

Vaisala

Yhtiöraportti

09/2019

Suotuisan syklin tukemana uuteen strategiakauteen

Nostamme Vaisalan tavoitehinnan 22 euroon (aik. 20,0) heijastellen ennustemuutoksia ja toistamme osakkeen vähennä-suosituksen. Vaisala on vuoden aikana toteuttanut kaksi yritystoa tukemaan tuotetarjontaa ja vauhdittamaan kasvua. Tämän myötä yhtiö päivitti kesällä myös strategiset tavoitteensa. Alkuvuoden markkinasykli vaikuttaa myös muuttuneen suotuisaksi. Odotamme Vaisalan kilpailukyvyyn säilyvän T&K:n tukemana hyvänä ja mahdollistavan hyvän tulospäivän lähivuosille. Sijoitusprofiililtaan yhtiö on laatu-yhtiö, mutta kokonaisuutena osakkeen arvostus on tällä hetkellä hieman haastava.

Korkean lisäarvon mittauslaitteiden ja -palveluiden kehittäjä

Vaisalalla on kattava valikoima havainto- ja mittaustuotteita ja palveluja meteorologian, valittujen säästä riippuvaisten toimialojen sekä teollisuuden mittaustarpeisiin. Liiketoiminta on jaettu kahteen alueeseen: 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. Vaisalan markkinoiden potentiaalia on laajan tuoteportfolion takia suhteellisen vaikea arvioida, mutta yhtiön mukaan relevantit markkinat ovat noin 2,3-2,8 mrd. euroa.

Uusi strategia vaati panostuksia ja takaa vahvan kilpailukyvyyn myös jatkossa

Vaisala päivitti kesällä strategiansa kaudelle 2019-2023 ja tavoittelee yli 5 %:n (aik. 5%) kasvua ja yli 12 %:n liikevoittomarginaalia (aik 15 %). Yhtiön strategia vaati kasvavia kuluja lyhyellä tähtäimellä, erityisesti panostuksia tuotekehitykseen sekä myyntiin ja markkinointiin, mikä painaa kannattavuutta. Lisäksi yrityskauppojen myötä niihin liittyvät aineettomien oikeuksien poistot kasvoivat selvästi. Lyhyellä tähtäimellä alkuvuoden saadut tilaukset ja tilauskanta indikoivat positiivisen syklin jatkuvan. Lisäksi kysyntä vaikuttaa olevan hyvää lähes kaikilla maantieteellisillä- ja tuotealueilla, makroepävarmuudesta huolimatta. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 6 % yrityskauppojen tukemana ja olevan yli tavoitteiden strategiakaudella. Arvioimme kannattavuuden paranevan vuosittain, mutta jäävän hieman 12 %:n tavoitteesta vuonna 2023. Odotamme liikevoiton kasvavan 7 % (oik 8 %) strategiakaudella 2019-2023.

Arvostus on kokonaisuudessa hieman haastava

Sijoitusprofiililtaan Vaisala on vakaasti ja kannattavasti kasvava teknologiayhtiö, joka tarjoaa vahvaa osinkovirtaa. Vaisalalle on hyväksytty historiallisesti noin 20x eteenpäin katsova P/E-kerroin. Vuoden 2019-2020 oikaistut P/E-kertoimet ovat ennusteillamme 24x ja 22x. Hyväksymme Vaisalalle edelleen noin 15 %:n preemion käyttämämme teknologiayhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään nähden (kattavat perustelut arvostuskappaleessa). Suhteellisessa arvostuksessa EV-pohjaiset kertoimet huomioivat paremmin Vaisalan vahvan taseen ja yhtiön 2019 EV/EBIT-kerroin on 19x ja 16x vuosina 2019-2020 tai 28 % yli verrokkien. Tuotto-odotusta tarkastellessa osake tarjoaa juuri tuottovaateen (noin 8%) vuosina 2019-2021e. Tuotto-odotuksesta huolimatta osake on kokonaisuudessa näkemyksemme mukaan haastavasti hinnoiteltu. Korkeamman arvostuksen hyväksyminen vaatisi voimakkaampaa tulospäivän, arvostuskertoimien ollessa jo korkeita.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

Edellinen: Vähennä



22,0 EUR

Edellinen: 20,0

Osakekurssi: 23,0 EUR

Potentiaali: -4,3 %

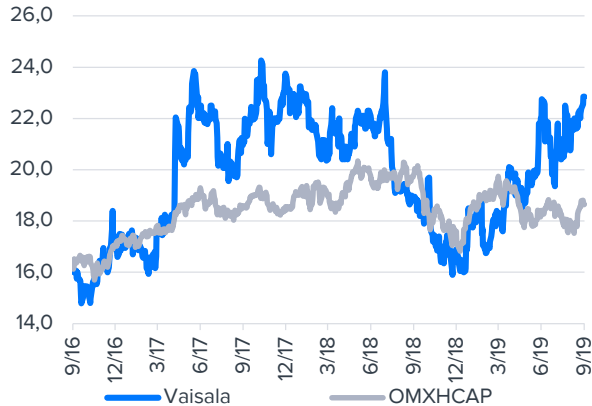
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	349	394	414	431
kasvu-%	5 %	13 %	5 %	4 %
EBIT oik.	42,6	45,2	50,5	55,4
EBIT-% oik.	12,2 %	11,5 %	12,2 %	12,8 %
Nettotulos	29,5	25,1	32,4	36,5
EPS (oik.)	0,89	0,95	1,06	1,22

P/E (oik.)	18,6	24,3	21,7	18,8
P/B	3,3	4,7	4,2	3,9
Osinkotuotto-%	3,5 %	2,6 %	2,7 %	3,0 %
EV/EBIT (oik.)	13,4	18,6	16,2	14,5
EV/EBITDA	11,2	15,1	12,4	11,4
EV/Liikevaihto	1,6	2,1	2,0	1,9

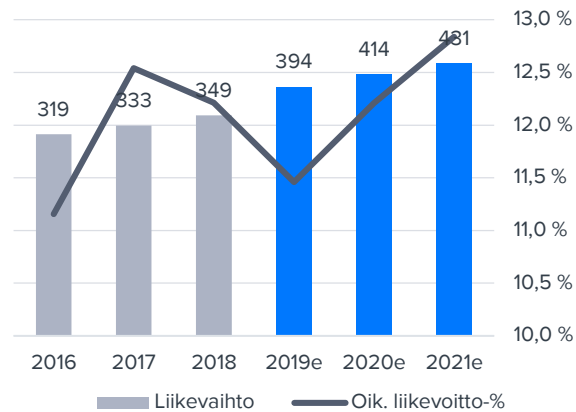
Lähde: Inderes

Osakekurssi



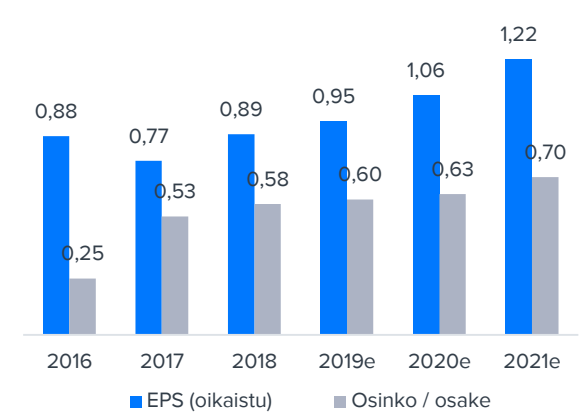
Lähde: Thomson Reuters

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
- Yritysosotot
- 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



Arvostus

- Vaisala on laatuyhtiö pitkällä tasaisella tuloskasvulla ja vahvalla osingolla
- Tuloskasvu vauhdittuu painopisteen muuttuessa kohti Teollisten mittausten liiketoimintaa
- Hyväksyttävä arvostus nousee tuloskasvun nopeutuessa ja skaalautuvan liiketoiminnan lisääntyessä
- Iso kassa, vahva ja vakaa osingonmaksaja
- Osakkeen arvostus on tällä hetkellä kokonaisuudessa hieman haastavasti hinnoiteltu

MCAP

838

MEUR

EV

838

MEUR

EV/EBIT

18,6

2019e

P/E (oik.)

24,3

2019e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-16
Markkinat ja kilpailukenttä	17-20
Historiallinen kehitys	21-22
Ennusteet	23-24
Sijoitusprofiili	25-27
Arvonmääritys	28-31
Taulukot	32-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36

Vaisala lyhyesti

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

35 % (57 %)*

Perustajasuvun omistusosuus (äänistä)

2,3-2,7 miljardin markkina

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

349 MEUR (+5 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

67% / 33%

Sää ja ympäristö / Teollisten mittauslaitteiden osuus liikevaihdosta 2018

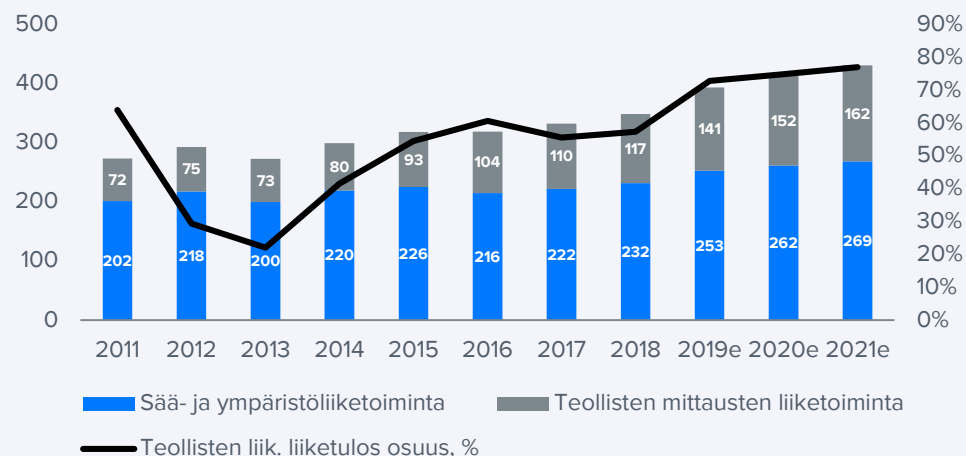
42,6 MEUR (12,2 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2018

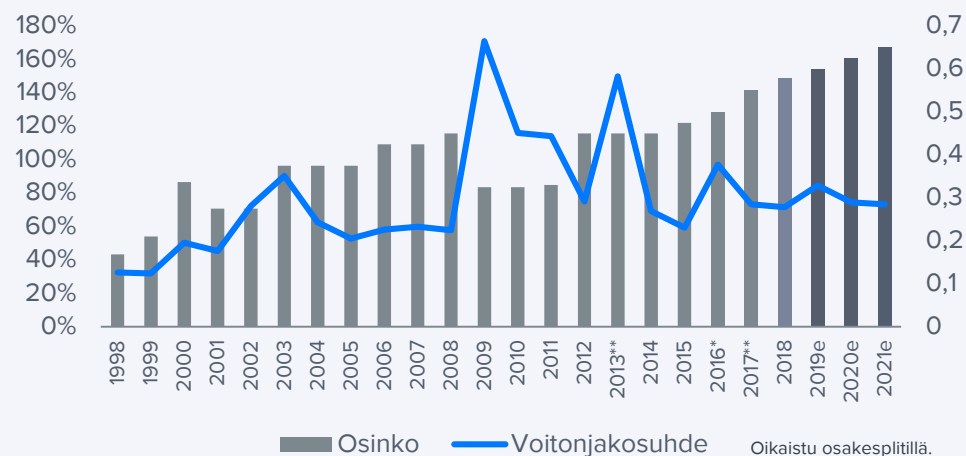
2 tehdasta

> 6 000 tuotetta

Teollisuus vetää kasvua ja tulosta



Hyvä, vakaa osingonmaksaja



Lähde: Vaisala / Inderes *Inderes arvio omistusosuudesta

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

Yhtiökuvaus ja liiketoiminta 1/3

Yhtiökuvaus

Arvoketjussa arvonluoja

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

Vaisalassa työskenteli Q2'19 lopussa 1883 henkilöä, joista 38 % ulkomailla. Vaisala palvelee asiakkaita yli 150 maassa. Vuonna 2018 Vaisalan liikevaihto oli 349 MEUR. Vaisala on vuodesta 1989 kasvanut keskimäärin noin 8 % vuodessa ja liikevoittomarginaali on historiallisesti ollut keskimäärin noin 13 %.

Vaisala on historiassa kasvanut pääasiallisesti orgaanisesti oman T&K:n tukemana. Vaisalan tekemät yritysostot ovat olleet suhteellisen pieniä ja ostot ovat yleensä olleet teknologiaan liittyviä kauppia. Viime vuoden lopulla yhtiö kertoi pitkästä ajasta myös suuremmasta yritysostosta, tätä edeltävä suurempi kauppa oli vuodelta 2013. Lisäksi yhtiö teki yhden hieman pienemmän yritysoston vuoden lopulla. Vahva tase ja luottosopimus antavat kuitenkin edelleen hyvät mahdollisuudet uusiin yrityskauppoihin. Yhtiö on myös divestoinut ei-strategisia toimintoja, joista viimeisin vuonna 2016.

Tutkimus- ja kehitystyö 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 Vaisalan pitkä historiallinen tuotejohtajuus, T&K-panostukset ja yhteistyö yliopistojen ja asiakkaiden kanssa luovat hyvät mahdollisuudet myös jatkossa pysyä arvoketjussa korkean lisäarvon luoja roolissa. Vaisalan onnistumista T&K:ssä on sijoittajan näkökulmasta vaikea mitata etukäteen, mutta historiallisen suorituksen ja jatkuvien vahvojen tuotekehityspanostusten ansiosta luottamuksemme yhtiön onnistumiseen tuotekehityksessä on vahva.

