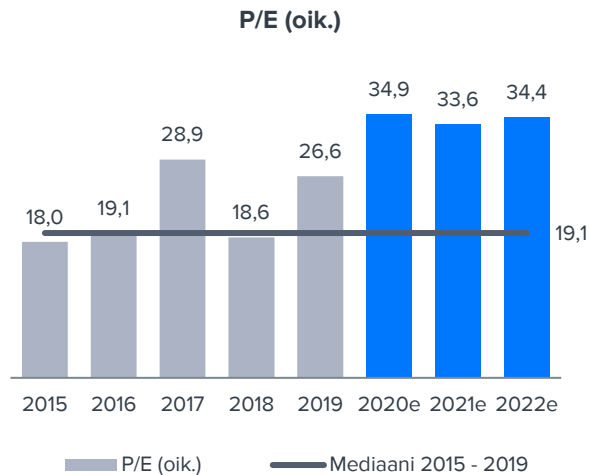
Osaketuoton ajurit 2020e-2023e



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	12,0	16,9	22,3	16,5	31,8	40,4	40,4	40,4	40,4
Osakemäärä, milj. kpl	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4
Markkina-arvo	435	614	811	601	1157	1470	1470	1470	1470
Yritysarvo (EV)	376	542	719	569	1142	1464	1426	1410	1389
P/E (oik.)	18,0	19,1	28,9	18,6	26,6	34,9	33,6	34,4	32,9
P/E	15,8	32,7	29,7	20,4	34,4	40,5	39,9	39,0	37,0
P/Kassavirta	17,4	17,6	20,3	neg.	>100	>100	23,9	36,8	32,3
P/B	2,4	3,4	4,4	3,3	5,8	6,9	6,5	6,1	5,7
P/S	1,4	1,9	2,4	1,7	2,9	3,9	3,9	3,7	3,6
EV/Liikevaihto	1,2	1,7	2,2	1,6	2,8	3,9	3,7	3,6	3,4
EV/EBITDA (oik.)	8,4	11,7	14,2	11,2	17,7	21,4	20,6	19,6	18,7
EV/EBIT (oik.)	12,8	15,2	17,3	13,4	21,3	26,6	26,7	26,0	24,6
Osinko/tulos (%)	31 %	48 %	70 %	72 %	66 %	63 %	64 %	65 %	64 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,5 %	2,4 %	3,5 %	1,9 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %	1,7 %

Lähde: Inderes



Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Spectris	2904,0	3706	3702	21,2	17,1	15,0	13,1	2,5	2,4	28,6	22,7	2,2	2,3	2,7
Halma	2501,0	10426	10868	35,6	36,7	30,2	30,9	7,4	7,4	48,2	47,4	0,7	0,7	9,9
Oxford Instruments	2030,0	1281	1210	23,4	26,3	18,8	19,9	3,2	3,7	34,7	35,2	0,6	0,7	
Indutrade	176,2	6360	6864	30,2	28,0	21,7	20,5	3,6	3,4	37,7	34,3	0,9	1,1	7,4
TT Electronics	207,0	397	501	17,7	12,9	10,7	8,7	1,1	1,0	19,9	14,5	2,3	2,9	1,3
Hexagon	749,8	26184	28109	30,1	25,7	20,8	19,0	7,4	7,0	36,5	31,5	0,8	0,9	4,4
Hexpol	88,0	2878	3027	15,6	13,0	13,2	11,1	2,3	2,1	20,9	17,2	2,6	2,9	3,0
Nokia	3,2	17746	16711	9,0	9,4	6,4	6,4	0,8	0,8	13,7	14,9		3,6	1,1
Vaisala (Inderes)	40,35	1470	1464	26,6	26,7	21,4	20,6	3,9	3,7	34,9	33,6	1,5	1,6	6,9
Keskiarvo				22,9	21,1	17,1	16,2	3,5	3,5	30,0	27,2	1,4	1,9	4,3
Mediaani				22,3	21,4	16,9	16,1	2,9	2,9	31,6	27,1	0,9	1,7	3,0
Erutus-% vrt. mediaani				19 %	25 %	26 %	28 %	34 %	29 %	10 %	24 %	74 %	-5 %	133 %

