

Kempower

Yhtiöraportti

15.8.2022 21:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Sähköinen startti pörssitaipaleelle

Sähköisten ajoneuvojen pika- ja suurteholatausratkaisuihin erikoistunut Kempower on kasvattanut nopeasti markkinaosuuttaan kilpailukykyisten tuotteidensa ansiosta. Arvioimme, että yhtiö ylittää tuloskasvutavoitteensa ja nousee yhdeksi alan johtavista toimijoista. Osakkeen nykyisen arvostustason perustelemisen edellyttää tavoitteiden saavuttamista kommunikoitua aiemmin, mutta arvostusriskeistä huolimatta tuotto-odotus näyttää mielestämme kiinnostavalta. Aloitamme seurannan lisää-suosituksella ja 20 euron tavoitehinnalla.

Vuosikymmenten mittainen kehitystyö hyötykäyttöön sähköajoneuvojen latausratkaisuissa

Kempower on sähköisten ajoneuvojen pikalatauslaitteita sekä soveltuvia ohjelmistoja tarjoava yritys, jonka tuotteet soveltuvat sekä henkilöajoneuvoille suunnattuihin julkisiin latauspisteisiin että kaupallisten- ja hyötyajoneuvojen lataamiseen. Yhtiön tuotteet ovat teknisiltä ominaisuuksiltaan arviomme mukaan useimpia kilpailijoita edistyneempiä, sillä yhtiö hyötyy hitsauslaitteita valmistavan Kemppi Oy:n vuosikymmenten mittaisesta kehitystyöstä tasavirtateknologian parissa. Kempower listautui Helsingin pörssiin First North –listalle joulukuussa 2021 ja nosti listautumisannissa 100 MEUR:n bruttovarat, jotka arvioimme mukaan riittävät hyvin yhtiön laajentumisstrategian toteuttamiseen. Jakelukanavien rakentaminen tärkeimmille Euroopan markkinoille on jo hyvässä vauhdissa, minkä lisäksi valmistus ja jakelu Yhdysvalloissa tullaan aloittamaan vuoden 2023 aikana.

Maantieteellinen laajentuminen ja vahva markkinakasvu voivat johtaa tuloskasvutavoitteiden ylittämiseen

Keskipitkän aikavälin tavoitteidensa mukaisesti Kempower pyrkii 200 MEUR:n liikevaihtoon ja 10 %:n EBIT-marginaaliin 2025-27 mennessä. Pidämme näitä keskipitkän aikavälin tavoitteita vähintäänkin realistisina ja arvioimme, että Kempower saavuttaa virstanpylväät jo vuonna 2024, eli julkilausuttua aikataulua nopeammin. Sähköautomarkkina on kehittynyt odotuksiakin suotuisammin vuoden 2022 aikana, minkä lisäksi Kempowerin Pohjois-Amerikan valloitus etenee listautumishetken suunnitelmia ripeämmin. Pitkällä aikavälillä yhtiö pyrkii vähintään 15 %:n EBIT-marginaaliin, minkä saavuttaminen on realistista, jos yhtiö pystyy ylläpitämään teknologista ja operatiivista kilpailukykyään, sillä Kempowerin bruttomarginaalit ovat pääkilpailijoita selvästi korkeammalla tasolla.

Yhtiön tulee ylittää keskipitkän aikavälin tavoitteensa, jotta osakkeen arvostus olisi perusteltu

Kempowerin nykyinen arvostus perustuu korkealle asetettuihin pitkän aikavälin tuloskasvutavoitteisiin, joten lähivuosien tulosennusteet eivät vielä tarjoa tukitaseja osakkeen hinnalle. Lisää-suosituksemme perustuu oletukseen, että keskipitkän aikavälin liikevaihto- ja kannattavuustavoitteisiin päästään kommunikoitua aiemmin – muussa tapauksessa osakkeessa voisi olla huomattavaa laskuvaraa viimeaikaisen nousun jäljiltä. EV/liikevaihto-pohjaisessa arvostusvertailussa voidaan todeta Kempowerin arvostuksen olevan hieman ydinverrokkiyhtiöitä korkeampi (10x vs 9x), mutta olemme valmiit hyväksymään Kempowerille verokkiryhmän ylittävän arvostustason vahvemman kasvu- ja kannattavuusprofiilin ansiosta. Pitkän aikavälin perusskenaariomme (2029e: 15 % markkinaosuus, lv: 598 MEUR, EBIT 18,8 %, EV/EBIT 15x) mukaan osakkeen tuotto-odotus vuoteen 2029 on keskimäärin 11 %/v ja huippuskenaariossa osakekurssi voisi jopa viisinkertaistua tuossa ajassa. Huippuvuosien ajoittuminen pitkälle tulevaisuuteen tekee ennustamisesta ja osakkeen arvostamisesta haastavaa, mikä kasvattaa sijoituksen riskisyyttä. Arvioimme seuraavan 12kk uutisvirran pääasiassa tukevan osakekurssia mm. Yhdysvaltojen laajentumissuunnitelmien edistymisen sekä vahvan kasvun myötä.

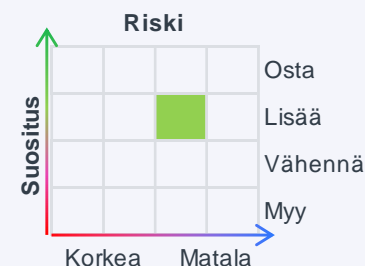
Suositus

Lisää

20,00 EUR

Osakekurssi:

18,35



Avainluvut

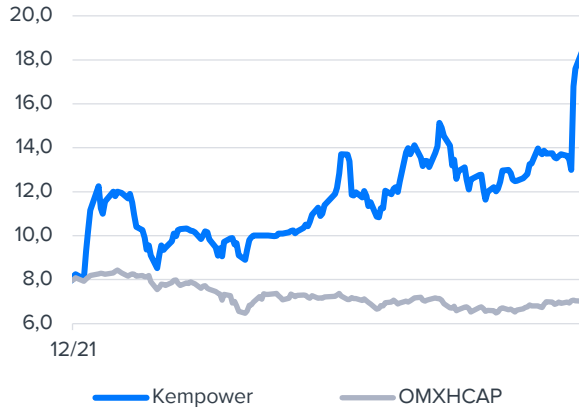
	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	27,4	98,6	177,6	266,3
kasvu-%	730 %	260 %	80 %	50 %
EBIT oik.	-0,6	2,2	11,3	27,4
EBIT-% oik.	-2,2 %	2,3 %	6,3 %	10,3 %
Nettotulos	0,3	0,2	8,0	20,6
EPS (oik.)	0,01	0,00	0,14	0,37
P/E (oik.)	>100	>100	>100	49,4
P/B	6,6	10,4	9,6	8,1
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	>100	84,0	34,2
EV/EBITDA	>100	>100	57,3	26,7
EV/Liikevaihto	20,2	9,6	5,3	3,5

Lähde: Inderes

Ohjeistus

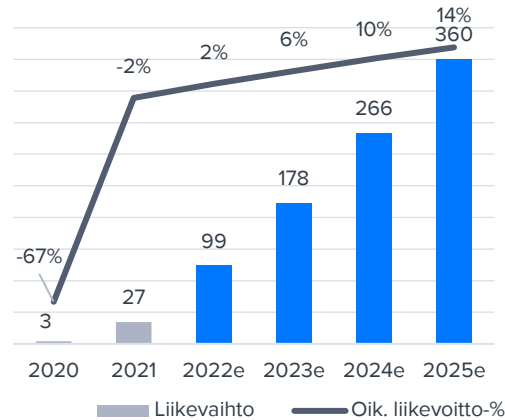
(Ei ohjeistusta)

Osakekurssi



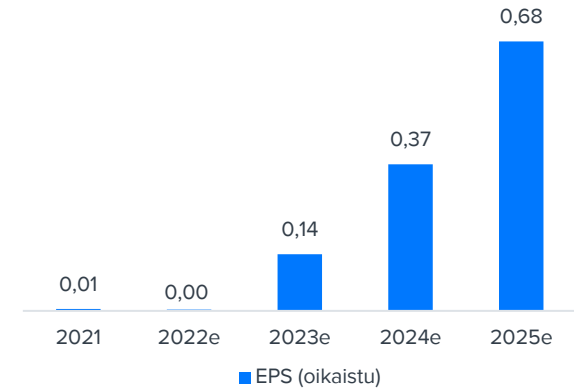
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Liikenteen sähköistyminen luo valtavan tarpeen tehokkaalle ja monipuoliselle latauskapasiteetille
- Tuotteet ovat erittäin kilpailukykyisiä ja kilpailijoilla voi kestää pitkään vastaavien ominaisuuksien kehittämisessä
- Jakelukanavan kasvattaminen mahdollistaa nousun yhdeksi globaaleista suurista valmistajista
- Kilpailijoita korkeammat bruttomarginaalit



Riskitekijät

- Organisaation nopea kasvattaminen heikentää kannattavuutta lyhyellä aikavälillä
- Toimialan pitkän aikavälin kannattavuustasoihin liittyy epävarmuutta
- Muutokset teknologisessa kilpailukyvyssä voisivat uhata kasvua ja hinnoitteluvoimaa
- Kysynnän kasvun hidastuminen ja teknologisten erojen kaventuminen todennäköisiä trendejä pitkällä aikavälillä
- Pitkän aikavälin tuloskasvuun perustuva korkea arvostustaso pitää sisällään merkittävästi riskiä

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	18,4	18,4	18,4
Osakemäärä, milj. kpl	55,5	55,5	55,5
Markkina-arvo	1019	1019	1019
Yritysarvo (EV)	943	947	938
P/E (oik.)	>100	>100	49,4
P/E	>100	>100	49,4
P/Kassavirta	neg.	neg.	>100
P/B	10,4	9,6	8,1
P/S	10,3	5,7	3,8
EV/Liikevaihto	9,6	5,3	3,5
EV/EBITDA (oik.)	>100	57,3	26,7
EV/EBIT (oik.)	>100	84,0	34,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Liiketoimintamallin riskiprofiili	12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	13-15
Markkina- ja toimintaympäristö	16-21
Kilpailu	22-23
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	24-25
Ennusteet	26-29
Sijoitusprofiili	30
Arvonmääritys	31-34
Taulukot	35-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Kempower lyhyesti

Kempower kehittää ja valmistaa edistyneitä pika- ja suurteholatausratkaisuja sähköajoneuvoille julkisiin latauspisteisiin sekä kaupallisten ajoneuvolaivueiden kuten bussien ja työkoneiden operoijille.

2017

Yhtiön perustamisvuosi

27 MEUR (+741% vs. 2020)

Liikevaihto 2021

62 % / 38 %

Pohjoismaiden / muiden alueiden osuus liikevaihdosta H1 2022

46 %

Myyntikatemarginaali H1 2022

1,1 MEUR (4 % lv:sta)

Liikevoitto 2021

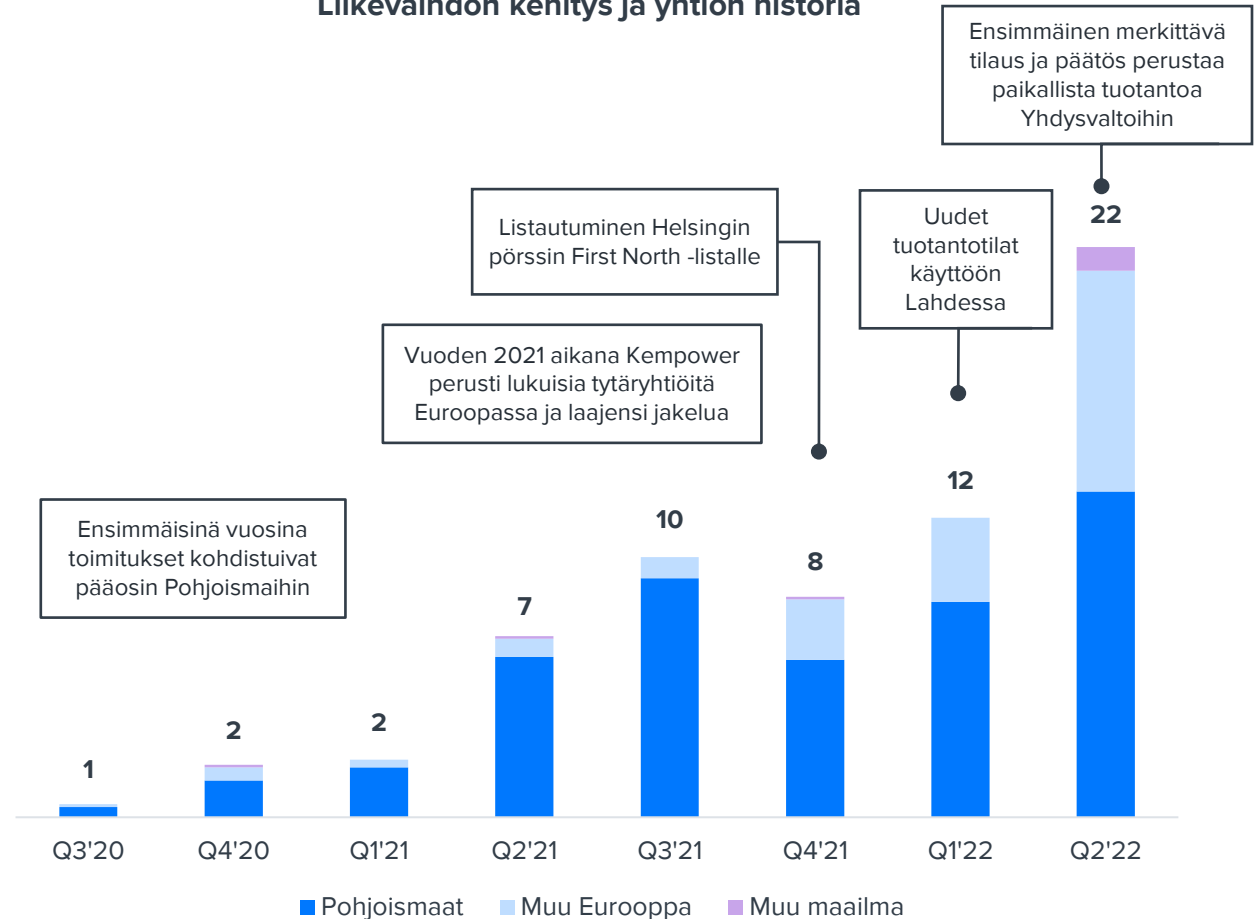
260 (+299% v/v)

Henkilöstö kesäkuun 2022 lopussa

4 miljardia euroa

Kohdemarkkinan ennustettu koko vuonna 2030 (keskimääräinen vuosikasvu 2020-30e: 20 %)¹

Liikevaihdon kehitys ja yhtiön historia



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/6)

DC-latausteknologian edelläkävijä

Kempower on sähköajoneuvojen latausteknologiaan keskittynyt yhtiö, joka valmistaa tasavirtaa (DC) syöttäviä pika- ja suurteholatausratkaisuja sekä niiden tukena käytettäviä ohjelmistoja erilaisiin käyttötarpeisiin. Yhtiön tuotteet ovat teknisiltä ominaisuuksiltaan edistyneitä, mikä arviomme mukaan on mahdollistanut markkinaosuuksien nopean kasvattamisen viime vuosina. Erityisesti latausratkaisujen dynaaminen tehonhallinta ja modulaarinen rakenne ovat ominaisuuksia, jotka arviomme mukaan luovat lisäarvoa asiakkaille suhteessa kilpailijoiden tuotteisiin. Yhtiön asiakkaat koostuvat pääasiassa julkisten latausasemien operaattoreista sekä kaupallisten sähköajoneuvojen, kuten bussien ja työkoneiden omistajista. Kempowerin liikevaihto oli 27,4 MEUR vuonna 2021, mikä tarkoitti yli 700 %:n kasvua edellisvuodesta. Liikevaihdosta 84 % syntyi Pohjoismaissa, 15 % muualla Euroopassa ja 1 % Euroopan ulkopuolella. Keskipitkälle aikavälille asetetun strategian mukaan yhtiön päämarkkinoita ovat Eurooppa ja Pohjois-Amerikka.

Juuret Kemppe Oy:ssä

Teknologinen perusta Kempowerin latausratkaisuille periytyy Kemppe Oy:n pitkästä kehitystyöstä tasavirtaa hyödyntävien hitsausratkaisujen parissa. Kemppe esitteli maailman ensimmäisen invertteripohjaisen tasavirtalähteen vuonna 1977 ja on sen jälkeen noussut merkittäväksi toimijaksi valokaarihitsusteollisuudessa. Kempower perustettiin alun perin 1990-luvulla ja sen oli tarkoitus keskittyä muihin sovelluksiin kuin hitsaukseen tarkoitettujen DC-virtalähteen markkinoihin. Yhtiön toiminta otettiin välillä osaksi Kemppe Oy:tä, mutta toiminta yhtiötettiin

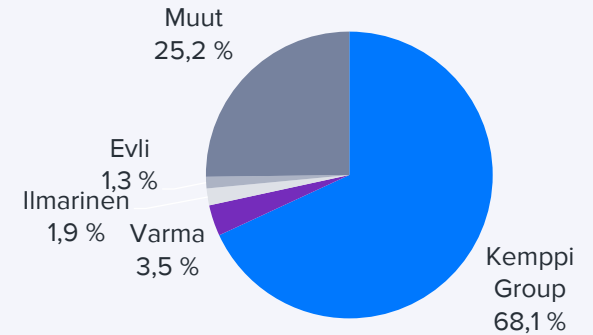
jälleen vuonna 2017 ja sähköajoneuvojen latausratkaisujen kehittämisestä tuli Kempowerin pääasiallinen liiketoiminta. Ensimmäiset merkittävät toimitukset tehtiin vuonna 2019. Yhtiön toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2019 lähtien Tomi Ristimäki, joka on aiemmin toiminut mm. Danfossilla sähköisestä voimansiirtoteknologiasta vastaavana myyntijohtajana.

Kempower listattiin Helsingin pörssin First North – listalle joulukuussa 2021. Kemppe Group (holding-yhtiö, joka omistaa myös Kemppe Oy:n) jäi enemmistöomistajaksi Kempoweriin 68 %:n osuudella. Kempowerin muut merkittävät omistajat koostuvat pääasiassa merkittävistä suomalaisista institutionaalisista sijoittajista, kuten eläkevakuuttajista Varmasta ja Ilmarisesta sekä Evlin rahastoista. Yleisöanti osoittautui erittäin suosituksi, minkä johdosta Kempower sai listautumisen yhteydessä yli 34 000 uutta omistajaa.

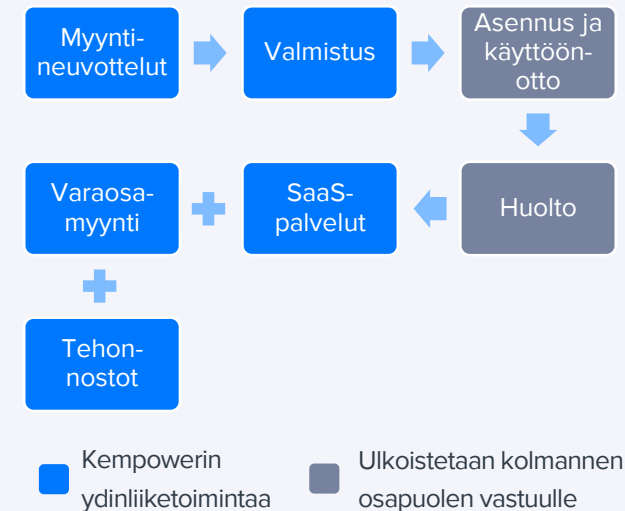
Liikevaihto koostuu enimmäkseen laitemyynnistä

Kempowerin liikevaihto syntyy pääasiallisesti laitemyynnistä ja vähemmissä määrin jatkuvaluonteisemmista tulovirroista, kuten varaosamyynnistä, tehonnostoista ja SaaS-liikevaihdosta. Arviomme, että pitkällä aikavälillä laitemyynnin osuus laskee 90-95 %:iin ja laitemyynnin jälkeisen liikevaihdon osuus kasvaa 5-10 %:iin. Latausratkaisut toimitetaan ja testataan tyypillisesti noin 3-6 kuukauden kuluttua tilauksesta. Kempower toimittaa laitteet ja osassa toimituksista myös vastaa asennuksen järjestämisestä alihankkijoiden kautta, mutta ei kuitenkaan tyypillisesti itse asenna toimittamiaan laitteita.

