

Kempower

Yhtiöraportti

31.10.2023 19:25



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tuotejohtajuudesta kohti skaalajohtajuutta

Markkinoiden kilpailukykyisimpiin lukeutuvat sähköajoneuvojen pikalatausratkaisut ovat nostamassa Kempowerin suurimpien valmistajien joukkoon. Yhtiöstä voi siten tulla pitkällä aikavälillä alan kustannuskilpailukykyisimpiä toimijoita. Investointisyklin heikentyminen painaa lähiaikojen kasvunäkymiä, mutta Kempowerin kilpailukyky ja markkinan pitkän aikavälin näkymät ovat edelleen vahvat. Nostamme suosituksen tasolle osta (aik. lisää) muuttumattomalla 44 euron tavoitehinnalla.

Pikalatausratkaisumarkkinan nopeimmin kasvavia ja kannattavimpia yhtiöitä

Kempower on sähköisten ajoneuvojen pikalatauslaitteita sekä niihin 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. Valtaosa liikevaihdosta syntyy toistaiseksi Euroopasta, missä yhtiöllä on kustannustehokas ja mittakaavaltaan suuri Lahteen keskitetty tuotanto. Yhdysvaltojen organisaatiota alettiin kehittämään vuonna 2022 ja paikallisen tuotannon on määrä alkaa 2023 lopulla. Kempower myös tutkii muiden maantieteiden laajentumismahdollisuuksia ja on jo perustanut maayhtiön sekä tiimin Australiaan. Yhtiö on lyhyen historiansa aikana noussut nopeasti toimialan suurimpien ja erityisesti kannattavimpien yhtiöiden joukkoon.

Pitkän aikavälin kasvunäkymä vahva – epävarmuudet liittyvät kasvun aaltoiluun sekä kilpailukyvyyn säilymiseen

Kempower arvioi pikalatausratkaisujen markkinan kasvavan 14 miljardiin euroon 2030 mennessä. Arviomme mukaan Kempower yltää noin 13 % osuuteen noin 2,1 miljardin markkinasta vuonna 2023. Markkinan kasvaessa 14 miljardin 2030 olisi keskimääräinen vuosikasvu jopa 31 %, mikä ylittää ennusteemme Kempowerin vuotuiseksi kasvuksi (keskimäärin 20 %/v 2024-30e). Emme odota yhtiön häviävän markkinaosuuksia, mutta otamme varovaisemman lähestymisen markkinan pitkän aikavälin kasvuun, joka erityisesti raskaan liikenteen osalta on vielä osittain epävarmaa. Keskipitkän aikavälin tavoitteidensa mukaisesti Kempower pyrkii 750 MEUR:n liikevaihtoon ja 10-15 %:n EBIT-marginaaliin 2026-28 mennessä (pitkän aikavälin EBIT-tavoite yli 15 %). Pidämme tavoitteita uskottavina ja tavoitteet voidaan jopa ylittää, mikä tosin riippuu kuinka paljon kilpailutilanne tulee kiristymään. Ennustamiseen sisältyy runsaasti epävarmuutta mm. lyhyellä aikavälillä heikentyneen kysynnän (Kempowerin ja kilpailijoiden tilaukset laskivat Q3:lla) sekä pitkän aikavälin kannattavuuden osalta (EBIT-% 2030e: 20 %).

Markkinakasvun matalasuhdanne kohottanut riskitasoa ja painanut osakekurssin houkuttelevaksi

Näemme osakkeen viimeaikaisen kurssilaskun heijastelevan asiakaskunnan investointihalukkuuden mahdollista heikentymistä lyhyellä aikavälillä mm. korkojen nousun ja talouden epävarmuuden keskellä. Emme kuitenkaan näe Kempowerin kilpailukyvyssä tai markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymässä muutoksia heikompaan suuntaan. Kempowerin vahva kannattavuuskehitys on laskenut tulos pohjaisia arvostuskertoimia niin, että osaketta hinnoitellaan vuoden 2024e laskevilla kannattavuusoletuksillakin kertoimella EV/EBIT 23x ja vuosille 2025-26e 15x ja 11x. Sykliset riskit ovat koholla ensi vuoteen mentäessä ja 38 %:n kasvuoletukseemme sisältyy riskejä maantieteellisestä laajentumisesta huolimatta. Uskomme silti markkinakasvun palaavan pitkän aikavälin trendilleen muutaman vuoden tähtäimellä, minkä vuoksi näemme nykyisen kurssilaskun hyvänä mahdollisuutena ostaa osaketta.

Suositus

Osta

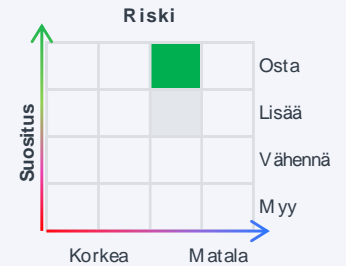
(aik. Lisää)

44,00 EUR

(aik. 44,00 EUR)

Osakekurssi:

29,58



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	103,6	298,4	411,7	527,0
kasvu-%	278 %	188 %	38 %	28 %
EBIT oik.	6,7	54,5	66,9	96,2
EBIT-% oik.	6,5 %	18,3 %	16,2 %	18,3 %
Nettotulos	3,4	44,6	52,1	75,0
EPS (oik.)	0,07	0,80	0,94	1,35
P/E (oik.)	>100	36,7	31,5	21,9
P/B	10,8	11,3	8,3	6,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	>100	28,6	22,8	15,3
EV/EBITDA	>100	25,8	19,4	13,4
EV/Liikevaihto	10,0	5,2	3,7	2,8

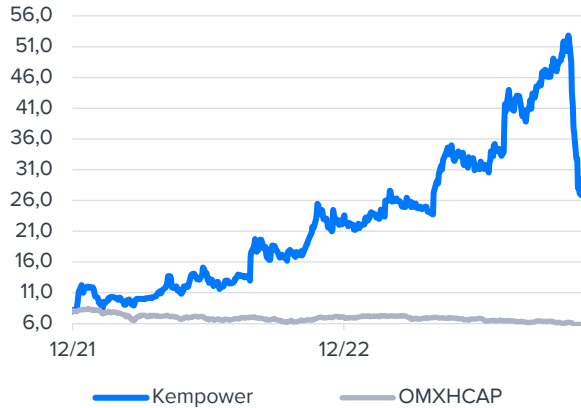
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

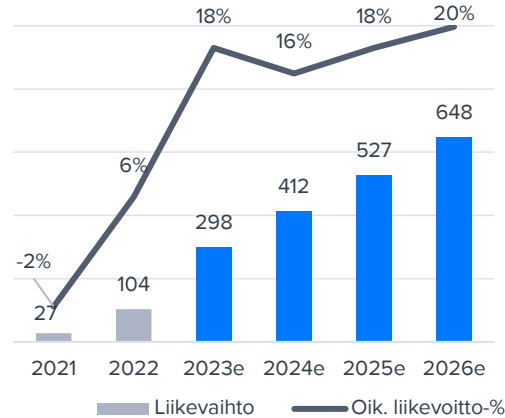
Vuoden 2023 liikevaihto on 280-310 MEUR olettaen, että valuuttakursseilla ei ole merkittävää vaikutusta. Operatiivinen EBIT-marginaali on yli 14 %.

Osakekurssi



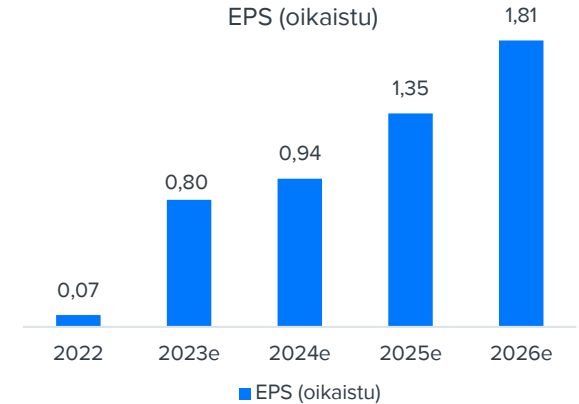
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



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 hidastaa kannattavuuskehitystä 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	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	29,6	29,6	29,6
Osakemäärä, milj. kpl	55,5	55,5	55,5
Markkina-arvo	1643	1643	1643
Yritysarvo (EV)	1557	1527	1469
P/E (oik.)	36,7	31,5	21,9
P/E	36,8	31,5	21,9
P/B	11,3	8,3	6,0
P/S	5,5	4,0	3,1
EV/Liikevaihto	5,2	3,7	2,8
EV/EBITDA (oik.)	25,8	19,4	13,4
EV/EBIT (oik.)	28,6	22,8	15,3
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	16-20
Kilpailu	21-22
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	23-24
Ennusteet	25-28
Sijoitusprofiili	29
Arvonmääritys	30-33
Taulukot	34-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Kempower lyhyesti

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

2017

Yhtiön perustamisvuosi

201 MEUR (+205 % v/v)

Liikevaihto Q1-Q3 2023

41 % / 59 %

Pohjoismaiden / muiden alueiden osuus liikevaihdosta Q1-Q3 2023

51,7 %

Myyntikatemarginaali Q1-Q3 2023

35,0 MEUR (17,4 % lv:sta)

Liikevoitto Q1-Q3 2023

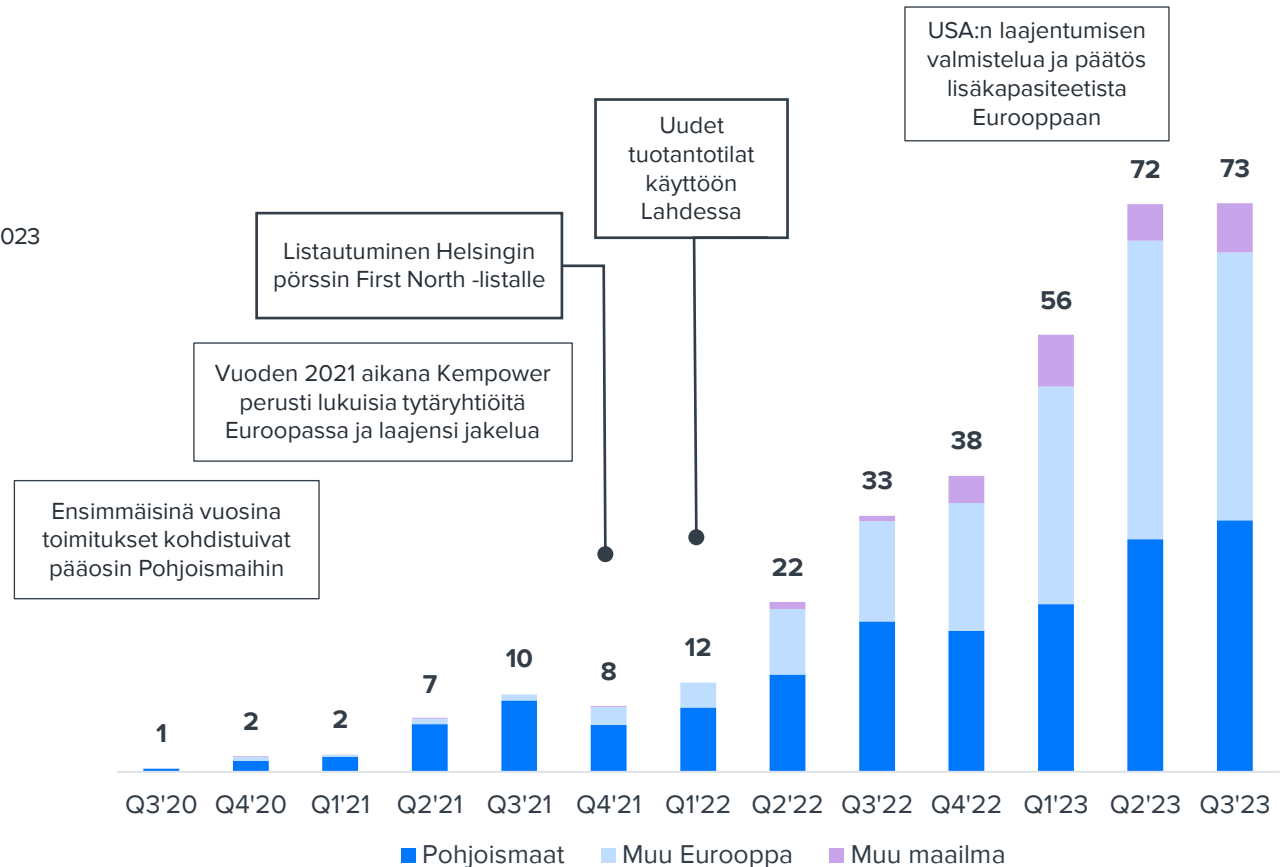
619 (+102 % v/v)

Henkilöstö syyskuun 2023 lopussa

14 miljardia euroa

Kohdemarkkinan ennustettu koko vuonna 2030
(keskimääräinen vuosikasvu 2022-30e: 33 %)¹

Liikevaihdon kehitys ja yhtiön historia



1) Kempowerin tekemä markkinatutkimus

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/6)

DC-laturimarkkinan nouseva voima

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 arvioimme mukaan on mahdollistanut markkinaosuuksien nopean kasvattamisen viime vuosina. Erityisesti latausratkaisujen dynaaminen tehonhallinta ja modulaarinen rakenne ovat ominaisuuksia, jotka arvioimme 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 104 MEUR vuonna 2022, mikä tarkoitti 279 %:n kasvua edellisvuodesta. Liikevaihdosta 56 % syntyi Pohjoismaissa, 39 % muualla Euroopassa ja 5 % Euroopan ulkopuolella. Keskipitkälle aikavälille asetetun strategian mukaan yhtiön päämarkkinoita ovat Eurooppa ja Pohjois-Amerikka, mutta yhtiö toimittaa tuotteitaan myös muille maantieteellisille alueille.

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 valokaarihitsausteollisuudessa. 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 yhtiöitettiin

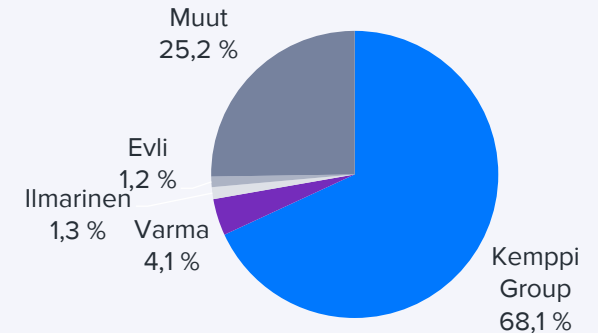
jälleen vuonna 2017 ja sähköajoneuvojen latausratkaisujen kehittämisestä tuli Kempowerin pääasiallinen liiketoiminta. Ensimmäiset merkittävät toimitukset tehtiin vuonna 2019. Yhtiön toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2019 lähtien Tomi Ristimäki, joka on aiemmin toiminut mm. Danfossilla sähköisestä 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 (2022 lopussa: 31 235).

Liikevaihto koostuu enimmäkseen laitemyynnistä

Kempowerin liikevaihto syntyy pääasiallisesti laitemyynnistä ja vähemmässä määrin jatkuvaluonteisemmista tulovirroista, kuten varaosamyynnistä, tehonnostoista ja SaaS-liikevaihdosta. Arvioimme, 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, joskin toimitusajat ovat venyneet hetkellisesti vuosien 2022-23 aikana kovan kysynnän ja komponenttien saatavuuden yhteisvaikutuksesta. Kempower toimittaa laitteet ja osassa toimituksista myös vastaa asennuksen järjestämisestä alihankkijoiden kautta, mutta ei kuitenkaan 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, vaikka laitteet voivat kestää huomattavasti pidempäänkin asianmukaisesti huollettuina. 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 pitkälti omista käsissä

Tuotteiden myynti tapahtuu sekä omien myyntiorganisaatioiden, että jakelukumppanien ja OEM-valmistajien kautta. Omat myyntiorganisaatiot ovat etenkin Euroopassa tärkein jakelukanava. Kempowerilla on oma myyntifunktio myös USA:ssa, missä jakelukumppaneilla on kuitenkin suurempi rooli kuin Euroopassa. Jakelukumppaneita hyödynnetään myös pienemmillä markkinoilla, missä Kempowerilla ei ole omaa organisaatiota. Yhtiö on avannut Australiaan pienen myyntitoimiston, minkä lisäksi yhtiö kartoittaa muita markkinoita tulevaisuuden kasvua silmälläpitäen. OEM-valmistuksen osuus liikevaihdosta on arviomme mukaan matala. OEM-valmistajat valmistavat esimerkiksi sähkökäyttöisiä työkoneita ja myyvät Kempowerin latausratkaisuja päätuotteensa mukana omien brändiensä alla.