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

DCF-kassavirtalaskelma

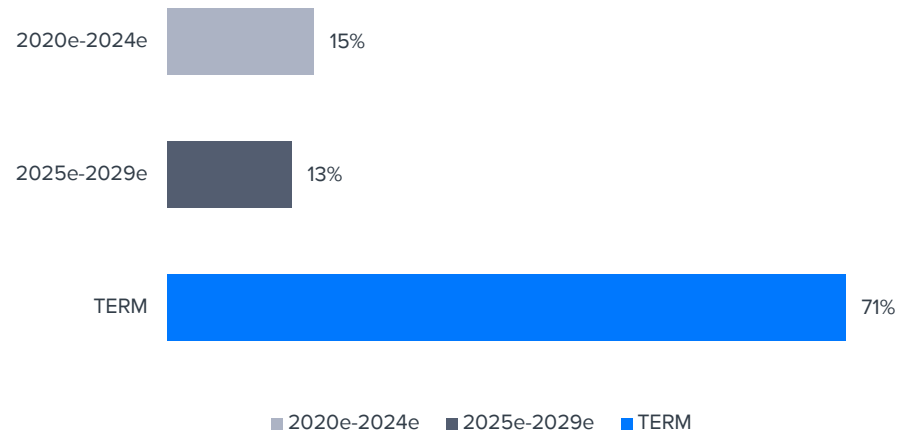
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	41,1	47,5	46,4	49,2	51,6	55,4	57,6	54,8	56,4	58,1	59,6	
+ Kokonaispoistot	23,5	21,0	22,7	22,7	22,6	21,9	20,9	20,6	20,4	20,0	19,5	
- Maksetut verot	-9,4	-8,6	-8,6	-10,6	-11,2	-12,1	-12,7	-12,1	-12,4	-12,8	-13,1	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	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	-8,2	-16,3	17,2	-4,7	-0,3	-2,7	-1,7	-1,8	-1,6	-1,7	-1,4	
Operatiivinen kassavirta	46,8	43,1	77,5	56,3	62,5	62,5	64,2	61,5	62,8	63,6	64,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	6,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-50,3	-29,0	-16,0	-16,5	-16,9	-17,4	-17,9	-18,4	-17,5	-16,7	-12,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,1	14,1	61,5	39,9	45,6	45,1	46,3	43,1	45,3	46,9	51,9	
+/- 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	3,1	14,1	61,5	39,9	45,6	45,1	46,3	43,1	45,3	46,9	51,9	1438
Diskontattu vapaa kassavirta		14,1	57,9	35,4	38,0	35,4	34,3	30,1	29,7	29,0	30,2	837
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1171	1157	1099	1063	1025	990	956	926	896	867	837
Velaton arvo DCF		1171										
- Korolliset velat		-40,3										
+ Rahavarat		56,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-22,2										
Oman pääoman arvo DCF		1165										
Oman pääoman arvo DCF per osake		32,0										

