

Merus Power

Seurannan aloitus

1.11.2021 22:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Energiamarkkinan murroksen mahdollistaja

Aloitamme Merus Powerin seurannan 9,20 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Merus Power on sähkövarastoihin ja sähkölaaturatkaisuihin erikoistunut teknologiayhtiö, joka pyrkii hyötymään energiamarkkinan murroksesta. Yhtiö tavoittelee voimakasta orgaanista kasvua erityisesti nopeasti kasvavan sähkövarastomarkkinan sekä listautumisannin tarjoaman pääoman turvin. Pidämme yhtiön tuotteita kilpailukyysisinä ja arvioimme yhtiön kasvavan nopeasti tulevina vuosina. Yhtiön pieni koko ja toimialan muutosnopeus heikentävät näkyvyyttä pitkän aikavälin kannattavuustasoon. Lähiaikojen matalasta kannattavuudesta ja korkeasta arvostuksesta huolimatta näemme tuotto-odotuksen houkuttelevana, sillä pidämme pitkän aikavälin tuloskasvunäkymää lupaavana.

Merus Power on sähkölaaturatkaisuihin ja sähkövarastoihin erikoistunut teknologiayhtiö

Merus Power on vuonna 2008 perustettu suomalainen teknologiayhtiö, joka suunnittelee ja tuottaa sähkövarastoja, sähkölaaturatkaisuja ja niihin liittyviä palveluita. Yhtiön tuotteet pohjautuvat itse kehitettyyn modulaariseen teknologiaan sekä ohjelmistoihin, jotka mahdollistavat skaalautuvat, helposti räätälöitävät ja suorituskykyiset ratkaisut eri käyttötarkoituksiin. Uusi strategia korostaa nopeasti kasvavan sähkövarastomarkkinan osuutta yhtiön kasvussa, kun aiemmin kasvu tuli pääosin sähkölaaturatkaisuista. Sähkölaaturatkaisut perustuvat kokonaan yhtiön omaan teknologiaan, mutta samoja teknologioita voidaan hyödyntää myös sähkövarastoissa. Yhtiön sähkövarastotuotannon arvosta noin puolet perustuu omaan teknologiaan ja loput, kuten akut, ostetaan ulkopuolisilta toimittajilta. Yhtiö on toimittanut sähkölaaturatkaisujaan 59 eri maahan laajan jakeluverkostonsa kautta. Sähkövarastoliiketoimintaa pyritään laajentamaan Suomesta muualle Eurooppaan yhteistyökumppanuuksien avulla.

Listautumisanti ja energiamarkkinan murros mahdollistavat sähkövarastoliiketoiminnan kasvattamisen

Yhtiön listautumisen yhteydessä keräämä 12 miljoonan euron pääoma mahdollistaa uuden voimakkaaseen kasvuun tähtäävän strategian toimeenpanon. Yhtiö tavoittelee pääosin orgaanisesti 80 MEUR:n liikevaihtoa vuoteen 2026 mennessä (2026e 54MEUR) sekä keskimäärin yli 15 %:n käyttökatemarginaalia (2026e 12,3 %). Vahva tase tuo tulivoimaa tuotekehitykseen, myyntiorganisaation kehittämiseen sekä suurempien sähkövarastohankkeiden käyttöpääoman rahoittamiseen. Markkinakasvu tukee strategiaa, sillä sähkövarastomarkkinan odotetaan jopa nelinkertaistuvan vuosien 2019-2025 välillä. Sähkölaaturatkaisujen kohdemarkkina kasvaa maltillisemmin, noin 6 % vuosivauhtia.

Lähivuosien matala kannattavuus tekee arvostuksesta korkean

P/E-kertoimiin katsottuna yhtiö on huomattavasti tärkeimpiä verrokkiyhtiöitään kalliimpi (2022e: 112x vs 59x), sillä kannattavuus on vielä kaukana potentiaaliselta tasolta. EV/liikevaihto-kertoimilla osake vaikuttaa jopa edulliselta (2021e: 3,9x vs ydinverrokki 8,9x), mutta mielestämme Merus Powerin arvostukselle käypä EV/liikevaihto-arvostuskerroin löytyy väliltä 3,5-4,5x pienemmän koon ja kannattavuuteen liittyvien epävarmuuksien takia. DCF-arvostusmenetelmä ottaa mielestämme parhaiten huomioon sekä yhtiön vahvat pitkän aikavälin kasvunäkymät, että lyhyen aikavälin negatiiviset kassavirrat. DCF antaa käyväksi arvoksi 9,2 euroa (WACC 8,1%), joka oikeuttaa lisää-suosituksen. Lähiaikojen kurssijureista nostamme esiin mahdolliset uudet aiempaa suuremmat sähkövarastotilaukset, sekä toisaalta kustannusinflaation, joka voi rajoittaa lähiaikojen kannattavuutta.

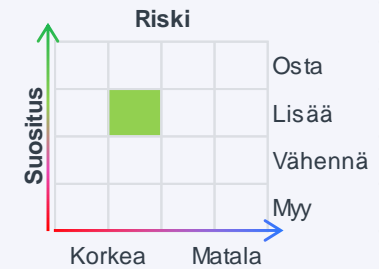
Suositus

Lisää

9,20 EUR

Osakekurssi:

8,29



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	6,5	14,0	18,9	25,5
kasvu-%	-37 %	115 %	35 %	35 %
EBIT oik.	-0,4	0,4	0,7	1,2
EBIT-% oik.	-5,5 %	3,2 %	3,8 %	4,8 %
Nettotulos	-0,5	-0,8	0,6	1,1
EPS (oik.)	-0,09	-0,11	0,07	0,14

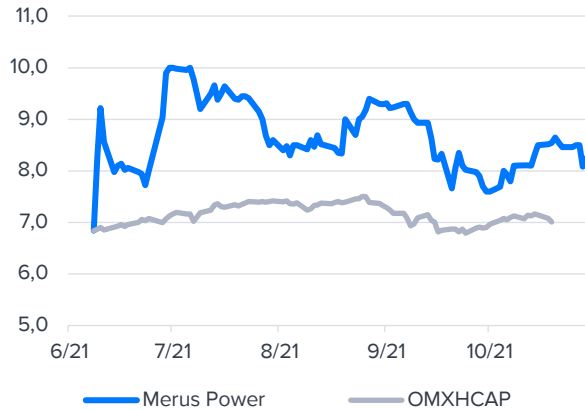
P/E (oik.)	neg.	>100	58,7
P/B	5,0	4,8	4,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	>100	78,5	46,8
EV/EBITDA	59,2	42,6	29,9
EV/Liikevaihto	3,9	3,0	2,3

Lähde: Inderes

Ohjeistus

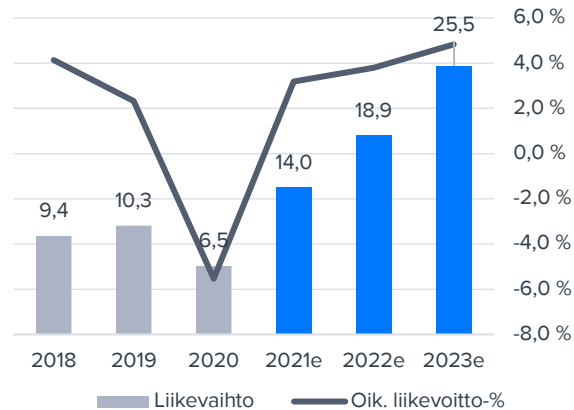
Vuoden 2021 liikevaihdon odotetaan olevan 13–15 miljoonaa euroa ja käyttökateen odotetaan olevan yhden miljoonan euron tasolla.

Osakekurssi



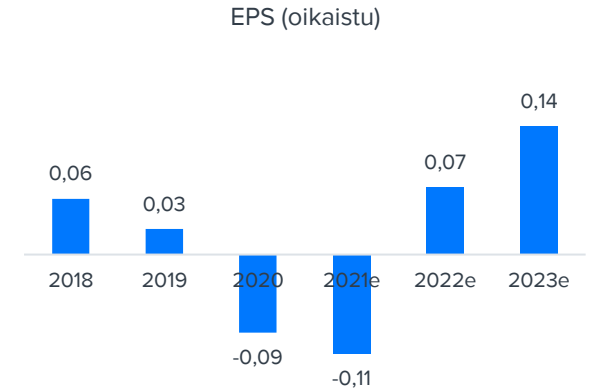
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Uusiutuvan energian murroksen myötä vahvasti kasvavat loppumarkkinat
- Teknologiaosaaminen ja erikoistuminen tiettyihin tuotesegmentteihin
- Pääomitettu tase tarjoaa resursseja kasvun kiihdyttämiseksi
- Asennetun laitekannan kasvu tukee palvelumyyntiä
- Liikevaihdon kasvu tuo skaalaetuja ja tukee kannattavuutta



Riskitekijät

- Pitkän aikavälin kannattavuustasoon liittyvä epävarmuutta
- Pieni koko rajoittaa hankinnan kustannussäästöjä toistaiseksi
- Sähkövarastoliiketoiminnan projektiluonteisuus tuo heiluntaa liikevaihdon kehitykseen
- Tuotantokapasiteetin nopea kasvattaminen voi tuoda yllättäviä lisäkustannuksia
- Vahvat kilpailijat etenkin suuremmissa sähkövarastoprojekteissa

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	8,29	8,29	8,29
Osakemäärä, milj. kpl	7,64	7,64	7,64
Markkina-arvo	63	63	63
Yritysarvo (EV)	54	56	58
P/E (oik.)	neg.	>100	58,7
P/E	neg.	>100	58,7
P/Kassavirta	54,6	neg.	neg.
P/B	5,0	4,8	4,4
P/S	4,5	3,4	2,5
EV/Liikevaihto	3,9	3,0	2,3
EV/EBITDA (oik.)	59,2	42,6	29,9
EV/EBIT (oik.)	>100	78,5	46,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/3)

Merus Power lyhyesti

Merus Power on suomalainen teknologiayhtiö, joka kehittää ja tuottaa sähkövarastoja, sähkölaaturatkaisuja ja palveluita. Sähkölaaturatkaisuja myydään globaalille asiakaskunnalle, mutta sähkövarastojen osalta myynti on toistaiseksi keskittynyt Suomeen. Yhtiöllä on oma myyntiorganisaatio kotimaan markkinalla, mutta Suomen ulkopuolella Merus Power hyödyntää laajaa jakeluverkostoaan sekä OEM-laitevalmistajia.

Yhtiö perustettiin vuonna 2008 sen nykyisen johdon toimesta. Perustajatiimillä oli yhteinen tausta ja kokemusta toimialasta Nokian Capacitors Oy:n ajoilta, jossa he työskentelivät ennen Merus Powerin perustamista. Merus Power pilotoi ensimmäisen toimituksensa vuoden 2010 syksyllä, minkä jälkeen se on jatkanut tuoteportfolionsa kehittämistä ja myynyt ratkaisujaan 59 eri maahan.

Vuonna 2020 yhtiön liikevaihto oli 6,5 MEUR laskien 37% suhteessa edellisvuoteen ja liikevoitto negatiivinen -0,4 MEUR. Liikevaihto ja tulos kärsivät huomattavasti koronapandemian aiheuttamasta kysynnän laskusta. Vuoden 2020 aikana yhtiössä työskenteli yhteensä keskimäärin 41 henkilöä, mutta H1 2021 lopussa työntekijöitä oli jo 56.

Taustalla vahvat markkinatrendit

Yhtiön tuotteiden kysyntä hyötyy kestävän energiantuotannon murroksesta. Uusiutuvan energian tuotanto on epätasaista ja heikentää sähköverkon vakautta luoden ongelman, johon Merus Powerin ratkaisut pystyvät vastaamaan. Yhtiön tuotteet ja palvelut mahdollistavat uusiutuvan energian lisääntyvän käytön sähköverkoissa ja parantavat yhteiskunnan energiatehokkuutta. Yhtiön tuotteiden

kysyntää ajaa yhteiskunnan sähköistyminen ja uusiutuvan energian määrän kasvaminen sähköverkossa. Sähkövarastojen markkinan vuotuisen liikevaihdon odotetaan lähes nelinkertaistuvan vuosien 2019-25 aikana, mikä vastaisi noin 25 % vuosittaista kasvuvauhtia. Sähkölaaturatkaisujen kohdemarkkinan odotetaan kasvavan 6 % vuosivauhtia vuosien 2020-2027 välillä.

Yhtiön ratkaisuja käytetään raskaassa teollisuudessa, kiinteistöissä, sähköverkkoinfrastruktuurissa ja uusiutuvan energian tuotannossa sekä varastoinnissa. Vuosien 2018-20 aikana yhtiön liikevaihdosta 75 % syntyi sähkölaaturatkaisuista, 22 % sähkövarastoista ja integraatioista ja loput 4 % palveluista.

Tavoitteena liikevaihdon moninkertaistaminen

Merus Powerin tavoitteena on kasvattaa yhtiön myyntiä ja kannattavuutta sekä vahvistaa yhtiön markkina-asemaa kestävän energian murroksessa. Yhtiö tavoittelee liikevaihdon moninkertaistamista 80 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä. Tähän pyritään pääosin orgaanisesti. Valtaosa kasvutavoitteesta nojaa sähkövarastoihin ja uusiutuvan energian integraatioihin, joiden osuutta liikevaihdosta pyritään kasvattamaan 22 %:sta 70 %:iin taloudellisten tavoitteiden mukaisesti. Yhtiö tavoittelee keskimäärin yli 15 %:n käyttökatemarginaalia.

Yhtiön strategisia kulmakiviä ovat:

- Skaalautuva tuoteportfolio
- Monikanavainen myyntistrategia
- Sähkövarastojen kasvu Euroopassa
- Sähkölaaturatkaisujen lokaali ja globaali läsnäolo
- Palveluiden osuuden kasvattaminen



Merus Power Oyj lyhyesti

- Vuonna 2008 perustettu suomalainen sähkövarastoihin ja sähkölaaturatkaisuihin keskittynyt teknologiayhtiö
- Tavoittelee voimakasta kasvua erityisesti nopeasti kasvavilla sähkövarastojen markkinoilla, mutta pyrkii myös kasvamaan markkinaa nopeammin sähkölaaturatkaisuissa
- Yhtiö listautui Helsingin pörssiin kesäkuussa 2021
- Yhtiö keräsi listautumisannilla noin 12 MEUR nettovarot, joita se aikoo käyttää mm. aiempaa suurempien sähkövarastotoimitusten vaatiman käyttöpääoman rahoittamiseen, tuotekehitys- ja toimitilahankkeisiin sekä myynnin ja markkinoinnin kehittämiseen
- Konsernin liikevaihto 2020: 6,5 MEUR (kasvu -37 %)
- Konsernin oikaistu liikevoitto 2020: -0,4 MEUR (EBIT -5,5 %)
- Konsernin henkilöstö keskimäärin H1 2021: 56

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/3)

Listautuminen mahdollistaa sähkövarastoliiketoiminnan kasvattamisen

Historiassa yhtiön liikevaihdon kasvu on perustunut pitkälti sähkölaaturatkaisuihin. Viime vuosina se on kuitenkin pyrkinyt kiihdyttämään kasvua laajentamalla liiketoimintaansa nopeasti kasvavaan sähkövarastojen markkinasegmenttiin. Tämä on loogista, sillä Merus Powerin sähkölaaturatkaisuksi kehittämät tuotteet, kuten A2-aktiivisuodattimet, soveltuvat hyvin käytettäväksi myös osana sähkövarastojen tehoelektroniikkaa. Sähkövarastojen toimittaminen vaatii kuitenkin runsaasti käyttöpääomaa (30-50 % liikevaihdosta), koska toimitusajat ovat tyypillisesti pitkiä ja ostajat ovat valmiita maksamaan vasta toimitetusta tuotteesta. Listautumisen yhteydessä kerätyllä pääomalla voidaan rahoittaa sähkövarastojen vaatimaa käyttöpääomaa, kasvattaa tuotantokapasiteettia ja siten tukea yhtiön liikevaihdon kasvua.

Onnistunut laajentuminen sähkövarastoihin parantaisi yhtiön asemaa alan arvoketjussa

Sähkölaaturatkaisujen tuotesegmentissä Merus Powerin asemana arvoketjussa on toimia ratkaisutoimittajana varsinaisille järjestelmätoimittajille, mikä jossain määrin altistaa yhtiön hintakilpailulle. Sähkövarastojen tuotesegmentissä Merus Power puolestaan pyrkii profiloitumaan järjestelmätoimittajana, jolloin esimerkiksi akuston ja tehoelektroniikan integroinnissa syntyvä lisäarvo jäisi yhtiölle itselleen ja yhtiö pystyisi solmimaan jatkuvia palvelusopimuksia sähkövarastoasiakkaidensa kanssa. Myös sähkövarastomarkkinoilla kilpailu on voimakasta etenkin suuremman kokoluokan varastoissa. Merus Power keskittyy tavoittelemaan pienemmän ja keskisuuren kokoluokan projekteja.

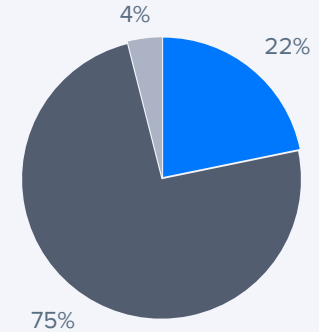
Kilpailukyky perustuu erikoistuneeseen teknologiaosaamiseen ja suorituskykyisiin tuotteisiin

Yhtiön osaaminen laajoista kokonaisuuksista tekee siitä monipuolisen teknologisen kumppanin asiakkailleen. Yhtiön itse kehittämät tuotteet perustuvat modulaariseen teknologiaan, jolla pystytään vastaamaan asiakkaiden yksilöllisiin tarpeisiin skaalautuvasti. Modulaarisuus ja skaalautuvuus tarkoittavat, että Merus Powerin tuotteiden mekaaninen osuus perustuu pitkälti muutaman tärkeimmän moduulituotteen (A2 ja STATCOM) sarjakokoonpanoon, joita voidaan kytkeä yhteen tarvittava määrä asiakkaan tarve huomioon ottaen. Yhtiön itse kehittämät ohjaus- ja ohjelmistoratkaisut mahdollistavat asiakaskohtaisen räätälöinnin, jolloin valtaosa mekaanisista komponenteista voidaan pitää mahdollisimman standardoituina. Tuotteiden nopeus ja tehoteho tekevät niistä markkinoiden suorituskykyisimpiä.

Tuotanto tapahtuu Nokialla

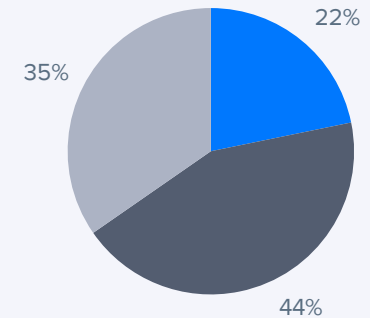
Merus Powerin tuotteet valmistetaan Nokialla. Kokoonpanolinjasto kokoaa tuotteet hankituista komponenteista, minkä jälkeen tuotteet testataan perusteellisesti. Tämän jälkeen tuotteet lähetetään asiakkaalle, missä tuotteet asennetaan kaappeihin ja yhdistetään kontrolliysikköön. Asennus on tyypillisesti ulkopuolelta ostettu palvelu. Asennuksen jälkeen Merus Powerin työntekijä suorittaa käyttöönototarkastuksen ja tuote voidaan lopullisesti luovuttaa asiakkaalle. Merus Powerin tuotteissa käytettävät itse kehitetyt ohjelmistoratkaisut muodostavat merkittävän osan tuotteiden ominaisuuksista.

