

Vaisala

Laaja raportti

4.6.2024 8:15



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Markkinäkäänteen kynnyksellä

Korkeatasoisia sään, ympäristön ja teollisuuden mittausratkaisuja kehittävän Vaisalan tulos on kehittynyt vakaasti viimeisen vuoden aikana, vaikka markkinaympäristö on ollut haastava. Strategiset muutokset ovat parantaneet Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kannattavuutta, joten yhtiöllä on nyt kaksi tuloskasvukykyistä liiketoiminta-alueita. Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen ennätysvahva tilauskanta tuo näkyvyyttä kasvuun, mutta Teollisten mittausten puolella odotetaan vielä teollisuuden investointisyklin piristymistä. Tuotto-odotus on nykyisellä arvostustasolla sekä hieman nousseilla tulosennusteillamme riittävä lisää-suositukseen (ennallaan) ja 43 euron tavoitehintaan (aik. 39).

Globaali teknologiajohtaja lukuisissa mittausratkaisujen tuotesegmenteissä

Vaisala on korkealaatuisen mittausteknologian johtava valmistaja, jonka vahva markkina-asema perustuu mm. pitkäjänteiseen tuotekehitykseen, asiakastuntemukseen ja osaavaan henkilöstöön. Yhtiö myy ratkaisujaan käytännössä kaikkialla maailmassa, mutta yhtiön tuotekehitys on keskitetty Eurooppaan ja Pohjois-Amerikkaan. Kahdesta liiketoiminta-alueesta Teolliset mittaukset on kasvanut nopeammin lähihistoriassa (CAGR 2018-23: 14 %) ja ollut myös selvästi kannattavampi (EBIT-% 2023: 20 %). Teollisten mittausten liikevaihto koostuu pääosin tuotemyynnistä ja on erittäin hajautunut lukuisten asiakassegmenttien välille. Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella kasvu ja kannattavuus ovat sen sijaan maltillisemmat (CAGR 2018-23: 6 %, EBIT-% 2023: 6,7 %), joskin kannattavuus on ollut nousujohteisella trendillä. Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen ydinsegmentit meteorologia ja lentoliikenne kehittyvät vakaasti, mutta myös kasvusegmenttejä löytyy (mm. uusiutuva energia ja säädatapalvelut yrityksille).

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella vahvat näkymät, teollinen markkina voisi heräillä H2:lla

Vaisalan tuloskasvu on pitkällä aikavälillä ollut Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen varassa, mutta nyt myös Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen EBIT-marginaali on nousemassa ennusteidemme mukaan kohtuulliselle noin 10 %:n tasolle. Muutoksen taustalla on 2021 esitellyn strategian mukainen kasvupanostusten kohdentaminen kasvusegmentteihin ja samanaikainen kannattavuuden optimointi hitaasti kasvavissa ydinsegmenteissä. Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kasvunäkymät ovat vahvat (Q1'24 tilauskanta +23 % v/v) ja nostimme hieman liikevaihdon kasvuennusteita mm. toukokuussa tiedotetun ennätysuuden sääätutkatilauksen myötä (konsernitason 2025-26e oik. EBIT nousi 2 %). Teollisten mittausten tulos on laskenut hieman viimeisen vuoden aikana, mutta teollisuuden kysynnän piristyminen voisi tukea myös tätä osa-alueita 2024 H2:ita alkaen. Odotamme vuoden 2024 liiketuloksen yltävän ohjeistusvaihteluvälin keskivaiheille ja tuloksen kehittyvän nousujohteisesti heikon Q1 jälkeen.

Markkinasyklin käänteen kynnyksellä ostaminen houkuttaa

Vahva asema hajautuneilla ja ripeästi kasvavilla loppumarkkinoilla tekee Vaisalan tuloskasvuprofiilista hyvän ja liiketoiminnan riskitasosta melko matalan. Osakkeen nykyinen arvostustaso (EV/EBIT 2024e: 17,5x) on mielestämme isossa kuvassa lähellä käypää tasoa, vaikka jääkin alle viiden vuoden historiallisen keskiarvon (20x) sekä verrokkiryhmään valittujen korkeaa pääoman tuottoa tekevien globaalien teknologiayhtiöiden arvostustason (23x). Vuoden 2024 tuloskasvu jäänee keskimääräistä vaisummaksi, mutta ohjeistusriskiä emme näe. Markkinasyklin parantuessa uskomme katseiden siirtyvän jo tulevaan vuoteen. Viime kuukausina vahvistuneet teollisuuden PMI-luvut voisivat indikoida suhdanteen kääntyvän jälleen positiiviseksi Vaisalalle seuraavan 12kk aikana, jolloin yhtiöllä voisi olla edellytyksiä ennusteitamme vahvempaankin tuloskasvuun. Nykyisillä ennusteillamme tuotto-odotus syntyy 8 %:n tuloskasvusta (2024-26 CAGR) sekä 2 %:n osinkotuotosta.

Suositus

Lisää

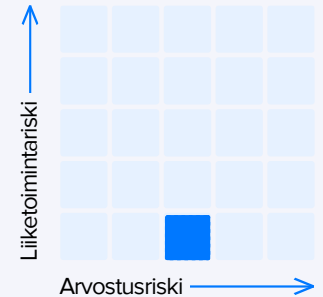
(aik. Lisää)

43,00 EUR

(aik. 39,00 EUR)

Osakekurssi:

40,0



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	540	545	585	618
kasvu-%	5 %	1 %	7 %	6 %
EBIT oik.	74,7	79,3	88,3	95,2
EBIT-% oik.	13,8 %	14,6 %	15,1 %	15,4 %
Nettotulos	49,0	56,4	64,4	75,4
EPS (oik.)	1,53	1,71	1,93	2,08

P/E (oik.)	26,3	23,4	20,7	19,2
P/B	5,5	4,9	4,4	3,8
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %
EV/EBIT (oik.)	19,2	17,5	15,3	13,7
EV/EBITDA	15,8	14,5	12,8	11,7
EV/Liikevaihto	2,7	2,5	2,3	2,1

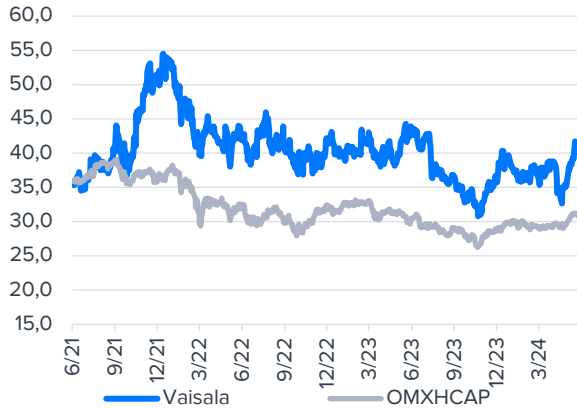
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

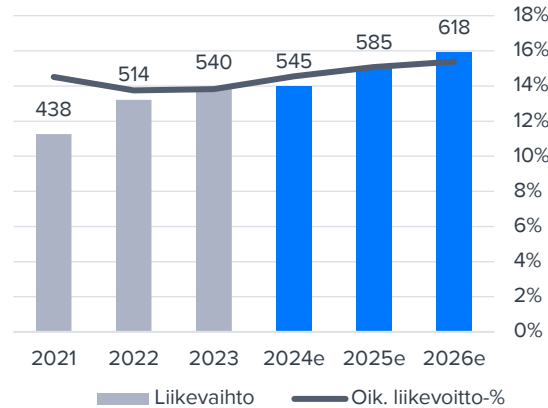
Vaisala arvioi vuoden 2024 liikevaihdon olevan 530–570 miljoonaa euroa ja liiketuloksen (EBIT) 63–78 miljoonaa euroa.

Osakekurssi



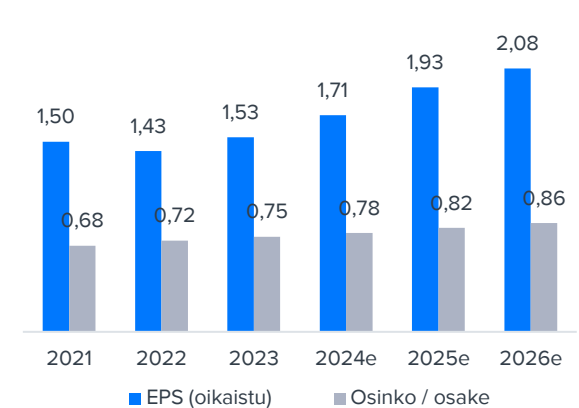
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Johtava teknologinen asema markkinoillaan
- Kohdemarkkina koostuu useista pienemmistä segmenteistä, jotka kasvavat megatrendien tukemana
- Korkeakatteisten segmenttien suhteellisesti nopeampi kasvu
- Kannattavuuden parantaminen hitaammin kasvavilla ydinmarkkinoilla



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	40,0	40,0	40,0
Osakemäärä, milj. kpl	36,3	36,3	36,3
Markkina-arvo	1450	1450	1450
Yritysarvo (EV)	1387	1349	1308
P/E (oik.)	23,4	20,7	19,2
P/E	25,7	22,5	19,2
P/Kassavirta	22,9	21,7	20,1
P/B	4,9	4,4	3,8
P/S	2,7	2,5	2,3
EV/Liikevaihto	2,5	2,3	2,1
EV/EBITDA	14,5	12,8	11,7
EV/EBIT (oik.)	17,5	15,3	13,7
Osinko/tulos (%)	50 %	46 %	41 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,1 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Teollisten mittausten liiketoiminta-alue	10
Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue	11-12
Sijoitus- ja riskiprofiili	13-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	15-16
Yrityskaupat	17-18
Markkinat ja kilpailukenttä	19-21
Historiallinen kehitys	22-23
Ennusteet	24-29
Arvonmääritys	30-32
Taulukot	33-39
ESG	40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Vaisala lyhyesti

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

540 MEUR (+5 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023

66,6 MEUR (12,3 % lv:sta)

Liiketulos 2023

Noin 3,1 miljardin euron markkina¹

1,5 Teolliset mittaukset – 1,6 Sää ja ympäristö

Hajautunut loppuasiakaskunta

Noin 9 000 eri tuotetta ja 4 tuotantolaitosta

Toimituksia yli 150 maahan

Asiakkaita lukuisilla eri toimialoilla

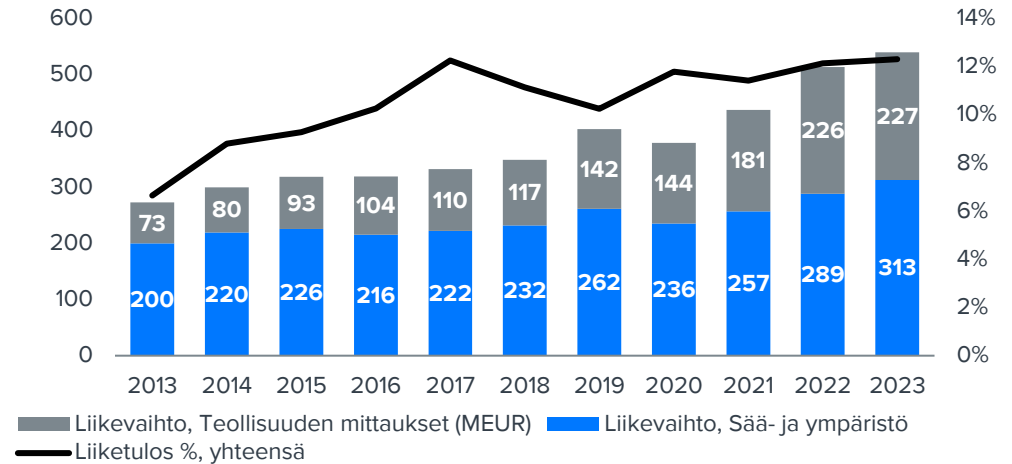
44 MEUR

Nettokassapositio 31.3.2024

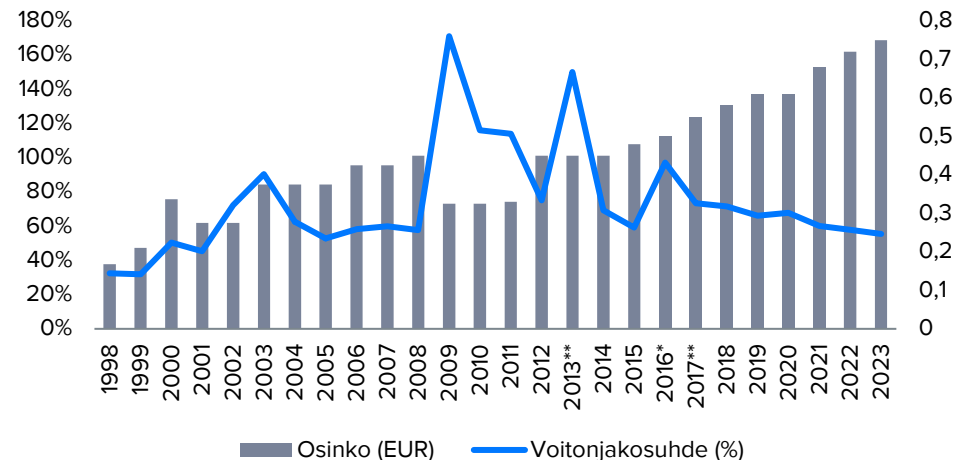
1988

Listautuminen Helsingin pörssiin

Liikevaihto ja tulos kasvaneet molemmilla liiketoiminta-alueilla



Vakaa ja nousujohteinen osingonmaksaja



Oikaistu osakesplitillä.

*oikaistu alakirjauksella, **lisäksi ylimääräinen osinko

1) Vaisalan vuosiraportti 2023

Kumppanit



Avainasiakkaat



Yliopistot,
Tutkimusorganisaatiot ja T&K
kumppanit



Ilmatieteen laitokset



Valmistuskumppanit



Toimittajat ja alihankkijat

Toiminnot

Tuotekehitys



Myynti ja
markkinointi



Anturien
valmistus



Alihankinta,
kokoonpano
ja testaus



Resurssit

Sovellusosaaminen



Sitoutuneet ja
ammattitaitoiset ihmiset



Vaisalan
tuotantojärjestelmä



Puolijohteiden valmistus
omassa puhdastuoneessa



Teknologiajohtajuus



Vahva taloudellinen
asema



Kustannusrakenne



Materiaali- ja
valmistuskustannukset
(44 % liikevaihdosta)



Tuotekehitys
(13 %)



Myynti, markkinointi ja
hallinto (31 %)

➔ 2023 EBIT: 12,3 %, EBITA: 13,8 %, EBITDA: 16,8 %

Liiketoimintaidea

Mittauslaitteiden korkean lisäarvon
globaali kärkiyhtiö

VAISALA

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

Myyntikanavat

Oma myynti ~20
maassa



Jakeluverkosto
kattaa yli 100 maata



Verkkokauppa



Asiakassegmentit

Teolliset mittaukset

Teolliset mittalaitteet
Terveysteknologia
Sähkövoima ja energia
Nestemittaukset



Sää- ja ympäristö

Meteorologia
Lentoliikenne
Uusiutuva energia
Tieliikenne ja autoteollisuus



Tuotteet

Pääasiassa räätälöityjä tuotteita
300 tuoteperhettä ja 9000 tuotetta

Säälilaitteita
esim. tutkia



Projektit



Mittauslaitteita
ja antureita



Digitaaliset
ratkaisut ja
data



Tulovirrat

Maantieteellisesti¹



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



Tuote-
myynti

74 %



Projekti-
myynti

13 %



Palvelu-
myynti

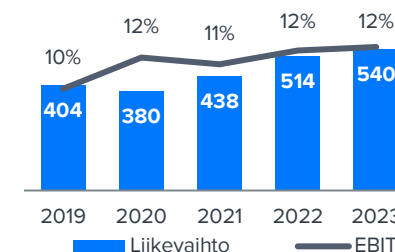
8 %



Jatkuva
tilausmyynti

6 %

Liikevaihto ja liikektulos-%



1) 2023

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Arvonluontia korkealaatuisella teknologialla

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

Molemmat liiketoiminta-alueet tarjoavat kasvua

Vuonna 2023 Vaisalan liikevaihto oli 540 MEUR ja liike-tulos 12,3 % liikevaihdosta. Vaisala on vuosien 2017-2023 välillä kasvanut keskimäärin 8 %, josta orgaanisen kasvun osuus on ollut noin 7 %. Myös liike-tulosmarginaali on kehittynyt nousujohteisesti. Pitkällä aikavälillä Teolliset mittaukset liiketoiminta-alue on toiminut merkittävämpänä ajurina liikevaihdon ja tuloksen kasvulle. Myös Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue on kasvanut ja sen kannattavuus on aivan viime vuosina parantunut huomattavasti yhtiön toteuttamien strategisten muutosten tukemana. Vaisalan tekemät yritysostot ovat olleet kooltaan suhteellisen pieniä ja niillä on pääasiallisesti pyritty vahvistamaan yhtiön teknologisia kyvykkyksiä valituissa segmenteissä. Yhtiön vahva tase ja kassavirta tarjoavat jatkuvasti hyvät mahdollisuudet uusiin yrityskauppoihin.

Mittausratkaisuja toimitetaan globaalisti

Korkealaatuisten mittausratkaisujen markkina on globaali ja Vaisalan liikevaihto on siten laajasti jakautunut eri maantieteille. Vaisala palvelee

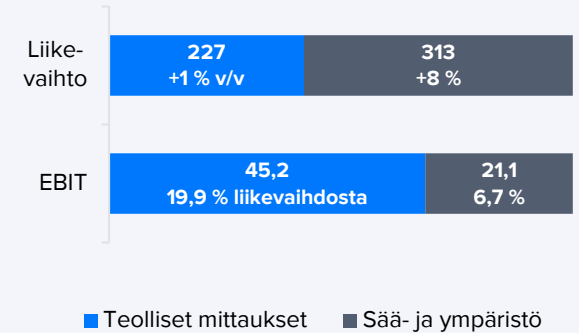
asiakkaita yli 150 maassa. Yhtiöllä on oma suoramyntiorganisaatio noin 20 maassa, minkä lisäksi se hyödyntää jakelijoita ja myyntiedustajia yli 100 maassa. Myyntiä syntyy myös oman verkkokaupan kautta. Vaisalan asiakaskunta on erittäin hajautunut ja yksittäiset tilaukset tuotemyynnissä tyypillisesti melko pieniä, kymmenien tai satojen tuhansien eurojen mittaluokkaa.