Asiakaskunta on kasvanut nopeasti

Kempowerin asiakaskunta koostuu pääasiassa latausoperaattoreista, jotka hallinnoivat tieverkoston 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 pyrkii panostamaan erityisesti asiakkuuksiin, joissa on merkittävää pitkän aikavälin liikevaihtopotentiaalia. Kempowerilla on erityisen vahva asema kotimarkkinoillaan Pohjoismaissa, mutta asiakaskunta on kasvanut nopeasti viime vuosina ja laajentunut uusille maantieteille. Latausoperaattorit ovat tärkein yksittäinen asiakasryhmä ja tämäkin joukko jakautuu eri tyyppisiin toimijoihin kuten vähittäiskaupan yhtiöihin, energiayhtiöihin ja päätoimisiin latausoperaattoreihin. Kempower tekee tiivistä tuotekehitysyhteistyötä asiakkaidensa kanssa erityisesti raskaiden ajoneuvojen puolella.

Laajentuminen ei jää kiinni pääomien puutteesta

93 MEUR:n rahoitusvarat (H1'23) yhdessä positiiviseksi kääntyneen liiketoiminnan rahavirran kanssa turvaavat runsaat resurssit kasvustrategian jatkamiseksi. Yhtiön kasvustrategia koostuu kahdesta osasta, joita ovat laajentumisstrategia ja innovaatiostrategia. Laajentumisstrategia on jo kovassa vauhdissa, sillä yhtiö on perustanut tytäryhtiöitä ja palkannut myynti- ja markkinointihenkilöstöä tärkeimmille Euroopan markkinoilleen sekä Yhdysvaltoihin ja Australiaan. Yhdysvaltojen tehtaan tuotannon on määrä alkaa 2023 loppuvuoden aikana ja Lahteen vuonna 2024 aukeava uusi tuotantolaitos mahdollistaa Lahden kapasiteetin kaksinkertaistamisen. Yhtiö myös selvittää muiden maantieteiden kaupallista houkuttelevuutta, eikä uusien myyntitoimistojen tai jopa tuotantoyksikköjen rakentaminen Euroopan ja Pohjois-Amerikan ulkopuolelle ole poissuljettua pitkällä aikavälillä. Innovaatiostrategia puolestaan käsittää tuotevalikoiman kehittämiseen ja laajentamiseen tähtäviä suunnitelmia, sekä tuotannon ja muun toiminnan kustannustehokkuuden parantamiseen tähtävää toimintaa.

Jakelustrategia



Asiakaskunta ja jakelukumppanit

Latausoperaattorit	Bussi- ja rekkayhtiöt
S-Ryhmä Recharge Infra Osprey Charging Power Dot Electric Circuit Arnold Clark Charge	Nobina VY Buss Koiviston Auto Keolis Team Global Express
OEM-valmistajat	Jakelijat
Normet Epiroc Gilbarco Veeder-Root Volvo Scania	Omexom Vital EV Solutions Wennstrom GP Joule Connect ZEF Energy

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/6)



1) Kempowerin markkinatutkimus

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/6)

Lahden tuotantolaitokset toimivat tehokkaasti

Kempowerin konsernitoiminnot, tuotekehitys ja Euroopan tuotanto sijaitsevat Lahdessa lyhyen välimatkan etäisyydellä toisistaan. Yhtiöllä on vuosina 2019 ja 2022 käyttöön otetut vierekkäiset 4000 ja 10 000 neliön tuotanto- ja toimistotilat Lahdessa. Näiden lisäksi Kempower ottaa vuoden 2024 aikana käyttöön uudet 14 000 neliön tilat, jotka sijaitsevat noin 10 kilometrin ajomatkan päässä nykyisistä tiloista. Nykyistenkin tilojen tuotantovolyymejä pystytään vielä kasvattamaan lyhyellä aikavälillä, mutta laajentaminen palvelee tulevien vuosien korkeita kasvuodotuksia. Uusien tilojen myötä Kempowerilla on kolme suhteellisen lähellä sijaitunutta tuotantolaitosta hyvien kulkuyhteyksien varrella, mikä mahdollistaa tuotannon järjestämisen tehokkaasti. Jokainen kolmesta Lahden tehtaasta tulee erikoistumaan tiettyyn tuotannon vaiheeseen.

Latauslaitteiden valmistus on käytännössä kokoonpanoa ja testaamista. 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 sisäryhtymä Kemppe Oy:lle (50 % komponenteista ja osavalmisteista vuonna 2022). Kemppe Oy:n erikoistunut osaaminen ja hankintakapasiteetti ovat arviomme mukaan auttaneet Kempoweria kasvamaan nopeasti liiketoiminnan alkuvaiheessa. Arvioimme Kempowerin tuotannossa ja alihankinnassa olevan vielä varaa tehostamiselle ja optimoinnille, sillä nopean kasvun vaiheessa yhtiön ensisijaisena tavoitteena on ollut tuotantokapasiteetin kasvattaminen ja

toimitusvarmuuden turvaaminen. Automaatiikkaa ja linjastoja kehitetään jatkuvasti pienin askelein, minkä lisäksi tiettyjä kokoonpanovaiheita saatetaan tulevaisuudessa ulkoistaa tuotannon tehostamiseksi.

Pohjois-Amerikan tuotanto käynnistyy 2023 aikana

Kempower on avaamassa 14 000 neliön kokoisin tuotantolaitoksen USA:han Pohjois-Carolinaan Durhamiin vuoden 2023 aikana. Laitos mahdollistaa NEVI-investointitukiin yhteensopivan tuotannon sekä nopeat toimitusajat Pohjois-Amerikan markkinoille. Tuotantolaitoksen yhteyteen perustetaan myös tuotekehitys- ja toimistotiloja. Kempower on suunnitellut jopa 40 MUSD:n investointia ja 300 henkilön työllistämistä, mikä vastaisi arviomme mukaan satojen miljoonien eurojen vuotuista liikevaihtopotentiaalia. Lopullinen laajuus tulee kuitenkin olemaan sidoksissa myynnin onnistumiseen.

Selkeä tuotteistaminen tuo tehokkuutta tuotantoon

Tuotevalikoima on pyritty kehittämään optimaaliseksi valmistuksen ja alihankinnan näkökulmasta. Tuotteet perustuu pääosin samoihin komponentteihin, mikä tehostaa hankintaa ja tuotekehitystä. Valikoima koostuu muutamasta päätuotteesta, joihin voidaan tehdä tiettyjä kustomointeja asiakkaan toiveesta. Asiakkaat voivat esimerkiksi valita tehoyksikön koon ja tehon, sekä latauspisteiden määrän. Lisäksi tarjolla on erilaisia pistoketyyppejä ja 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 lataustehoa jaetaan eri käyttäjien kesken. Myös maksullisen ChargeEye-pilvipalvelun käyttöönotto on valinnaista, mutta käsityksemme mukaan valtaosa asiakkaista käyttää palvelua.

Tuotteistaminen

Rajallinen määrä tuotteita (4 kpl)

- Kaikki tuotteet käyttävät pääosin samoja komponentteja



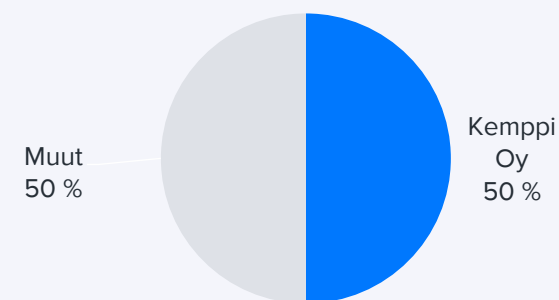
Rajallinen määrä kustomointimahdollisuuksia

- Modulaarinen rakenne mahdollistaa koon skaalaamisen
- Pistokevaihtoehdot
- Ulkoasu



Erilaisiin asiakastarpeisiin pystytään vastaamaan nopeasti, hallitusti ja kustannustehokkaasti

Alihankintojen jakautuminen (2022)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (5/6)

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 tehomodulleihin, joita voidaan asentaa haluttu määrä ja lisätä myöhemmin tarpeen mukaan. Asiakas voi aloittaa pienemmällä investoinnilla ja kasvattaa järjestelmän tehoa myöhemmässä vaiheessa kysynnän kasvaessa. 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 jopa 8 käyttäjälle yhtäaikaisesti. 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 nopeasti kehittyvällä DC-latausmarkkinalla. Kempowerin tuotekehityksessä työskenteli 108 henkilöä eli 18 % koko yhtiön henkilöstöstä kesäkuun 2023 lopussa. Tuotekehityksen kustannukset olivat 7 % liikevaihdosta vuonna 2022. Arvioimme, että pitkällä aikavälillä tuotekehitykseen tullaan panostamaan lähemmäs 10 % liikevaihdosta, mutta toistaiseksi

tuotekehitykseen käytetyn rahan määrä ei ole pysynyt liikevaihdon kasvun mukana.

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. Patentihakemuksilla pyritään varmistamaan, että Kempowerilla säilyy oikeus käyttää hyväksi kokemiaan ratkaisuja eivätkä muut toimijat voi patentoida niitä. Jotkut patentihakemukset tai patentit voivat lisäksi suojata Kempoweria kilpailulta jossain määrin. Arvioimme patentoinnilla aikaansaatuun kilpailullisten vallihautojen olevan kuitenkin kokonaiskuvassa merkitykseltään vähäisiä, sillä jokseenkin samankaltaisia toiminnallisuuksia on mahdollista kehittää useilla erilaisilla teknisillä ratkaisulla. Arvioimme Kempowerilla kuitenkin olevan teknologista etumatkaa verrattuna useimpiin kilpailijoihin mm. tehonhallinnan saralla. Vastaavien ominaisuuksien kehittämiseen voi kuluja 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 tilankäyttöiset 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 tyyppillisesti näyttö, joka kertoo lataustapahtuman kannalta oleellista informaatiota. Kempowerin latausasemilla kyseistä informaatiota voi myös seurata käyttäjän omasta älypuhelimesta skannattavan QR-koodin avulla ilman erillistä sovellusta.

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)

Tuotteet

Tärkeimpänä tuotteena skaalautuva latausjärjestelmä

- 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



Muut tuotteet

- **C-Station:** Kompakti ja malliltaan ”perinteinen” latausjärjestelmä suurten ajoneuvomäärien lataamiseen. Soveltuu erityisesti paikkoihin, joissa ei ole tilaa erilliselle lataustehoyksikölle.
- **T-Series:** Siirrettävä DC-laturi, joka sisältää sekä tehoyksikön että latausulostulon ja käyttöliittymän yhdessä kompaktissa paketissa.



Tuotekehityksen viimeaikaisia ja tulevia fokusalueita

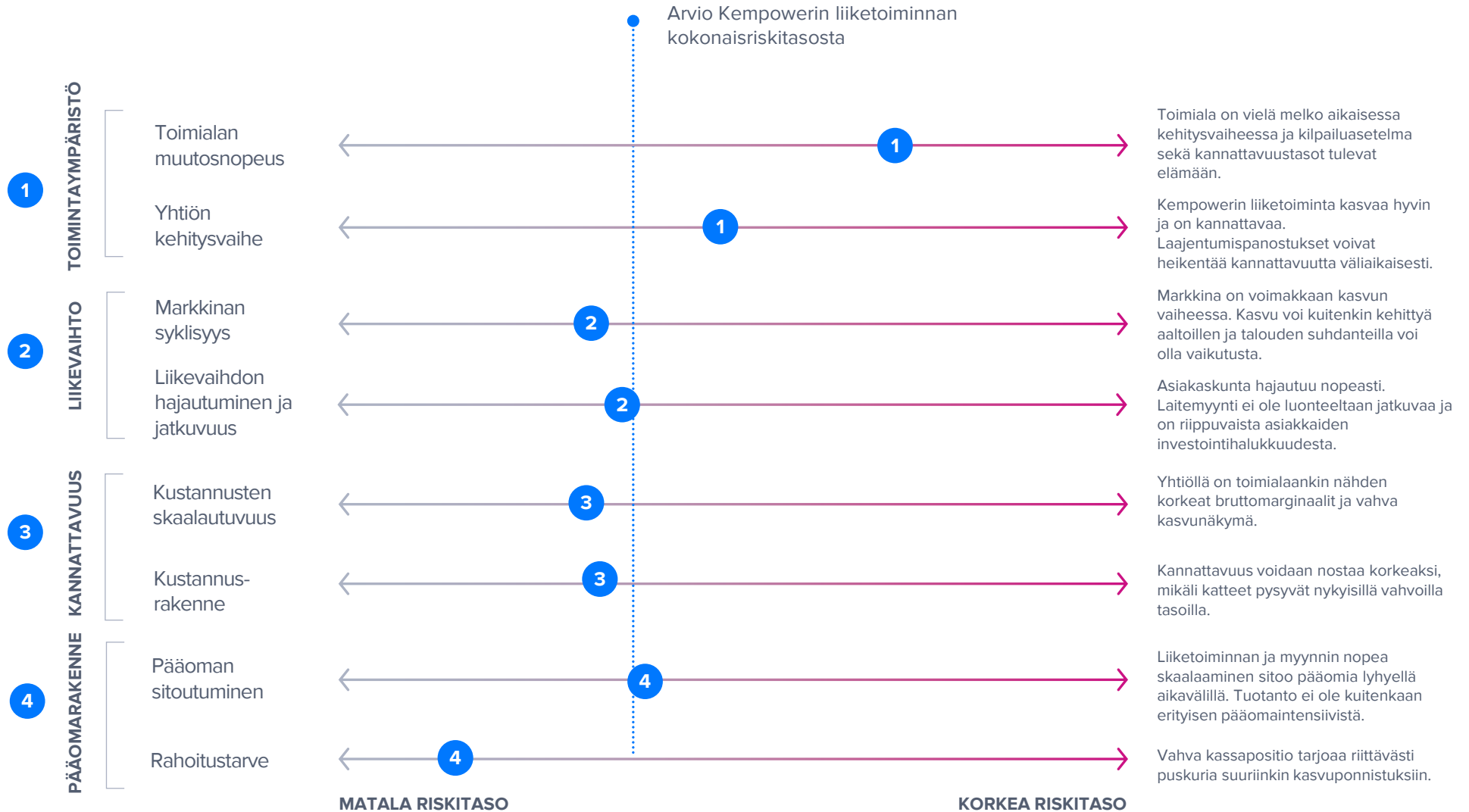
- Plug and charge – valmius julkistettiin 27.4.2023 – tukee sulavampien asiakaskokemusten tarjoamista latauspisteillä.
- Eichrecht –sertifikaatti saatiin 29.8.2023 – mahdollistaa laitteiden toimittamisen julkisiin latauspisteisiin Saksassa.
- MCS (MegaWatt Charging) –standardin kehitys toimialan standardointielimissä on vielä kesken, mutta Kempower on tuonut markkinoille oman MCS-ratkaisunsa raskaalle liikenteelle jo ennen standardin valmistumista.
- Piikarbididi (SiC) –puolijohteisiin perustuva teknologia mahdollistaa tulevaisuudessa pienempikokoisia, kevyempiä ja vähemmän jäähdytystä vaativia latausratkaisuja.



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

Kempower päivitti strategiaansa huhtikuussa 2023 ja korotti samalla roimasti kasvutavoitteitaan. Yhtiö tavoittelee 750 MEUR:n liikevaihtoa ja 10-15 %:n liikevoittomarginaalia 2026-28 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 listautumisen jälkeen perustanut maayhtiöitä useimmille tärkeille Euroopan markkina-alueille, Yhdysvaltoihin sekä Australiaan. Kempower jakelee tuotteitaan tärkeimmillä markkinoilla lähtökohtaisesti omien myyntiorganisaatioidensa kautta, mutta myös jakelijaverkosta halutaan vahvistaa. Yhtiö arvioi markkinakohtaisesti mikä toimintatapa soveltuu sille parhaiten.

Kempower on jo pitkällä Yhdysvaltoihin laajentumisen toteuttamisessa ja tuotannon ylösajo on tarkoitus toteuttaa loppuvuoden 2023 aikana. 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. USA:n markkinan kehitysnäkymien nopeutumiseen vaikuttaa erityisesti Bidenin hallinnon myöntämät avokäsit

NEVI-tuet, joita jaetaan neljän vuoden ajan vuodesta 2023 alkaen. Paikallisen tuotantolaitoksen perustaminen Yhdysvaltoihin tukee Kempowerin kaupallisia mahdollisuuksia nopeampien toimitusaikojen kautta ja mahdollistaa valtion kotimaisuusasteesta riippuvaisten investointitukien saamisen.

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. Tuotekehitykseen käytettävän rahan määrä on vielä matala suhteessa liikevaihtoon ja absoluuttisesti selvästi matalampi verrattuna suuriin kilpailijoihin kuten ABB e-Mobilityyn, mutta Kempower pyrkii kasvattamaan R&D-panostuksiaan.