Liikevaihdon jakauma¹



- Sähkövarastot ja uusiutuvan energian integraatiot
- Sähkölaaturatkaisut
- Palvelut

Asiakkaat toimialoittain¹



- Uusiutuva energia
- Raskas teollisuus
- Muu teollisuus, kiinteistöt ja infrastruktuuri

¹) Keskimäärin vuosien 2018-20 aikana

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/3)

Tuotantokapasiteetin kasvattaminen tulee pian ajankohtaiseksi

Yhtiö on toiminut nykyisissä vuokrakiinteistöissä sijaitsevilla noin 2000 neliömetrin kokoisissa tiloissaan yhtiön perustamisesta saakka. Samoissa tiloissa toimii tuotannon lisäksi myös tuotekehitys laboratorioineen sekä taloushallinto. Yhtiö on kertonut listautumisen yhteydessä, että nykyiset tilat asettavat rajan tuotannon kasvattamiseen. Uusien tilojen hankkiminen tulee todennäköisesti ajankohtaiseksi tulevien vuosien aikana. Nykyisillä tiloilla voisi arviomme mukaan olla noin 20 MEUR liikevaihtopotentiaali, mutta tuotantoa voidaan väliaikaisesti laajentaa nykyisten tilojen ulkopuolellekin. Merus Powerin tuotanto koostuu pääasiassa moduulien kokoonpanosta sekä testauksesta, mikä tarkoittaa että tuotantoprosessi itsessään ei ole tilojen puolesta erityisen vaativa ja ainakin kokoonpanoa voidaan hoitaa väliaikaisissakin tiloissa. Testausprosessi vaatii laboratoriotiloja.

Tilausten läpimenoajat vaihtelevat viikoista noin vuoteen

Yhtiön vastaanottamat tilaukset vaihtelevat pienistä muutaman aktiivisuodattimen käsittävistä joidenkin kymmenien tuhansien euron tilauksista suuriin sähkövarastohankkeisiin ja raskaan teollisuuden sähkölaaturatkaisuihin, joiden hintalappu voi yltää miljooniin euroihin. Yksittäinen suuri tilaus voi tuoda jopa yli 10% vuoden liikevaihdosta, mutta pitkällä aikavälillä liikevaihto on hyvin hajautettua eri asiakkaiden välille. Arviomme mukaan yhtiön kappalemääräisesti myydyin tuote, sähkölaatu parantava A2-aktiivisuodatin toimitetaan asiakkaalle tyypillisesti 2-4 viikon aikana. Jotkut Merus Powerin jakelijat jopa ylläpitävät pieniä määriä A2-moduuleita omissa varastoissaan, jotta asiakaskysyntään voidaan

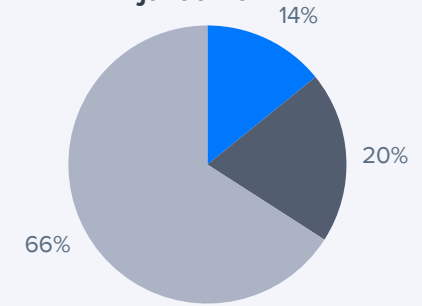
vastata nopeasti. Erikoistuneemmissa sähkölaaturatkaisuissa, kuten Merus UPQ – tuotteissa toimitusajat venyvät kuukausiin. Raskaan teollisuuden STATCOM- ja SVC-toimitukset sekä sähkövarastojen rakennusprojektit kestävät tyypillisesti noin vuoden. Pidemmät toimitusajat toisaalta mahdollistavat tuotannon kapasiteetin optimoimisen, mutta toisaalta kasvattavat komponenttien hintoihin liittyvää kustannusriskiä, sillä kaikkia toimituksen vaatimia komponentteja ei hankita välittömästi tilauksen saapuessa.

Globaalia jakeluverkostoa halutaan kasvattaa, sähkövarastoihin etsitään kumppanuuksia

Yhtiön liikevaihdon maantieteellinen jakauma on hajautunut sähkölaaturatkaisujen globaalin myyntiverkoston ansiosta. Tuotteita on myyty jo 59 eri maahan. Merus Power toimittaa ratkaisujaan globaalisti, mutta nojaa jakelussaan aina lokaaliin toimijaan. Suomessa yhtiöllä on oma myyntiorganisaatio, mutta Suomen ulkopuolella tuotteet myydään jakelijoiden, integraattorien ja alkuperäisten laitevalmistajien kautta. Yhtiön tavoitteena on kasvattaa sen globaalia jakeluverkostoa sähkölaaturatkaisuiden osalta. Esimerkiksi Yhdysvallat voisi olla kiinnostava kasvumarkkina Merus Powerille, mutta yhtiö ei ole vielä solminut yhteistyökumppanuutta kyseisessä maassa.

Sähkövarastojen toimitusten kohdalla yhtiö keskittyy Eurooppaan. Toistaiseksi sähkövarastoja on toimitettu vasta Suomeen, mutta yhtiö pyrkii löytämään sopivia yhteistyökumppaneita asiakasrajapintaan muualta Euroopasta. Sopiva yhteistyökumppani voisi olla esimerkiksi paikallinen energiayhtiö, jolla on valmiit kontaktit ja tuntemus paikallisesta asiakaskunnasta.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma¹



■ Suomi ■ Eurooppa ■ Muut maat

Merus Power kartalla

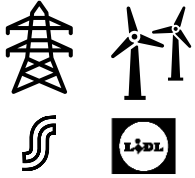


● Konsernin maayhtiö
● Yhteistyökumppani
■ Maita joihin ratkaisuja toimitettu

¹) Keskimäärin vuosien 2018-20 aikana

Asiakkaat

Uusiutuvan energian hyödyntäjät



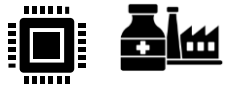
Kiinteistöt



Raskas teollisuus



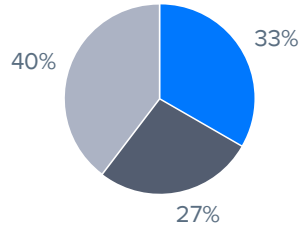
Muu teollisuus



Infrastruktuuri



Omistus



- Laajennettu johtoryhmä
- Pääomasijoittajat
- Muut

Resurssit

Teknologia-osaaminen



Tuotekehitys, kokoonpano ja testaus Nokialla



Henkilöstö H1 2021
56 kpl



Monikanavainen jakelu



Liiketoimintaidea

Merus Power on kasvuun tähtäävä teknologiayhtiö, joka hyödyntää kestävästä energiasta.

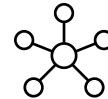
Strategian kulmakivet

- Skaalautuva tuoteportfolio
- Monikanavainen myyntistrategia
- Sähkövarastojen kasvu Euroopassa
- Sähkölaaturatkaisujen lokaali ja globaali läsnäolo
- Palveluiden osuuden kasvattaminen

Jakelukanavat



Oma myynti-organisaatio Suomessa



Jakelukumppanit ja integraattorit maailmalla



Sopimusvalmistus OEM-tuottajille

Tuoteryhmät

Sähkövarastot



Sähkölaaturatkaisut



Päakilpailijat tuoteryhmittäin

ABB FLUENCE

WÄRTSILÄ Nidec

TESLA TOSHIBA

Leclanché Energy Storage Solutions ALFEN POWER TO ADAPT

SAFT

Danfoss Schneider Electric

SIEMENS ABB

EATON - COMSYS-

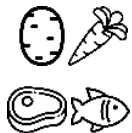
Sinexcel

SCHAFFNER

Kustannusrakenne % liikevaihdosta¹



Henkilöstökulut
(26 %)



Materiaalit ja palvelut
(61 %)

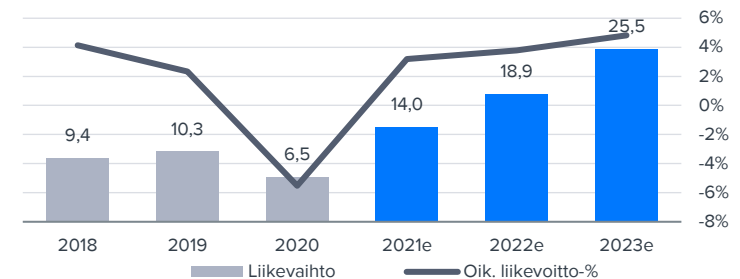


Liiketoiminnan muut kulut
(16 %)



Poistot ja arvonalentumiset
(4 %)

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lähde: Tilipääöstiedot ja Inderesin arvio

¹) Keskimäärin vuosien 2018-20 aikana

Tuotteet ja palvelut (1/4)

Tuotteet ja palvelut lyhyesti

Sähkönlaaturatkaisut ja sähkövarastot muodostavat valtaosan Merus Powerin liikevaihdosta, minkä lisäksi yhtiö tarjoaa asiakkailleen ylläpito- ja etäseurantapalveluita. Sähkönlaaturatkaisut (75 % vuosien 2018-20 liikevaihdosta) ovat toistaiseksi olleet Merus Powerin liiketoiminnan selkäranka, mutta yhtiön johto odottaa sähkövarastojen ja uusiutuvan energian integraatioiden osuuden (22 % liikevaihdosta) kasvavan tulevaisuudessa. Yhtiö panostaa myös palvelumyynnin osuuden (4% liikevaihdosta) kasvattamiseen.

Skaalautuvuus, muokattavuus ja suorituskyky tekevät yhtiön tuotteista kilpailukyisiä

Merus Powerin tuotteet perustuvat modulaariseen teknologiaan, jolla pystytään vastaamaan asiakkaiden yksilöllisiin tarpeisiin skaalautuvasti. Merus Powerin fyysinen tuotanto perustuu pitkälti muutaman tärkeimmän moduulituotteen sarjakokoonpanoon. Lopullinen asiakkaalle toimitettava ratkaisu koostuu moduuleista, ohjauksyksiköstä, ohjelmistosta sekä hankituista komponenteista kuten akuista ja muuntajista. Yhtiön tuotteita voidaan räätälöidä ohjelmistojen avulla erilaisiin tarpeisiin ja siten minimoida mekaanisten kustomointien tarve. Tuotteiden suorituskyky on käsityksemme mukaan erinomaisella tasolla esimerkiksi nopeuden ja tehotehityden osalta.

Sähkövarastot

Merus™ ESS –sähkövarastot (Energy Storage System) perustuvat modulaariseen rakenteeseen, mikä mahdollistaa teknologian skaalaamisen ja räätälöimisen asiakkaan tarpeen mukaisesti. Sähkövarastojen tärkeintä teknologiaa ovat Merus Powerin kehittämät ja valmistamat verkkoinvertterit ja säätö- ja suojausohjelmistot. Lisäksi sähkövarastoissa tarvitaan

energiaa säilyttävää teknologiaa, joka on tyypillisesti litiumioniakku, jonka Merus Power ostaa alihankintana. Yhtiön sähkövarastoista tekee innovatiivisia se, että ne perustuvat sen itse kehittämään teknologiaan, joka mahdollistaa muun muassa erittäin nopean vasteen, mikroverkon uudelleen sähköistämisen ja sähkönlaadun varmistamisen.

Sähkövarastot mahdollistavat energian varastoinnin ja jakamisen osana sähköverkkoa, mikä tasapainottaa sähkön tuotannon ja kulutuksen epätasapainoa. Tämä puolestaan mahdollistaa luonteeltaan epätasaisen uusiutuvan energian tuotannon osuuden kasvun sähköverkossa. Tarjoamalla uusiutuvalle energialle helpon liittymän sähköverkkoon, asiakkaiden energian kokonaiskustannukset laskevat ja varastojen mahdollistaman taajuudensäädön avulla asiakkaat voivat luoda uutta liikevaihtoa myymällä varastoimaansa energiaa sähköverkkoon. Sähkövarastot myös mahdollistavat asiakkaan tehonkäytön optimoimisen mikroverkoissa. Merus Powerin sähkövarastot mahdollistavat myös kaatuneen sähköverkon hallitun käynnistämisen.

Yhtiön sähkövarastojen koko vaihtelee megawattista kymmeneen megawattiin. Yhtiön tuotteilla voidaan vastata erilaisiin asiakastarpeisiin kapasiteetin, tehonpurkunopeuden ja tehonkeston osalta. Yhtiö voi hyödyntää erilaisia akustoteknologioita tuotteissaan käyttötarpeen mukaisesti, kuten erilaisia litiumioniakustoja tai superkondensaattoreita.

Sähkövarastojen kotimaisuusaste on noin 40–60 %. Konttiratkaisut, verkkoinvertterit ja ohjaujärjestelmät valmistetaan Nokialla pääosin suomalaisista ja eurooppalaisista komponenteista. Akkujen kotimaisuusaste vaihtelee käyttötarkoituksen mukaan, ja akut tulevat tyypillisesti Aasiasta tai Ranskasta.

Sähkönlaaturatkaisut

Yhtiön sähkönlaaturatkaisut koostuvat Merus™-aktiivisuodattimista ja –kompensaattoreista, joilla pystytään vastaamaan erilaisten asiakkaiden tarpeisiin. Sähkönlaaturatkaisujen tarkoituksena on parantaa sähkön laatua, vähentää häiriöitä ja lisätä prosessien toimintavarmuutta. Aktiivisuodattimet ja kompensattorit suodattavat sähköverkoissa esiintyviä häiriöitä, kuten harmonisia yliaaltovirtoja, jotka johtuvat sähköverkoissa toimivista epälineaarisista kuormista. Sähkön häiriöt vaarantavat sähköverkon vakauden ja aiheuttavat esimerkiksi sähkölaitteiden vikaantumisia, käyttökatkoja sekä tuotantohäviöitä. Merus Powerin sähkönlaaturatkaisuilla mitataan sähköverkoissa olevia häiriöitä ja poistetaan niitä syöttämällä vastakkaisessa vaiheessa olevaa pulssia reaaliajassa sähköverkkoon. Yhtiön sähkönlaaturatkaisut korjaavat asiakkaiden sähkönlaadun vaadittujen sähkönlaatustandardien mukaiseksi.

Palvelut

Merus Powerin tarjoamat palvelut koostuvat pääasiassa kausi- ja ennakkohuollon palveluista sekä ylläpitösopimuksista. Huolto- ja tukipalvelut varmistavat asiakkaiden investointien optimaalisen toiminnan koko niiden elinkaaren ajan ja ovat jatkuvasti veloitettavia palveluita. Lisäksi yhtiö tarjoaa asiakkailleen jatkuvasti veloitettavia älykkäitä IoT-palveluja, kuten Merus™ Wise –etäkäyttöpalvelun sisältäen etäluku-, ohjaus- ja raportointipalvelua.

Jatkuvasti veloitettavien palveluiden lisäksi yhtiö tarjoaa SVC-järjestelmien modernisointeja ja sähkönlaadun analyysijä, jotka ovat kertaluonteisia hankkeita. Yhtiö tarjoaa asiakkailleen myös asennus- ja käyttöönottopalveluja, varaosia, koulutusta ja tukea.

Tuotteet ja palvelut (2/4): Sähkönlaaturatkaisut

Sähkönlaaturatkaisut: A2, HPQ ja UPQ

Merus™ A2 – aktiivinen harmoninen suodatin

- Vuonna 2017 lanseerattu A2-suodatin korvasi Merus Powerin edellisen aktiivisuodatinmallin.
- Tuote on suunniteltu yleisesti teollisuuden, infrastruktuurin ja rakennusten käyttöön.
- Reagoi sähkövirran häiriöihin reaaliajassa syöttämällä järjestelmään vastakkaisen sähköaallon.
- Erittäin nopea vasteaika ja korkea tehoteho.
- Modulaarinen rakenne mahdollistaa skaalautuvuuden eri mittakaavan ratkaisuihin.
- Voidaan kustomoida ohjelmistojen avulla eri jännitteille ja eri käyttötarkoituksiin.
- Samaa moduuliratkaisua voidaan käyttää myös osana sähkövarastojen tehoelektroniikkaa.



- Joustava yleisratkaisu sähkönlaadun hallintaan
- Suorituskyky, monipuolisuus ja skaalautuvuus tärkeimmät kilpailutekijät
- Tärkeä osa Merus Powerin muita erikoistuneempia ratkaisuita, kuten HPQ ja UPQ -järjestelmiä sekä sähkövarastoja

Merus™ HPQ – hybridikompensaattori (Hybrid Power Quality)

- Yhdistää A2-moduulin modernia aktiivisuodatusteknologiaa perinteiseen kondensaattoriteknoologiaan, mikä mahdollistaa kustannustehokkaan ratkaisun moniin asiakastarpeisiin.
- Merus Power vastaa tuotteessa käytetystä aktiiviteknologiasta, järjestelmän suunnittelusta sekä ohjauksesta ja ohjelmistoratkaisuista.
- Passiiviset kondensaattorit tulevat ulkopuolisilta toimittajilta tai asiakailta.



- Kustannustehokas ratkaisu moniin sähkönlaadun haasteisiin
- Ratkaisu mahdollistaa vanhojen kondensaattorijärjestelmien päivittämisen nykyaikaisemmiksi

Merus™ UPQ – keskeytymätön tehonsyöttö (Uninterrupted Power Quality)

- Yhdistelmätuote, joka koostuu A2-moduuleista ja superkondensaattoriyksiköstä.
- Normaaliolosuhteissa A2-moduulit poistavat sähköverkon häiriöitä parantaen sähkönlaatua.
- Jos sähkönsaanti katkeaa esimerkiksi luonnonilmiön seurauksena, UPS-yksikkö kykenee ylläpitämään jännitettä, kunnes varavirtalähde kuten generaattori tai akku käynnistyy.
- Varmistaa keskeytymättömän tehonsyötön esimerkiksi sairaalalle, lentokentälle tai teollisuudelle.



- Erikoistunut ratkaisu kohteisiin, joissa vaaditaan keskeytymätöntä tehonsyöttöä

Tuotteet ja palvelut (3/4): Sähkönlaaturatkaisut

Sähkönlaaturatkaisut raskaan teollisuuden tarpeisiin: Merus™ STATCOM ja SVC

Merus™ STATCOM – aktiivinen loistehon kompensaaattori

- Merus Powerin STATCOM-teknologia perustuu modulaariseen skaalattavissa olevaan rakenteeseen, joka on samankaltainen kuin A2-moduuleissa, mutta isommassa mittakaavassa.
- Merus™ STATCOM:issa lisäominaisuutena harmonisten yliaaltovirtojen suodattaminen, mikä voi säästää asiakkaan erillisen suodattimen hankkimiselta.
- Järjestelmä parantaa raskaan teollisuuden asiakkaiden sähkönlaatua, vähentää häiriöitä ja lisää prosessien toimintavarmuutta.
- Erittäin nopea vasteaika – vain 0,6 millisekuntia, sekä korkea tehotehoisuus.

Yleistä tietoa STATCOM-teknologiasta

- Laitteita käytetään mm. terästeollisuudessa ja kaivoksissa.
- STATCOM-teknologia yleistyi teollisuuden käytössä 2000-luvulla ja on osittain korvannut SVC-järjestelmien käyttöä paremman suorituskyvynsä ansiosta.