Vaisalalla on valmistusta kaikilla kolmella päämarkkina-alueellaan Euroopassa, Amerikassa ja Aasiassa. Yhtiön tuotannosta ja tuotekehityksestä kuitenkin valtaosa sijaitsevat Euroopassa. Vaisalassa työskenteli maaliskuun 2024 lopussa 2313 henkilöä, joista 66 % Suomessa. Vaisalan tuotanto keskittyy lisäarvoa tuottavaan loppukokoonpanoon, testaukseen ja kalibrointiin, minkä lisäksi siihen kuuluu myös anturien valmistusta omassa puhdashuoneessa. Kaikki osat, jotka eivät ole lisäarvoa luovia, ostetaan alihankintana. Vaikka yhtiön tekemien hankintojen arvosta valtaosa (84 %) kohdistuikin Eurooppaan vuonna 2023, hyödyntää moni Vaisalan alihankkija kuitenkin merkittävästi Aasiassa valmistettavia komponentteja. Vaisala on siten riippuvainen globaaleista elektroniikan toimitusketjuista.

Valtaosa liikevaihdosta syntyy tuotemyynistä

Vaisala jaottelee myyntiään viiteen eri kategoriaan, joita ovat tuotteet, projektit, palvelut, jatkuva tilausmyynti ja vuokratuotot. Tuotemyynnin suhteellinen osuus oli vuonna 2023 jo 74 % ja sen osuus on ollut nousussa erityisesti Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen kasvun myötä, jossa tuotemyynnin osuus on 91 %.

Liikevaihto ja liike-tulos 2023 (MEUR)



Ydintoiminnot kartalla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella tuotemyynnin osuus on vain 61 % (2023), sillä merkittävä osuus liiketoiminta-alueen liikevaihdosta syntyy säähavaintojärjestelmien toimittamiseen liittyvistä projekteista sekä mm. säädäta- ja ohjelmistopalveluiden jatkuvasta tilausmyynnistä. Arvioimme tuotemyynnin ja ohjelmistopalveluiden osuuden kasvun vaikuttaneen suotuisasti Vaisalan liiketoiminnan bruttokateprofiiliin.

T&K on avain arvoketjun paalupaikalle

Tutkimus ja tuotekehitys (T&K) on aina ollut keskeisessä roolissa Vaisalan historiassa. Yhtiö on panostanut tutkimukseen ja kehitykseen keskimäärin 13 % liikevaihdosta vuosina 2018-23. Vuodesta 1989 lähtien yhtiö on kumulatiivisesti panostanut jo yli miljardi euroa tutkimukseen ja kehitykseen. Onnistunut T&K ja laadukkaiden tuotteiden lanseerausten jatkuminen ovat keskeisessä roolissa kasvun ja kannattavuuden kannalta pitkällä aikavälillä. Yhtiö tavoittelee uusien tuotteidensa osalta aina johtavaa asemaa markkinoilla, eikä ole kiinnostunut keskinkertaisten tuotteiden lanseeraamisesta. Arvioimme, että Vaisalan pitkä historiallinen tuotejohtajuus, T&K-panostukset ja yhteistyö yliopistojen ja asiakkaiden kanssa luovat hyvät mahdollisuudet myös jatkossa pysyä arvoketjussa korkean lisäarvon luoja roolissa. Liiketoiminnan hajautuneisuus useiden eri tuote- ja asiakassegmenttien kesken myös vähentää yksittäisiin tuotealueisiin kohdistuvia kysynnän tai kilpailutilanteen muutosten aiheuttamia riskejä. Havainto- ja mittauslaitteiden markkinoilla sekä tuotekehityssyklit että tuotteiden elinkaaret ovat pitkiä. Tuotteiden elinkaaret yltyvät usein yli kymmenen vuoden mittaisiksi.

Vaisalalla on käytössä modernit ja korkeatasoiset tuotekehitystilat Vantaalla, sillä yhtiö investoi vuosina 2018-20 noin 30 MEUR uuteen moderniin toimistorakennukseen ja laboratoriotiloihin.

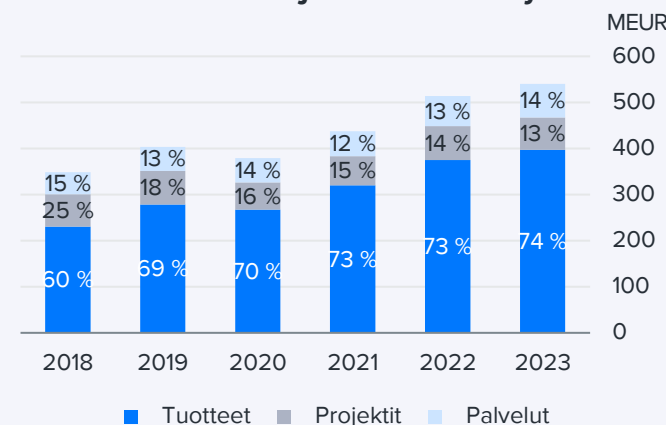
Vaisalan kehitystoiminta pitää sisällään asioita pienistä piirilevyistä kokonaiisiin järjestelmiin, ohjelmistoihin ja informaatiopalveluihin. Historiallisesti T&K on keskittynyt mitta- ja havaintolaitteisiin, mutta nykyään ohjelmistot muodostavat entistä suuremman osuuden tuotekehityksestä. Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen tuotekehityksessä noin 50 % ja Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen tuotekehityksessä noin 25 % henkilöstöstä on ohjelmisto-osaajia.

Vaisalaa johdetaan pitkäjänteisesti

Vaisalalla on kaksi osakesarjaa, joista A oikeuttaa 1 ääneen ja K 20 ääneen yhtiökokouksessa. Omistuspohjasta ja erityisesti äänivallasta suuri osa on keskittynyt laajalle joukolle perustaja Vilho Väisälän perillisiä. 3-4. sukupolven suorien jälkeläisten muodostaman ydinperheen (Voipiot, 9 kpl) osuus äänivallasta on noin 47 %. Vahva perillisten omistus heijastuu myös liiketoimintaan, jota johdetaan pitkäjänteisesti, matalalla riskitasolla ja vahvalla taseella.

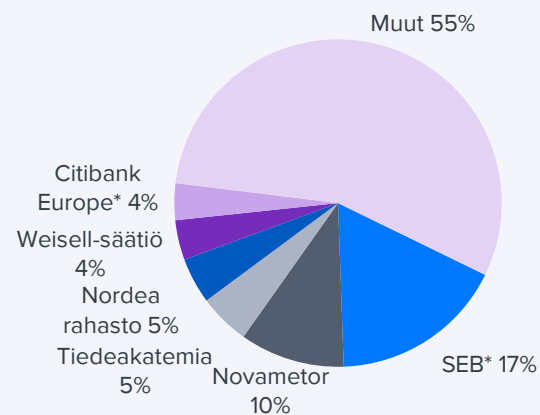
Vaisalan hallituksen sekä johdon kokoonpano on vuosien varrella ollut hyvin vakaa ja luonut jatkuvuutta. Vuoden 2020 syksyllä yhtiön toimitusjohtaja vaihtui Kjell Forsënin eläköityessä oltuaan 14 vuotta Vaisalan toimitusjohtajana. Uusi toimitusjohtaja Kai Öistämö esitteli uudistetun strategiansa syksyllä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

Liikevaihdon jakauman kehitys



Palvelumyynnistä 6 %-yksikköä jatkuvaa data- ja ohjelmistopalveluiden tilausmyyntiä ja alle 1 %-yksikkö vuokratuottoja (2023)

Omistusrakenne (% osakkeista)



*hallintarekisteröidyt osakkeet

Omistustiedot 31.5.2024

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3



Teollisten mittausten liiketoiminta-alue

Vahvaa ja kannattavaa kasvua

Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen liikevaihto oli 227 MEUR vuonna 2023 ja osuus konsernin liikevaihdosta 42 %. Liikevaihto on kasvanut keskimäärin 14 % viimeisen viiden vuoden aikana, josta orgaanisen kasvun osuus on laskujemme mukaan 12 %-yksikköä. Kasvua ajaa markkinakasvun lisäksi laajentuminen uusille markkinoille joko uusien teknologioiden kautta tai viemällä olemassa olevaa teknologiaa uusiin arvokkaampiin ja haastavampiin ympäristöihin.

Liiketoiminta-alueen kannattavuus on jo pitkään ollut vahvalla tasolla (2023 EBIT: 19,9 %), mikä kuvastaa tuotettujen ratkaisujen korkeaa lisäarvoa asiakkaille. Mittauslaitteiden hinta on usein asiakkaan näkökulmasta suhteellisen matala verrattuna ympäristöön, jossa tuotetta käytetään (esim. tehdas). Asiakassuhteet ovat tiiviitä ja pitkäikäisiä, mikä kasvattaa Vaisalan hinnoitteluvoimaa.

Valtaosa liikevaihdosta tuotemyyntiä

Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen liikevaihdosta valtaosa (91 %) on tuotemyyntiä, jossa toimitusajat ovat tyypillisesti lyhyet ja yksittäiset tilauskoot melko pienet (tyypillisesti kymmenien tuhansien eurojen luokkaa, mutta toisinaan satoja tuhansia). Tilaukskannan merkitys kasvun ennustamisessa on rajallinen ja sijoittajan kannattaakin kiinnittää huomiota tulevaan markkinakehitykseen tulevaisuuden näkymiä arvioitaessa. Liikevaihdosta 9 % syntyy palvelumyynnistä, mikä pitää sisällään pääasiassa pitkäaikaisia huoltosopimuksia ja huoltopalveluita. Palvelumyynti on historiassa kehittynyt erittäin vakaasti talouden sykleistä riippumatta.

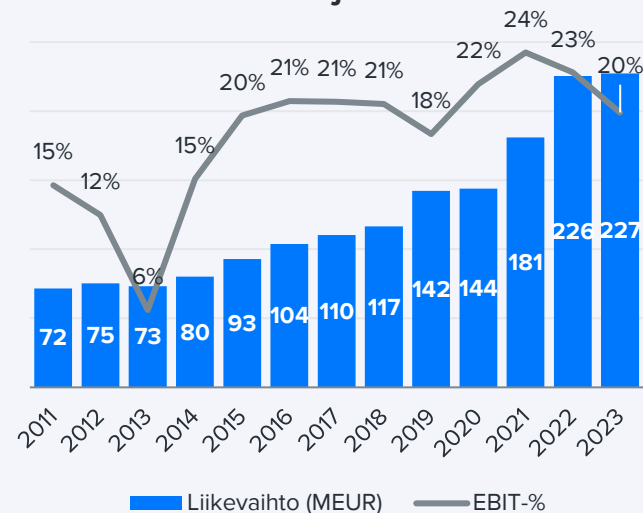
Neljä päätuotesegmenttiä

Vaisala jaottelee Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen neljään tuotesegmenttiin.

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

Kaikki neljä segmenttiä ovat myötävaikuttaneet liiketoiminta-alueen kasvuun viimeisten neljän vuoden aikana. Koronapandemia aiheutti kasvun hidastumista lähes nollaan vuonna 2020 asiakkaiden rajoittaessa investointejaan. Pandemian jälkeen liiketoiminta-alueen kasvu kuitenkin kiihtyi erittäin korkealle noin 25 %:n tasolle vuosina 2021-22, kunnes kasvu jälleen hidastui vuonna 2023 teollisuuden investointihalukkuuden laskettua. Vuosien 2022-23 kannattavuus kärsi globaalista komponenttipulasta.

Liikevaihto ja liike-tulos



Segmenttikohtainen tilauskehitys

Segmentti	Osuus ¹	2020	2021	2022	2023
Teolliset mittalaitteet	50 %	→	↑	↑	↓
Terveysteknologia	30 %	↑	↑	↑	↓
Sähkövoima ja energia	<10 %	↑	↑	↑	↑
Nestemittaus	<10 %	↓	↑	↑	↑
Yhteensä		+2 %	+33 %	+20 %	-5 %

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

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue 1/2

Tuloskasvu piristynyt aivan viime aikoina

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen (S&Y) vuoden 2023 liikevaihto oli 313 MEUR ja sen osuus konsernin liikevaihdosta oli 58 %. Liikevaihto on kasvanut keskimäärin 6 % viimeisen 5 vuoden aikana, josta orgaanisen kasvun osuus on ollut 4 %. Liiketoiminta-alueen kasvu on sen perinteisillä ydinmarkkinoilla riippuvaista poliittisesta ympäristöstä ja julkisen puolen investoinneista, mikä rajoittaa sen kasvumahdollisuuksia. Isossa kuvassa liiketoiminta-alueen orgaanista kasvua ajaa laajentuminen uusille nopeammin kasvaville markkinoille sekä uusien tuotteiden lanseeraaminen.

Liiketoiminta-alueen kannattavuus on selvästi alhaisempi kuin Teollisten mittausten liiketoiminta-alueella, vaikkakin trendi on viime vuosina ollut positiivinen. Matalahkoa kannattavuutta selittävät mm. projektiliiketoiminnan matalat katteet sekä hintakilpailun osalta intensiivisemmät ydinmarkkinat verrattuna Teollisten mittausten liiketoiminta-alueeseen. EBIT-marginaali on ollut pitkään noin 6-8 % (2013-20), mutta heikentyi 3-4 %:iin vuosina 2021-22 mm. komponenttipulan ja kasvuliiketoimintoihin kohdistuneiden investointien johdosta. Kasvuliiketoimintojen skaalautuminen ja hitaammin kasvavien liiketoimintojen kulujen karsiminen ovat nostaneet kannattavuustason positiiviselle trendille vuosina 2023-24.

Palveluiden ja projektimyynnin osuus merkittävä

S&Y:n liikevaihto raportoidaan viidessä ryhmässä, joita ovat tuotteet, projektit, palvelut, vuokratuotot ja jatkuva tilausmyynti. Tuotemyynti koostuu sää- ja havaintolaitteiden myynnistä, minkä osuus oli 61 % vuonna 2023. Matalakatteisemman

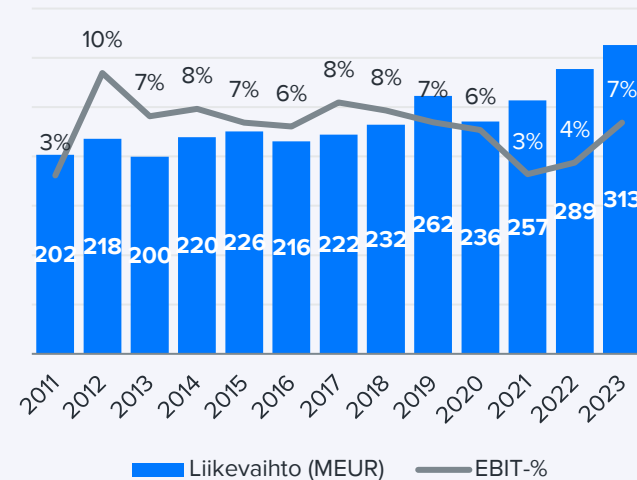
projektiliikevaihdon osuus on merkittävä (22 %) ja se pitää sisällään mm. asennuksista, testauksesta ja koulutuksesta syntyvää, usein alihankkijoiden kautta tuotettua liikevaihtoa. Palvelumyynni sisältää mm. kalibrointi- ja korjauspalveluita. Vuokratuottojen osuus liikevaihdosta on alle 1 % ja Vaisala ei varsinaisesti tavoittele kasvua tässä tuullidarien vuokraamiseen pohjautuvassa pienimuotoisessa liiketoiminnassa. Jatkuva tilausmyynti koostuu data- ja ohjelmistopalveluiden jatkuvalaskutteisesta myynnistä (osuus liiketoiminta-alueesta 10 % vuonna 2023).

Arvioimme liikevaihdon jakauman kehittyneen katetason näkökulmasta suotuisasti vuosina 2019-23. Liikevaihtolajeista tuotemyynti on kasvanut keskimäärin 9 %/v ja palvelumyynni 7 %/v (sisältäen jatkuvan tilausmyynnin). Matalakatteisempi projektiliikevaihto ei sen sijaan ole kasvanut. Jatkuvan tilausmyynnin erillinen raportointi alkoi vasta vuonna 2023 (kasvua 14 % v/v).

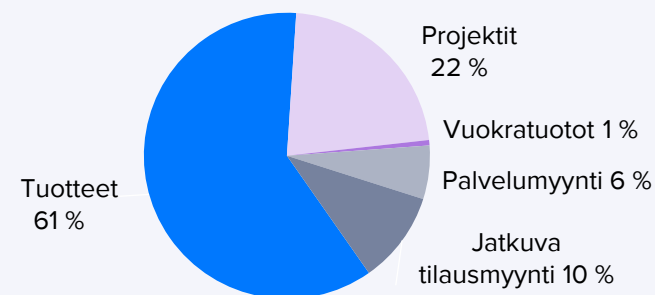
Julkinen sektori korostuu asiakaskunnassa ydinmarkkinoilla, yksityiset kasvumarkkinoilla

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

Liikevaihto ja liiketulos



Liikevaihdon jakauma myyntilajeittain



Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue 2/2

Ydinmarkkinoilla kasvunäkymät ovat maltilliset

Vaisala on globaalisti johtava säämittausteknologian toimittaja ja yhtiöllä on korkeat markkinaosuudet ydinmarkkinoillaan meteorologiassa ja lentoliikenteessä. Korkea markkinaosuus ja kyseisten segmenttien maltilliset kasvunäkymät tarkoittavat, että Vaisalan kasvupotentiaali S&Y:n ydinmarkkinoilla on rajallinen. Ydinmarkkinat muodostavat noin 60 % liiketoiminta-alueen liikevaihdosta. Vaisala on historiallisesti käyttänyt runsaasti resursseja säämittausteknologian kehittämiseen, mutta viime vuosina yhtiö on karsinut ydinmarkkinoihin suuntautuvia kustannuksia ja kohdistanut kasvupanokset selkeämmin kasvumarkkinoihin ja uusiin markkinoihin. T&K-projektit ovat tyypillisesti pitkiä, minkä takia strategiset muutokset ottavat aikansa. Vaisalan historiallinen kannattavuus S&Y-liiketoiminta-alueella on mielestämme ollut todellista potentiaalia matalampi, kun huomioidaan toimialan korkea tekninen vaatimustaso sekä Vaisalan asema markkinajohtajana ydinsegmenteissä.

Uusiutuva energia toistaiseksi suurin kasvusegmentti

Vaisala määrittelee kasvumarkkinoiksi mm. uusiutuvan energian sekä sään ja ilmanlaadun kaupungeissa ja yritystoiminnassa. Uusiutuva energia on Vaisalan merkittävin kasvumarkkinoihin luettava segmentti. Vaisalan tuulilidareita käytetään erityisesti uusien tuulivoimaloiden kehitysvaiheessa, mutta niitä voidaan hyödyntää myös laitoksen loppuelinkaaren aikana mm.