Vuoden 2017 lopulla yhtiö päätti investoivansa 30 MEUR uuteen moderniin toimistorakennukseen ja laboratoriotiloihin Vantaalla. Uusi rakennus tukee lähinnä T&K toimintoja. Viime vuonna tutkimus- ja tuotekehityskulut olivat 45 MEUR tai 13 % liikevaihdosta. Vuodesta 1989 lähtien yhtiö on kumulatiivisesti panostanut noin 752 MEUR tai noin 13 % liikevaihdosta tutkimukseen ja kehitykseen. Vuonna 2019 yhtiö kasvattaa T&K-panostuksia.

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. konenäkö ja tekoälyyn liittyvät ohjelmistot. Vaisalan 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.

Kumppanit



Avainasiakkaat



Yliopistot,
Tutkimusorganisaatiot ja T&K
kumppanit



Ilmatieteen laitokset



Valmistuskumppanit



Yhteistyöprojekteja



Toimittajat ja alihankkijat

Toiminnot

Tuotekehitys



Myynti ja
markkinointi



Anturien
valmistus



Tuotanto



Resurssit

Räätälöidyt
ratkaisut



Patentit ja IP-
oikeudet



Pitkä luotettava
historia



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
Life science
Sähköntuotanto ja -siirto



Sää- ja ympäristöliiketoiminta (Julkinen)

Meteorologia
Lento-, tie- ja laivaliikenne
Uusiutuva energia
Ilmanlaatu



Tuotteet

Pääasiassa räätälöityjä tuotteita
– yli 6000 tuotetta

Säälaitteita
esim. tutkia



Projektit



Mittauslaitteita



Dataa esim.
salamointi



Kustannusrakenne

312 m€ (2018)



Materiaali- ja
valmistuskustannukset (47 %
Liikevaihdosta)



Tuotekehitys
(13 %)



Myynti, markkinointi ja
hallinto (30 %)

Tulovirrat

Maantieteellisesti



EMEA 29 %
Amerikka 39 %
Aasia ja
Tyynenmeren
alue 31 %

Mix



Tuotteet
66 %



Projektit
20 %



Palvelut
14 %

Liikevaihto 349 m€
EBIT 39 m€ (2018)



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 2013 78 %:sta viime vuosien noin 40 %:iin. Näin ollen Teollisten mittausten liiketoimintaista on tullut yhtiön suurin ja tärkein liiketoiminta-alue tuloksella ja kasvulla mitattuna.

Vaisalan liiketoimintojen liikevaihto on molemmissa liiketoimintayksiköissä jaettu edelleen tuotteisiin ja palveluihin. Sää- ja ympäristöliiketoiminnan kolmantena alakategoriana on vielä projektimyynti. Konsernitasolla tuotemyynnin osuus on suhteellisesti kasvanut viimeisen neljän vuoden aikana ollen 231 MEUR tai 66 % liikevaihdosta viime vuonna. Projektiliikevaihto on selvästi syklisempää ja taso on suhteellisesti laskenut noin 20 %:iin liikevaihdosta, kun tuotteiden osuus on kasvanut. Palveluiden osuus liikevaihdosta on viimeisen viiden vuoden aikana ollut vakaalla 14-15 %:n tasolla.

Palveluliiketoiminta eroaa hieman liiketoimintayksiköiden välillä. Sää- ja

ympäristöliiketoiminnan palvelut sisältävät informaatio- ja kenttäpalveluita. Teollisten mittausten palvelut ovat pääasiassa tuotteiden kalibrointia sekä korjausta. Isossa kuvassa palvelut ovat hyvä mahdollisuus, mutta uuden liiketoiminnan kehitys on hidasta. 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 viime vuonna 117 MEUR ja sen osuus konsernin liikevaihdosta oli viime vuonna 33 % (2017: 33 %). Liikevaihto on kasvanut keskimäärin 7 % vuodessa vuodesta 2011.

Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen asiakkaat edustavat eri teollisuudenaloja, joilla olosuhdemittaukset ovat tärkeitä toiminnan tehokkuuden, tuotteiden laadun ja energiankulutuksen optimoinnin kannalta. Esimerkkejä teollisuusaloista, joita Teollisten mittausten liiketoiminta palvelee, ovat sähkönsiirto, lääketeollisuus, teollinen kuivaus (esim. paperiteollisuus), elektroniikka, rakennusten automaatio, autoteollisuus, maatalous sekä elintarviketeollisuus sekä viimeisen yrityskaupan myötä nestemittauslaitteita. Vaisala raportoi liikevaihdon Tuotteissa vastaten 90 % liikevaihdosta ja Palveluissa 10 % liikevaihdosta.

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue

Sää- ja ympäristöliiketoimintain liikevaihto oli viime vuonna 232 MEUR ja sen osuus konsernin liikevaihdosta oli viime vuonna 67 %. Liikevaihto on kasvanut keskimäärin vain 2 % vuodessa vuodesta 2011. Pääosin hidaskasvu johtuu poliittisesta ympäristöstä ja siitä ettei julkinen puoli ole ollut valmis lisäämään investointeja. Lisäksi liikevaihdon kasvua on osittain hidastanut myös myydyt liiketoiminnot. Toisaalta Leosphere-yritysosto tukee liiketoiminta-alueen kasvua kuluvana vuonna. Kokonaisuudessa liiketoiminta-alueen orgaaninen 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. Yhtiö myy nyt hyvin skaalautuvia säädatapalveluita, mutta osuuden kasvattaminen on haastava lyhyellä aikavälillä. Arviomme mukaan osittain tästä johtuen yhtiö uudelleenjärjesteli kesällä digitaalisia palveluitaan ja osti Forecan yritysliiketoiminnot.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Liiketoimintamalli

Arvonluojan positio pysyvästi avainroolissa

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

Tarkasteltaessa Vaisalan suurta määrää eri tuotteita ja ”High-mix/Low-volume” -tuotantoa nousee tuotannon johtaminen entistään 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 niin skaalautuvuus ei vielä tule läpi vahvemmin. Tällä hetkellä yhtiö myy jo hyvin skaalautuvia säädatapalveluita 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. Vaisalalta löytyy myös joitakin massavolyymituotteita, kuten esimerkiksi radiosondit. Tuotteita on kuitenkin valmistettu jo 80 vuoden ajan ja täten tuotteita voisi pitää jatkuvana toimintana. Vaisalan liiketoimintamalli ei kuitenkaan nykyisellään perustu vahvasti jatkuviin tai skaalautuviin liiketoimintoihin, vaan korkean lisäarvon räätälöityihin ratkaisuihin pienillä niche-markkinoilla. Vaisala onkin erikoistunut pääasiassa vaativiin asiakastoimituksiin.

Vaisalan liiketoimintamalli on mielestämme 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 sekä vapauttaa resursseja, vähentää tilausten käsittelyn vaikeutta että nopeuttaa aikaa 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 noin 10 %:sta yli 20 %:iin. Emme kuitenkaan arvostuksessa tai verrokkeihin verratessa oikaista T&K-kuluja johtuen toiminnan kriittisyydestä pitkällä aikavälillä etenkin markkina-aseman ja arvoketjuposition säilyttämisen näkökulmasta.

Vaisala on kehittänyt myyntikanaviaan

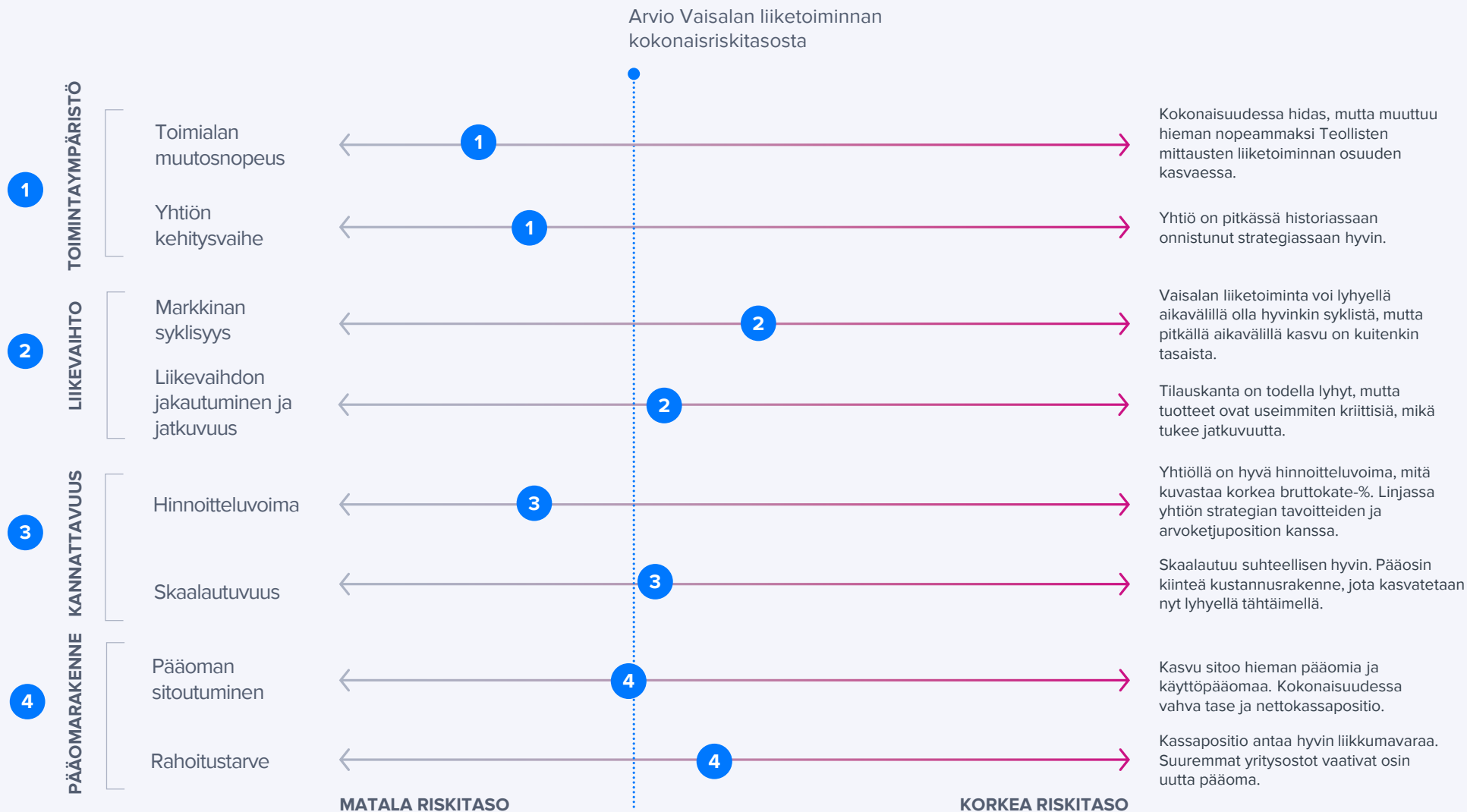
Vaisala on viimeisen parin vuoden aikana kehittänyt myyntiorganisaatiotaan. Molempien liiketoiminta-alueiden myyntiorganisaatiot ovat maantieteellisesti jaettu ja ne ovat tulos- ja palveluvastuullisia (sisältää tuote- ja palvelumyynnin). Yhtiö on myös yksinkertaistanut organisaatioiden vastuita ja uudistanut myynnin kannustinjärjestelmää. Vaisala pyrkii edelleen käyttämään jakelijoita, joilla on vahva brändi omilla erikoistumisalueillaan. Vuoden 2016 lopulla muutetun Sää- ja ympäristöliiketoiminnan maantieteellinen myyntivastuu mahdollistaa arviomme mukaan paremmin ristiinmyynnin. Tulosvastuu tuo näkemyksemme mukaan odotettua myyntipainotusta muutoin insinööripainotteiseen vahvan osaamisen yhtiöön.

Verkkokaupan alustan tekninen uudistaminen on edelleen menossa. Yleisesti verkkokaupan odotetaan tehostavan ja vapauttavan resursseja sekä Vaisalan että asiakkaan puolelta.

Vaisalan liiketoimintamalli



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia vuosille 2019-2023 ja toteutus

Vaisala päivitti kesällä yhtiön strategian ja yhtiö 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. Vuoden 2018 lopun yritysostojen myötä liiketoiminta-alueiden keihäänkärjet muuttuivat hieman.

Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen (IM) sisältävien kosteus- ja hiilidioksidimittausten lisäksi kasvua haetaan olosuhdevalvontajärjestelmistä, sähköjärjestelmien kunnonvalvonnan laitteista sekä nyt yrityskauppojen myötä myös nestemittauksista. Yhtiön tavoitteena on ylittää Vaisalan keskimääräinen kasvu (>5 %).

Odotamme Teollisten mittausten liiketoiminnan vetävän yhtiön keskipitkän aikavälin kasvua perustuen hyviin tuotteisiin, olemassa olevien markkinoiden potentiaaliin ja uusien niin maantieteellisten kuin myös tuotealueiden mahdollisuuksiin. 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 ydinosaa- 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.