Merus™ SVC – säädettävä loistehon kompensaaattori

- Merus Power tarjoaa asiakkailleen myös SVC-järjestelmää, koska se mahdollistaa tiettyihin suuren mittakaavan sähkötekniisiin ongelmiin kustannustehokkaamman ratkaisun kuin STATCOM-järjestelmä.
- Järjestelmä parantaa raskaan teollisuuden asiakkaiden sähkönlaatua, vähentää häiriöitä ja lisää prosessien toimintavarmuutta.
- Vasteaika 20 millisekuntia.

Yleistä tietoa SVC-teknologiasta

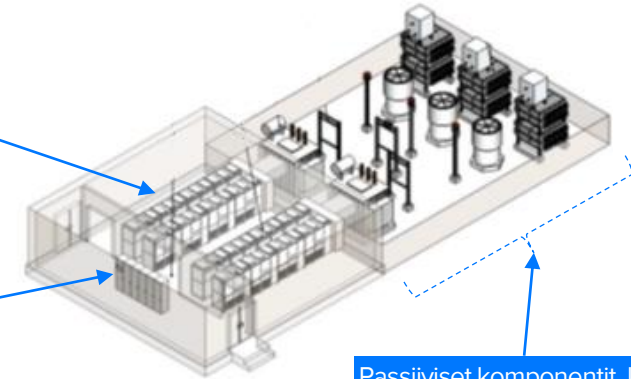
- Palvelee samoja tarkoituksia kuin STATCOM-järjestelmä, mutta on suorituskyvyltään heikompi.
- Teknologia otettiin käyttöön teollisuudessa 1970-luvulla.
- SVC-teknologiaa käytetään teollisuuden lisäksi myös infrastruktuurissa, kuten sähköasemilla. Infrastruktuuriprojektien mittakaava on suurempi kuin teollisuuden ratkaisussa ja ainakin toistaiseksi Merus Powerin fokuksen ulkopuolella.

Merus Powerin omaa teknologiaa

STATCOM-moduulit



Ohjausjärjestelmä

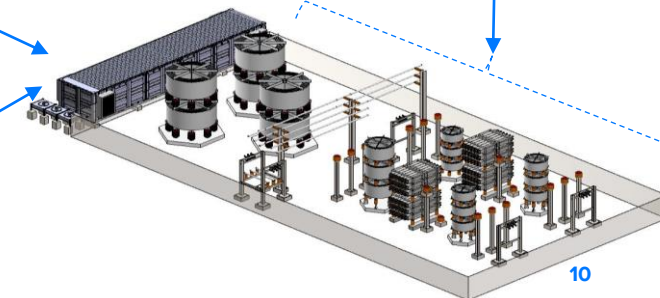


Passiiviset komponentit, kuten käämit ja kondensaattorit hankitaan ulkopuolisilta toimittajilta.

Thyristor-venttiilit



Ohjausjärjestelmä



Tuotteet ja palvelut (4/4): Sähkövarastot

Merus™ ESS - sähkövarastot

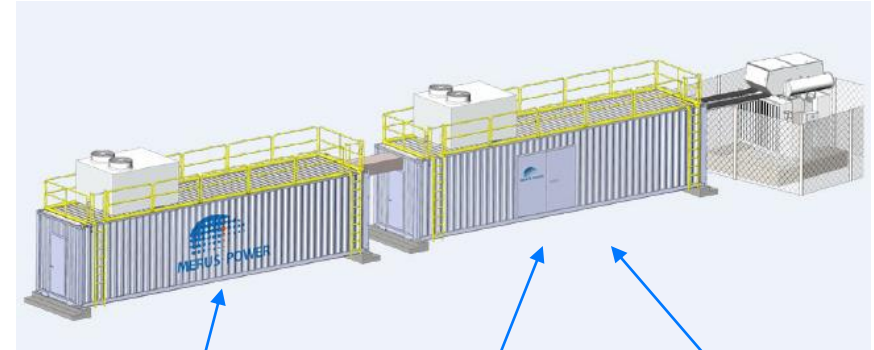
Merus™ ESS -sähkövarastot mahdollistavat sähkön varastoimisen ja jakamisen

- Merus™ ESS -sähkövarastot ovat korkean teknologian modulaarisia järjestelmiä, jotka mahdollistavat sähkön varastoimisen ja jakamisen.
- Skaalautuvan teknologian ja modulaarisen rakenteen ansiosta ratkaisut voidaan räätälöidä asiakkaiden yksilöllisten sähkövaatimusten mukaisesti.
- Merus Powerilla on kyky toimittaa eri mittaluokan sähkövarastoratkaisuja avaimet käteen –periaatteella asiakkailleen.
- Sähkövarastojen tärkeintä teknologiaa ovat Merus Powerin kehittämät ohjaus- ja suojausjärjestelmät sekä verkkoinverterit.
- Lisäksi sähkövarastoissa tarvitaan energiaa tallentavaa teknologiaa, joka on tyypillisesti litiumioniakku, jonka Merus Power ostaa alihankintana.
- Merus Powerin itse kehittämä teknologia mahdollistaa erittäin nopean vasteen, mikroverkon uudelleen sähköistämisen ja sähkönlaadun varmistamisen.
- Sähkövarastojen koko vaihtelee megawatista kymmeneen megawattiin.

Käyttökohteita sähkövarastoille

- Uusiutuvan energian integrointi valtakunnalliseen sähköverkkoon.
- Sähköverkon tasapainottaminen taajuudensäätömarkkinoilla.
- Sähköntuotannon käynnistäminen sähkökatkon aikana.
- Paikallisten mikroverkkojen toiminnan tukeminen.
- Sähköautojen latausinfrastruktuurin tukeminen.

Merus ESS –sähkövarastojen tärkeimmät teknologiat



Akustot

- Ostetaan ulkopuoliselta toimittajalta
- 30-50% kokonaiskustannuksista

Ohjaus- ja suojausjärjestelmät

- Merus Powerin omaa teknologiaa
- Muodostavat yhdessä noin 40-60% sähkövaraston kokonaiskustannuksista

A2-moduuleihin perustuvat verkkoinverterit

Asiakkaat (1/2)

Asiakkaat lyhyesti

Merus Powerin asiakkaat koostuvat uusiutuvan energian hyödyntäjistä, infrastruktuurialan toimijoista, raskaasta teollisuudesta, kevyestä teollisuudesta ja kiinteistöistä. Arvioimme uusiutuvan energian hyödyntäjien merkityksen korostuvan tulevaisuudessa sähkövarastoihin ja uusiutuvan energian integraatioihin nojaavan kasvustrategian toteuttamisen myötä.

Asiakaskunnan hajautuneisuus

Merus Powerin asiakaskunta on melko hajaantunut eri asiakasyrityksille. Vuosien 2018-2020 välillä suurin asiakas vastasi noin 12 % yhtiön liikevaihdosta ja top-10 asiakkaiden yhteenlaskettu osuus oli noin 72 %. Vaikka liikevaihto jakautuu keskipitkällä aikavälillä monen eri asiakkaan kesken, yksittäisen vuoden sisällä muutaman suuren asiakastoimituksen osuus koko yhtiön liikevaihdosta voi nousta melko suureksi. Suuret asiakkuudet ovat historiassa muodostuneet käsityksemme mukaan yksittäisistä suurista projekteista. Tulevaisuudessa sähkövarastoliiketoiminnan kasvaessa yhtiö voi saada toistuvia tilauksia samalta asiakkaalta, kuten esimerkiksi Eleniaalta joka on suunnitellut useiden kymmenien sähkövarastojen tilaamista, mikäli nykyiset pilottihankkeet todistavat ratkaisun toimivaksi.

Uusiutuvan energian hyödyntäjät

Uusiutuvan energian hyödyntäjät muodostavat yhden Merus Powerin viidestä asiakassegmentistä. Nämä asiakkaat voivat tarvita sekä sähkölaatua parantavaa teknologiaa, että sähkövaraston. Uusiutuvan energian asiakkuudet jakautuvat laaja-alaisesti erilaisiin toimijoihin. Merus Powerin sähkövarastoja voidaan tarjota esimerkiksi aurinko-, tuuli- ja vesivoimaloille

sekä teollisuuden ja kiinteistöjen omaan sähköntuotantoon. Uusiutuvan energian hankkeissa on tyypillisesti monia osapuolia ja asiakkaita, kuten suunnitteluimistoja, integraattoreita, sijoittajia ja sähköntuottajia.

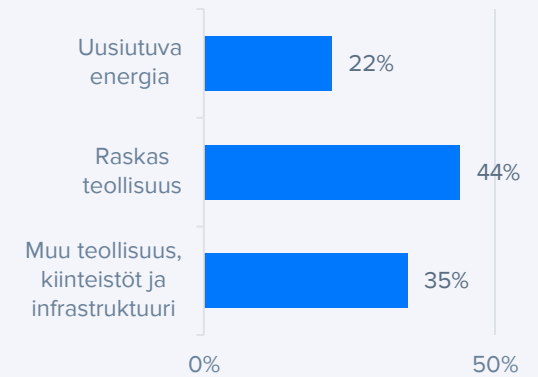
Sähkönlaaturatkaisujen merkitys korostuu uusiutuvan energian tuotannon kohdalla, koska aurinko- ja tuulivoimasähkön laatu on tyypillisesti heikompaa verrattuna esimerkiksi kaasu- tai ydinvoimalan tuottamaan sähkөөn. Tällöin uusiutuvan energian tuottaja voi joutua hankkimaan sähkönlaaturatkaisun, kuten aktiivisuodattimen, joka parantaa sähkön laatua ja mahdollistaa uusiutuvan energian kytkemisen sähköverkkoon. Verkkoonliityntävaatimukset tuotetun sähkön laadun osalta vaihtelevat eri maiden välillä ja ohjaavat sähkönlaaturatkaisujen kysyntää. Merus Powerilla on merkittäviä asiakkuuksia Australiassa Iso-Britanniassa ja Etelä-Afrikassa, missä liityntävaatimukset ovat tiukat.

Uusiutuvan energian hyödyntäjät käyttävät sähkövarastoja uusiutuvan energian tuotannon tasapainottamiseen, sähköverkon toimintavarmuuden parantamiseen sekä osallistuakseen taajuudensäätömarkkinoille lisätulojen saamiseksi. Merus Powerin johto pitää kasvavana trendinä erilaisia energiayhteisöjä, jotka tuottavat itse sähköä mikroverkoissa sekä yksityisiä yrityksiä, jotka harjoittavat uusiutuvan energian tuotantoa esimerkiksi tuotantolaitosten katoilla. Sähkövarastoja voidaan lisäksi hyödyntää muun muassa kaivosteollisuudessa, jossa haetaan vaihtoehtoisia keinoja tuottaa sähköä ja vähentää fossiilisten polttoaineiden käyttöä.

Infrastruktuurialan toimijat

Merus Powerin potentiaaliseen asiakaskuntaan kuuluu laajasti erilaisia infrastruktuurialan toimijoita,

Asiakkaat toimialoittain 2018-20



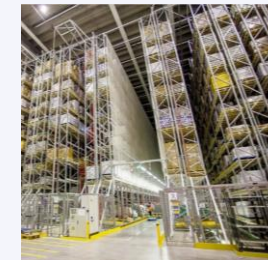
Tyypillisiä käyttökohteita



Valokaariuuni



Tuulivoimala



Logistiikkakeskus



Datakeskus

Asiakkaat (2/2)

kuten veden- ja jätteenkäsittelylaitoksia, sähköautojen latausverkkoja, sähköasemia sekä mikroverkkoja. Merus Powerin nykyiset infrastruktuurialan asiakkaat ovat pääsääntöisesti sähkönlaaturatkaisujen käyttäjiä, jotka säästävät energiaa ja varmistavat prosessiensa luotettavuutta muun muassa vesi- ja jätteenkäsittelylaitoksissaan.

Sähkönjakelusta vastaavat verkkoyhtiöt ovat yksi potentiaalisesti kasvava asiakaskunta Merus Powerin sähkövarastoille. Sähkövarastoja voidaan käyttää osana sähkönjakeluverkkoa sähkönjakelun turvaamiseksi esimerkiksi haja-asutusalueilla. Merus Power on sopinut toimittavansa sähkövarastoja Elenialle ja Fortumille turvaamaan sähkönjakelun varmuutta haja-asutusalueilla.

Raskas teollisuus

Raskas teollisuus muodostaa merkittävän osan Merus Powerin asiakaskunnasta. Yhtiön liikevaihto asiakaskunnassa koostuu pääasiassa sähkönlaaturatkaisuista, joita voidaan hyödyntää muun muassa kaivos-, mineraali- ja betonteollisuudessa, teräs- ja metalliteollisuudessa sekä öljy- ja kaasuteollisuudessa. Teollisuustoimijat hyödyntävät toiminnassaan tyypillisesti paljon automatiikkaa, joka vaatii laadukasta sähköä toimiakseen tehokkaasti.

Teollisuuden prosessien eri vaiheet ja laitteistot sisältävät taajuusohjattuja moottoreita, jotka aiheuttavat häiriötä sähköverkolle ja muulle laitteistolle. Teollinen toiminta sisältää myös paljon syklisiä prosesseja, joita sisältyy muun muassa hitsaamiseen ja metallinsulatusuunien toimintaan. Tällaiset sykliset prosessit käyttävät paljon energiaa, jolloin teollisessa toiminnassa tyypillisesti esiintyy myös sähkönlaadun ongelmia. Merus Powerin

tuotteiden avulla asiakkaat pystyvät täyttämään sähköverkkojen vaatimukset, optimoimaan tuotantoaan kasvattaen tuotannon tehokkuutta, vähentämään hukkaenergiaa, huollon tarvetta, seisokkeja ja näiden kaikkien yhteisvaikutuksesta säästämään kustannuksissa ja kasvattamaan oman liiketoimintansa tulosta.

Kiinteistöt

Erilaiset kiinteistöt voivat hyödyntää Merus Powerin tuotteita ja palveluita, erityisesti sähkönlaaturatkaisuja. Merus Power tarjoaa kiinteistöille aktiivisuodattimia sekä keskeytymättömän sähkönsyötön Merus™ UPQ -järjestelmiä turvaamaan sähkönsyötön erityisesti sellaisissa kriittisissä käyttökohteissa, joissa keskeytymätön sähkönsyöttö on tärkeää, kuten sairaaloissa ja lentokentillä. Merus Powerin ratkaisuja voidaan hyödyntää myös esimerkiksi kauppakeskusten hissien ja liukuportaiden katkottoman toiminnan turvaamiseksi sekä sairaaloiden laitteiden toiminnan turvaamiseksi.

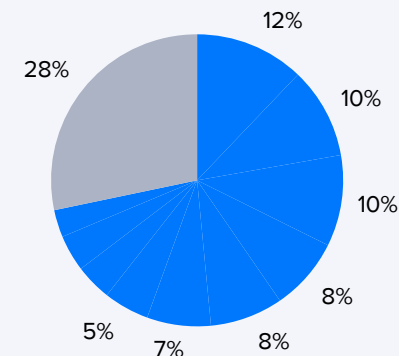
Muu teollisuus

Myös kevyt teollisuus hyödyntää Merus Powerin tuotteita ja palveluita. Yhtiön sähkönlaaturatkaisuja voidaan hyödyntää muun muassa vaihtelevan kuormituksen teollisuudessa, kriittisessä prosessiteollisuudessa sekä tuotantoteollisuudessa. Teollisuustoimijoiden hyödyntämä automatiikka vaatii laadukasta sähköä toimiakseen tehokkaasti. Erityisesti tietyt kevyen teollisuuden alat kuten puolijohdeteollisuus, lääketeollisuus ja tekstiiliteollisuus vaativat hyvälaatuista sähköä. Samalla näiden teollisuuden toimijoiden omat prosessit kuitenkin myös häiritsevät sähköverkkoa, johon Merus Powerin sähkönlaaturatkaisuilla voidaan vastata.

Ilmoitetut sähkövarastoasiakkuudet

Asiakas	Käyttöönotto	Akuston kapasiteetti MWh	Teho MW
LEMENE ¹	2019	1,3	1,6
TuuliWatti	2019	6,0	6,0
Lidl	2019	1,6	2,6
S-Ryhmä	2021	2,0	2,0
Elenia	2022	1,2	1,2
Yhteensä		13,4	13,1

Liikevaihto asiakkaittain 2018-2020



■ Suurimmat 10 asiakasta

■ Muut asiakkaat

1) Lempäälän energiyhteisö

Jakelukanavat

Jakelukanavat lyhyesti

Tällä hetkellä pääosa Merus Powerin tuotteiden jakelusta tapahtuu laajan kumppaniverkoston kautta. Yhtiöllä on myös oma suoramyyntiorganisaatio pääosin Suomessa. Näiden kanavien lisäksi Merus Power valmistaa tuotteitaan tuotemerkkikumppaneille, jotka myyvät niitä eteenpäin omien brändiensä alla. Yhtiö pyrkii kasvattamaan ja kehittämään kaikkia nykyisiä jakelukanaviaan, mikä arviomme mukaan tulee tukemaan yhtiön liikevaihdon kasvua.

Suoramyynti

Merus Power käyttää suoramyyntiä pääasiassa Suomessa ja sähkövarastojen kohdalla myös muissa Pohjoismaissa. Sähkölaatumarkkinoilla yhtiö hyödyntää suoramyyntiä vain Suomessa. Sähkövarastomarkkinoilla tapahtuva myynti on luonteeltaan teknistä ja vaatii erikoisosaamista. Suoramyyntikyky tukee näkemyksemme mukaan yhtiön tavoitetta päästä päävastuulliseksi järjestelmätoimittajaksi sähkövarastohankkeissa. Pohjoismaiden ulkopuolella sähkövarastoliiketoiminta vaatii kuitenkin ulkoisen kumppanin asiakasrajapintaan. Suoramyyntiorganisaatiota voidaan mahdollisesti laajentaa muihinkin maihin myynnin kasvaessa.

Jälleenmyyntiverkosto maailmalla

Laaja jakeluverkosto mahdollistaa Merus Powerin tuotteiden maailmanlaajuisen myynnin. Yhtiön 39 jälleenmyyjällä on valmiit paikalliset kontaktiverkostot teollisuuden, kiinteistöjen ja infrastruktuurin asiakkaisiin. Jälleenmyyntiverkostolla on paikallinen asiantuntemus sähköalan vaatimuksista eri kohdemaissa. Jälleenmyyjät myyvät ja markkinoivat Merus Powerin brändiä ja toimivat omien yritystensä

nimissä. Merus Power tukee jälleenmyyjien myyntityötä yhdessä toteutettavilla asiakasvierailuilla, webinaareilla, koulutuksilla ja antamalla teknistä myyntitukea asiakkuuksien hoitoa varten.

Järjestelmäintegraattorit

Jälleenmyyjien lisäksi Merus Power hyödyntää järjestelmäintegraattoreita tuotteidensa globaalissa jakelussa erityisesti myydessään tuotteita raskaan teollisuuden asiakkaille, kuten teräs- ja kaivosteollisuuden toimijoille. Yhtiö tekee tällä hetkellä yhteistyötä kolmen järjestelmäintegraattorin kanssa, joita ovat Sarralle Steel Melting Plant, Sider Engineering ja C.E.A. Elletroapplicazioni. Integraattorin tehtäviin kuuluu tyypillisesti laajan kokonaisuuden rakentaminen (esimerkiksi terästehtaan tuotantolinja) yhdistämällä järjestelmäintegraattorin omia ja kolmansien osapuolten toimituskokonaisuuksia.