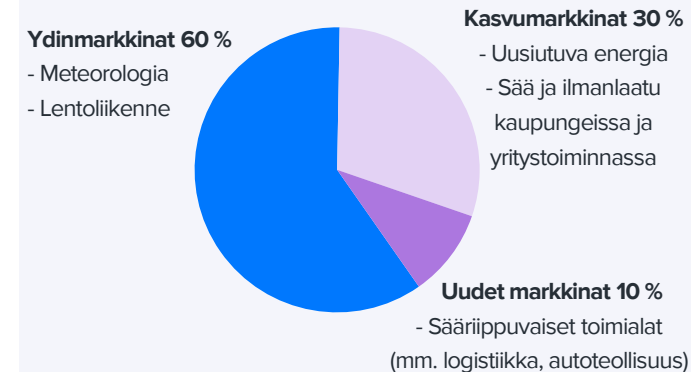
operoinnin tehostamisessa ja energiakaupankäynnin optimoinnissa. Lidarien myynti kasvaa rakenteellisesti, sillä niillä korvataan vanhoja epäkäytännöllisiä tuulen mittausmenetelmiä. Vaisala on segmentissä johtava toimija ja yksi harvoista läntisillä markkina-alueilla. Lidariliiketoiminta päättyi osaksi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

Säädatapalveluilla laajaa asiakaspotentiaalia

Vaisala yhdisti älykkäät säädatapalvelunsa syksyllä 2022 Xweather-brändin alle, millä pyritään vauhdittamaan datapalveluiden kaupallistamista etenkin yritysasiakkaille sekä jatkuvapohjaisen liikevaihdon kasvua (2023 liikevaihto 32,5 MEUR, kasvua 14 % v/v). Xweatherin alle kuuluu lukuisia eri säädatapalveluita, joita voidaan myydä erittäin laajalle asiakaskunnalle useille toimialoille. Kyseisten palveluiden taustaoperaatioita, kuten asiakashallintaa, on tehostettu ja automatisoitu viime vuosina skaalautuvuuden parantamiseksi.

Vaisala on säädatapalveluiden markkinalla vielä suhteellisen pieni toimija. Yhtiön yksi olennainen kilpailuetu syntyy tarkkojen mittalaitteiden ja laajoja datalähteitä hyödyntävien ennustemallien synergioista. Vaisala voi esimerkiksi myydä tien ylläpidosta vastaavalle asiakkaalle data- ja ohjelmistopalveluita sekä fyysisiä mittalaitteita, joiden avulla pystytään tekemään hyperlokaaleja havaintoja ja ennusteita.

Liikevaihdon jakauma markkinan kehitysvaiheen mukaan¹

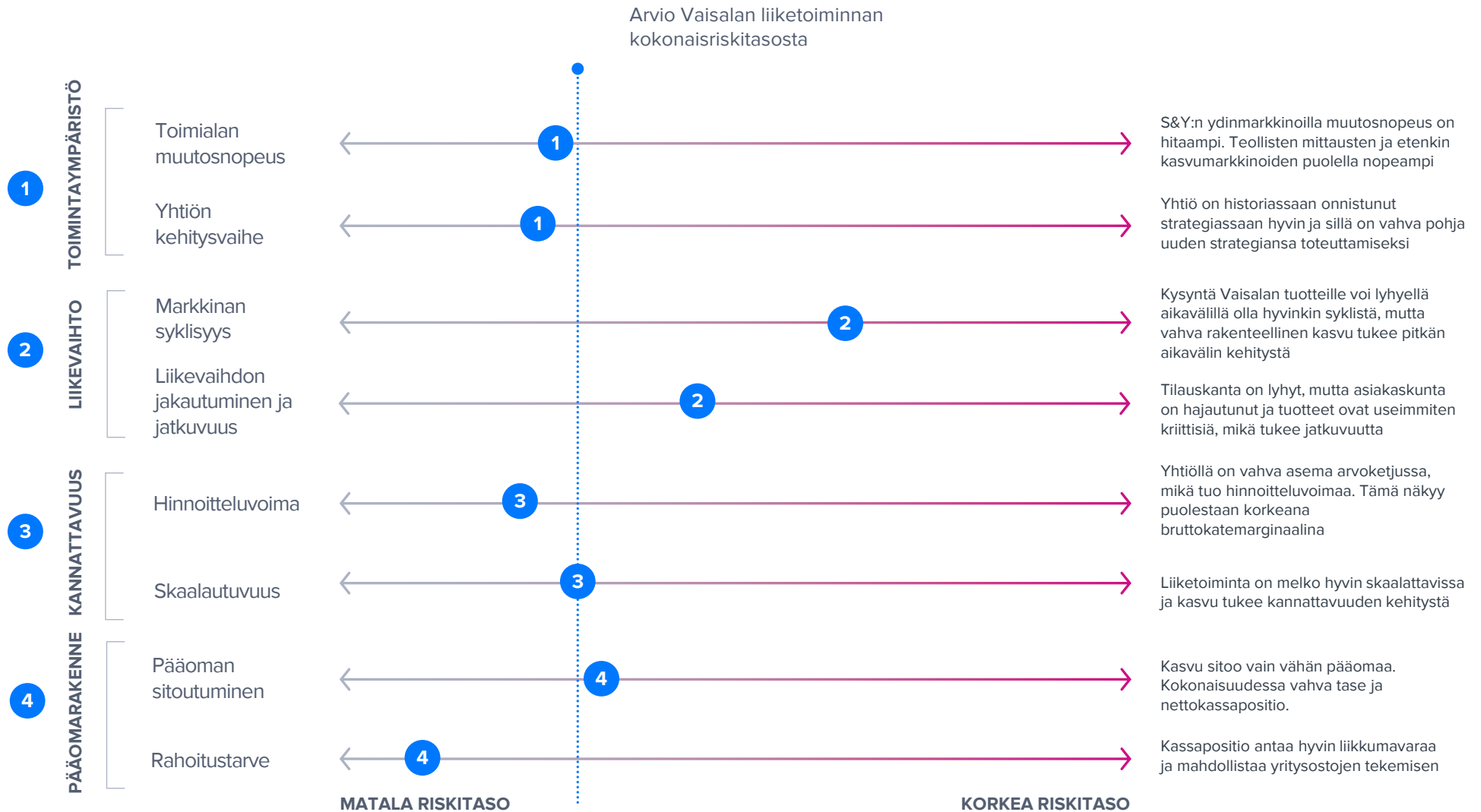


Segmenttikohtainen tilauskehitys

Segmentti	2020	2021	2022	2023
Meteorologia	→	→	→	→
Tieliikenne ja autoteollisuus	→	→	→	→
Lentoliikenne	↓	→	→	→
Uusiutuva energia	→	→	→	→
Yhteensä	-14 %	+10 %	+15 %	+15 %

1) Suuntaa antava arvio
Lähde: Vaisala ja Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Pitkäjänteisen tuotekehityksen tuoma globaali tuotejohtajuus

2.

Megatrendit tukevat mittaamismarkkinan kasvua ja luovat uusia niche-markkinasegmenttejä

3.

Pääomakevyt liiketoimintamalli ja korkea tuotto sijoitetulle pääomalle

4.

Kannattavuus vahvistuu Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella

5.

Ei ole immuuni talouden sykleille

Potentiaali



- Kasvu painottuu korkeamman kateprofiilin myyntiin
- Tulokasvu ei ole enää vain Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen varassa, sillä S&Y-liiketoiminta-alueen kannattavuuskäänte on jo nähtävissä
- Markkina kasvaa rakenteellisesti
- Mahdollinen laajentuminen uusiin mittaussegmentteihin orgaanisesti tai yritysostoin

Riskit



- Syklinen vaihtelu teollisuusasiakkaiden kysynnässä
- Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen ydinmarkkinoiden kasvu on hidasta
- Mahdollisesti kiristyvä kilpailu joissakin tuotesegmenteissä
- Epäonnistuminen yritysostoissa tai orgaanisissa kasvupanostuksissa

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Nykyinen strategia kohdistanut investoinnit kasvumarkkinoihin ja tehostanut ydinsegmenttien kannattavuutta

Vaisala toteutti viimeisimmän kokonaisvaltaisen strategiapäivityksen vuonna 2021, joka esiteltiin sijoittajille CMD:llä saman vuoden syyskuussa. Strategiapäivityksen yhteydessä yhtiön taloudellisia tavoitteita nostettiin aiempaa kunnianhimoisemmalle tasolle, minkä lisäksi organisaation eri alueiden tavoitteita pyrittiin selkeyttämään.

Kasvupanostusten kohdistaminen tarkoittaa, että Vaisala keskittyy ydinmarkkinoillaan kannattavuuden parantamiseen ja vastaavasti investoi enemmän laajentumiseen nopeasti kasvavilla markkinoilla. Yhtiön perinteisiin ydinmarkkinoihin kuuluu Teollisten mittausten liiketoiminta-alueella vaativa hiilidioksidin ja kosteuden mittaus ja Sää- ja ympäristöliiketoiminta-

alueella meteorologia, lentoliikenne ja teiden talvikunnossapito. Kasvumarkkinoita puolestaan ovat mm. terveysteknologia, sähkövoima- ja energia, nestemittaukset, uusiutuva energia ja digitaaliset säädätalpalvelut.

Myös operaatioiden yksinkertaistaminen ja skaalautuvuuden vahvistaminen ovat keskeisiä alueita Vaisalan strategiassa. High mix, low volume -tyyppisen liiketoiminnan kannattava harjoittaminen on haaste, josta Vaisalalla on pitkät perinteet. Vaisalan toimintamallit ja skaalautuvat tuotealustat mahdollistavat operatiivisen tehokkuuden ja sitä kautta liiketoiminnan kannattavuuden tuoteportfolion monimutkaisuudesta huolimatta. Vaisala on strategiakaudellaan myös tuonut useat digitaaliset säädätalpalvelunsa yhden Xweather-tuoteperheen alle ja yhdistänyt palvelujen tuottamiseen ja myymiseen liittyviä taustaoperaatioita

skaalautuvuuden parantamiseksi.

Emme odota suuria muutoksia strategiaan

Vaisala on arviomme mukaan onnistunut monelta osin strategiansa toteuttamisessa nykyisellä strategiakaudella, vaikka kaikki onnistumiset eivät olekaan vielä realisoituneet lukuihin. Kasvumarkkinoihin panostaminen on kantanut hedelmää ja myös Sää- ja Ympäristöliiketoiminta-alueen kannattavuus on alkanut parantua. Viimeisestä strategiapäivityksestä on pian lähes 3 vuotta, joten seuraavan strategisen päivityksen aika voisi koittaa lähiaikoina. Yhtiön toimintaa kehitetään pitkäjänteisesti ja strategiseen suuntaan ei ole mielestämme tarvetta tehdä suuria muutoksia. Näemme yhtiöllä merkittävää kasvupotentiaalia sen nykyisilläkin markkinoilla, mutta myös laajentuminen uusille markkinoille tai tuotekyvykkyyksien vahvistaminen esimerkiksi pienten yritysostojen avulla voisivat olla mahdollisia.

2019
-
2021

Edellisen strategiakauden aikana

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

2021
-
2024

Nykyinen strategiakausi

- Taloudellisen suorituskyvyn parantaminen optimoimalla kannattavuutta ydinmarkkinoilla
- Kasvun kiihdyttäminen kohdistamalla panostuksia potentiaalisimpiin kasvumarkkinoihin
- Digitaalisten datatalpalveluiden kasvun vahvistaminen ja skaalautuvuuden parantaminen operaatioita tehostamalla

2025-

Tuleva kehitys strategiassa (Inderesin arvio)

- Kasvumarkkinoiden suhteellinen osuus liikevaihdosta kasvaa ja rooli korostuu
- Edellisen strategiakauden tehostustoimien vaikutus kannattavuuteen tulee kokonaisuudessaan näkyviin
- Dataliiketoiminnan skaalaaminen
- Mahdollinen laajentuminen uusiin kasvusegmentteihin organisaation tai yritysostoin

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Yhtiö on saavuttamassa strategiakauden kasvutavoitteet

Vaisala tavoittelee strategiakaudella 2021-24 keskimäärin 7 %:n vuotuista kasvua ja 15 % liiketulosmarginaalia. Strategiakaudelle asetetut tavoitteet ovat edellistä strategiakautta kunnianhimoisemmat ja niistä paistaa pyrkimys vahvistaa liiketoiminnan kaupallista suorituskykyä. Vaisala on ydinmarkkinoillaan johtava toimija, minkä tulisi arviomme mukaan mahdollistaa historiassa nähtyä korkeampi kannattavuustaso erityisesti Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella.

Strategiakaudelle asetettu kasvutavoite (7 %) näyttäisi toteutuvan, sillä vuosien 2022-23 keskimääräinen kasvu ylsi jopa 11 %:iin vahvan teollisuuden kysynnän tukemana. Vuoden 2024 heikompi teollisuuden kysyntäympäristö huomioiden strategiakauden keskimääräinen kasvu asettunee hieman 7 %:n tavoitetason yläpuolelle. Myös inflatorisella paineella on ollut positiivinen vaikutus myyntihintoihin ja sitä kautta nimelliseen kasvuun. Vuosien 2022-24 kasvusta valtaosa on syntynyt orgaanisesti ja yrityskauppojen vaikutus on ollut alle yhden prosenttiyksikön (AerisWeather).

Kannattavuus parantunut, mutta tavoitteeseen ei yllätä nykyisellä strategiakaudella

Liiketulosmarginaalin osalta yhtiö ylsi edellisellä strategiakaudellaan vuosina 2020-21 keskimäärin 11,6 %:n tasolle ja vuosina 2022-23 12,3 %:n tasolle. Koronapandemiaa seuranneella komponenttipulalla on ollut negatiivista vaikutusta kannattavuustasoihin, vaikka toisaalta hyvä

teollisuuden kysyntä on tukenut kannattavuutta. 15 %:n EBIT-tavoitteeseen on vielä matkaa. Yritysostoihin liittyvät PPA-poistot laskevat hieman vuoden 2024 aikana (1,5-% liikevaihdosta vuonna 2023) ja poistuvat pääosin kokonaan vuoden 2025 jälkeen, millä tulee olemaan positiivinen vaikutus raportoituun liiketulokseen olettaen ettei Vaisala toteuta uusia yritysostoja. Pidämme 15 %:n liiketulosmarginaalin toteutumista nykyrakenteella jopa todennäköisenä 5 vuoden aikajänteellä, mutta vuoden 2024 marginaali on vielä jäämässä tavoitellun tason alle. Yhtiöllä on mielestämme selkeitä mahdollisuuksia parantaa kannattavuuttaan. Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen suhteellisen osuuden kasvu sekä suhdanteen todennäköinen piristyminen tulevat ajamaan konsernin kannattavuutta ylöspäin jo ilman merkittäviä muutoksia liiketoiminnassa. Lisäksi viime vuosina toteutettu kasvupanosten kohdentaminen ja toiminnan tehostaminen ovat selvästi alkaneet parantaa Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kannattavuutta.

Osinkopolitiikka

Vaisalan osinkopolitiikan mukaan yhtiön tavoitteena on maksaa osinkoa, joka on vakaa ja kasvaa tuloskehityksen mukaisesti. Vaisala pyrkii hyvän vakavaraisuuden säilyttämiseen sekä varautumaan tuleviin investointisuunnitelmiin. Yhtiöllä on mielestämme vahvat edellytykset jatkaa tasaista osingon kasvattamista lähivuosina. Nopeampaankin osingon kasvattamiseen olisi varaa, sillä Vaisalan osingonjakosuhte on laskenut asteittain viime vuosina.

Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet 2021-24

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

Toteutuneet luvut ja lähtötilanne

- Liikevaihdon kasvu 2018-23: 9 %
- EBIT-% 2023: 12,3 %
- Osinko 2023: 0,75 euroa per osake (56 % nettotuloksesta).

Inderesin ennusteet

- Liikevaihto 2024e: 545 MEUR (7,5 % CAGR vuodesta 2021)
- EBIT 2024e: 72,5 MEUR (13,3 % liikevaihdosta)
- Osinko 2024e: 0,78 EUR / osake

Yrityskaupat

Yritysostoilla pyritään vahvistamaan strategisia kasvualueita

Vaisalan tavoitteena on maailmanlaajuinen tuote- ja markkinajohtajuus valituilla liiketoiminta-alueilla. Siihen se pyrkii sekä orgaanisella kasvulla että yritysostoin. Vaisala on historiassa toteuttanut monia yrityskauppoja, mutta ne ovat kuitenkin liikevaihtonäkökulmasta olleet pieniä. Vuosien 2017-23 aikana yrityskauppojen vaikutus konsernin kasvuun on ollut keskimäärin 1,3 %-yksikköä. Yritysostot ovat kuitenkin tarjonneet Vaisalalle uusia vahvan orgaanisen kasvun mahdollistavia tuotesegmenttejä.

Yhtiön mukaan parhaat onnistumiset on historiassa tehty ostettaessa teknologiaa, jota voidaan kaupallistaa Vaisalan olemassa oleville asiakkaille. Kohdeyhtiön asiakaskentän tunteminen on tärkeää liikevaihdon synergioiden saavuttamiseksi. Yhtiö on historiassa ostanut myös kilpailijoita ja uusia asiakassuhteita, mutta huonoin kokemuksin. Yhtiö on aikaisemmin tehnyt myös puhtaita teknologiakauppoja, mutta arvioimme mukaan tässä on haasteena pitkälle venyvä liikevaihdon generoituminen.

Taseen puolesta Vaisalalla on vahvat edellytykset tehdä yritysostoja. Maaliskuun 2023 lopussa yhtiöllä oli 44 MEUR:n nettokassapositio, minkä lisäksi liiketoiminta tuottaa hyvää kassavirtaa. Vaisala ei pidä startup-yrityksiä todennäköisinä ostokohteina. Yrityskauppakohteiden todennäköinen koko voi arvioimme mukaan vaihdella muutamasta miljoonasta aina kymmenien miljoonien kokoluokkaan asti.

Vaisala on vuodesta 2005 toteuttanut 13

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

Arvioimme yhtiön edelleen jatkavan kasvua yritysostojen kautta ja mahdollisesti vahvistavan tuotetarjoamaansa kasvavilla markkinoilla. Vaisalalla pitäisi näkemysemme mukaan olla yritysostokohteen löytyessä hyvät edellytykset saada kaupasta suotuisat synergiat, perustuen globaalin asiakasverkoston mahdollistamaan ristiinmyyntipotentialiin. Vaisalan osakkeen korkeahko arvostus (2024e: EV/liikevaihto 2,6x ja oik. EV/EBIT 18x) tukee yritysostojen kautta tapahtuvaa arvonluontia.

Lähihistorian suuremmat yrityskaupat

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

sulkutoimista, mutta kysyntä on sen jälkeen elpynyt ja tässä vaiheessa yrityskauppa näyttää mielestämme onnistuneelta.