Osakkeenomistajat



Laitemyynti liiketoiminnan keskiössä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/6)

Laitteille myönnetään noin kahden vuoden takuu-aika. Latauslaitteiden elinkaaret ovat tyypillisesti 5-8 vuoden mittaisia, mutta käsityksemme mukaan Kempowerin laitteet voivat kestää huomattavasti pidempäänkin asianmukaisesti huollettuna. Yhtiön tuotteiden modulaarinen rakenne sitouttaa asiakkaita käyttämään Kempowerin ratkaisuja ja tarjoaa toisaalta joustavuutta investointipäätöksiin. Kempower tarjoaa asiakkaille mahdollisuuden skaalata latausaseman tehoa asteittain ylöspäin. Asiakas voi keventää alkuinvestointia tilaamalla aluksi vaikkapa 200 kW:n latausaseman ja nostaa tehoa myöhemmin sähköautojen määrän ja latauskysynnän kasvaessa.

Jakelu päämarkkinoilla omilla käsissä

Tuotteiden myynti tapahtuu sekä omien myyntiorganisaatioiden, että jakelukumppanien ja OEM-valmistajien kautta. Omat myyntiorganisaatiot Euroopassa sekä pian myös Pohjois-Amerikassa ovat yhtiön tärkein jakelukanava. Jakelukumppaneita hyödynnetään pienemmillä markkinoilla, kuten Lähi-Idässä, Aasiassa ja Australiassa. Lisäksi Kempower toimittaa latureita OEM-valmistajille, jotka valmistavat esimerkiksi sähkökäyttöisiä työkoneita ja myyvät latausratkaisuja päätuotteensa mukana omien brändiensä alla.

Asiakaskunta on kasvanut nopeasti

Kempowerin asiakaskunta koostuu pääasiassa latausoperaattoreista, jotka hallinnoivat tiieverkoston yhteydessä olevia latausasemia sekä hyötyajoneuvojen ja linja-autokaluston liikennöitsijöistä. Muita asiakkaita ovat mm. laite- ja ajoneuvovalmistajat (OEM) ja muut asiakasryhmät, joita palvellaan jakelu- ja asennuskumppaniverkoston kautta. Yhtiö tavoittelee asiakkaita, joiden tarpeissa on

vähintään neljä pikalatauspistettä. Yhtiö pyrkii panostamaan erityisesti asiakkuuksiin, joissa on merkittävää pitkän aikavälin liikevaihtopotentiaalia. Asiakaskunta on kasvanut nopeasti viime vuosina. Julkisia latausasemia operoiviin asiakkaisiin kuuluu mm. S-Ryhmä, Pohjoismaiden suurimpiin latausoperaattoreihin kuuluva Recharge Infra sekä brittiläinen Osprey Charging. Kempower tekee tiivistä tuotekehitysyhteistyötä asiakkaidensa kanssa erityisesti raskaiden ajoneuvojen puolella.

Pääomitettu tase tukee kasvustrategiaa

Listautumisannissa yhtiö keräsi noin 100 MEUR:n bruttovarat, mikä turvaa runsaat resurssit kasvustrategian toteuttamiseksi. Yhtiön kasvustrategia koostuu kahdesta osasta, joita ovat laajentumisstrategia ja innovaatiostrategia. Laajentumisstrategia on jo kovassa vauhdissa, sillä yhtiö on perustanut tytäryhtiöitä tärkeimmille Euroopan markkinoilleen ja palkannut runsaasti työntekijöitä myyntiin sekä markkinointiin. Lisäksi Kempower pyrkii aloittamaan toiminnan Yhdysvalloissa vuoden 2023 aikana, mikä pitää sisällään oman jakeluorganisaation perustamisen lisäksi esimerkiksi tuotteiden paikallista kokoonpanoa ja komponenttien sekä osavalmisteiden alihankintaa. Listautumisen yhteydessä yhtiö arvioi tarvitsevänsä tuotantokapasiteetin rakentamiseen vähintään 30 MEUR vuosien 2022-25 välillä. Innovaatiostrategia puolestaan käsittää tuotevalikoiman kehittämiseen ja laajentamiseen tähtäviä suunnitelmia, sekä tuotannon ja muun toiminnan kustannustehokkuuden parantamiseen tähtävää toimintaa. Tulevaisuusorientoituneen kasvustrategian toteuttaminen tarkoittaa, että yhtiön vapaa kassavirta jäänee lyhyellä aikavälillä negatiiviseksi.

Jakelustrategia



Asiakaskunta ja jakelukumppanit

Latausoperaattorit	Bussi- ja rekkayhtiöt
S-Ryhmä Recharge Infra Osprey Charging Vattenfall Power Dot Green Core	Nobina VY Buss Koiviston Auto Keolis
OEM-valmistajat	Jakelijat
Normet Epiroc Gilbarco Veeder-Root Volvo Scania	Omexom Vital EV Solutions Wenstrom European Electric Bus Company

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/6)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/6)

Uudet tilat Lahdessa moninkertaistavat tuotantokapasiteetin

Kempowerin konsernitoiminnot, tuotekehitys ja valmistus sijaitsevat Lahdessa lyhyen välimatkan etäisyydellä toisistaan. Vuoden 2022 aikana Kempower on siirtänyt toimintaansa suureen 10 000 neliömetrin kokoiseen teollisuusrakennukseen, joka palveli aiemmin Scanian busseja valmistanutta tytäryhtiötä. Uudet tilat mahdollistavat tuotantokapasiteetin kuusinkertaistamisen ja strategiakauden 200 MEUR:n liikevaihtotavoitteen saavuttamisen. Valmistus uudessa rakennuksessa käynnistyi jo kevään 2022 aikana ja muita toimintoja tullaan siirtämään myöhemmin. Lisäksi Kempower suunnittelee avaavansa uuden tuotantolaitoksen Yhdysvaltoihin lähiaikoina.

Latauslaitteiden valmistus koostuu kokoonpanosta sekä perusteellisesta testauksesta. Kokoonpano on arviomme mukaan suhteellisen yksinkertaista, eikä vaadi esimerkiksi prosessiteollisuuden verrattavissa olevia investointeja tuotantolaitteistoon, minkä vuoksi valmistuskapasiteettia voidaan kasvattaa nopeastikin. Komponenttien ja osavalmisteiden hankinta on liiketoiminnan kannalta kriittinen funktio, jonka kehittäminen vaatii pitkäjänteistä työtä. Kempowerin alihankinta on vielä toistaiseksi melko keskittynyt, sillä jopa 38 % komponenteista ja osavalmisteista ostetaan Kempppi Oy:ltä. Kempppi Oy:n hankintakapasiteetti on arviomme mukaan auttanut Kempoweria kasvamaan nopeasti liiketoiminnan alkuvaiheessa, mutta pidämme todennäköisenä, että Kempower pyrkii tulevaisuudessa laajentamaan alihankintaverkostojaan ja vähentämään riippuvuuttaan konserniyhtiö Kempistä. Arvioimme Kempowerin tuotannossa ja alihankinnassa olevan huomattavasti varaa tehostamiselle ja optimoinnille, sillä nykyisessä nopean kasvun vaiheessa yhtiön ensisijaisena

tavoitteena on ollut tuotantokapasiteetin kasvattaminen ja toimitusvarmuuden turvaaminen.

Selkeä tuotteistaminen tuo tehokkuutta tuotantoon

Kempowerin tuotevalikoimaa on pyritty kehittämään optimaaliseksi valmistuksen ja alihankinnan näkökulmasta. Koko Kempowerin tuotevalikoima perustuu pääosin samoihin komponentteihin, mikä tehostaa hankintaa ja tuotekehitystä. Tuotevalikoima koostuu muutamasta päätuotteesta, joihin voidaan tehdä tiettyjä kustomointeja asiakkaan toiveesta. Asiakkaat voivat esimerkiksi valita tehoyksikön koon ja tehon, sekä latauspisteiden määrän. Lisäksi asiakas voi valita erilaisista pistoketyypeistä ja tarjolla on myös perinteinen hidas AC-pistoke sitä tarvitseville. Myös laitteiden ulkoasun muokkaus on yleinen kustomoinnin kohde pääasiassa värien ja teippausten avulla. Asiakkaalla on tuotteen oston jälkeen aina mahdollisuus muokata lukuisia latausta koskevia ohjelmistoparametreja, kuten sitä miten latausteho jaetaan eri käyttäjien kesken. Myös maksullisen ChargeEye-pilvipalvelun käyttöönotto on valinnaista, mutta käsityksemme mukaan valtaosa asiakkaista käyttää palvelua.

Tuotteiden ominaisuudet alan parhaimmistoa

Kempowerin latausratkaisut ovat teknisesti edistyksellisiä niiden modulaarisen rakenteen ja dynaamisen tehonhallinnan ansiosta, mikä on arviomme mukaan yhtiölle selkeä kilpailuetu sekä merkittävä tekijä yhtiön korkeiden bruttomarginaalien taustalla. Yhtiön kaikki latauslaitteet perustuvat samoihin 50 kilowatin tehomoduleihin, joita voidaan asentaa haluttu määrä ja lisätä myöhemmin tarpeen mukaan. Asiakas voi aloittaa pienemmällä investoinnilla ja kasvattaa järjestelmän tehoa myöhemmässä vaiheessa kysynnän kasvaessa.

Tuotteistaminen

Rajallinen määrä tuotteita (4 kpl)

- Kaikki tuotteet käyttävät pääosin samoja komponentteja



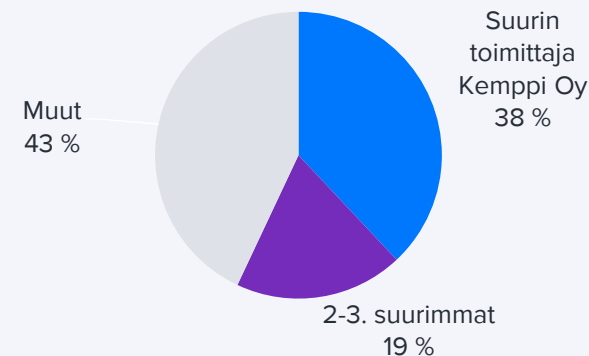
Rajallinen määrä kustomointimahdollisuuksia

- Modulaarinen rakenne mahdollistaa koon skaalaamisen
- Pistokevaihtoehdot
- Ulkoasu



Erilaisiin asiakastarpeisiin pystytään vastaamaan nopeasti, hallitusti ja kustannustehokkaasti

Alihankintojen jakautuminen (2020)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (5/6)

Dynaaminen tehonhallinta puolestaan johtaa nopeampiin latausaikoihin ja tehoyksikön korkeampaan käyttöasteeseen, mikä laskee latausjärjestelmän investointikustannuksia ja parantaa asiakkaan käyttökokemusta. Dynaaminen tehonhallinta tarkoittaa, että ohjausyksikkö pystyy tunnistamaan kunkin yhtäaikaisen lataajan todellisen tehontarpeen ja jakamaan käytettävissä olevaa kapasiteettia usealle eri käyttäjälle. Korkeiden käyttäjäkohtaisten latausnopeuksien mahdollistaminen matalammalla järjestelmän maksimiteholla tuo kustannussäästöjä latausoperaattoreille, joille latausaseman yhteyteen rakennettavan tehokkaan sähköliittymän juoksevat kustannukset ovat kooltaan merkittäviä ja määrittävät osittain maksimitehon perusteella.

Tuotekehitys toimii pohjana teknologiajohtajuudelle

Teknologiaosaaminen ja tuotekehitys ovat tärkeässä osassa Kempowerin liiketoiminnassa, sillä yhtiön kilpailukyky perustuu erityisesti lisäarvon luomiseen asiakkaille tuotteiden ominaisuuksien kautta. Tuotekehityksessä työskenteli 61 henkilöä eli 23 % koko yhtiön henkilöstöstä kesäkuun 2022 lopussa. Tuotekehityksen kustannukset olivat 13 % liikevaihdosta vuonna 2021. Kempower hyötyy Kempin vuosikymmenten pituisesta kehitystyöstä DC-virtalähdeteknologian osalta. Kaikki Kempowerin latausratkaisuja koskevat IPR-oikeudet on kuitenkin siirretty Kempowerin omistukseen.

Kempower on hakenut patenteja tietyille yhtiön tuotteisiin kohdistuville ratkaisuille koskien esimerkiksi latauskaapelia, virtalähdettä ja ohjelmistoja. Patentoinnilla on useita merkityksiä yhtiön liiketoiminnalle. Patenttihakemuksilla pyritään varmistamaan, että Kempowerilla säilyy oikeus käyttää hyväksi kokemiaan ratkaisuja eivätkä muut

toimijat voi patentoida niitä. Jotkut patenttihakemukset tai patentit voivat lisäksi suojata Kempoweria kilpailulta jossain määrin. Arvioimme patentoinnilla aikaansaatuja kilpailullisten vallihautojen olevan kuitenkin kokonaiskuvassa merkitykseltään vähäisiä, sillä jokseenkin samankaltaisia toiminnallisuuksia on mahdollista kehittää useilla erilaisilla teknisillä ratkaisuilla. Arvioimme Kempowerilla kuitenkin olevan teknologista etumatkaa verrattuna useimpiin kilpailijoihin mm. tehonhallinnan saralla. Vastaavien ominaisuuksien kehittämiseen voi kuluu kilpailijoilta useita vuosia erityisesti sellaisilla toimijoilla, jotka eivät ole panostaneet vastaavalla intensiteetillä tuotekehitykseen ja omaan tehonhallintateknologiaan.

Muotoilu ja asiakaskokemus hyvällä tasolla

Kempowerin latausratkaisujen suunnittelussa ja muotoilussa on otettu huomioon tyypilliset käytännön haasteet, joita niin latausasemien rakentajat kuin itse loppukäyttäjät joutuvat kohtaamaan. S-Series-latausjärjestelmässä satelliittilatausasemat voidaan sijoitella jopa 80 metrin päähän itse tehoyksiköstä, mikä mahdollistaa asiakkaiden erilaiset tilankäytölliset ratkaisut. Lisäksi itse latauspisteen suunnittelussa on otettu huomioon erilaisten autojen poikkeavat latauskytkennän sijoitusratkaisut tekemällä latausjohdosta hyvin ylettyvä. Latausjohdon rakenne myöskin ehkäisee latauspään vaurioitumista maahan osuessaan.

Myös käyttöliittymään ja loppukäyttäjälle tarjottavaan informaatioon on kiinnitetty Kempowerin tuotteissa erityistä huomiota. Sähköautojen pikalatausasemilla on tyypillisesti näyttö, joka kertoo lataustapahtuman kannalta oleellista informaatiota, kuten akun lataustason, toteutuneen latausajan, lataustehon (kW)

sekä ladatun energian määrän (kWh). Kempowerin S-Series latausasemilla kyseisiä tietoja voi myös seurata käyttäjän omasta älypuhelimesta latausaseman näytöltä skannattavan QR-koodin avulla ilman erillistä sovellusta. Pikalatausasemilla lataustapahtuman kesto on tyypillisesti kymmeniä minutteja, jonka asiakas yleensä viettää auton sisällä tai esimerkiksi huoltoasemalla asioiden, jolloin lataamista on kätevää seurata omasta älypuhelimesta.

ChargEye pilvipalvelu tehostaa prosesseja

Laitteiden tukena toimii Kempowerin oma ChargEye-pilvipalvelu, johon kaikki yhtiön toimittamat latausjärjestelmät kytketään käyttöönoton yhteydessä. Palvelun tarkoitus on tehdä asiakasyritysten toiminta mahdollisimman helpoksi ja tehokkaaksi. Palvelu on rakennettu Kempin Oy:n hitsauslaitteita varten kehitetyn WeldEyen pohjalta, joka on ollut käytössä jo vuodesta 2008 alkaen. Siten Kempowerilla on nuoresta iästään huolimatta runsaasti kokemusta pilvipohjaisista taustajärjestelmistä. Palvelu tehostaa latauslaitteiden huoltoa, asiakkaiden tiedonhallintaa ja kehittää laitteiden elektroniikan suorituskykyä. Järjestelmän kautta ajetaan reaaliaikaisia ohjelmistopäivityksiä ja voidaan suorittaa etähuoltotoimenpiteitä. Jokainen latauskerta tallentuu ChargEye-pilvipalveluun ja datapolku voidaan integroida suoraan asiakkaiden omiin toiminnanohjausjärjestelmiin. Datan perusteella asiakkaat saavat tärkeää tietoa lataussykleistä, pullonkaloista ja muista tekijöistä, joiden avulla latausaseman toimintaa voidaan optimoida. Lisäksi järjestelmä hyödyntää keinoälyä ja koneoppimista lataustarkkuuden parantamiseksi. Kempower voi myös datan pohjalta analysoida ja optimoida omien laitteidensa suorituskykyä eri automallien kohdalla.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (6/6)

Kempowerin tuotevalikoima



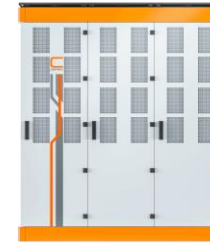
S-Series ja C-Series

- Latausjärjestelmä soveltuu erityisesti suurten ja laajalle levittäytyneiden ajoneuvomäärien lataamiseen.
- Järjestelmä koostuu S-Series satelliittilatauspisteistä sekä C-Series lataustehoyksiköstä.
- Modulaarinen rakenne mahdollistaa tehon skaalaamisen helposti asiakkaan tarpeiden mukaiseksi.
- Satelliittilatauspisteiden pieni koko mahdollistaa tehokkaan tilankäytön latausasemalla ja tehoyksikkö voidaan sijoittaa jopa 80m päähän latauspisteistä.
- Latausjärjestelmän perusmallin kokonaisteho on 50-600 kW.
- Nestejäähdytteisillä lataussatelliiteilla yksittäistä ajoneuvoa voidaan ladata jopa 400 kW:n teholla.

Satelliittilatauspisteet



Lataustehoyksikkö



C-Station

- Kompakti latausjärjestelmä suurten ajoneuvomäärien lataamiseen. Soveltuu erityisesti paikkoihin, joissa ei ole tilaa erilliselle lataustehoyksikölle.
- Asemilla on tyypillisesti neljä latausulostuloa ja yksi tai kaksi latauskaappia joiden latausteho on 50-400 kW.
- Sisäänheittotuote asiakkaille, jotka ovat tottuneet integroituihin latausjärjestelmiin.