Tuotemerkkikumppanuudet (OEM-valmistajat)

Pieni osa Merus Powerin tuotannosta valmistetaan OEM-valmistajille, jotka puolestaan myyvät tuotteita edelleen eteenpäin omien tuotemerkkiensä alla. Yhtiön tärkein tuotemerkkikumppani on Nokian Capacitors Shanghai (NCS), joka myy Merus Powerin NCS-logolla valmistamia A2-aktiivisuodattimia Kiinan markkinoilla. Koska sähkölaaturatkaisujen ostajat ovat tyypillisesti teknisesti sofistikoituneita, on brändäyksellä käsityksemme mukaan melko pieni merkitys hinnoittelun ja asiakkaan maksaman lisäarvon kannalta, eikä tuotemerkkivalmistus siksi poikkea merkittävästi kannattavuudeltaan Merus Powerin oman brändin alla tapahtuvasta valmistuksesta. NCS:n lisäksi Merus Powerilla on myös toinen pienimuotoinen tuotemerkkikumppanuus, jonka lisäksi se neuvottelee yhteistyöstä uusien tuotemerkkikumppanien kanssa Euroopan ja Amerikan markkinoilla.

Oma myyntiorganisaatio Suomessa

- Vastaa kotimaan myynnistä, sekä sähkövarastojen osalta myös muissa Pohjoismaissa
- Tukee kansainvälisiä jakelijoita mm. yhdessä toteutettavilla asiakasvierailuilla, webinaareilla, koulutuksilla ja antamalla teknistä myyntitukea asiakkuuksien hoitoa varten



Jälleenmyyntiverkosto

- Myyvät tuotteita Merus Powerin brändillä paikalliselle asiakaskunnalle
- 39 jälleenmyyjän verkosto mahdollistaa tuotteiden maailmanlaajuisen myynnin



Järjestelmäintegraattorit

- Ostavat Merus Powerin sähkölaaturatkaisuja osaksi teollista kokonaisratkaisua
- Tyypillisesti raskaan teollisuuden järjestelmätoimittajia esim. teräs- ja kaivosteollisuudessa

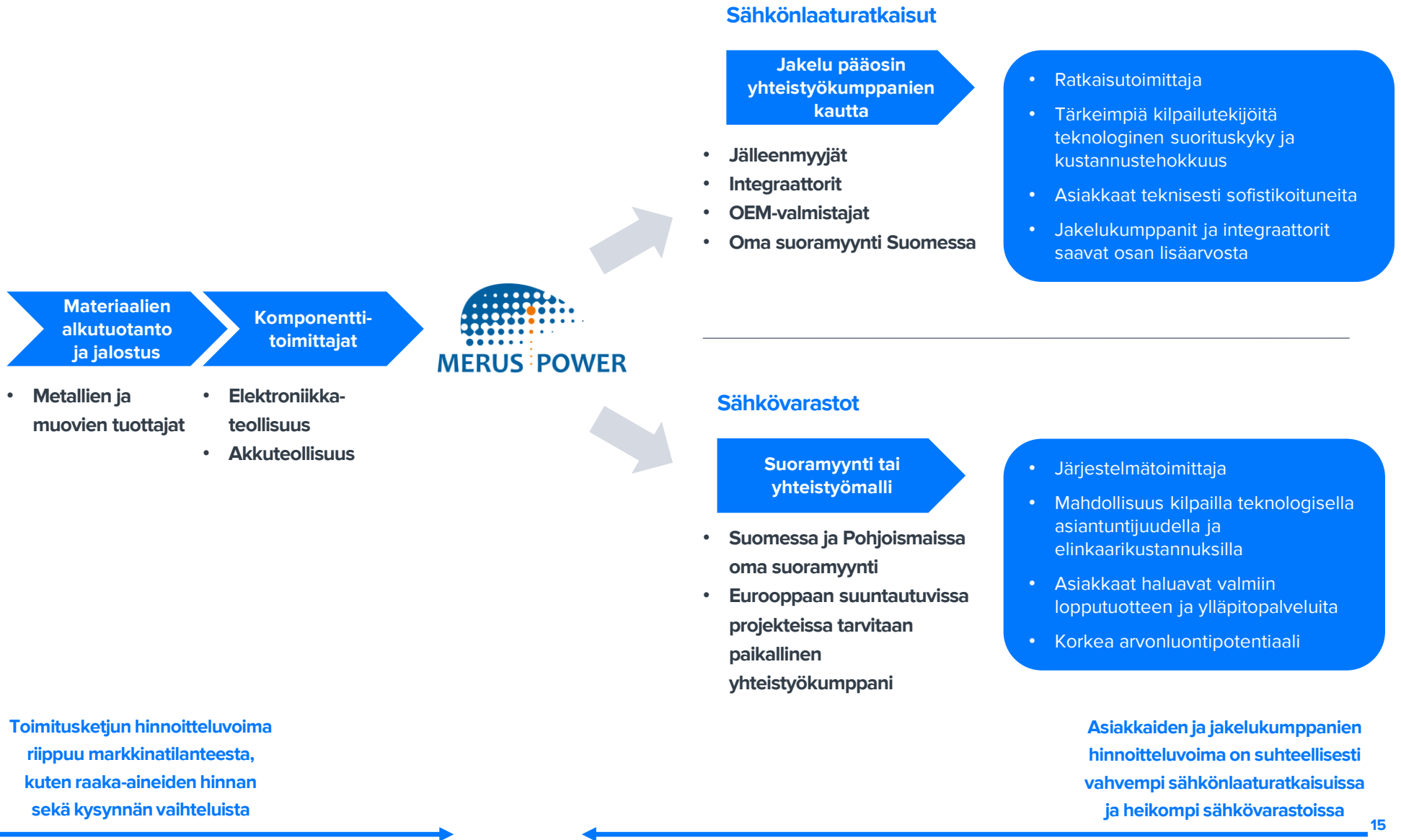


Tuotemerkkikumppanuudet

- Myyvät Merus Powerin valmistamia tuotteita omalla brändillään paikalliselle asiakaskunnalle
- Yksi merkittävä tuotemerkkikumppanuus Kiinassa. Neuvotteluita uusien yhteiskumppanuuksien osalta on käynnissä



Yhtiön asema arvoketjussa



Toimintaympäristö (1/3)

Energiamarkkinoiden murros aiheuttaa haasteita sähköjärjestelmän toiminnalle

Energiamarkkinat ovat tällä hetkellä voimakkaan muutoksen keskellä, kun vanhoja tuotantomuotoja korvataan yhä enemmän uusiutuvalla energialla. Muutosta ajaa eteenpäin hallitusten ja liike-elämän kiristyvät ilmastotavoitteet. Samalla teknologinen kehitys on tehnyt uusiutuvan energian käyttöönotosta entistä edullisempää ja mahdollistanut energiantuotannon hajauttamisen sähköjärjestelmän eri osa-alueille.

Energiantuotannon murros aiheuttaa haasteita sähköjärjestelmän toiminnalle. Jatkuva kysynnän ja tarjonnan tasapaino on edellytys sähköjärjestelmän häiriöttömän toiminnan ylläpitämiselle. Siirtyminen yhä enemmän uusiutuvien energialähteiden varaan aiheuttaa vaihtelevuutta sähköntuotannossa, sillä uusiutuvan energian tuotanto on epätasaisempaa ja sähkön laatu on heikompaa verrattuna perinteiseen sähköntuotantoon. Lisäksi energiantuotannon hajautuneisuuden kasvu lisää sähköjärjestelmän kompleksisuutta. Näistä syistä on yhä tärkeämpää säädellä sekä varastoida energiaa tehokkaasti, jotta kysynnän ja tarjonnan jatkuva tasapaino voidaan saavuttaa. Kansainvälisten ilmastotavoitteiden johdosta myös teollisuuden energiatehokkuus sekä päästöjen vähentäminen ovat korostuneemmassa asemassa.

Uusiutuvien energialähteiden osuus kasvussa

Uusiutuvien energialähteiden osuus globaalista sähköntuotannosta kasvoi vuosien 2010-2020 välisenä aikana 20 %:sta 29 %:iin. Kansainvälisen uusiutuvan energian viraston (IRENA) raportin perusteella uusiutuvan energian osuuden

sähköntuotannosta arvioidaan kasvavan vuoden 2018 ja 2030 välillä 26 %:sta 38 %:iin sekä jatkavan kasvua vuoteen 2050 asti, jolloin sen arvioidaan muodostavan noin 55 % sähköntuotannosta. Samalla tuuli- ja aurinkovoiman tuotantokapasiteetin arvioidaan kasvavan noin 1 206 gigawattista noin 3 492 gigawattiin vuosien 2018 ja 2030 välillä ja yltävän 6 908 gigawattiin vuoteen 2050 mennessä.

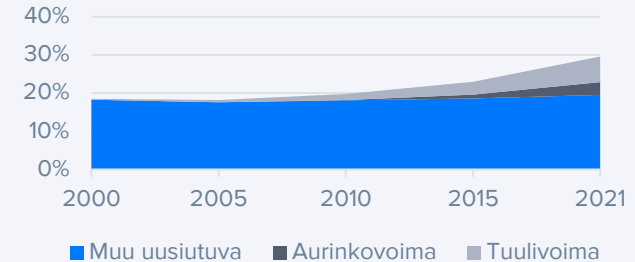
Viime vuosina uusiutuvien energialähteiden tuotantokustannukset ovat laskeneet merkittävästi. Tuotantokustannusten lasku näkyy erityisesti tuuli- ja aurinkovoimassa, joissa teknologinen kehitys ja kilpailu ovat laskeneet tuotantokustannuksia. LCOE-menetelmällä (Levelized Cost of Energy) laskettuna aurinkovoiman kustannukset ovat laskeneet noin 80 % ja tuulivoiman noin 60 % vuoden 2009 ensimmäisen vuosipuoliskon jälkeen. Arvioimme uusiutuvan energian kustannustason jatkavan laskemistaan tulevina vuosina teknologisen kehityksen ja lisääntyvän kilpailun myötä.

Energiantuotannon hajautuneisuuden kasvu

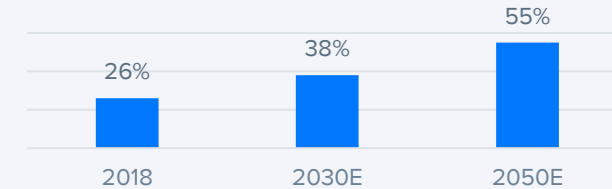
Perinteinen sähköntuotannon infrastruktuuri nojaa keskitettyihin suurehkoihin voimalaitoksiin, jotka tuottavat sähköä yksisuuntaisesti siirto- ja jakeluverkkojen kautta kohti sähkön loppukäyttäjää. Sähkövarastojen avulla uusiutuvaa energiaa voidaan tuottaa ja säilöä kaikissa sähköverkon toimitusketjun vaiheissa, jolloin sähköntuotantoa siirtyy yhä enemmän osaksi siirto- ja jakeluverkkoja. Pienempien energiantuotantoyksiköiden yleistyessä sähköntuotanto voidaan myös ulottaa loppukäyttäjiiin asti älykkäiden sähköverkkojen avulla.

Älykkäät sähköverkot sekä sähkövarastot mahdollistavat loppukäyttäjien omien paikallisten

Uusiutuvan energian osuus globaalista sähköntuotannosta, toteutunut¹



Uusiutuvan energian osuus globaalista sähköntuotannosta, ennuste²



Tuuli- ja aurinkoenergian tuotantokapasiteetti (GW)²



1) Lähde: IEA (Kansainvälinen Energijärjestö)

2) Lähde: IRENA

Toimintaympäristö (2/3)

energiälähteiden (esimerkiksi rakennusten katoille asennettujen aurinkopaneelien) kytkemisen sähköverkkoon. Siten loppukäyttäjien tuottamaa energiaa voidaan hyödyntää osana koko valtakunnallista sähköverkkoa. Siirtyminen keskittyneestä sähköntuotantoinfrastruktuurista kohti hajautettua tuotantoa edellyttää siten kyvykkyyksiä hallita yhä moninaisempaa sähköinfrastruktuuria kuin myös yhä vaihtelevampaa sähköntuotantoa. Sähkövarastot ovat keskeisessä roolissa näiden muutosten mahdollistamisessa sekä hallitsemisessa.

Regulaation vaikutukset yhtiön loppumarkkinoihin

Regulaation kehityksellä on oleellinen vaikutus Merus Powerin tuotteiden kysyntään. Sähkövarastojen kysyntään vaikuttavat muun muassa hiilidioksidipäästöjen vähentämiseen, omien paikallisten uusiutuvien energianlähteiden verotukseen ja taajuudensäätömarkkinaan liittyvä regulaatio. Sähkölaaturatkaisuissa kysyntään vaikuttaa mm. sähkölaatua säätelevä lainsäädäntö niin teollisuuden hukkatehon, kuin myös uusiutuvan energian verkkoonliityntävaatimusten osalta. Tarve hiilidioksidipäästöjä vähentävän teknologian käyttöönotolle on ilmeinen, mikä arviomme mukaan ajaa regulaatiota asteittain Merus Powerin kannalta suotuisaan suuntaan.

Sähkövarastomarkkinalta odotetaan nopeaa kasvua

Sähkövarastojen globaali markkina oli vuonna 2019 noin 6,5 miljardia dollaria. Sähkövarastoilla ennakoitaan olevan keskeinen rooli energiamurroksen mahdollistamisessa. Tutkimusyhtiö Frost & Sullivan arvioi markkinan kasvavan energiamurroksen myötä 46,7 miljardiin dollariin vuoteen 2030 mennessä, mikä vastaa jopa 20 % keskimääräistä kasvuvauhtia vuosien 2019-2030 välillä. Markkinan kasvu koostuu tuotantomäärien

voimakkaasta kasvusta ja toisaalta keskimääräisten hintojen laskusta. Vuosien 2018 ja 2030 välillä sähkövarastojen tuotantokapasiteetin arvioidaan kasvavan noin 30 gigawattista 370 gigawattiin, ja vuoteen 2050 mennessä kapasiteetin arvioidaan nousevan 3 400 gigawattiin. Kapasiteetin kasvua on tukenut sähkövarastoissa käytettävien litiumioniakkujen hintojen lasku viime vuosikymmenen aikana. Akkuteknologian kehitys on laskenut litiumioniakuston keskihintaa noin 88 % vuosien 2010 ja 2020 välillä. Hintojen laskun arvioidaan jatkuvan myös tulevien vuosien aikana.

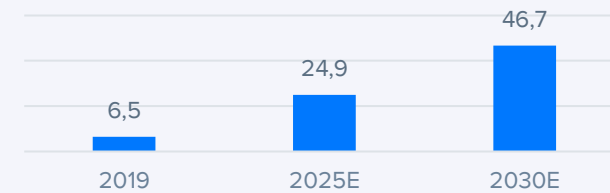
Sähkölaaturatkaisuissa markkinakasvu on maltillisempaa

Sähkölaaturatkaisujen markkinoiden koon on arvioitu olevan maailmanlaajuisella tasolla noin 10,4 miljardia dollaria vuonna 2020 (lähde: Frost & Sullivan 2020). Markkinoiden arvioidaan jatkavan kasvua keskimäärin noin 7,6 % vuodessa ja nousevan noin 15,0 miljardiin dollariin vuoteen 2025 mennessä. Merus Powerin liiketoiminnan kannalta keskeisimmät markkina-alueet sähkölaaturatkaisujen osalta ovat staattiset synkronikompensoitimet (SVC), aktiivi-suodattimet sekä staattiset loistehon kompensoitimet (STATCOM), joiden yhteenlaskettu markkinan koko on noin 2,4 miljardia dollaria ja sen arvioidaan kasvavan noin 3,7 miljardiin dollariin vuoteen 2027 mennessä, mikä vastaa noin 6 %:n keskimääräistä vuosikasvua.

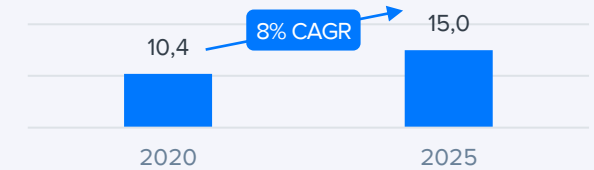
Merus Powerin kohdemarkkinoiden yhteenlaskettu koko 8,6 miljardia euroa vuonna 2025

Laskujemme mukaan Merus Powerin kohdemarkkinan yhteenlaskettu koko vuonna 2019 oli 3,5 miljardia euroa ja sen on ennustettu kasvavan 8,2 miljardiin euroon vuoteen 2025 mennessä. Valtaosa kohdemarkkinan kasvusta syntyy sähkövarastoista.

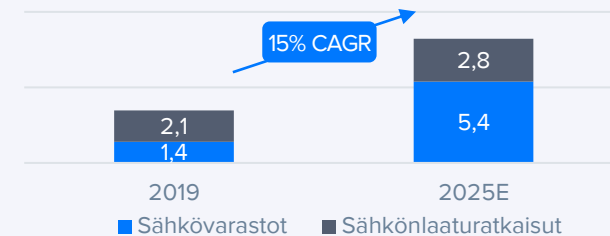
Globaalin sähkövarastomarkkinan vuosittainen liikevaihto MRD \$¹



Sähkölaaturakkeiden vuosittainen liikevaihto MRD \$



Merus Powerin kohdemarkkinan koko (MRD EUR)³



1) Lähde: Frost & Sullivan

2) Lähde: Bloomberg New Energy Finance

3) Lähde: Inderesin arvio perustuen Global Datan ja Frost & Sullivanin markkinaennusteisiin

Toimintaympäristö (3/3)

kohdemarkkina sisältää Euroopan sähkövarastomarkkinan sekä ne globaalin sähkölaaturatkaisumarkkinan segmentit, joissa Merus Power toimii. Valtaosa kohdemarkkinan kasvusta syntyy sähkövarastojen yleistymisen ansiosta.

Kilpailuympäristö sähkövarastoissa

Sähkövarastomarkkinalla toimii sekä suuria monikansallisia yhtiöitä että pienempiä erityisesti sähkövarastoihin ja sähköverkko- ja ratkaisuihin keskittyneitä keskikokoisia ja pienempiä toimijoita. Suuria monikansallisia yhtiöitä ovat esimerkiksi ABB, Nidec Corporation, Toshiba Corporation, Tesla sekä Fluence Energy LLC (Siemens ja AES-yhteisyritys) sekä Saft Groupe S.A., joka on osa Total Groupea. Ne ovat keskittyneet tuottamaan vakioituja sähkövarastoratkaisuja pääomaintensiivisiin suuren kokoluokan hankkeisiin, joissa integraattorit yleisesti kilpailevat brändillä, kokonaistoimituksella, hankintaorganisaatiolla ja hinnalla.

Merus Power lukeutuu pienemmän kokoluokan toimijoihin, joihin kuuluvat sen lisäksi esimerkiksi eurooppalaiset yhtiöt Alfen N.V. ja Leclanché S.A. Tämän kokoluokan yhtiöt tuottavat sähkövaraston keskeisiä komponentteja itsenäisesti ja kilpailu perustuu teknologiseen edelläkävijyyteen sekä kykyyn huomioida hankkeiden erityisvaatimukset.