Yksi innovaatiostrategian merkittävimpiä osa-alueita on mielestämme tuotannon ja toiminnan kustannus- ja investointitehokkuuden parantaminen. Tuotannon ja alihankinnan kustannustehokkuus ei ole nykyisellään vielä optimaalisella tasolla, sillä toiminnan alkuvaiheessa pääfokus on ollut valmistusmäärien kasvattamisessa sekä tuotteiden laadun varmistamisessa. 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.
- Liikevaihto Euroopassa kasvaa parhaillaan voimakkaasti.
- Yhdysvaltoihin on perustettu paikallinen organisaatio ja tuotannon on määrä alkaa vuoden 2023 lopulla. NEVI-tuet kiihdyttävät markkinan kasvua lähivuosina. Kempowerin kaupallinen onnistuminen liikevaihdon muodossa on kuitenkin vielä todistamatta Pohjois-Amerikassa.

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 markkinalla 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. Yhtiö myös tutkii mahdollisuuksia kasvattaa jatkuvan liikevaihdon osuutta laitemyynnin rinnalla. Orgaanisen kehitystyön lisäksi arvioimme myös yritysostojen toimivan mahdollisena keinona tuotevalikoiman laajentamisessa.

Liikevaihtotavoite on realistinen mutta mahdollisuuksien kirjo on laaja

Kempowerin tavoite kasvattaa liikevaihto 750 MEUR:oon 3-5 vuodessa (2026-28) on mielestämme realistinen ja uskomme yhtiöllä olevan mahdollisuudet ylittää tavoitteeseen tavoiteajanjakson alkuvuosina. Vuoden 2023 liikevaihto asettunee 300 MEUR:n tuntumaan, minkä jälkeen voimakkaana jatkuva markkinakasvu yhdessä maantieteellisen laajentumisen ja markkinaosuuksien voittamisen kanssa voi auttaa yli kaksinkertaistamaan liikevaihdon strategiakauden aikana. Ennustamme vuosien 2026-28 liikevaihdoksi 648-872 MEUR. Tavoitteeseen yltäminen vaatii yhtiöltä merkittäviä onnistumisia, mutta lähtökohdat ovat vahvat. Kasvumahdollisuudet eivät rajoitu 750 MEUR:oon. Markkinan koon kasvaessa ennustetusti 14 miljardiin euroon 2030 mennessä voisi Kempower onnistua kasvamaan pitkällä aikavälillä selvästi keskipitkän aikavälin kasvutavoitetta suuremmaksikin yhtiöksi.

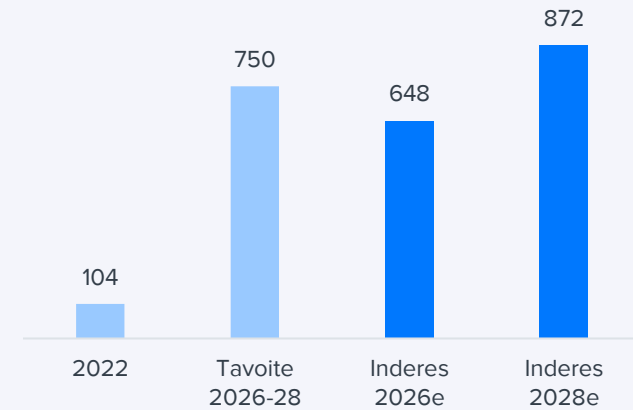
Kannattavuustavoitteet mielestämme varovaiset

Yhtiö tavoittelee 10-15 %:n liikevoittomarginaalia 2026-28 mennessä ja pitkällä aikavälillä vähintään 15 % (ennustamme vuosille 2026-28 19,9-20,2 %). Pidämme

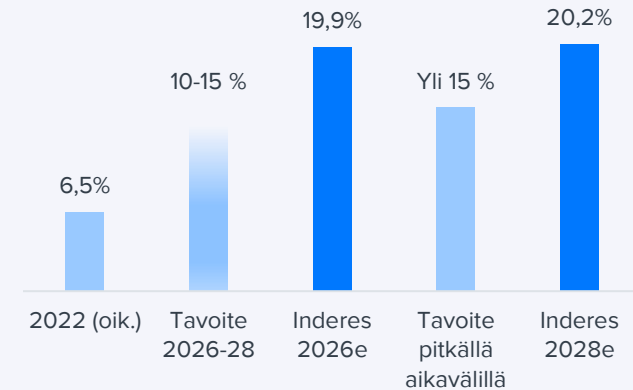
kannattavuustavoitteita varovaisina, sillä yhtiö onnistui jo vuoden 2023 Q1-Q3:n aikana saavuttamaan 17 %:n liikevoittomarginaalin ja bruttokatteen 50 %:n paikkeilla ovat toimialan huippua. Nykyisessä organisaation rakennusvaiheessa kannattavuus ei ole vielä optimaalisella tasolla ja esimerkiksi USA:n laajentuminen voi heikentää kannattavuutta 2023:n lopulla ja seuraavina vuosina riippuen kuinka hyvin myynti lähtee liikkeelle. Suuret rekrytoinnit ja uusien tuotantotilojen ylösajo ovat toistaiseksi estäneet normaalin kannattavuuden saavuttamisen, mutta korkeiden bruttomarginaalien säilyessä uskomme yhtiöllä olevan mahdollisuudet vähintään 15 %:n ja jopa yli 20 %:n EBIT-marginaaliin vuosina 2026-28.

Kilpailijoihin nähden Kempowerin kannattavuus on aivan yliverainen. Yhtiön pääkilpailijoista mm. Tritiumin bruttokatteen ovat lähellä nollaa ja liiketulos reilusti pakkasella. ABB:n eMobility:n katteet ovat kohtuulliset, mutta tulos ollut negatiivinen vuoden 2023 alkupuoliskolla Kempoweria selvästi suuremmasta kokoluokasta huolimatta. Keskeisistä kilpailijoista ABB pyrkii 15-20 %:n ja Tritium yli 20 %:n käyttökatemarginaaliin. Vaikka suhtaudummekin kilpailijoiden tavoitteisiin pienellä varauksella, niin niistä voi mielestämme tehdä sellaisen tulkinnan, että Kempowerin omat kannattavuustavoitteet ovat melko varovaisen kuuloisia ottaen huomioon kilpailijoita selvästi paremman katteiden nykyisen lähtötason. Kempowerin kustannuskilpailukyky näyttää tällä hetkellä kilpailijoita vahvemmalta ja tulee vielä paranemaan Lahdessa toteutettavien tuotannon uudelleenjärjestelyiden sekä toiminnan skaalautumisen myötä. Kilpailijoilla ei ole nykyisillä katetasoilla varaa laskea myyntihintoja. Näemmekin Kempowerilla hyvät mahdollisuudet selviytyä markkinan konsolidaatiosta pitkällä aikavälillä voittajien joukossa.

Liikevaihdon tavoitetaso (MEUR)



Liikevoitto-%:n tavoitetasot



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/3)

Strategiset tavoitteet aikajalla



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 ¹	Vertikaalinen integroituminen arvoketjussa yleistä		
Toimittavat tyypillisiä elektroniikka-teollisuudessa käytettyjä komponentteja tai alikokoonpanoja	Valmistavat ja kehittävät latauslaitteita sekä niissä käytettäviä 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 ja haluaa maksimoida myydyn sähkön määrän	Myy latausoikeutta loppuasiakkaille, ostaa latausoikeuksia mahdollisesti useilta latausasemien operaattoreilta



Kaupallisten ajoneuvojen latausratkaisujen arvoketju

+ KEMPOWER

Komponenttitoimittajat	Laitevalmistajat	OEM ²	Asentaja	Ajoneuvojen omistaja
Toimittavat tyypillisiä elektroniikka-teollisuudessa käytettyjä komponentteja tai alikokoonpanoja	Valmistavat ja kehittävät latauslaitteita sekä niissä käytettäviä ohjelmistoja	OEM voi tarjota asiakkaalle latausratkaisun esim. bussin tai työkoneen mukana	Suorittaa asennuksen ja voi tarjota elinkaari palveluita	Käyttää latausratkaisua ajoneuvolaivueensa lataamiseen. Haluaa toimivan latausratkaisun mahdollisimman edullisella kustannuksella.



1) Myynti voidaan myös ulkoistaa jakeluyhtiölle, jolloin Kempowerin ei tarvitse huolehtia asennustöiden tilaamisesta.

2) OEM on mahdollinen väliporras, mutta ratkaisuja myydään myös suoraan loppuasiakkaille

Markkina- ja toimintaympäristö (1/4)

Markkinan koko ja kasvu

Sähköajoneuvojen DC-latauslaitteiden markkinan koko oli Kempowerin kohdealueilla Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa yhteensä 1,4 MRD euroa vuonna 2022. Kempower esitteli huhtikuun 2022 CMD:llä markkinatutkimuksen, jonka mukaan Euroopan ja Pohjois-Amerikan yhteenlasketun DC-laturimarkkinan odotetaan kasvavan noin 14 miljardiin euroon vuoteen 2030 mennessä. Tämä tarkoittaisi noin 33 %:n keskimääräistä vuotuista kasvua (CAGR). Uusi arvio oli merkittävä muutos vielä listautumisen yhteydessä esitettyyn 4 miljardin euron arvioon¹ (2030e). Liikenteen sähköistymistrendi on kiihtynyt viime vuosina. Muutoksen nopeus ja suuri mittakaava tekevät markkinan kasvun arvioinnista haastavaa ja tilanne voi vielä elää. Uusi 14 miljardin euron kasvuennuste olettaa etenkin raskaan liikenteen sähköistymisen osalta selvästi nopeampaa kehitystä verrattuna 4 miljardin skenaarioon.

Kasvun odotetaan olevan suhteellisesti erityisen voimakasta Yhdysvalloissa (2022-30e CAGR: 42 %), missä latausinfrastruktuuri ja sähköautokanta ovat vielä toistaiseksi jäljessä Eurooppaan verrattuna (Euroopan vastaava CAGR 29 %). Kempower toimii Euroopan ja Pohjois-Amerikan lisäksi vaihtelevalla intensiteetillä myös muilla pienemmillä markkinoilla kuten Australiassa, Lähi-Idässä ja Kaakkois-Aasiassa. Näiden alueiden markkinan koko on pieni verrattuna Eurooppaan ja Pohjois-Amerikkaan, mutta esimerkiksi eteläisen Aasian voidaan odottaa kasvavan merkittäväksi markkina-alueeksi pitkällä aikavälillä.

Henkilöautokanta sähköistyy vauhdilla

Ajoneuvokannan odotetaan sähköistyvän voimakkaasti tulevan vuosikymmenen aikana, mikä

luonnollisesti tukee latauslaitteiden kysyntää. Henkilöajoneuvojen DC-laturien markkina vastaa tällä hetkellä valtaosaa koko sähköajoneuvojen DC-laturimarkkinasta (2022: 1,2 MRD EUR) ja henkilöautojen segmentin odotetaan kasvavan lähes 5 miljardiin euroon 2030 mennessä.

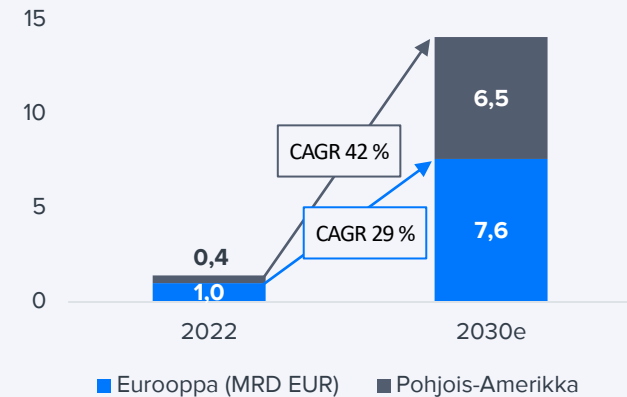
Täyssähköisten henkilöajoneuvon osuus autojen uusmyynistä on jo nykyisellään merkittävä, 15 % Euroopassa ja 7 % Yhdysvalloissa vuoden 2023 H1:llä. Koko rekisteröidystä autokannasta täyssähköautojen osuus oli vuoden 2022 lopussa kuitenkin vain noin 1-2 % edellä mainituilla alueilla. Sähköautojen osuus uusrekisteröinneistä Euroopassa kasvaa ACEA:n ennusteen² mukaan 58 %:iin vuoteen 2030 mennessä, jolloin osuus autokannasta kasvaisi 17 %:iin. Myös Yhdysvalloissa kehitystahdin ennustetaan kulkevan melko vastaavaa polkua, sillä Bloomberg NEF ennustaa sähköautojen myyntiosuuden nousevan yli 50 %:iin vuoteen 2030 mennessä.

Raskas liikenne on pikalatausten suurkuluttaja

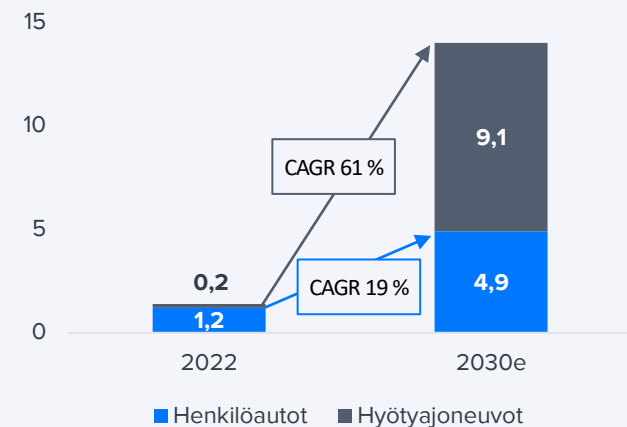
Myös suurten hyötyajoneuvojen, kuten bussien ja rekkojen sähköistyminen toimii merkittävänä DC-laturimarkkinan ajurina. Kaupallisten ajoneuvojen kulutus ja käyttöasteet ovat korkeammat, minkä vuoksi niitä tulee myös ladata useammin ja nopeammin. Siinä missä henkilöautojen latauksista noin 10-30 % tehdään pikalatausasemilla, raskaiden sähköajoneuvojen kohdalla arvioimme luvun olevan yli 50 %. Raskas liikenne hyödyntää sekä yksityisiä latauskenttiä esim. bussivarikoilla, että julkisia pikalatausasemia teiden varsilla. Acean tutkimuksen¹ mukaan valtaosa (84 %) raskaan liikenteen latauskerroista tulisi kuitenkin pitkällä aikavälillä toteutumaan yksityisillä latauskentillä.

Lähteet: 1) BCG: Why Electric Cars Can't Come Fast Enough (huhtikuu 2021), 2) ACEA European EV Charging Infrastructure Masterplan March 2022

Kohdemarkkinan kasvu maantieteittäin



Kohdemarkkinan kasvu segmenteittäin



Markkina- ja toimintaympäristö (2/4)

Hyötyajoneuvot muodostavat toistaiseksi vain pienen osuuden DC-laturimarkkinasta (2022: 0,2 MRD EUR), mutta Kempower odottaa markkinasegmentin kasvavan peräti 9 miljardiin 2030 mennessä. Sähköbussit yleistyvät tällä hetkellä nopeasti, sillä mm. EU:ssa 13 % uusista busseista vuonna 2022 olivat sähköisiä. Rekkapuolella asiakaskunnan kysyntä sähköistymiselle on kova, mutta markkina tulee jäljessä busseihin ja henkilöautoihin nähden. Lyhyen matkan kuljetusautot sähköistyvät jo nyt nopeasti. Keskiraskaiden ja raskaiden pitkän matkan rekkakuljetusten sähköistyminen vaatii teiden varsien latausinfrastruktuurin parantamista ja sähköisten rekkojen teknologian kehittymistä. Rekka-autojen valmistajat panostavat tällä hetkellä voimakkaasti sähköisten mallien kehittämiseen ja tuotannon kasvattamiseen. Lisäksi valmisteilla oleva Megawatt Charging -standardi tulee vauhdittamaan korkeampien lataustehojen yleistymistä.

Akkujen laskeva hinta tukee sähköistymistä

Pitkän aikavälin trendinä on ollut, että kehittyvä ja halpeneva akkuteknologia tekee sähköisistä ajoneuvoista aiempaa houkuttelevamman ja kustannustehokkaamman vaihtoehdon. Akuston osuus sähköajoneuvon valmistuskustannuksista on merkittävä, henkilöautoissa arviomme mukaan noin 15-30 % mallista riippuen. Litiumioniakustojen hinta per kWh on laskenut noin 90 % vuosien 2010-2020 välillä ja hinnan odotetaan laskevan edelleen noin 40 % vuosien 2020-30 välillä².