T-Series

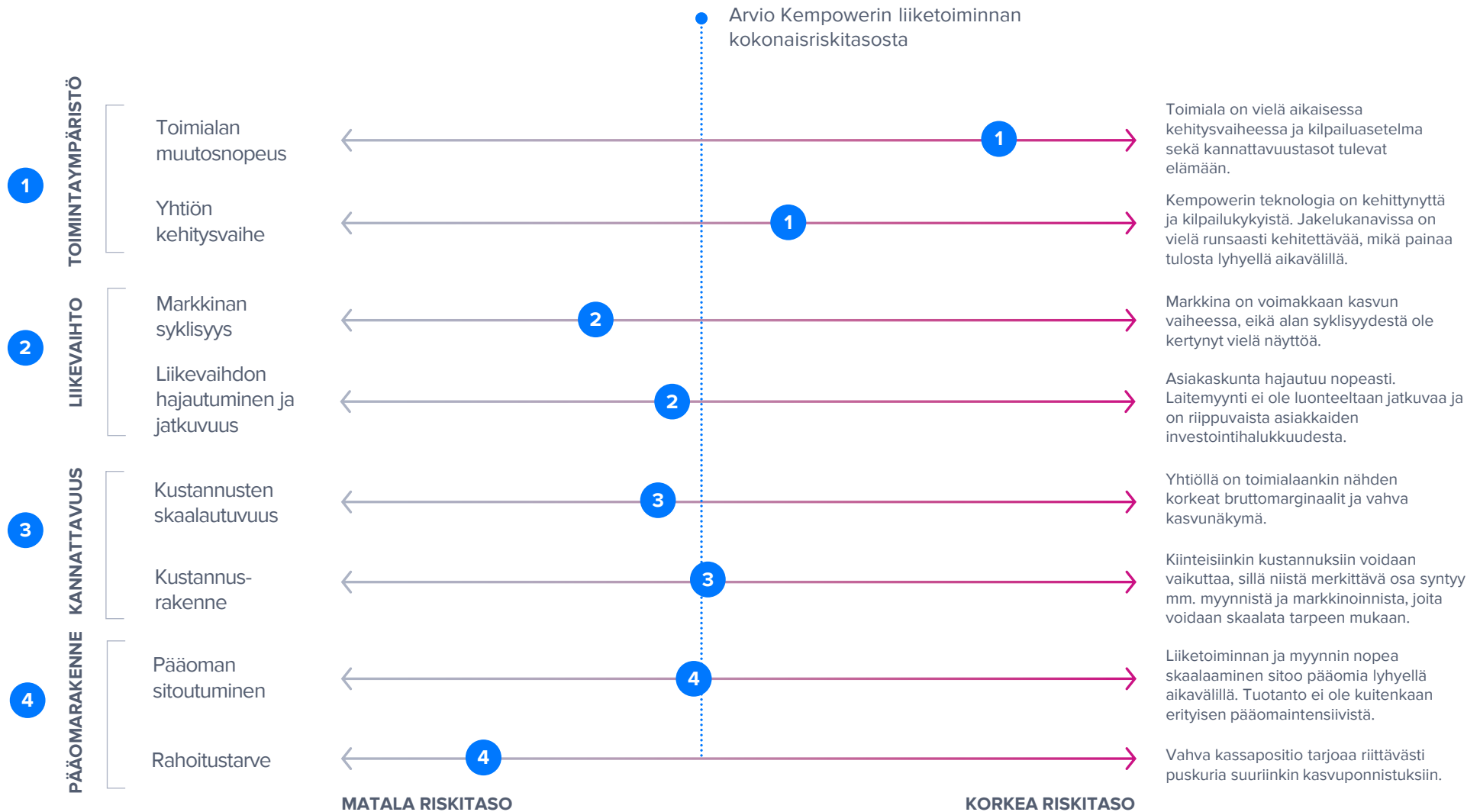
- Siirrettävä DC-laturi, joka sisältää sekä tehoyksikön että latausulostulon ja käyttöliittymän yhdessä kompaktissa paketissa.
- Laturissa on tehoa 40 kW, joka voidaan jakaa yhtäaikaaisesti kahdelle lataajalle.



ChargEye

- Kaikki Kempowerin tuotteet yhdistetään ChargEye-pilvipalveluun, mutta järjestelmän ominaisuuksien käyttöönotto on asiakkaalle valinnainen päätös (useimmat ottavat maksulliset ominaisuudet käyttöön).
- Palvelun kautta laitteisiin voidaan asentaa ohjelmistopäivitykset ja niihin voidaan tehdä etähuoltotoimenpiteitä
- Jokainen lataus tallentuu pilveen. Dataa voidaan hyödyntää asiakkaiden prosessien tehostamiseen ja esimerkiksi lataussykliin optimointiin.
- Data voidaan integroida asiakkaiden omiin järjestelmiin.
- Järjestelmä tunnistaa mm. ladatun auton merkin ja mallin. Dataa voidaan hyödyntää Kempowerin omassa tuotekehityksessä laitteiden yhteensopivuuden parantamiseksi eri automallien kanssa.
- ChargEye pilvipalvelu tuo pientä jatkuvaa liikevaihtoa Kempowerille, mutta sen osuus pysyy arviomme mukaan melko matalana myös pitkällä aikavälillä.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/3)

Strategia lyhyesti

Listautumisen yhteydessä vuoden 2021 lopussa julkaistu strategia koostuu kahdesta osasta, joita ovat laajentumisstrategia ja innovaatiostrategia. Yhtiö tavoittelee 200 MEUR:n liikevaihtoa ja 10 %:n liikevoittomarginaalia 2025-27 mennessä. Pitkällä aikavälillä yhtiö tavoittelee yli 15 %:n liikevoittomarginaalia. Yhtiö edistää tavoitteitaan ensisijaisesti orgaanisin keinoin, mutta myös yritysostot ovat osana työkalupakkia. Osinkoa ei makseta lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä, sillä raha pyritään käyttämään kasvutavoitteiden saavuttamiseen.

Jakelu laajentumisstrategian ytimessä

Osana laajentumisstrategiaansa Kempower laajentaa toimintaansa uusille maantieteellisille alueille sekä jatkaa soveltuvien alueiden ja laajentumistapojen arviointia. Yhtiö on vuosien 2021-22 aikana perustanut maayhtiöitä useimmille tärkeille Euroopan markkina-alueille sisältäen mm. Iso-Britannian, Saksan, Ranskan ja Italian sekä useita pienempiä maita. Kempower jakelee tuotteitaan tärkeimmillä markkinoilla lähtökohtaisesti omien myyntiorganisaatioidensa kautta. Yhtiö arvioi markkinakohtaisesti mikä toimintatapa soveltuu sille parhaiten. Euroopan ulkopuolella Kempowerin ratkaisuja on toimitettu pääosin jakelijoiden kautta ja myös jakeluverkostoa halutaan vahvistaa.

Yhtiön tavoitteena on aloittaa toiminta Yhdysvalloissa vuoden 2023 loppuun mennessä. Yhdysvaltoihin tullaan perustamaan oma myyntiorganisaatio sekä tuotantolaitos. Alkuperäisen listautumisen yhteydessä kerrotun strategian mukaan toiminta oli määrä aloittaa vuoden 2025 loppuun mennessä, mutta yhtiö päätti edetä nopealla aikataululla ja kertoi uudesta aikataulusta kesäkuussa 2022 arvioituaan markkinan kehitystä. Uskomme, että Kempowerin kannattaa alkaa

paaluttaa asemiaan Yhdysvaltojen markkinoilla mahdollisimman pian. Toukokuussa 2022 Kempower tiedotti ensimmäisistä kaupoistaan Yhdysvaltalaiselle asiakkaalle. Paikallisen tuotantolaitoksen perustaminen Yhdysvaltoihin tukee yhtiön kaupallisia mahdollisuuksia ja auttaa valtion kotimaisuusasteesta riippuvaisten investointitukien saamisessa. Kokoonpanolaitoksen sijainti ei ole vielä selvillä, mutta odotamme yhtiön tiedottavan lisää laajenemishankkeesta seuraavien 6 kuukauden aikana. Arvioimme tuotannon alkavan vuoden 2023 puolivälin tienoilla.

Innovaatiostrategian fokusalueina tuotteet ja tehokkuus

Maantieteellisen laajentumisen lisäksi Kempower haluaa jatkaa tuotevalikoiman, tuotannon ja teknologian kehittämistä. Arvioimme yhtiön nykyisen tuotevalikoiman olevan ominaisuuksiltaan ja laadultaan vahva, mutta yhtiö jatkaa kehitystyötä pitääkseen tuotevalikoimansa kilpailukykyisenä jatkossakin. Yksi innovaatiostrategian merkittävimpiä osa-alueita on mielestämme tuotannon ja toiminnan kustannus- ja investointitehokkuuden parantaminen. Tuotannon kustannustehokkuus ei ole nykyisellään vielä optimaalisella tasolla, sillä toiminnan alkuvaiheessa pääfokus on ollut valmistusmäärien kasvattamisessa sekä tuotteiden laadun varmistamisessa. Lisäksi alihankinnasta suuri osa (2020: 38 %) tulee konserniyhtiö Kemppi Oy:n kautta, mikä ei pidemmän päälle ole kustannustehokkain ratkaisu. Operaatioiden kehittäminen ja tehostaminen tulee olemaan yksi tulevaisuuden kilpailutekijöistä, sillä arvioimme pikalatausteknologian kilpailukentän harmonisoituvan ja konsolidoituvan pitkällä aikavälillä, jolloin tuotteiden ominaisuuksien suhteellinen painoarvo kilpailussa vähenee ja kustannustehokkuus, jakelu ja brändi korostuvat.

Strategia pähkinänkuoressa

Laajentumisstrategia

- Jakeluverkoston laajentaminen mahdollistaa liikevaihdon skaalaamisen.
- Laajentuminen Euroopassa jo kovassa vauhdissa.
- Kempower perustaa Yhdysvaltoihin myyntiorganisaation ja paikallisen tuotantolaitoksen.

Innovaatiostrategia

- Nykyinen tuotevalikoima tarjoaa erinomaisen pohjan kasvun rakentamiselle, mutta tuotteiden kehitystyötä jatketaan edelleen.
- Tuotannon- ja toiminnan kustannus- ja investointitehokkuutta pyritään kehittämään. Arvioimme kustannustehokkuuden merkityksen korostuvan pitkällä aikavälillä.
- Kokonaan uusien tuotteiden tai ominaisuuksien innovointi tutkimuksen ja kehitystoiminnan avulla.
- Yritysostot ovat yksi mahdollisuus tuotevalikoiman vahvistamiseksi.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/3)

Nykyisten tuotteiden sekä operaatioiden kehittämisen lisäksi Kempower haluaa myös panostaa pitkäjänteiseen tutkimus- ja tuotekehitykseen uusien innovaatioiden luomiseksi. Tämä voi tarkoittaa esimerkiksi tuotevalikoiman laajentamista tai kustannustehokkaampien ratkaisujen käyttöönottoa. Organisen kehitystyön lisäksi arvioimme myös yritysostojen toimivan yhtenä keinona tuotevalikoiman laajentamisessa. Kempower voisi esimerkiksi yhdistää uudentyypisiä latauspäitä omaan tehonhallinta- ja ohjelmistoteknologiaansa ja siten laajentaa latausasematarjontaansa esimerkiksi sähköisten hyötyajoneuvojen tai alusten saralla.

Pidämme liikevaihtotavoitetta realistisena

Kempowerin tavoite kasvattaa liikevaihto 200 MEUR:oon 4-6 vuoden kuluttua listautumisesta (2025-27) on mielestämme realistinen ja uskomme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet ylittää tavoitteeseen jo ennen vuotta 2025. Vahvana jatkunut liikevaihdon ja tilauskannan kasvu vuoden 2022 H1:llä enteilee jo lähes 100 MEUR:n liikevaihtoa koko vuoden osalta. Kun tähän vielä lisätään kohdemarkkinan lähes kaksinkertaistuminen toiminnan laajentamisella Yhdysvaltoihin, voimakas markkinakasvu sähköautoilun yleistymisen myötä ja Kempowerin erinomaiset tuotteet, ei liikevaihdon tuplaaminen vuoden 2022 jälkeen ole mielestämme lainkaan mahdoton tehtävä strategiakauden aikana. Pidämme tavoitteen ylittymistä todennäköisenä ja ennustamme vuosien 2025-27 liikevaihdoksi 360-494 MEUR.

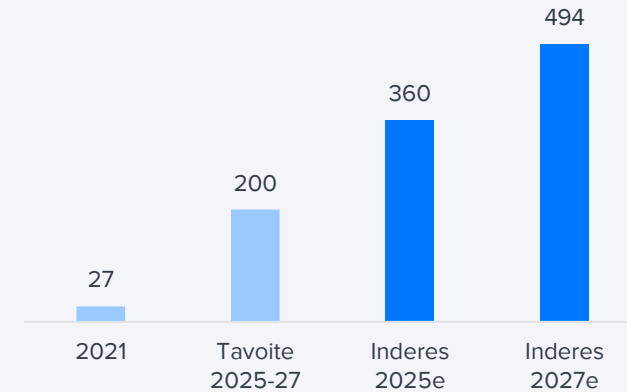
Kannattavuustavoitteet ovat verrattain kohtuulliset

Yhtiö tavoittelee liikevoittomarginaalin nostamista 10 %:iin 4-6 vuoden kuluttua listautumisesta ja pitkällä aikavälillä vähintään 15 %:iin. Nykyisessä organisaation rakennusvaiheessa kannattavuus ei ole vielä

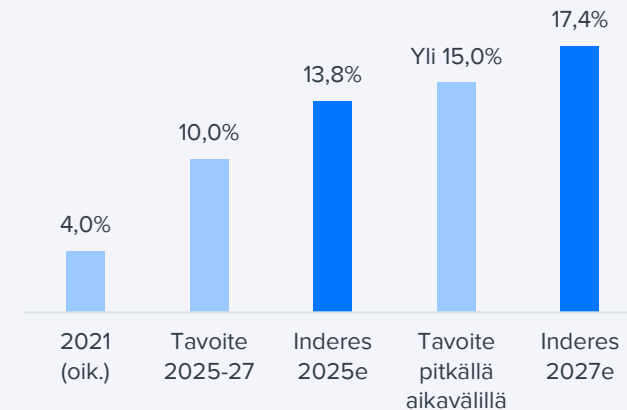
optimaalisella tasolla. Suuret rekrytoinnit (henkilöstön lukumäärän moninkertaistuminen) ja uusien tuotantotilojen ylösajo ovat toistaiseksi estäneet normaalin kannattavuuden saavuttamisen. Vuoden 2021 oikaistu liikevoittomarginaali 4 % on silti mielestämme varsin hyvä suoritus yhtiön kehitystilanne huomioiden. Yhtiön pääkilpailijoista Tritium on vielä selvästi tappiollinen (EBIT H2 2021: -87 %) ja ABB:n eMobility-yksikkökin tavoittelee neutraalia käyttökatetta vuoden 2022 osalta, vaikka molempien kilpailijoiden liikevaihdot ovat Kempoweria korkeampia.

Keskeisistä kilpailijoista ABB pyrkii 15-20 %:n ja Tritium yli 20 %:n käyttökatemarginaaliin. Vaikka suhtaudummekin näihin tavoitteisiin pienellä varauksella, niin niistä voi mielestämme tehdä sellaisen tulkinnan, että Kempowerin omat kannattavuustavoitteet ovat melko realistisen tai jopa varovaisen kuuloisia ottaen huomioon kilpailijoita selvästi paremman katteiden nykyisen lähtötason. Kempowerin bruttomarginaali on selvästi kilpailijoiden tasoa korkeampi (Kempower 2021: 46 %, Tritium H2'21: 6 %, ABB eMobility 25-30 %), mikä voisi tarkoittaa että myös pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaali on hyvä kilpailijoihin verrattuna. ABB:n matalampaan katetasoon toki vaikuttaa, että yhtiö toimii myös korkean volyymin AC-latausratkaisujen markkinalla ja siksi yhtiön 30 %:n bruttokatetavoite ei ole täysin vertailukelpoinen Kempowerin bruttomarginaaliin nähden. Keskipitkällä aikavälillä Kempowerilla on mielestämme hyvät mahdollisuudet parantaa kannattavuuttaan liikevaihdon kasvuun myötä. Pitkällä aikavälillä hintapaine tulee todennäköisesti haastamaan alan kannattavuustasoa ja myös Kempowerin tekninen etumatka voi kaventua ajan myötä. Näemme yhtiöllä kuitenkin hyvät mahdollisuudet selviytyä tulevasta konsolidaatiosta voittajien joukossa.

Liikevaihdon tavoitetaso (MEUR)



Liikevoitto-%:n tavoitetasot



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/3)

Strategiset tavoitteet aikajanalla



Strategian toteuttamisen kannalta olennaiset haasteet ja riskit

Voitetut haasteet

- Kiitos Kemppi Oy:n vuosikymmenten mittaisen kehitystyön, Kempower on onnistunut lanseeraamaan edistynyttä latausteknologiaa suhteellisen kustannustehokkaasti
- Partneroituminen merkittävien asiakkaiden kanssa tukee tuotekehitystä sekä Kempowerin brändin kehitystä

Lähitulevaisuus 2022-26

- Uusien maiden poikkeava toimintaympäristö voi tuoda yllätyksiä
- Nopea laajentuminen pakottaa rekrytoimaan nopeasti ja voi aiheuttaa kasvukipuja organisaatiossa
- Tuotannon ja alihankinnan käynnistäminen Yhdysvalloissa voi ottaa aikansa ja painaa kannattavuutta lyhyellä aikavälillä

Pitkä aikaväli 2026-

- Kilpailijoilla on vahvat resurssit ja he pyrkivät kuromaan Kempowerin teknologian edut kiinni
- Hintakilpailu on väistämätöntä. Markkinan pitkän aikavälin kannattavuustaso on toistaiseksi vielä kysymysmerkki

Toimialan arvoketju

Henkilöautoille suunnattujen julkisten latausasemien arvoketju

+ KEMPOWER

Komponenttitoimittajat	Laitevalmistaja	Asentaja	Vertikaalinen integroituminen arvoketjussa yleistä		
Toimittavat tyypillisiä elektroniikka-teollisuudessa käytettyjä komponentteja	Valmistavat latauslaitteita ja ohjelmistoja	Suorittaa asennuksen yleensä laitevalmistajan pyynnöstä Voi tarjota elinkaari palveluita	Asemien omistaja	Latausaseman operaattori	Latauspalveluyhtiö
			Omistaa latausaseman tai maa-alueen ja vuokraa niitä operaattorille	Ostaa sähköä verkosta, myy sähköä asiakkaalle, kantaa käyttöasteeseen liittyvän riskin	Myy latausoikeutta loppuasiakkaille, ostaa latausoikeuksia mahdollisesti useilta latausasemien operaattoreilta



Kaupallisten ajoneuvojen latausratkaisujen arvoketju

+ KEMPOWER

Komponenttitoimittajat	Laitevalmistajat	OEM*	Asentaja	Ajoneuvojen omistaja
Toimittavat tyypillisiä elektroniikka-teollisuudessa käytettyjä komponentteja	Valmistavat latauslaitteita ja ohjelmistoja	OEM voi tarjota asiakkaalle latausratkaisun esim. bussin tai työkoneen mukana	Suorittaa asennuksen ja voi tarjota elinkaari palveluita	Käyttää latausratkaisua ajoneuvolaivueensa lataamiseen



*OEM on mahdollinen väliporras, mutta ratkaisuja myydään myös suoraan loppuasiakkaille
Lähde: Kempower ja Inderes

Markkina- ja toimintaympäristö (1/5)

Markkinan koko ja kasvu

Sähköajoneuvojen latauslaitteiden markkinan koko oli Kempowerin kohdealueilla Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa yhteensä 1,9 MRD euroa vuonna 2020, josta DC-laturien eli Kempowerin kohdesegmentin osuus oli 0,6 MRD euroa.

Boston Consulting Groupin vuonna 2021 julkaiseman toimialaraportin¹ mukaan DC-latausratkaisujen markkinan odotetaan kasvavan Kempowerin kohdealueilla keskimäärin noin 20 % per vuosi ja yltävän noin 4 MRD:iin euroon vuonna 2030. DC-latausratkaisujen markkinakasvun odotetaan olevan hieman voimakkaampaa verrattuna hitaisiin AC-latureihin. Kasvun odotetaan olevan suhteellisesti erityisen voimakasta Yhdysvalloissa (CAGR: 27 %), missä latausinfrastruktuuri ja sähköautokanta ovat vielä toistaiseksi jäljessä Eurooppaan verrattuna. Euroopassa DC-latausmarkkinan odotetaan kasvavan keskimäärin 17 % vuodessa vuosien 2020-30 välillä.

Henkilöautokanta sähköistyy vauhdilla

Ajoneuvokannan odotetaan sähköistyvän voimakkaasti tulevan vuosikymmenen aikana, mikä luonnollisesti tukee latauslaitteiden kysyntää. Sähköisten henkilöajoneuvon osuus rekisteröidystä autokannasta oli vuoden 2021 lopussa vasta noin 1 % Euroopassa ja alle 1 % Yhdysvalloissa. Osuuden odotetaan kasvavan Euroopassa 16 %:iin vuoteen 2030 mennessä ja 41 %:iin vuoteen 2040 mennessä. Myös Yhdysvalloissa sähköautojen kauppa on kiihtynyt viime aikoina erityisesti polttoaineiden hinnan nousun seurauksena. Uusien henkilöautojen myynnistä sähköajoneuvojen osuus oli vuonna 2021 jo 9 % Euroopassa ja 4 % Yhdysvalloissa. Uusien sähköisten ajoneuvojen myynti on tärkeä ajuri autokannan kehitykselle, joka puolestaan ohjaa

latauslaitteiden kysyntää ja käyttöasteita.