Arviomme mukaan Merus Powerin kilpailukykyä sähkövarastoissa tukee sen teknologinen osaaminen tehoelektronikan ja ohjausjärjestelmien osalta. Sen kyky yhdistää sähkövarastot ja sähkölaaturatkaisut yhdeksi kokonaisuudeksi parantaa tuotteiden yhteensopivuutta ja vähentää mahdollisia toiminnallisia häiriöitä esimerkiksi sähkönsyötön osalta. Yhtiön teknologiaa voidaan myös skaalata asiakkaiden

erityistarpeiden mukaan, jolloin yhtiö pystyy kilpailemaan sekä pienemmissä että suuremmissä kokonaistoimituksissa. Uskomme kuitenkin, että yhtiön voi olla haastavaa kilpailla suurissa toimituksissa kansainvälisten integraattorien kanssa, koska pienenä yhtiönä Merus Powerin voi olla vaikeaa saavuttaa riittävää skaalaa (ja siten kustannuskilpailukykyä) sen hankinnoissa. Myös käyttöpääoman rahoitus voi muodostua pullonkaulaksi suurissa hankkeissa. Lisäksi yhtiön brändi ja jakeluorganisaatio eivät ole sähkövarastojen osalta vielä samalla tasolla suurempien kilpailijoiden kanssa Suomen ulkopuolella. Sähkövarastomarkkinan kasvun ollessa vielä alkuvaiheessa pidämme täysin mahdollisena, että Merus Power pystyy kehittämään edellä mainittuja heikkouksia ja parantamaan sen globaalia kilpailukykyä sähkövarastomarkkinalla keskipitkällä aikavälillä.

Kilpailuympäristö sähkölaaturatkaisuissa

Sähkölaatumarkkinalla toimii suuria kansainvälisiä toimijoita (esimerkiksi ABB Ltd., Siemens AG, Eaton Corporation Plc, Schneider Electric SE, Danfoss A/S), joille sähkölaaturatkaisut eivät ole pääsääntöisesti toiminnan painopistealue. Täsmäntyyppiset yhtiöt tuottavat standardoituja ratkaisuja erityisesti suuriin pääomaintensiivisiin hankkeisiin, joissa suuret yhtiöt kilpailevat pääsääntöisesti laajoilla toimituskokonaisuuksilla ja kyvyllä toimittaa monenlaisia komponentteja ja tuotteita. Merus Powerin johdon näkemyksen mukaan suuret toimijat ovat keskittyneet pääsääntöisesti suuriin projekteihin ja yhtiöiden toimintamalli ei ole optimaalinen pienempiin, erikoisosaamista vaativiin projekteihin.

Yhtiön johdon näkemyksen mukaan keskikokoiset

erikoistuneet toimijat ovat sähkölaaturatkaisujen asiantuntijoita (esimerkiksi Comsys AB, Sinexcel Electric Co. Ltd. ja Schaffner Holding AG), ja ne kilpailevat pääsääntöisesti sekä pienissä että keskisuuren kokoluokan hankkeissa. Luetamme myös Merus Powerin erikoistuneeksi sähkölaaturatkaisujen toimittajaksi. Kilpailu erikoistuneiden toimijoiden kohdalla keskittyy pääsääntöisesti tuotteen laatuun sekä kykyyn toimittaa kokonaisuuksia asiakkaan erityistarpeet huomioiden. Merus Powerin johdon mukaan erityisesti aasialaisten erikoistuvien yhtiöiden osalta on kuitenkin havaittavissa hintakilpailua.

Näkemyksemme mukaan yhtiön kyky kilpailla sähkölaaturatkaisuissa perustuu vahvaan teknologiaosaamiseen, suorituskykyisiin tuotteisiin, kykyyn toimittaa kokonaisratkaisuja sekä kykyyn mukauttaa tuotantoa asiakkaiden erityistarpeiden mukaan. Yhtiön vahva fokuusoituminen sähkölaaturatkaisuihin luo vahvan pohjan tuotekehitykselle, jolloin tuotteita voidaan kehittää nopeasti markkinoiden ja asiakkaiden tarpeiden muutoksiin sopiviksi.

Merus Powerin markkinaosuus sen kohdemarkkinoilla

Laskujemme mukaan Merus Powerin markkinaosuus sen yhteenlasketuista kohdemarkkinoista oli alle 0,1% vuonna 2019. Näemme yhtiön suuntautuvan suotuisiksi näkemiinsä pienempiin segmentteihin, joissa sen vahvuudet tulevat parhaiten esiin. Siten markkinaosuuksien vertailu alan suurimpiin toimijoihin ei ole mielestämme erityisen relevanttia.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

Yhtiön strategia

Listautumisen yhteydessä lausutun strategian mukaisesti Merus Powerin tavoitteena on kasvattaa yhtiön tunnettavuutta, myyntiä ja kannattavuutta sekä vahvistaa markkina-asemaa kestävästi energian murroksessa. Merus Power tavoittelee voimakasta kasvua erityisesti sähkövarastomarkkinoilla, uusiutuvan energian integraatiossa sekä pyrkii kasvamaan markkinaa nopeammin sähkölaaturatkaisujen globaaleilla markkinoilla. Yhtiö on listannut viisi teemaa, jotka muodostavat sen kasvustrategian kulmakivet:

Skaalautuva tuoteportfolio

Merus Powerin kehittämä teknologia on skaalautuvaa ja sitä voidaan käyttää niin sähkölaaturatkaisuissa, sähkövarastoissa kuin mahdollisesti muissakin uusissa ratkaisuissa. Tuoteportfolion skaalautuvuus mahdollistaa sen, että yhtiö voi kasvattaa toimintaa ja tuoteportfoliotaan tarvittaessa nopeasti ja laajasti hyvin erilaisiin käyttötarpeisiin. Lisäksi yhtiö voi tarjota räätälöityjä ratkaisuja asiakkaiden tarpeisiin. Tuoteportfolion skaalautuvuus perustuu taustalla olevan mekaniikan modulaarisuuteen sekä yhtiön itsensä kehittämään laajasti erilaisiin tarkoituksiin hyödynnettävissä olevaan ohjelmistojärjestelmään.

Monikanavainen myyntistrategia

Yhtiön myynti perustuu useisiin eri kanaviin, joihin kuuluu suoramyynä, jälleenmyyntiverkosto, järjestelmäintegraattorit sekä alkuperäiset laitevalmistajat. Yhtiö hakee jatkuvasti myös uusia yhteistyökumppanuuksia maailmanlaajuisesti ja pyrkii näin saamaan jalansijaa uusilla markkina-alueilla ja kehittämään myyntiverkostoaan. Merus

Power painottaa myyntistrategiassaan erityisesti sähkövarastojen myyntiä, joiden markkinan se odottaa kehittyvän erityisen nopeasti.

Sähkövarastot: Kasvua keskiuurten toimitusten segmentissä järjestelmätoimittajana

Merus Power pyrkii kehittämään sähkövarastojen vastaamaan sellaisten pienten ja keskiuurten energiavarastojen tarpeita, jotka vaativat nopeaa vastetta, teknistä osaamista ja laadukasta sähköntuotantoa. Merus Power haluaa vastata sähkövarastomarkkinoiden nopeaan kehitykseen hakemalla aktiivisesti yhteistyökumppanuuksia uusiutuvan energian integraattoreista ja suunnittelualoista.

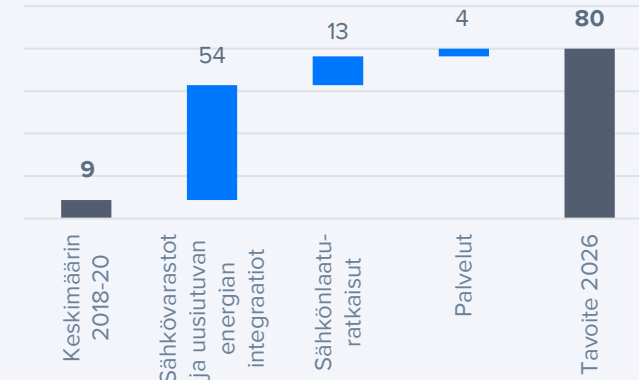
Sähkölaaturatkaisut: Kustannustehokkuus ja jakelun kehittäminen fokuksessa

Sähkölaaturatkaisumarkkinoilla yhtiö haluaa keskittyä tuotteiden kannattavuuden optimointiin ja jakelun kehittämiseen uusien markkina-alueiden saavuttamiseksi. Tuotteiden kannattavuuden optimointi vaatii uusien kustannustehokkaiden ratkaisujen kehittämistä. Jakelua pyritään kehittämään laaja-alaisesti. Yhtiö mm. haluaa profiloitua ratkaisutoimittajana järjestelmäintegraattoreille ja kasvattamaan sopimusvalmistusta alkuperäisille laitevalmistajille.

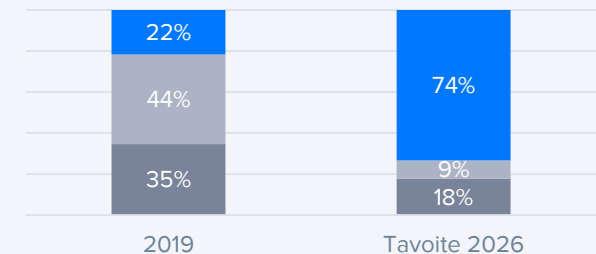
Palveluiden osuuden kasvattaminen yhteistyöverkostoa kehittämällä

Palveluiden osuuden kasvattaminen on osa Merus Powerin strategiaa. Merus Power tarjoaa ja myy asiakkaille huoltopalveluitaan sähkövarastojen ja sähkölaaturatkaisujen myynnin yhteydessä. Yhtiö tarjoaa asiakkailleen huolto- ja ylläpitopalveluita

Liikevaihdon kasvutavoitteen jakautuminen (MEUR)



Asiakaskunnan kehitys



- Uusiutuvan energian hyödyntäjät
- Raskas teollisuus
- Muu teollisuus, kiinteistöt ja infrastruktuuri

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

suoramyynninä Suomessa ja Pohjoismaissa. Muissa maissa Yhtiö hyödyntää jatkossakin yhteistyöverkostoaan, jotta se saa tarvittavaa paikallista osaamista palveluliiketoimintaansa varten. Merus Power aikoo kasvattaa yhteistyöverkostoaan, jotta se pystyy vastaamaan laitteiden maailmanlaajuisesta huoltotoiminnasta. Merus Power aikoo kehittää maailmanlaajuisia huoltotoimintaansa kouluttamalla yhteistyöverkostoaan ja ottamalla käyttöön erilaisia etätukipalveluita.

Taloudelliset tavoitteet

Merus Powerin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- Liikevaihdon** kasvu 80 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä pääasiassa orgaanisesti.
- Käyttökatemarginaali** keskimäärin yli 15 %.
- Omavaraisuusaste** yli 35 %.
- Osingonmaksu** mahdollinen vaihtoehto keskipitkällä aikavälillä, mutta toistaiseksi yhtiön tavoitteena on käyttää varojaan kasvutavoitteiden saavuttamiseen.

Kasvustrategia vastaa vahvoihin markkinatrendeihin

Pidämme sähkövarastoihin perustuvaa kasvustrategiaa perusteltuna, sillä sähkövarastomarkkinan odotetaan kasvavan erittäin voimakkaasti seuraavan vuosikymmenen aikana energiantuotannon murroksen ja teknologisen kehityksen seurauksena. 80 MEUR:on liikevaihtotavoitteesta vuodelle 2026 noin 54 MEUR odotetaan sähkövarastoista. Tämä on erittäin

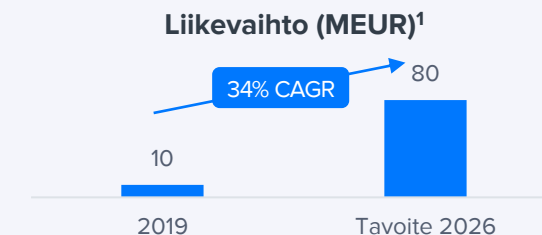
kunnianhimoinen tavoite, mutta sen saavuttaminen voi onnistuakin, mikäli Merus Power onnistuu uusien asiakkuuksien ja yhteistyökumppanuuksien solmimisessa. Kilpailijakenttää katsottaessa on selvää, että muutkin yhtiöt panostavat tällä hetkellä voimakkaasti sähkövarastoliiketoimintaan. Esimerkiksi vuonna 2018 perustettu Siemensin ja AES:n yhteisyritys Fluence Energy on kasvattanut liikevaihtonsa nopeasti yli puolen miljardin dollarin vuositasolle vaikkakin tappiollisesti. Käsityksemme mukaan alan toimijat yleisesti uskovat, että kasvuun kannattaa tässä vaiheessa satsata voimakkaasti, vaikka toiminta ei olisikaan vielä kannattavaa. Näemme Merus Powerilla olevan hyvä mahdollisuus vallata itselleen paikka keski-suurena erikoistuneena sähkövarastojen toimittajana Euroopassa.

Sähkövarastoliiketoiminta on kehittynyt historiallisesti hyvin eikä uusi strategia mielestämme tuo suuria muutoksia historialliseen kehitykseen. Jakeluverkoston laajentaminen sekä tuotekehitys tukevat liiketoiminnan kasvua ja kannattavuutta.

Kannattavuustavoite vaikuttaa haastavalta

Yhtiön tavoittelema 15 %:n kannattavuustavoite vaikuttaa mielestämme haastavalta, sillä sähkövarastoliiketoiminnassa bruttomarginaalit ovat arviomme mukaan selvästi alhaisempia kuin sähkönlaaturatkaisuissa. Esimerkiksi samanlaisella kulurakenteella operoiva Hollantilainen verrokki Alfen on yltänyt 15 %:n kannattavuustasolle vasta yli 200 MEUR vuotuisella liikevaihdolla, joskin Alfenin liikevaihtoon sisältyy paljon muutakin kuin sähkövarastoja, esimerkiksi sähköauton latauspisteitä.

Lähtökohdat taloudellisille tavoitteille



Käyttökatemarginaali (%)

Vuosi	2016	2017	2018	2019	2020	Tavoite
Marginaali (%)	9,8 %	-9,8 %	8,1 %	5,7 %	0,6 %	>15%

Omavaraisuusaste (%)

Vuosi	2017	2018	2019	2020	H1 2021	Tavoite
Omavaraisuusaste (%)	42 %	32 %	32 %	32 %	70 %	>35%

1) Pidämme vuoden 2019 liikevaihtoa relevantimpana lähtökohdana, kuin vuoden 2020 6,5 MEUR liikevaihtoa joka oli koronaviruspandemiasta johtuen poikkeuksellisen alhainen.

Taloudellinen asema (1/2)

Liikevaihdon pitkän aikavälin trendi on ollut nouseva

Merus Powerin liikevaihto oli vuonna 2020 6,5 MEUR. Pitkällä aikavälillä katsottuna yhtiön liikevaihto on ollut kasvutrendillä, mutta vuositasolla katsottuna liikevaihto ei ole kehittynyt tasaisesti. Suurten asiakastoimitusten ajoitukset selittävät liikevaihdon vaihtelua. Suuria, yli vuoden mittaisia tai kooltaan vähintään 0,5 MEUR:n projekteja osatuloutetaan valmistumisasteen mukaisesti.

Vuonna 2017 yhtiön tavoittelemat asiakastoimitukset eivät toteutuneetkaan odotetussa aikataulussa, minkä vuoksi kyseisen vuoden liikevaihto jäi edellisvuotta matalammaksi. Vuosina 2018-19 liikevaihto kasvoi keskimäärin noin 10 MEUR:n tasolle erityisesti sähkövarastotoimitusten ajamana. Lisäksi yhtiön vuonna 2017 lanseeraama A2-aktiivisuodatin sai käsityksemme mukaan hyvän vastaanoton asiakaskunnassa, mikä on tukenut yhtiön liikevaihdon kasvua. Vuonna 2020 Merus Powerin liikevaihto jäi 37 % edellisvuotta matalammalle tasolle, mikä johdon näkemyksen mukaan johtui pääasiassa koronaviruspandemian aiheuttamasta taloudellisesta epävarmuudesta ja siihen liittyvistä investointipäätöksiensä viivästyksistä. Vuoden 2021 ensimmäisellä puoliskolla liikevaihto kasvoi 117 % edellisvuoden vertailuajankohtaan nähden. Vuoden 2021 liikevaihdon ohjeistetaan nousevan ennätystasolle 13-15 MEUR:oon vahvan teollisuuden tilauskannan ja sähkövarastotoimitusten saattelemana.

Kustannusrakenteessa muutoksia kasvun myötä

Materiaalit ja palvelut muodostavat valtaosan Merus Powerin liiketoiminnan kustannuksista. Vuosina 2012-17, materiaali- ja palvelukustannukset olivat

keskimäärin 53 % yhtiön liikevaihdosta. Vuosien 2018-20 aikana materiaali- ja palvelukustannukset nousivat keskimäärin 62 %:iin yhtiön liikevaihdosta, mikä arviomme mukaan johtui pääosin sähkövarastoliiketoiminnan korkeammista materiaalikustannuksista verrattuna sähkönlaaturatkaisuihin.

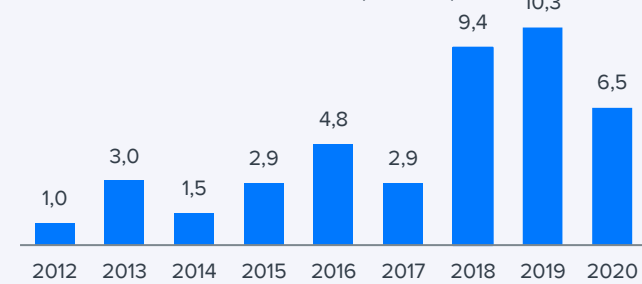
Henkilöstökustannusten ja liiketoiminnan muiden kulujen osuus on laskenut liikevaihdon kasvun myötä. Näiden yhteenlaskettu osuus liikevaihdosta oli 66 % vuosina 2012-17, mutta on laskenut 43 %:iin vuosina 2018-20. Liiketoiminnan muut kulut sisältää mm. toimitiloista ja IT-resursseista aiheutuvia kustannuksia.

Merus Powerin poistot ja arvonalentumiset olivat vuonna 2020 0,4 MEUR. Summa koostui pääosin aineellisten hyödykkeiden suunnitelman mukaisista poistoista, joihin kuuluu pääasiassa kapitalisoituja tuotekehitysinvestointeja. Yhtiö noudattaa raportoinnissaan suomalaista kirjanpitoikäntäntää (FAS), minkä johdosta esimerkiksi vuokrasopimuksia ei kapitalisoida taseeseen eikä poisteta vuosittain.

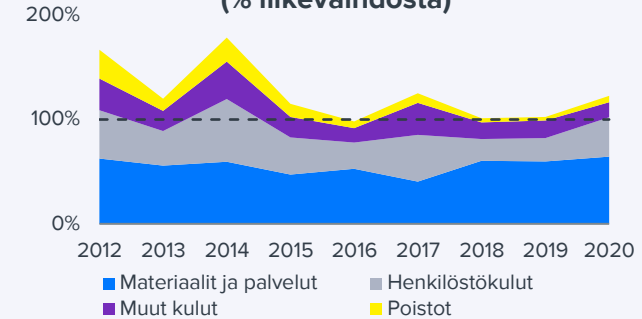
Kannattavuus ei ole vielä kestäväällä tasolla

Yhtiön kannattavuus on historiassa vaihdellut merkittävästi vuosien välillä ja ollut keskimäärin heikolla tasolla. Vuosien 2016-2020 aikana yhtiön keskimääräinen käyttökatemarginaali oli noin 3 % ja liikevoittomarginaali -3 %. Heikko kannattavuustaso liittyy näkemyksemme mukaan yhtiön pieneen kokoon ja toisaalta etupainotteisiin kasvuinvestointeihin, kuten tuotekehitykseen ja myyntiorganisaation kasvattamiseen. Vuoden 2020 matalaan kannattavuuteen vaikutti erityisesti koronaviruspandemian aiheuttama kysynnän heikkous.