Laaja sitoutuminen liikenteen sähköistymiseen hiilipäästöjen ja saasteiden vähentämiseksi

Hiilidioksidipäästöjen vähentäminen on tärkein sähköisten ajoneuvojen yleistymisen taustalla

Lähteet: 1) UNCC, 2) Custom Market Insights: Global Electric Vehicle (EV) Market 2023 – 2032, 3) Alternative Fuels Infrastructure Regulation, 4) Power2Drive

vaikuttava teema länsimaissa. Tieliikenne tuotti 22 % Euroopan Unionin alueella syntyneistä hiilidioksidipäästöistä vuonna 2019¹. Lisäksi kaupunkien ilman laadun parantaminen on merkittävä ajuri liikenteen sähköistymiselle, mikä korostuu etenkin Aasiassa. Lainsäätäjät ja yritykset länsimaissa ovat sitoutuneet laajasti päästöjen vähentämiseen ja liikenteen sähköistämiseen. Useat eri autonvalmistajat ovat ilmoittaneet vähentävänsä tai lopettavansa polttomoottorilla varustettujen autojen tuotantoa ja useat Eurooppalaiset kaupungit rajoittavat jo nyt polttomoottoriautojen käyttöä keskusta-alueilla.

Regulaatio ja julkiset tuet vauhdittavat siirtymää

Liikenteen sähköistymistä ja latausinfrastruktuurin rakentamista tuetaan poliittisilla päätöksillä suurimmassa osassa maailmaa. EU päätti vuoden 2023 aikana uudesta asetuksesta (AFIR³), jonka mukaan julkisia pikalatausasemia ja raskaan liikenteen latausasemia tulee rakentaa tietyin minimivaatimuksin koko Euroopan TEN-T liikenneverkoston varsille. Asetuksen mukaiset vaatimukset voisivat tarkoittaa 1 miljoonan latauspisteen vaatimusta 2025 mennessä ja 3,5 miljoonaa latauspistettä vuonna 2030⁴. Lopullinen tarve latausasemille ja etenkin niiden teholle lienee paikoin asetuksen minimitasoja merkittävästi korkeampikin.

Pohjois-Amerikan markkinalla USA:n hallinnon myöntämä NEVI-tukipaketti tarjoaa 5 miljardin dollarin tukiohjelman, jonka ansiosta uusien latausasemien rakentamiseen voi saada alueesta riippuen jopa 80 %:n korvauksen julkisista varoista vuosina 2023-26. Tämä tulee vauhdittamaan huomattavasti USA:n liikenteen sähköistymistä.

Kohdemarkkinan kasvun ajurit

Sähköisten henkilöautojen voimakas yleistyminen

- Sähköautokannan odotetaan 10-15 -kertaistuvan 2030 mennessä, jolloin niiden osuus kaikista autoista olisi noin 15-20 % länsimaissa
- Uusien sähköautojen pikalatausteho-ominaisuudet parantuvat, mikä lisää tehon tarvetta pikalatausasemilla

Kaupallisten sähköajoneuvojen yleistyminen

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

Aftermarket-liikemaidon osuus kasvaa

- Tehonlisäykset, ohjelmistot ja varaosat mahdollistavat noin 10 % lisäliikemaidon laitemyynnin päälle

Sähköisten ajoneuvojen lukumäärän kehitys⁵

	2022	2030e
	6 500 000 ~ 10 % uusista autoista 1 % autokannasta	90 000 000 60 % uusista autoista 17 % autokannasta
	~10 000 < 10 % uusista autoista 1 % autokannasta	450 000 60-80 % uusista autoista 25 % autokannasta
	< 10 000 < 1 % uusista autoista < 1 % autokannasta	1 100 000 40 % uusista autoista 10 % autokannasta

5) Yhteenlasketut luvut Euroopan ja Pohjois-Amerikan markkinoilta. Lähde: Kempower, Inderesin arvio, ACEA European EV Charging Infrastructure Masterplan March 2022, IEA

Markkina- ja toimintaympäristö (3/4)

Kempower keskittyy pika- ja suurtehosegmenttiin

Sähköajoneuvojen latausratkaisut voidaan jakaa kolmeen tuotesegmenttiin, hitaisiin latausratkaisuihin (1-22 kW, AC), pikalatausratkaisuihin (22-100 kW, DC) ja suurteholatausratkaisuihin (>100 kW, DC).

Kempower keskittyy pika- ja suurteholatausratkaisuihin, jotka ovat paitsi teknisesti monimutkaisempia, myös huomattavasti hintavampia laitteita, joiden valmistajia löytyy markkinoilta lukumääräisesti vähemmän. Hitaat latausratkaisut ovat teknologialtaan yksinkertaisempia vaihtovirtaa syöttäviä laitteita.

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. Hitaita AC-latausratkaisuja myydään laajasti useisiin eri asiakassegmentteihin mm. kotitalouksille, työpaikoille, kauppoille, hotelleille ja kaupallisten ajoneuvojen operoijille.

AC-laturien etuna on edullisen hinnan lisäksi, se 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 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.

Markkinan saturaatio ei ole vielä näköpiirissä

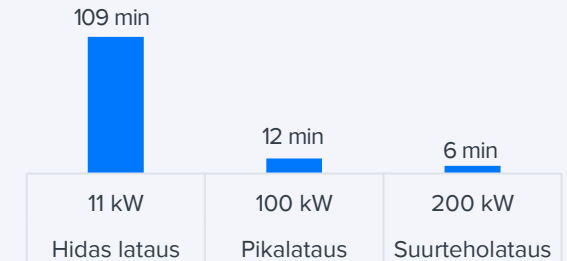
Pikalatauslaitteiden markkina on kasvanut voimakkaasti viime vuosina ja markkinan saturaatioon voi kestää vielä pitkä aika ottaen huomioon liikenteen sähköistymistä tukevat rakenteelliset kasvuajurit. Edes makrotalouden haasteet ja kohonnut korkotaso vuosina 2022-23 eivät ole pysäyttäneet markkinan kasvua, vaikka latausverkkojen rakentaminen on pääomaintensiivistä toimintaa. Latausasemia pyörittävillä operaattoreilla (CPO) on kaupallinen insentiivi rakentaa latausverkostoa etupainotteisesti ja voittaa markkinaosuuksia, vaikka toiminta ei vielä olisikaan kovin kannattavaa. Samalla latausasemia operoivien toimijoiden joukko on kasvanut perinteisten kaupan alan toimijoiden sekä huoltoasemaketjujen laajentaessa toimintaansa latausratkaisujen tarjoamiseen. Myös raskaan liikenteen latausratkaisuihin erikoistuneiden toimijoiden kasvu tulee lähivuosina laajentamaan markkinaa. Vaikka markkina kasvaa voimakkaasti vielä pitkään, on todennäköistä että kehitys aaltoilee vuosien mittaan mm. talouden syklien tai poliittisten päätösten myötä. Korvauskysyntä tulee todennäköisesti tasoittamaan markkinan satureitumista, sillä DC-latauslaitteiden käyttöasteet ovat korkeat ja laitteita tulee uusia noin 5-8 vuoden välein.

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

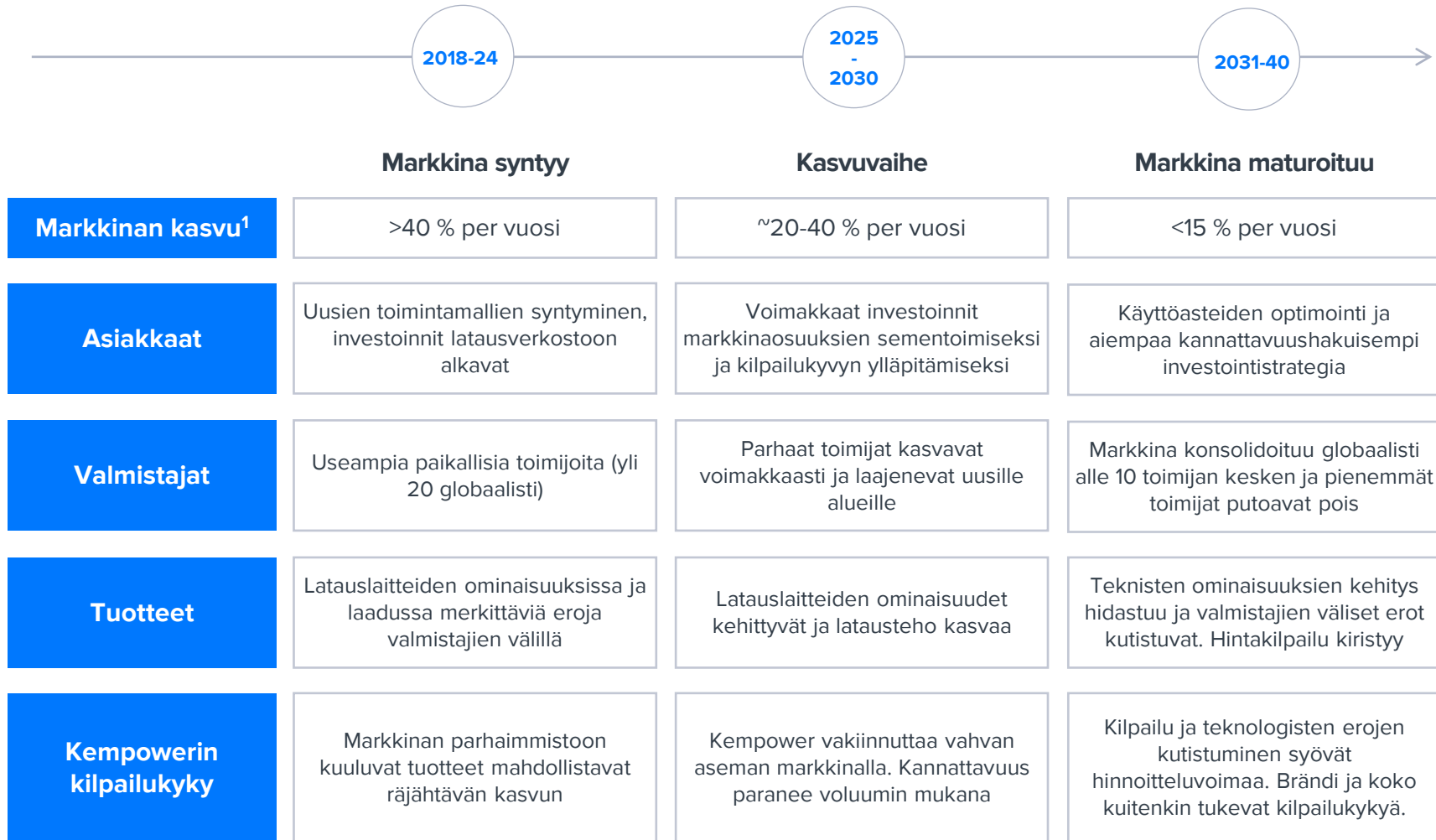
Henkilöauton latausaika per 100km*



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

Markkina- ja toimintaympäristö (4/4)

DC-latauslaitteiden markkinan ja kilpailutilanteen arvioitu kehityskulku



1) Hahmoteltu markkinan kasvuvauhti vastaa Kempowerin 14 miljardin arviota kohdemarkkinan kooksi 2030. Kasvusennusteeseen sisältyy merkittävää epävarmuutta.
Lähde: Inderes

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. Vain osalla toimijoista on riittävän vahva tuoteportfolio ja tuotekehitys, jotka ovat välttämättömiä globaalissa kilpailussa.

Pikalatausmarkkinan kilpailukenttä voidaan jakaa kahteen segmenttiin, henkilöautojen lataamiseen ja kaupallisten hyötyajoneuvojen lataamiseen. Henkilöautojen latausmarkkinalla Kempowerin merkittävimpiä kilpailijoita ovat arvioimme mukaan Tritium, ABB, Delta, Siemens, Alpitronic sekä epäsuorasti Tesla, joka on toistaiseksi valmistanut latauslaitteita pääosin omille latausasemilleen. Muita kilpailijoita henkilöautopuolella ovat mm. ChargePoint, Phihong, Efacec, Circontrol, EVBox, BTC Power ja Lincoln Electric. Hyötyautopuolella merkittäviä kilpailijoita ovat mm. ABB, Siemens ja Eko Energetyka.

Kempower nousut nopeasti suurten joukkoon

Kempower on suhteellisen tuore tulokas pikalatauslaitteiden markkinalla. Yhtiön markkinaosuus oli silti vuoden 2022 aikana jo 7 % (2021: 3 %) Euroopan ja Pohjois-Amerikan yhteenlasketuista markkinoista ja ennustamme osuuden kasvavan vuoden 2023 aikana noin 13 %:iin. Tesla on säilyttänyt ylivoimaisen markkinajohtajan asemansa 35 %:n markkinaosuudella vuonna 2022 (2021: 35 %). Tuotannon ja alihankinnan vaikeuksista kärsineen Tritiumin markkinaosuus sen sijaan laski 7

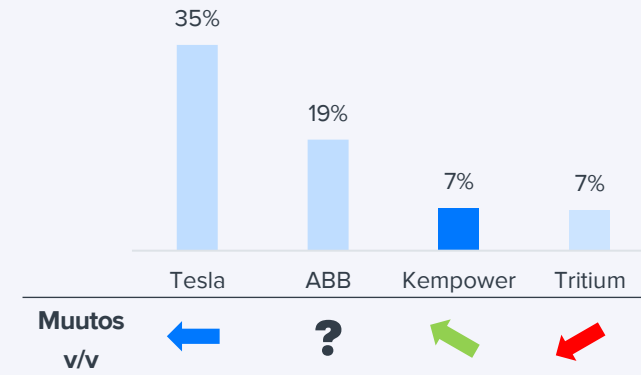
%:iin (2021: 14 %). ABB e-Mobilityn vuoden 2022 liikevaihto ei ole tiedossa, mutta arvioimme muutamien datapisteiden perusteella yhtiön kasvattaneen markkinaosuttaan hieman vuoden 2023 aikana 19 %:iin olettaen, että DC-ratkaisujen osuus liikevaihdosta olisi 50 % (2021 markkinaosuus vastaavalla oletuksella: 16 %).

Arvioimme myös Siemensin DC-latausliiketoiminnan olevan kokoluokaltaan merkittävä, mutta yhtiö ei ole antanut tietoja liikevaihdosta. Siemens osti elokuussa 2023 Helioxin, joka on erikoistunut raskaan liikenteen latausratkaisuihin. ABB puolestaan on lykännyt e-Mobility –yksikkönsä pörssilistautumista vedoten heikkoon markkinatilanteeseen. ABB e-Mobilityn kannattavuus näyttäisi rajallisen tiedon valossa kehittyneen tavoitteita heikommin ja myös yksikön johtoa vaihdettiin huhtikuussa 2023.

Kempowerin kannattavuus omaa luokkaansa

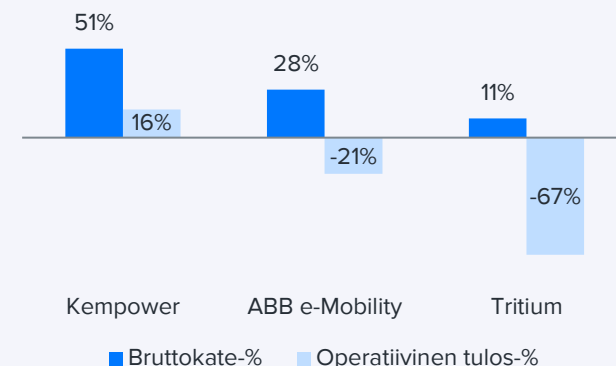
Toimialan yhtiöiden kannattavuus on mielestämme kasvun ohella toinen merkittävä kilpailukyvyyn indikaattori. Kempower on tässä vertailussa ylivoimainen 51%:n bruttokatteella ja 16 % EBIT-marginaalilla (H1 2023). Etenkin EBIT-luku on loistava ottaen huomioon kiinteiden kulujen voimakkaan kasvattamisen kasvupyrkimysten keskellä. Kilpailevien yhtiöiden, kuten ABB e-Mobilityn ja Tritiumin operatiiviset tulokset ovat toistaiseksi olleet negatiiviset. Myös kyseisten kilpailijoiden bruttomarginaalit ovat olleet Kempoweria heikommat, mikä voi osaltaan ainakin ABB:n kohdalla selittyä poikkeavalla tuotemixillä sisältäen matalakatteisempia AC-latureita. Kannattavuustasojen vertailu on haastavaa, sillä useimmat Kempowerin kilpailijat ovat osa suurempaa yhtiötä eikä DC-laturiliiketoiminnan lukuja tarjota erikseen.

DC-laturivalmistajien markkinaosuuksia 2022¹



1) Euroopan ja Pohjois-Amerikan markkinoilla. Perustuu Inderesin arvioon

Laturivalmistajien kannattavuustasoja²



2) Kempowerin luvut: toteuma H1'23, ABB e-Mobilityn bruttokate vastaa yhtiön viestimää tavoitetasoa vuodelle 2022 (25-30 %) ja operatiivinen tulos H1'23 EBITA-marginaalia. Tritiumin bruttomarginaali vastaa yhtiön tavoitetta vuodelle 2023 (10-12 %) ja operatiivinen tulos H2'22 toteumaa.