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

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	332,5	348,8	403,6	378,3	380,4	EPS (raportoitu)	0,75	0,81	0,92	1,00	1,01
Käyttökate	50,6	51,0	64,6	68,5	69,1	EPS (oikaistu)	0,77	0,89	1,19	1,16	1,20
Liikevoitto	40,9	38,9	41,1	47,5	46,4	Operat. kassavirta / osake	1,35	1,16	1,29	1,18	2,13
Voitto ennen veroja	38,2	37,5	40,1	44,9	45,4	Vapaa kassavirta / osake	1,10	-0,71	0,09	0,39	1,69
Nettovoitto	26,0	29,5	33,6	36,3	36,8	Omapääoma / osake	5,09	5,02	5,44	5,85	6,23
Kertaluontoiset erät	-0,8	-3,7	-12,6	-7,4	-7,0	Osinko / osake	1,05	0,58	0,61	0,63	0,65
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	273,8	334,5	361,4	370,2	380,5	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	5 %	16 %	-6 %	1 %
Oma pääoma	185,5	182,9	198,4	213,0	227,1	Käyttökatteen kasvu-%	9 %	1 %	27 %	6 %	1 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	17 %	2 %	26 %	2 %	-3 %
Nettovelat	-91,3	-32,2	-16,1	-6,6	-44,6	EPS oik. kasvu-%	-12 %	15 %	34 %	-3 %	4 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	15,2 %	14,6 %	16,0 %	18,1 %	18,2 %
Käyttökate	50,6	51,0	64,6	68,5	69,1	Oik. Liikevoitto-%	12,5 %	12,2 %	13,3 %	14,5 %	14,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,9	-6,9	-8,2	-16,3	17,2	Liikevoitto-%	12,3 %	11,2 %	10,2 %	12,6 %	12,2 %
Operatiivinen kassavirta	49,4	42,1	46,8	43,1	77,5	ROE-%	15,0 %	16,0 %	17,6 %	17,6 %	16,7 %
Investoinnit	-9,3	-72,9	-50,3	-29,0	-16,0	ROI-%	22,5 %	19,0 %	17,8 %	19,0 %	17,5 %
Vapaa kassavirta	40,0	-25,8	3,1	14,1	61,5	Omavaraisuusaste	68,9 %	54,7 %	54,9 %	57,5 %	59,7 %
						Nettovelkaantumisaste	-49,2 %	-17,6 %	-8,1 %	-3,1 %	-19,6 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
					%- osakkeista	EV/Liikevaihto	2,2	1,6	2,8	3,9	3,7
Novamator Oy					10,4 %	EV/EBITDA (oik.)	14,2	11,2	17,7	21,4	20,6
Nordea Pankki Suomi Oyj					10,3 %	EV/EBIT (oik.)	17,3	13,4	21,3	26,6	26,7
SEB					8,5 %	P/E (oik.)	28,9	18,6	26,6	34,9	33,6
Suomalainen Tiedeakatemia Ry					5,8 %	P/B	4,4	3,3	5,8	6,9	6,5
Nordea Nordic Small Cap					4,9 %	Osinkotuotto-%	2,4 %	3,5 %	1,9 %	1,5 %	1,6 %
Mandatum					4,0 %						

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta erittäin Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

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

Myy erittäin heikko Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on 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 analytyikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25.9.2017	Lisää	24,00 €	21,95 €
24.10.2017	Vähennä	24,00 €	23,55 €
2.1.2018	Lisää	24,50 €	22,25 €
8.2.2018	Vähennä	22,00 €	21,65 €
25.4.2018	Vähennä	21,00 €	20,70 €
23.7.2018	Myy	20,00 €	22,60 €
29.8.2018	Vähennä	20,00 €	19,20 €
5.10.2018	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 €
15.1.2019	Vähennä	18,50 €	18,50 €
13.2.2019	Vähennä	17,50 €	17,40 €
25.4.2019	Myy	17,50 €	19,86 €
21.7.2019	Vähennä	20,00 €	20,25 €
20.9.2019	Vähennä	22,00 €	23,00 €
25.10.2019	Lisää	28,00 €	26,60 €
12.12.2019	Vähennä	31,00 €	32,30 €
13.2.2020	Vähennä	35,00 €	36,50 €
3.4.2020	Vähennä	27,00 €	26,60 €
29.4.2020	Vähennä	28,00 €	28,65 €
22.7.2020	Vähennä	30,00 €	31,70 €
22.10.2020	Myy	30,00 €	40,55 €
28.10.2020	Myy	30,00 €	36,60 €
4.1.2021	Myy	30,00 €	40,35 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme 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 Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä 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.**