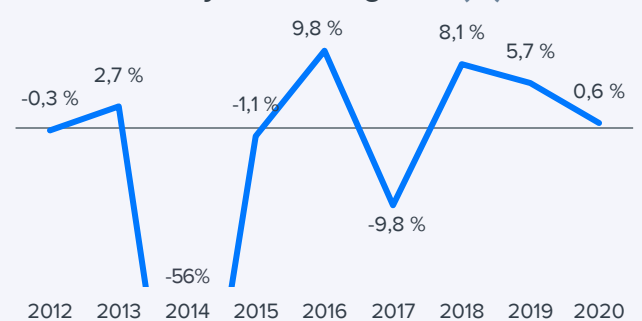
Liikevaihto (MEUR)



Kustannusrakenne (% liikevaihdosta)



Käyttökatemarginaali (%)



Taloudellinen asema (2/2)

Rahoituskulut

Yhtiön nettorahoituskulut olivat 0,1 MEUR vuonna 2020. Listautumisen yhteydessä vahvistunut tase tarkoittaa sitä, ettei nettorahoituskuluihin kohdistu merkittävää nousupainetta tulevinakaan vuosina. Listautumisesta johtuneet kulut paisuttivat vuoden 2021 rahoituskuluja kertaluontoisesti noin 1,1 MEUR:lla.

Verot

Yhtiö ei ole toistaiseksi maksanut juurikaan veroja, koska liiketoiminta on ollut pääosin tappiollista. Vuoden 2021 kesäkuussa yhtiöllä oli taseessa kertynyttä tappiota nykyiseltä ja aiemmilta tilikausilta yhteensä 5,6 MEUR. Pidämme todennäköisenä, että enemmistö kertyneestä tappiosta voidaan vähentää verotuksessa tulevina tilikausina, kun liiketoiminta kääntyy voitolliseksi ennusteidemme mukaisesti.

Tase vahvassa kunnossa listautumisen jäljiltä

Listaamattomana pienenä kasvuyhtiönä Merus Powerin taloudellinen asema on ollut historiassa haastava. Vuosien 2016-20 aikana yhtiön omavaraisuusaste oli keskimäärin 32 %, mikä on alle yhtiön tavoitteleman tason (35 %). Ennen listautumista yhtiön kasvua on rahoitettu lainarahoituksella sekä pääomasijoittajien oman pääoman ehtoisilla sijoituksilla vuosina 2011, 2013 ja 2017.

Listautumisen ja julkisen osakeannin yhteydessä Merus Power sai 12 MEUR:n nettovarain, jonka myötä omavaraisuusaste parani 70 %:iin vuoden 2021 ensimmäisen vuosipuoliskon lopussa. Yhtiöllä oli listautumisen jälkeen 9,4 miljoonan euron nettokassapositio, mikä takaa yhtiölle vahvemman taloudellisen selkänojan tulevia kasvupyrkimyksiä ajatellen.

Taseen vastaavaa puoli koostuu enimmäkseen käteisestä

Listautumisannin jälkeen kesäkuun 2021 lopussa Merus Powerin taseen loppusumma oli 17,5 MEUR, josta valtaosa, 12,2 MEUR, koostui rahoista ja pankkisaamisista. Kassan lisäksi vaihtuvissa vastaavissa oli vaihto-omaisuutta 3,7 MEUR:n verran. Pysyvät vastaavat olivat yhteensä 1,2 MEUR, josta valtaosa koostui aineettomista hyödykkeistä, pääasiassa kapitalisoiduista kehittymenoista. Yhtiöllä ei ole merkittäviä pääomaa sitovia aineellisia investointitarpeita. Investointitarpeet liittyvät pääasiassa jatkuvaan tuotekehitykseen.

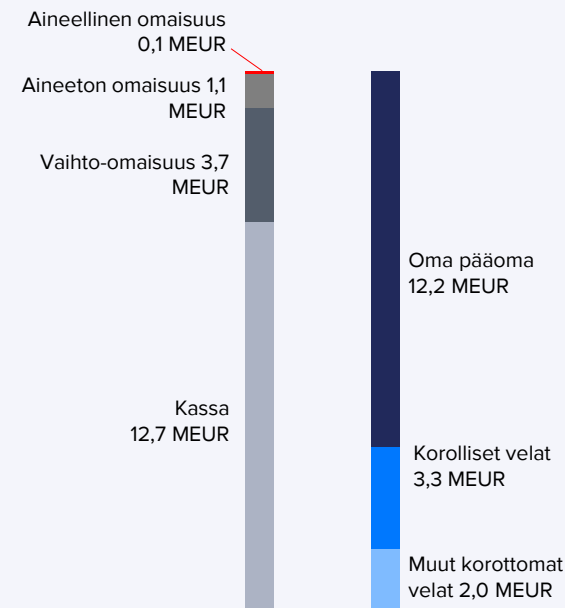
Merus Powerin liiketoiminta onkin historiallisesti ollut hyvin pääomakevyttä. Käyttöpääoma on merkittävin pääomia sitova taseen osa-alue. Nettokäyttöpääoma oli kesäkuun 2021 lopussa vain 1,6 MEUR eli 11 % koko vuoden ohjeistetusta liikevaihdosta.

Käsityksemme mukaan sähkönlaaturatkaisut sitovat hyvin vähän käyttöpääomaa. Yhtiön tärkeimmässä kasvusegmentissä sähkövarastoliiketoiminnassa myyntisaatavien maksuehdot ovat tyypillisesti heikommat sähkövarastotoimittajan kannalta, mikä osaltaan selittää yhtiön tarvetta vahvistaa tasettaan listautumisen yhteydessä. Ilman osakeannissa kerättyjä varoja Merus Powerin mahdollisuus osallistua nykyistä suuremman kokoluokan sähkövarastoprojekteihin olisi ollut rajallinen.

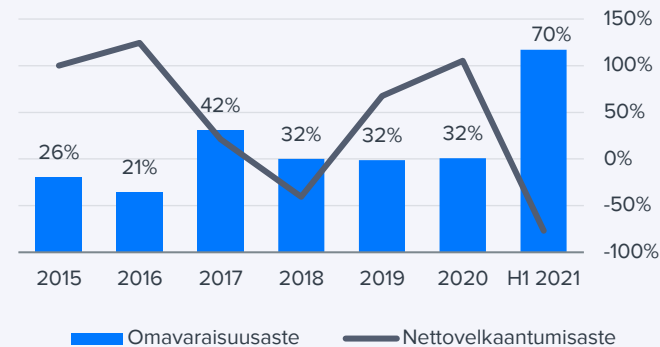
Osingonmaksu ei ole vielä ajankohtaista

Vahvasta taseesta huolimatta yhtiön strategiana on käyttää sen varoja kasvutavoitteiden saavuttamiseen, eikä osingonmaksu siksi ole tällä hetkellä ajankohtaista.

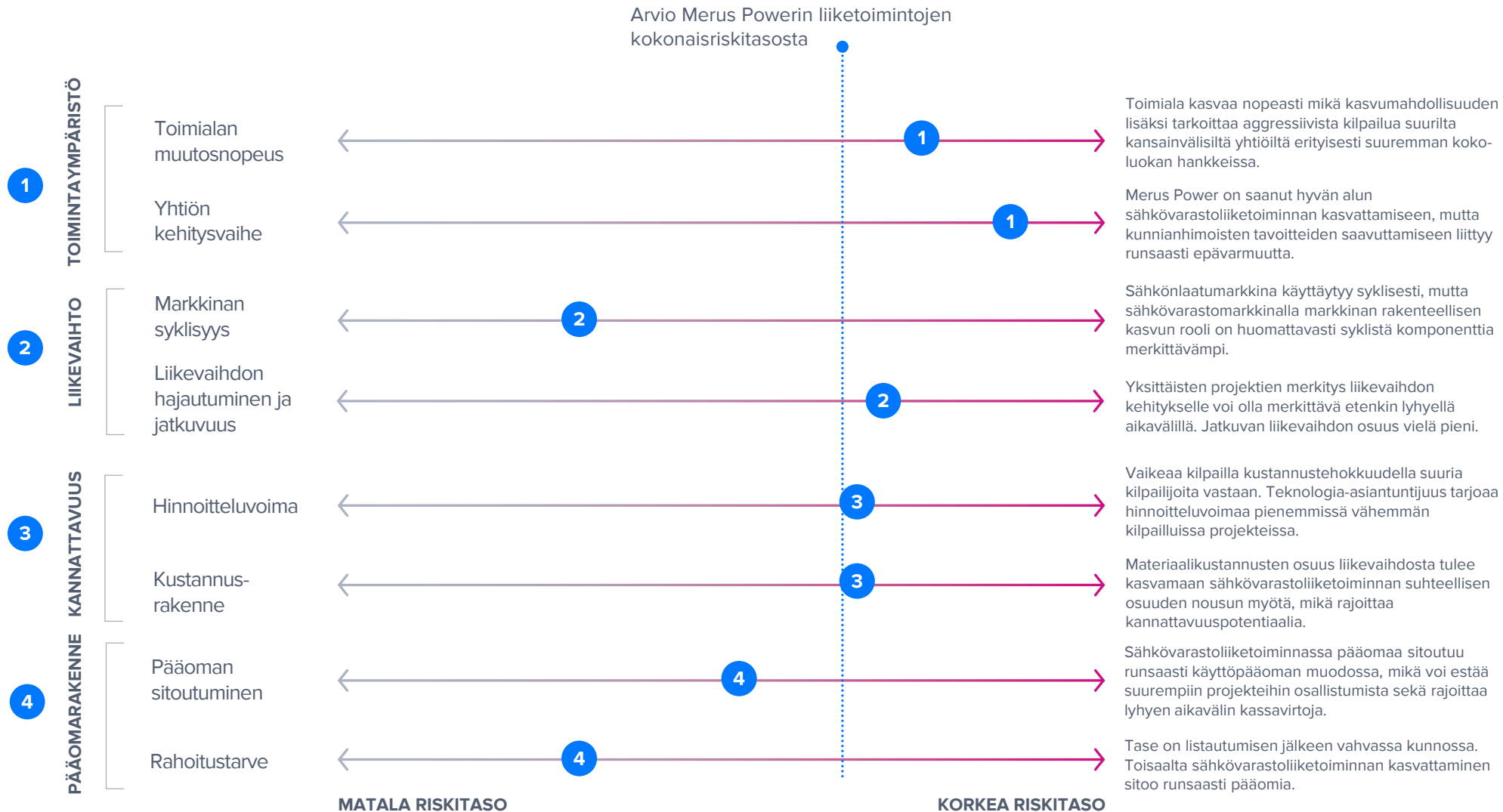
Merus Powerin tase H1'21:n lopussa



Taseen avainlukujen kehitys



Merus Powerin liiketoimintamallin riskiprofiili



Ennusteet (1/3)

Ennustemalli

Ennustamme Merus Powerin liikevaihtoa kolmen liiketoimintasegmentin kautta, joita ovat sähkövarastot, sähkönlaaturatkaisut ja palvelut. Yhtiö ei raportoi segmenttien liikevaihtoa erikseen puolivuotiskatsauksissaan, mutta voimme hyödyntää listautumisesitteen tietoja sekä ilmoitettuja sähkövarastotoimituksia segmenttikohtaisten ennusteidemme tukena.

Lyhyen aikavälin kasvunäkymä hyvä, kustannuspaine voi rajoittaa kannattavuutta

Merus Power odottaa vuoden 2021 liikevaihdon olevan 13-15 MEUR:oa ja käyttökateen 1 MEUR tasolla. Vuoden alkupuoliskon liikevaihto jäi 4,4 MEUR:oon ja käyttökate -0,4 MEUR:oon, joten vuoden jälkipuoliskon täytyy sujua hyvin, jotta ohjeistukseen päästään. Pidämme liikevaihto-ohjeistukseen yltämistä realistisena, ottaen huomioon vahvan tilauskannan sekä sähkövarastoissa, että sähkönlaaturatkaisuissa. Suurin riski muodostuu teollisuutta vaivaavasta komponenttipulasta, sekä kustannusinflaatiosta, jotka voivat sekä viivästyttää toimituksia, että nostaa kustannuksia. Kuluvan vuoden ennusteemme 14 MEUR liikevaihto ja 0,9 MEUR käyttökate ovat jotakuinkin linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa.

Lähtökohdat seuraavaan vuoteen ovat hieman haastavat, koska vuoden 2021 liikevaihtoa tukeneet suuret tilaukset eivät arviomme mukaan tuo yhtiä paljoa liikevaihtoa enää vuonna 2022. Odotammekin vuoden 2022 liikevaihdon kasvun (35 %) perustuvan erityisesti uusiin sähkövarastotilauksiin.

Listautuminen mahdollistaa sähkövarastoliiketoiminnan nopean kasvattamisen

Merus Power tavoittelee voimakasta kasvua sähkövarastoliiketoiminnassaan. Odotamme

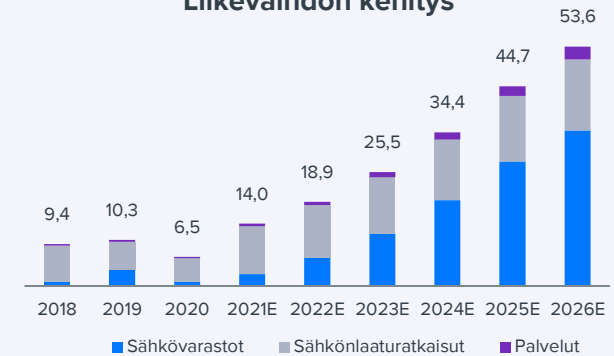
liikevaihdon kasvavan 2,6 MEUR:oon tämän vuoden aikana S-Ryhmän ja Elenian sähkövarastotoimitusten ansiosta (36 % kasvua suhteessa vuosien 2018-20 keskiarvoon). Ennustamme sähkövarastojen liikevaihdon kasvavan 35 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä, mikä vastaa 68 %:n keskimääräistä kasvua vuosien 2021-26 välillä. Sähkövarastomarkkinan odotetaan lähes nelinkertaistuvan vuosien 2019-2025 välillä. Markkinakasvun ylittävä kasvu perustuu yhtiön teknologiseen edelläkävijyyteen ja listautumisen yhteydessä vahvistettuun taseeseen, joka mahdollistaa aiempaa suurikokoisempien sähkövarastoprojektien tavoittelun. Lisäksi arvioimme, että yhtiön brändi ja uskottavuus kehittyvät positiiviseen suuntaan sekä listautumisen, että uusien asiakasreferenssien myötä sähkövarastotoimituksissa.

Sähkövarastojen liikevaihtoennusteisiimme sisältyy runsaasti epävarmuutta, koska näkyvyys ensi vuoden toimituksiin on vielä rajallinen. Merus Power on ilmoittanut toimittavansa Elenialle kaksi sähkövarastoa ensi vuoden aikana, jotka tuovat arviomme mukaan noin 0,6 MEUR liikevaihdon, josta osa kuitenkin kirjataan jo kuluvalle vuodelle. Nouseviin ennusteisiimme yltämiseksi yhtiön täytyy saada merkittäviä lisätilauksia. Elenia-sopimus voi poikia Merus Powerille jopa kymmenien sähkövarastojen lisätoimitukset, mikäli konsepti osoittautuu asiakkaan näkökulmasta optimaaliseksi.

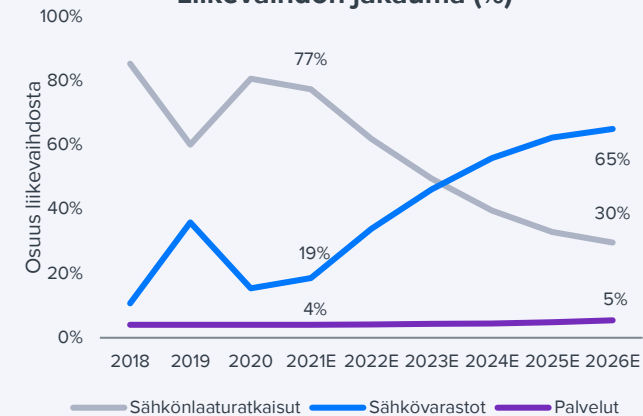
Myös sähkönlaaturatkaisuissa tarjolla hyvää kasvua

Sähkönlaaturatkaisujen markkina kasvaa Merus Powerille relevanteilla segmenteillä laskujemme mukaan noin 6 % vuosivauhtia. Historiansa aikana Merus Power on onnistunut voittamaan markkinaosuuksia kilpailijoiltaan. Sähkönlaaturatkaisujen liikevaihto oli 2018-20 vuositasona noin 6,5 MEUR. Odotamme liikevaihdon

Liikevaihdon kehitys



Liikevaihdon jakauma (%)



Lähde: Indersin arvio (myös vuosien 2018-20 liikevaihdon segmenttikohtainen jakauma perustuu arvioon)

Ennusteet (2/3)

kasvavan kuluvana vuonna 10,8 MEUR:oon, mikä vastaa 66 %:n kasvua suhteessa vuosien 2018-20 keskimääräiseen tasoon. Tämän jälkeen ennustamme 8 %:n keskimääräistä vuosikasvua vuoteen 2026 saakka. Vahvan teknologisen kilpailukyvyyn lisäksi sähkölaaturatkaisujen liikevaihdon kasvua tukee myyntiorganisaation kehittäminen ja kasvattaminen. Pidämme kasvuennusteitamme historiallisessa kontekstissa maltillisina, mutta samalla huomautamme että yhtiön täytyy onnistua tuotekehityksessään vastaisuudessa, jotta se pystyy ylläpitämään vahvaa teknologista asemoitumistaan ja jatkamaan markkinaosuuksien voittamista.

Palvelumyynti seuraa sähkövarastojen asennetun laitekannan kasvua

Palvelumyynti on ollut toistaiseksi matalalla tasolla, keskimäärin 0,35 MEUR vuosina 2018-2020. Merus Powerin kasvupyrkimykset sähkövarastoliiketoiminnassa tukevat myös palvelumyynnin kasvua. Sähkövarastoasiakkaat haluavat tyypillisesti valmiin tuotteen sekä ylläpito- ja käyttöpalveluita. Siten asennetun sähkövarastolaitekannan kasvu tukee myös jatkuvan palvelumyynnin kasvua. Odotamme palveluliiketoiminnan kasvavan 0,6 MEUR:oon vuoden 2021 aikana ja kasvavan keskimäärin 40 % vuosivauhtia yhtiön strategiakauden aikana.

Materiaalikustannukset kasvavat sähkövarastoliiketoiminnan mukana

Materiaalit ja palvelut muodostavat pääosan Merus Powerin liiketoiminnan kuluista. Materiaaleihin kuuluvat pääasiassa tuotteissa käytetyt komponentit, joidenka hintaan vaikuttavat esimerkiksi metallien ja muovien markkinahinnat, sekä kysyntätilanne. Palveluihin kuuluu esimerkiksi kuljetus- ja asennuspalveluita.