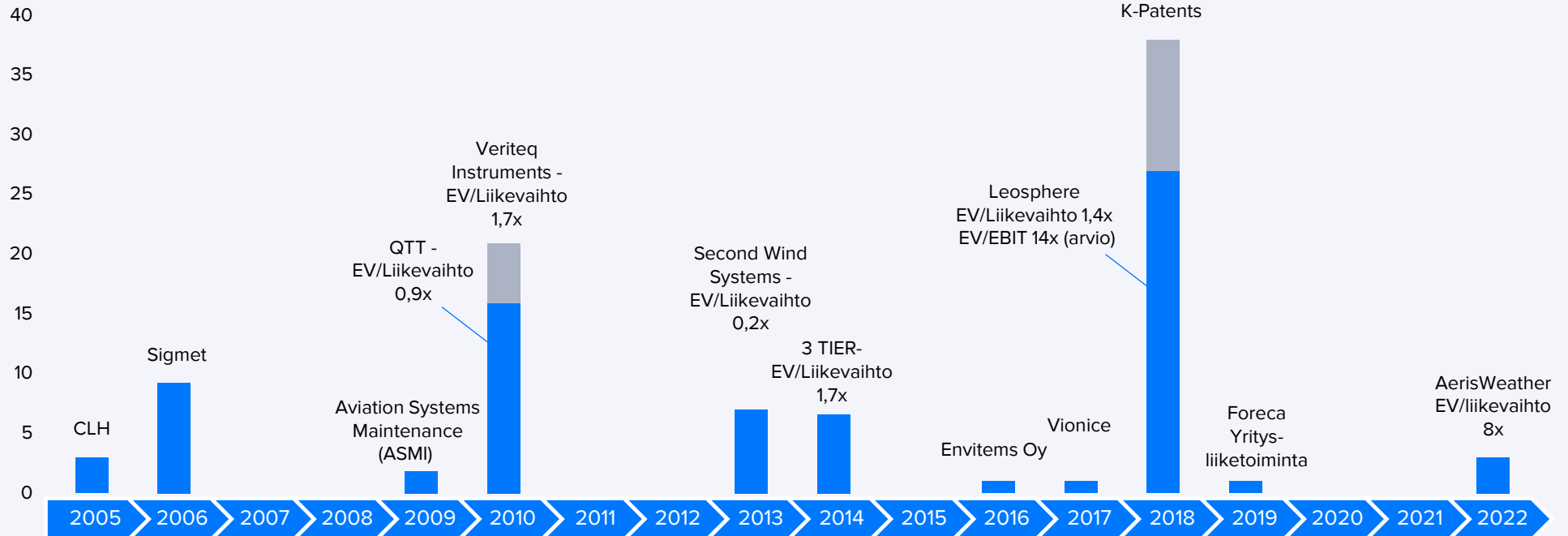
Vuoden 2018 lokakuussa Vaisala kertoi vahvistavansa asemaansa tuulen etämittauksessa ostamalla Leosphere SAS:n. Leosphere myy tuulilidareita yli 40 maahan ja sillä on maailmanlaajuinen jakelija- ja palveluntarjoajaverkosto. Leospheren vuoden 2017 liikevaihto oli 27 MEUR ja sen liiketulosmarginaali ylsi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

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

Vaisalan yritysjärjestelyjä 2005-2022

Yritysosot,
Liikevaihto MEUR

Yritysoistoilla on hankittu sekä valmista liiketoimintaa, että uutta teknologiaa



Yritysmyyntit
(liikevaihdot ei tiedossa)

Yritysmyyntit kohdistuneet matalan lisäarvon toimintoihin

Happituotteet –
Teolliset mittaukset

Tuulikeilain-
liiketoiminta – Sää- ja
ympäristöliiketoiminta-
alue

Kolme säähän
liittymätöntä
tietuotelinjaa – Sää- ja
ympäristöliiketoiminta-
alue

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

Markkinat ja kilpailukenttä 1/3

Markkinan koko ja kasvuajurit

Vaisalan teknologia auttaa löytämään ratkaisuja maailmanlaajuisiin haasteisiin

Sää- ja havaintolaitteita sekä sähkään liittyvää dataa voidaan hyödyntää laajasti erilaisissa käyttötarkoituksissa kaikkialla maailmassa. Tarve ja kysyntä mittaamiselle kasvaa rakenteellisesti. Vaisala on itse tiivistänyt keskeisimmät markkinan kasvuajurit neljään megatrendiin, joita ovat 1) ilmastonmuutos, 2) energiasiirtymä ja hiilestä irtautuminen, 3) tekoäly ja prosessien optimointi sekä 4) terveys ja hyvinvointi.

Vaisalan kohdemarkkina jakautuu liiketoiminta-alueiden sisälläkin useisiin erilaisiin niche-segmentteihin. Yhtiö arvioi nykyisten kohdemarkkinoidensa kooksi noin 3,1 miljardia euroa vuoden 2023 vuosiraportissaan. Yhtiön antamien segmenttikohtaisten kasvuarvioiden pohjalta arvioimme, että yhtiön kohdemarkkinoiden kokonaiskasvu on keskipitkällä aikavälillä keskimäärin noin 6 %¹.

Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen markkina

Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen kohdemarkkinan koko oli vuonna 2023 Vaisalan arvion mukaan noin 1,5 miljardia euroa. Tällöin Vaisalan markkinaosuus kohdemarkkinasta olisi noin 15 %. Odotamme markkinan kasvavan keskipitkällä aikavälillä noin 7 % vuodessa¹.

Liiketoiminta-alueen ydinmarkkinoihin kuuluu vaativa kosteusmittaus ja vaativa hiilidioksidimittaus, joiden koko on yhteensä noin

900 miljoonaa euroa ja vuotuinen kasvu Vaisalan vuonna 2021 lausuman arvion mukaan noin 6 %. Kasvumarkkinoihin kuuluvat puolestaan terveysteknologia, sähkövoima ja energia sekä nestemittaus, joiden yhteenlaskettu koko on noin 600 miljoonaa ja vuotuinen kasvu 5-10 %.

Teollisuudessa käsillä syklistä pehmeyttä

Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen markkinakysyntä kehittyy syklisesti eri teollisuudenalojen investointihalukkuuden mukaisesti. Teollisuuden korkeasuhdanne nosti kysynnän korkeaksi vuosina 2021-22, mutta kysyntä on sittemmin heikentynyt mm. korkojen nousun ja osittain myös ylikapasiteetin vuoksi vuoden 2023 keväällä. Erityisesti Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen kaksi suurinta alasegmenttiä, teolliset mittalaitteet ja terveysteknologia ovat kehittyneet heikommin viimeisten 12 kuukauden aikana. Teolliset mittalaitteet pitää sisällään laajan joukon erilaisia teollisuusasiakkaita, joten sen kasvuajurien yksilöinti on haastavaa. Mm. auto- ja akkuteollisuuden investointien lykkääminen on vaikuttanut teollisten mittalaitteiden kysyntään. Myös terveysteknologiassa kapasiteettia ehdittiin rakentaa runsaasti vuosina 2021-22, minkä vuoksi olosuhdevalvontajärjestelmien kysyntä on hetkeksi laskenut. Sähkövoiman ja energian sekä nestemittausten kysyntätilanne on pysynyt positiivisena. Sähkövoimassa ja energiassa kysyntää tukee pitkällä aikavälillä energijärjestelmän murros ja siihen liittyvä sähköinfrastruktuurin kehittäminen, joka etenee vakaasti.

Megatrendien vaikutus kohdemarkkinaan

Ilmastonmuutos

- Mittauslaitteilla ja datalla keskeinen rooli ilmastonmuutoksen ymmärtämisessä, hillitsemisessä ja sopeutumisessa
- Sään ääri-ilmiöiden yleistymisen kasvattaa tarvetta sään havainnointiin niin yhteiskuntien kuin yritystenkin tasolla

Energiasiirtymä ja hiilestä irtautuminen

- Mittausteknologiaa hyödynnetään mm. aurinko- ja tuulienergian suunnittelussa ja operoinnissa, litiumioniakkujen valmistuksessa, biokaasun ja vedyn valmistuksessa sekä hiilen talteenotto-ovelluksissa

Tekoäly ja prosessien optimointi

- Tekoälypohjaiset ratkaisut tarvitsevat tarkkaa dataa toimiakseen (esim. teiden talvikunnossapidon optimointi ja autonomiset ajoneuvot)
- Tekoälyn taustainfrastruktuuri, puolijohdeteollisuus ja datakeskukset hyödyntävät Vaisalan mittalaitteita

Terveys ja hyvinvointi

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

1) Inderesin arvio joka perustuu osittain yhtiön antamiin segmenttikohtaisiin kasvuarvioihin

Markkinat ja kilpailukenttä 2/3

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen markkina

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kohdemarkkinan koko oli vuonna 2023 Vaisalan arvion mukaan noin 1,6 miljardia euroa. Tällöin Vaisalan markkinaosuus kohdemarkkinasta olisi noin 20 %. Arvioimme markkinan kasvavan noin 5 %¹ vuosittain keskipitkällä aikavälillä.

Liiketoiminta-alueen ydinmarkkinoihin kuuluu meteorologia, lentoliikenne ja teiden talvikunnossapito. Ydinmarkkinoiden koko on arviomme mukaan noin 900-1000 miljoonaa euroa ja keskipitkän aikavälin vuotuinen kasvu maltillinen, noin 0-5 %. Liiketoiminta-alueen kasvumarkkinoihin kuuluu puolestaan mm. autoteollisuus, uusiutuva energia sekä sää ja ilmanlaatu kaupungeissa ja yritystoiminnassa. Kasvumarkkinoiden yhteenlaskettu koko on arviomme mukaan noin 600-700 miljoonaa euroa ja vuotuinen odotettavissa oleva kasvu 5-10 % keskipitkällä aikavälillä.

Kysyntä kasvaa vakaasti

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella ydinsegmenttien kysyntä on riippuvaista julkisesta sektorista ja isossa kuvassa myynti etenee tasaisesti ilman suurta syklistä vaihtelua. Julkinen sektori ja erityisesti lentoliikenneasiakkaat kuitenkin lykkäsivät investointejaan koronapandemian aikana. Kysyntä on sittemmin normalisoitunut ja piristynyt. Uusiutuvan energian kohdemarkkina kasvaa rakenteellisesti uusiutuvan energian investointien tukemana, mutta myös yhä suurempien tuulivoimaloiden ja lidariteknologian yleistymisen myötä. Älykkäiden säädatapalveluiden kysyntä kasvaa globaalisti erityisesti yritysasiakkaiden pyrkiessä tehostamaan ja

1) Inderesin arvio joka perustuu osittain yhtiön antamiin segmenttikohtaisiin kasvuarvioihin

automatisoimaan toimintaansa. Itsejävien autojen yleistyminen voisi kasvattaa Vaisalalle uusia merkittäviä kasvumahdollisuuksia, sillä tällöin ajosään hyperlokaaliin tekniseen tarkkailuun, seurantaan ja ennustamiseen täytyisi käyttää huomattavasti nykyistä enemmän resursseja.

Kilpailuympäristö
















Yleisesti ottaen Vaisalan kohdemarkkinoilla toimiminen edellyttää pitkäjänteistä ja jatkuvaa tuotekehitystä sekä korkeaa laatua, minkä johdosta tuotteiden katetasot ovat korkeat mahdollistaen hyvän kannattavuuden sekä korkean tuoton sijoitetulle pääomalle. Erityisesti teollisuusasiakkaiden suuntaan Vaisalan hinnoitteluasema on vahva, sillä asiakkaat arvostavat laatua ja Vaisalan ratkaisujen arvo on tyypillisesti matala suhteessa investointikokonaisuuksiin, joihin ratkaisuja hankitaan. Myös ratkaisujen vaihdon kustannus on asiakkaille merkittävä, mikä sitoo asiakkaita vahvasti tiettyihin valmistajiin ja tuotteisiin. Lisäksi Vaisala räätälöi suuren osan tuotteistaan asiakkaalle sopivaksi (yli 1100 tuotemuutosta vuosittain), mikä suojelee sitä kilpailulta.

Meteorologiassa ja lentoliikenteessä asiakaskunta koostuu pääosin julkisista tahoista, jotka kilpailuttavat hankintansa ja saattavat pyrkiä välttämään hankintojen keskittymistä liiaksi yhdelle toimijalle. Uusiutuvassa energiassa Vaisalan asema on vahva, sillä länsimaissa on vain muutamia tuulilidarien toimittajia, joskin kilpailutilanne voi vielä kehittyä segmentin kasvun myötä. Älykkäiden säädatapalveluiden saralla Vaisala on vielä suhteellisen pieni toimija ja siten haastajan asemassa.

Kilpailukyvyyn ja hinnoitteluvoiman ajurit

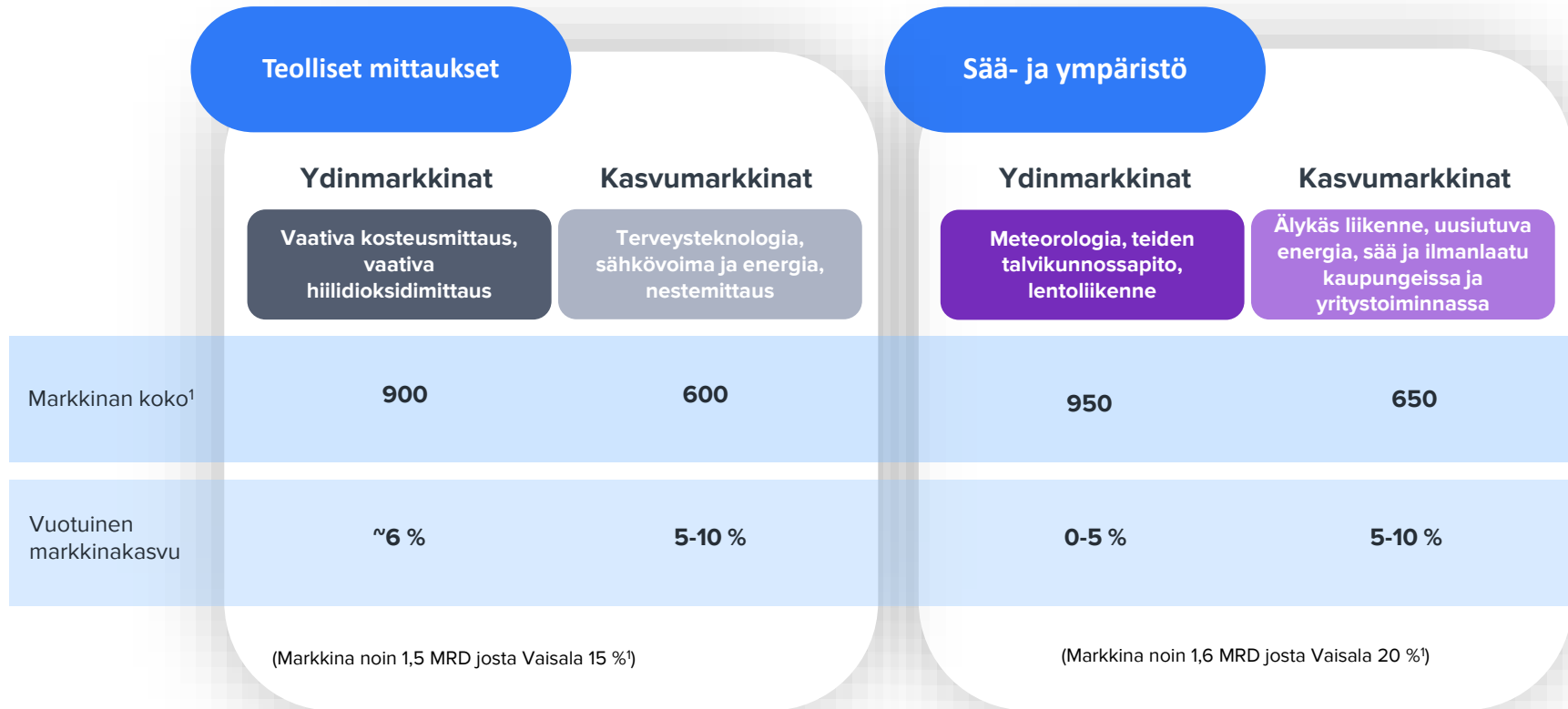
- Tuotteiden kompleksisuus ja korkeat laatuvaatimukset
 - Pitkät asiakassuhteet ja korkeat vaihdon kustannukset teollisuudessa
 - Tuotteen hinta tyypillisesti matala suhteessa teollisuusasiakkaan kokonaisinvestointiin
 - Tuulilidareissa vähän länsimaista kilpailua
 - Säädatapalveluiden ja mittausosaamisen synergiat
 - Vuosikymmenten mittainen tuotekehitys
- Ydinmarkkinoilla vaikeaa kasvattaa markkinaosuutta
- Julkinen sektori kilpailuttaa hankintojaan
 - Säädatapalveluissa haastajan asemassa

Kilpailijakenttä

	Vaisalan asema	Kilpailijat
Teollisuuden mittaukset	Vahva asema hajautuneella markkinalla	   
Uusiutuva energia (tuulilidarit)	Yksi harvoista toimittajista länsimaissa	   
Meteorologia ja lentosää	Korkea markkinaosuus jota vaikea kasvattaa	   
Digitaaliset säädata-palvelut	Haastajan asema, mahdollisuus kasvuun	   

Markkinat ja kilpailukenttä 3/3

Markkinan koko noin 3,1 MRD josta Vaisalan osuus 17 %¹



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

Historiallinen kehitys 1/2

Hyvää orgaanista kasvua pitkällä aikavälillä

Vaisalan liikevaihdon kasvu on ollut suhteellisen tasaista ja suurimmaksi osaksi orgaanista 2000-luvulla. Yhtiön toteuttamat yrityskaupat ovat olleet liikevaihdoltaan tyypillisesti melko pieniä ja niiden vaikutus vuotuiseseen keskimääräiseen kasvuun on ollut vain noin 1%-yksikön verran. Viimeisen kymmenen vuoden aikana Vaisala on kasvanut keskimäärin 7 %:n vuotuista tahtia eli selvästi globaalia bruttokansantuotteen kehitystä (3 %) nopeammin. Kasvusta suuri osa syntyi vuosina 2021-22 (kasvu 15-17 %) teollisuuden vahvan kysyntäsyklin vetämänä. Yhtiön kasvu on vuosikymmenen otannalla alittanut globaalin bruttokansantuotteen kasvun vain vuosina 2016 ja 2020.

Liiketoiminta-alueista Teollisten mittausten kasvu on vahvemmin sidoksissa globaaliin talouskehitykseen ja teollisuuden investointisykleihin. Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella kasvu ei riipu niinkään talouden sykleistä, mutta liikevaihdon kehitys voi hieman vaihdella yksittäisten isompien toimitusten takia.

Kannattavuus kehittynyt nousujohteisesti

Vaisalan kannattavuus on kehittynyt melko vakaasti ja nousujohteisesti. Liiketulosmarginaali on parantunut kymmenessä vuodessa vajaasta 9 %:sta (2014) jo 12,3 %:iin (2023). Liikevaihdon vaihteluilla on ollut jonkin verran vaikutusta yhtiön kannattavuustasoon, mutta vaikutukset ovat jääneet lyhytaikaisiksi. EBIT-marginaalin kehitys on viime vuosina vakautunut yhtiön kokoluokan

kasvun myötä, kun verrataan vielä 2010-luvun taitteen aikoihin. Yhtiö pystyi esimerkiksi koronapandemiassa parantamaan liiketulosmarginaaliaan, vaikka vuoden 2020 liikevaihto laski 6 %:lla v/v. Vuosineljännessä erot ovat olleet kannattavuudessa aina suuret. Sekä liikevaihto että tulos ovat painottuneet kohti loppuvuotta.