Yhtiö fokusoi T&K:n instrumentti- ja tutkatarjooman uudistamiseen (aiemmin vain C-taajuus ja nyt myös X-taajuus). Yhtiön kommenttien perusteella uusia tuotteita on odotettavissa useita lähiaikoina. Kasvua yhtiö odottaa tuulen etämittausratkaisusta ja innovatiivisista data- ja ohjelmistotuotteista etenkin älykkäiden liikennejärjestelmien markkinalta. Lisäksi viime vuoden lopun Leosphere-yritysosto vahvisti tuoteliiiketoimintaa ja toi uutta valikoimaa jo olemassa olevan tuoteperheen rinnalle. Yllä olevista osa-alueista 3-4 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 ratkaisuilla on tulevaisuudessa suuri kasvupotentiaali, vaikka siitä tällä hetkellä ei vielä muodostu suurta liikevaihtoa. Yhtiö kertoi elokuussa pienestä Forecan yritysliiketoiminnan ostosta ja yhtiön Digital-yksikön uudelleenjärjestelystä vauhdittaakseen liiketoiminnan kehitystä (tarkemmin luettavissa [tästä](#)). Ymmärryksemme mukaan digitaalisten ratkaisujen liiketoiminta on ollut tappiollista. Fokus on nyt kääntää liiketoiminta kannattavaksi ilmoitettujen tehostamisien avittamana.

Operations-yksikön strategia

Operationsin (tuotannon) strategian prioriteettina ovat tuottavuuden parantaminen, keskeisten tuotantoteknologioiden ja hankintatoimen sekä tuotteiden elinkaarihallinnan prosessien kehittäminen. Tuotannon kehitys ei käytännössä ikinä lopu, vaan sitä hiotaan aina sekä nykyisten tuotteiden että uusien tuotteiden tehokkuuden, laadun ja toimitusvarmuuden parantamiseksi. Uusi Vantaalle rakennettu toimistorakennus parantaa aikaisempaa tuotannon kapasiteettipulaa, koska T&K siirtyy uuteen rakennukseen. Yhtiö on todistetusti pystynyt hyvin tehostamaan toimintojansa viime vuosien aikana, joka luo uskoa myös jatkossa pieniin tehostamisien realisoitumisiin. Yhtiön tuottavuus on parantunut 13 %-yksikköä edellisen kahden vuoden aikana ja yhtiö odottaa 4 %-yksikön tehostamisia vuonna 2019, minkä myötä tuottavuus nousisi 64 %:iin.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Taloudelliset tavoitteet vuosille 2019-2023

Vaisala päivitti kesäkuussa strategian ja tavoitteensa vuosille 2019-2023. Yhtiö tavoittelee keskimäärin yli 5 % vuotuista kasvua (aik. 5 %) ja yli 12 % liikevoittomarginaalia (aik. 15 %). Yhtiön kasvu vaatii uusia kyvykkyyksiä ja resursseja tuotekehitykseen, myyntiin ja markkinointiin. Lisäksi yrityskauppoihin liittyvät aineettomien oikeuksien poistot kasvavat.

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

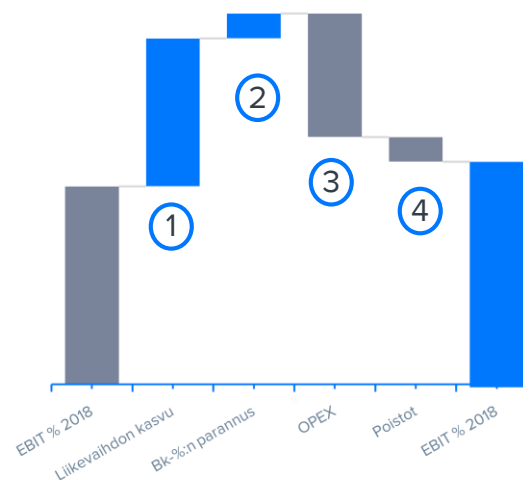
Liikevaihdon osalta Vaisala ylsi vuosina 2014 ja 2015 kasvutavoitteeseensa. Vuonna 2016 yhtiö jäi selvästi 5 %:n kasvutavoitteestaan Sää- ja ympäristöliiketoimintain heikkoudesta johtuen ja vuosina 2017 ja 2018 yhtiö jäi hienoisesti tavoitteestaan. Vuosina 2019-2023 odotamme Vaisalan yltävän kasvutavoitteeseensa viime vuoden lopun yritysostojen tukemana. Orgaanisen

kasvun arvioimme kuitenkin jäävän hieman alle yhtiön > 5 %:n kasvutavoitteen.

Liikevoittomarginaalin osalta Vaisala jäi viime vuosina aiemmista tavoitteistaan. Yhtiö kuitenkin ylsi vuonna 2017 uuteen laskettuun yli 12 % tavoitteeseen. Ennustamme liikevoittomarginaalin laskevan selvästi kuluvana vuonna (8 %:iin) matalakatteisimmista yritysostoista, kasvaneista operatiivisista kuluista ja yrityskauppojen poistoista johtuen. Ennustamme kuitenkin liikevoittomarginaalin paranevan selvästi strategiakauden aikana ja lähes saavuttavan yhtiön yli 12 %:n tavoitteen (2023e: 11,5 %).

Liikevoittomarginaalitavoitteen tiekartta

Vaisala tavoittelee liikevoitto-%:n parannusta yli 12 %:iin 1) liikevaihdon kasvun ja 2) bruttokate-%:n parannuksen myötä. Toisaalta kannattavuuden paranemista hidastaa 3) operatiivisten kustannusten nousu (kuten T&K) ja 4) yritysostoihin liittyvien aineettomien oikeuksien poistojen kasvu.



Osinkopolitiikka ennallaan

Vaisalan osinkopolitiikka on ennallaan ja 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 vuosille 2019-2023

Vaisala tavoittelee yli 5 %:n keskimääräistä vuotuista kasvua

Vaisalan tavoitteena on saavuttaa yli 12 %:n liikevoittomarginaali

Toteuma 2014-2018

Liikevaihdon kasvu 5 %

Liikevoitto-marginaali 7-12 %

Inderes ennuste 2019-2023

Liikevaihdon kasvu 6 % p.a.

Liikevoitto-marginaali 11,5 %

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Kilpailutekijät

Vaisalan kilpailuedut perustuvat korkeaan osaamiseen ja vahvaan markkina-asemaan. Arvioimme, että Vaisalan pitkä historiallinen tuotejohtajuus, jatkuvat korkeat T&K-panostukset ja yhteistyö yliopistojen ja asiakkaiden kanssa luovat hyvät mahdollisuudet pysyä myös jatkossa lisäarvon luoja roolissa arvoketjussa. Arvioimme mukaan Vaisalan eri markkina-alueiden suhteellisesti pieni markkinakoko, korkeasta kannattavuudesta huolimatta, rajoittaa suurempien yhtiöiden tuloa Vaisalan markkina-alueille. Kuten sanottu, jos jokin tuote tai palvelu ei enää ole strategisessa roolissa (lisäarvoa tuottava) niin yhtiö voi divestoida tämän. Yksittäisiä kilpailutekijöitä mietittäessä, Vaisalan puhdashuone on yhtiön kriittisin kilpailutekijä. Esimerkiksi Vaisalan kosteus-, paine- ja hiilidioksidiantureiden valmistusprosessit vaativat yhä tarkemmin säädeltyä 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 markkinapenetraatiota.

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

Lyhyen tähtäimen fokusalueet

Vaisalan liiketoiminta-alueiden strategioiden lisäksi yhtiön fokuksessa on lyhyellä tähtäimellä:

Myynnin kehittäminen: Viime vuosina myyntiä on koulutettu ja kannattavuusajattelua painotettu. Lisäksi teollisuudessa uudet jakelukanavat ovat edenneet, mutta uusilla jakelijoilla kestää aikansa ennen kuin he alkavat tuottamaan volyymia. Arvioimme uusien tuotteiden ja palveluiden markkinapenetraation olevan nopeampi teollisella puolella ja konservatiivisempien sääpuolen asiakkaiden päätöksenteon olevan hitaampaa. Lisäksi Vaisalan pari vuotta sitten aloittama verkkokaupprojekti on iso ja kompleksi projekti (tuhansia tuotteita, joita pitäisi pystyä räätälöimään), joka jatkuu edelleen. Verkkokaupan olisi tarkoitus taipua konfiguraatioihin, räätälöintiin ja samalla antamaan digitaalisesti tarjouksen.

Digitaalisten ratkaisujen osaamisen ja tuotannon kehittäminen: Yhtiö kertoi elokuussa uudistavansa Vaisala Digital liiketoimintansa painopistealueita ja uudelleenorganisoivansa toimintojaan

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

Näkemyksemme mukaan yhtiö fokusoituu oikeisiin asioihin, kuten jo aiemmin haasteeksi näkemäämme myynnin ja skaalautuvan liiketoiminnan (ohjelmistojen ja digitaalisten ratkaisujen) tarjonnan kehittämiseen. Jos yhtiö onnistuu myyntiorganisaation kehittämisessä ja skaalautuvan liiketoiminnan lisäämisessä, on tuloskasvuvauhdin parantamiseen ja strategian tavoitteisiin pääsyyn hyvät edellytykset niin liikevaihdon kasvun kuin myös kannattavuuden kautta. Tästä ollaan saatu viitteitä viime kvartaaleina. Fokusalueiden kehitys on arviomme mukaan ainakin osin jatkuvaa myös pidemmällä aikavälillä.

Yrityskaupat

Yritystojen fokus kasvua vahvistavissa rinnakkaistuotteissa

Vaisalan tavoitteena on maailmanlaajuinen tuote- ja markkinajohtajuus valituilla liiketoiminta-alueilla. Siihen se pyrkii sekä orgaanisella kasvulla että yritysostoin. Vaisala on historiassa toteuttanut monia yrityskauppoja, mutta ne ovat kuitenkin liikevaihtonäkökulmasta olleet pieniä. Yksi suurempi yrityskauppa oli vuonna 2009 hankittu QTT, jonka liikevaihto oli 20 MUSD. Osa QTT:stä myytiin kuitenkin vuonna 2013 ja osa myytiin vuonna 2017. Yhtiön mukaan parhaat onnistumiset on historiassa tehty ostettaessa teknologiaa. Yhtiö on historiassa ostanut myös kilpailijoita, mutta huonoin kokemuksiin.

Ymmärryksemme mukaan yhtiö priorisoi edelleen yritysostoja, joissa ostetaan lisäparametreja nykyisten tuotteiden rinnalle, suoran 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 arviomme mukaan tässä on haasteena pitkälle venyvä liikevaihdon generoituminen.

Yhtiöllä on taseen ja kassan (42 MEUR Q2'19 lopussa) näkökulmasta edelleen hyvät edellytykset tehdä yritysostoja. Lisäksi yhtiö allekirjoitti viime vuonna 50 MEUR:n komittoidun valmiusluottosopimuksen. Yrityskauppakohteen koko voi vaihdella kymmenien miljoonien kokoon

asti, mutta enää yhtiö ei pidä startup-yrityksiä todennäköisinä ostokohteina.

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. Pidimme jo kaksi vuotta sitten todennäköisenä, että yhtiö tulee tekemään yritysostoja. Yhtiö on tämän jälkeen tehnyt viisi yritysostoa. Kaksi näistä on ollut teknologiaan liittyvää, muuta liikevaihdon näkökulmasta pientä yritysostoa. Viime vuoden lopulla Vaisala kertoi suuremmasta vajaan 30 MEUR:n liikevaihdon yritysostosta. Ymmärryksemme mukaan korkea valuaatio ei yleensä ole syy kauppojen poisjäämiselle, sillä ostettaessa "niche"-teknologiaa ei näiden kysyntä ole kovin suurta ja täten arvostustasot maltilliset. Aikaisemmin amerikkalaiset yhtiöt ovat ymmärryksemme mukaan ostaneet potentiaaliset ostokohteet korkeammalla arvostuksella. Arviomme mukaan niche-tuoteyhtiöiden arvostuksien nousua on ajanut pitkään jatkunut suotuisa markkinatilanne. Näkemyksemme mukaan Vaisalalla pitäisi yleisesti ottaen olla yritysostokohteen löytyessä hyvät mahdollisuudet saada kaupasta suotuisat synergiat perustuen laajan asiakasverkon luomaan ristiinmyyntipotentiaaliin. Näemme todennäköisen teknologiayrityskaupan arvostuksen liikkuvan 1,5x-2,0x EV/Liikevaihto-haarukassa (Vaisala 2018e EV/Liikevaihto 1,7x). Oma arvostusta korkeammassa ostossa synergiahyötyjä täytyy löytyä, jotta yrityskauppa olisi jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa luova.