Raskas liikenne on pikalatausten suurkuluttaja

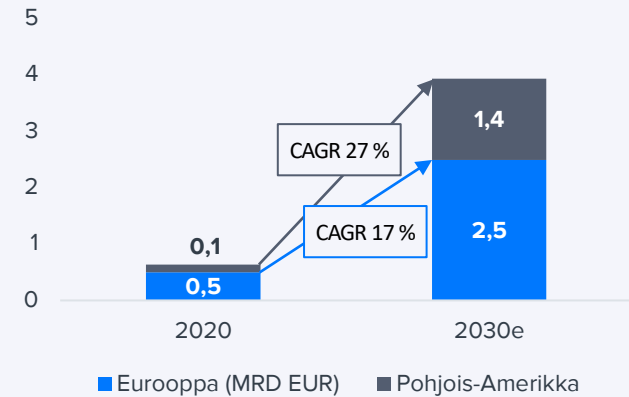
Kaupallisten sähkökäyttöisten ajoneuvojen, kuten bussien ja rekkujen lukumäärän suhteellisen kasvun odotetaan olevan vielä henkilöautoapuoltakin voimakkaampaa. Sähkökäyttöisten kaupallisten ajoneuvojen lukumäärän arvioidaan lähes kolminkertaistuvan Euroopassa ja nelinkertaistuvan Yhdysvalloissa vuosina 2019-24. Vuosien 2024-30 välillä näiden ajoneuvojen lukumäärän odotetaan kasvavan keskimäärin 33 %:n vuotuista vauhtia ja yltävän yhteensä 6 miljoonaan vuonna 2030. Arvioitu lukumäärä vuonna 2030 on noin kymmenes ennustetusta sähköisten henkilöautojen lukumäärästä, mutta kaupallisten ajoneuvojen kulutus ja käyttöasteet ovat korkeammat, minkä vuoksi niitä tulee myös ladata useammin ja nopeammin. Siinä missä henkilöautojen latauksista noin 10-30 % tehdään pikalatausasemilla, raskaiden sähköajoneuvojen kohdalla arvioimme luvun olevan yli 50 %.

Ilmastonmuutoksen torjunta tärkein syy liikenteen sähköistymisen taustalla

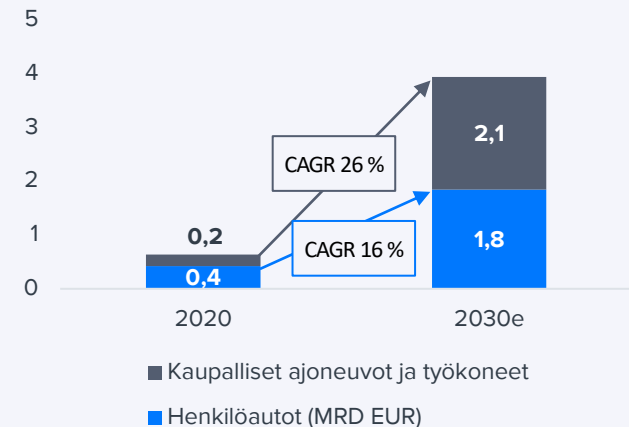
Hiilidioksidipäästöjen vähentäminen on tärkein sähköisten ajoneuvojen yleistymisen taustalla vaikuttava teema. Tieliikenne tuotti 22 % Euroopan Unionin alueella syntyneistä hiilidioksidipäästöistä vuonna 2019². Päästöjen vähentäminen vaikuttaa ajoneuvokannan sähköistymiseen useiden eri mekanismien kautta. Viranomaisten autonvalmistajille asettamat päästörajoitukset ovat yksi tärkeimpiä henkilöautojen sähköistymiseen vaikuttavia ajureita. EU:ssa autonvalmistajille asetetut päästörajoitukset kiristyvät asteittain, jotta henkilöautojen tuottamia päästöjä saadaan leikattua tavoitteiden mukaisesti.

Lähteet: 1) BCG: Why Electric Cars Can't Come Fast Enough (huhtikuu 2021), 2) UNCC

Kohdemarkkinan kasvu maantieteittäin



Kohdemarkkinan kasvu segmenteittäin



Lähde: Boston Consulting Group

Markkina- ja toimintaympäristö (2/5)

Myös muilla markkinoilla, kuten Yhdysvaltojen eri osavaltioissa, on otettu käyttöön kannustinjärjestelmiä ja rajoituksia, jotka ohjaavat autonvalmistajia matalapäästöisten autojen, kuten täyssähköautojen valmistamiseen. Ilmastonmuutoksen torjumisen lisäksi hengitysilman laadun parantamiseen tähtäävät toimet kaupungeissa vauhdittavat autoilun sähköistymistä. Useat suurkaupungit kuten Pariisi (2030) ja Rooma (2024) ovat päättäneet kieltää bensiini- ja dieselkäyttöisten autojen käytön keskusta-alueilla tulevaisuudessa. Myös Iso-Britannia aikoo kieltää diesel- ja bensiinautojen myynnin vuodesta 2030 lähtien. Kieltojen avulla voidaan parantaa kaupunkien ilmanlaatua ja vähentää terveydelle haitallisia typpi- ja rikkidioksidipäästöjä. Lainsäätäjän lisäksi myös kuluttajat ja pääomamarkkinat odottavat autonvalmistajilta vähäpäästöiseen tulevaisuuteen nojaavia strategioita, minkä johdosta useat eri autonvalmistajat ovat ilmoittaneet vähentävänsä tai lopettavansa polttomoottorilla varustettujen autojen tuotantoa.

Akkujen halvempi hinta tukee sähköistymistä

Pitkän aikavälin trendinä on ollut, että kehittyvä ja halpeneva akkuteknologia tekee sähköautoista aiempaa houkuttelevamman vaihtoehdon kuluttajille. Akuston osuus sähköauton valmistuskustannuksista on arviomme mukaan noin 15-30 % mallista riippuen. Litiumioniakustojen hinta per kWh on laskenut lähes 90 % vuosien 2010-2020 välillä ja hinnan odotetaan laskevan edelleen 30 % vuosien 2020-30 välillä*. Koronapandemiaa seurannut kustannusinflaatio on tosin nostanut akkumetallien hintoja, mikä ei kuitenkaan toistaiseksi ole hidastanut sähköautojen myyntiä. Kustannusinflaatio näkyy myös polttomoottoriautojen valmistuskustannuksissa sekä polttoaineen hinnoissa, mikä tasoittaa tilannetta eri

ajoneuvotyyppien välillä. On mahdollista, että akkujen hinnannousu jarruttaa sähköautojen myynnin kasvua muutaman vuoden jännteellä. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että pitkällä aikavälillä akustojen hinnat jatkavat laskuaan, mikä tukee liikenteen sähköistymistä.

Kempower keskittyy pika- ja suurteholatureihin

Sähköajoneuvojen latausratkaisut voidaan jakaa kolmeen tuotesegmenttiin, hitaisiin latausratkaisuihin (1-22 kW), pikalatausratkaisuihin (22-100 kW) ja suurteholatausratkaisuihin (>100 kW). Kempower keskittyy teknologisesti vaativampiin pika- ja suurteholatausratkaisuihin, joissa yhtiö hyödyntää Kempower Oy:ltä perimäänsä korkeatasoista sähkötekniikka osaamista. Tasavirtaa syöttävät pika- ja suurteholatausratkaisut ovat paitsi monimutkaisempia, myös huomattavasti hintavampia laitteita, joiden valmistajia löytyy markkinoilta vähemmän. Hitaat latausratkaisut ovat teknologialtaan yksinkertaisia vaihtovirtaa syöttäviä laitteita, joiden valmistus ei vaadi korkeaa teknologista osaamista.

Eri tuotesegmenteille on omat käyttötarkoituksensa

Edellä mainittujen kolmen tuotesegmentin käyttötarkoitukset poikkeavat merkittävästi toisistaan, mikä liittyy pääasiassa tuotteiden hintaan ja teho-ominaisuuksiin. Huomattavan alkuinvestoinnin vaativia DC-latausratkaisuja käytetään tyypillisesti kaupallisissa tarkoituksissa, kuten tienvarsien latauspisteissä, joissa ajoneuvoja ladataan tyypillisesti vain lyhyitä aikoja sekä kaupallisten ajoneuvojen kuten bussien ja työkoneiden latausasemilla. Nopeita DC-latausasemia hyödynnetään lisäksi kauppojen ja hotellien pysäköintialueilla sekä kaduilla ja muilla julkisilla paikoilla. Työpaikkapysäköinnissä pikalatausasemat ovat kuitenkin melko harvinaisia.

Kohdemarkkinan kasvun ajurit

Sähköisten henkilöautojen voimakas yleistyminen

- Sähköautokannan odotetaan 10-kertaistuvan 2030 mennessä ja 30-kertaistuvan 2040 mennessä
- Henkilöautoille suunnattujen latausasemien operaattorit investoivat latausinfrastruktuuriin etupainotteisesti lyhyen aikavälin negatiivisesta kannattavuudesta huolimatta

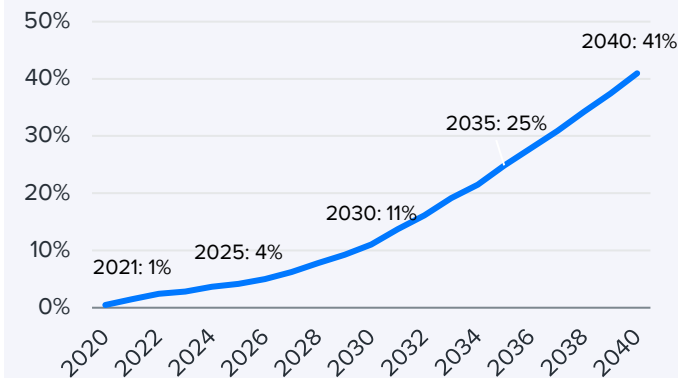
Kaupallisten sähköajoneuvojen yleistyminen

- Sähköisiä voimalinjoja otetaan käyttöön eri alueilla, kuten joukkoliikenteessä, kuorma-autoissa, työkoneissa ja aluksissa

Aftermarket-liikevaihdon osuus kasvaa

- Huolto, ohjelmistot ja varaosat mahdollistavat noin 5-10 % lisäliikevaihtoa laitemyynnin päälle

Sähköautojen osuus autokannasta Euroopassa*



* Ennuste sisältää vain täyssähköautojen osuuden
Lähde: Kempower

Markkina- ja toimintaympäristö (3/5)

Hitaita AC-latausratkaisuja myydään laajasti useisiin eri asiakassegmentteihin mm. kotitalouksille, työpaikoille, kaupoille, hotelleille ja kaupallisten ajoneuvojen operoijille. Näiden ratkaisujen etuna edullisen hinnan lisäksi on, että kotitalouksienkin olemassa olevat sähköliittymät riittävät melko hyvin, jolloin alkuinvestoinnit ovat kohtuullisia. Hitaat latausratkaisut soveltuvat hyvin pitkäaikaiseen auton lataamiseen (esimerkiksi yön yli), mutta heikosti lyhytaikaiseen lataamiseen esimerkiksi huoltoasemilla tai muualla tieverkoston varsilla.

Julkisen pikalatausverkoston houkuttelevuus paranee teknologisen kehityksen myötä

Teknologinen kehitys autojen ja latausratkaisujen osalta on parantanut sekä AC- että DC-latauksen suorituskykyä, mutta näemme DC-latauksella olevan enemmän realisoimatonta kehityspotentiaalia perinteiseen AC-teknologiaan verrattuna. DC-latausasemien tehot kasvavat, minkä lisäksi uudet sähköautot mahdollistavat yhä tehokkaamman DC-lataamisen. DC-teknologian kehittyminen mahdollistaa julkisen latausverkoston kehittämisen aiempaa käyttäjäystävällisemmäksi ja kustannustehokkaammaksi, minkä ansiosta sähköautoilun pariin voi siirtyä yhä useampia kuluttajia, joilla ei ole mahdollisuutta ladata autoaan kotona tai jotka tarvitsevat julkista pikalatausta pitkillä matkoilla.

Julkisen lataamisen yleisyys vaihtelee jonkin verran maantieteellisten alueiden välillä. Aasiassa sähköautojen lataamisesta jopa 40 % tehdään kodin ja työpaikan ulkopuolella, mikä tukee markkinapotentiaalia DC-latausratkaisuille. Euroopassa ja Yhdysvalloissa julkinen lataaminen ei ole aivan yhtä yleistä, sillä vain noin 25-30 % lataamisesta tapahtuu kodin ja työpaikan ulkopuolella.

Lähteet: 1) Virta Global 2) Autovista24 3) Statkraft

Etenkin Yhdysvalloissa julkinen pikalatausverkosto, kuten myös sähköautojen osuus koko autokannasta, ovat vielä aikaisessa kehitysvaiheessa.

Latauspisteiden tarvittava lukumäärä riippuu esimerkiksi maantieteestä ja laturien tehosta

EU:n nimittämä komissio arvioi vuonna 2014, että käytössä olevien sähköautojen suhde julkisten latauspaikkojen määrään tulisi olla korkeintaan 10:1, jotta latauspaikkojen kapasiteetti riittäisi palvelemaan autoilijoita. Kyseinen suhde oli EU:ssa 7:1 vuonna 2021¹, eli hieman edellä mainittua suhdetta parempi.

Täytyy kuitenkin huomioida, että latauspisteiden määrän lisäksi myös niiden laadulla on suuri merkitys, sillä tehokkaat DC-laturit pystyvät palvelemaan useita asiakkaita lyhyessä ajassa. Esimerkiksi Hollannissa sähköautoja oli vuonna 2021 2:1² julkisten latauspisteiden määrään verrattuna, eli latauspisteitä oli tarjolla valtavasti tarpeeseen nähden. Hollannin latureista kuitenkin ylivoimainen enemmistö on hitaita latauspisteitä, jolloin lukua ei voi suoraan verrata esimerkiksi Norjaan, missä autojen suhde latureihin on noin 30:1³, sillä Norjan julkisista latauspisteistä jopa noin 20 % on nopeita DC-latureita. Maantieteellisillä tekijöillä on vaikutusta latausinfrastruktuurin tarpeelle, sillä Norjan kaltaisessa pitkien etäisyyksien maassa henkilöautojen tarve pikalataukselle on suurempi, kuin lyhyiden etäisyyksien Hollannissa.

Latausverkostoon investoidaan etupainotteisesti

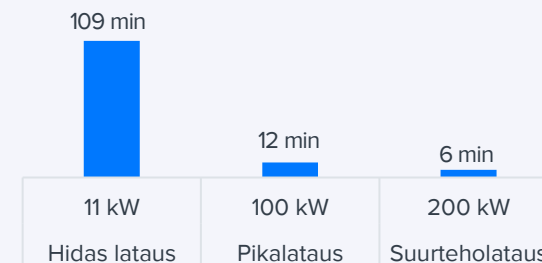
Sähköautojen latauslaitteiden kysyntä kehittyi arviomme mukaan etupainotteisesti suhteessa autokannan sähköistymiseen. Verovarjoista kustannetut investointiavustukset ovat yksi merkittävä tekijä tämän kehityksen taustalla.

Kempower keskittyy pika- ja suurteholataukseen

	Segmentti	Hidas lataus	Pika-lataus	Suurteho-lataus
Julkinen	Tieverkoston varrella		X	X
	Kaupat ja hotellit	X	X	X
	Kadut ja julkiset paikat	X	X	
Yksityinen	Kaupallisten ajoneuvojen operoijat (esim. bussit, työkoneet)	X	X	X
	Työpaikat	X	X	
	Kotitaloudet	X		
Hinta		0,5-2 TEUR	20-40 TEUR	50-150 TEUR

X Käyttö segmentissä tyypillistä X Käyttö segmentissä rajallista

Henkilöauton latausaika per 100km*



*Teoreettinen laskelma kulutusoletuksella 20 kWh/100km
Lähde: Kempower ja Inderes

Markkina- ja toimintaympäristö (4/5)

Sekä Euroopassa, että Pohjois-Amerikassa latausinfrastruktuurin rakentamista on pyritty vauhdittamaan julkisilla investointiavustuksilla. Esimerkiksi Bidenin hallinto on hahmotellut yhteensä 5 miljardin tukipakettia 500 000 latausaseman rakentamiseksi, mutta tukipaketin lopullinen sisältö ei ole vielä selvillä.

Myös latausasemia pyörittävillä operaattoreilla (CPO) on kaupallinen insentiivi rakentaa latausverkostoa etupainotteisesti, vaikka toiminta ei vielä olisikaan kovin kannattavaa. Toimialan suurimmat yhtiöt ovat pyrkineet kasvamaan aggressiivisesti ja valtaamaan markkinaosuuksia, vaikka tämä strategia onkin tarkoittanut lyhyellä aikavälillä negatiivista kannattavuutta monien yhtiöiden kohdalla. Alan johtavat yhtiöt, kuten ChargePoint, EVgo ja Fastned kasvoivat 65-81 % vuoden 2021 aikana liikevaihdolla mitattuna, mutta samaan aikaan yhtiöiden tulokset olivat käyttökateen tasollakin voimakkaasti negatiivisia. Latauspisteiden käyttöasteet eivät ole vielä keskimäärin ylittäneet halutulle tasolle ja toisaalta verkoston kasvattamiseen tähtäävät investoinnit ovat painaneet voimakkaasti monen latausoperaattorin kannattavuutta.

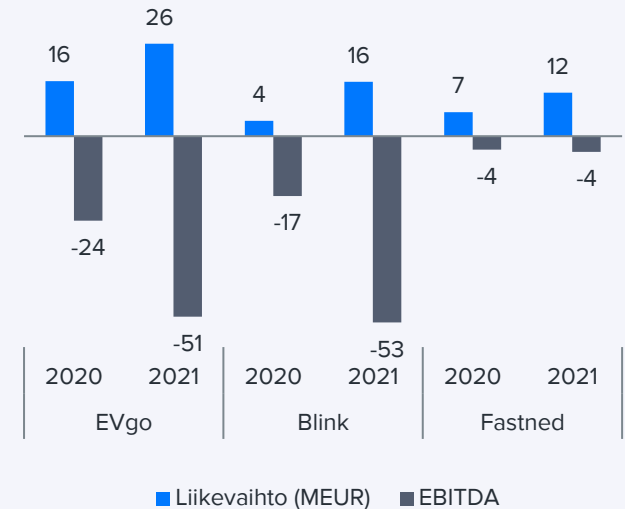
Negatiiviset käyttökatteet eivät kuitenkaan tarkoita, etteikö liiketoiminta voisi olla pitkällä aikavälillä kannattavaa tai arvoa luovaa. Esimerkiksi Fastned raportoi erikseen myös operatiivista käyttökate, joka ottaa huomioon vain latausasemien operointiin liittyvät kustannukset ja jättää pois verkoston kasvattamiseen liittyvät kustannukset sekä kertaluonteiset kustannukset. Yhtiön raportoima operatiivinen käyttökate oli positiivinen, peräti 19 % liikevaihdosta vuonna 2021. Operatiivinen käyttökate suhteessa latausasemaan investoituun rahamäärään on ollut myös kohtuullinen, joulukuun 2021

liikevaihtotasolla vuositason laskettuna 9 % ja 2022 Q1:n aikana 7 %. Yhtiön top-5 latausasemien vastaava pääomantuotto (operatiivinen EBITDA / investointi) oli vuoden 2021 lopun liikevaihtotasolla mitattuna peräti 31 %. Positiivinen kehityssuunta ja parhaiden asemien korkeat tuottoluvut indikoivat mielestämme, että alan toimijoilla on potentiaalia nostaa liiketoiminta pitkällä aikavälillä kannattavaksi. Myös Yhdysvaltalainen EVgo kertoi 2021 vuosikatsauksessaan, että latausasemien tuotot ovat hyvällä tasolla niillä alueilla, joilla sähköautoja on jo paljon. Yhtiö odottaa toiminnan kannattavuuden parantuvan huomattavasti sähköautojen yleistymisen myötä. Liikenneasemia operoiva BP puolestaan kertoi tammikuussa 2022 DC-pikalaturien operoinnin kannattavuuden ylittävän pian perinteisten bensapumppujen kannattavuuden.

Markkinan saturaatiopisteeseen on vielä matkaa

Tällä hetkellä näyttää, että latausasemaoperaattorit jatkavat voimakkaita kasvuinvestointeja uusiin latausasemiin. Sähköautojen osuus autokannasta on vasta murto-osa sen potentiaalisesta tasosta, joten sijoittajilla on hyvät syyt uskoa että toiminnan kannattavuus tulee tulevaisuudessa parantumaan. Markkinan saturaatiopiste tulee kuitenkin väistämättä eteen jossain kohtaa, mikä tulee lopulta hidastamaan latauslaitteiden myynnin ja sitä kautta Kempowerin markkinan kasvua. Myös rahoitusmarkkinoiden sykleillä voi olla vaikutusta alan yhtiöiden investointihalukkuuteen ja toisaalta sijoittajien kärsivällisyyteen, mitä tulee tappioiden sietämiseen pitkän aikavälin arvonluonnin toivossa. Saturaatiopisteen ajoituksen ennakoiminen on haastavaa, mutta emme odota sen toteutuvan vielä kuluvan vuosikymmenen aikana, sillä täyssähköautojen osuuden autokannasta arvioidaan olevan vielä vuonna 2030 vasta noin 10 %.