Kilpailu (2/2)

Teknologia ja tuotteet toistaiseksi tärkein kilpailuetu

Keskipitkällä aikavälillä tuotejohtajuus ja teknologian taso ovat arviomme mukaan tärkeimmät kilpailutekijät. Kempowerin tuotteet ovat käsityksemme mukaan erittäin kilpailukykyisiä teknologisten ominaisuuksiensa puolesta. Erityisesti yhtiön latausjärjestelmien kyky jakaa tehoa jopa 8 auton välillä (dynaaminen lataus) on käsityksemme mukaan uniikki kilpailijoiden tuotteisiin verrattuna. Myös kilpailijat ovat kehittäneet dynaamista tehonjakoa, mutta heillä tehon jakaminen rajoittuu tyyppillisesti 2 tai jossain tapauksissa 4 auton välille. Tehon älykäs jakaminen kasvattaa tehoyksikön käyttöasteita. 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 kiristämään Kempowerin etumatkaa kiinni. Kempowerin teknologiaa on suojattu muutamilla patenteilla, mutta samojen ominaisuuksien toteuttaminen on mahdollista muilla keinoin. Toisaalta osa kilpailijoista on luottanut kustannussyistä pitkälti valmiiseen markkinoilta löytyvään teknologiaan ja on panostanut vähemmän omaan tuotekehitykseen, jolloin niiden on vaikeaa pärjätä kilpailussa pitkällä aikavälillä.

Kempower on saavuttamassa myös skaalaedun

Arvioimme pikalatausmarkkinan keskittyvän tulevaisuudessa parhaita laitteita valmistaville globaaleille yhtiöille, joihin tulevat todennäköisesti lukeutumaan Kempowerin lisäksi mm. Tesla ja ABB. Arvioimme teknologisten erojen kaventuvan markkinan konsolidaation myötä, mikä korostaa hintakilpailun ja operatiivisen tehokkuuden merkitystä. Kempowerilla on vahvat lähtökohdat myös pitkän aikavälin tehokkuutta korostavaan kilpailuun, sillä yhtiö on saavuttanut liiketoiminnassaan korkean skaalan

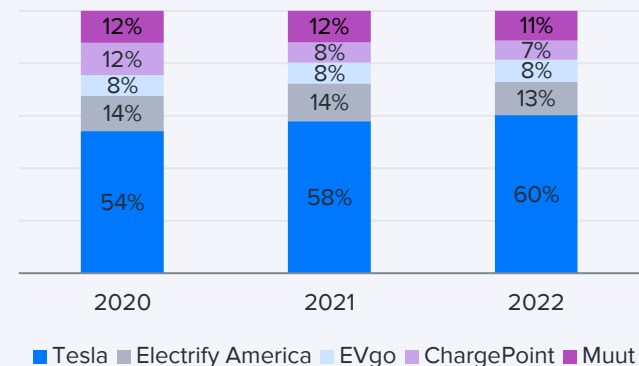
ainakin Euroopan markkinoilla. Isku Centeriin aukeavan kolmannen Lahdessa sijaitsevan tehdasrakennuksen myötä Kempower pystyy järjestämään tuotantonsa tehokkaasti ja keskitetysti.

Yhdysvalloissa skaalapeli on sen sijaan vielä ratkaisematta. Tesla on markkinan ainoa suuri valmistaja. Myös Tritiumilla on USA:ssa suuri tehdas, joka on aikataulullisesti hieman Kempoweria edellä. Vahvat tuotteet voivat kuitenkin nostaa Kempowerin suurimpien toimijoiden joukkoon myös Yhdysvalloissa.

USA:n kilpailukenttä poikkeaa Euroopasta

USA:ssa Teslalla on poikkeuksellisen suuri markkinaosuus (2022: 60 %) DC-latausasemissa, kun Euroopassa yhtiön markkinaosuus on vain 20 %. Yhdysvaltalaisten kuluttajien käsitys muiden operaattorien ja valmistajien latureista on heikko, mihin voi osaltaan vaikuttaa markkinan aikaisempi kehitysvaihe Eurooppaan nähden. Antelioiden NEVI-tukien myötä Euroopan suuret valmistajat Kempower, ABB, Siemens, Tritium ja Alpitronic ovat laajentamassa tuotantoaan Yhdysvalloissa, mikä tulee tukemaan uusien latausoperaattorien toimintaa ja todennäköisesti viemään Teslalta markkinaosuutta. Tesla ja toinen merkittävä toimija ChargePoint eivät keskittyvät pääosin omien latausverkostojensa kehittämiseen ja eivät juuri ole myyneet laitteita muille operaattoreille. Esimerkiksi useat kaupan alan toimijat ja öljy-yhtiöt haluavat hallinnoida itse tonteillaan tapahtuvaa latausliiketoimintaa. Siksi he haluavat ostaa tarvittavan teknologian laitevalmistajilta sen sijaan, että päästäisivät Teslan tai ChargePointin myymään sähköä tonteilleen. Tosin öljy-yhtiö BP julkisti lokakuussa 2023 ostavansa 100 miljoonalla dollarilla raskaan liikenteen latureita Teslalta, joten Teslakin saattaa lähteä mukaan kilpailemaan osittain pelkällä laitevalmistajan statuksella.

DC-latausoperaattorien markkinaosuuksia USA:ssa 2022¹



Kempowerin kilpailullinen asema

Vahvuudet

- Teknologinen etumatka mm. Kempiltä perityn inverteri- ja tehonhallintaosaamisen myötä
- Kova kasvu nostaa yhtiön liiketoiminnan kokoluokaltaan suurten joukkoon, mikä tuo skaalaetuja

Heikkoudet

- R&D:n mittakaava toistaiseksi pääkilpailijoita pienempi, joskin tätä puolta kasvatetaan jatkuvasti
- Yhdysvalloissa melko tuntematon toimija ja jakeluorganisaatiossa riittää kehittämistä

1) Alternative Fuels Data Center

Lähde: Inderesin arvio

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.

Myyntikanavien rakentaminen Pohjoismaiden ulkopuoliseen Eurooppaan vuoden 2021 aikana alkoi tuottaa tulosta saman vuoden Q4:ltä alkaen. Vuoden 2022 liikevaihto nousi jo 104 MEUR:oon, josta 56 % syntyi Pohjoismaista ja 39 % muualta Euroopasta. Liikevaihdon kasvu on jatkunut voimakkaana vuoden 2023 aikana (Q1-Q3: 201 MEUR, +205 % v/v) ja siitä jo 59 % syntyi Pohjoismaiden ulkopuolelta. Tilaukanta oli Q3:n lopussa 127 MEUR, mikä vastaa 33 % kasvua vuodentakaiseen nähden. Tilauksissa nähtiin huomattavaa ennakoitua vuoden 2022 jälkipuoliskolla, kun toimitusajat venyivät komponenttipulan ja toimituskapasiteetin puutteen vuoksi. Kempowerin uudet tilaukset kääntyivät vuoden 2023 Q3:lla ensimmäistä kertaa laskuun (-7 % v/v), sillä asiakkailla ei ollut enää tarvetta ennakoiville tilauksille toimitusaikojen lyhentymisen johdosta. Korkotason nousu ja talouden epävarmuus voivat myös olla osasyitä tilausten laskulle.

Katteet kilpailijoita korkeammalla tasolla

Bruttokate oli vuosina 2021-22 vajaan 50 %:n tasolla ja nousi vuoden 2023 Q1-Q3 aikana jo 51,7 %:iin. Kyseinen bruttokatetaso on korkea verrattuna muihin pikalatausratkaisujen valmistajiin, joiden bruttokatteet ovat olleet Kempoweria matalammalla tasolla (2022: Tritium -10 % (H2), ABB eMobilityn tavoite 25-30 %).

Henkilöstön määrä ja kiinteät kulut nousussa

Voimakkaiden kasvupyrkimysten mukanaan tuoma liiketoiminnan kiinteiden kulujen kasvu on rajoittanut tuloksen kehittymistä, vaikka bruttokate onkin ollut erinomaisella tasolla. Henkilöstön lukumäärää on kasvatettu voimakkaasti kasvustrategian toteuttamiseksi (2021 lopussa 136 henkilöä, Q3 2023 lopussa 619). Henkilöstökulut kasvoivat vuoden 2022 aikana 22 MEUR:oon ja olivat 21,1 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kulut olivat vuoden 2022 aikana 20 MEUR eli 19,5 % liikevaihdosta.

Kannattavuus skaalautunut hyvin 2023 aikana

Oikaistu liikevoitto ylsi positiiviseksi vuonna 2022 (6,7 MEUR, 6 % liikevaihdosta). Vuoden 2023 Q1-Q3 osalta liikevoittomarginaali oli jo vahvalla 17,5 % tasolla, vaikka Kempower varoittikin laajentumiseen liittyvien kulujen rasittavan lähiaikojen kannattavuutta. Yhtiön liikevaihto ja kannattavuus ovat noudattaneet historiassa kausiluonteista vaihtelua, sillä latauslaitteita asennetaan varsinkin Pohjoismaissa enemmän kesäisin, minkä johdosta Q2 ja Q3 ovat yleensä olleet vahvoja kvartaaleja. Tämän kausiluonteisuuden merkitys on kuitenkin vähentynyt liikevaihdon hajautuessa Pohjoismaiden ulkopuolelle.

Rahoituskulut ovat olleet menneinä vuosina pääosin olemattoman pienet. Listautumisannin myötä yhtiö on velaton ja vuoden 2023 H1:llä yhtiö sai nettoraohitustuottoja 0,5 MEUR. Yhtiön alkuaikoina sen toimintaa rahoitettiin emoyhtiö Kemppi Groupin kautta. Kempower sai vuosina 2018-20 tilinpäätössiirtoja emoyhtiö Kemppi Groupilta yhteensä 5,8 MEUR. Oikaistu nettotulos, josta tilinpäätössiirrot, listautumiskulut ja näihin liittyvät verovaikutukset on korjattu, on ollut laskujemme mukaan noin 2 MEUR negatiivinen vuosina 2019-20 ja 1,6-3,6 MEUR:n verran positiivinen vuosina 2021-22.

Tase vahvassa kunnossa

Syksyn 2021 listautumisannissa yhtiö keräsi 100 MEUR:n bruttovarat, mikä kasvatti yhtiön taloudelliset resurssit kilpailukykyiselle tasolle ja mahdollistaa kasvupanostusten kiihdyttämisen. Vuoden 2023 kesäkuun lopussa yhtiöllä oli rahoitusvaroja 93 MEUR ja sen omavaraisuusaste oli 58 %. Yhtiöllä ei ole korollista velkaa lukuunottamatta 24 MEUR:n vuokrasopimusvelkoja.

Kassavirta kääntynyt selvästi positiiviseksi

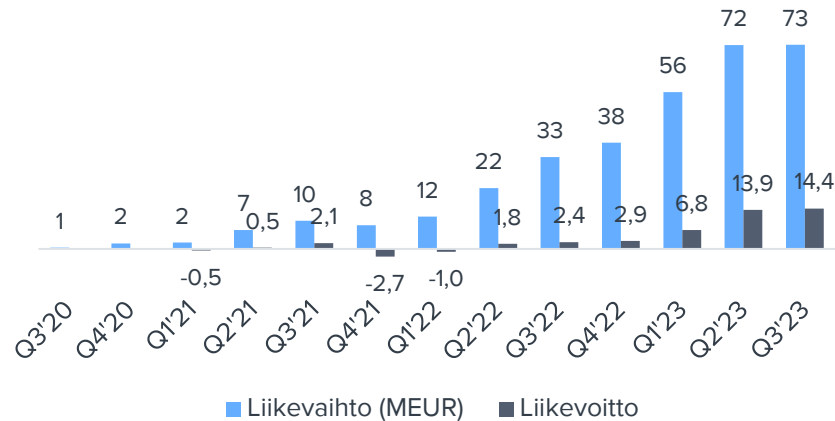
Kempowerin operatiivinen kassavirta on kääntymässä positiiviseksi nousujohtaisen kannattavuuden ansiosta. Liiketoiminnan rahavirta oli vielä vuonna 2022 -5 MEUR, mutta vuoden 2023 H1:llä kassavirta kääntyi positiiviseksi 23 MEUR:oon (H1'22: -3,7 MEUR). Vuoden 2022 aikana yhtiö kasvatti varastojaan komponenttipulan vuoksi, mikä kasvatti välivarastoja ja söi kassavirtaa. Komponenttien saatavuuden ja varastojen normalisoituminen vuoden 2023 aikana on puolestaan tukenut kassavirtaa osaltaan.

Kempower investoi vuoden 2022 aikana 6,2 MEUR, mikä liittyi tuotannon laajentamiseen ja ICT-hankkeisiin. Luku ei sisällä vuokrattuja toimitiloja, joiden määrä taseessa kasvoi vuoden 2022 aikana 21 MEUR:oon (2021: 3 MEUR).

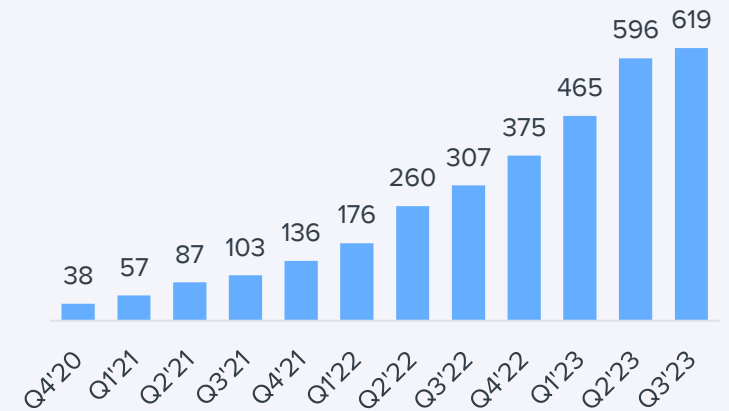
Kempowerin liiketoimintamalli on käsityksemme mukaan melko pääomakevyt ja valtaosa taseen käyttöomaisuushyödykkeistä koostuu vuokratuista toimitiloista. Tuotanto koostuu pääasiassa tuotteiden kokoamisesta ja testauksesta, minkä johdosta valmistuskapasiteetin kasvattaminen ei vaadi suuria investointeja tuotantolaitteistoon. Nettokäyttöpääoma oli kesäkuussa 2023 noin 10 % suhteessa edellisten 12 kk liikevaihtoon.

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne (2/2)

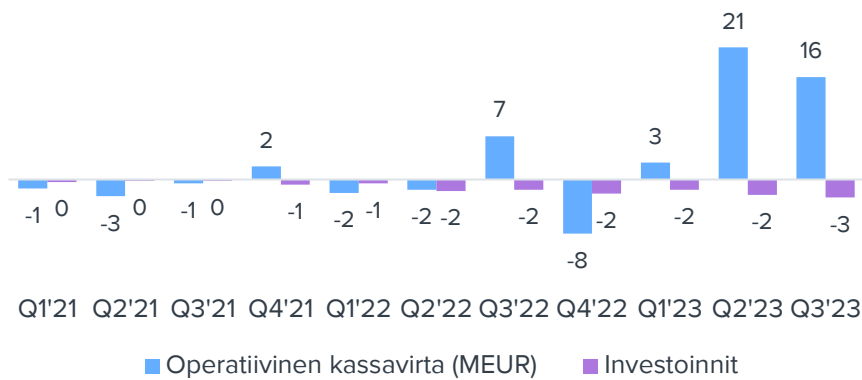
Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



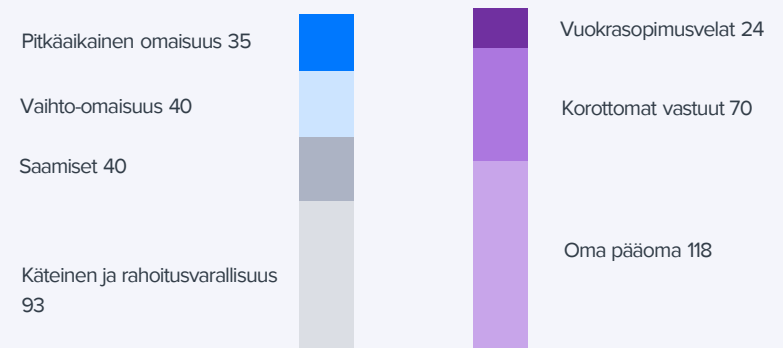
Henkilöstön lukumäärän kehitys



Kassavirran kehitys



Taseasema H1 2023 lopussa (MEUR)



Ennusteet (1/4)

Lyhyellä aikavälillä kasvu ylittää markkinan vauhdin

Odotamme vuoden 2023 liikevaihdon yltävän 298 MEUR:oon, mikä tarkoittaa 188 %:n kasvua suhteessa edellisvuoden liikevaihtoon. Voimakasta kasvua ajaa toistaiseksi vahva markkinakysyntä, minkä lisäksi Kempowerin jakelukanavat ja asiakassuhteet ovat kehittyneet positiivisesti. Odotamme liikevaihdon kasvavan euromääräisesti eniten Pohjoismaiden ulkopuolisessa Euroopassa, missä Kempower on kehittänyt jakeluaan vuosien 2021-23 aikana. Yhtiön tuotantokapasiteetti ei arviomme mukaan merkittävästi rajoita kasvua Euroopassa lähivuosina, sillä nykyisten tilojen volyymejä voidaan yhä nostaa ja Lahteen aukeaa uusi kapasiteetin kaksinkertaistamisen mahdollistava tuotantolaitos vuoden 2024 aikana. Komponenttien saatavuus on parantunut. Myös Pohjoismaissa kasvunäkymä on edelleen hyvä. Pohjois-Amerikkaan kohdistuva liikevaihto kasvaa ennusteissamme loppuvuotta 2023 kohden, mutta jää vielä matalaksi.