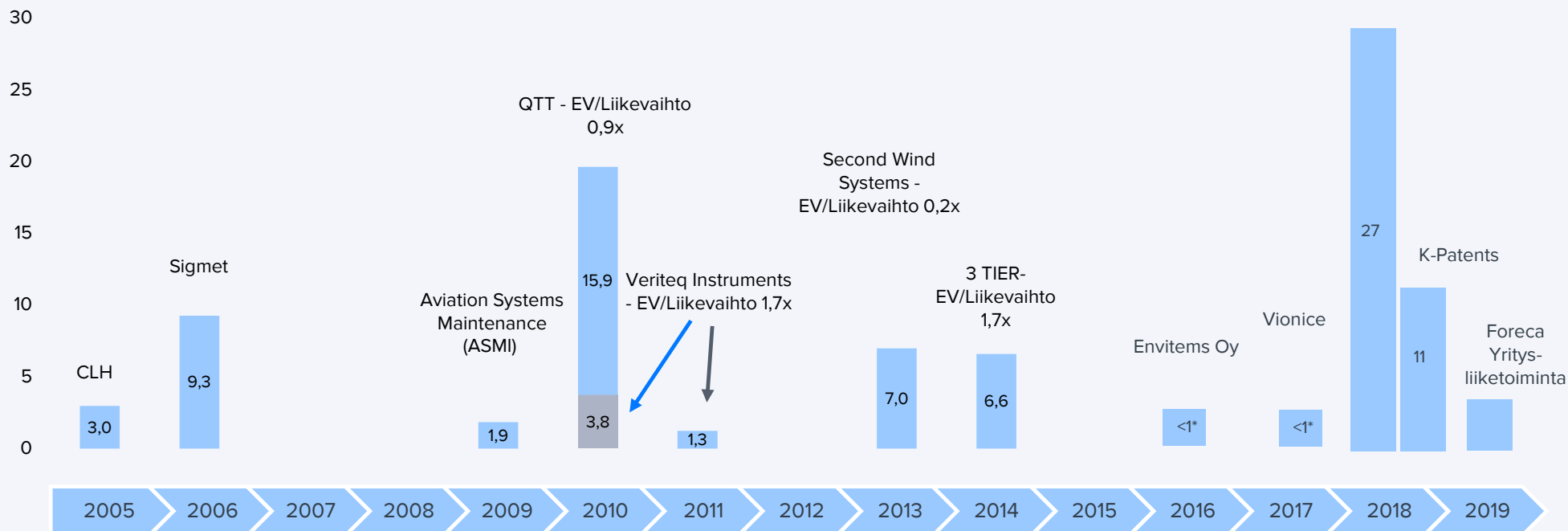
Lähihistorian suuremmat yrityskaupat

Vuoden 2018 joulukuussa Vaisala kertoi ostavansa suomalaisen nestemittauslaitteita valmistavan K-Patentsin ja laajentavansa tuotevalikoimaansa kaasumittauksista nesteiden mittauksiin. Kauppa on mielestämme linjassa Vaisalan yrityskauppapolitiikan kanssa, sillä yhtiö on pyrkinyt ostamaan valmista liiketoimintaa olemassa olevien liiketoimintojen rinnalle. 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.

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 on hieman haastava, mutta pidemmällä tähtäimellä jos yhtiö saa synergioita realisoitua (kuten voi olettaa) on kauppa perusteltu. Kauppa on mielestämme linjassa Vaisalan yrityskauppapolitiikan kanssa, sillä yhtiö on pyrkinyt ostamaan valmista liiketoimintaa olemassa olevien liiketoimintojen rinnalle.

Vaisalan yritysjärjestelyjä 2005-2019

Yrityssostot, Liikevaihto
MEUR



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 matalaa lisäarvoa tuottaviin
toimintoihin

Markkinat ja kilpailukenttä 1/3

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 big data, 3) kaupungistuminen, 4) uusiutuva energia ja 5) energiatehokkuus. Näkemysmme mukaan megatrendit tukevat liiketoimintojen 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). Markkinan koko on kasvanut viime vuodesta osin yritysostojen tuomien uusien markkinoiden ja toisaalta markkinakasvun myötä. Jatkossa Vaisalan markkinaosuudet ja markkinakasvuarviot indikoivat arviomme mukaan markkinakasvun kanssa linjassa olevaa noin 6 %:n kokonaiskasvua. Vaisala panostaa kuitenkin tällä hetkellä nopeammin kasvaviin markkina-alueisiin ja näin ollen markkinan kasvua nopeampi vauhti on mahdollista tulevaisuudessa.

Liikevoittomarginaalia tarkastellessa Vaisalasta ei välttämättä välity oikea kuva toimimisesta niche-

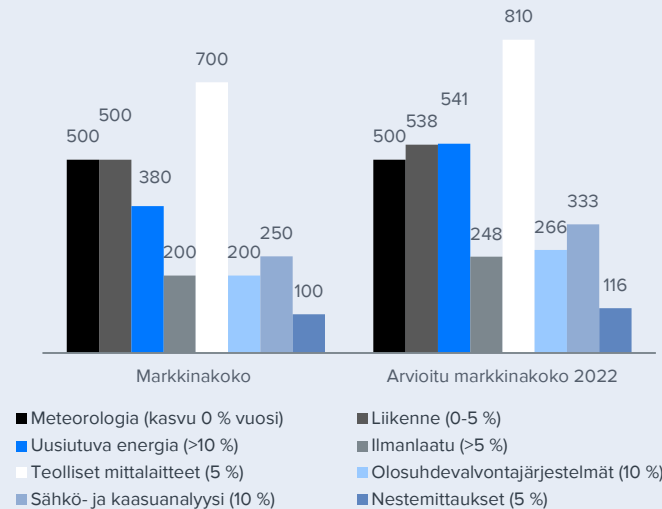
markkinalla, missä kilpailu on vähäistä ja kannattavuus korkea. Tämä johtuu Vaisalan suhteellisen korkeista T&K-kuluista (yli 10 % liikevaihdosta), jotka ovat välttämättömiä innovaation kärjessä pysymiseen toivotuilla alueilla. Tämän takia pidämme bruttokatemarginaalia hyvänä indikaattorina, kun tarkastellaan yhtiön operatiivista kannattavuutta.

Teollisten mittausten -markkina

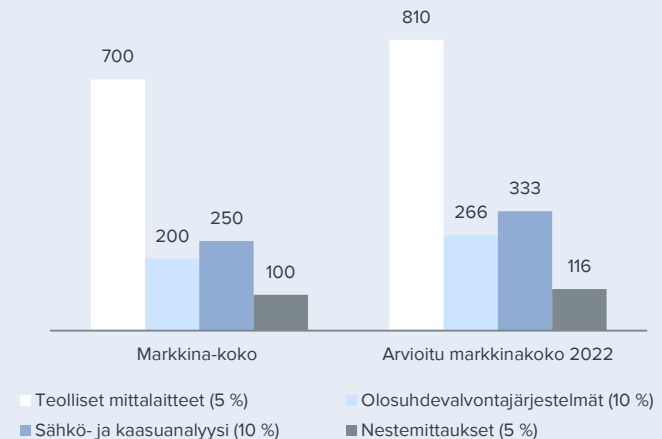
Teollisten mittausten liiketoiminnan kohdemarkkinan koko on Vaisalan arvion mukaan 1030-1250 MEUR ja sen odotetaan kasvavan noin 7 %:n tahtia lähivuosina (2018: 9 %). Vaisalan markkinaosuus on tästä arviomme mukaan 11-14 %. Markkina jakautuu neljään eri kohdemarkkinaan 1) teolliset mittalaitteisiin, 2) sähkö- ja kaasuanalyyysiin, 3) olosuhdevalvontajärjestelmiin ja 4) nestemittauksiin. Uutena asiakassegmenttinä yrityskaupan myötä tuli nestemittaukset. Teollisten mittaratkaisujen osalta Vaisala arvioi markkinoiden edelleen olevan hyvät. Yhtiö odottaa kysynnän kasvavan kaikissa kohdealueissa kuluvana vuonna.

Mittalaitteet-asiakassegmentin markkinan koko on Vaisalan arvion mukaan 600-700 MEUR ja sen odotetaan kasvavan lähivuosina noin 5 %:n vauhtia. Vaisalan markkinaosuus on arviomme mukaan noin 15-20 %. Mittalaitteet-markkinan kasvu on Teollisten mittausten liiketoiminnan kohdemarkkinoista hitaimmasta päästä.

Vaisalan kohdemarkkinoiden jakauma ja koko (MEUR)



Teollisten mittausten liiketoiminta markkina (MEUR)



Markkinat ja kilpailukenttä 2/3

Sähkö- ja kaasuanalyysi -asiakassegmentin koko on yhtiön arvion mukaan 200-250 MEUR. Yhtiö arvioi markkinan kasvavan noin 10 %:n vauhtia lähivuosina, joten kasvu on kohdemarkkinoiden osa-alueista korkeimmasta päästä. Vaisalalla on arviomme mukaan noin 5 %:n markkinaosuus sähkö- ja kaasumarkkinalla. Vaisalan kyseinen liiketoiminta ei ole lähtenyt toivotulla kulmakertoimella liikkeelle. Haasteena on ymmärtääksemme ollut ettei Vaisalaa tunnettu uudella markkinalla. Yhtiö on nyt uudistanut myyntiään ja näkee tuotteella olevan kysyntää, mutta asiakkaiden päätöksenteko on hidasta.

Olosuhdevalvontajärjestelmä-asiakassegmentin kohdemarkkinan koko on Vaisalan arvion mukaan 150-200 MEUR ja sen odotetaan kasvavan noin 10 %:n tahtia lähivuosina. Vaisalan markkinaosuus on arviomme mukaan 15-20 % olosuhdevalvontajärjestelmä-markkinalla. 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.

Nestemittaus-asiakassegmentti tuli Vaisalalle K-Patents yritysoston myötä viime vuoden lopulla. Nestemittaus-asiakassegmentin kohdemarkkinan koko on Vaisalan pienin ja arvion mukaan 80-100

MEUR. Markkinan odotetaan kasvavan noin 5 %:n tahtia lähivuosina. Vaisalan markkinaosuus on arviomme mukaan 15-20 %.

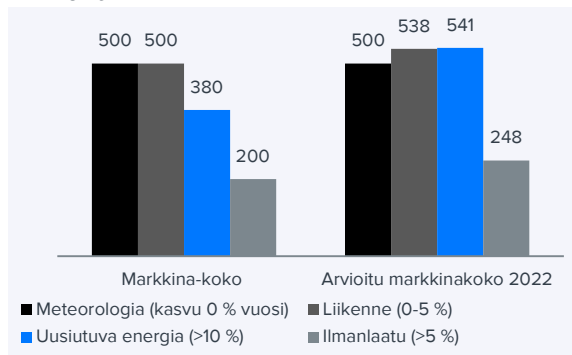
Sää- ja ympäristöliiketoiminta markkina

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kohdemarkkinan koko on yhtiön arvion mukaan 1230-1580 MEUR ja odotamme sen kasvavan noin 5 %:n tahtia lähivuosina. Vaisalalla on arviomme mukaan noin 16-21 %:n markkinaosuus kokonaisuudessaan Sää- ja ympäristöliiketoiminnan markkinalla.

Sään mittausratkaisujen markkinanäkymien yhtiö kommentoi olevan tasaiset vuonna 2019. Sään mittaratkaisuihin yhtiö odottaa maltillista kasvua digitaalisista ratkaisuista kuluvaan vuonna ja lähtötaso on hyvin matala.

Maantieteellisesti yhtiö arvioi mittaratkaisujen kysynnän paranevan Euroopassa ja jonkin verran Kiinassa ja Americas-alueella kuluvaan vuonna. Aasian, Lähi-idän ja Afrikan alueella kysynnän arvioidaan olevan tasainen.

Sää- ja ympäristöliiketoiminnan markkinakoko



Meteorologia-asiakassegmentin markkinan koko on Vaisalan arvion mukaan 450-500 MEUR ja se on siten Vaisalan sää- ja ympäristöliiketoiminnan suurin kohdemarkkina-alue. Vaisalan markkinaosuus kyseisellä markkinalla on arviomme mukaan 25-30 %. Lähivuosina odotamme markkinan olevan vakaa.

Liikenne-asiakassegmentin markkinan koko on Vaisalan arvion mukaan 300-500 MEUR kuluvaan vuonna. Vaisalan markkinaosuus Liikenne-markkinalla on arviomme mukaan 25-30 %. Lähivuosina odotamme markkinan kasvavan hieman.

Uusiutuva energia -asiakassegmentin koko on Vaisalan arvion mukaan 330-380 MEUR. Yhtiö arvioi kyseisen markkinan kasvun olevan Sää- ja ympäristöliiketoiminnan osa-alueista vahvinta, kun sen arvioidaan kasvavan yli 10 %:n vuosittaista vauhtia. Vaisalan markkinaosuus on Uusiutuva energia -asiakassegmentissä arviomme mukaan noin 15-20%. Uusiutuvan energian markkinoilla on näkemyksemme mukaan myös pitkällä aikavälillä hyvät kysyntänäkymät.

Ilmanlaatu-asiakassegmentin koko on Vaisalan arvion mukaan 150-200 MEUR. Vaisalan markkinaosuus tällä markkinalla on arviomme mukaan hyvin pieni, mutta arvioimme sen osuuden kasvavan seuraavina vuosina. Vaisala odottaa markkinan kasvavan yli 5 %:n vauhtia.

Markkinat ja kilpailukenttä 3/3

Kilpailukentässä eri vahvuudet eri alueilla

Vaisalan kilpailukenttä on hyvin pirstaloitunut, koska yhtiö operoi pienissä markkinasegmenteissä ja monella eri tuotteella (yli 6000 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 korkeasta osaamisesta ja asemasta arvoketjussa. Lisäksi Vaisala räätälöi suuren osan tuotteistaan asiakkaalle sopivaksi (noin 900 tuotemuutosta vuosittain), mikä vahvistaa Vaisalan asemaa ja nostaa markkinalle tulon kynnyistä. Toisaalta Vaisalalla on myös tuotteita, joita ei suuremmin räätälöidä, mutta nämäkin Vaisalan tuotteet ovat olleet markkinan johtavia tuotteita jo liki 80 vuoden ajan. Palveluliiketoiminnassa kilpailijat ovat yleensä pieniä ja kilpailu on paikallista.

Vaisalan mittauslaitteissa kilpailu on globaalia ja myös suuret yhtiöt kilpailevat tässä markkinassa. Tässä kilpailussa Vaisalan vahvuus on niissä asiakkaissa, jotka vaativat erittäin korkeaa mittaustarkkuutta ja luotettavuutta. Lisäksi paras mittaustarkkuus ja luotettavuus pystytään parhaiten takamaan samoilla tuotteilla, joilla aikaisemmat mittaukset on tehty, mikä sitoo asiakkaan vahvasti tiettyyn valmistajaan ja tuotteeseen. Vaisalalla on siksi näkemyksemme mukaan hyvä ja vakaa markkina-asema monen

tuotteensa markkinalla. Arvioimme myös, että erityisesti Teollisten mittauksen liiketoiminnan markkinalla on edelleen hyviä mahdollisuuksia saada lisämyyntiä jo olemassa olevilla tuotteilla, jos yhtiö lisää markkinointi- ja myyntipanostuksia.