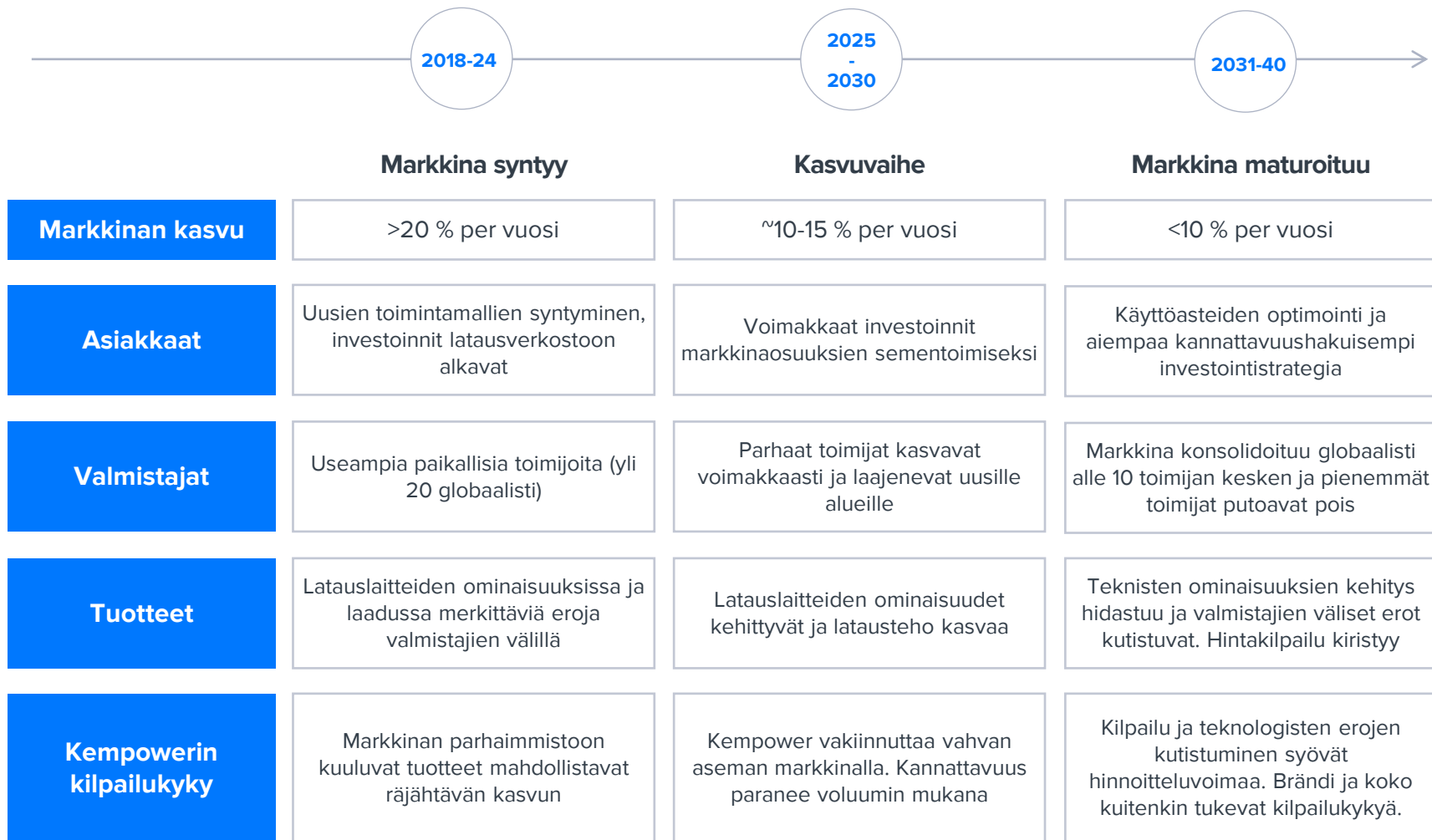
Latausasemaoperaattorien taloudellinen kehitys



Lähde: Yhtiöiden tilinpäätökset

Markkina- ja toimintaympäristö (5/5)

DC-latauslaitteiden markkinan ja kilpailutilanteen arvioitu kehityskulku



Kilpailu (1/2)

Pikalatausteknologiassa kilpailu on rajallista

Sähköajoneuvojen pikalatauslaitteiden (DC) markkinalla toimii yli 20 toimijaa ja markkina on toistaiseksi melko fragmentoitunut. DC-lataaminen on teknisesti haastavaa verrattuna hitaampiin AC-latausratkaisuihin, minkä johdosta kilpailu on rajallista ja valmistajien lukumäärä on selvästi matalampi verrattuna AC-latausratkaisuihin.

Pikalatausteknologian kilpailijoista löytyy hyvin erilaisia yhtiöitä teknologian, ominaisuuksien ja jakelun suhteen. Toimijoista vain muutamalla yhtiöllä on vahva tuoteportfolio sekä aidosti globaali jakelu ja useimmat yhtiöt keskittyvät vain tiettyihin tuotesegmentteihin ja/tai maantieteellisiin alueisiin.

Pikalatausmarkkinan kilpailukenttä voidaan jakaa kahteen segmenttiin, henkilöautojen lataamiseen ja kaupallisten hyötyajoneuvojen lataamiseen. Henkilöautojen latausmarkkinalla Kempowerin merkittävimpiä kilpailijoita ovat arviomme mukaan Tritium, ABB, Delta, Siemens, Alpitronic sekä epäsuorasti Tesla, joka valmistaa laitteita vain omille latausasemilleen. Hyötyautopuolella merkittäviä kilpailijoita ovat mm. ABB, Heliox ja Eko Energetyka.

Jakelu ei vielä suurimpien kilpailijoiden tasolla

Kempower on suhteellisen tuore tulokas pikalatauslaitteiden markkinalla, minkä vuoksi sen markkinaosuus oli vuoden 2021 liikevaihdon perusteella vain 3 % Euroopan ja Yhdysvaltojen pikalatauslaitteiden myynnistä. Tesla ylläpitää latausasemia, jotka ovat palvelutasoltaan ja tekniikaltaan tasokkaita, mutta vielä toistaiseksi rajattu pääosin Teslan valmistamille autoille. Mikäli Tesla jätetään pois laskuista, markkinaosuuksiltaan suurimpia toimijoita ovat Tritium ja ABB, jotka molemmat ovat olleet läsnä markkinalla jo useita vuosia ja ovat ehtineet kehittää vahvan globaalin

jakeluverkoston. Kempower on pyrkinyt kasvattamaan jakeluaan nopeasti, mutta tulee myyntikanavien rakentamisen suhteen selvästi jäljessä verrattuna suurimpiin kilpailijoihinsa.

Teknologinen taso selkeä kilpailuetu

Kempowerin tuotteet ovat käsityksemme mukaan erittäin kilpailukykyisiä teknologisten ominaisuuksiensa puolesta. Erityisesti yhtiön latausjärjestelmien kyky jakaa tehoa usean eri auton välillä (dynaaminen lataus) on arviomme mukaan ylivoimainen kilpailijoiden tuotteisiin verrattuna. Yhdellä Kempowerin tehoyksiköllä voidaan ladata jopa 8 ajoneuvoa yhtäaikaaisesti, kun kilpailijoilla luku rajoittuu tyypillisesti 2:een. Korkeampien käyttöasteiden myötä matalammat investointikustannukset sekä positiivinen asiakaskokemus houkuttelevat asiakkaita Kempowerin tuotteiden pariin. Kilpailijoiden joukosta löytyy muutamia vahvoja teknologian kehittäjiä, jotka todennäköisesti pystyvät pitkällä aikavälillä kirmämään Kempowerin etumatkaa kiinni. Toisaalta osa kilpailijoista luottaa kustannussyistä pitkälti valmiiseen markkinoilta löytyvään teknologiaan ja on panostanut vähemmän omaan tuotekehitykseen, jolloin niiden on vaikeaa pärjätä kilpailussa pitkällä aikavälillä.

Tulevaisuudessa markkina keskittyy tuotejohtajille

Keskipitkällä aikavälillä pidämme tuotejohtajuutta ja teknologista kyvykkyyttä tärkeimpänä kilpailutekijänä. Arviomme pikalatausmarkkinan keskittyvän tulevaisuudessa parhaita laitteita valmistaville globaaleille yhtiöille, joihin tulevat todennäköisesti lukeutumaan Kempowerin lisäksi ainakin ABB, Tritium ja Tesla. Arviomme teknologisten erojen kaventuvan markkinan konsolidaation myötä, mikä korostaa hintakilpailun merkitystä. Pitkällä aikavälillä operatiivisen tehokkuuden rooli korostuu.

Kempowerin kilpailullinen asema

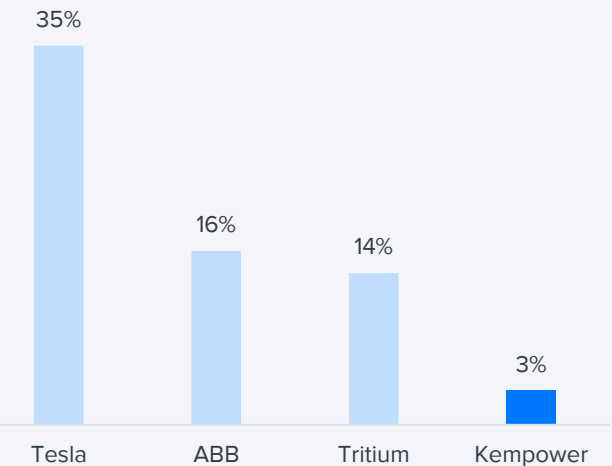
Vahvuudet

- Teknologinen etumatka mm. Kempiltä perityn invertteri- ja tehonhallintaosaamisen myötä
- Tuotteiden ominaisuudet erottuvat selvästi edukseen kilpailijoista

Heikkoudet











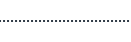


- Jakeluorganisaatio on vielä pääkilpailijoita jäljessä
- Valmistusta on toistaiseksi vasta Suomessa. Yhdysvaltojen tuotantoketjujen rakentaminen ottaa aikansa.

DC-laturivalmistajien markkinaosuuksia¹



¹) Euroopan ja Pohjois-Amerikan markkinoilla 2021
Lähde: Inderesin arvio

Kilpailu (2/2)

Yhtiö	Liikevaihto ¹	Jakelu	Max pistokkeiden lukumäärä per latausyksikkö ²	AC-lataus	Max. teho per latausyksikkö	Modulaarinen rakenne	Satelliitti-latauspisteet	Siirrettävä laturi	Dynaaminen lataus
 KEMPOWER	27	Eurooppa	16	Osittain	600	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
 ABB	180	Globaali	4	Kyllä	360/600	Kyllä	Osittain	Ei	Osittain
 SIEMENS	Ei tiedossa	Globaali	4	Kyllä	300/800	Kyllä	Osittain	Ei	Ei
 DELTA	Ei tiedossa	Globaali	4	Kyllä	200	Kyllä	Ei	Ei	Osittain
 PHIHONG	Ei tiedossa	Globaali	4	Kyllä	360	Kyllä	Osittain	Kyllä	Ei
 efacec	23	Eurooppa, P-Amerikka	3	Kyllä	350	Ei	Ei	Ei	Ei
 TRITIUM	120	Globaali	2	Ei	350	Kyllä	Osittain	Ei	Osittain
 heliox	Ei tiedossa	Eurooppa, P-Amerikka	2	Ei	600	Kyllä	Osittain	Kyllä	Ei
 EHO ENERGY	22	Eurooppa	2	Ei	350/2200	Ei	Osittain	Kyllä	Ei
 alpitronic	9	Eurooppa	2	Ei	300	Kyllä	Ei	Ei	Osittain
 chargepoint+	210	Eurooppa, P-Amerikka	2	Kyllä	350	Kyllä	Ei	Ei	Ei
 EVBOX	70	Eurooppa, P-Amerikka	3	Kyllä	350	Kyllä	Ei	Ei	Ei
 CIRCONTROL Mobility & eMobility	Ei tiedossa	Eurooppa, Lähi-Itä	2	Kyllä	350	Ei	Osittain	Ei	Osittain

1) Arvioitu liikevaihto vuonna 2021. Voi sisältää myös muuta kuin pikalatauslaitteiden myyntiin liittyvää liikevaihtoa.

2) Kempowerilla mahdollista ladata 8 autoa yhtä aikaa, kun kilpailijoilla tämä luku on tyypillisesti 2.

Lähde: Kempower ja Inderes

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne (1/2)

Lyhyt historia pitää sisällään voimakasta kasvua

Kempower yhtiöitettiin vuonna 2017 ja se julkaisi ensimmäiset T-Series, S-Series ja C-Series-latausratkaisunsa vuonna 2019, minkä jälkeen yhtiö on kasvanut nopeasti yhdeksi markkinoiden johtavista DC-latausratkaisujen toimittajista. Yhtiö aloitti heti ensimmäisinä vuosinaan tekemään tuotekehitysyhteistyötä hyötyajoneuvojen ja linja-autojen saralla, ja sai asiakassegmentistä myös useita tilauksia. Vuoden 2020 liikevaihto ylitti ensimmäistä kertaa miljoonarajan ja oli 3,3 MEUR. Henkilöautojen lataamisen merkitys Kempowerin liiketoiminnassa on arviomme mukaan korostunut vuosina 2021-22, jolloin yhtiö on julkistanut useita toimitussopimuksia myös Pohjoismaiden ulkopuolisille latausasemia operoiville asiakkaille.

Vuoden 2021 liikevaihto nousi jo 27,4 MEUR:oon, josta 84 % syntyi Pohjoismaista ja 15 % muualta Euroopasta. Liikevaihdon kasvu on jatkunut voimakkaana vuoden 2022 aikana (H1: 33,2 MEUR, +268 % v/v) ja siitä jo 38 % syntyi Pohjoismaiden ulkopuolelta. Tilaukanta oli H1:n lopussa 62,4 MEUR, mikä vastaa 319 % kasvua vuodentakaiseen nähden. Kertyneistä tilauksista tyypillisesti valtaosa on toimitettu seuraavan kvartaalin aikana.

Katteet kilpailijoita korkeammalla tasolla

Liiketoiminnan bruttokate on kehittynyt suhteellisen tasaisesti ja ollut vajaan 50 %:n tasolla vuosina 2021-22. Kyseinen bruttokatetaso on korkea verrattuna muihin pikalatausratkaisujen valmistajiin, joiden bruttokatteet ovat olleet Kempoweria matalammalla tasolla (2021: Tritium 6 % (H2), ABB eMobility 25-30 %).

Henkilöstön määrä ja kiinteät kulut nousussa

Voimakkaiden kasvupyrkimysten mukanaan tuoma liiketoiminnan kiinteiden kulujen kasvu on rajoittanut tuloksen kehittymistä, vaikka bruttokate onkin ollut hyvällä tasolla. Henkilöstön lukumäärää on kasvatettu voimakkaasti kasvustrategian toteuttamiseksi (2021 lopussa 136 henkilöä, H1 2022 lopussa 260). Henkilöstökulut kasvoivat vuoden 2021 aikana 7,4 MEUR:oon ja olivat 27 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kulut olivat vuoden 2021 aikana 5,4 MEUR eli 20 % liikevaihdosta. Vuoden 2022 alussa käyttöön otettu uusi tuotantolaitos Lahdessa nosti kiinteitä kuluja vuoden 2022 H1:llä.

Liikevoittomarginaali nollan tuntumassa

Oikaistu liikevoitto oli negatiivisella tasolla vielä vuonna 2020 (-2,2 MEUR), mutta ylsi positiiviseksi vuonna 2021 (1,1 MEUR, 4 % liikevaihdosta). Vuoden 2022 ensimmäisen puoliskon osalta liikevoittomarginaali oli 3 % liikevaihdosta. Liikevaihto ja kannattavuus ovat noudattaneet historiassa kausiluonteista vaihtelua, sillä latauslaitteita asennetaan varsinkin Pohjoismaissa enemmän kesäisin, minkä johdosta Q2 ja Q3 ovat yleensä vahvoja kvartaaleja. Vaikka Kempowerin liikevoittomarginaali ei ole vielä lähelläkään tavoiteltua tasoa, on se silti huomattavasti parempi verrattuna muihin voimakkaan kasvuhakuisiin latausjärjestelmien valmistajiin. Esimerkiksi Tritiumin liikevoittomarginaali oli vuoden 2021 H2:lla -87 % ja analyytikkojen konsensus ennustaa kyseisen kilpailijan 2022 EBIT:iksi -25 % liikevaihdosta.

Rahoituskulut ovat olleet menneinä vuosina pääosin olemattoman pienet. Listautumisannin myötä yhtiö on velaton ja vuoden 2022 H1:llä rahoituskulut olivat -1,4 MEUR. Yhtiön alkuaikoina sen toimintaa rahoitettiin

emoyhtiö Kempin Groupin kautta. Kempower sai vuosina 2018-20 tilinpäätössiirtoja emoyhtiö Kempin Groupilta yhteensä 5,8 MEUR. Oikaistu nettotulos, josta tilinpäätössiirrot, listautumiskulut ja näihin liittyvät veroaikutukset on korjattu, on ollut laskujemme mukaan noin 2 MEUR negatiivinen vuosina 2019-20 ja 1,6 MEUR:n verran positiivinen vuonna 2021.

Vahva tase tukee kasvupyrkimyksiä

Syksyn 2021 listautumisannissa yhtiö keräsi 100 MEUR:n bruttovarat, mikä kasvatti yhtiön taloudelliset resurssit kilpailukykyiselle tasolle ja mahdollistaa kasvupanostusten kiihdyttämisen. Vuoden 2021 lopussa yhtiöllä oli kassavaroja 90 MEUR ja sen omavaraisuusaste oli peräti 92 %. Yhtiöllä ei ole korollista velkaa.

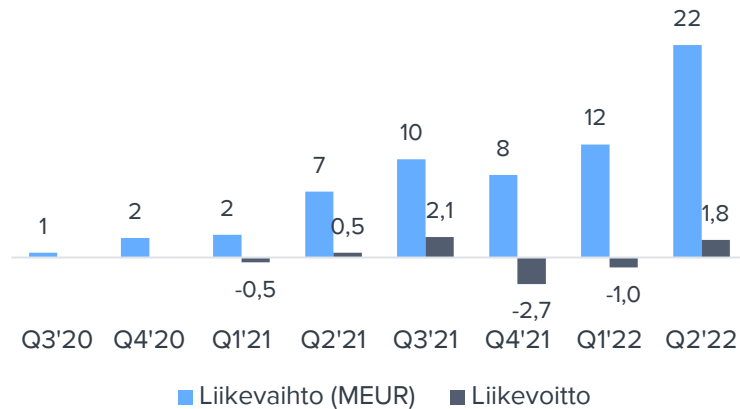
Kassavirta ollut toistaiseksi negatiivinen

Kempowerin operatiivinen kassavirta on ollut toistaiseksi negatiivinen vuoden 2021 positiivisesta liikevoitosta huolimatta. Operatiivista kassavirtaa painoi vuoden 2021 aikana mm. nettokäyttöpääoman kasvu liikevaihdon skaalautumisen myötä sekä verosaamisten kasvu. Lisäksi yhtiö investoi vuoden 2021 aikana 1,6 MEUR, mikä liittyi pääasiassa toimistotilojen ja tuotannon laajentamiseen.