S&Y:n kannattavuudessa ollut varaa parantaa

Tuloskasvu on viimeisen vuosikymmenen aikana ollut vahvaa Teollisten mittausten liiketoiminta-alueella, mihin on vaikuttanut sekä liikevaihdon nopea kasvu että kannattavuusmarginaalin parantuminen liiketoiminnan skaalautumisen myötä. Teollisten mittausten EBIT-marginaali oli keskimäärin 19 % vuosina 2013-22. Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen EBIT-marginaali on ollut historiallisesti melko matala (2013-22: 6,4 %) suhteutettuna Vaisalan vahvaan asemaan ydinmarkkinoillaan. Kannattavuus on kuitenkin kääntynyt positiiviselle trendille vuodesta 2023 alkaen, mihin on vaikuttanut sekä Vaisalan tietoinen fokuusoituminen kannattavuuden parantamiseen ydinsegmenteissä (kiinteiden kulujen suhteellinen osuus laskenut) että toisaalta liikevaihdon skaalautuminen kasvumarkkinoilla (parantunut bruttomarginaali).

Vahva kassavirtaprofiili sekä pääoman tuotto

Vaisalan liiketoimintamalli on varsin pääomakevyt, mikä on mahdollistanut yhtiölle liiketoiminnan kasvattamisen ilman suuria investointeja. Viimeisten kymmenen vuoden aikana Vaisalan

liiketoiminnan rahavirta on ollut keskimäärin 48 MEUR ja investointeihin on käytetty rahaa keskimäärin 15 MEUR per vuosi. Pääomakevyyden ansiosta myös sijoitetun pääoman tuotto on ollut korkea, välillä 17-21 % vuosina 2019-23. Oman pääoman tuotto on myös ollut korkeahko, 16-19 %, vaikka konservatiivinen taserakenne on rajoittanut tuottoa vahvan oman pääoman muodossa.

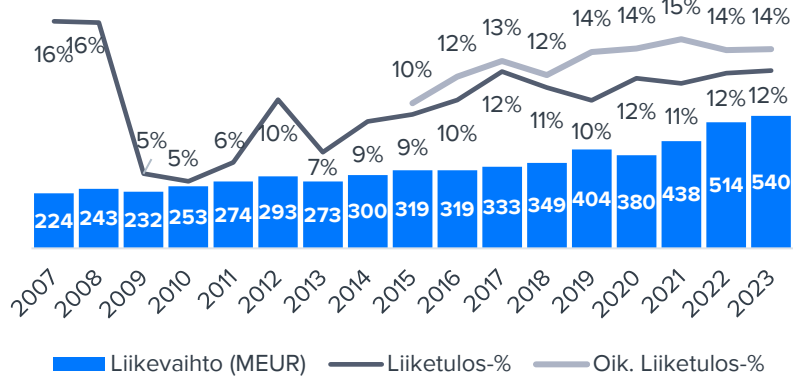
Vahva tase ja kasvava osinko

Vaisalan tase on historiallisesti ollut vahva ja oli maaliskuun 2024 lopussa selvästi nettokassan puolella (44 MEUR). Omavaraisuusaste oli maaliskuun lopussa 54 % ja nettovelkaantumistaso -18 %. Rahavaroja yhtiöllä oli 105 MEUR ja korollista velkaa 61 MEUR, josta 11 MEUR korollisia vuokrasopimusvelkoja. Komponenttien ostaminen varastoon paisutti käyttöpääomaa ja rasitti kassavirtaa erityisesti vuoden 2022 aikana, mutta käyttöpääoma on jälleen tehostunut vuoden 2023 loppua kohden.

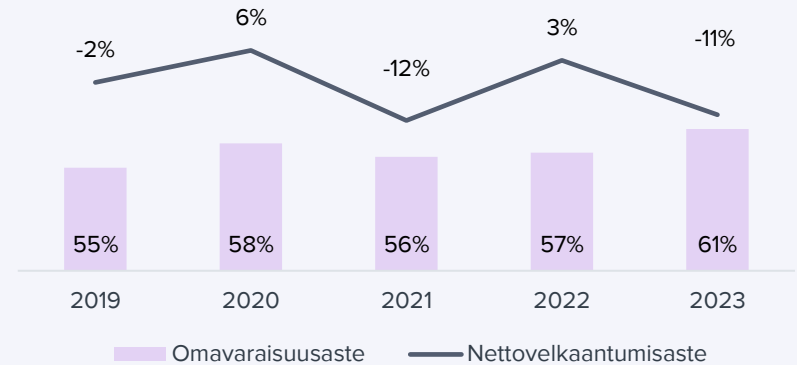
Vakaa kannattavuus ja nousujohteinen tulos ovat mahdollistaneet vakaan ja kasvavan osingonmaksun. Vuoden 2023 osinko oli 0,75 euroa eli 56 % osakekohtaisesta tuloksesta. Aiempina neljänä vuonna yhtiö on maksanut osinkoa keskimäärin 63 % raportoidusta osakekohtaisesta tuloksesta.

Historiallinen kehitys 2/2

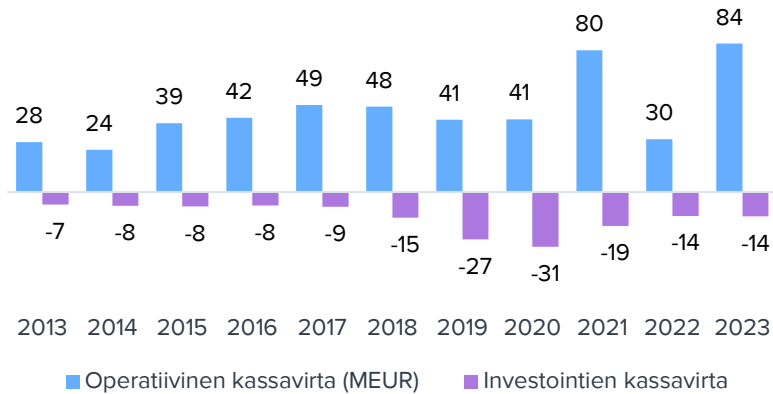
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



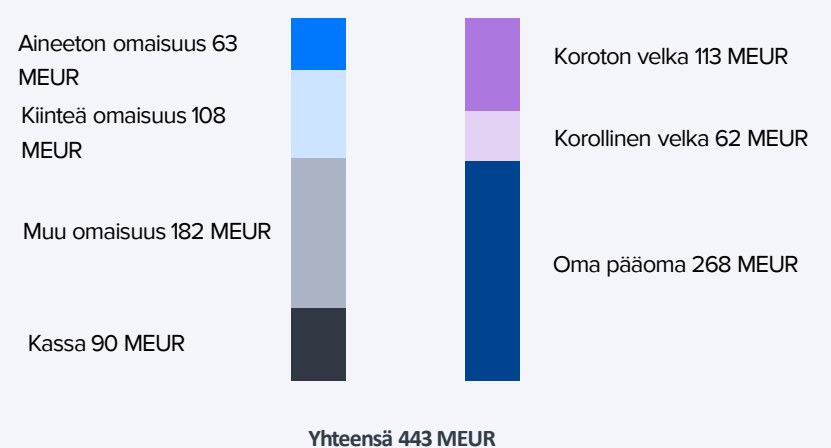
Taseaseman kehitys



Kassavirran kehitys



Taseasema vuoden 2023 lopussa



Ennusteet 1/3

Syklin pohjilta kohti vakaampaa kasvua

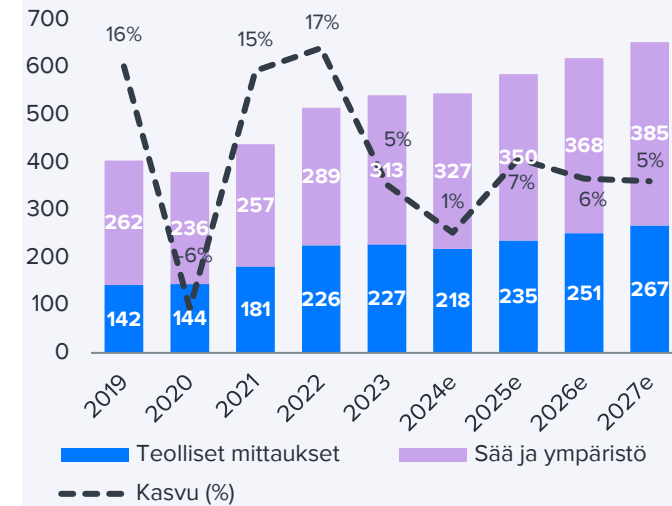
Vuodet 2020-23 olivat Vaisalalle kasvun osalta poikkeuksellisen volatilititeetin aikaa. Koronapandemian aiheuttaman svannon jälkeen kasvu kiihtyi teollisuuden korkeasuhdanteen vetämänä 15-17 %:iin vuosina 2021-22, kunnes kasvu hyytyi korkojen noustessa ja investointihalun laskiessa vuoden 2023 Q2:lta alkaen. Arvioimme kasvun yltävän vuosina 2025-27 5-7 %:iin lähemmäs yhtiölle tyypillistä pitkän aikavälin tasoa. Kasvun tulisi piristyä jo vuoden 2024 H2:lta alkaen. Arvioimme valuuttakurssien vaikutuksen liikevaihtoon melko neutraaliksi seuraavalle 12 kuukaudelle, kun vielä vuoden 2023 aikana valuuttojen muutoksilla oli 3 %:n negatiivinen vaikutus. Vuodelle 2024 ennustamme liikevaihto 545 MEUR asettuu hieman yhtiön antaman ohjeistuksen (530-570 MEUR) keskikohdan alapuolelle. Vuosien 2025-27 kasvuennusteemme (5-7 %) ovat aavistuksen yhtiön nykyisen strategiakauden (2021-24) tavoitetasoa (7 %) matalammat.

Teollisten mittauksen liiketoiminta-alueella Vaisala on viestinyt odottavansa suurimpien segmenttien, teollisten mittalaitteiden ja terveysteknologian kysynnän lähtevän elpymään 2024 H2:lla, mihin tosin liittyy vielä jonkin verran epävarmuutta. Sähkövoiman ja energian puolella kysyntä on ollut koko ajan hyvää, mikä liittyy vakaasti etenevään energiajärjestelmän sähköistymiseen ja infrastruktuurin kehittämiseen. Myös nestemittauskysynnän odotetaan kasvavan. Ennustamme liiketoiminta-alueen kasvuksi -4 % vuoden 2024 aikana, mitä painaa erityisesti heikko Q1-kvartaali, joka kärsi myös väliaikaisista operatiivisista haasteista. Q2:lle ennustamme yhä 5

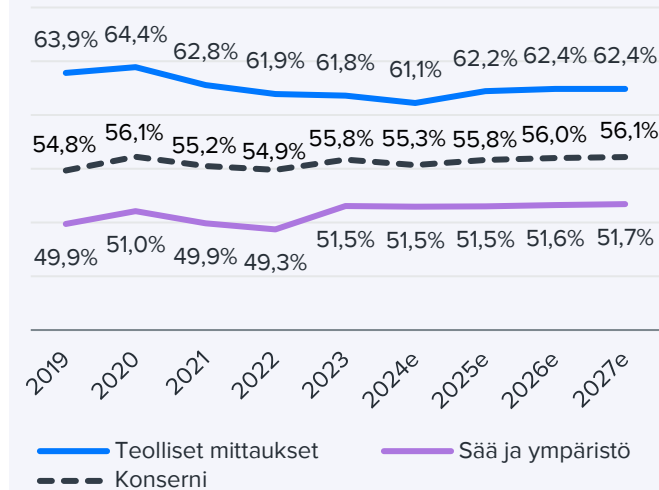
%:n laskua, mutta H2:n kasvuennusteemme on jo selvästi positiivinen 7,5 %. Ennustamme liikevaihdon kasvun olevan hyvällä 7-8 %:n tasoilla vuosina 2025-27, joka kuitenkin jää alle pitkän aikavälin toteutuneen orgaanisen kasvun (12 %).

Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella kasvu jäi koronapandemiassa negatiiviseksi, mutta on sen jälkeen ollut vahvalla keskimäärin 10 %:n tasolla vuosina 2021-23. Tilauskanta oli maaliskuun 2024 lopussa 23 % vuodentakaista korkeampi ja lisäksi Vaisala voitti toukokuussa historiansa suurimman noin 25 MEUR:n tutkatilauksen Espanjan ilmatieteen laitokselta. Ennustamme reilun 4 %:n liikevaihdon kasvu vuodelle 2024 onkin tilauskantaan suhteutettuna matala ja heijastelee paitsi heikkoa Q1-kvartaalia, myös näkemyksemme mukaan jokseenkin haastavia vertailulukuja vuodelta 2023. Jatkuvan tilausmyynnin kasvuennusteemme vuodelle 2024 on 12 % ja muulle liikevaihdolle 4 %. Arvioimme tilauskannassa olevien kahden suuremman kokonaisuuden (lentosääjärjestelmä Kuwaitiin noin 20 MEUR ja Espanjan tutkatilaus 25 MEUR) vaikutusten näkyvän selkeämmin vuonna 2025, jolloin muun kuin jatkuvan liikevaihdon kasvu nousee ennusteissamme 7 %:iin. Pitkällä aikavälillä arvioimme segmentin kasvuvauhdiksi reilut 4 %/v, mikä vastaa historiallista keskimääräistä orgaanisen kasvun tasoa. Pitkän aikavälin kasvu voisi myös parantua suhteessa historiaan Vaisalan kasvupanostusten kohdistuessa entistä enemmän kasvaviin segmentteihin, mutta toisaalta absoluuttisen liikevaihdon kasvu tekee prosentuaalisen kasvun ylläpitämisestä haastavampaa.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Bruttomarginaalin kehitys



Ennusteet 2/3

Myyntijakauman kehitys tukee bruttomarginaalia

Vaisalan liiketoiminnan bruttomarginaalit ovat historiallisesti parantuneet lähinnä Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen liikevaihdon skaalautumisen ja suhteellisen osuuden kasvun ansiosta. Viime vuosina myös Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen bruttomarginaali on parantunut, mihin vaikuttaa mm. tuulilidareiden ja jatkuvien tilauspohjaisten säädatapalveluiden osuuden kasvu liikevaihdosta. Bruttomarginaalit kärsivät vuosina 2022-23 komponenttipulasta, jolla ei tulisi olla enää vaikutusta vuoden 2024 aikana. Samalla kysynnän hiipuminen ja hintakilpailu erityisesti Kiinassa voivat osaltaan vaikeuttaa hinnankorotuksia. Vuodelle 2024 ennustamamme bruttomarginaali (55,3 %) jää kuitenkin alle vuoden 2023 tason (55,8 %), mikä liittyy mm. Q1:n tuotannollisiin haasteisiin ja teollisuuden kysyntäympäristön heikentymiseen. Arvioimme bruttokatemarginaalin positiivisen trendin jatkuvan vuosina 2025-27 markkinan normalisoitumisen ja parempikatteisten tuotesegmenttien kasvun tukemana.

Nousujohtainen näkökulma tuloskehitykseen

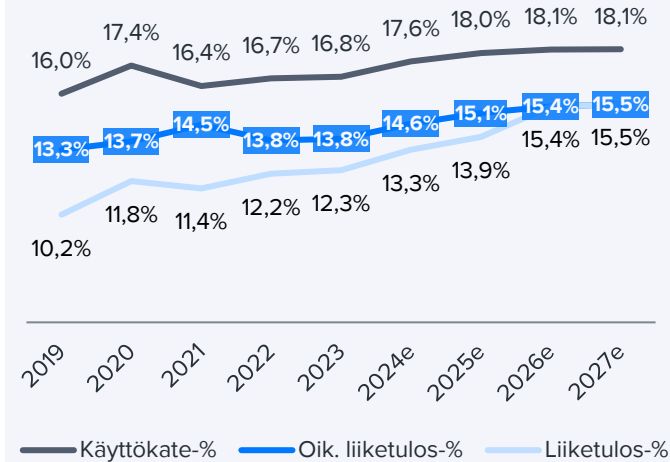
Sijoittajille suunnatussa viestinnässään Vaisalan keskeisiä kannattavuusmittareita ovat mm. liikevaihdos ja liikevaihdosmarginaali, joista ei ole korjattu kertaluonteisia eräiä tai yrityskauppoihin liittyviä aineettomia poistoja. Me annamme analyysissämme huomiota raportoidun liikevaihdoksen lisäksi myös oikaistulle liikevaihdokselle, josta on korjattu yrityskauppoihin liittyvät aineettomat poistot (toistuva erä) sekä muut mahdolliset kertaluonteiset erät, kuten

yrityskauppoihin liittyvät ehdollisten kauppahintavastikkeiden muutokset, joita raportoitii merkittävästi vuonna 2021. Oikaistu liikevaihdos kuvastaa mielestämme parhaiten liiketoiminnan rahavirran potentiaalia sekä pitkän aikavälin kannattavuutta.

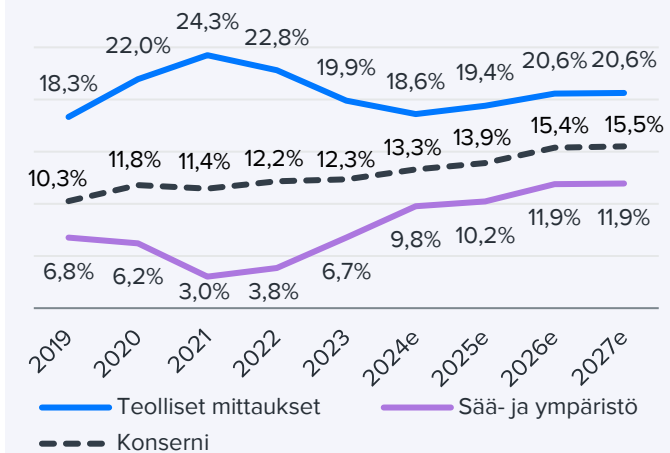
Vaisala ohjeistaa vuoden 2024 liikevaihdokseksi 63-78 MEUR (2023: 67 MEUR). Meidän ennusteemme 72,5 MEUR ylittää hieman ohjeistusvälin keskikohtaan. Liikevaihdos parantuu erityisesti Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella (+11 MEUR v/v), jossa kasvusegmenttien skaalautuminen sekä vuoden 2023 lopulla toteutetut henkilöstövähennykset tukevat kannattavuutta. Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen liikevaihdos sen sijaan laskee ennusteissamme 5 MEUR:lla liikevaihdoksen laskun johdosta. Arvioimme Vaisalan rajoittavan kiinteitä kustannuksiaan vuoden 2024 aikana suhteessa normaaliin tasoon, koska alkuvuoden operatiiviset haasteet (ERP-järjestelmän käyttöönotto ja lakot) ovat haitanneet tuotannon tehokkuutta.