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

Vaisalan sondeissa (yksi yhtiön tärkeimmistä tuotteista) kilpailu taas on sekä paikallista että globaalia. Sondeissa Vaisalan kilpailuvahvuus on erinomainen mittaustarkkuus. Muutama vuosi sitten yhtiö teki laajaan uudistuksen sondeihinsa. Viime vuoden 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, epäjatkuissa tilanteissa kuten ilmastonmuutoksessa vaaditaan usein paras tiedon laatu, jotta pystytään tekemään oikeat/parhaat johtopäätökset ja silloin Vaisalan tuotteet ovat arviomme mukaan todella kilpailukykyiset. Ilmastonmuutoskysymyksessä

korkean mittaustarkkuuden ja laadun lisäksi pitkä mittaushistoria samoilla laitteilla tuo kilpailuetua. Kysymykseen kilpailijoiden vahvuuksista ja heikkouksista on vaikea antaa tarkkaa yhtiökohtaista vastausta, koska suoria yksittäisiä kilpailijoita ei ole.

Vaisalan markkinat

Globaali markkinakoko ja kasvu

(markkina 2,3-2,8 MRD josta Vaisala 13-15 %**)

Sää- ja ympäristöliiketoiminta

(markkina 1,2-1,6 MRD josta Vaisala 16-21%**)

Meteorologia

Liikenne

Uusiutuva energia

Ilmanlaatu

Teollisten mittausten liiketoiminta

(markkina 1,0-1,3 MRD josta Vaisala 11-14%**)

Teolliset mittalaitteet

Olosuhde-
valvonta-
järjestelmät

Sähkö- ja
kaasu-
analyysi

Neste-
mittaukset

Markkinakoko*

450-500

300-500

330-380

150-200

600-700

150-200

200-250

80-100

Vuotuinen
markkinakasvu

0 %

0-5 %

>10 %

>5 %

5 %

10 %

10 %

5 %

Vaisalan
markkinaosuus*

>25 %

>25 %

10-25 %

<10 %

10-25 %

10-25 %

<10 %

10-25 %

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

Historiallinen kehitys

Historiallisesti yhtiö on tarjonnut tasaista kasvua hyvällä kannattavuustasolla

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

Kannattavuus on pysynyt aina hyvällä tasolla, mutta siinä on ollut hieman vaihteluita. Liikevoittomarginaali on vaihdellut 5-16 %:n välillä samaan aikaan kuin bruttokatemarginaali on ollut 48-57 %. Suurin lasku kannattavuudessa nähtiin vuosina 2009-2011, mikä oli pääosin 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 on painottunut tasaisesti kohti loppuvuotta.

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

Lyhyt tilauskanta

Vaisalan tilauskanta on suhteellisen lyhyt ja saadut tilaukset vaihtelevat suhteellisen paljon neljänneksien välillä. Tilauskannan pituus oli Q2'19 lopussa noin 1,5x 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).

H1'19 oli hyvä ja kysyntä indikoi hyvää jatkoa

Vuoden 2019 ensimmäinen vuosipuolisko oli hyvä useimmilla mittareilla. Liikevaihto kasvoi 15 % Leosphere- ja K-Patents-yrityskauppojen vetämänä. Saatujen tilauksien (+38 %) ja tilauskannan (+20 %) kehitys on ollut vahvaa alkuvuonna, mikä indikoi hyvää myös loppuvuodelle. Kysyntä oli vahvaa molemmilla liiketoiminta-alueilla. Sää- ja ympäristöliiketoimintain saadut tilaukset ja tilauskanta kasvoi Q2:lla 50 % ja 20 %. Vastaavat Teollisten mittausten liiketoiminnan luvut olivat 21 % ja 22 %.

Bruttokate-% nousi H1:llä kolme prosenttiyksikköä 54 %:iin. Nousua veti molemmat liiketoiminta-alueet ja se oli seurausta tuotekannattavuuden paranemisesta sekä tuotteiden korkeammasta osuudesta myyntimixistä. Myynnin, markkinoinnin ja hallinnon kulut sekä T&K-kulut kasvoivat liikevaihdon kasvua nopeammin. Seurattaessa operatiivista kannattavuutta ja erityisesti verrattaessa sitä vertailukautteen suosittelemme seuramaan oikaistua liikevoittoa. Olemme oikaisseet liikevoittoa yritysostoihin liittyvillä aineettomien oikeuksien poistoilla ja vuokrasopimuksen kuluvarauksella. Oikaistu

liikevoitto kasvoi vahvasti 14,4 MEUR:oon H1:llä vertailukauden 10,2 MEUR:sta, kun raportoitu liikevoitto laski 7,2 MEUR:oon. Näin ollen H1:n oikaistu liikevoittomarginaali nousi 8 %:iin vertailukauden 7 %:sta.

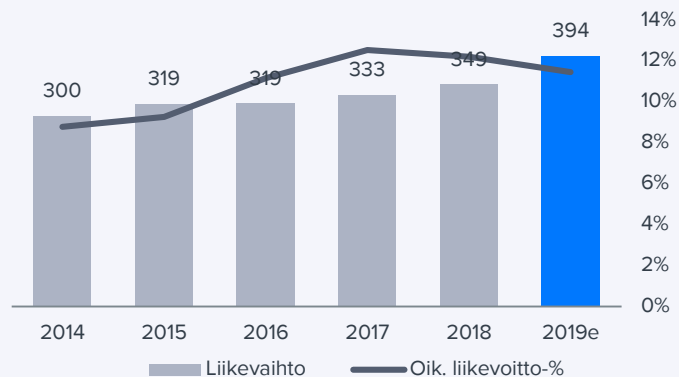
Vahva tase ja vakaa osinko

Vaisalan tase on historiallisesti ollut ja on edelleen hyvin vahva. Omavaraisuusaste oli Q2'19 lopussa 53 %. Viimeisen 20 vuoden aikana omavaraisuusaste on keskimäärin ollut 77 %. Vahva tase on myös mahdollistanut vahvan ja vakaan osingonmaksun. Vaisala on viimeisen 20 vuoden aikana joka vuosi maksanut osinkoa vähintään 32 % ja keskimäärin 77 % osakekohtaisesta tuloksesta. Yhtiöllä oli Q2'19 lopussa rahavaroja 42 MEUR tai 1,2 EUR osakkeelta. Yhtiö ei aktivoi T&K-kuluja taseeseen vaan kirjaa kaikki suoraan kuluksi.

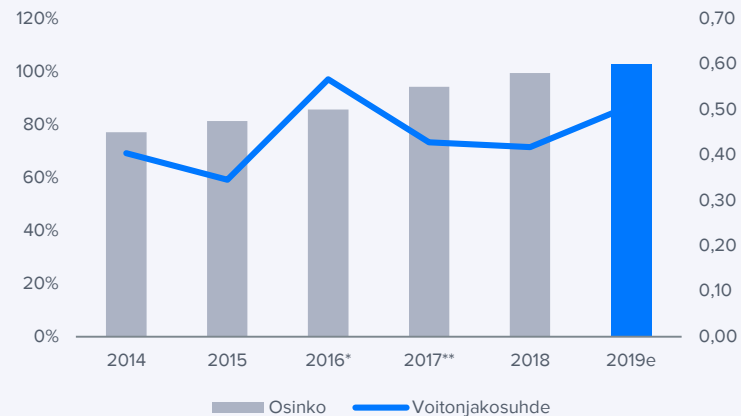
Vaisala on ostanut viime vuosina reilusti omia osakkeitaan ja Q2'19 lopussa yhtiöllä oli hallussaan yhteensä 556.000 osaketta (A-sarjan osakkeita), mikä vastasi 2 % kaikista osakkeista. Yhtiö on hankkinut osakkeita käytettäväksi vastikkeena mahdollisissa yrityskaupoissa tai muissa yhtiön liiketoimintaan kuuluvissa järjestelyissä, investointien rahoittamiseksi, osana yhtiön kannustinjärjestelmää tai yhtiöllä pidettäväksi, muutoin luovutettaviksi tai mitätöitäviksi.

Historiallinen kehitys

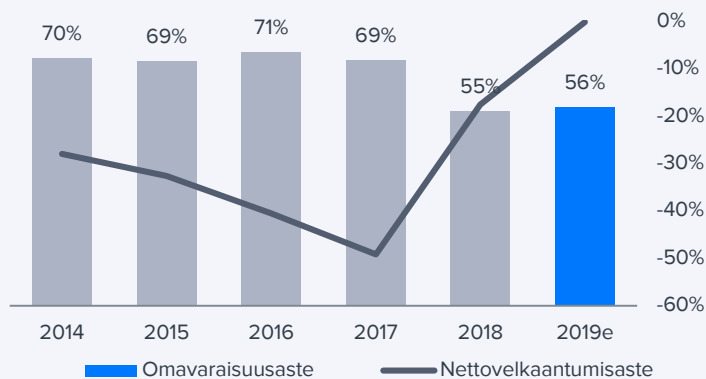
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osinko ja voitonjakosuhte



Taseen avainlukujen kehitys



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

Ennusteet

Ennustemallin ajurit

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

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. Rahoituskuluihin vaikuttaa tällä hetkellä pääasiassa valuuttakurssimuutokset ja seuraamme lähinnä EUR/USD-valuuttaparin muutoksia.

Ennusteisiimme emme ole sisällyttäneet potentiaalisia yritysostoja tai voimakkaampia skaalautuvuusvaikutuksia.

Vuosi 2019: Alkuvuosi indikoi hyvää loppuvuodelle

Vaisala arvioi vuoden 2019 liikevaihdon olevan 380-400 MEUR ja yritysostoihin liittyvillä aineettomien oikeuksien poistoilla sekä kertaluonteisilla vuokrasopimuskuluilla oikaistun liike tuloksen olevan 35-47 MEUR (oikaisut 10-12 MEUR). Ohjeistushaarukan leveys on linjassa aikaisempien ohjeistusten kanssa ja kuvaa Vaisalan heikkoa lyhyen aikavälin näkyvyyttä ja suurempien tilauksien ajoituksen merkitystä.

Ennustamme yhtiön kuluvan vuoden liikevaihdon olevan 394 MEUR, oikaistun liikevoiton 45 MEUR ja raportoidun liikevoiton 33 MEUR.

Ennustamme H2'19 liikevaihdon kasvavan 11 % vertailukaudesta (H1'19: kasvu 15 %) yrityskauppojen vetämänä. Epäorgaaninen kasvu hidastuu kuitenkin Q4:llä johtuen Leospheren konsolidoinnista viime lokakuussa. Liiketoiminta-alueittain odotamme Sää- ja ympäristöliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan 8 % H2:lla ja Teollisten mittausten liiketoiminnan kasvavan 18 %.

Arvioimme bruttokate-%:n nousevan lievästi 55,8 %:iin vertailukauden 55,1 %:sta. Odotamme myynnin, markkinoinnin ja hallinnon kulujen sekä T&K-kulujen kasvavan H2:lla hieman liikevaihtoa nopeammin. Näin ollen odotamme oikaistun liikevoiton ja liikevoittomarginaalin olevan H2:lla vertailukauden 31 MEUR:n ja 15 %:n tasolla (H2'18: 32 MEUR tai 15 %).

Vuosien 2020-2023 ennusteet: Odotamme tuloskasvun jatkuvan maltillisena

Nostimme Vaisalan tulosennusteita vuosille 2020-2021 5-14 % johtuen pääasiassa Digital-yksikön tehostamistoimista. Vuosina 2020-2023 arvioimme Vaisalan kasvavan 4-5 % ja jäävän lievästi alle strategisen tavoitteensa (>5 %). Kannattavuuden osalta odotamme yhtiön liikevoitto-%:n paranevan reiluun 11 %:iin vuonna 2023 ja myös jäävän hieman strategiakauden taloudellisista tavoitteista (>12 %). Yrityskauppojen aineettomien oikeuksien poistoista oik. liikevoitto-% ylittää kuitenkin 12 %:n tason jo vuonna 2020 ja nousee noin 13 %:iin vuonna 2023.

Odotamme liikevoiton kasvavan keskimäärin 7 % vuoteen 2023 mennessä (oik. 8 %). Ajanjakson loppupäässä kannattavuuden parantuminen ja kasvun kiihdyttämisen ajankohta ja suuruus riippuvat siitä 1) kuinka onnistuneesti ja nopeasti

Vaisala saa siirrettyä painopistettään kohti nopeammin kasvavaa ja paremman kannattavuuden Teollisten mittausten liiketoimintaa, 2) miten yhtiö saa uudet skaalautuvat digitaaliset ratkaisut kasvamaan ja 3) yhtiön ristiinmyynnin onnistumisesta. Lisäksi näemme yrityskaupat mahdollisena ja luonnollisena tapana nopeammin muuttaa kasvun painopistettä.

Vahva tase ja hyvä osinko myös pidemmällä aikavälillä

Vaisalan tase on historiallisesti ollut ja on tällä hetkelläkin hyvin vahva. Yhtiön rahavarat olivat edelleen korkeat 42 MEUR (H1'18 57 MEUR) tai 1,2 EUR osakkeelta Q2'19 lopussa. Nettokassaposition (2 MEUR) ja 50 MEUR:n valmiusluottosopimus huomioiden yhtiöllä on näkemyksemme mukaan edelleen hyvät mahdollisuudet tehdä ainakin pienemmässä mittakaavassa uusia yritysostoja.