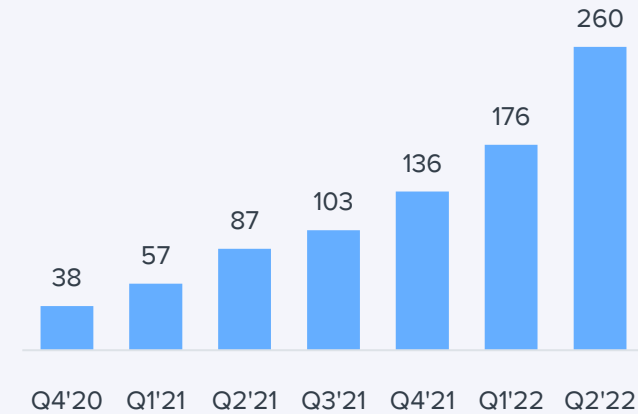
Yhtiön liiketoimintamalli on kuitenkin käsityksemme mukaan melko pääomakevyt ja valtaosa taseen käyttömajaisuushyödykkeistä koostuukin vuokratuista toimitiloista. Tuotanto koostuu pääasiassa tuotteiden kokoamisesta ja testauksesta, minkä johdosta valmistuskapasiteetin kasvattaminen ei vaadi suuria investointeja tuotantolaitteistoon. Taseeseen kirjattu käyttömajaisuus oli 2022 kesäkuun lopussa yhteensä 20 MEUR. Nettokäyttöpääoma oli 10 MEUR (ilman verosaamia).

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne (2/2)

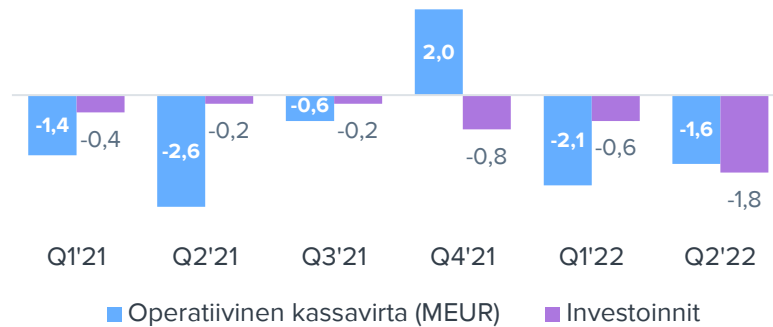
Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



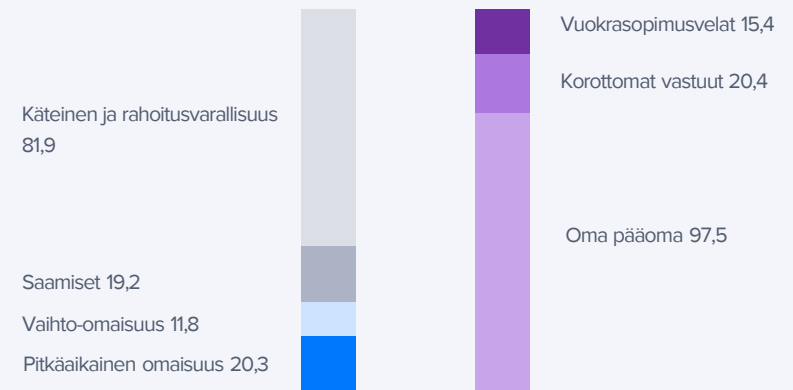
Henkilöstön lukumäärän kehitys



Kassavirran kehitys



Taseasema H1 2022 lopussa



Ennusteet (1/4)

Ennustemalli lyhyesti

Arvioimme Kempowerin liikevaihdon kasvavan keskipitkällä aikavälillä (2022-26) selvästi kohdemarkkinaa nopeammin yhtiön vahvan tuoteportfolion, sekä laajenevan jakeluverkoston ansiosta. Vuosille 2027-30 ennustamme kasvun etenevän markkinakehityksen mukaisena. Kustannusten osalta mallinamme eri kululajeja erikseen vuoteen 2029 asti, minkä jälkeen ennustamme suoraan liikevoittomarginaalia. Ennusteemme eivät huomioi mahdollisia yritysostoja.

Lyhyellä aikavälillä kasvu ylittää markkinan vauhdin

Odotamme vuoden 2022 liikevaihdon yltävän 99 MEUR:oon, mikä tarkoittaa 260 %:n kasvua suhteessa edellisvuoden liikevaihtoon. Voimakasta kasvua ajaa vahva ja kasvava markkinakysyntä, minkä lisäksi Kempowerin myyntiorganisaation ja jakelukanavien rakentaminen etenee ripeästi. Odotamme liikevaihdon kasvavan euromääräisesti eniten Pohjoismaiden ulkopuolisessa Euroopassa, missä Kempower on viime aikoina perustanut useita tytäryhtiöitä markkina-alueille sekä palkannut runsaasti henkilöstöä myyntiin ja myyntiä tukeviin tehtäviin. Yhtiön tuotantokapasiteetti ei arviomme mukaan rajoita kasvua Euroopassa lähivuosina, vaikka komponenttipula toki aiheuttaa edelleen epävarmuutta toimituskyvyn näkökulmasta. Pohjoismaissa odotamme liikevaihdon kasvun jatkuvan hyvällä tasolla, mutta hidastuvan hieman edellisvuodesta myös absoluuttisesti mitattuna. Pohjois-Amerikkaan kohdistuva liikevaihto kasvaa loppuvuotta kohden, mutta jää vielä matalaksi.

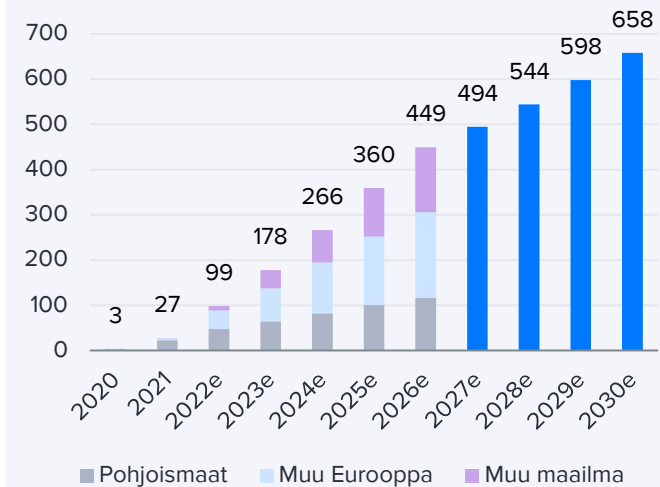
Vuoden 2023 osalta ennustamme liikevaihdoksi 178 MEUR (+80 % v/v), mikä ei kuitenkaan kohoa paljon yli vuodelle 2022 ennustamamme tilauskertymän (148 MEUR). Oletamme kasvun jatkuvan voimakkaana

Euroopassa ja myös Yhdysvaltojen osalta liikevaihtoa saataneen selvästi kasvatettua, sillä Yhdysvaltojen jakeluorganisaation ja tuotantolaitoksen perustaminen alkavat tukea myyntiä. Ensimmäiset laitteet voitaisiin arviomme mukaan saada ulos uudesta kokoonpanolaitoksesta jo vuoden 2023 puolivälin tienoilla, mutta tehokkaiden alihankintaverkostojen rakentamisessa voi kestää pidempäänkin. Vuosien 2024-25 ennusteissamme liikevaihdon kasvusta jo lähes 40 % syntyy Pohjois-Amerikan markkinalta ja Pohjois-Amerikan liikevaihdon osuus konsernin liikevaihdosta kasvaa 32 %:iin vuoden 2026 loppuun mennessä.

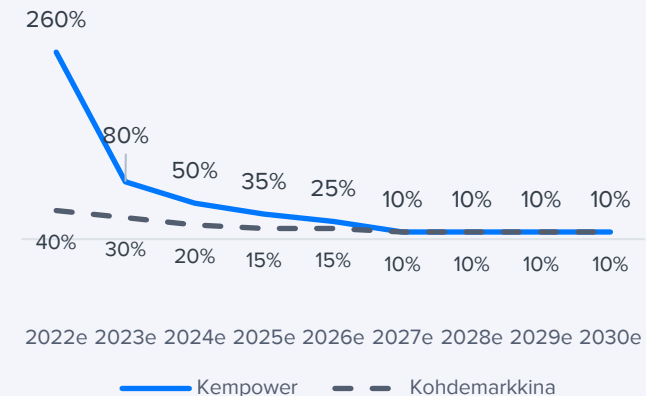
Markkina voi siivittää kasvun pitkäänkin lentoon

Vuodesta 2027 alkaen olemme oletaneet Kempowerin liikevaihdon kasvun noudattavan karkeasti kohdemarkkinan kasvutrendiä ja kasvavan vuosittain 10 %:n vauhtia 2030 saakka. Tällöin Kempowerin markkinaosuus olisi noin 15 % Euroopan ja Pohjois-Amerikan yhteenlasketusta ennustetusta DC-latausmarkkinan koosta (4 MRD EUR). Varsinaisen ennustejaksomme jälkeen terminaaliyksössä kasvuennusteemme on 3 %. Vahva markkinakasvu voi jatkua ennustejaksoamme pidempäänkin, sillä autokannan sähköistyminen on vielä kehitysvaiheessa vuosien 2030 ja 2040 välillä (Euroopan autokannasta täyssähköautojen osuus kasvaa 11 %:sta 41 %:iin). Toisaalta pitkällä aikavälillä laitemyynnin kasvu todennäköisesti hidastuu ja teknologisten erojen kaventuminen tulee mahdollisesti painamaan hintoja alaspäin. Erityisesti julkisten latauspisteiden operaattorit investoivat latauspisteiden rakentamiseen etupainotteisesti markkina-asemansa vahvistamiseksi, minkä vuoksi latauslaitemarkkinan merkittävin kasvu taittunee jo huomattavasti ennen kuin sähköautojen markkinan kasvu saturoituu.

Liikevaihto (MEUR)



Liikevaihdon kasvu vs. markkina¹



1) Esitetty markkinan kehityspolku on karkea arvio, joka täsmää BCG:n ennustamaan 20 %:n keskimääräiseen kasvuun vuosina 2020-30e.

Lähde: Inderes

Ennusteet (2/4)

Osaavana teknologiyhtiönä Kempowerilla on toki mahdollisuuksia kehittää uusia tuotteita tai kokonaan uusia liiketoimintamalleja tulevien vuosikymmenien aikana. Pitkän aikavälin kehitykseen liittyy siis sekä riskejä, että mahdollisuuksia, joiden tarkempi määrittäminen tässä vaiheessa on vielä haastavaa.

Hyvät lähtökohdat kannattavuuden parantamiselle

Kempowerin pitkän aikavälin kannattavuuden arvioiminen on vielä haastavaa ja siihen vaikuttaa monia eri tekijöitä, kuten teknologinen kilpailukyky, tuotannon tehokkuus ja kilpailuympäristö. Kempowerin teknologinen kilpailukyky on tällä hetkellä erinomainen, mutta uskomme tämän edun tasoittuvan ainakin osittain pitkällä aikavälillä. Kaikilla alan yhtiöillä on vielä parannettavaa tuotannon tehokkuuden osalta, erityisesti alihankintaverkostoja ja tuotteita kehittämällä. Arvioimme Kempowerin nousevan niiden suurten valmistajien joukkoon, jotka pystyvät keskipitkällä aikavälillä saavuttamaan korkean skaalan tuotannossa. Kilpailuympäristöä tarkasteltaessa näyttäisi, että kilpailevilla toimijoilla tulee olemaan Kempoweriin nähden jopa enemmän haasteita kääntää liiketoiminta kannattavaksi. Arvioimme mukaan ainakin osa markkinalla toimivista yhtiöistä on pyrkinyt valtaamaan DC-latausmarkkinoita edullisella hinnoittelulla tappiollisesta tuloksesta huolimatta. Pääkilpailijoilla ABB:lla ja Tritiumilla on tavoitteena nostaa bruttokatetasojaan tulevaisuudessa, mikä voi hillitä hintakilpailua vaikka tuotantokustannuksissa tullaankin näkemään laskua.

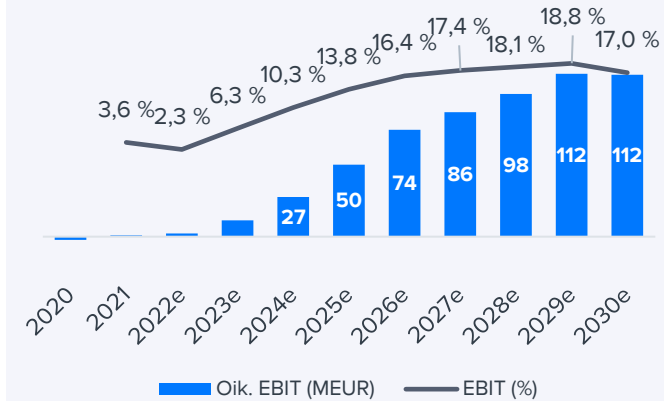
Kempowerin liiketoiminnan bruttokate (2021: 46 %) on ollut toistaiseksi selvästi kilpailijoiden katetasojen yläpuolella. Ennustamme bruttokatteen laskevan 45 %:n tasolle vuosina 2022-23 kustannusinflaation ja komponenttipulan painamana ja jatkavan hidasta laskua pitkällä aikavälillä (2029e: 44 %). Pidämme

Kempowerin hinnoitteluvoimaa lähtökohtaisesti hyvänä, joten on mahdollista, että yhtiö pystyy kompensoimaan lyhyen aikavälin kustannushaasteet hinnankorotusten avulla. Pitkällä aikavälillä näemme laskupainetta bruttomarginaaleissa teknologisten erojen hälvennyessä ja hintakilpailun kiristyessä.

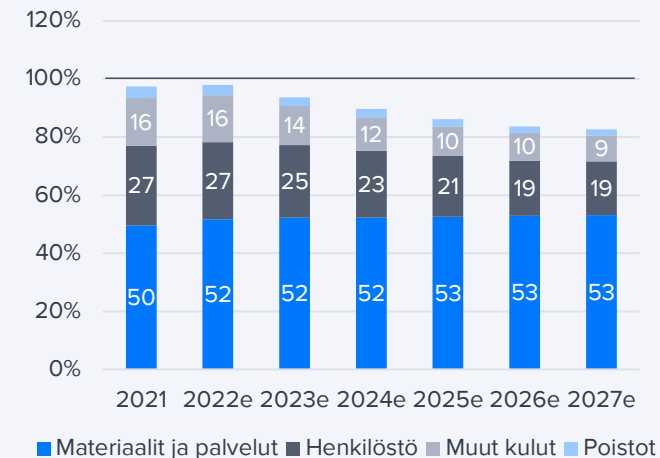
Kiinteät kulut tulevat kasvamaan lähivuosina voimakkaasti, kun koko organisaatiota skaalataan aivan uuteen ja globaaliin kokoluokkaan. Euroopan laajentuminen tulee vaikuttamaan erityisesti vuosien 2022-23 kulutasojen kasvuun ja arvioimme Pohjois-Amerikan laajentumisen vaikuttavan puolestaan erityisesti vuosina 2023-24. Pitkällä aikavälillä ennustamme kiinteiden kustannusten osuuden laskevan suhteessa liikevaihtoon, mikä osaltaan kompensoi mahdollisesti laskevia bruttomarginaaleja. Kempowerin liiketoiminta ja valmistus eivät sido suuria määriä pitkäaikaista käyttöomaisuutta, joten poistojen osuus liikevaihdosta laskee ennusteissamme 3 %:iin 2024 mennessä ja 1,8%:iin pitkällä aikavälillä.

Ennustamme liikevoiton yltävän positiiviseksi jo vuoden 2022 osalta (2 MEUR) ja parantuvan selvästi tulevina vuosina liikevaihdon skaalautumisen myötä, kun sekä Euroopan, että Pohjois-Amerikan liiketoiminta saadaan hyvään vauhtiin. Liikevoittomarginaali on ennusteissamme 10 % vuonna 2024 ja kohoaa 13,8 %:iin vuonna 2025 (keskipitkän aikavälin tavoite 10 %). Vuoden 2029 ennusteissamme EBIT-marginaali kohoaa 18,8 %:iin (yhtiön pitkän aikavälin tavoite on vähintään 15 %). Vuodesta 2030 alkaen olemme arvioineet liikevoittomarginaalin laskevan pitkän aikavälin tasolle 17 %:iin teknologisten erojen kaventumisen ja hintakilpailun vuoksi. Pitkän aikavälin kannattavuuden arviointi on erittäin haastavaa markkinan nykyisessä kehitysvaiheessa ja ennusteisiin sisältyy siksi merkittävää epävarmuutta.

Liikevoiton kehitys



Kustannusrakenne (% liikevaihdosta)¹



1) Vuoden 2021 muita kuluja oikaistu 1,7 MEUR listautumiseen liittyvällä kertaluonteisella erällä.

Ennusteet (3/4)

EPS kasvaa 1,57 euroon vuonna 2029

Ennustamme Kempowerin nettotuloksen olevan noin 0 MEUR vuoden 2022 osalta ja kasvavan 87 MEUR:oon 2029 mennessä. Osakekohtainen tulos olisi siten 1,57 euroa vuonna 2029. Olemme arvioineet rahoituskulujen pysyvän matalalla 1 MEUR:n tasolla per vuosi, sillä yhtiön tase on vahvasti nettokassan puolella ja riittää arviomme mukaan tarvittavien kasvupanostusten toteuttamiseen. Olemme arvioineet veroasteeksi 22 % niin keskipitkällä kuin pitkälläkin aikavälillä.

Vahva tase mahdollistaa merkittävät investoinnit

Kasvutavoitteisiin yltäminen vaatii investointeja tuotantokapasiteettiin, henkilöstöön, käyttöpääomaan ja muuhun operatiiviseen toimintaan. Kempower arvioi listautumisen yhteydessä tarvitsevansa noin 30 MEUR pääomaa kasvustrategiansa toteuttamiseksi vuosien 2022-25 välillä, josta pääosan arvioitiin kohdistuvan vuosille 2022-24. Arvioimme käyttöpääoman kasvun ja käyttöomaisuuteen kohdistuvien bruttoinvestointien nielevän yhteensä 73 MEUR pääomaa vuosina 2022-25.

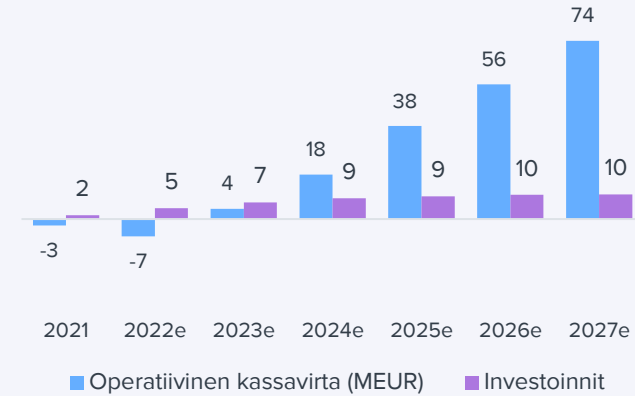
Ennustamme kasvavan nettokäyttöpääoman sitovan rahaa liiketoimintaan yhteensä 44 MEUR vuosien 2022-25 aikana. Arvioimme Kempowerin nettokäyttöpääoman olevan noin 16 % liikevaihdosta vuonna 2022 (2021: 13 %) ja laskevan 13 %:iin vuoteen 2025 mennessä. Lyhyellä aikavälillä komponenttien saatavuuteen liittyvä epävarmuus pakottaa yhtiötä pitämään yllä tavanomaista korkeampia komponenttien varastotasoja toimituskyvyn varmistamiseksi.

Käyttöomaisuusinvestoinnit ovat Euroopan osalta jo hyvässä vauhdissa ja tuotanto yhtiön uudessa

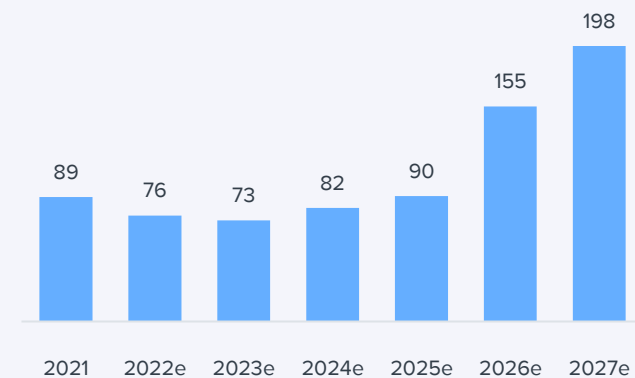
tehtaassa Lahdessa on jo saatu käyntiin kevään 2022 aikana, vaikka laitokseen tullaankin vielä investoimaan vielä lisää. Lisäksi Kempower tulee perustamaan tuotantolaitoksen Yhdysvaltoihin. Arvioimme vuosille 2022-25 ennustamiemme yhteensä 29 MEUR:n käyttöomaisuusinvestointien jakautuvan karkeasti 50-50 Euroopan ja Pohjois-Amerikan välillä.