Vuoden 2024 osalta ennustamme liikevaihdoksi 412 MEUR (+38 % v/v), mikä selkeästi myöskin ylittää vuodelle 2023 ennustamamme tilauskertymän (297 MEUR). Oletamme kasvun jatkuvan hyvänä Euroopassa (22 %) ja Pohjois-Amerikkaan ennustamme suhteellisesti erittäin voimakasta kasvua matalilta lähtötasoilta, sillä Yhdysvaltojen jakeluorganisaation ja tuotantolaitoksen perustaminen sekä anteliaat NEVI-tuet tukevat myyntiä. Ensimmäisiä NEVI-tukia on jo myönnetty kesän ja syksyn 2023 aikana, mutta emme ole ainakaan vielä havainneet, että niitä olisi myönnetty Kempowerin latureita hyödyntäviin kohteisiin. Ennusteissamme Pohjois-Amerikan liikevaihto kasvaa 59 MEUR:oon vuonna 2024 ja 107 MEUR:oon 2025. Kempowerin kannalta

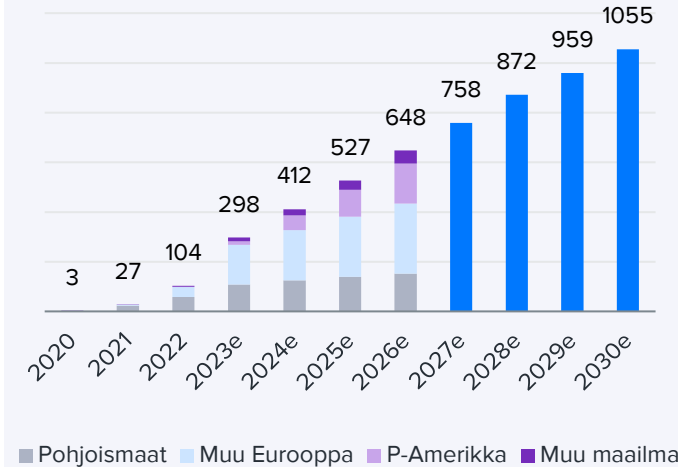
olisi kriittistä saada tuotanto ja asiakassuhteet ajettua nopeasti ylös – tämä on myös yksi merkittävimpiä epävarmuustekijöitä lähivuosien kasvunäkymien kannalta.

Pitkän aikavälin kasvumahdollisuudet ovat suuret ja mahdollisuuksien kirjo leveä

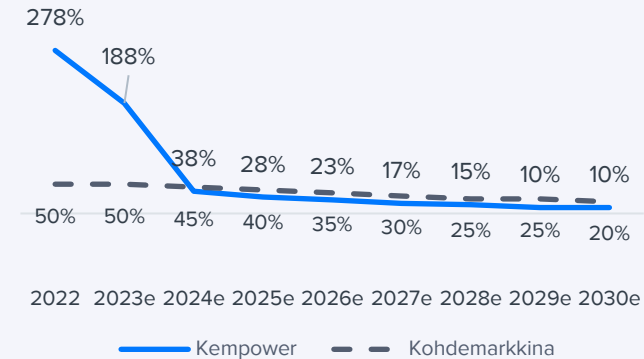
Ennusteamme olettavat kasvun hidastuvan vuosi vuodelta. Kempowerin esittämien markkinan kasvuarvioiden mukainen CAGR vuosille 2023-30 olisi 33 %, mikä ylittää selvästi meidän kasvuennusteamme vuosien 2024-30 osalta (20 %). Emme näe syytä miksi Kempower menettäisi markkinaosuuksia näinä vuosina emmekä väitä etteikö markkina voisi kasvaa 14 miljardiin 2030 mennessä Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa. Mielestämme markkinan kasvusta kaivataan kuitenkin lisää näyttöjä etenkin raskaan liikenteen osalta, ennen kuin kyseistä 14 miljardin skenaariota voitaisiin alkaa hinnoittelemaan Kempowerin osakkeeseen. Vuoden 2024 markkinakasvu voi hyvinkin jäädä trendikasvua selvästi heikommaksi talouden epävarmuustekijöiden ja korkojen nousun vuoksi.

Nykyiset ennusteamme tarkoittaisivat, että Kempowerin markkinaosuus nousee 13 %:iin vuonna 2023 Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa. Mikäli yhtiön pääkohdemarkkina kasvaisi 2030 mennessä 14 miljardiin, kasvaisi Kempowerin liikevaihto 13 % markkinaosuudella noin 1,9 miljardiin, mikä ei sisällä liikevaihtoa muilta markkinoilta kuten Aasiasta. Kääntäen, nykyinen 1,1 miljardin liikevaihtoennusteamme vuodelle 2030 vastaisi pääkohdemarkkinan kasvavan 7,4 miljardiin (13 % markkinaosuudella), mikä olisi lähes puolet pienempi verrattuna yhtiön arviomaan markkinan kokoon vuonna 2030.

Liikevaihto (MEUR)



Liikevaihdon kasvu vs. markkinan trendikasvu¹



1) Esitetty markkinan kehityspolku on karkea arvio, joka täsmää Kempowerin arvioimaan 14 miljardin markkinaaan vuonna 2030, mutta ei huomioi kysynnän aaltoilua lyhyellä aikavälillä.

Lähde: Inderes

Ennusteet (2/4)

Vuosien 2026-28 liikevaihtoennusteemme ovat 648-872 eli jokseenkin linjassa verrattuna yhtiön tavoittelemaan 750 MEUR:n tasoon. Varsinaisen ennustejaksomme jälkeen terminaaliyksiossa kasvuennusteemme on 3 %. Vahva markkinakasvu voi jatkua ennustejaksoamme pidempäänkin, sillä autokannan sähköistyminen on vielä kehitysvaiheessa vuosien 2030 ja 2040 välillä (2030 länsimaissa täyssähköautojen osuus vasta 17 %). Toisaalta pitkällä aikavälillä laitemyynnin kasvu todennäköisesti hidastuu ja teknologisten erojen kaventuminen tulee mahdollisesti painamaan hintoja alaspäin. Osaavana teknologiayhtiönä 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

Kempower pystyy tällä hetkellä erinomaisiin bruttokatteisiin (Q1-Q3'23: 52 %), joilla olisi mahdollista saavuttaa selvästi yli 20 %:n liikevoittomarginaali, mikäli yhtiön skaala kasvaa moninkertaiseksi kuten ennustamme. On kuitenkin mahdollista ja jopa todennäköistä, että katteisiin kohdistuu laskupainetta pitkällä aikavälillä, kun kilpailutilanne elää ja laitteiden teknologiset erot kaventuvat. Pidämme silti Kempowerin lähtökohtia pitkän aikavälin kannattavuuskehitykselle vahvoina, sillä yhtiöllä on tällä hetkellä ehkä markkinan kilpailukyysisimmät tuotteet ja yhtiön kokoluokka on nousemassa suurimpien joukkoon mahdollistaen aiempaakin tehokkaamman tuotannon.

Oletamme ennusteissamme bruttokatteeksi noin 51 % vuoden 2023 Q4:lle sekä vuodelle 2024. Lisäksi olemme olettaneet bruttomarginaalin laskevan

asteittain 48,3 %:iin vuoteen 2030 mennessä. Etenkin Yhdysvaltojen tuotannon käynnistyminen 2023 lopulla ja 2024 aikana tulee olemaan merkittävä muuttuja bruttokatteen kehityksen osalta. Anteliaat NEVI-tuet voivat tukea bruttokatteita, mutta toisaalta tuotanto tuskin on ainakaan alussa yhtä kustannustehokasta kuin Lahdessa.

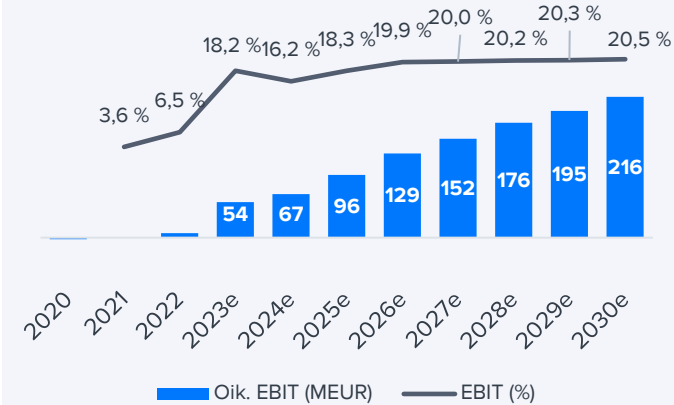
Kiinteät kulut kasvavat merkittävästi 2023-24

Kiinteät kulut tulevat kasvamaan lähivuosina voimakkaasti, kun koko organisaatiota skaalataan globaaliin kokoluokkaan ja kaikkia funktioita kehitetään tuotekehityksestä myyntiin ja hallintoon. Kempower onkin ohjeistuksessaan muistuttanut kiinteiden kulujen kasvun heikentävän kannattavuuskehitystä vuoden 2023 H2:lla yhtiön ajaessa ylös Yhdysvaltojen toimintojaan. Pitkällä aikavälillä ennustamme kiinteiden kustannusten osuuden laskevan suhteessa liikevaihtoon, mikä selkeästi kompensoi mahdollisesti laskevia bruttomarginaaleja. Kempowerin liiketoiminta ja valmistus eivät sido suuria määriä pitkäaikaista käyttöomaisuutta, joten poistojen osuus liikevaihdosta on ennusteissamme 2,9 % vuonna 2024 ja laskee 2,3-2,5%:iin pitkällä aikavälillä (2025-30e).

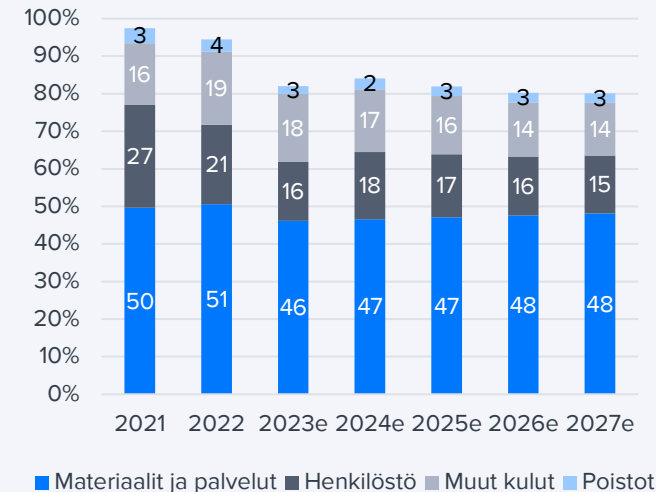
Kannattavuuden skaalautuminen nopeutunee 2025

Ennustamme liikevoittomarginaalin asettuvan vuoden 2023 aikana 18,2 %:iin ja laskevan vuonna 2024 16,2 %:iin, mikä selittyy kiinteiden kulujen kasvulla. Tämän jälkeen kannattavuudessa nähdään merkittävämpi harppaus ylöspäin, kun liiketoimintaa skaalataan ylös matalammalla lisäinvestointitarpeella niin Euroopassa kuin Pohjois-Amerikassakin. Vuosina 2026-29 ennustamme liikevoittomarginaalin olevan jo 20 % tasolla (yhtiön tavoite 10-15 % vuosille 2026-28). Vuodesta 2031 alkaen olemme arvioineet liikevoittomarginaalin asettuvan pitkän aikavälin tasolle 20 %:iin.

Liikevoiton kehitys



Kustannusrakenne (% liikevaihdosta)¹



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

Ennusteet (3/4)

Vaikka kasvu jatkunee 2030-luvulla, ei kannattavuus enää parane ennusteissamme teknologisten erojen kaventumisen sekä hintakilpailun johdosta. Kempower tavoittelee pitkällä aikavälillä yli 15 %:n liikevoittomarginaalia. Pitkän aikavälin kannattavuuden arviointi on erittäin haastavaa markkinan nykyisessä kehitysvaiheessa ja ennusteisiin sisältyy siksi merkittävää epävarmuutta. 20 %:n EBIT-ennuste pitkälle aikavälille on erittäin vaativa ja edellyttää yhtiöltä onnistumisia tuotekilpailussa ja skaalan kasvattamisessa.

EPS kasvaa 3,03 euroon vuonna 2030

Ennustamme Kempowerin nettotuloksen olevan noin 44 MEUR vuonna 2023 ja kasvavan 169 MEUR:oon 2030 mennessä. Osakekohtainen tulos olisi siten 3,03 euroa vuonna 2030. Olemme arvioineet rahoituskulujen olevan olemattomat pitkällä aikavälillä, sillä yhtiön tase on vahvasti nettokassan puolella ja riittää arviomme mukaan tarvittavien kasvupanostusten toteuttamiseen. Olemme arvioineet veroasteeksi 22 % niin keskipitkällä kuin pitkälläkin aikavälillä.

Käyttöpääoman sitoutuminen ja tuotantolaitosinvestoinnit koholla 2023-24

Kasvutavoitteisiin yltäminen vaatii investointeja tuotantokapasiteettiin, henkilöstöön, käyttöpääomaan ja muuhun operatiiviseen toimintaan. Arvioimme käyttöpääoman kasvun nielevän pääomaa 4 MEUR kuluvana vuonna, 8 MEUR vuonna 2024 ja 4-7 MEUR vuosina 2025-27. Lyhyellä aikavälillä varastoja tullaan kasvattamaan Pohjois-Amerikassa, mikä vaikuttaa erityisesti sitoutuneen käyttöpääoman kasvuun.

Käyttöomaisuusinvestoinneiksi arvioimme 20 MEUR vuonna 2023 ja 27 MEUR vuonna 2024, mitä

paisuttavat kiinteistöjen ja kaluston hankinnat Yhdysvalloissa ja Lahdessa. Valtaosa arvioiduista investoinneista ovat kuitenkin taseeseen kapitalisoitavia vuokrasopimuksia, joilla ei ole suurta vaikutusta Kempowerin kassavirtaan.

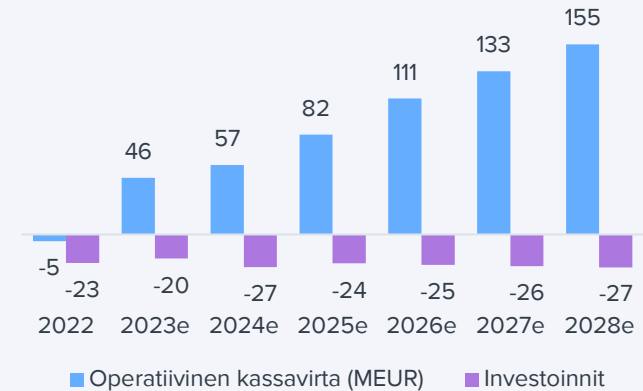
Kassa alkaa paisumaan 2025 alkaen

Kempowerin taseessa oli kesäkuussa 2023 kassavaroja 93 MEUR ja leasing-velkoja 24 MEUR. Liiketoiminnan rahavirta on arviomme mukaan kääntynyt pysyvästi positiiviseksi ja on ylittämässä investointien ja käyttöpääoman sitoutumisen aiheuttamat rahoitustarpeet. Kempower ei siksi enää juurikaan tarvitse vahvaa kassaansa strategiansa mukaisen orgaanisen kasvun toteuttamiseen. Yhtiön strategiaan ei myöskään ainakaan toistaiseksi kuulu osingonmaksu. Kassavaroja saatetaan tulla käyttämään yritysostojen rahoittamiseen. Uskomme, että Kempoweria kiinnostaisi erityisesti jatkuvaa liikevaihtoa tuovien liiketoimintamallien rakentaminen laitemyynnin lisäksi. Siten yhtiö voisi arviomme mukaan harkita esimerkiksi latauslaitteiden ohjelmistoja kehittävien yhtiöiden ostamista.