Pidämme hyvin todennäköisenä Vaisalan myös pidemmässä juoksussa jatkavan vahvan taseen pitämistä ja jatkavan hyvää ja vakaata osingon maksua. Perustamme arviomme vahvan ankkurisijoittajasuvun historialliseen omistusstrategiaan, jossa emme näe tapahtuneen muutoksia. Näin ollen arvioimme yhtiön hetkellisesti jättävän suuremmat yritysostot tekemättä. Vahva kassavirta tuo nopeasti vahvemman nettokassaposition, jonka tulisi ensi vuonna mahdollistaa jälleen suuremmat yritysostot. Odotamme yhtiön osingonjaon olevan linjassa osinkopolitiikan kanssa, jonka tavoitteena on maksaa osinkoa, joka on vakaa ja kasvaa tuloskehityksen mukaisesti.

Ennustemuutokset ja kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	333	76,3	80,1	84,1	108	349	84,2	96,1	99,0	115	394	414	431	448
Weather and Environment	222	48,1	52,0	54,6	77,6	232	49,6	60,7	63,2	79,6	253	262	269	276
Industrial Measurements	110	28,2	28,1	29,5	30,7	117	34,6	35,4	35,8	35,1	141	152	162	172
Käyttökate	50,6	7,9	6,8	16,7	19,6	51,0	6,3	13,0	18,6	17,7	55,7	65,7	70,7	74,2
Poistot ja arvonalennukset	-9,7	-2,2	-2,1	-2,2	-5,6	-12,1	-6,3	-5,8	-5,3	-5,3	-22,7	-23,2	-23,4	-23,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	41,7	5,7	4,7	14,5	17,7	42,6	5,0	9,4	16,3	14,4	45,2	50,5	55,4	58,7
Liikevoitto	40,9	5,7	4,7	14,5	14,0	38,9	0,0	7,2	13,3	12,4	33,0	42,5	47,4	50,7
Weather and Environment	18,2	0,0	-0,3	7,5	10,5	17,7	-4,3	0,6	5,6	7,7	9,6	14,7	14,7	15,4
Industrial Measurements	22,8	5,9	4,7	7,7	5,6	23,9	4,6	7,5	8,9	4,9	25,9	29,4	32,6	35,2
Muut toiminnot	-0,2	-0,2	0,3	-0,7	-2,1	-2,7	-0,3	-0,9	-1,2	-0,2	-2,6	-1,6	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-2,8	-1,2	0,3	-0,5	0,0	-1,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,9	-1,0	-0,6	-0,3
Tulos ennen veroja	38,2	4,5	5,0	14,0	14,0	37,5	-0,2	6,9	13,1	12,2	32,1	41,5	46,8	50,4
Verot	-10,9	-1,0	-1,1	-3,3	-2,6	-8,0	0,0	-1,4	-2,9	-2,7	-7,0	-9,1	-10,3	-11,1
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
Nettotulos	27,3	3,5	3,8	10,8	11,4	29,5	-0,2	5,5	10,2	9,5	25,1	32,4	36,5	39,3
EPS (oikaistu)	0,77	0,10	0,10	0,30	0,39	0,89	0,10	0,20	0,34	0,30	0,95	1,06	1,22	1,30
EPS (raportoitu)	0,75	0,10	0,10	0,30	0,31	0,81	0,00	0,15	0,28	0,26	0,69	0,89	1,00	1,08

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	4,2 %	11,5 %	7,1 %	-3,5 %	6,0 %	4,9 %	10,4 %	20,0 %	17,7 %	5,9 %	13,0 %	5,0 %	4,2 %	3,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	17,1 %	119,2 %	-6,9 %	-7,0 %	-4,1 %	2,2 %	-12,3 %	100,0 %	12,5 %	-18,4 %	6,0 %	11,9 %	9,6 %	6,0 %
Käyttökate-%	15,2 %	10,4 %	8,5 %	19,9 %	18,1 %	14,6 %	7,5 %	13,5 %	18,8 %	15,5 %	14,1 %	15,9 %	16,4 %	16,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,5 %	7,5 %	5,9 %	17,2 %	16,3 %	12,2 %	5,9 %	9,8 %	16,5 %	12,6 %	11,5 %	12,2 %	12,8 %	13,1 %
Nettotulos-%	8,2 %	4,6 %	4,8 %	12,8 %	10,5 %	8,5 %	-0,2 %	5,7 %	10,3 %	8,3 %	6,4 %	7,8 %	8,5 %	8,8 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	394	394	0 %	410	414	1 %	427	431	1 %
Käyttökate	56,4	55,7	-1 %	62,7	65,7	5 %	65,0	70,7	9 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	44,9	45,2	1 %	47,5	50,5	6 %	49,6	55,4	12 %
Liikevoitto	33,7	33,0	-2 %	39,5	42,5	8 %	41,6	47,4	14 %
Tulos ennen veroja	32,8	32,1	-2 %	38,5	41,5	8 %	40,9	46,8	14 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,94	0,95	1 %	1,04	1,06	2 %	1,10	1,22	11 %
Osakekohtainen osinko	0,60	0,60	0 %	0,63	0,63	0 %	0,65	0,70	8 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

Sijoitusprofiili

Painopisteen muutos kohti nopeampaa kasvua ja parempaa kannattavuutta jatkuu

Sijoittajille Vaisala profiloituu edelleen vakaana ja kannattavasti kasvavana teknologyhtiönä, joka tarjoaa vahvaa osinkovirtaa. Yritysostojen myötä yhtiö on myös ottanut uuden epäorgaanisen kasvuvaiheen pitkästä aikaa käyttöön.

Vaisalan sijoittajaprofiili on isossa kuvassa ennallaan ja yhtiön kysyntä on tällä hetkellä hyvää läpi tuotekategorioiden ja maantieteellisten alueiden katsottuna. Vaisalan tuotteet ovat korkean lisäarvon tuotteita maailmanlaajuisesti suhteellisen pienillä markkinoilla. Tuotteet ovat suurelta osin räätälöityjä ja täten osin suojattu kilpailulta. Yhtiö on viimeisen parin vuoden aikana panostanut skaalautuvan tarjonnan lisäämiseen ja noston sen (digitaaliset ratkaisut) strategiseksi alueeksi. Lisäksi Teollisten mittausten liiketoiminta-alueella pystytään nostamaan volyymeja nykyisestä ilman, että kustannukset nousevat vastaavassa määrin. Skaalautuvuuden hyötyjä syö kuitenkin osittain nousevat T&K-kulut.

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

Sää- ja ympäristöliiketoiminta on selvästi suurempi liiketoiminta-alue ja kasvaa hitaammin, matalammalla kannattavuudella. Teollisten mittausten liiketoiminta kasvaa yleisesti kovaa ja kannattavuus on korkealla tasolla ja suurin osa tuloksesta tulee kyseisestä liiketoiminta-alueesta. Odotamme Teollisten mittausten liiketoiminnan edelleen vetävän tuloskasvua niin lyhyellä kuin myös pitkällä aikavälillä.

Osakkeen likviditeetti on yhtiön keski-suuresta koosta huolimatta matala, johtuen suhteellisen keskittyneestä omistuksesta. Yhtiö on markkina-asemansa, korkean lisäarvon tuottajan ja vakaan maineen myötä historiassa arvostettu suhteellisen korkeilla arvostuskertoimilla. Vaisalalla on kaksi osakesarjaa. Yhtiön A-osake oikeuttaa yhteen äänen ja K-osake kahteenkymmeneen äänen. Molemmat osakesarjat oikeuttavat yhtiöläiseen osinkoon.

Perilliset vahva ankkuriomistaja

Yhtiön omistuspohja ja erityisesti äänivalta on hyvin keskittynyt Vilho Vaisalan perillisille. Kahden osakesarjan myötä perilliset omistavat arviomme mukaan 35 % osakkeista ja 57 % äänistä. Osakkeista A-sarja on julkisen kaupankäynnin kohteena Helsingin pörssissä ja muodostaa 81,5 % kaikista osakkeista ja 18,0 % äänimäärästä. K-sarjan osakkeet vastaavat 18,5 % kaikista osakkeista ja 82,0 % äänimäärästä. Historiallisesti

Vaisalaa on näkemyksemme mukaan ohjattu matalan riskin taseella ja omalla niche-osaamisalueella, emmekä näe tämän muuttuvan. Viimeisen 20 vuoden aikana omavaraisuusaste ei ole juurikaan laskenut 70 %:n alle.

Potentiaali

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

Nopeampi kasvu ja parempi kannattavuus:

Vaisalan liiketoiminta-alueiden erojen myötä painopisteen siirtyminen kohti nopeammin kasvavaa ja paremman kannattavuuspotentiaalin Teolliset mittaukset -liiketoiminta-alueella on arviomme mukaan vahvin arvoajuri lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Lisäksi skaalautuvan liiketoiminnan lisääminen parantaisi kannattavuutta ja nostaisi yhtiölle hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

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

Sijoitusprofiili 2/2

Yritysosot: Vaisalalla on edelleen vahva tase ja iso kassa, joilla tehdä yritysostoja. Arvioimme yhtiön yrityskauppafokukseksi jo valmiin liiketoiminnan (ei startup) olemassa olevan tuotteen rinnalle. Täten vahva tase saataisiin paremmin töihin ja välittömästi tuottamaan kassavirtaa. Arvioimme yhtiön edelleen jatkavan yritysostoja.

Vahva tase ja hyvä osinko: Yhtiöllä on historiallisesti vahva noin 74 %:n omavaraisuusaste ja yhtiö on viimeisen 20 vuoden aikana maksanut vähintään 32 % ja keskimäärin 77 % tuloksesta osinkona.

Riskit

Vaisalan osakkeeseen sisältyy näkemyksemme mukaan yleisesti normaalia matalampi riskitaso erityisesti pidemmällä aikavälillä johtuen vahvasta markkina-asemasta pienessä markkinassa ja vahvasta track-recordista. Lyhyellä aikavälillä tilanne on parantunut huomattavasti viime vuoden lopun epävarmuudesta.

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan:

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 pari vuotta sitten. Kuitenkin Vaisalan tuotteiden kriittisyyden takia heikkous on yleensä ollut väliaikaista. Riski näkyvin suurissa sääliiketoiminnan projekteissa.

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

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

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

Valuuttariski: Valuuttakurssien muutokset voivat

vaikuttaa liikevaihtoon ja kannattavuuteen, kuten viime vuoden alkupuoliskolla nähtiin. Kaikki suorat riskit on suojattu, mutta johdannaissovimusten arvonmuutosten kautta riski on vielä olemassa. Suurin valuuttariski on USA:n dollareissa.

Brexit: Ison-Britannian EU-ero voi tullien ylösajon takia viivästyttää hieman liikevaihdon kertymistä. Vaisalan liikevaihto punnissa on kuitenkin ollut suhteellisen pieni (noin 5 %:n vaikutus).

Yritysosot: Yrityskauppojen integroinnissa ja synergiahäviöiden realisoinnissa epäonnistuminen.

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

Kvartaalitasolla voi tuotemixin myötä olla heiluntaa liikevaihdossa ja erityisesti kannattavuudessa, mutta vuositasolla kehitys yleensä tasaantuu. Lisäksi kysynnän suuri heilunta asettaa tiettyjä haasteita materiaalihankinnoille.

Sijoitusprofiili

1.

Vahvat kilpailuedut

2.

Vakuuttava T&K:n track-record

3.

Hyvät kasvunäkymät

4.

Vahva tase

5.

Hyvä osingonmaksaja

Potentiaali



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

Riskit



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

Arvonmääritys 1/3

Vaisalan osake

Vaisala on historiallisesti stabiiliin tulospuskun ja liiketoimintamallin, vahvan taseen ja tasaisen osingonmaksun yhtiö. Viime vuosina yhtiön liiketoimintamalli on kuitenkin muuttunut kohti nopeampaa tulospuskua ja yhtiö tavoittelee parempaa skaalautuvuutta. Arvotamme yhtiötä pääasiassa absoluuttisten ja suhteellisten arvostuskertoimien kautta. Koska yhtiön liiketoiminta on kypsän kasvun ja kannattavuuden vaiheessa, on näkemysksemme mukaan myös kassavirtamallin käyttö perusteltua. Vaisalalle on uniikin liiketoimintamallin ja markkinaposition takia vaikea löytää hyviä verrokkiyhtiöitä, mutta käytämme samantyyppisen korkean osaamisen, liiketoimintamallin ja asiakaskunnan omaavia yhtiöitä verrokkeina.

Liikevoiton kasvu on yksi keskeisiä seuraamiemme mittareita Vaisalan tulospuskukyksessä. Liikevoittoa voisi teoriassa miettiä oikaistavan T&K-kuluilla, mutta näkemysksemme 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 arvostuskertoimien käytössä P/E- ja EV/EBIT-kertoimia johtuen niiden paremmasta suhteellisesta vertailukelpoisuudesta. Vaisalan poistot ovat suhteellisen matalat ja ne ovat olleet historiallisesti vakaat, mutta ovat nousseet selvästi yritysostojen 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 tulospuskunnosta. Historiallisesti Vaisalan mediaani P/E-kerroin on ollut hieman alle 20x. Positiivisesta nettokassasta johtuen yrityksen markkina-arvo on ollut yritysarvoa (EV) suurempi ja odotamme sen olevan näin myös jatkossa, sillä emme odota yhtiön luopuvan nettokassaposiitiosta.