Vaisala asetti vuonna 2021 keskipitkän aikavälin tavoitteeksi yltää 15 %:n liikevaihdosmarginaaliin (strategiakausi 2021-24). Pidämme tavoitellun tason saavuttamista mahdollisena hieman pidemmällä aikavälillä, nykyennusteillamme vuosina 2026-27. Raportoidun liikevaihdoksen taso nousee vuosien 2026-27 ennusteissa huomattavasti yrityskauppoihin liittyvien aineettomien poistojen loppumisen johdosta. Myös liikevaihdoksen kasvu ja myyntijakauman suotuisa kehitys tukevat liikevaihdosmarginaalia.

Konsernin kannattavuus¹



Segmenttikohtainen liikevaihdos-%



1) Oikaistusta liikevaihdoksesta korjattu yrityskauppoihin liittyvät aineettomien erien poistot.

Lähde: Inderes

Ennusteet 3/3

Nettotulos ja osinko kasvavat vakaasti

Vahvan taseen ansiosta Vaisalan liiketoiminnan nettoraahoituskulut ovat matalat. Vuosille 2024-27 ennustamme 1-2 MEUR:n nettoraahoituskuluja. Kasvaneen nettokassaposition ja kohonneiden korkojen tulisi myös tukea rahoitustuottoja, jolloin nettoraahoituskulut laskisivat aiempiin vuosiin nähden (2022-23: 3-4 MEUR). Vaisalan efektiivinen veroprosentti on ollut viimeisten viiden vuoden aikana keskimäärin 20 % ja oletamme sen pysyvän myös vakaana tulevina vuosina.

Rahoituskulujen ja verojen jälkeen vuosien 2024-27 nettotulosennusteemme ovat 56-80 MEUR (2023: 49 MEUR). Osakekohtainen tulos kasvaa 1,56-2,21 euroon (2023: 1,35 euroa). Odotamme osingonmaksun kasvavan vakaasti. Vaisalan osingonjakosuhte on viime vuosina laskenut, ja nykyiset osinkoennusteemme olettavat tämän trendin jatkuvan.

Liiketoiminnan rahavirta ylittää investointitarpeen

Vaisalan liiketoiminta on pääomakevyttä, joten tarve investoinneille on matala suhteessa liiketoiminnan tuottamaan rahavirtaan. Vuoden 2023 liiketoiminnan rahavirta hyötyi käyttöpääoman tehostumisesta, mutta vastaavaa hyötyä ei arviomme mukaan saada merkittävästi vuonna 2024. Parantuvan tuloksen tulisi kuitenkin tukea rahavirran kehitystä pitkällä aikavälillä.

Yhtiö kertoi vuoden 2024 keväällä toteuttavansa noin 10 MEUR:n investoinnin Vantaan logistiikkakeskuksensa automatisointiin vuosina 2024-25, joten odotamme investointien kasvavan lähivuosina suhteessa vuosien 2022-23 matalaan

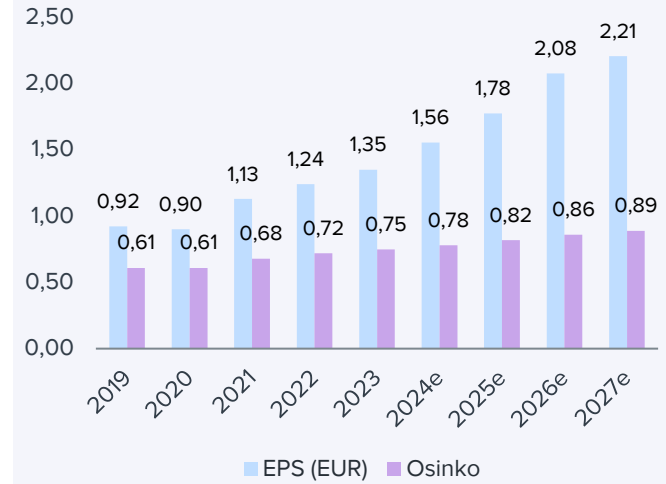
tasoon. Ennustamamme investointitaso tuleville vuosille (2024-28: ~20 MEUR/v) ylittää yhtiön nykyisen poistotason (2024: 16,4 MEUR ilman yritysostoihin liittyviä aineettomien oikeuksien poistoja).

Vahva tase mahdollistaa myös yrityskaupat

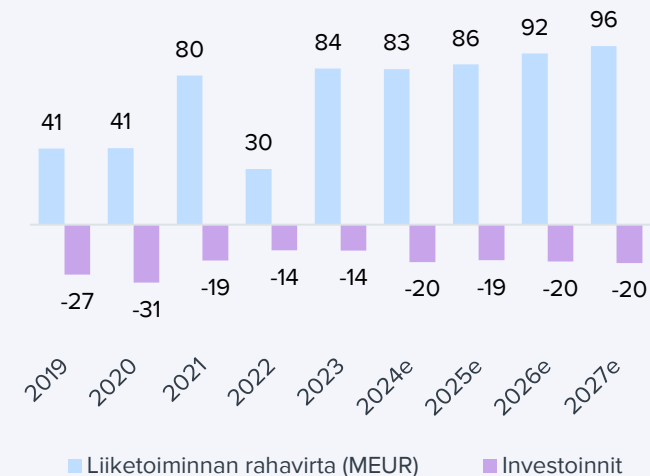
Pääomakevyt liiketoimintamalli ja hyvä kannattavuus johtavat ennusteissamme taseen nettokassaposition paisumiseen tulevina vuosina ilman yrityskauppoja tai merkittävää osingonjakopolitiikan muutosta. Nettokassa kasvaa ennusteissamme 55 MEUR:oon vuoden 2024 lopussa (2023: 28 MEUR).

Näemme hyvin mahdollisena, että Vaisala voisi vahvistaa tuotevalikoimaansa kasvavissa liiketoimintasegmenteissä ja siten laajentaa kohdemarkkinoitaan. Yhtiö on historiassa toteuttanut yritysostoja harvakseltaan ja uskomme, että yhtiön korkeat kriteerit täyttäviä kohteita ei nytkään ole runsain määrin tarjolla.

Nettotulos ja osinko



Rahavirrat

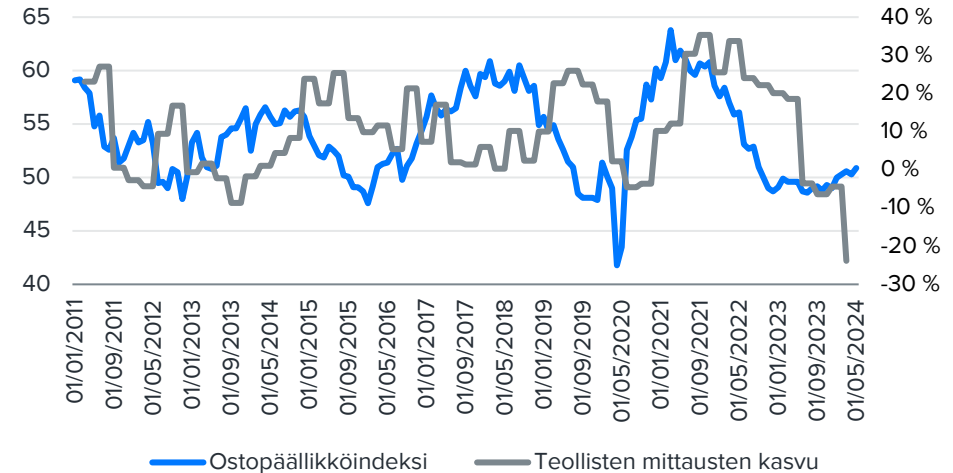


Ennustemuutokset

Nostimme hieman tulosenennusteitamme S&Y:n vetämänä

- Nostimme laajan raportin päivittämisen yhteydessä Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueen kasvuennusteita vuodelle 2025, minkä seurauksena oikaistun liikevoiton ennusteemme nousi 2 % vuosille 2025-26. Kasvuennusteen noston taustalla on mm. suuri noin 25 MEUR:n säätökatilaus Espanjan ilmatieteen laitokselta, josta tiedotettiin 20.5.2024.
- Raportoidun liikevoiton ennusteemme nousi peräti 10 %:lla vuodelle 2026, missä on kyse yrityskauppihin liittyvien aineettomien poistojen loppumisesta vuoden 2025 jälkeen.
- Nostimme myös osinkoennusteitamme 1 %:lla vuosille 2025-26.
- Emme tehneet merkittäviä muutoksia Teollisten mittausten liiketoiminta-alueen ennusteisiimme. Arvioimme liiketoiminta-alueen kasvun jäävän vielä Q2:lla pehmeäksi (-5 % v/v), mutta piristyvän H2:lla (+8 % v/v). Teollisuuden globaali ostopäällikköindeksi (S&P Global Manufacturing PMI) on perinteisesti toiminut ennakoivana indikaattorina Teollisten mittausten kasvukehitykselle (kuva oikealla). Indikaattori on noussut varovaisen positiiviselle noin 51:n tasolle toukokuussa 2024 (yli 50 tarkoittaa parantuvaa aktiviteettia).

Teollisten mittausten kasvu vs ostopäällikköindeksi



Ennustemuutokset MEUR / EUR	2024e		Muutos %	2025e		Muutos %	2026e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	543	545	0 %	579	585	1 %	611	618	1 %
Käyttökate	95,5	95,7	0 %	103	105	2 %	110	112	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	79,1	79,3	0 %	86,6	88,3	2 %	93,7	95,2	2 %
Liikevoitto	72,3	72,5	0 %	79,8	81,5	2 %	86,9	95,2	10 %
Tulos ennen veroja	70,5	70,6	0 %	78,8	80,5	2 %	85,9	94,2	10 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,71	1,71	0 %	1,89	1,93	2 %	2,05	2,08	1 %
Osakekohtainen osinko	0,78	0,78	0 %	0,81	0,82	1 %	0,85	0,86	1 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	438	514	132	131	130	147	540	112	133	140	159	545	585	618	652
Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue	257	289	68,8	78,0	76,5	89,8	313	64,1	83,1	82,6	96,9	327	350	368	385
Teollisten mittausten liiketoiminta-alue	181	226	63,0	52,8	53,9	57,6	227	48,0	50,2	57,7	62,2	218	235	251	267
Käyttökate	71,8	86,1	19,2	18,0	31,4	22,4	90,9	12,8	22,4	34,5	26,0	95,7	105	112	118
Poistot ja arvonalennukset	-21,6	-23,6	-5,9	-6,1	-6,2	-6,1	-24,3	-5,7	-5,7	-5,9	-5,9	-23,2	-23,6	-16,9	-17,3
Liikevoitto ilman kertaerä	63,6	70,7	15,4	13,9	27,2	18,3	74,7	8,8	18,4	30,3	21,8	79,3	88,3	95,2	101
Liikevoitto	50,1	62,5	13,3	11,9	25,2	16,3	66,6	7,1	16,7	28,6	20,1	72,5	81,5	95,2	101
Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue	7,7	11,1	-1,7	4,9	10,4	7,5	21,1	0,6	9,2	12,5	9,2	31,5	35,7	43,6	45,9
Teollisten mittausten liiketoiminta-alue	43,9	51,5	15,0	6,8	14,7	8,7	45,2	6,5	7,4	16,2	10,8	40,9	45,7	51,6	55,1
Muut toiminnot	-1,5	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-1,6	-3,1	-0,8	-1,4	-1,0	-0,5	-3,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,8	-1,0	-1,0	-1,0
Tulos ennen veroja	48,5	59,6	12,5	10,5	24,1	16,1	63,2	6,6	16,2	28,2	19,6	70,6	80,5	94,2	100
Verot	-7,3	-14,6	-2,9	-2,5	-5,7	-3,2	-14,2	-1,5	-3,2	-5,6	-3,9	-14,3	-16,1	-18,8	-20,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	41,2	45,0	9,6	8,0	18,5	12,9	49,0	5,2	13,0	22,5	15,7	56,4	64,4	75,4	80,0
EPS (oikaistu)	1,50	1,43	0,31	0,27	0,55	0,40	1,53	0,18	0,40	0,66	0,47	1,71	1,93	2,08	2,21
EPS (raportoitu)	1,13	1,24	0,27	0,22	0,51	0,36	1,35	0,14	0,36	0,62	0,43	1,56	1,78	2,08	2,21

Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	15,4 %	17,4 %	10,9 %	8,5 %	-2,2 %	4,2 %	5,1 %	-14,9 %	1,9 %	7,6 %	7,9 %	0,8 %	7,4 %	5,7 %	5,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		11 %	-21 %	14 %	13 %	23 %	6 %	-43 %	32 %	12 %	19 %	6 %	11 %	8 %	6 %
Käyttökate-%	16,4 %	16,7 %	14,6 %	13,8 %	24,0 %	15,2 %	16,8 %	11,4 %	16,8 %	24,6 %	16,3 %	17,6 %	18,0 %	18,1 %	18,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	14,5 %	13,8 %	11,7 %	10,6 %	20,8 %	12,4 %	13,8 %	7,9 %	13,8 %	21,6 %	13,7 %	14,6 %	15,1 %	15,4 %	15,5 %
Nettotulos-%	9,4 %	8,8 %	7,3 %	6,1 %	14,2 %	8,7 %	9,1 %	4,6 %	9,7 %	16,1 %	9,9 %	10,3 %	11,0 %	12,2 %	12,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	194	181	178	173	176
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	71,3	62,5	56,7	50,9	51,9
Käyttöomaisuus	96,0	95,0	97,6	98,8	101
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	12,9	14,4	14,4	14,4	14,4
Laskennalliset verosaamiset	12,6	7,8	7,8	7,8	7,8
Vaihtuvat vastaavat	245	262	246	281	329
Vaihto-omaisuus	61,6	58,8	59,3	61,3	64,8
Muut lyhytaikaiset varat	26,2	24,2	25,0	25,0	25,0
Myyntisaamiset	102	88,3	89,0	93,9	97,3
Likvidit varat	55,5	90,3	72,9	101	142
Taseen loppusumma	439	443	424	454	505

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	251	268	297	333	379
Osakepääoma	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Kertyneet voittovarat	239	261	290	327	372
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	4,1	0,8	0,8	0,8	0,8
Muu oma pääoma	0,1	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	22,3	74,9	25,6	15,6	15,6
Laskennalliset verovelat	6,1	6,2	6,2	6,2	6,2
Varaukset	3,1	2,9	2,9	2,9	2,9
Korolliset velat	8,3	59,3	10,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4,8	6,5	6,5	6,5	6,5
Lyhytaikaiset velat	166	100,0	101	105	111
Korolliset velat	55,2	2,8	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	74,0	66,5	67,6	73,2	78,0
Muut lyhytaikaiset velat	37,1	30,7	33,9	32,3	33,1
Taseen loppusumma	439	443	424	454	505

Arvonmääritys 1/3

Sijoitusprofiili ja arvostuksen yhteenveto

Vaisala on laadukas teknologiayhtiö, jota on kehitetty pitkäjänteisesti tutkimuksen ja tuotekehityksen pohjalta. Yhtiön tulos kehittyi pitkällä aikavälillä nousujohteisesti ja melko vakaasti, minkä vuoksi se mielestämme ansaitsee pörssin keskitasoa korkeamman arvostustason. Yhtiö ei kuitenkaan ole immuuni talouden sykleille, vaan esimerkiksi teollisuuden investoinnit toimivat yhtenä kysynnän ajurina. Tulospohjaisia arvostuskertoimia katsottaessa oikaistu EV/EBIT vuosille 2024 ja 2025 on 17,5x ja 15,3x. P/E luvut ovat vielä korkeammat (23,4x ja 20,7x) sillä yhtiöllä on 44 MEUR:n nettokassa (Q1'24), mikä tukee osakkeen hintaa suhteessa tulokseen.

Suoria verrokkeja Vaisalalle ei ole tarjolla, mutta laadukkaista kansainvälisistä ja keskimäärin Vaisalaa suuremmista teknologiayhtiöistä koostamamme verokkiryhmä on arvostettu jopa Vaisalaa kalliimmaksi (EV/EBIT 2024e: 23x). Vaisalan osinkotuotto on matalahko, mutta kehittyi nousujohteisesti ja on hieman verokkiryhmän keskiarvoa korkeampi.

Sijoitustarinan kannalta on olennaista, että Vaisala pystyy jatkamaan tuloskasvua tulevina vuosina. Vaativasta arvostuksesta huolimatta arvioimme, että osakkeessa olisi positiivisessa skenaariossa edellytyksiä jopa noin 60 euron arvoon 3 vuoden tähtäimellä, mikäli vuotuinen orgaaninen kasvu säilyy 7 %:n tasolla ja kannattavuus paranee yli yhtiön tavoitetason. Toisaalta, mikäli kannattavuus jäisi nykyiselle tasolleen ja kasvu tyssäisi esimerkiksi geopolittisten haasteiden tai talouden heikentymisen vuoksi 3 %:iin, voisi osakkeessa olla

merkittävää laskuvaraa.

Kassavirtapohjaisella analyysillä saamme markkina-arvoksi 1559 MEUR ja osakkeen arvoksi 43,0 euroa osakkeelta. Olemme käyttäneet 8,0 % oman pääoman kustannusta, 7,4 % keskimääräistä pääoman kustannusta ja 14,0 % pitkän aikavälin liikevoittomarginaalia. DCF-arvonmääritys on erittäin herkkä pääoman kustannustason, sekä pitkän aikavälin liikevoittomarginaalin muutoksille. Pidämme osakkeen riskitasoa teknologiayhtiöksi melko matalana, minkä johdosta kassavirtapohjaiselle arvostukselle voidaan mielestämme antaa merkittävästi painoarvoa.

Näemme osakkeen riski-/tuottosuhteen nykytasolla houkuttelevana, sillä tuloskasvun jatkumiselle pitäisi olla tulevina vuosina hyvät edellytykset. Pidämme myöskin nykyistä arvostustasoa kestäväenä, mikäli tuloskasvu ja arvonluonti jatkuvat. Asetamme suosituksen tasolle lisää ja tavoitehinnan 43,0 euroon.