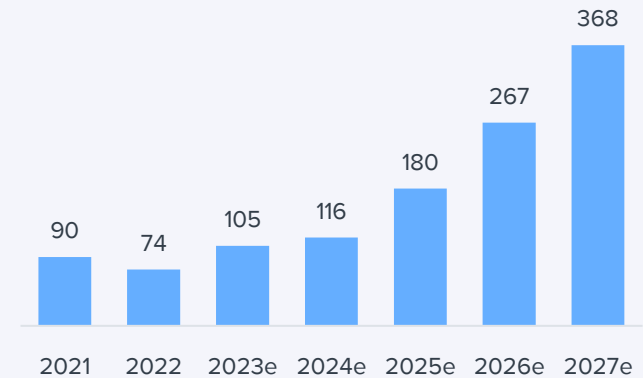
Pääoman tuotto on jo nyt korkea

Ennusteidemme mukainen tuotto sijoitetulle pääomalle (ROI) on 39 % vuonna 2023 ja pysyy karkeasti tällä tasolla 2026 saakka, minkä jälkeen ROI kääntyy laskuun lähinnä käteisvarojen paisumisen vuoksi. Liiketoiminta on erittäin pääomakevyttä. Oletamme ROI:n laskevan vajaan 20 %:n tasolle pitkällä aikavälillä (2032e). Lähes 20 %:n ROI on tyypillistä tasoa johtaville globaaleille korkean teknologian yhtiöille. Kempowerin pitkän aikavälin markkina-asemaan liittyy toistaiseksi paljon epävarmuutta, vaikka nykyinen pääoman tuotto onkin aivan huikea.

Kassavirran kehitys



Kassavarojen kehitys (MEUR)



Paisuvia kassavaroja voidaan käyttää yritysostoihin tai osinkoihin (eivät sisälly ennusteisiimme).

Lähde: Inderes

Ennusteet (4/4)

MEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminaalijakso
Tilaukertymä			7	37	209	297	415	544						
- kasvu %				427 %	459 %	42 %	40 %	31 %						
Tilaukanta			4	14	119	117	121	138						
				261 %	768 %	-1 %	3 %	14 %						
Liikevaihto	0	0	3	27	104	298	412	527	648	758	872	959	1055	
- kasvu %		68 %	909 %	730 %	278 %	188 %	38 %	28 %	23 %	17 %	15 %	10 %	10 %	3 %
Liikevaihto maantieteittäin														
Pohjoismaat	0	0	2	23	58	109	126	140	152	167				
- kasvu %					150 %	88 %	15 %	11 %	9 %	10 %				
Muu Eurooppa	0	0	1	4	41	159	202	242	282	326				
- kasvu %					893 %	291 %	27 %	20 %	16 %	16 %				
Pohjois-Amerikka	0	0	0	0	2	14	59	107	161	200				
- kasvu %							324 %	81 %	50 %	24 %				
Muu maailma	0	0	0	0	4	16	25	38	53	66				
- kasvu %							55 %	50 %	40 %	25 %				
Materiaali- ja palvelukustannukset	0,0	-0,1	-1,5	-13,6	-52,4	-137,8	-191,3	-248,2	-308,6	-364,8	-423,9	-471,1		
Henkilöstökustannukset	-0,3	-1,1	-2,2	-7,5	-21,9	-46,5	-73,7	-88,5	-101,8	-116,8	-131,7	-142,0		
Muut kulut	-0,4	-1,3	-1,8	-5,9	-19,9	-53,5	-68,0	-80,9	-92,5	-106,1	-119,6	-128,7		
Käyttökate	-0,6	-2,2	-2,1	0,5	9,5	60,5	78,8	109,4	145,4	170,7	197,1	217,6	240,4	
- % liikevaihdosta				1,8 %	9,2 %	20,3 %	19,1 %	20,8 %	22,4 %	22,5 %	22,6 %	22,7 %	22,8 %	
Poistot	0,0	0,0	-0,1	-1,1	-3,4	-6,1	-11,9	-13,2	-16,2	-19,0	-20,9	-23,0	-24,3	
Liikevoitto	-0,6	-2,2	-2,2	-0,7	6,1	54,4	66,9	96,2	129,2	151,7	176,1	194,6	216,1	
- % liikevaihdosta				-2,6 %	5,9 %	18,2 %	16,2 %	18,3 %	19,9 %	20,0 %	20,2 %	20,3 %	20,5 %	20,0 %
Rahoituskulut				-0,2	-1,3	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Verot				1,1	-1,2	-10,5	-14,7	-21,2	-28,4	-33,4	-38,7	-42,8	-47,5	
-Veroaste %				122 %	25 %	19 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Nettotulos				0,3	3,6	44,6	52,1	75,0	100,7	118,4	137,4	151,8	168,6	
EPS (EUR)				0,01	0,07	0,80	0,94	1,35	1,81	2,13	2,47	2,73	3,03	
Investoinnit (sis. leasing-sopimusten kapitalisoinnit)			0	4	23	20	27	24	25	26	27	27	28	
Nettokäyttöpääoma			3	4	21	25	33	39	45	49	52	52	57	
Kassavarat			1	90	74	105	116	180	267	368	497	644	803	
Henkilöstön lukumäärä (lopussa)	5	17	38	136	375	694	850							

Lähde: Inderes

Tiedot on esitetty FAS-kirjanpitostandardin mukaisina 2018-20 ja IFRS-standardin mukaisina vuodesta 2021 alkaen.

Sijoitusprofiili

1.

Teknologia erottuu kilpailijoista ja auttaa yhtiötä voittamaan markkinaosuuksia sekä saamaan parhaat katteet

2.

Kasvu suurimpien joukkoon tukee pitkän aikavälin kustannuskilpailukykyä

3.

Kohdemarkkinan pitkän aikavälin kasvunäkymä on vahva

4.

Pääosin laitemyynnistä koostuva liikevaihto ei ole luonteeltaan jatkuvaa ja voi aaltoilla suhdanteiden mukana

5.

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

Potentiaali



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

Riskit



- Pitkän aikavälin kannattavuuteen liittyy epävarmuutta, sillä kilpailijat voivat kuroa teknologista etumatkaa kiinni
- Kasvupanostukset painavat kannattavuutta lyhyellä aikavälillä, mutta vähemmän kuin kilpailijoilla
- Kasvu voi heitellä lyhyellä aikavälillä suhdanteiden ja sähköistymiskehityksen aaltoilun vuoksi
- 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 korkea ja se nojaa pitkän aikavälin tuloskasvuodotuksiin. Korkealle asetettuihin odotuksiin on mielestämme hyviä perusteita, sillä yhtiön globaali kilpailukyky on korkean teknologisen osaamisen sekä kasvavan kokoluokan ansiosta vahva ja toisaalta markkinan kysynnän ennustetaan kehittyvän erittäin suotuisasti pitkän aikaa. Muodostamme näkemyksemme osakkeen arvostuksesta käyttäen kolmea eri menetelmää, jotka ovat lähivuosien EV/liikevoitto-kertoimiin keskittyvä analyysi, EV/liikevoitto-pohjainen pitkän aikavälin skenaarioanalyysi sekä tulevaisuuden kassavirtoihin nojaava DCF-menetelmä.

Kempowerin käypää arvostustasoa on hankalaa perustella suhteessa verrokkiyhtiöihin, sillä listatuista yhtiöistä koostamamme verrokkiryhmä poikkeaa Kempowerista sekä liiketoimintojen luonteen että kilpailukyyn osalta. Kempowerin EV/EBIT-kerroin on kuluvan vuoden tuloksella 28x ja laskee lähivuosina nopeasti ennusteissamme (2024e: 23x, 2025e: 15x, 2026e: 11x). Arvostustaso laskee mielestämme nopeasti houkuttelevaksi ja vaikka kasvu jäisi lyhyellä aikavälillä makrosuhdanteen vuoksi heikoksi, on markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymä erittäin vahva.

Vuoden 2030 ennusteisiimme perustuva skenaarioanalyysi mielestämme havainnollistaa hyvin Kempowerin arvonluontipotentiaalin luomalla selkeän yhteyden tulevaisuuden tuloksetekokyvyn ja nykypäivän osakekurssin välille. Perusskenaariossamme Kempowerin liikevoitto kohoaisi 216 MEUR:oon vuonna 2030, mikä tarkoittaisi 15x EV/liikevoitto-kertoimella noin 44 euron

nykyarvoa per osake. Huippuskenaariossa osakkeen nykyarvo olisi 97 euroa ja tämä vaatisi erittäin voimakasta markkinakasvua sekä markkinaosuuksien voittamisen jatkumista. Negatiivisessa skenaariossa kasvu ja kannattavuus heikentyvät merkittävästi, jolloin osakkeen nykyarvossa (9 euroa) olisi laskuvaraa peräti 68 %.

Kassavirtapohjainen analyysi antaa osakkeen arvoksi 45 euroa osakkeelta. Olemme käyttäneet 8,8 % oman pääoman kustannusta ja 8,2 % 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. Arvostusta tukevat erityisesti Kempowerin liiketoiminnan matala investointivaade sekä korkeat kannattavuusoletukset.

Kempowerin arvostusta tukevia tekijöitä:

- Vahva kilpailukyky edistyneen teknologian ansiosta
- Megatrendien tukema pitkän aikavälin markkinakasvu
- Laajentumissuunnitelmien edistyminen

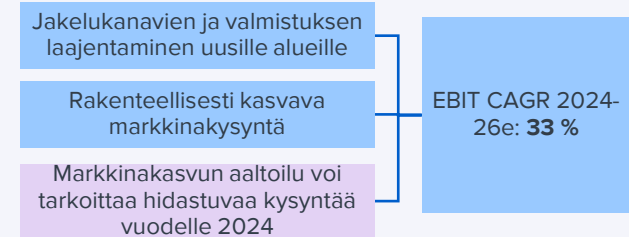
Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Kiinteiden kulujen kasvu voi painaa lähiaikojen kannattavuutta
- Laitemyynti ei luonteeltaan jatkuvaa (vaikkakin hajautunutta)
- Korkeat korot ja investointisyklin hetkellinen hiipuminen

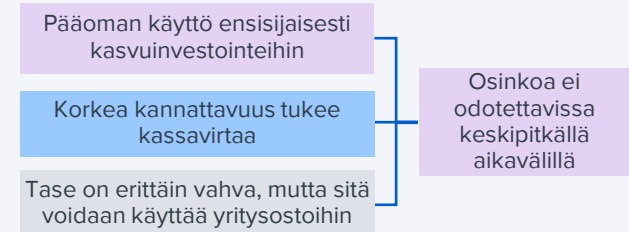
Osaketuoton ajurit 2023-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

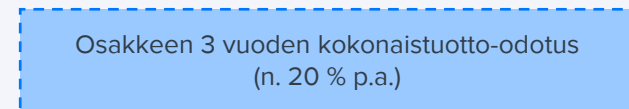
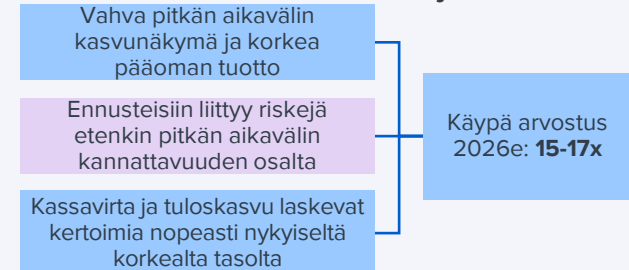
Tuloskasvun ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys (2/4)

Kempowerin ylivoima tekee arvostuskertoimien vertailun muihin yhtiöihin haastavaksi

Olemme valinneet verrokkiryhmään yhtiöitä, joiden liiketoimintaan kuuluu sähköautojen latausratkaisujen kehittämistä ja myyntiä. Vertailuryhmä ei ole kuitenkaan suoraan vertailukelpoinen Kempowerin kanssa, koska moni valituista yhtiöistä keskittyy hitaampiin AC-latausratkaisuihin, joiden kasvuprofiili on heikompi, teknologia DC-latausta yksinkertaisempaa ja katteet siten matalammat. Tällaisia yhtiöitä ovat esimerkiksi Ziptec ja Alfen. Lisäksi Alfenin ja Teslan liiketoiminnassa sähköautojen latausratkaisut ovat vähemmistö liikevaihdosta, joskin yhtiöiltä löytyy muuta vahvasti arvoa luovaa liiketoimintaa.

Sähköajoneuvojen latausratkaisuja kehittävien yhtiöiden arvostuskertoimet ovat olleet yleisesti ottaen olleet laskusuunnassa viimeaikoina. Tähän on vaikuttanut yleisen osakemarkkinoiden alakulon lisäksi mm. useiden DC-laturivalmistajien kannattavuushaasteet (mm. Tritium ja ABB e-mobility). Kempower erottuu joukosta erittäin korkeilla arvostuskertoimillaan. Vuoden 2024e EV/liikevaihtokerroin on 3,7x ja EV/EBIT-kerroinkin 23x. Tätä korkeampiin kertoimiin yltää vain Tesla, jonka arvonluontipotentiaali lienee Kempoweria suurempi laajemmän kohdemarkkinan ja dominantin markkina-asemansa ansiosta. Toisaalta Kempower on vielä suhteellisen pieni yhtiö toimialallaan ja sillä on mahdollisuus kasvaa lähivuosina selvästi Teslaa nopeammin.

Kempowerin kilpailukyky on arviomme mukaan korkeampi useimpiin muihin DC-latauslaittevalmistajiin nähden, poikkeuksena ehkä Tesla. Kempower on ainoa tuntemamme puhdasverinen DC-

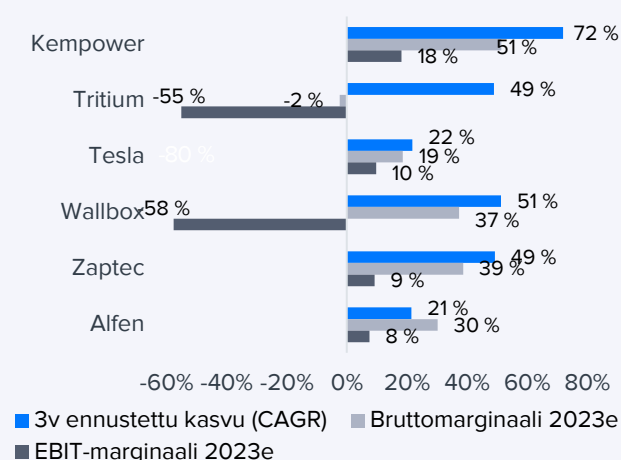
latauslaitteuyhtiö, jolla on positiivinen liikevoittomarginaali (vieläpä korkea sellainen). Kilpailijoista mm. Tritium, ABB e-Mobility ja Wallbox painivat kannattavuushaasteiden kanssa. Kaikista kilpailijoista kannattavuustietoja ei ole saatavilla, koska nämä toimivat osana isompia organisaatioita tai eivät raportoi lukujaan julkisesti. Mielestämme Kempowerin korkea kilpailukyky, joka näkyy nopeana kasvuna ja korkeana kannattavuutena, oikeuttaa korkeammat arvostuskertoimet. Uskomme, että yhtiön teknologinen etumatka kestää keskipitkällä aikavälillä ja auttaa yhtiötä saavuttamaan pitkän aikavälin kilpailuetuja, kuten skaalaedun sekä korkean tunnettuuden markkinoilla.

Skenaarioanalyysi

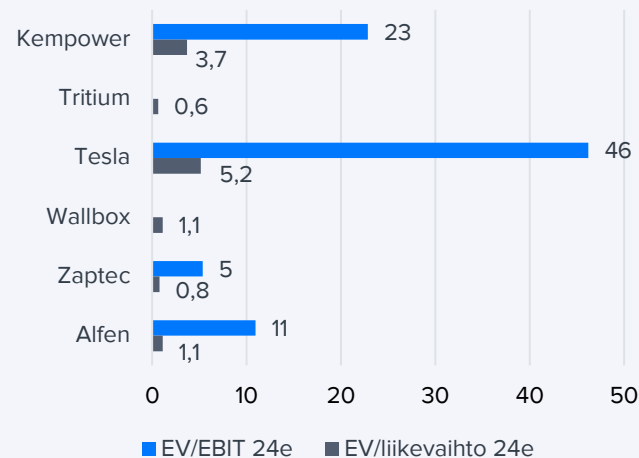
Kempowerin liiketoiminnan sekä kohdemarkkinan varhaisesta kehitysvaiheesta johtuen tulevaisuuden ennustaminen on vaikeaa ja erilaisten lopputulemien kirjo on erittäin laaja. Olemme hakeneet arvostukseen laajempaa näkökulmaa tarkastelemalla osakkeen arvoa erilaisissa skenaarioissa. Skenaariot perustuvat eri oletuksiin liiketoiminnan tuloksentelekkyydestä sekä arvostuskertoimista vuonna 2030. 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 1055 MEUR:oon ja EBIT-marginaalin olevan 20,5% vuonna 2030. Perusskenaariossamme kohdemarkkinan kooksi on oletettu 9 miljardia vuonna 2030 ja markkinaosuus laskisi vuoden 2023 tasolta (13 %) 12 %:iin vuonna 2030.