Arvioidessa Vaisalaa arvostuskertoimien kautta olemme määrittäneet pitkän aikavälin hyväksyttävät kertoimet pääasiassa historiallisten parametrien kautta. Lisäksi huomioimme, missä vaiheessa sykliä yhtiö on ja miten liiketoimintamalli suhteutuu historialliseen toimintaan.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	23,0	23,0	23,0
Markkina-arvo	838	838	838
Yritysarvo (EV)	838	817	803
P/E (oik.)	24,3	21,7	18,8
P/E	33,4	25,9	23,0
EV/Liikevaihto	2,1	2,0	1,9
EV/EBITDA (oik.)	15,1	12,4	11,4
EV/EBIT (oik.)	18,6	16,2	14,5
Osinko/tulos (%)	87,2 %	70,3 %	69,9 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	2,7 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Ennusteillamme Vaisalan vuosien 2019-2020

oikaistut P/E-luvut ovat 24x ja 22x. Vastaavat EV/EBIT-luvut ovat 19x ja 16x.

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 77 %:n osingonjakosuhdetta. Lisäksi olemme käyttäneet laskelmassamme 9 %:n oman pääoman tuottovaadetta ja 5 %:n keskimääräistä tulospuskua. Sekä historiallinen osakekohtaisen tuloksen ja osingon kasvu että yhtiön taloudelliset tavoitteet tukevat kyseisten parametrien käyttöä. Parametreja käyttäen pääsemme yhtiölle pitkän ajan hyväksyttävään P/E-kertoimeen 20x.

Vaisalan painopiste on siirtymässä kohti nopeammin kasvavaa ja paremman kannattavuuden Teollisten mittausten liiketoimintaa. Hyväksyimme viime vuonna yhtiölle 10 %:n preemion johtuen liiketoimintarakenteen muutoksesta kohti nopeampaa tulospuskua. Yhtiö investoi kuitenkin viime vuonna ja edelleen tänä vuonna T&K:on sekä myyntiin ja markkinointiin, minkä myötä kannattavuusparannus ja skaalautuvuus ei vielä tule täysin läpi (oik. liikevoiton CAGR 18-23e on 5 %). Pidämme näin ollen noin 20x P/E-kerrointa tällä hetkellä hyvänä mittatikkuna absoluuttiselle arvostukselle yhtiöstä. Näin ollen vuosille 2019-2020 osake on haastavasti hinnoiteltu.

Arvonmääritys 2/3

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 15 %:n preemion verrokkeihin ja perustelemme tätä seuraavasti: 1) vakaa ja vahva historiallinen tuloskehitys, 2) laaja ja kilpailukykyinen tuote- sekä patenttiportfolio, 3) laajasti maantieteellisesti sekä toimialoitain hajautunut asiakaskunta ja 4) vahva tase.

Suhteellisessa arvostuksessa EV-pohjaiset kertoimet huomioivat paremmin Vaisalan vahvan taseen ja yhtiön EV/EBIT-kerroin vuosina 2019-2020 on 19x ja 16x tai 28 % yli verrokkien. Näin ollen osake on tällä hetkellä myös suhteellisesti haastavasti arvostettu. Vaisalan osinkotuotto on vertailuryhmään nähden korkea, sillä monet käyttämistämme vertailuyhtiöistä maksavat todella matalaa osinkoa.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä normaalia suuremman painoarvon rahavirtamallille (DCF). Vaisalan liiketoiminnan kehitys on ollut pitkällä aikavälillä hyvin stabiilia, mikä vähentää erityisesti rahavirtamallin terminaalijaksoon liittyviä ennusteriskejä. Vaikka rahavirtamallissa suuri osa arvosta muodostuu tyypillisesti terminaalijaksosta, näemme Vaisalan historiallisen tasaisuuden,

markkinakoon ja tuotteiden asemoitumisen markkinassa madaltavan tätä riskiä. DCF-mallimme osakekohtainen arvo Vaisalalle on 22,9 euroa.

Ennustemallissamme yhtiö kasvaa vuosina 2019-2027 5 -> 3 % orgaanisesti ja pysyy noin 11 %:n EBIT-marginaalissa. Mallissa terminaalijakson painoarvo on 70 %.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,2 % ja oman pääoman kustannus 7,8 %.

Osakkeen ajurit

Isossa kuvassa yhtiön liiketoimintamalli menee edelleen kohti nopeamman tuloskasvun liiketoimintaa. Lyhyellä aikavälillä kasvavat panostukset painavat kuitenkin kannattavuutta ja hidastavat skaalautuvuutta. Osakkeen ajurit ovat seuraavat:

- Yhtiön tuloskasvu (keskimäärin 5 % vuosina 2019-2023) perustuu liiketoiminnan painopisteen muutoksesta kohti paremman tuloskasvun Teollisten mittausten liiketoimintaa ja tuloskasvua hidastavasta panostuksien kasvusta.
- Skaalautuvan liiketoiminnan osuuden realisoituminen (parantaa kannattavuutta ja nostaa hyväksyttäviä kertoimia). Skaalautuvuuden läpimenoa nähtiin hieman alkuvuonna, mutta kasvavat panostukset himmentävät tämän läpilyöntiä.
- Vahva markkina-asema ja tuotteiden korkea

laatu

- Vakaa ja hyvä historiallinen tuloskehitys
- Vahva tase ja iso kassa mahdollistavat hyvän osingon ja uudet yritysostot
- Suotuisan kysynnän ja liikevaihtomixin jatkuessa voi yhtiön tulosohteistus kuluvalle vuodelle ylittyä

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

Vaisalan sijoittajien on hyvä huomioida painopisteen siirtymisen tarjoama potentiaali, sillä erot Sää- ja ympäristöliiketoiminnan ja Teollisten mittausten liiketoiminnan markkinoiden kasvunopeuksissa ovat edelleen suuria, vaikka ne ovatkin hieman kaventuneet. Sää- ja ympäristöliiketoiminnan markkina kasvaa 5 % (aik. 4,5 %) ja Teollisten mittausten liiketoiminnan markkinakasvu on ennallaan noin 7,0 %:ssa. Lisäksi kannattavuuserot ovat suuret yksiköiden välillä. Sää- ja ympäristöliiketoiminnan bruttokate-% on alle 50 %, kun Teollisten mittausten liiketoiminnan bruttokate-% on yli 60 % ja se skaalautuu edelleen kasvun myötä.

Arvonmääritys 3/3

Skenaarioita - Teollisten mittausten liiketoiminnan kasvuvauhti

Olemme tehneet herkkyyyslaskelman Teollisten mittausten liiketoiminnan ensi vuoden kasvuvauhtiin nähden ja tarkastelleet miten tämä muuttaisi Vaisalan osakkeen arvoa (taulukot oikealla). Olemme tarkastelleet arvoa ennustamamme skenaarion (8 %:n kasvu) kasvuvauhdin lisäksi 0 %:n ja 15 %:n kasvuvauhdeilla. Lisäksi olemme käyttäneet hitaimmassa kasvuvauhdissa vain 5 %:n preemiota P/E-kertoimeen, odotetussa skenaariossa 10 %:n ja nopeimman kasvun skenaariossa 15 %:n preemiota. Ennusteemme mukaisessa skenaariossa Teollisten mittausten liiketoiminta kasvaa 8 %:n vauhtia. Tässä skenaariossa 10 %:n preemio ja 20x P/E-kerroin antavat 23,5 euron arvon osakkeelle. Huonossa skenaariossa olemme pitäneet muut parametrit ennallaan, mutta käyttäneet 0 %:n kasvua Teollisten mittausten liiketoiminnalle ja 5 %:n preemiota ja päässeet 21,4 euron osakekohtaiseen arvoon. Hyvässä skenaariossa olemme muuttaneet kasvun 15 %:iin ja preemion myös 15 %:iin ja päässeet 25,6 euron osakekohtaiseen arvoon.

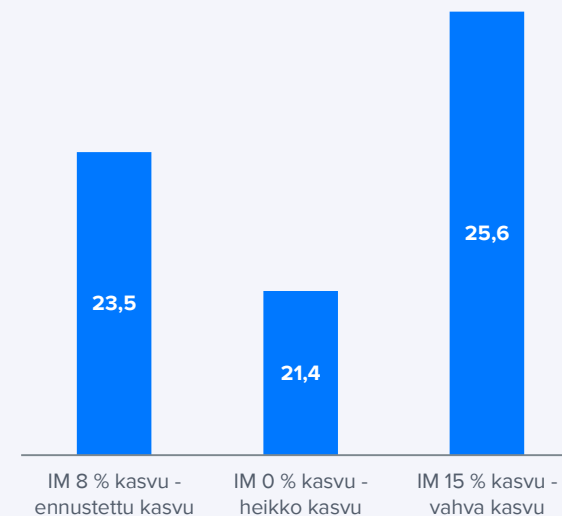
Osakkeen tuotto-odotus

Vaisalan osakkeen tuotto-odotus vuosille 2019e-2021e perustuu tällä hetkellä yhtiön noin 11 %:n tuloskasvuun, noin 3 %:n osinkotuottoon joita toisaalta painaa korkealle kohonneet arvostuskertoimet. Näin ollen tuotto-odotus riittää juuri täyttämään osakkeen tuottovaateen kyseiselle ajanjaksolle.

Arvostuksen yhteenveto

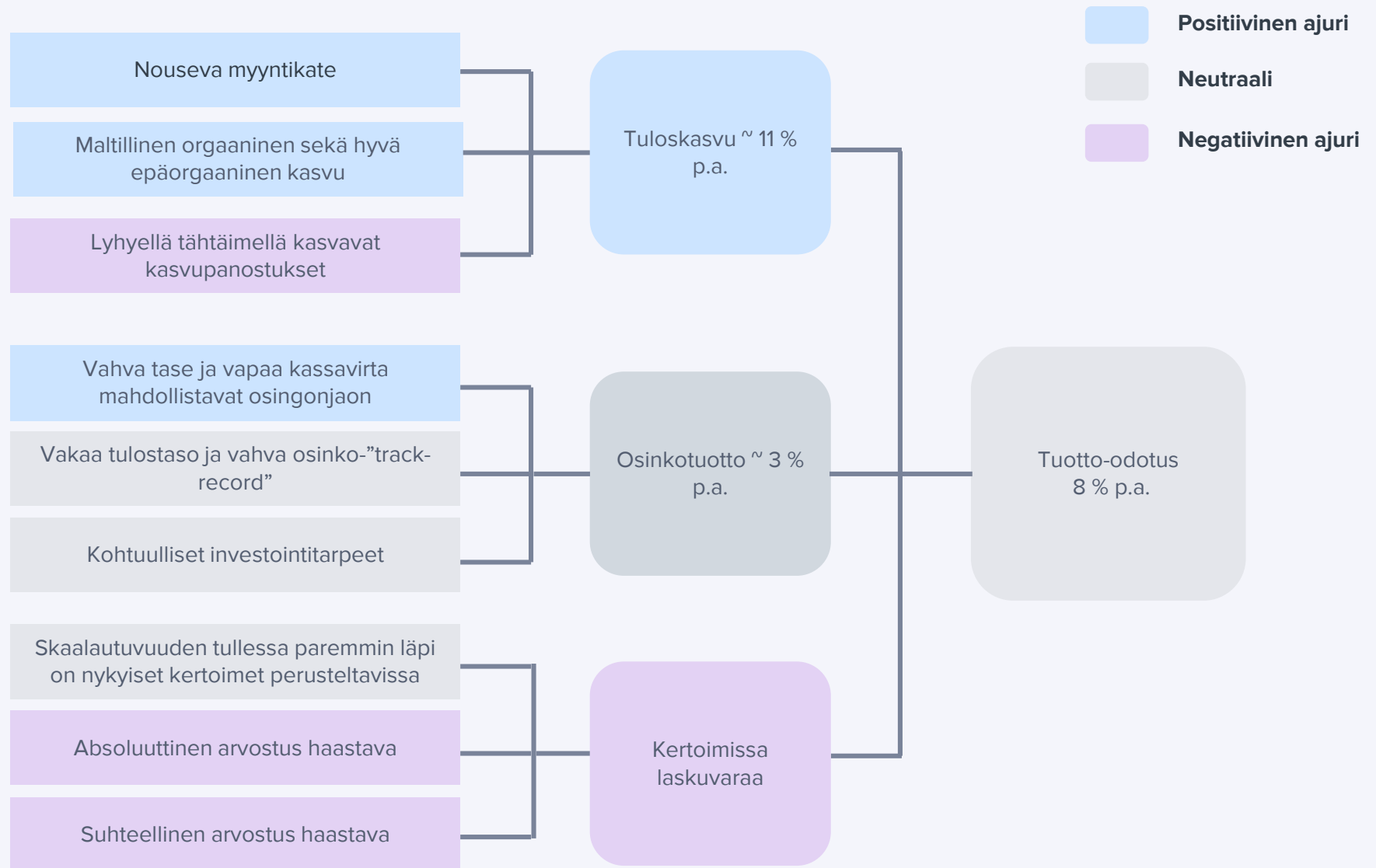
Arvonmäärityksessä olemme käyttäneet mittatikkuna yhtiön pitkän ajan hyväksyttävää 20x P/E-kerrointa ja suhteellista arvostusta. Näkemyksemme mukaan tässä vaiheessa yhtiön omaa sykliä, liiketoimintamallin muutosten ja tuloskasvun myötä voidaan yhtiölle hyväksyä pitkän ajan hyväksyttävä arvostus. Suhteellisesti hyväksymme Vaisalalle tällä hetkellä noin 15 %:n preemion verrokkeihin. Lisäksi olemme tarkastelleet Vaisalaa tuotto-odotuksen kautta, mikä täyttää juuri tuottovaateen. Käyttämämme (edellä mainittujen) parametrien kautta osakkeen arvostus on näkemyksemme mukaan kokonaisuudessaan hieman haastavasti hinnoiteltu tällä hetkellä. Korkeamman arvostuksen hyväksyminen vaatisi yhtiöltä nopeampaa kasvua ja/tai parempaa kannattavuutta, koska arvostuskertoimissa emme näe nousuvaraa lyhyellä aikavälillä.