Kempowerin taseessa oli vuoden 2021 lopussa nettokassaa 89 MEUR, joka tämänhetkisen arviomme mukaan riittää helposti rahoittamaan tarvittavat investoinnit yhdessä positiivisen tuloksen kanssa. Ennusteissamme yhtiön vapaa operatiivinen kassavirta on vuosien 2022-23 aikana yhteensä -14 MEUR, minkä jälkeen vuonna 2024 kassavirta kääntyy positiiviseksi. Siten taseessa riittänee kapasiteettia myös yritysostoille. Emme odota Kempowerilta suuria yritysostoja, mutta pienemmät, korkeintaan kymmenien miljoonien eurojen kokoiset yritysostot ovat varteenotettava keino esimerkiksi tuoteportfolion laajentamista ajatellen. Kempowerin osinkopolitiikan mukaisesti osinkoa ei jaeta lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä.

Kassavirran kehitys



Nettokassavarojen kehitys (MEUR)



Ennusteet (4/4)

MEUR	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminaalijakso
Tilaukertymä			7	37	148									
- kasvu %				427 %	297 %									
Tilaukanta			4	14	63									
- kasvu %				261 %	362 %									
Liikevaihto	0	0	3	27	99	178	266	360	449	494	544	598	658	
- kasvu %		68 %	909 %	730 %	260 %	80 %	50 %	35 %	25 %	10 %	10 %	10 %	10 %	3 %
Liikevaihto maantieteittäin														
Pohjoismaat	0	0	2	23	47	65	83	101	117	129				
- kasvu %					105 %	37 %	27 %	22 %	16 %	10 %				
Muu Eurooppa	0	0	1	4	41	73	112	151	189	208				
- kasvu %					910 %	76 %	54 %	35 %	25 %	10 %				
Muu maailma	0	0	0	0	10	40	72	108	144	158				
- kasvu %					4832 %	305 %	80 %	50 %	33 %	10 %				
Materiaali- ja palvelukustannukset	0,0	-0,1	-1,5	-13,6	-51,0	-92,7	-139,3	-189,1	-237,7	-262,5	-289,8	-320,0		
Henkilöstökustannukset	-0,3	-1,1	-2,2	-7,5	-26,1	-44,4	-61,3	-75,5	-85,4	-91,5	-98,4	-105,9		
Muut kulut	-0,4	-1,3	-1,8	-5,9	-15,8	-24,0	-30,6	-36,0	-42,7	-44,5	-46,8	-49,1		
Käyttökate	-0,6	-2,2	-2,1	0,5	5,7	16,5	35,2	59,0	83,6	95,9	108,8	123,2	123,7	
- % liikevaihdosta				1,8 %	5,8 %	9,3 %	13,2 %	16,4 %	18,6 %	19,4 %	20,0 %	20,6 %	18,8 %	18,8 %
Poistot	0,0	0,0	-0,1	-1,1	-3,5	-5,3	-7,7	-9,3	-9,9	-9,9	-10,3	-10,8	-11,8	
Liikevoitto	-0,6	-2,2	-2,2	-0,7	2,2	11,3	27,4	49,6	73,7	86,0	98,4	112,5	111,9	
- % liikevaihdosta				-2,6 %	2,3 %	6,3 %	10,3 %	13,8 %	16,4 %	17,4 %	18,1 %	18,8 %	17,0 %	17,0 %
Rahoituskulut				-0,2	-2,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	
Verot				1,1	0,0	-2,3	-5,8	-10,7	-16,0	-18,7	-21,4	-24,5	-24,4	
-Veroaste %				122 %	20 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Nettotulos				0,3	0,2	8,0	20,6	37,9	56,7	66,3	76,0	86,9	86,5	
EPS (EUR)				0,01	0,00	0,14	0,37	0,68	1,02	1,19	1,37	1,57	1,56	
Investoinnit			0,5	1,6	4,5	6,9	8,6	9,4	10,0	10,2	10,5	10,7	11,0	
Nettokäyttöpääoma			2,9	3,6	16,0	27,0	37,8	47,5	59,4	62,8	66,4	70,1	70,5	
Nettokassavarat			0,5	89,3	76,1	72,6	81,5	90,0	154,5	197,7	217,5	239,3	263,2	
Henkilöstön lukumäärä (lopussa)	5	17	38	136	410	660	810							

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Teknologia erottuu kilpailijoista ja tukee asemaa arvoketjussa ainakin keskipitkällä aikavälillä

2.

Kohdemarkkinalle povataan voimakasta kasvua pitkäksi aikaa

3.

Pääosin laitemyynnistä koostuva liikevaihto ei ole luonteeltaan jatkuvaa, mutta asiakaskunta hajautuu nopeasti

4.

Pitkän aikavälin kannattavuus on vielä kysymysmerkki, sillä kilpailu voi kiristyä ja kysynnän kasvu hidastua

5.

Vahva tase ja hyvät resurssit toiminnan kasvattamiseen

Potentiaali



- Liikenteen sähköistyminen luo valtavan tarpeen tehokkaalle ja monipuoliselle latauskapasiteetille
- Edistysellinen teknologia tuo hinnoitteluvoimaa ja ylimarkkinan kasvua ainakin keskipitkällä aikavälillä
- Jakelun laajentaminen kasvattaa liikevaihtoa ja hajauttaa asiakaskuntaa
- Pitkällä aikavälillä brändi, teknologinen johtajuus ja asiakassuhteet voivat auttaa erottautumaan kilpailusta

Riskit



- Kasvupanostukset painavat kannattavuutta lyhyellä aikavälillä
- Nopean kasvun vaiheen jälkeen koittava markkinakasvun hidastuminen voi yllättää markkinat esim. ajoituksen osalta
- Pitkän aikavälin kannattavuuteen liittyy epävarmuutta, sillä kasvun hidastuessa hintakilpailu voi kiristyä
- Pääosin laitemyynnistä koostuva liikevaihto ei ole luonteeltaan jatkuvaa ja on siksi jokseenkin altis kysynnän heilahteluille markkinan maturoituessa

Arvonmääritys (1/4)

Arvonmäärityksen yhteenveto

Kempowerin arvostus on erittäin korkea ja se nojaa huomattaviin pitkän aikavälin tuloskasvuodotuksiin. Korkealle asetettuihin odotuksiin on mielestämme hyviä perusteita, sillä yhtiön globaali kilpailukyky on korkean teknologisen osaamisen ansiosta vahva ja toisaalta markkinan kysynnän ennustetaan kehittyvän erittäin suotuisasti pitkän aikaa. Muodostamme näkemyksemme osakkeen arvostuksesta käyttäen kolmea eri menetelmää, jotka ovat EV/liikevaihto-pohjainen verrokkiarvostus, EV/liikevaihto-pohjainen pitkän aikavälin skenaarioanalyysi sekä tulevaisuuden kassavirtoihin nojaava DCF-menetelmä. Yksikään valituista menetelmistä ei ole mielestämme yksin täydellinen valinta arvonmääritystä ajatellen. Skenaariopohjainen arvostusmalli lienee konkreettisin, sillä tulevaisuudessa, kannattavuustason vakiinnuttua, yhtiön arvostusta tullaan arviomme mukaan tarkastelemaan ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskerrointen, kuten EV/liikevoiton avulla.

Verrokkiarvostusta varten olemme tutkineet ensisijaisesti kolmen pääkilpailijan, Tritiumin, ABB e-Mobilityn ja Teslan nykyisiä tai ABB:n tapauksessa mahdollisia arvostustasoja¹. Kyseiset kilpailijat hinnoitellaan keskimäärin EV/liikevaihto-kertoimella 9x (2022e), eli hieman alle Kempowerin nykytason (10x). Kempowerin myyntikatteet ja kannattavuuspotentiaali ovat verokkiryhmän sisällä vaihteluvälin yläpäässä, joten preemio-arvostukselle löytyy mielestämme tukea, etenkin Tritiumiin (7,5x) verrattuna.

Vuoden 2029 ennusteisiimme perustuva skenaarioanalyysi mielestämme havainnollistaa hyvin Kempowerin arvonluontipotentiaalin luomalla selkeän yhteyden tulevaisuuden tuloksentelekokyvyn ja

nykypäivän osakekurssin välille. Perusskenaariossamme Kempowerin liikevoitto kohoaisi 112 MEUR:oon vuonna 2029, mikä tarkoittaisi 15x EV/liikevoitto-kertoimella noin 37 euron arvoa per osake, jolloin keskimääräinen tuotto nykyajoittajalle olisi 11 % per vuosi eli hienoisesti yli oletetun oman pääoman kustannuksen 9 %. Huippuskenaariossa osakkeen arvo voisi kohota 96 euroon, mikä tarkoittaisi noin 27 %:n keskimääräistä vuotuista tuottoa nykyhetkestä. Negatiivisessa skenaariossa osakkeen arvo tulisi laskemaan kokonaisuudessaan peräti noin 80 %.

Kassavirtapohjainen analyysi antaa osakkeen arvoksi 20,6 euroa osakkeelta. Olemme käyttäneet 9,0 % oman pääoman kustannusta ja 8,3 % keskimääräistä pääoman kustannusta. Pidämme Kempowerin liiketoiminnan riskitasoa voimakkaan kasvun yhtiölle suhteellisen maltillisena, mikä näkyy suhteellisen matalana oletettuna pääoman kustannuksena. DCF-arvonmääritys on erittäin herkkä pääoman kustannustason, sekä pitkän aikavälin liikevoittomarginaalin muutoksille.

Kempowerin arvostusta tukevia tekijöitä:

- Vahva kilpailukyky edistyneen teknologian ansiosta
- Megatrendien tukema voimakas markkinakasvu
- Laajentumissuunnitelmien edistyminen

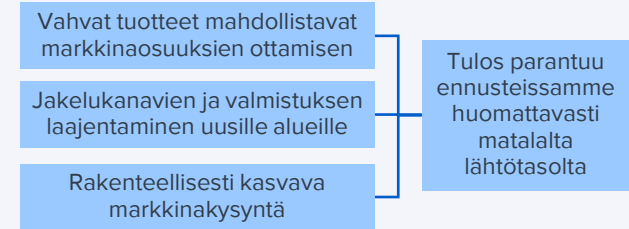
Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Lyhyen aikavälin matalahko kannattavuus
- Laitemyynti ei luonteeltaan jatkuvaa (vaikkakin hajautunutta)
- Mahdollinen korkojen nousu

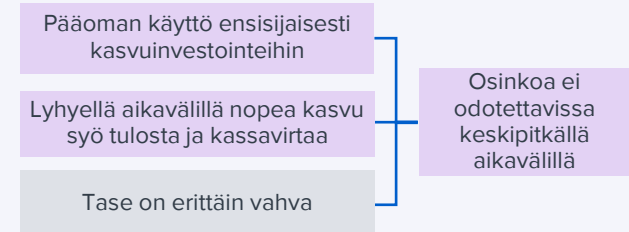
Osaketuoton ajurit 2021-2024e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

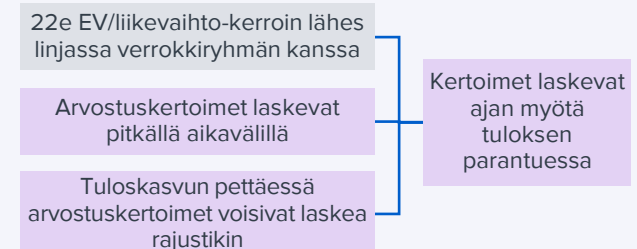
Tuloskasvun ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen 3 vuoden kokonaistuotto-odotus (n. 5-15 % p.a.)

Lähde: Inderes

1) ABB on suunnitellut e-Mobility-yksikkönsä listaamista, mutta listautumista on lykätty epävarmasta markkinatilanteesta johtuen.

Arvonmääritys (2/4)

Alan arvostuskertoimet korkealla tasolla

Sähköajoneuvojen latausratkaisuja kehittävien yhtiöiden arvostuskertoimet ovat yleisesti korkealla tasolla, mitä selittää ennen kaikkea alan korkea kasvupotentiaali. Suosimme verrokkitarkastelussa EV/liikevaihto-arvostuskerrointa. Emme pidä tulos pohjaisia arvostuskertoimia järkevänä tapana arvostaa Kempowerin liiketoimintaa lyhyellä aikavälillä, sillä pitkän aikavälin potentiaalın mukaista kannattavuutta ei arviomme mukaan tulla saavuttamaan ainakaan vielä seuraavien kolmen vuoden aikana.

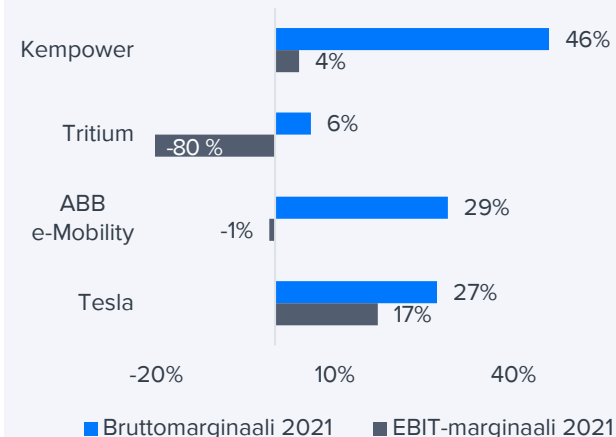
Verrokkiryhmämme koostuu sähköautojen latausratkaisuja kehittävästä yhtiöstä, joiden liiketoiminnoista kuitenkin löytyy merkittäviä keskinäisiä eroja. Verrokkiryhmän yhtiöistä ainoastaan Australialainen **Tritium** keskittyy yksinomaan pikalatausteknologiaan (EV/liikevaihto 2022e: 7,5x), mikä tekee siitä mielestämme yhden sopivimmista verrokkiyhtiöistä Kempowerin arvostusta ajatellen. Tritiumin kannattavuus kalpenee kuitenkin Kempowerin rinnalla ainakin toistaiseksi, kun katsotaan yhtiöiden brutto- tai liike-tulosmarginaaleja. Tritium listautui vuonna 2021 SPAC-yrityskaupan kautta Nasdaqiin transaktiossa, jossa yhtiö arvostettiin EV/liikevaihto-kertoimella 16,7x, mutta kertoimet ovat sittemmin laskeneet erityisesti liikevaihdon kasvun myötä. Mielestämme Kempower ansaitsisi Tritiumia korkeamman EV/liikevaihto-pohjaisen arvostuskertoimen paremman kannattavuutensa ansiosta, mitä selittää teknologisen osaamisen periytyminen Kemppi Oy:stä, joka on mahdollistanut erittäin kilpailukykyisen tuotevalikoiman kehittämisen kustannustehokkaasti.

Verrokeista korkeimmin arvostettu yhtiö **Tesla**

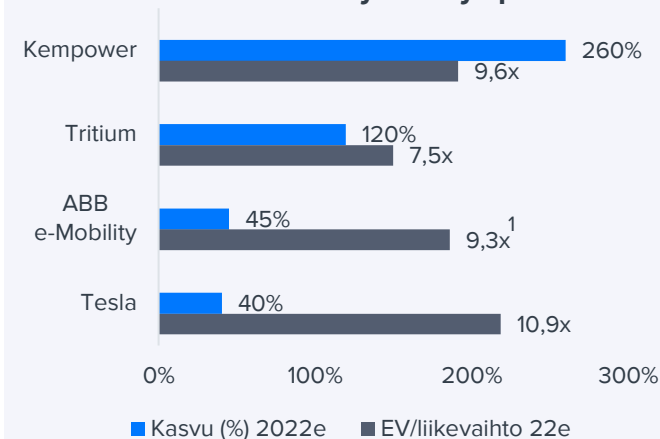
hinnoitellaan EV/liikevaihto-kertoimella 10,9x vuodelle 2022e. Latauslaitteiden kehittäminen ja valmistaminen on Teslalle vain pieni osa yhtiön liiketoiminnasta, mikä tekee yhtiöstä haastavan vertailukohtan. Suureen kokoluokkaan kasvaneen Teslan suhteellinen kasvuvauhti luonnollisesti kalpenee Kempowerin kasvuluihin nähden ja yhtiön bruttomarginaali on selvästi Kempoweria matalampi (2021: 33 % vs 46 %), mitä osittain selittää autonvalmistuksen tyypillisesti matalammat katteet. Teslan huomattavasti suurempi loppumarkkinan koko kuitenkin arviomme mukaan nostaa yhtiön arvonluontipotentiaalin Kempowerin yläpuolelle.

Olemme jättäneet **ABB:n** ulos varsinaisesta laajasta verrokkiryhmästä, sillä yhtiön liiketoiminnasta valtaosa käsittää muuta, perinteisempää sähköteknologiaan liittyvää teollisuutta, jonka kasvuprofiili poikkeaa huomattavasti sähköajoneuvojen pikalatausteknologian valmistuksesta. ABB on suunnitellut listaavansa e-Mobility yksikkönsä pörssiin itsenäisenä yhtiönä, jolloin siitä tulisi Kempowerin näkökulmasta oiva verrokkiyhtiö. Reutersin lähteiden mukaan listautumista suunniteltiin kesällä 2021 noin 3 miljardin dollarin arvostuksella¹. Arvostusspekulaatioihin tulee suhtautua varauksella, mutta laskemme että vuoden 2021 liikevaihdolla kyseinen arvostus olisi vastannut EV/liikevaihtokerrointa 9,3x sekä vuoden 2022 ennustetulla liikevaihdolla 6,1x. ABB e-Mobilityn liikevaihdosta osa liittyy hitaampaan AC-latausteknologiaan (arviomme mukaan kuitenkin alle puolet), mikä osittain selittää yhtiön selvästi Kempoweria matalampaa bruttomarginaalia. ABB on lykännyt transaktiota haastavista markkinaolosuhteista johtuen.

Kempowerilla verrokkeja vahvemmat lähtökohdat kannattavuuden parantamiselle



Kasvuvauhti ydinverrokkien yläpuolella, myös arvostuskertoimet ryhmän yläpuolella



1) ABB e-Mobility IPO ei ole toistaiseksi toteutunut. Esitetty EV/liikevaihtokerroin perustuu Reutersin uutisesta (1.7.2021) poimituihin arvostusspekulaatioihin ja vuoden 2021 liikevaihtoon.

Lähde: Inderes, Reuters ja Refinitiv

Arvonmääritys (3/4)

Suurin osa lopuista laajaan verrokkiyhmään sisällyttämistämme yhtiöistä kasvaa Kempowerin tavoin erittäin vahvasti, mutta yhtiöiden liiketoiminta nojaa pääosin perinteisten AC-latausratkaisujen valmistukseen, mikä rajoittaa niiden kannattavuuspotentiaalia. Laajan verrokkiyhmämme EV/liikevaihto-kertoimet vuosille 2022 ja 2023 ovat keskimäärin noin 7x ja 4x. Useimmilla verokkiyhtiöillä on vielä negatiivinen tai matala kannattavuus, sillä liiketoiminta on vielä voimakkaassa kasvuvaiheessa. Niillä yhtiöillä, joilla kannattavuus on positiivinen, EV/liikevoitto-kertoimet ovat keskimäärin 42x ja 28x.

Skenaarioanalyysi

Kempowerin liiketoiminnan sekä kohdemarkkinan varhaisesta kehitysvaiheesta johtuen tulevaisuuden ennustaminen on vaikeaa ja erilaisten lopputulemien kirjo on erittäin laaja. Olemme hakeneet arvostukseen laajempaa näkökulmaa tarkastelemalla osakkeen arvoa erilaisissa skenaarioissa. Skenaariot perustuvat eri oletuksiin liiketoiminnan tuloksetekokyvystä sekä arvostuskertoimista vuonna 2029. Emme pidä näiden kolmen eri skenaarion toteutumistodennäköisyyksiä yhtä suurina. Tarkastelu tarjoaa rajat joiden väliin uskomme yhtiön todellisen performanssin ja osakekurssin kehityksen asettuvan.