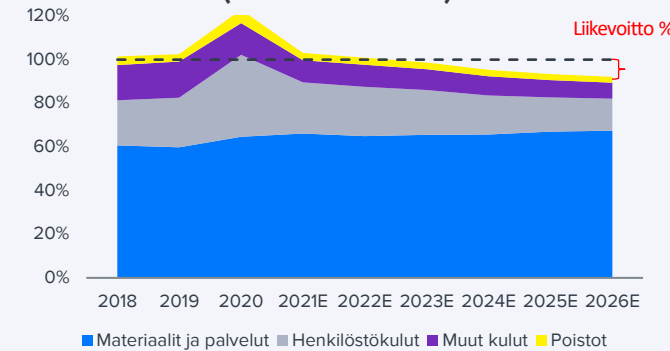
Käsityksemme mukaan Merus Powerin materiaalikustannukset ovat suhteellisesti alhaisemmat sähkölaaturatkaisuisissa verrattuna sähkövarastoihin. Tämä johtuu muun muassa siitä, että sähkövarastotoimituksissa ulkopuolelta ostettavan akun osuus on tyypillisesti 30-50 % järjestelmän hinnasta. Siksi oletamme, että materiaalikustannukset ovat tulevaisuudessa korkeammalla tasolla verrattuna aiempien vuosien keskimääräiseen tasoon. Toisaalta yhtiön koon kasvaessa, myös sen hankinnan tehokkuus paranee, mikä puolestaan jarruttanee materiaalikustannusten nousua. Ennustamme materiaalikustannusten olevan keskimäärin 66 % liikevaihdosta vuosien 2022-2026 aikana, verrattuna noin 60 %:n tasoon vuosina 2018-2019.

Henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut kasvavat liikevaihtoa hitaammin

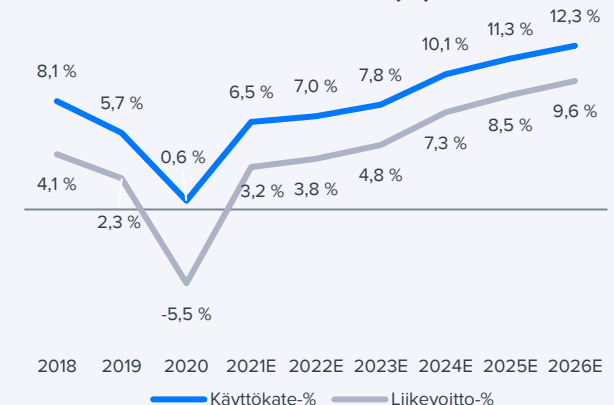
Henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut ovat suhteellisen kiinteitä, mikä auttaa yhtiötä parantamaan kannattavuuttaan liikevaihdon kasvun myötä. Yhtiö on investoinut tuotekehitykseen ja myyntiorganisaatioon etupainotteisesti kasvustrategiansa toteuttamiseksi. Henkilöstökustannuksia tullaan varmasti kasvattamaan myös tulevaisuudessa, mikäli kasvu etenee odotetusti. Henkilöstökustannusten suhteellinen osuus liikevaihdosta tulee kuitenkin laskemaan arviomme mukaan. Ennustamme henkilöstökulujen olevan keskimäärin 18 % liikevaihdosta vuosien 2022-26 aikana, verrattuna noin 22 %:n tasoon vuosina 2018-19.

Liiketoiminnan muihin kuluihin odotamme kasvua ensisijaisesti toimitilarpeista johtuen. Pitkällä aikavälillä myös liiketoiminnan muiden kulujen osuus liikevaihdosta laskee. Ennustamme liiketoiminnan muiden kulujen olevan keskimäärin 9 % liikevaihdosta ennustamme vuosien 2022-26 aikana, verrattuna noin 16 %:n tasoon vuosina 2018-19.

Kustannusrakenne (% liikevaihdosta)



Kannattavuus (%)



Ennusteet (3/3)

Olemme olettaneet, että poistot ja arvonalentumiset kasvavat 0,8-kertaisella kasvuvauhdilla suhteessa liikevaihdon kasvuun vuosina 2022-26. Poistojen kasvua ajaa kasvavat kehitysmenot, joita aktivoidaan taseeseen ja poistetaan suunnitelman mukaisesti.

Kannattavuus kohenee liikevaihdon kasvun myötä

Ennusteidemme mukaan yhtiön käyttökatemarginaali tulee olemaan kuluvana vuonna 6,5 %:n tasolla ja kohoaa 12,3 %:iin vuoteen 2026 mennessä eli ei aivan yllä yhtiön taloudelliseen tavoitteeseen (yli 15 %). Kuluvalla vuodelle ennustamme 3,2 % liikevoittomarginaalia ja vuodelle 2026 9,6 %. Kannattavuuskehitykseen vaikuttaa mm. yhtiön kasvustrategian onnistuminen sekä yhtiön tuotteiden ja palveluiden kilpailukyvyyn kehitys.

Rahoituskulut ja verot pysyvät matalalla tasolla

Yhtiön nettorahoituskulut ovat olleet matalalla, noin 0,1 MEUR vuotuisella tasolla vuosina 2019-20. Kuluvan vuoden rahoituskuluja kasvattavat kertaluontoiset listautumiseen liittyvät kustannukset. Oletamme rahoituskulujen jatkavan matalalla tasolla tulevaisuudessa, sillä yhtiö on nettovelaton.

Merus Powerilla on taseessaan kertynyttä tappiota nykyiseltä ja aiemmilta tilikausilta yhteensä 5,6 MEUR, josta valtaosa voidaan arviomme mukaan vähentää verotuksessa tulevina tilikausina mikäli liiketoiminta kääntyy voitolliseksi yhtiön tavoitteiden mukaisesti. Arvioimme, että yrityksen tuloveroa joudutaan maksamaan vasta vuonna 2025. Oletamme veroprosentiksi pitkällä aikavälillä 20 %, mikä vastaa Suomen nykyistä yhteisöverokantaa.

Nettotulos kääntyy positiiviseksi ensi vuonna

Arvioimme yhtiön nettotuloksen olevan negatiivinen kuluvan vuoden aikana, noin -0,8 MEUR. Listautumiskustannuksilla oikaistu nettotulos on

kuitenkin jo positiivinen, 0,3 MEUR. Arvioimme ensi vuoden tuloksen yltävän selvästi positiiviseksi ja strategiakauden lopussa vuonna 2026 odotamme yhtiön yltävän jo 4,0 MEUR nettotulokseen, mikä vastaa 0,52 euron osakekohtaista tulosta.

Kasvu vaatii runsaasti käyttöpääomaa

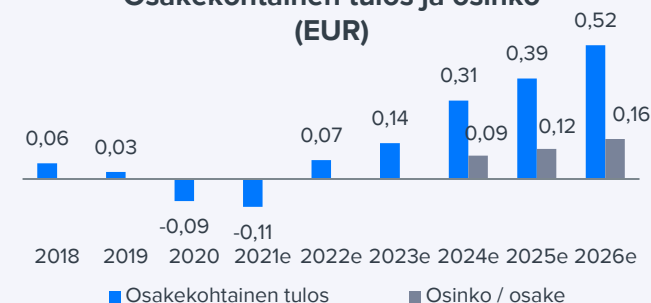
Sähkövarastoliiketoiminnan kasvu tulee sitomaan runsaasti nettokäyttöpääomaa asiakkaiden takapainotteisista maksuaikatauluista johtuen, toisin kuin sähkölaaturatkaisuissa. Arvioimme, että nettokäyttöpääoma tulee olemaan noin 29 % Merus Powerin liikevaihdosta ja 57 % sähkövarastojen tuomasta liikevaihdosta vuosina 2022-26. Käyttöpääoman kasvun vuoksi yhtiön vapaa kassavirta on operatiivista tulosta selvästi heikommalla tasolla seuraavien viiden vuoden aikana.

Vahvaa tasetta tarvitaan kasvuun, emme odota osingonmaksua lähitulevaisuudessa

Mikäli kasvuun, kannattavuuteen ja pääomien sitoutumiseen liittyvät ennusteemme toteutuvat, tulee Merus Powerin nettokassapositio kutistumaan lähivuosina kasvuinvestointien myötä. Uskomme, että yhtiö voisi alkaa maksaa osinkoa kun kannattavuus saadaan nostettua kestävämmälle tasolle. Tämä voisi tulla kyseeseen mahdollisesti vuosien 2024-2025 paikkeilla. Ennustamme, että osinkoa maksetaan ensimmäistä kertaa vuodelta 2025 ja oletamme osingonjaon suhteelliseksi tasoksi 30% nettotuloksesta.

Yhtiö tarvitsee kassavaroja sähkövarastoliiketoiminnan käyttöpääoman rahoittamiseen sekä mahdollisiin kasvuinvestointeihin, joten on vielä aikaista arvioida missä vaiheessa osingonmaksuun voitaisiin alkaa. Tasetta voitaisiin käyttää myös pienten yritystojen rahoittamiseen, mutta näemme yhtiön strategian perustuvan pääasiassa orgaaniseen kasvuun.

Osakekohtainen tulos ja osinko (EUR)



Nettokäyttöpääoma (MEUR)



Taseen avainlukujen kehitys (%)



Arvostus (1/3)

Velaton yrittäjäarvo on tällä hetkellä 54 MEUR

Merus Powerin markkina-arvo 8,29 euron osakekurssilla on 63 MEUR. Ennusteidemme mukaan yhtiöllä on vuoden lopussa noin 9 MEUR:on nettokassa, minkä johdosta velaton yrittäjäarvo (EV) on noin 54 MEUR.

Arvostuskertoimet

Arvostuskertoimien valossa pidämme Merus Powerin arvostusta korkeana. Vuoden 2022e P/E-luku on 112x ja vuodelle 2023e 59x. EV/EBIT-kertoimia katsottaessa arvostus näyttää hivenen edullisemmalta nettokassaposition ansiosta, 78x ja 47x kahdelle seuraavalle vuodelle. EV/liikevaihto näyttää vastaavasti 3,9x kuluvalle vuodelle ja seuraaville 3,0x ja 2,3x. Korkea arvostus tarkoittaa, että yhtiön osakkeeseen kohdistuu huomattavia tuloskasvuodotuksia tuleville vuosille.

Arvostuskertoimien vertaaminen toimialan yhtiöihin

Vertaamme Merus Powerin arvostustasoa erilaisiin sähkövarastoja ja sähkönlaaturatkaisuja tuottaviin yhtiöihin. Pidämme verrokkiryhmään perustuvaa arvostusta haasteellisena, koska Merus Power on kasvuyhtiö, jonka liikevaihdon tavoitteet ovat moninkertaiset nykytasoon nähden. Useimmat sähkövarastoja ja sähkönlaaturatkaisuja tuottavat verrokkiryhtiöt ovat sen sijaan jo ylittäneet korkeampaan liikevaihtoon ja ovat lähempänä pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaalia Merus Poweriin verrattuna.

Pienemmät, erikoistuneet yhtiöt parhaita verrokkeja Merus Powerille

Verrokkiryhmän ensimmäisen osan muodostavat kokoluokaltaan pienemmät, muutamia tuotealueisiin kuten sähkövarastoihin ja sähkönlaaturatkaisuihin erikoistuneet yhtiöt. Näihin kuuluvat Sinexcel Electric, Schaffner, Alfen ja Fluence, joista viimeisin

kokoluokaltaan jo suurehko, mutta kasvu- ja kannattavuusprofiililtaan vertailukelpoinen.

Sinexcel Electriciltä ja Alfenilta odotetaan keskimäärin 32% vuotuista kasvua, mikä on lähellä meidän odotuksiamme Merus Powerin kasvun suhteen. Siksi näiden yhtiöiden keskimääräinen P/E 59x (2022e) voisi toimia parempana indikaattorina Merus Powerin käyvän arvostuskertoimen suhteen. Merus Powerin P/E 2023-24e ovat 58-27x. Merus Powerin korkeampaa 2022e P/E-lukua selittää sen pieni koko, kasvun priorisointi lyhyellä aikavälillä ja siten toistaiseksi kaukana potentiaalista oleva kannattavuus. EV/liikevaihto-mittarilla katsottuna Merus Power on jopa edullinen verrattuna kahteen nopeasti kasvavaan verrokkiinsa. Merus Powerin EV/liikevaihto-kerroin on 3,9x kuluvalle vuodelle, kun Sinexcelillä ja Alfenilla kerroin on 9x. Merus Powerin kannattavuusnäköymien korkea epävarmuus selittää tällaisen arvostuseron.

Kahden edellä mainitun verrokin lisäksi nostamme ydinverrokkiryhmäämme Fluence Energyn, joka on yksi markkinan suurimmista, mutta kuitenkin vasta kasvuvaiheessa oleva sähkövarastoihin erikoistunut toimija. Yhtiö odottaa kuluvalta tilikaudelta 650-699 MUSD liikevaihtoa, mutta toiminta on toistaiseksi ollut tappiollista. Fluence Energy listautui pörssiin lokakuun lopussa 2021. Osake arvostetaan EV/liikevaihto-kertoimella 9x, kun liikevaihdon ennusteena käytetään yhtiön ohjeistuksen keskiarvoa.

Neljäs erikoistunut pienemmän kokoluokan verrokkiryhtiö Schaffner toimii pääasiassa sähkönlaaturatkaisuissa. Yhtiön 6 % ennustettu vuosikasvu tekee siitä kasvuprofiililtaan Merus Poweria selvästi heikomman yhtiön, minkä takia jätämme sen ulos ydinverrokkiryhmästä. Schaffnerin osake hinnoitellaan 19x P/E-lukua vuodelle 2022e.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	8,29	8,29	8,29
Osakemäärä, milj. kpl	7,64	7,64	7,64
Markkina-arvo	63	63	63
Yrittäjäarvo (EV)	54	56	58
P/E (oik.)	neg.	>100	58,7
P/E	neg.	>100	58,7
P/Kassavirta	54,6	neg.	neg.
P/B	5,0	4,8	4,4
P/S	4,5	3,4	2,5
EV/Liikevaihto	3,9	3,0	2,3
EV/EBITDA (oik.)	59,2	42,6	29,9
EV/EBIT (oik.)	>100	78,5	46,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvostus suhteessa ydinverrokkiryhmään

Yhtiö	Sinexcel Electric	Alfen	Fluence Energy ¹⁾	Verrokkika.	Merus Power
Liikevaihdon vuosittainen kasvu 2022-23e	34 %	30 %	-	32 %	35 %
EBIT-% 2021e	16 %	10 %	-15 %	4 %	3 %
EV/liikevaihto 2021e	9x	9x	9x	9x	4x

Lähde: Inderesin arvio ja Refinitiv

¹⁾ Fluence Energyn kannattavuus vastaa toteutunutta kannattavuutta viimeisten 9kk aikana. EV/liikevaihto perustuu yhtiön kuluvalle vuoden liikevaihto-ohjeistuksen keskiarvoon.

Arvostus (2/3)

Suuret verrokkit kasvavat pääosin hitaammin kuin Merus Power, arvostusvertailu on haastavaa

Verrokkiryhmämme suuret yksilöt soveltuvat mielestämme heikommien arvostustasojen vertailuun Merus Powerin kanssa, koska niiden liikevaihdon kasvu vuosina 2022-23 pyörii 5-10% vaihteluvälillä (Merus Power 35 % ennusteemme mukaan) ja lisäksi yhtiöt ovat jo ylittäneet lähemmäs niiden kannattavuuspotentiaalia. Suuret verrokkit hinnoitellaan keskimäärin P/E-kertoimella 28x 2022e (Merus Power 112x) ja EV/liikevaihto-kertoimella 2,8x 2021e (Merus Power 3,9x). Yhtiöiden välillä on eroja siinä, kuinka suuri osuus sähkönlaaturatkaisuilla tai sähkövarastoilla on niiden liikevaihdosta.

DCF-pohjainen arvostus kärsii kasvun pääomaintensiivisyydestä

Kassavirtoihin perustuva DCF-laskelmamme antaa Merus Powerin oman pääoman arvoksi 71 MEUR (9,2 euroa per osake).

Ennustemallissamme 2022-2026 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu on vahvaa (31 %/v.), vaikka ennustammekin vuoden 2026 liikevaihdon jäävän 54 MEUR:oon eli alle taloudellisen tavoitteen (80 MEUR). Tämän jälkeen kasvu hidastuu ennusteissamme keskimäärin 12%:n tasolle vuosina 2027-29. Vuodesta 2030 alkavalla terminaali-jaksolla kasvu on 3%. Mallissamme EBIT-marginaali nousee vuoteen 2026 mennessä 9,6% tasolle ja EBITDA-marginaali 12,3% tasolle (yhtiön tavoite keskimäärin yli 15% EBITDA-marginaali). Tämän jälkeen EBIT-marginaali jatkaa ennusteissamme maltillisessa kasvussa ja tasaantuu 10,0% tasolle vuodesta 2030 alkaen (terminaali-jakso).

Mallissa käytetty pääoman kustannus (WACC) on

8,1 % ja terminaali-jakson osuus rahavirroista 89 %, mikä on erittäin korkea. Käytämme korkeahkoa oman pääoman kustannusta (9,6%), koska näemme yhtiön tulevaisuudennäkyymiin sisältyvän huomattavan paljon epävarmuutta. Oman pääoman kustannuksen laskeminen 1%-yksiköllä nostaisi DCF-arvonmääritystä 2,0 eurolla per osake ja nostaminen laskisi arvoa 1,4 eurolla per osake.

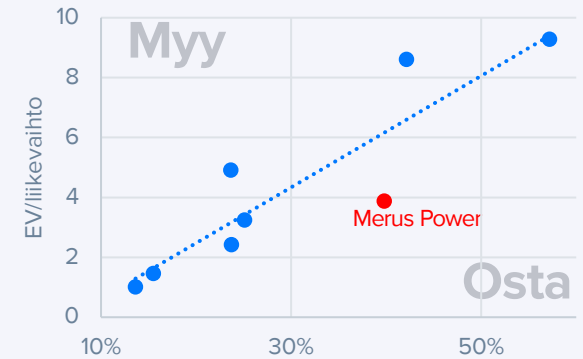
Olenainen DCF-arvostusta laskeva tekijä liittyy Merus Powerin lähivuosien käyttöpääomatarpeisiin. Sähkövarastoliiketoiminnan nopean kasvun myötä yhtiön liiketoiminta sitoo yhä enemmän käyttöpääomia, mikä kääntää vuosien 2022-25 kassavirtaennusteet negatiiviseksi. Odotamme vapaan operatiivisen kassavirran kääntyvän positiiviseksi vasta vuonna 2026.

Skenaariopohjainen arvostus

Muodostamme kolme eri skenaariota (taulukko seuraavalla sivulla) Merus Powerin liikevaihdolle ja liikevoittomarginaalille vuodelle 2026, mikä on tällä hetkellä asetettu yhtiön strategian ja taloudellisten tavoitteiden määränpääksi. Pyrimme havainnollistamaan yhtiön potentiaalista arvoa EV/liikevoitto-kertoimien avulla.