Osakkeen arvo eri Teollisten mittausten kasvuskenarioissa



Muuttuja	Alue	Ennustettu 2020	Heikko 2020	Vahva 2020
Liikevaihto	Sää	262	262	262
	Teollisuus	152	141	162
Kasvu	Sää	3 %	3 %	3 %
	Teollisuus	8 %	0 %	15 %
EBIT margin	Sää	6 %	6 %	6 %
	Teollisuus	19 %	19 %	19 %
PE 20x		20x	20x	20x
Syklin preemio		10 %	5 %	15 %
Osakekeen arvo		23,5	21,4	25,6

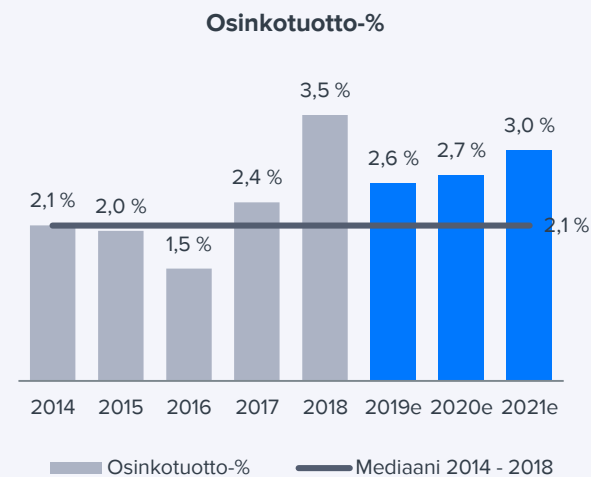
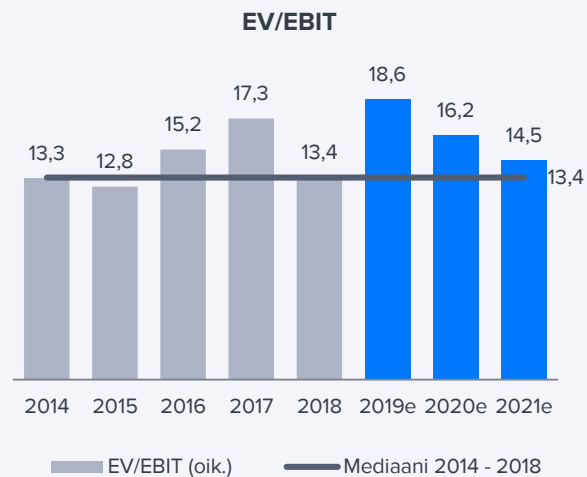
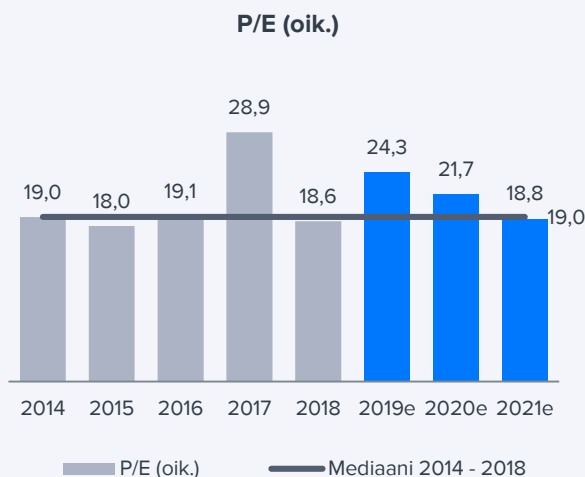
Osaketuoton ajurit 2019e-2021e



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	10,9	12,0	16,9	22,3	16,5	23,0	23,0	23,0	23,0
Osakemäärä, milj. kpl	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4
Markkina-arvo	398	435	614	811	601	838	838	838	838
Yritysarvo (EV)	351	376	542	719	569	838	817	803	790
P/E (oik.)	19,0	18,0	19,1	28,9	18,6	24,3	21,7	18,8	17,7
P/E	16,9	15,8	32,7	29,7	20,4	33,4	25,9	23,0	21,3
P/Kassavirta	33,1	17,4	17,6	20,3	neg.	neg.	24,8	22,9	21,4
P/B	2,3	2,4	3,4	4,4	3,3	4,7	4,2	3,9	3,7
P/S	1,3	1,4	1,9	2,4	1,7	2,1	2,0	1,9	1,9
EV/Liikevaihto	1,2	1,2	1,7	2,2	1,6	2,1	2,0	1,9	1,8
EV/EBITDA (oik.)	8,4	8,4	11,7	14,2	11,2	15,1	12,4	11,4	10,6
EV/EBIT (oik.)	13,3	12,8	15,2	17,3	13,4	18,6	16,2	14,5	13,5
Osinko/tulos (%)	34,8 %	31,3 %	48,5 %	70,2 %	71,6 %	87,2 %	70,3 %	69,9 %	75,0 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,0 %	1,5 %	2,4 %	3,5 %	2,6 %	2,7 %	3,0 %	3,5 %

Lähde: Inderes



Vertailuryhmä

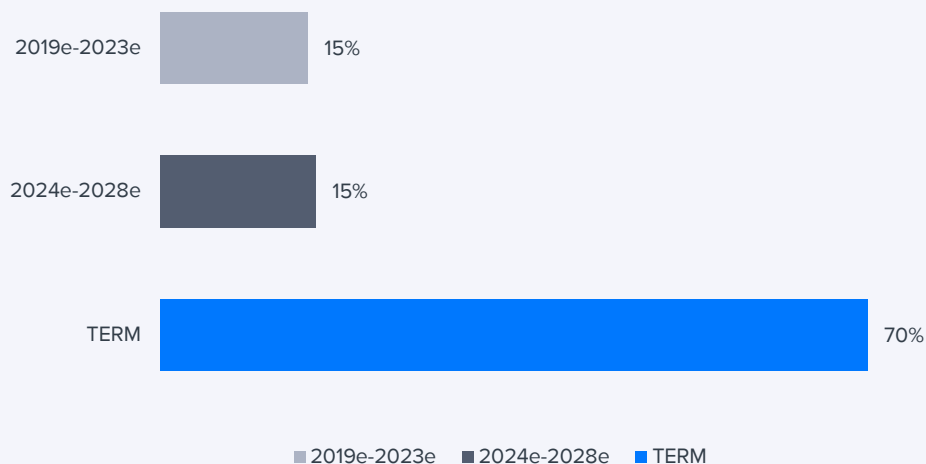
Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Spectris	2519,0	3278	3623	12,6	11,7	10,3	9,7	1,9	1,9	14,9	13,7	2,6	2,8	2,3
Halma	2004,0	8687	8871	31,8	27,6	27,5	24,0	6,5	5,9	37,9	35,0	0,9	0,9	8,0
Oxford Instruments	1300,0	841	842	15,4	14,3	13,2	12,1	2,4	2,2	20,3	19,3	1,1	1,1	4,7
Indutrade	289,2	3341	3922	20,4	19,2	14,9	14,2	2,3	2,2	22,3	20,8	1,8	2,0	5,0
TT Electronics	260,0	474	569	12,6	11,4	8,8	8,1	1,0	1,0	14,5	13,1	2,7	2,9	0,9
Hexagon	482,9	15978	18149	18,6	17,1	14,0	13,0	4,6	4,4	21,5	19,7	1,3	1,5	2,9
Hexpol	78,4	2439	2558	12,3	11,5	10,4	9,5	1,8	1,6	16,3	15,3	3,0	4,2	2,8
Nokia	4,7	26190	26351	12,7	9,4	9,9	7,5	1,1	1,1	20,1	12,8	4,4	4,8	1,8
Vaisala (Inderes)	23,00	838	838	18,6	16,2	15,1	12,4	2,1	2,0	24,3	21,7	2,6	2,7	4,7
Keskiarvo				17,1	15,3	13,6	12,3	2,7	2,5	21,0	18,7	2,2	2,5	3,6
Mediaani				14,1	13,0	11,8	10,9	2,1	2,0	20,2	17,3	2,2	2,4	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				32 %	24 %	28 %	14 %	0 %	-3 %	20 %	26 %	18 %	14 %	61 %

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

DCF-kassavirtalaskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	38,9	33,0	42,5	47,4	50,7	53,5	53,2	55,4	51,9	53,4	54,7	
+ Kokonaispoistot	12,1	22,7	23,2	23,4	23,6	23,7	24,0	24,2	24,5	24,9	24,8	
- Maksetut verot	-1,7	-7,0	-9,1	-10,3	-11,1	-11,8	-11,7	-12,2	-11,4	-11,8	-12,0	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	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	-6,9	-19,5	-1,6	-2,2	-1,7	-2,0	-2,0	-2,1	-1,7	-1,7	-1,5	
Operatiivinen kassavirta	42,1	28,9	54,7	58,1	61,4	63,5	63,5	65,3	63,3	64,8	66,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-72,9	-31,8	-21,0	-21,6	-22,2	-22,8	-23,5	-24,2	-24,9	-23,7	-15,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-25,8	-2,9	33,8	36,6	39,2	40,6	40,0	41,1	38,5	41,1	50,8	
+/- 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	-25,8	-2,9	33,8	36,6	39,2	40,6	40,0	41,1	38,5	41,1	50,8	1102
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,8	30,8	31,1	31,1	30,1	27,6	26,5	23,1	23,0	26,6	576
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		823	825	795	764	732	702	675	648	625	602	576
Velaton arvo DCF		823										
- Korolliset velat		-40,5										
+ Rahavarat		72,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-21,1										
Oman pääoman arvo DCF		834										
Oman pääoman arvo DCF per osake		22,9										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	0,80
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,2 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	319,1	332,5	348,8	394,0	413,7
Käyttökate	46,4	50,6	51,0	55,7	65,7
Liikevoitto	22,3	40,9	38,9	33,0	42,5
Voitto ennen veroja	22,1	38,2	37,5	32,1	41,5
Nettovoitto	18,8	26,0	29,5	25,1	32,4
Kertaluontoiset erät	-13,3	-0,8	-3,7	-12,2	-8,0

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	255,0	273,8	334,5	321,8	329,3
Oma pääoma	178,6	185,5	182,9	179,7	200,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	-72,4	-91,3	-32,2	-0,4	-21,5

Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	46,4	50,6	51,0	55,7	65,7
Nettokäyttöpääoman muutos	2,8	4,9	-6,9	-19,5	-1,6
Operatiivinen kassavirta	39,8	49,4	42,1	28,9	54,7
Investoinnit	-7,3	-9,3	-72,9	-31,8	-21,0
Vapaa kassavirta	34,9	40,0	-25,8	-2,9	33,8

Suurimmat omistajat	%- osakkeista
Novameter Oy	10,2 %
Nordea Pankki Suomi Oyj	9,1 %
Suomalainen Tiedeakatemia Ry	6,2 %
Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiö	4,2 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	4,0 %
Weisell-Säätiö	4,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	0,52	0,75	0,81	0,69	0,89
EPS (oikaistu)	0,88	0,77	0,89	0,95	1,06
Operat. kassavirta / osake	1,09	1,35	1,16	0,79	1,50
Vapaa kassavirta / osake	0,96	1,10	-0,71	-0,08	0,93
Omapääoma / osake	4,90	5,09	5,02	4,93	5,50
Osinko / osake	0,50	1,05	0,58	0,60	0,63

Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	0 %	4 %	5 %	13 %	5 %
Käyttökateen kasvu-%	4 %	9 %	1 %	9 %	18 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	21 %	17 %	2 %	6 %	12 %
EPS oik. kasvu-%	32 %	-12 %	15 %	7 %	12 %
Käyttökate-%	14,5 %	15,2 %	14,6 %	14,1 %	15,9 %
Oik. Liikevoitto-%	11,2 %	12,5 %	12,2 %	11,5 %	12,2 %
Liikevoitto-%	7,0 %	12,3 %	11,2 %	8,4 %	10,3 %
ROE-%	10,4 %	15,0 %	16,0 %	13,8 %	17,0 %
ROI-%	12,4 %	22,5 %	19,0 %	14,6 %	18,6 %
Omavaraisuusaste	71,2 %	68,9 %	54,7 %	55,9 %	60,8 %
Nettovelkaantumisaste	-40,5 %	-49,2 %	-17,6 %	-0,2 %	-10,7 %

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	1,7	2,2	1,6	2,1	2,0
EV/EBITDA (oik.)	11,7	14,2	11,2	15,1	12,4
EV/EBIT (oik.)	15,2	17,3	13,4	18,6	16,2
P/E (oik.)	19,1	28,9	18,6	24,3	21,7
P/B	3,4	4,4	3,3	4,7	4,2
Osinkotuotto-%	1,5 %	2,4 %	3,5 %	2,6 %	2,7 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
09/09/2016	Vähennä	16,50 €	16,92 €
07/10/2016	Vähennä	15,00 €	14,79 €
27/10/2016	Lisää	16,00 €	14,80 €
14/12/2016	Vähennä	17,50 €	18,40 €
09/02/2017	Vähennä	17,00 €	16,85 €
25/04/2017	Lisää	21,00 €	19,50 €
14/06/2017	Lisää	24,00 €	22,41 €
21/07/2017	Lisää	24,00 €	22,25 €
25/09/2017	Lisää	24,00 €	21,95 €
24/10/2017	Vähennä	24,00 €	23,55 €
02/01/2018	Lisää	24,50 €	22,25 €
08/02/2018	Vähennä	22,00 €	21,65 €
25/04/2018	Vähennä	21,00 €	20,70 €
23/07/2018	Myy	20,00 €	22,60 €
29/08/2018	Vähennä	20,00 €	19,20 €
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 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia.

Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**