Vaisalan arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

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

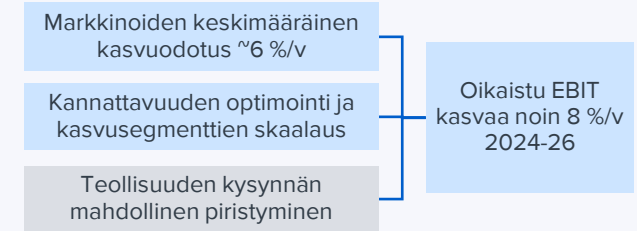
Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Talouden syklit vaikuttavat tuloskehitykseen
- Kiristyvä kilpailu joissakin tuotesegmenteissä
- Tietyillä ydinmarkkinoilla kasvupotentiaali enää matala

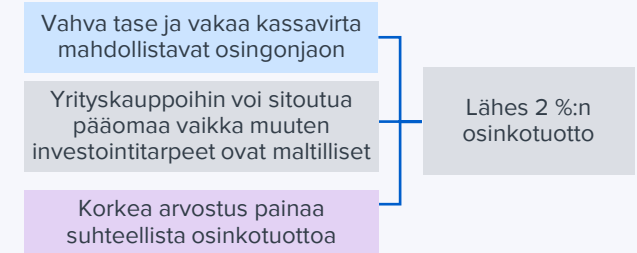
Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

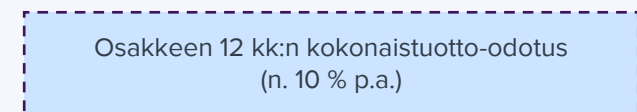
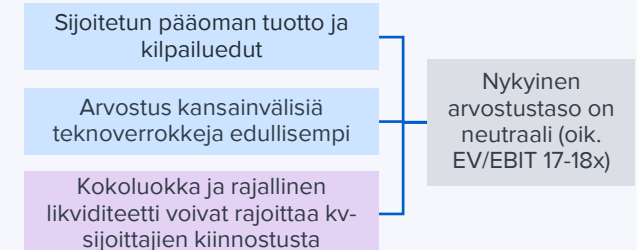
Tuloskasvun ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys 2/3

Arvostuskertoimet edellyttävät vahvaa tuloskasvua

Suosimme tulos pohjaisessa arvonmäärityksessä ensisijaisesti oikaistua EV/EBIT-kerrointa (sama kuin EV/EBITA), sillä se ottaa huomioon Vaisalan poikkeuksellisen vahvan taserakenteen paremmin kuin esimerkiksi P/E-kerroin. Vertailukelpoisuutta parantaaksemme oikaisemme liikevoittoa yrityskauppoihin liittyvillä aineettomien oikeuksien poistoilla, jotka ovat määräaikaista laskennallisia eriä ja rullaavat pääosin loppuun vuoden 2025 aikana.

Nykyinen oik. EV/EBIT 17,5x (2024e) on mielestämme melko neutraali arvostustaso Vaisalan osakkeelle. Arvostustaso kävi korkealla erityisesti vuoden 2021 aikana (oik. EV/EBIT oli tuolloin yli 25x), mutta on sittemmin laskenut mm. korkotason nousun sekä globaalin talouskasvun hidastumisen myötä. Liiketoiminta on erittäin arvoa luovaa, sillä pääomantuotto oli vuonna 2023 jopa 21 % ja ennustamme tuottotason vielä nousevan kannattavuuden parantumisen myötä. Yhtiön kasvuprofiili on houkutteleva mm. kasvavien loppumarkkinoiden ansiosta ja ennustamme kasvu ylittää hieman verrokkiryhmän keskimääräisen tason (24x). Toisaalta verrokkiryhmän yhtiöt ovat keskimäärin selvästi Vaisalaa suurempia ja likvidimpiä, mikä osittain selittää arvostuseroa. Vaisalan arvonluontikyky ei mielestämme häviä verrokkiryhmälle, sillä yhtiön kasvuvauhti on hieman parempi ja kannattavuuskin positiivisella trendillä kuroen umpeen eroa verrokkiryhmään.

Nykyisillä ennusteillamme osakkeessa voisi olla vielä maltillista nousuvaraa

Laadimme kolme skenaariota Vaisalan tulostasosta ja arvostustasosta vuonna 2026. Perusskenaariossa liikevaihdon kasvu olisi keskimäärin 5 % konsernin tasolla, josta 6 % Teollisten mittauksen liiketoiminta-alueella ja 3 % Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alueella. Oikaistu EBIT asettuisi 15,4 %:iin liikevaihdosta vuonna 2026 (95 MEUR), mikä vastaisi raportoidun EBIT:in osalta yhtiön tavoittelemaa yli 15 %:n tasoa. Perusskenaarioonkin sisältyy epävarmuutta, sillä kannattavuuden huomattava parantaminen (oik. EBIT-marginaali parantuu 1,6 %-yksikköä vuodesta 2023) ei ole itsestään selvää, vaikka näemmekin yhtiöllä siihen hyvät mahdollisuudet. Perusskenaariossa annamme osakkeelle arvostuskertoimeksi 18x, jolloin osakkeen diskontattu käypä nykyarvo olisi 43,7 euroa (sisältää tulevat osingot) ja vuotuinen tuotto-odotus 13 % eli ylittäisi tuottovaatimuksen (8 %).

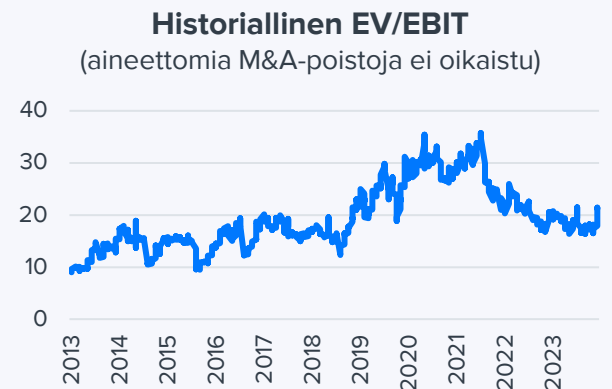
Tuloskasvulla suuri merkitys arvon kehitykseen

Negatiivinen ja positiivinen skenaariomme eivät edusta mahdollisuuksien ääripäitä vaan harmaan eri sävyjä – eri tasoisia maltillisia ja kohtuullisen todennäköisiä lopputulemia. Negatiivisessa skenaariossa osakkeen käypä nykyarvo voisi olla vain 36 euroa ja positiivisessa 52 euroa. Tämä havainnollistaa sitä, että Vaisalan kaltaisen vaativasti arvostetun kasvuyhtiön tapauksessa tuloskasvun merkitys on suuri ja mahdollisten lopputulemien kirjo varsin laaja. Yhtiön kyky luoda tuloskasvua heijastuu myös hyväksytyihin arvostuskertoimiin, jolloin tuloskasvun vaikutus osakkeen arvoon korostuu.

Arvostusskenaariot

Skenaario	Neg.	Perus	Pos.
Liikevaihdon kasvu 2023-26 (CAGR)	3 %	5 %	7 %
Oik. EBIT-% 2026	14,9 %	15,4 %	15,9 %
Oik. EBIT 2026 (MEUR)	87	95	104
Oik. EV/EBIT (x)	16,0	18,0	20,0
Markkina-arvo (MEUR)	1465	1788	2155
Käypä osakkeen hinta 2026 sisältäen osingot (EUR)	42,0	50,9	61,0
Käypä nykyarvo (EUR)	36,0	43,7	52,4
Nykyinen kurssi (EUR)	40,0	40,0	40,0
Keskimääräinen vuotuinen tuotto-odotus 2024-26	2 %	13 %	24 %
Tuottovaatimus OPO:ille	8 %	8 %	8 %
Käyvän nykyarvon ja nykyisen osakekurssin erotus	-10 %	9 %	31 %

Lähde: Inderes



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

Lähde: Bloomberg

Arvonmääritys 3/3

Maltillinen osinkotuotto kehitty nousujohteisesti

Tasaisen nousujohteista osinkoa historiassa maksaneen Vaisalan osinko vuodelta 2023 oli 1,9 % nykykurssiin nähden (0,75 euroa per osake). Vuosille 2024-25 ennustamme 1,9-2,0 %:n osinkotuottoa, mikä ei ole pörssin yleisessä vertailussa erityisen korkea taso ja ylittää verrokkiryhmän keskiarvon vain hieman (1,7-1,9 %).

DCF-menetelmä soveltuu hyvin vakaalle tuloskasvajalle

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

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihto kasvaa vuosien 2023-32 välillä keskimäärin 4,7 % vuodessa. Terminaalissa kasvuoletuksemme on 2,8 %, sillä näemme Vaisalan mittausteknologian loppumarkkinan kasvavan rakenteellisesti mm. ilmastonmuutoksen ja teknologisen kehityksen myötä. Kannattavuuden osalta olemme olettaneet että oikaistu liikevoittomarginaali nousee 15,5 %:iin vuoteen 2027 mennessä ja pysyy tällä tasolla ennustejakson loppuun saakka, minkä jälkeen laskee terminaalijaksolla maltillisemmalle 14,0 %:n tasolle. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,4 % ja oman pääoman kustannus 8,0 %. Matala pääoman kustannus kuvastaa mallissamme yhtiön matalaa riskiprofilia.

DCF-malli antaa yritysarvoksi 1558 MEUR ja oman pääoman arvoksi 1 559 MEUR eli osakekohtaiseksi arvoksi muodostuu 43,0 euroa. Mallissa terminaalijakson painoarvo on 64 %, joka on korkeahko, mutta tasaisen nousujohteiseksi arvioimamme tuloskehitys ja yhtiön markkinapositio laskevat tätä riskiä. WACC:in nostaminen prosenttiyksiköllä laskisi osakkeen käypää arvoa 16 % ja laskeminen prosenttiyksiköllä puolestaan nostaisi käypää arvoa 24 %.

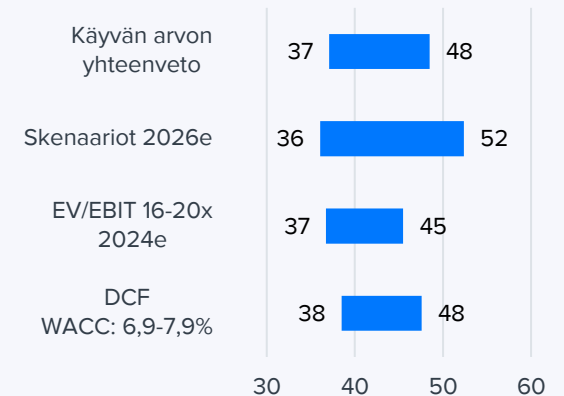
Käyvän arvon yhteenveto eri menetelmillä

Kolme mielestämme soveltuvinta arvostusmenetelmää Vaisalalle ovat kassavirtapohjainen analyysi (DCF), tulospohjaisiin kertoiimiin nojaava arvostus (EV/EBIT) sekä arvostusskenaariot vuodelle 2026. Kolmen eri arvostusmenetelmän yhteenvetona määritämme Vaisalan osakkeen käyväksi arvoksi 37-48 euroa per osake.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	40,0	40,0	40,0
Osakemäärä, milj. kpl	36,3	36,3	36,3
Markkina-arvo	1450	1450	1450
Yritysarvo (EV)	1387	1349	1308
P/E (oik.)	23,4	20,7	19,2
P/E	25,7	22,5	19,2
P/Kassavirta	22,9	21,7	20,1
P/B	4,9	4,4	3,8
P/S	2,7	2,5	2,3
EV/Liikevaihto	2,5	2,3	2,1
EV/EBITDA	14,5	12,8	11,7
EV/EBIT (oik.)	17,5	15,3	13,7
Osinko/tulos (%)	50 %	46 %	41 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,1 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Käypä arvo eri arvostusmenetelmillä

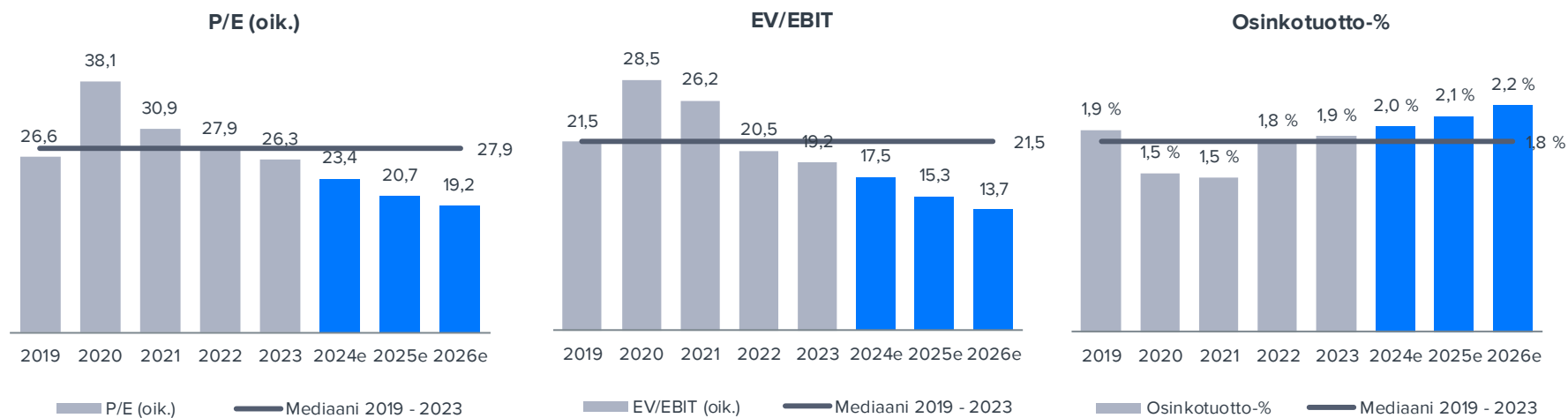


Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	31,8	40,4	46,4	39,8	40,3	40,0	40,0	40,0	40,0
Osakemäärä, milj. kpl	36,4	36,4	36,4	36,3	36,3	36,3	36,3	36,3	36,3
Markkina-arvo	1157	1470	1689	1443	1461	1450	1450	1450	1450
Yritysarvo (EV)	1154	1485	1666	1451	1432	1387	1349	1308	1264
P/E (oik.)	26,6	38,1	30,9	27,9	26,3	23,4	20,7	19,2	18,1
P/E	34,4	44,8	41,0	32,0	29,8	25,7	22,5	19,2	18,1
P/Kassavirta	neg.	>100	29,5	neg.	20,7	22,9	21,7	20,1	19,2
P/B	5,8	7,2	7,4	5,8	5,5	4,9	4,4	3,8	3,4
P/S	2,9	3,9	3,9	2,8	2,7	2,7	2,5	2,3	2,2
EV/Liikevaihto	2,9	3,9	3,8	2,8	2,7	2,5	2,3	2,1	1,9
EV/EBITDA	17,9	22,5	23,2	16,9	15,8	14,5	12,8	11,7	10,7
EV/EBIT (oik.)	21,5	28,5	26,2	20,5	19,2	17,5	15,3	13,7	12,5
Osinko/tulos (%)	66 %	68 %	60 %	58 %	55 %	50 %	46 %	41 %	40 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	1,5 %	1,5 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Spectris	3879	3783	13,7	12,4	11,0	10,3	2,4	2,3	17,2	15,7	2,5	2,7	2,4
Halma	9994	10720	23,0	21,2	19,6	18,2	4,6	4,3	27,7	25,7	1,0	1,0	4,9
Oxford Instruments	1668	1613	18,2	17,1	15,0	14,2	3,0	2,8	23,2	22,2	0,8	0,9	3,7
Indutrade	8620	9369	27,1	24,8	19,2	18,0	3,3	3,2	34,0	30,3	1,2	1,2	6,0
TT Electronics	316	460	7,1	6,6	5,5	5,1	0,7	0,7	7,7	7,0	4,7	5,2	1,0
Hexagon	27603	31039	19,3	17,6	14,6	13,5	5,5	5,1	22,7	20,2	1,4	1,5	2,6
Inficon Holding	3542	3504	27,0	24,4	23,9	21,7	5,5	5,1	34,4	30,9	1,5	1,7	9,8
Mettler-Toledo International	27497	29352	27,4	25,6	25,6	23,9	8,3	7,9	34,8	31,3			
Vaisala (Inderes)	1450	1387	19,1	16,6	14,5	12,8	2,5	2,3	23,4	20,7	2,0	2,1	4,9
Keskiarvo			23,2	19,2	18,7	16,0	4,3	4,0	29,0	23,6	1,7	1,9	4,7
Mediaani			23,0	21,2	19,2	18,0	4,6	4,3	27,7	25,7	1,3	1,4	4,3
Erotus-% vrt. mediaani			-17 %	-22 %	-24 %	-29 %	-45 %	-47 %	-16 %	-19 %	54 %	50 %	13 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	438	514	132	131	130	147	540	112	133	140	159	545	585	618	652
Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue	257	289	68,8	78,0	76,5	89,8	313	64,1	83,1	82,6	96,9	327	350	368	385
Teollisten mittausten liiketoiminta-alue	181	226	63,0	52,8	53,9	57,6	227	48,0	50,2	57,7	62,2	218	235	251	267
Käyttökate	71,8	86,1	19,2	18,0	31,4	22,4	90,9	12,8	22,4	34,5	26,0	95,7	105	112	118
Poistot ja arvonalennukset	-21,6	-23,6	-5,9	-6,1	-6,2	-6,1	-24,3	-5,7	-5,7	-5,9	-5,9	-23,2	-23,6	-17,0	-17,3
Liikevoitto ilman kertaerä	63,6	70,7	15,4	13,9	27,2	18,3	74,7	8,8	18,4	30,3	21,8	79,3	88,3	95,2	101
Liikevoitto	50,1	62,5	13,3	11,9	25,2	16,3	66,6	7,1	16,7	28,6	20,1	72,5	81,5	95,2	101
Sää- ja ympäristöliiketoiminta-alue	7,7	11,1	-1,7	4,9	10,4	7,5	21,1	0,6	9,2	12,5	9,2	31,5	35,7	43,6	45,9
Teollisten mittausten liiketoiminta-alue	43,9	51,5	15,0	6,8	14,7	8,7	45,2	6,5	7,4	16,2	10,8	40,9	45,7	51,6	55,1
Muut toiminnot	-1,5	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-1,6	-3,1	-0,8	-1,4	-1,0	-0,5	-3,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,8	-1,0	-1,0	-1,0
Tulos ennen veroja	48,5	59,6	12,5	10,5	24,1	16,1	63,2	6,6	16,2	28,2	19,6	70,6	80,5	94,2	100
Verot	-7,3	-14,6	-2,9	-2,5	-5,7	-3,2	-14,2	-1,5	-3,2	-5,6	-3,9	-14,3	-16,1	-18,8	-20,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	41,2	45,0	9,6	8,0	18,5	12,9	49,0	5,2	13,0	22,5	15,7	56,4	64,4	75,4	80,0
EPS (oikaistu)	1,50	1,43	0,31	0,27	0,55	0,40	1,53	0,18	0,40	0,66	0,47	1,71	1,93	2,08	2,21
EPS (raportoitu)	1,13	1,24	0,27	0,22	0,51	0,36	1,35	0,14	0,36	0,62	0,43	1,56	1,78	2,08	2,21

Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	15,4 %	17,4 %	10,9 %	8,5 %	-2,2 %	4,2 %	5,1 %	-14,9 %	1,9 %	7,6 %	7,9 %	0,8 %	7,4 %	5,7 %	5,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		11 %	-21 %	14 %	13 %	23 %	6 %	-43 %	32 %	12 %	19 %	6 %	11 %	8 %	6 %
Käyttökate-%	16,4 %	16,7 %	14,6 %	13,8 %	24,0 %	15,2 %	16,8 %	11,4 %	16,8 %	24,6 %	16,3 %	17,6 %	18,0 %	18,1 %	18,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	14,5 %	13,8 %	11,7 %	10,6 %	20,8 %	12,4 %	13,8 %	7,9 %	13,8 %	21,6 %	13,7 %	14,6 %	15,1 %	15,4 %	15,5 %
Nettotulos-%	9,4 %	8,8 %	7,3 %	6,1 %	14,2 %	8,7 %	9,1 %	4,6 %	9,7 %	16,1 %	9,9 %	10,3 %	11,0 %	12,2 %	12,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	194	181	178	173	176
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	71,3	62,5	56,7	50,9	51,9
Käyttöomaisuus	96,0	95,0	97,6	98,8	100
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	12,9	14,4	14,4	14,4	14,4
Laskennalliset verosaamiset	12,6	7,8	7,8	7,8	7,8
Vaihtuvat vastaavat	245	262	246	281	329
Vaihto-omaisuus	61,6	58,8	59,3	61,3	64,8
Muut lyhytaikaiset varat	26,2	24,2	25,0	25,0	25,0
Myyntisaamiset	102	88,3	89,0	93,9	97,3
Likvidit varat	55,5	90,3	72,9	101	142
Taseen loppusumma	439	443	424	454	505

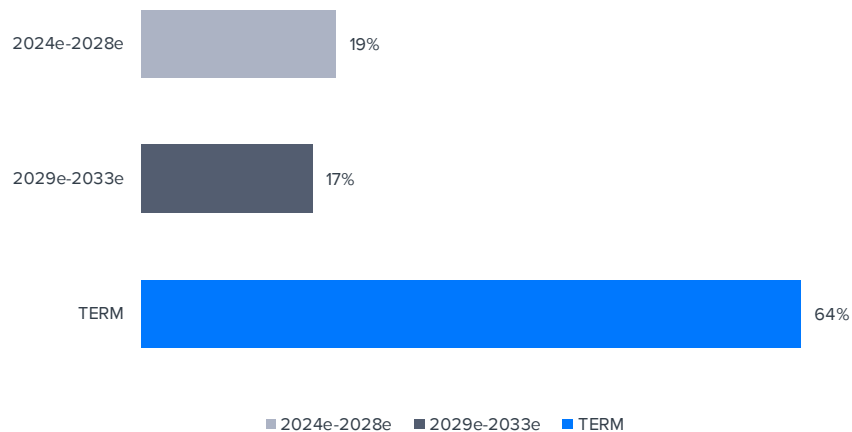
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	251	268	297	333	379
Osakepääoma	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Kertyneet voittovarot	239	261	290	327	372
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	4,1	0,8	0,8	0,8	0,8
Muu oma pääoma	0,1	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	22,3	74,9	25,6	15,6	15,6
Laskennalliset verovelat	6,1	6,2	6,2	6,2	6,2
Varaukset	3,1	2,9	2,9	2,9	2,9
Korolliset velat	8,3	59,3	10,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4,8	6,5	6,5	6,5	6,5
Lyhytaikaiset velat	166	100,0	101	105	111
Korolliset velat	55,2	2,8	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	74,0	66,5	67,6	73,2	78,0
Muut lyhytaikaiset velat	37,1	30,7	33,9	32,3	33,1
Taseen loppusumma	439	443	424	454	505

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	5,1 %	0,8 %	7,4 %	5,7 %	5,4 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	2,8 %	2,8 %
Liikevoitto-%	12,3 %	13,3 %	13,9 %	15,4 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %
Liikevoitto	66,6	72,5	81,5	95,2	101	106	112	117	122	114	117	
+ Kokonaispoistot	24,3	23,2	23,6	17,0	17,3	17,7	18,1	18,5	19,0	19,5	20,0	
- Maksetut verot	-9,3	-14,3	-16,1	-18,8	-20,0	-21,3	-22,3	-23,5	-24,4	-22,9	-23,5	
- verot rahoituskuluista	-0,8	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	4,3	2,3	-2,9	-1,4	-2,4	-2,1	-2,4	-2,2	1,0	1,2	-2,5	
Operatiivinen kassavirta	85,1	83,3	85,9	91,8	95,8	101	105	110	118	112	112	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-16,0	-20,0	-19,0	-19,7	-20,5	-21,1	-21,7	-22,3	-22,9	-23,6	-21,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	70,6	63,3	66,9	72,1	75,3	79,7	83,4	87,9	94,6	88,6	90,0	
+/- 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	70,6	63,3	66,9	72,1	75,3	79,7	83,4	87,9	94,6	88,6	90,0	1985
Diskontattu vapaa kassavirta		60,8	59,8	60,0	58,4	57,5	56,0	54,9	55,1	48,0	45,4	1002
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1558	1497	1437	1377	1319	1261	1205	1150	1095	1047	1002
Velaton arvo DCF		1558										
- Korolliset velat		-62,1										
+ Rahavarat		90,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-27,2										
Oman pääoman arvo DCF		1559										
Oman pääoman arvo DCF per osake		43,0										

Rahavirran jakauma jaksoittain



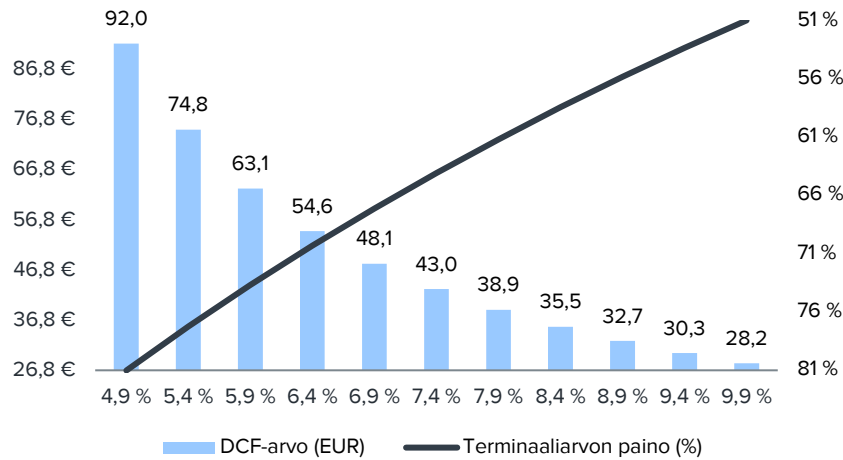
Pääoman kustannus (WACC)

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

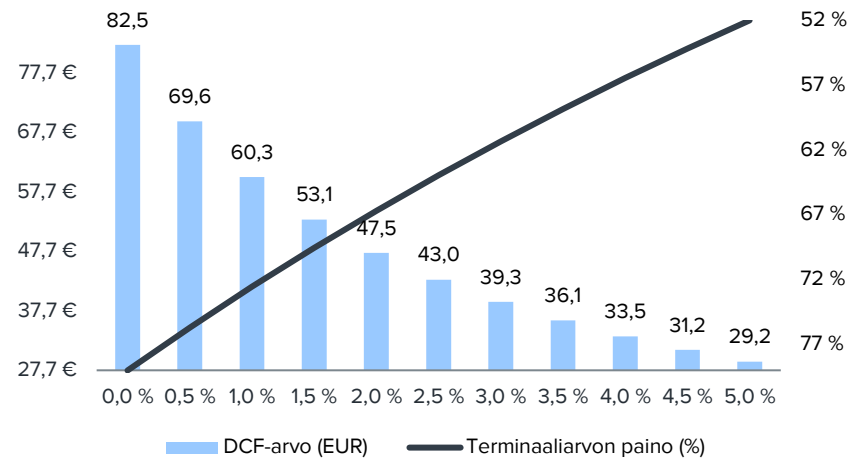
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

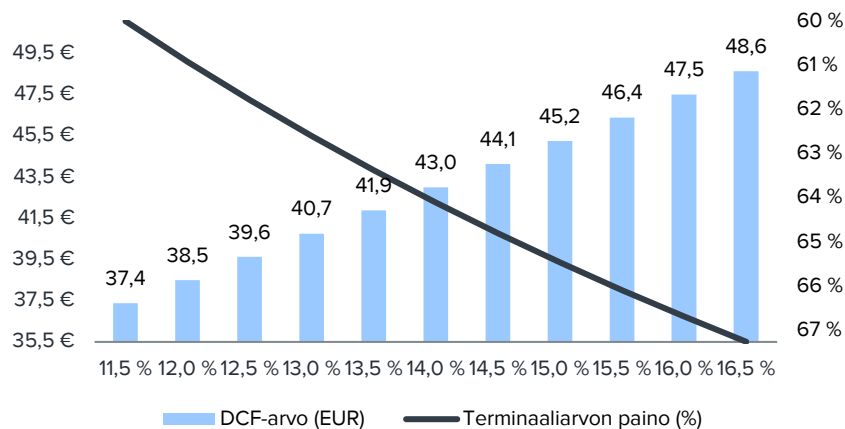
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



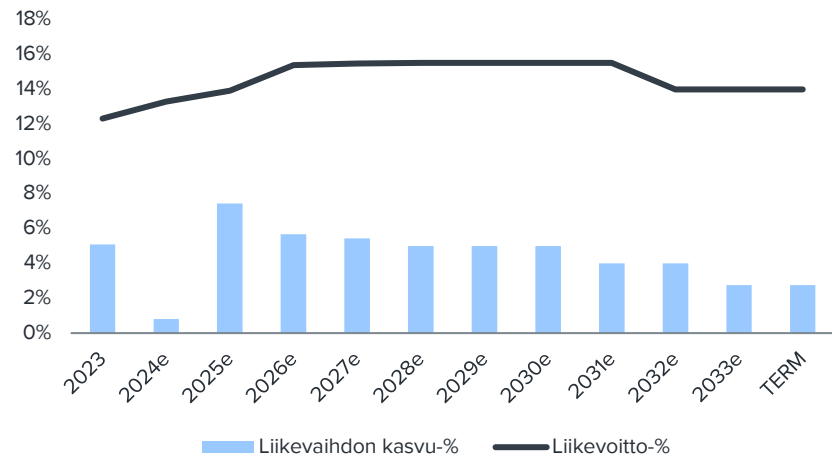
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	438,0	514,2	540,4	544,7	585,3	EPS (raportoitu)	1,13	1,24	1,35	1,56	1,78
Käyttökate	71,8	86,1	90,9	95,7	105,1	EPS (oikaistu)	1,50	1,43	1,53	1,71	1,93
Liikevoitto	50,1	62,5	66,6	72,5	81,5	Operat. kassavirta / osake	2,23	0,84	2,35	2,30	2,37
Voitto ennen veroja	48,5	59,6	63,2	70,6	80,5	Vapaa kassavirta / osake	1,57	-0,24	1,95	1,75	1,85
Nettovoitto	41,2	45,0	49,0	56,4	64,4	Omapääoma / osake	6,31	6,91	7,39	8,20	9,19
Kertaluontoiset erät	-13,4	-8,2	-8,1	-6,8	-6,8	Osinko / osake	0,68	0,72	0,75	0,78	0,82
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	408,1	439,3	442,8	424,2	454,3	Liikevaihdon kasvu-%	15 %	17 %	5 %	1 %	7 %
Oma pääoma	230,4	250,6	267,9	297,1	333,2	Käyttökateen kasvu-%	9 %	20 %	6 %	5 %	10 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	22 %	11 %	6 %	6 %	11 %
Nettovelat	-27,7	8,0	-28,2	-62,9	-100,7	EPS oik. kasvu-%	41 %	-5 %	8 %	11 %	13 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	16,4 %	16,7 %	16,8 %	17,6 %	18,0 %
Käyttökate	71,8	86,1	90,9	95,7	105,1	Oik. Liikevoitto-%	14,5 %	13,8 %	13,8 %	14,6 %	15,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	20,7	-39,8	4,3	2,3	-2,9	Liikevoitto-%	11,4 %	12,2 %	12,3 %	13,3 %	13,9 %
Operatiivinen kassavirta	81,4	30,3	85,1	83,3	85,9	ROE-%	18,9 %	18,7 %	18,9 %	20,0 %	20,4 %
Investoinnit	-23,7	-40,8	-16,0	-20,0	-19,0	ROI-%	18,5 %	21,1 %	20,8 %	22,8 %	25,4 %
Vapaa kassavirta	57,2	-8,8	70,6	63,3	66,9	Omavaraisuusaste	56,5 %	57,0 %	60,5 %	70,0 %	73,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-12,0 %	3,2 %	-10,5 %	-21,2 %	-30,2 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	3,8	2,8	2,7	2,5	2,3						
EV/EBITDA	23,2	16,9	15,8	14,5	12,8						
EV/EBIT (oik.)	26,2	20,5	19,2	17,5	15,3						
P/E (oik.)	30,9	27,9	26,3	23,4	20,7						
P/B	7,4	5,8	5,5	4,9	4,4						
Osinkotuotto-%	1,5 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,1 %						

Lähde: Inderes

ESG

Liikevaihdon taksonomiamukaisuuden raportointi edellyttäisi kehittyneempää raportointia toimitusketjussa

Vaisalan liikevaihdosta 86,5 % on taksonomiakelpoista toimintaa, johon sisältyy sähkö- ja elektroniikkalaitteiden valmistusta, uusiutuvan energian teknologioiden valmistusta sekä rakennusten energiatehokkuuslaitteiden valmistusta. Vaisala ei kuitenkaan raportoi taksonomian mukaista liikevaihtoa, koska se ei pysty varmistamaan täyttyvätkö ympäristön pilaantumisen ehkäisemiseen ja vähentämiseen liittyvät kriteerit erityistä huolta aiheuttavien aineiden (SVHC) osalta. Jotta taksonomian mukaisuuteen voitaisiin ottaa kantaa, tulisi kemikaaliraportoinnin käytänteiden kehittyä nykyiseltä tasoltaan ja ylittää nykyisen lainsäädännön asettamat vaatimukset. Vaisalan toimintamenoista 75,0 % kuuluu taksonomian piiriin (taksonomiakelpoisuus), mutta taksonomian mukaisuutta ei voida raportoida samasta syystä kuin liikevaihdon kohdalla.

Vaisalan pääomamenoista 24,4 % kuuluu taksonomian piiriin, mutta niitä ei raportoida taksonomian mukaisina. Nämä pääomamenot liittyvät pääosin rakennusten vuokrasopimuksiin sekä pienissä määrin myös autojen leasing-sopimuksiin.

Koska taksonomialainsäädännön oletetaan muuttuvan ja kehittyvän, jääme odottamaan tämän mahdollisia vaikutuksia Vaisalaan. Emme odota lyhyellä aikavälillä merkittäviä suoria taksonomiaan liittyviä taloudellisia vaikutuksia.

Arvoketjun päästöt muodostavat valtaosan toiminnan kokonaispäästöistä

Vaisalan oman toiminnan kasvihuonekaasupäästöt

(Scope 1 ja Scope 2) olivat vuonna 2023 yhteensä 478 tonnia. Scope 2 päästöjen osuus oli pieni, sillä Vaisalan ostama sähkö oli kokonaisuudessaan uusiutuvaa ja kokonaisenergiankulutuksesta vain 4 % ei ollut uusiutuvaa. Peräti 99 % Vaisalan liiketoiminnan aiheuttamista kokonaispäästöistä (76 tuhatta tonnia) syntyivät arvoketjun muissa osissa (Scope 3). Kokonaispäästöistä valtaosa liittyy myytyjen tuotteiden käyttöön (42 %), ostettuihin tuotteisiin ja palveluihin (29 %) sekä Vaisalan maksamiin kuljetuksiin ja jakeluun (14 %). Liikevaihtoon suhteutettu kokonaispäästöintensiteetti (Scope 1-3) vuonna 2023 oli 141 tonnia CO₂-ekvivalenttia/MEUR.

Tieteeseen perustuvat päästövähennystavoitteet

Vaisala on asettanut itselleen tieteeseen perustuvat lyhyen aikavälin päästövähennystavoitteet ja hyväksyttänyt ne SBTi-järjestöllä (Science Based Targets initiative), joka auttaa yrityksiä vähentämään päästöjään linjassa Pariisin ilmastositoumuksen tavoitteiden kanssa. Vaisala on sitoutunut vähentämään Scope 1 ja 2 –päästöjään 52 % vuoteen 2030 mennessä vuoden 2021 tasosta. Lisäksi Vaisala sitoutuu vähentämään Scope 3 –kasvihuonepäästöjä ostetuista tuotteista ja palveluista, Vaisalan maksamasta kuljetuksesta ja jakelusta, liikematkustamisesta, työmatkaliikenteestä ja myytyjen tuotteiden käytöstä kokonaisuudessaan 52 % suhteessa euroissa mitattavaan arvonlisäykseen.

Arvioimme päästövähennysten edellyttävän erinäisiä sisäisiä toimia, mutta erityisesti yhteistyötä asiakkaiden ja toimitusketjun kanssa. Päästövähennykset voivat aiheuttaa joitakin kustannuksia joko suoraan tai epäsuorasti toimitusketjun kautta, mutta emme odota kustannusten nousevan isossa kuvassa merkittäviksi.

Taksonomiakelpoisuus	2022*	2023
Liikevaihto	12,7 %	86,5 %
OPEX	9,9 %	75,0 %
CAPEX	7,1%	24,4 %

Taksonomian mukaisuus	2022*	2023
Liikevaihto		
OPEX		
CAPEX		

Ilmasto

Ilmastotavoite	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Kyllä

*luvut eivät ole vertailukelpoisia taksonomiakehityksestä johtuen.

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20/02/2022	Vähennä	43,00 €	43,50 €
06/04/2022	Vähennä	43,00 €	42,50 €
29/04/2022	Vähennä	45,00 €	43,90 €
23/07/2022	Vähennä	43,50 €	44,00 €
15/10/2022	Vähennä	39,00 €	38,50 €
30/10/2022	Vähennä	39,50 €	39,80 €
17/02/2023	Vähennä	41,00 €	43,45 €
06/05/2023	Vähennä	41,00 €	40,00 €
20/06/2023	Lisää	44,00 €	40,75 €
17/07/2023	Lisää	41,00 €	36,45 €
28/07/2023	Lisää	41,00 €	37,50 €
03/10/2023	Osta	40,00 €	33,20 €
27/10/2023	Osta	38,00 €	31,50 €
18/12/2023	Vähennä	40,00 €	40,00 €
14/02/2024	Lisää	40,00 €	36,15 €
11/04/2024	Vähennä	37,00 €	36,30 €
03/05/2024	Lisää	39,00 €	36,00 €
04/06/2024	Lisää	43,00 €	40,00 €

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

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**