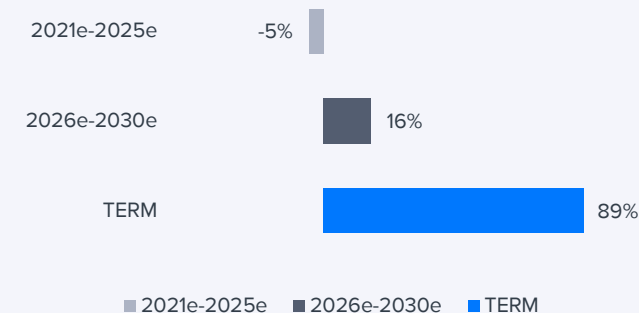
Nykyennusteillamme vuoden 2026 liikevaihto olisi 54 MEUR ja liikevoittomarginaali olisi 9,6 %. Uskomme, että yhtiöllä olisi tuossa vaiheessa yhä suotuisat kasvunäkymät erityisesti sähkövarastomarkkinan vahvan kasvun johdosta. Siten osaketta voitaisiin hinnoitella skenaariossamme EV/liikevoitto-kertoimella 20x. Näillä oletuksilla saisimme vuonna 2026 yhtiön EV:ksi MEUR 103 ja markkina-arvoksi MEUR 119. Tämä tarkoittaisi 13 %:n vuotuista tuottoa, mikä on mielestämme melko houkutteleva verrattuna 9,6 %:n oman pääoman tuottovaatimukseemme.

EV/liikevaihto suhteessa kasvun ja kannattavuuden summaan



EBIT-% 2023e + 2022-23e keskimääräinen liikevaihdon kasvu

DCF: Rahavirran ajoituksen jakauma



Lähde: Inderesin arvio ja Refinitiv

¹⁾ Luettelo käytetyistä verrokkiyhtiöistä sivulla 31 – "Verrokkiryhmän arvostus"

Arvostus (3/3)

Optimistisessa skenaariossa liikevaihto ja kannattavuus yltyvät karkeasti yhtiön tavoittelemalle tasolle. Vahvan kasvusuorituksen johdosta myös yhtiön arvostuskertoimet voisivat olla korkeammat (oletuksena skenaariossa EV/EBIT 25x) ja osakkeen vuotuinen tuotto voisi olla jopa 33 %. Pidämme optimistisen skenaarion kasvuennustetta hyvinkin mahdollisena, mutta 12 % liikevoiton saavuttaminen vaikuttaa mielestämme haastavammalta.

Pessimistisessä skenaariossa liikevaihto jäisi 23 MEUR:oon vuonna 2026, mikä sekin vaatisi 10 %:n vuotuista kasvua. Heikommasta kasvusta johtuen myös arvostuskertoimet jäävät vaatimattommiksi ja osakkeen vuotuinen tuotto jäisi -6 %:iin.

Kaikki kolme skenaariota vaativat Merus Powerilta jossain määrin onnistumisia kasvutavoitteiden toteuttamisessa ja kannattavuuden parantamisessa.

Edes pessimistisen skenaarion toteutumista ei voi pitää itsestään selvänä, vaikkakin nykyodotuksemme ovat selvästi korkeammalla. Toisaalta optimistinenkin skenaario voidaan ylittää, mikä voisi tosin vaatia lisää pääomia kasvun rahoittamiseksi. Olemme olettaneet yksinkertaisuuden nimissä, että yhtiön nettokassan ja osinkojen summa pysyy kaikissa skenaarioissa samalla tasolla. Optimistinen skenaario vaatii eniten pääomien sitomista liiketoimintaan, mutta myös tuon eniten liikevoittoa vuoteen 2026 mennessä.

Lisää-suositus tavoitehinnalla EUR 9,2

Asetamme Merus Powerin käyväksi arvoksi ja tavoitehinnaksi 9,2 euroa osakkeelta, mikä tarjoaa 11 %:n nousuvaran ja oikeuttaa lisää-suositukseen. Tavoitehintaa perustuu DCF-arvostukseen. Myös skenaariopohjainen arvostusmenetelmämme tukee suositusta nykyennusteillamme.

Kilpailukykyinen yhtiö kasvavalla markkinalla ansaitsee korkean arvostuksen

Maailmalla tällä hetkellä nähtävissä oleva uusiutuvan energian murros ja siihen liittyvät kasvunäkymät ovat nostaneet monien sähkövarastoihin keskittyvien yhtiöiden arvostustasot erittäin korkealle (ydinverrokki EV/liikevaihto 9x). Myös Merus Powerin arvostus on korkea (EV/liikevaihto 4x), vaikka näkyvyys pitkän aikavälin kannattavuuteen on heikko. Pidämme yhtiön teknologiaa ja toimialaosaamista vahvoina, minkä ansiosta uskomme yhtiön kilpailukykyyn ja pitkällä aikavälillä myös kannattavuuteen. Siksi pidämme yhtiötä varteenotettavana sijoituskohteena, vaikka toimialan ja yhtiön arvostustaso onkin erittäin korkea. Positiivisesta näkemyksestä huolimatta korostamme, että osakkeen riskitaso on korkea mm. mahdollisista liikevaihdon heilahteluista ja lähivuosien matalasta kannattavuudesta johtuen.

Skenaariopohjainen arvostus

Vuonna 2026	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Muuttuja liikevaihdon kasvu-% ¹⁾	10 %	31 %	42 %
Muuttuja liikevoitto-%	6 %	10 %	12 %
Muuttuja liikevaihto MEUR	23	54	81
= Liikevoitto 2026	1,4	5,2	9,7
x kerroin liikevoitto	12	20	25
= EV	16	103	242
+Nettokassa ja osingot	16	16	16
=Markkina-arvo	32	119	258
Osakekurssi 2026 (sis osingot)	5,97	15,60	33,77
Tuotto	-28 %	88 %	307 %
Vuotuinen tuotto (~5v)	-6 %	13 %	32 %

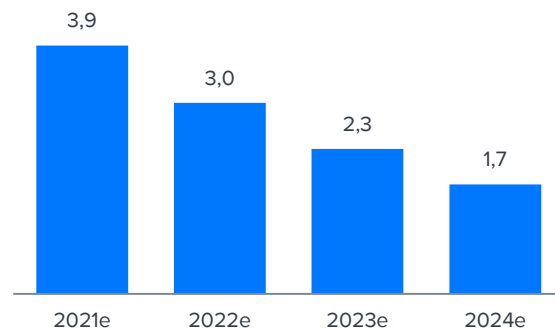
1) Liikevaihdon keskimääräinen vuotuinen kasvu verrattuna 2021e tasoon (MEUR 14)

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	8,29	8,29	8,29	8,29
Osakemäärä, milj. kpl	7,64	7,64	7,64	7,64
Markkina-arvo	63	63	63	63
Yritysarvo (EV)	54	56	58	59
P/E (oik.)	neg.	>100	58,7	27,0
P/E	neg.	>100	58,7	27,0
P/Kassavirta	54,6	neg.	neg.	neg.
P/B	5,0	4,8	4,4	3,8
P/S	4,5	3,4	2,5	1,8
EV/Liikevaihto	3,9	3,0	2,3	1,7
EV/EBITDA (oik.)	59,2	42,6	29,9	17,5
EV/EBIT (oik.)	>100	78,5	46,8	23,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,1 %

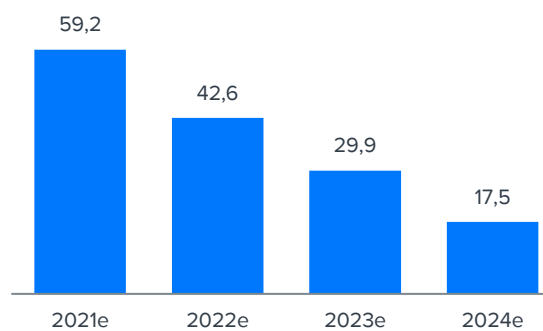
Lähde: Inderes

EV/Liikevaihto



■ EV/Liikevaihto

EV/EBITDA



■ EV/EBITDA (oik.)

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
Sinexcel Electric	52,0	1 442	1 420					9,3	6,6		47,9	0,3	0,4	12,0
Schaffner Holding	288,0	171	178	15,9	13,8	10,8	9,8	1,0	1,0	22,8	19,0	1,8	2,1	2,9
Alfen	95,9	2 138	2 109	83,4	53,5	62,3	42,5	8,6	6,5	113,8	70,9			23,1
Abb	30,3	58 752	60 898	16,5	16,3	13,9	13,2	2,4	2,3	24,0	20,8	2,6	2,7	4,2
Schneider Electric	141,0	81 128	92 729	21,1	19,1	16,7	15,3	3,2	3,1	24,6	22,2	2,0	2,1	3,7
Wartsila	10,7	6 364	6 636	19,3	14,2	13,4	10,7	1,5	1,3	27,4	19,8	2,5	3,2	2,8
Nidec	12500,0	55 999	58 569			31,0	26,6	4,9	4,3	60,7	48,8	0,5	0,5	7,0
Merus Power (Inderes)	8,29	63	54	121,7	78,5	59,2	42,6	3,9	3,0	-76,1	112,2	0,0	0,0	5,0
Keskiarvo				31,3	23,4	24,7	19,7	4,4	3,6	45,5	35,6	1,6	1,8	8,0
Mediaani				19,3	16,3	15,3	14,3	3,2	3,1	26,0	22,2	1,9	2,1	4,2
Erotus-% vrt. mediaani				531 %	382 %	286 %	199 %	19 %	-4 %	-393 %	404 %	-100 %	-100 %	18 %

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

Huom: Fluence Energy puuttuu luettelosta, koska tuoreena listautujana sille ei vielä löydy konsensusennusteita. Yhtiön EV/liikevaihto-kerroin on laskujemme mukaan 9x 2021e, jos liikevaihdon arviona käytetään yhtiön antaman ohjeistuksen keskiarvoa.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	10,3	2,0	4,5	6,5	4,4	9,6	14,0	5,9	13,0	18,9	25,5	34,4
Konserni	10,3	2,0	4,5	6,5	4,4	9,6	14,0	5,9	13,0	18,9	25,5	34,4
Käyttökate	0,6	-0,7	0,8	0,0	-0,4	1,3	0,9	-0,5	1,8	1,3	1,9	3,4
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-0,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,2	-0,9	0,6	-0,4	-0,6	1,0	0,4	-0,8	1,5	0,7	1,2	2,5
Liikevoitto	0,2	-0,9	0,6	-0,4	-0,6	1,0	0,4	-0,8	1,5	0,7	1,2	2,5
Konserni	0,2	-0,9	0,6	-0,4	-0,6	1,0	0,4	-0,8	1,5	0,7	1,2	2,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-1,2	-0,1	-1,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	0,1	-1,0	0,5	-0,5	-1,8	1,0	-0,8	-0,9	1,5	0,6	1,1	2,3
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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
Nettotulos	0,1	-1,0	0,5	-0,5	-1,8	1,0	-0,8	-0,9	1,5	0,6	1,1	2,3
EPS (oikaistu)	0,03	-0,18	0,10	-0,09	-0,24	0,13	-0,11	-0,12	0,19	0,07	0,14	0,31
EPS (raportoitu)	0,03	-0,18	0,10	-0,09	-0,24	0,13	-0,11	-0,12	0,19	0,07	0,14	0,31

Tunnusluvut	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	10,2 %			-36,9 %	116,8 %	114,2 %	115,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-38,0 %			-250,1 %	-37,3 %	78,0 %	-223,6 %	38,5 %	48,1 %	60,9 %	72,0 %	103,1 %
Käyttökate-%	5,7 %	-35,9 %	17,0 %	0,6 %	-8,2 %	13,3 %	6,5 %	-8,7 %	14,1 %	7,0 %	7,6 %	9,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,3 %	-46,7 %	12,9 %	-5,5 %	-13,5 %	10,8 %	3,2 %	-13,9 %	11,8 %	3,8 %	4,8 %	7,3 %
Nettotulos-%	1,4 %	-48,7 %	11,5 %	-7,1 %	-41,4 %	10,1 %	-6,0 %	-15,1 %	11,2 %	3,0 %	4,2 %	6,8 %

Lähde: Inderes

Huom: Osakekohtainen tulos (EPS) H1'21 on laskettu kauden lopun osakemäärän mukaisesti.

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	1,0	1,2	1,2	1,2	1,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	5,3	5,0	18,7	20,8	21,2
Vaihto-omaisuus	2,9	2,0	2,2	3,6	4,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,8	0,8	0,8	0,8
Myyntisaamiset	1,2	0,9	1,1	2,3	3,3
Likvidit varat	1,0	1,3	14,7	14,1	12,2
Taseen loppusumma	6,3	6,2	19,9	22,0	22,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	2,0	2,0	12,7	13,2	14,3
Osakepääoma	5,3	5,8	17,3	17,3	17,3
Kertyneet voittovarot	-3,3	-3,8	-4,6	-4,0	-3,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,1	2,8	3,2	4,1	3,9
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,9	2,7	3,2	4,1	3,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	2,2	1,4	4,0	4,6	4,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	0,7	2,2	2,8	2,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,8	0,7	1,9	1,9	1,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	6,3	6,2	19,9	22,0	22,5

DCF-laskelma

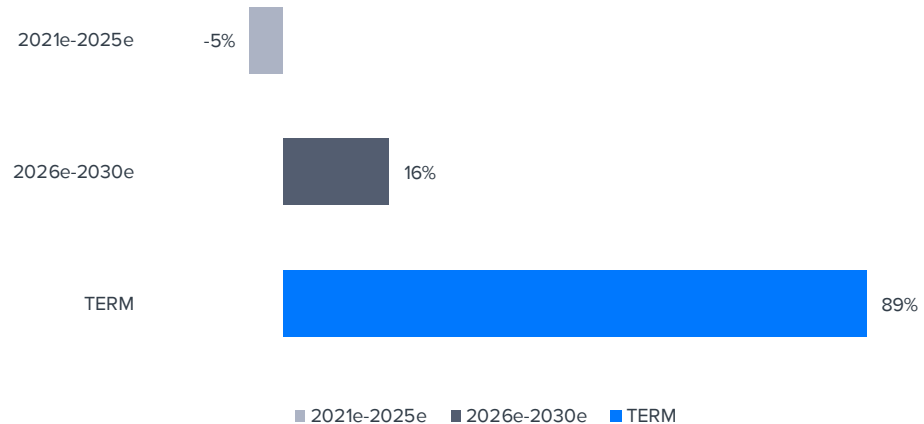
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-0,4	0,4	0,7	1,2	2,5	3,8	5,2	6,0	6,7	7,5	7,7	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2	1,4	1,5	1,7	1,9	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-1,0	-1,2	-1,3	-1,5	-1,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,5	0,8	-2,6	-2,4	-3,3	-3,8	-2,1	-1,1	-1,7	-1,8	-0,6	
Operatiivinen kassavirta	-0,5	1,7	-1,2	-0,5	0,1	0,4	3,2	5,1	5,2	5,8	7,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,5	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-1,3	-1,5	-1,7	-1,8	-2,0	-1,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,1	1,2	-1,9	-1,3	-1,0	-0,9	1,7	3,4	3,4	3,8	5,5	
+/- 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	-1,1	1,2	-1,9	-1,3	-1,0	-0,9	1,7	3,4	3,4	3,8	5,5	111
Diskontattu vapaa kassavirta		1,1	-1,7	-1,1	-0,7	-0,7	1,1	2,1	1,9	2,0	2,7	54,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		61,1	60,0	61,7	62,8	63,6	64,2	63,1	61,0	59,1	57,0	54,3
Velaton arvo DCF		61,1										
- Korolliset velat		-3,3										
+ Rahavarat		12,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		70,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,2										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,17
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	9,4	10,3	6,5	14,0	18,9	EPS (raportoitu)	0,06	0,03	-0,09	-0,11	0,07
Käyttökate	0,8	0,6	0,0	0,9	1,3	EPS (oikaistu)	0,06	0,03	-0,09	-0,11	0,07
Liikevoitto	0,4	0,2	-0,4	0,4	0,7	Operat. kassavirta / osake	0,27	-0,31	-0,09	0,23	-0,16
Voitto ennen veroja	0,3	0,1	-0,5	-0,8	0,6	Vapaa kassavirta / osake	0,22	-0,39	-0,20	0,15	-0,25
Nettovoitto	0,3	0,1	-0,5	-0,8	0,6	Omapääoma / osake	0,36	0,38	0,37	1,66	1,73
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	5,8	6,3	6,2	19,9	22,0	Liikevaihdon kasvu-%	218 %	10 %	-37 %	115 %	35 %
Oma pääoma	1,9	2,0	2,0	12,7	13,2	Käyttökateen kasvu-%	-363 %	-22 %	-93 %	2086 %	44 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-169 %	-38 %	-250 %	-224 %	61 %
Nettovelat	-0,8	1,4	2,1	-9,3	-7,2	EPS oik. kasvu-%	-149 %	-54 %	-404 %	27 %	-168 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	8,1 %	5,7 %	0,6 %	6,5 %	7,0 %
Käyttökate	0,8	0,6	0,0	0,9	1,3	Oik. Liikevoitto-%	4,1 %	2,3 %	-5,5 %	3,2 %	3,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,6	-2,2	-0,5	0,8	-2,6	Liikevoitto-%	4,1 %	2,3 %	-5,5 %	3,2 %	3,8 %
Operatiivinen kassavirta	1,4	-1,6	-0,5	1,7	-1,2	ROE-%	18,9 %	7,6 %	-23,3 %	-11,4 %	4,4 %
Investoinnit	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	ROI-%	13,2 %	6,3 %	-7,4 %	3,8 %	3,7 %
Vapaa kassavirta	1,1	-2,0	-1,1	1,2	-1,9	Omavaraisuusaste	32,0 %	31,6 %	32,3 %	63,5 %	60,1 %
						Nettovelkaantumisaste	-40,7 %	67,5 %	105,1 %	-73,3 %	-54,8 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	neg.	0,1		3,9	3,0						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	2,3		59,2	42,6						
EV/EBIT (oik.)	neg.	5,6		>100	78,5						
P/E (oik.)	0,0	0,0	0,0	neg.	>100						
P/B	0,0	0,0	0,0	5,0	4,8						
Osinkotuotto-%				0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Teknologiayhtiö, jonka kilpailuvalttina asiantuntijuus ja erikoistunut osaaminen

2.

Suosiolliset megatrendit ja markkinan voimakas kasvunopeus

3.

Projektiluonteinen liiketoimintamalli ja matala jatkuvan liikevaihdon osuus

4.

Johto ja henkilöstö sitoutuneita yhtiöön huomattavan omistuksen kautta

5.

Korkea riskitaso, mutta myös suuri arvonluontipotentiaali, mikäli tavoitteissa onnistutaan

Potentiaali



- Vahva teknologia-asiantuntijuus ja erikoistuneisuus sähkönlaaturatkaisuissa ja sähkövarastoissa
- Modulaarinen ja skaalautuva tuoteportfolio mahdollistaa liiketoiminnan nopean skaalaamisen
- Vahvat megatrendit energiantuotannon murroksen ajamana
- Voimakas markkinakasvu etenkin sähkövarastojen markkinasegmentissä
- Pääomitettu tase mahdollistaa kasvun kiihdyttämisen
- Palveluliikevaihdon odotettua voimakkaampi kasvu voisi tukea kannattavuutta ja lisätä jatkuvan liikevaihdon osuutta

Riskit



- Materiaalikustannusten suhteellinen kasvu rajoittaa kannattavuuspotentiaalia liikevaihdon kasvusta huolimatta
- Kannattavuuden parantaminen tavoitellulle tasolle on arviomme mukaan haastavaa
- Liikevaihdon epätasainen kehitys altistaa kurssivaihtelulle
- Tuotannon nopea kasvattaminen voi tuoda mukanaan haasteita
- Kilpailu suurten yhtiöiden toimesta voi heikentää Merus Powerin hinnoitteluvoimaa

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttömät 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 suosituksin 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 yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
01/11/2021	Lisää	9,20 €	8,29 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**