Perusskenaariossamme oletamme liikevaihdon kasvavan 598 MEUR:oon ja EBIT-marginaalin olevan 18,8% vuonna 2029. Perusskenaariossamme kohdemarkkinan kooksi on oletettu 4 miljardia vuonna 2030 ja markkinaosuudeksi 15 %. Arvioimme soveltuvaksi arvostuskertoimeksi tässä skenaariossa 15x sillä korkea pääoman tuotto ja hyvä pitkän aikavälin kasvunäkymä oikeuttaisivat tässä tilanteessa pörssin keskiarvoa korkeamman arvostuksen. Lisäksi suuri nettokassa sekä vuosien aikana kertyvät

kassavirrat kasvattavat osakkeen arvoa. Perusskenaariossa osakkeen arvo olisi siten 37,2 euroa vuonna 2029. Tämä vastaisi 11 %:n keskimääräistä vuotuista tuottoa, mikä ylittää hienoisesti oman pääoman tuottovaatimuksen (9,0 %).

Positiivisessa skenaariossa oletamme liikevaihdon yltävän 1,2 miljardiin euroon vuonna 2029, mikä vaatisi paitsi erittäin vahvaa markkinaosuuksien kasvattamista, myös olettamaamme vahvempaa markkinan koon kasvua vuosikymmenen loppuun mennessä. Esimerkiksi 6 miljardin kokonaismarkkinan koosta kyseinen liikevaihto vastaisi 20 %:n markkinaosuutta, minkä voittaminen on vaikea tehtävä. Kannattavuuden osalta skenaario olettaa, että erinomainen kilpailukyky ja voimakkaan kasvun mahdollistamat skaalaedut mahdollistaisivat liikevoittomarginaalin nostamisen 20 %:iin. Tässä skenaariossa Kempowerin pääomantuottoluvut olisivat erittäin korkeat, minkä johdosta myös hyväksytyt arvostuskertoimet olisivat todennäköisesti selvästi markkinan keskiarvoa korkeammat. Asetamme siten hyväksytyyn arvostuskertoimen positiivisessa skenaariossa 20x:een. Skenaariota toteutuessa osakekurssi voisi olla vuonna 2029 jopa 96 euroa, mikä vastaisi 27 %:n keskimääräistä vuotuista tuottoa suhteessa nykykurssiin.

Negatiivisessa skenaariossa Kempowerin liikevaihto jäisi vain 160 MEUR:oon vuonna 2029. Tämä skenaario käytännössä edellyttäisi, että Kempower häviäisi tuotekehityksessä kilpailijoilleen ja menettäisi teknologiset kilpailuetunsa jo muutaman seuraavan vuoden aikana, mikä ei tällä hetkellä näytä todennäköiseltä. Jos näin kuitenkin kävisi, voisi pitkän aikavälin kannattavuuskin jäädä alhaiseksi, eikä osakkeelle voitaisi perustella erityisen korkeaa

MEUR 2029e	Negatiivinen skenaario	Perus- skenaario	Positiivinen skenaario
Markkinan koko	2 000	4 000	6 000
Markkinaosuus	8,0 %	15,0 %	20,0 %
Liikevaihto	160	598	1 200
EBIT-%	8,0 %	18,8 %	20,0 %
EBIT	13	112	240
EV/EBIT-kerroin (x)	10x	15x	20x
Yritysarvo	128	1687	4800
Kumulatiivinen kassavirta 22-29e	0	290	436
Käteisvarat 2021	90	90	90
Markkinaarvo 2029e	218	2068	5326
Osakkeen arvo vuonna 2029 (EUR)	3,9	37,2	95,9
Arvonmuutos (%)	-79 %	103 %	423 %
Vuotuinen tuotto	-20 %	11 %	27 %

Arvonmääritys (4/4)

arvostustasoa. Osakekurssi olisi tällöin arviomme mukaan 3,9 euroa vuonna 2029, mikä tarkoittaisi yhteensä 79 %:n arvonlaskua nykykurssista.

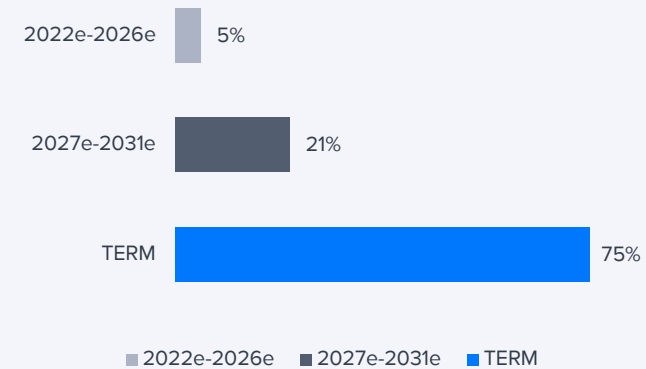
DCF-arvonmääritys

Kassavirtaennusteisiimme perustuva arvonmääritysmalli (DCF) antaa Kempowerin yritysarvoksi 1054 MEUR ja oman pääoman arvoksi 1144 MEUR eli 20,6 euroa per osake.

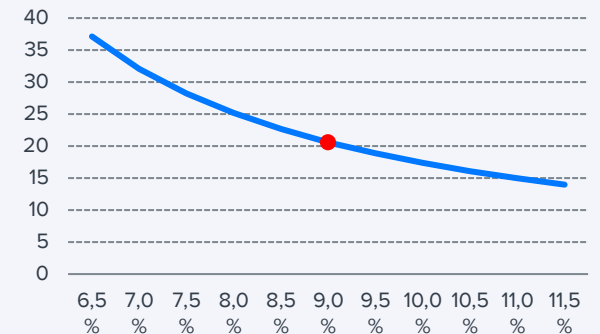
Soveltamamme pääoman kustannusluvut (CoE 9,0 % ja WACC-% 8,3 %) heijastelevat Kempowerin liiketoiminnan riskitasoa, jonka arvioimme nopean kasvun vaiheessa olevalle yhtiölle suhteellisen maltilliseksi. Kempowerilla on erinomaisten tuotteidensa ansiosta vahva asema markkinallaan, minkä lisäksi kohdemarkkinaa odottaa ennusteiden mukaan pitkään jatkuva rakenteellinen kasvuputki. Lisäksi yhtiön tase on vahva ja riittää arviomme mukaan kaikkiin lähitulevaisuuden orgaanisiin investointeihin, sekä mahdollisten lyhyen aikavälin tappioiden kattamiseen. Ennusteisiimme sisältyy toki riskejä, sillä voimakkaassa kasvuvaiheessa olevan yhtiön tulevaisuuden ennustaminen on haastavaa.

DCF-malli on luonnollisesti erittäin herkkä parametrien, kuten pääoman kustannuksen tai pitkän aikavälin kannattavuuden muutoksille. Prosenttiyksikön nosto oman pääoman kustannuksessa laskisi DCF-arvon 17,4 euroon osakkeelta ja prosenttiyksikön lasku vastaavasti nostaisi osakkeena arvon 25,2 euroon. Kahden prosenttiyksikön muutos liikevoittomarginaalissa terminaalijaksolla muuttaisi osakkeen käypää arvoa noin +/- 10 %:ia.

Rahavirran jakauma jaksoittain



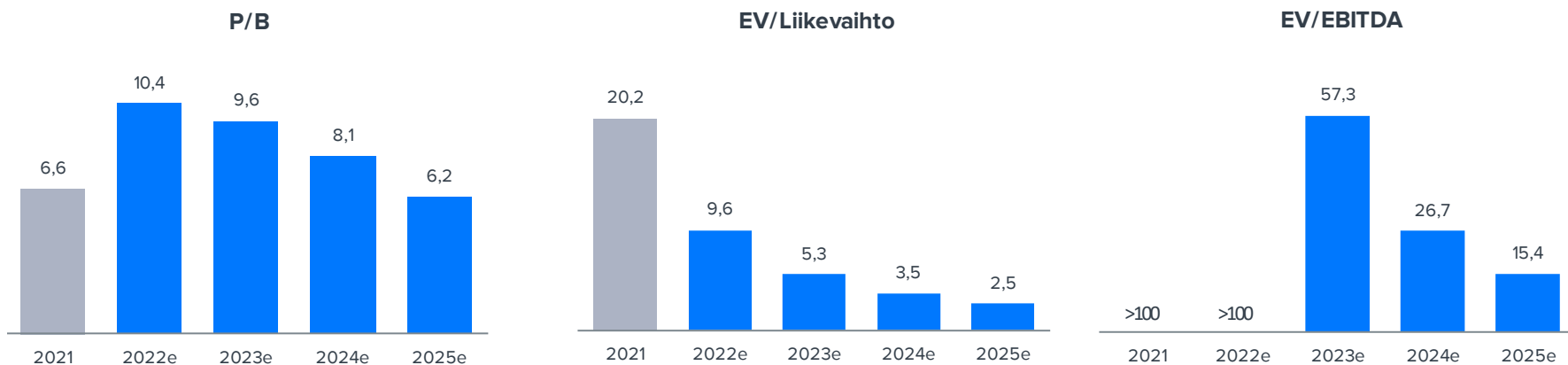
Käyvän arvon (EUR) herkkyys suhteessa oman pääoman kustannukseen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	11,6	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
Osakemäärä, milj. kpl	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5
Markkina-arvo	642	1019	1019	1019	1019	1019	1019	1019	1019
Yritysarvo (EV)	552	943	947	938	909	864	801	728	643
P/E (oik.)	>100	>100	>100	49,4	26,9	18,0	15,4	13,4	11,7
P/E	>100	>100	>100	49,4	26,9	18,0	15,4	13,4	11,7
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	>100	35,1	22,4	16,1	13,9	12,1
P/B	6,6	10,4	9,6	8,1	6,2	4,6	3,5	2,8	2,3
P/S	23,4	10,3	5,7	3,8	2,8	2,3	2,1	1,9	1,7
EV/Liikevaihto	20,2	9,6	5,3	3,5	2,5	1,9	1,6	1,3	1,1
EV/EBITDA (oik.)	>100	>100	57,3	26,7	15,4	10,3	8,3	6,7	5,2
EV/EBIT (oik.)	neg.	>100	84,0	34,2	18,3	11,7	9,3	7,4	5,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %					
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %					

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Tritium	1097	1169		36,3		30,0	7,5	3,8		1383,3			
Tesla	917730	904816	55,0	36,1	46,4	32,4	10,9	7,8	72,2	52,9			20,6
Wallbox	1594	1482					7,8	3,8					25,3
CTEK Group	456	509	43,1	23,6	29,7	18,5	4,9	3,8	54,1	29,3	0,5	1,0	6,6
Zaptec	332	306	24,8	14,0	22,1	12,7	3,9	2,5	33,6	19,1			6,5
Alfen	2472	2443	45,6	31,2	37,6	26,2	6,3	4,8	61,3	42,0			17,3
Kempower (Inderes)	1019	943	424,4	84,0	164,8	57,3	9,6	5,3	5726,4	127,3	0,0	0,0	10,4
Keskiarvo			42,1	28,2	33,9	24,0	6,9	4,4	55,3	305,3	0,5	1,0	15,3
Mediaani			44,3	31,2	33,6	26,2	6,9	3,8	57,7	42,0	0,5	1,0	17,3
Erutus-% vrt. mediaani			857 %	169 %	390 %	119 %	38 %	40 %	9826 %	203 %	-100 %	-100 %	-40 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	0,3	3,3	2,3	6,7	10,0	8,4	27,4	11,5	21,6	32,0	33,5	98,6	178	266	360
Käyttökate	-2,2	-2,1	-0,2	0,7	2,4	-2,4	0,5	-0,2	2,7	3,3	0,0	5,7	16,5	35,2	59,0
Poistot ja arvonalennukset	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-1,1	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-3,5	-5,3	-7,7	-9,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,2	-2,2	-0,5	0,5	2,1	-2,7	-0,6	-1,0	1,8	2,4	-0,9	2,2	11,3	27,4	49,6
Liikevoitto	-2,2	-2,2	-0,5	0,5	2,1	-2,7	-0,6	-1,0	1,8	2,4	-0,9	2,2	11,3	27,4	49,6
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-1,0	-0,5	-0,3	-2,0	-1,0	-1,0	-1,0
Tulos ennen veroja	-2,2	-2,2	-0,5	0,3	2,1	-2,7	-0,8	-1,2	0,8	1,9	-1,2	0,2	10,3	26,4	48,6
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	1,1	0,1	-0,2	-0,4	0,4	0,0	-2,3	-5,8	-10,7
Nettotulos	-2,2	-2,2	-0,5	0,3	2,7	-2,2	0,3	-1,1	0,6	1,5	-0,8	0,2	8,0	20,6	37,9
EPS (oikaistu)			-0,01	0,01	0,05	-0,04	0,01	-0,02	0,01	0,03	-0,01	0,00	0,14	0,37	0,68
EPS (raportoitu)			-0,01	0,01	0,05	-0,04	0,01	-0,02	0,01	0,03	-0,01	0,00	0,14	0,37	0,68

Tunnusluvut	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	67,7 %	909,2 %					730,3 %	400,0 %	222,4 %	220,0 %	299,3 %	260,0 %	80,0 %	50,0 %	35,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%								100,0 %	260,0 %	12,9 %	-64,8 %	-470,4 %	406,7 %	143,6 %	80,9 %
Käyttökate-%			-8,7 %	10,4 %	24,0 %	-28,6 %	1,8 %	-2,0 %	12,3 %	10,2 %	0,1 %	5,8 %	9,3 %	13,2 %	16,4 %
Oikaistu liikevoitto-%			-21,7 %	7,5 %	21,0 %	-32,1 %	-2,2 %	-8,7 %	8,3 %	7,4 %	-2,8 %	2,3 %	6,3 %	10,3 %	13,8 %
Nettotulos-%			-21,7 %	4,5 %	26,5 %	-25,6 %	1,1 %	-9,6 %	2,8 %	4,7 %	-2,4 %	0,2 %	4,5 %	7,7 %	10,5 %

Lähde: Inderes

- Tilinpäätöstiedot on esitetty FAS-kirjanpitosstandardin mukaisina 2019-20 ja IFRS standardin mukaisina vuodesta 2021 eteenpäin.
- Osakekohtaiset tunnusluvut on laskettu vuoden lopun osakemäärän perusteella.

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	0,7	5,2	6,2	6,6	7,5
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Käyttöomaisuus	0,5	2,9	3,9	5,5	6,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	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	1,3	1,3	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	5,5	103	140	176	213
Vaihto-omaisuus	1,3	6,4	21,9	37,7	53,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,8	6,6	27,6	47,9	69,2
Likvidit varat	0,5	90,4	90,0	90,0	90,0
Taseen loppusumma	6,2	109	146	182	221

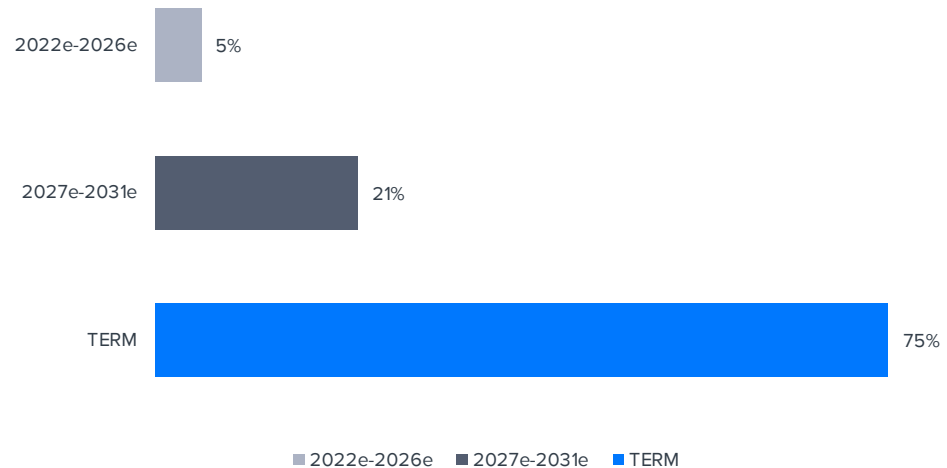
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	0,6	97,5	97,7	106	126
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	0,2	8,2	28,8
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	0,6	97,5	97,5	97,5	97,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,5	1,0	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verovelat	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Varaukset	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	2,1	10,0	47,5	75,9	93,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,6	13,9	17,4	8,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,1	9,4	33,5	58,6	85,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	6,2	108	146	182	221

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	-0,6	2,2	11,3	27,4	49,6	73,7	86,0	98,4	112	112	115	
+ Kokonaispoistot	1,1	3,5	5,3	7,7	9,3	9,9	9,9	10,3	10,8	11,8	10,4	
- Maksetut verot	0,1	0,0	-1,0	-5,8	-10,7	-16,0	-18,7	-21,4	-24,5	-24,4	-25,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ 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	-0,6	-12,4	-11,0	-10,8	-9,7	-11,9	-3,5	-3,6	-3,6	-0,4	-2,1	
Operatiivinen kassavirta	-0,1	-7,1	4,3	18,3	38,4	55,5	73,5	83,5	94,8	98,7	98,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit		-4,5	-6,9	-8,6	-9,4	-10,0	-10,2	-10,5	-10,7	-11,0	-12,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta		-11,6	-2,6	9,7	29,0	45,5	63,3	73,1	84,1	87,7	86,1	
+/- Muut		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta		-11,6	-2,6	9,7	29,0	45,5	63,3	73,1	84,1	87,7	86,1	1668
Diskontattu vapaa kassavirta		-11,3	-2,4	8,0	22,2	32,1	41,2	43,9	46,6	44,9	40,7	788
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1054	1066	1068	1060	1038	1006	964	921	874	829	788
Velaton arvo DCF		1054										
- Korolliset velat		-1,1										
+ Rahavarat		90,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		1144										
Oman pääoman arvo DCF per osake		20,6										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,47
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,3 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	0,3	3,3	27,4	98,6	177,6	EPS (raportoitu)			0,01	0,00	0,14
Käyttökate	-2,2	-2,1	0,5	5,7	16,5	EPS (oikaistu)			0,01	0,00	0,14
Liikevoitto	-2,2	-2,2	-0,6	2,2	11,3	Operat. kassavirta / osake			0,00	-0,13	0,08
Voitto ennen veroja	-2,2	-2,2	-0,8	0,2	10,3	Vapaa kassavirta / osake			-0,14	-0,21	-0,05
Nettovoitto	-2,2	-2,2	0,3	0,2	8,0	Omapääoma / osake			1,76	1,76	1,90
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	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	1,3	6,2	108,5	145,7	182,2	Liikevaihdon kasvu-%	68 %	909 %	730 %	260 %	80 %
Oma pääoma	0,4	0,6	97,5	97,7	105,7	Käyttökateen kasvu-%	244 %	-4 %	-124 %	1044 %	189 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	246 %	-1 %	-73 %	-470 %	407 %
Nettovelat	-0,1	-0,5	-89,3	-76,1	-72,6	EPS oik. kasvu-%				-41 %	4397 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	-667,3 %	-63,6 %	1,8 %	5,8 %	9,3 %
Käyttökate	-2,2	-2,1	0,5	5,7	16,5	Oik. Liikevoitto-%	-679,2 %	-66,7 %	-2,2 %	2,3 %	6,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	-2,9	-0,6	-12,4	-11,0	Liikevoitto-%	-679,2 %	-66,7 %	-2,2 %	2,3 %	6,3 %
Operatiivinen kassavirta	-2,4	-5,0	-0,1	-7,1	4,3	ROE-%	-704,0 %	-430,1 %	0,6 %	0,2 %	7,9 %
Investoinnit	-0,2	-0,5	-4,4	-4,5	-6,9	ROI-%	-704,0 %	-430,1 %	-1,2 %	2,1 %	9,6 %
Vapaa kassavirta	-2,6	-1,9	-7,7	-11,6	-2,6	Omavaraisuusaste	32,1 %	9,7 %	89,9 %	67,1 %	58,0 %
						Nettovelkaantumisaste	-16,8 %	-83,3 %	-91,5 %	-77,8 %	-68,7 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	neg.	neg.	20,2	9,6	5,3						
EV/EBITDA (oik.)	0,0	0,2	>100	>100	57,3						
EV/EBIT (oik.)	0,0	0,2	neg.	>100	84,0						
P/E (oik.)			>100	>100	>100						
P/B	0,0	0,0	6,6	10,4	9,6						
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin työntekijä Aaro Vasama ja hänen lähipiirinsä ovat Kempower Oyj:n pääomistaja Kemppi Groupin kautta. Vasama ei osallistu millään tavalla yhtiön liittyvään tutkimukseen, eikä hän saa etukäteen tietoa mahdollisista ennuste- tai suositusmuutoksista.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15/08/2022	Lisää	20,00 €	18,35 €

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.**