Kasvu- ja kannattavuusprofiili



Arvostuskertoimet



Arvonmääritys (3/4)

Lisäksi korkeaan kannattavuusoletukseen on päästy arvioimalla, että Kempowerin bruttokatteet tulevat pysymään lähes nykyisillä noin 50 %:n tasoilla (2030e: 48,3 %) ja liikevoitto parantuisi liiketoiminnan koon skaalautumisen myötä.

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 73 euroa vuonna 2030. Osakkeen nykyarvo (diskontattu kuudella vuodella ja 8,8 % oman pääoman tuottovaatimuksella) olisi siten 44 MEUR mikä ylittää selvästi osakkeen nykykurssin.

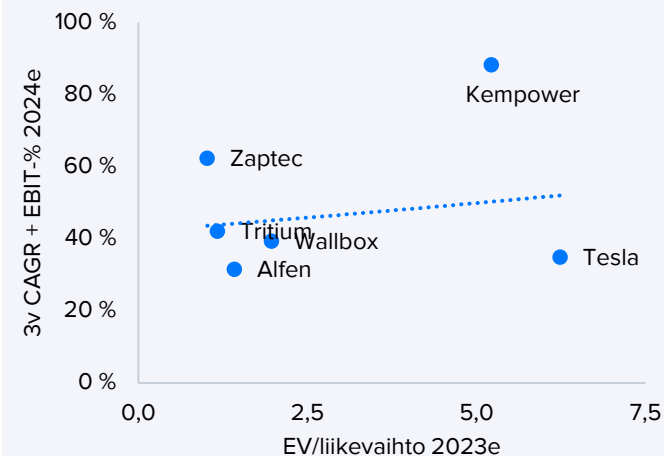
Positiivisessa skenaariossa oletamme liikevaihdon yltävän 2,0 miljardiin euroon vuonna 2030. Tämä edellyttäisi, että Kempowerin kohdemarkkina todella kasvaisi 14 miljardiin, kuten yhtiö itse arvioi. Skenaariossa käytetty markkinaosuusoletus 14 % on korkeampi kuin perusskenaariossa. Etenkin raskaan liikenteen sähköistymisen mittakaavaan liittyy epävarmuutta, vaikka suunta onkin selkeästi positiivinen. Kempowerin omissa markkinaoletuksissa raskaan liikenteen osuus laturimarkkinasta olisi peräti 9 miljardia euroa eli enemmistö koko markkinasta. Raskaan liikenteen sähköistyminen tulee jäljessä henkilöautomarkkinaan nähden. Mikäli raskaan liikenteen sähköistyminen tulee etenemään tulevina vuosina voimakkaasti, voisi markkina alkaa enenevässä määrin hinnoittelemaan Kempowerin osakkeeseen tätä positiivista skenaariota.

Kannattavuuden osalta positiivinen skenaario olettaa EBIT-marginaalin olevan korkeamman skaalan myötä

vielä perusskenaariotakin korkeampi, 22 %. Tässä skenaariossa Kempowerin pääomantuottoluvut olisivat erittäin korkeat, minkä johdosta myös hyväksytyt arvostuskertoimet olisivat todennäköisesti selvästi markkinan keskiarvoa korkeammat. Asetamme siten hyväksytyyn arvostuskertoimen positiivisessa skenaariossa 18x:aan. Skenaarion toteutuessa osakekurssi voisi olla vuonna 2030 jopa 161 euroa, mikä vastaisi osakekurssin kuusinkertaistumista. Diskontattu nykyarvokin olisi yli kolminkertainen nykyiseen osakekurssiin nähden.

Negatiivisessa skenaariossa Kempowerin liikevaihto jäisi 480 MEUR:oon vuonna 2030, mikä tarkoittaisi edelleen liikevaihdon kasvattamista vuoden 2023 ennustettuun tasoon nähden. Tässä skenaariossa markkinan kasvu jäisi odotettua heikommaksi ja toisaalta kilpailijat onnistuisivat kuroma kiinni Kempowerin teknologisen etumatkan sekä skaalaedut, minkä johdosta kannattavuus jäisi vain 10 %:iin. Todennäköisesti Kempowerin arvostuskerroin voisi tässäkin tapauksessa asettua yli markkinan keskiarvon, mutta mikäli osakemarkkina epäilisi Kempowerin kilpailukyvyyn jatkavan heikentymistään, voisi arvostustaso asettua myös markkinaa heikommaksi. Olemme asettaneet negatiivisen skenaarion EV/EBIT-kertoimen vuodelle 2030 pessimistisesti 12x:een. Tässä skenaariossa osakkeen nykyarvo olisi vain 9 euroa, mikä tarkoittaisi 68 % laskuvaraa nykykurssiin nähden.

Yhteenlaskettu kasvu + kannattavuus suhteutettuna EV/liikevaihtoon



Arvostusskenaariot

MEUR 2030e	Negatiivinen skenaario	Perusskenaario	Positiivinen skenaario
Markkinan koko	6 MRD	9 MRD	14 MRD
Markkinaosuus	8 %	12 %	14 %
Liikevaihto	480	1 055	1 960
EBIT-%	10,0 %	20,5 %	22,0 %
EBIT	48	216	431
EV/EBIT-kerroin (x)	12x	15x	18x
Yritysarvo	576	3242	7762
Kumulatiivinen kassavirta 23-30e	223	744	1106
Käteisvarat 2022	58	58	58
Markkina-arvo 2030e	858	4044	8926
Osakkeen arvo 2030e (EUR)	15	73	161
Diskontattu nykyarvo (EUR)	9	44	97
Erotus nykykurssiin	-68 %	51 %	234 %

1) 3v CAGR viittaa eteenpäin katsovan kasvuun suhteessa viimeiseimpään raportoituun kokonaiseen tilikauteen. **32**

Lähde: Inderes (Kempower) ja Bloomberg (muut yhtiöt)

Arvonmääritys (4/4)

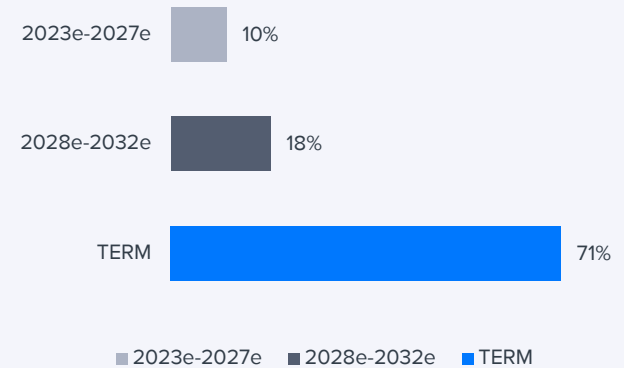
DCF-arvonmääritys

Kassavirtaennusteisiimme perustuva arvonmääritysmalli (DCF) antaa Kempowerin yritysarvoksi 2429 MEUR ja oman pääoman arvoksi 2487 MEUR eli 44,8 euroa per osake.

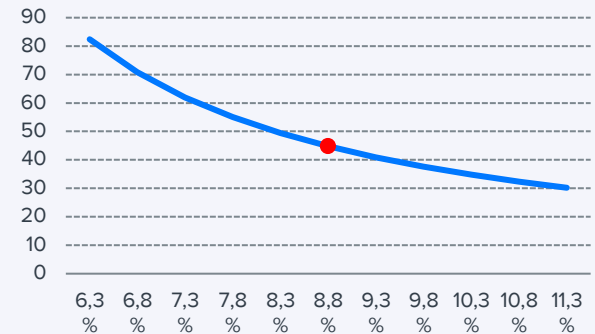
Soveltamamme pääoman kustannusluvut (CoE 8,8 % ja WACC-% 8,2 %) heijastelevat Kempowerin liiketoiminnan riskitasoa, jonka arvioimme nopean kasvun vaiheessa olevalle yhtiölle suhteellisen maltilliseksi. Kempowerilla on erinomaisten tuotteidensa ansiosta vahva asema markkinallaan, minkä lisäksi kohdemarkkinaa 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. Myös markkinan kehitys voi aaltoilla ja kehittyä epätasaisesti, vaikka pitkän aikavälin näkymä on vahva.

DCF-malli on luonnollisesti erittäin herkkä parametrien, kuten pääoman kustannuksen tai pitkän aikavälin kannattavuuden muutoksille. Prosenttiyksikön nosto oman pääoman kustannuksessa laskisi DCF-arvoa 16 % ja prosenttiyksikön lasku vastaavasti nostaisi osakkeena arvoa 23 %. Kahden prosenttiyksikön muutos liikevoittomarginaalissa terminaalijaksolla muuttaisi osakkeen käypää arvoa noin +/- 8 %:ia.

Rahavirran jakauma jaksoittain



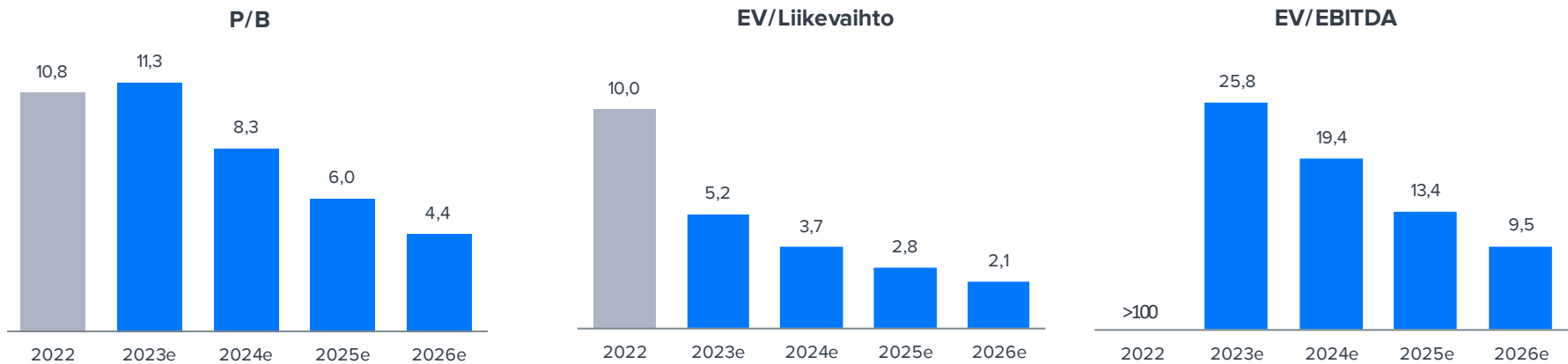
Käyvän arvon (EUR) herkkyys suhteessa oman pääoman kustannukseen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Osakekurssi	19,6	29,6	29,6	29,6	29,6	29,6	29,6	29,6	29,6
Osakemäärä, milj. kpl	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5
Markkina-arvo	1091	1643	1643	1643	1643	1643	1643	1643	1643
Yritysarvo (EV)	1033	1557	1527	1469	1383	1296	1189	1060	913
P/E (oik.)	>100	36,7	31,5	21,9	16,3	13,9	12,0	10,8	9,7
P/E	>100	36,8	31,5	21,9	16,3	13,9	12,0	10,8	9,7
P/B	10,8	11,3	8,3	6,0	4,4	3,3	2,6	2,1	1,7
P/S	10,5	5,5	4,0	3,1	2,5	2,2	1,9	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	10,0	5,2	3,7	2,8	2,1	1,7	1,4	1,1	0,9
EV/EBITDA (oik.)	>100	25,8	19,4	13,4	9,5	7,6	6,0	4,9	3,8
EV/EBIT (oik.)	>100	28,6	22,8	15,3	10,7	8,5	6,7	5,4	4,2
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 MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Tritium	28	184					1,2	0,6					
Tesla	590818	571090	58,8	46,2	38,1	30,5	6,2	5,2	62,4	50,1			11,9
Wallbox	261	357				39,8	2,0	1,1					3,7
Zaptec	150	136	11,3	5,4	9,5	4,7	1,0	0,8	14,0	7,5			2,3
Alfen	611	690	17,5	11,0	13,2	8,3	1,4	1,1	22,9	13,8			3,3
Kempower (Inderes)	1643	1557	28,6	22,8	25,8	19,4	5,2	3,7	36,7	31,5	0,0	0,0	11,3
Keskiarvo			29,2	20,8	20,3	20,8	2,4	1,8	33,1	23,8			5,3
Mediaani			17,5	11,0	13,2	19,4	1,4	1,1	22,9	13,8			3,5
Erotus-% vrt. mediaani			63 %	109 %	95 %	0 %	268 %	237 %	61 %	129 %			224 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	3,3	27,4	11,5	21,6	32,7	37,8	104	55,8	72,5	72,6	97,5	298	84,8	101	105	120	412	527	648
Käyttökate	-2,1	0,5	-0,2	2,7	3,2	3,9	9,5	7,9	15,4	16,0	21,2	60,5	15,6	20,9	20,9	21,4	78,8	109	145
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	-1,1	-0,8	-0,9	-0,8	-1,0	-3,4	-1,1	-1,5	-1,7	-1,9	-6,1	-2,5	-3,0	-3,2	-3,2	-11,9	-13,2	-16,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,2	-0,6	-1,0	1,8	2,4	3,5	6,7	6,9	13,9	14,4	19,3	54,5	13,1	17,9	17,7	18,2	66,9	96,2	129
Liikevoitto	-2,2	-0,6	-1,0	1,8	2,4	2,9	6,1	6,8	13,9	14,4	19,3	54,4	13,1	17,9	17,7	18,2	66,9	96,2	129
Nettorahoituskulut	0,0	-0,2	-0,2	-1,0	-0,6	0,5	-1,3	0,2	0,3	0,2	0,0	0,7	-0,2	-0,2	-0,2	0,6	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	-2,2	-0,8	-1,2	0,8	1,8	3,4	4,8	7,0	14,2	14,6	19,3	55,1	12,9	17,7	17,5	18,8	66,9	96,2	129
Verot	0,0	1,1	0,1	-0,2	-0,4	-0,9	-1,4	-1,3	-3,2	-2,9	-3,0	-10,5	-2,6	-3,5	-3,5	-5,1	-14,7	-21,2	-28,4
Nettotulos	-2,2	0,3	-1,1	0,6	1,4	2,5	3,4	5,7	11,0	11,7	16,3	44,6	10,3	14,1	14,0	13,7	52,1	75,0	101
EPS (oikaistu)		0,01	-0,02	0,01	0,03	0,06	0,07	0,10	0,20	0,21	0,29	0,80	0,19	0,25	0,25	0,25	0,94	1,35	1,81
EPS (raportoitu)		0,01	-0,02	0,01	0,03	0,05	0,06	0,10	0,20	0,21	0,29	0,80	0,19	0,25	0,25	0,25	0,94	1,35	1,81

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	909,2 %	730,3 %	400,0 %	222,4 %	227,0 %	350,0 %	278,1 %	384,9 %	235,5 %	122,0 %	158,1 %	188,0 %	52,0 %	40,0 %	45,0 %	23,3 %	38,0 %	28,0 %	23,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%			100,0 %	260,0 %	13,4 %			-788,8 %	671,5 %	504,7 %	448,5 %	713,0 %	89,6 %	28,7 %	23,0 %	-5,7 %	22,7 %	43,9 %	34,3 %
Käyttökate-%			-2,0 %	12,3 %	9,7 %	10,3 %	9,2 %	14,1 %	21,2 %	22,1 %	21,7 %	20,3 %	18,4 %	20,6 %	19,9 %	17,8 %	19,1 %	20,8 %	22,4 %
Oikaistu liikevoitto-%			-8,7 %	8,3 %	7,3 %	9,3 %	6,5 %	12,4 %	19,2 %	19,8 %	19,8 %	18,3 %	15,4 %	17,6 %	16,8 %	15,1 %	16,2 %	18,3 %	19,9 %
Nettotulos-%			-9,6 %	2,8 %	4,3 %	6,7 %	3,3 %	10,2 %	15,2 %	16,1 %	16,7 %	15,0 %	12,1 %	13,9 %	13,3 %	11,4 %	12,7 %	14,2 %	15,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	5,2	24,3	37,1	51,7	62,1
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,1	2,6	4,1	5,7	7,2
Käyttöomaisuus	2,9	21,1	33,0	46,1	54,9
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	1,3	0,6	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	103	130	242	299	406
Vaihto-omaisuus	6,4	27,1	66,2	91,4	114
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,6	28,7	70,8	91,6	112
Likvidit varat	90,4	74,0	105	116	180
Taseen loppusumma	109	154	279	350	468

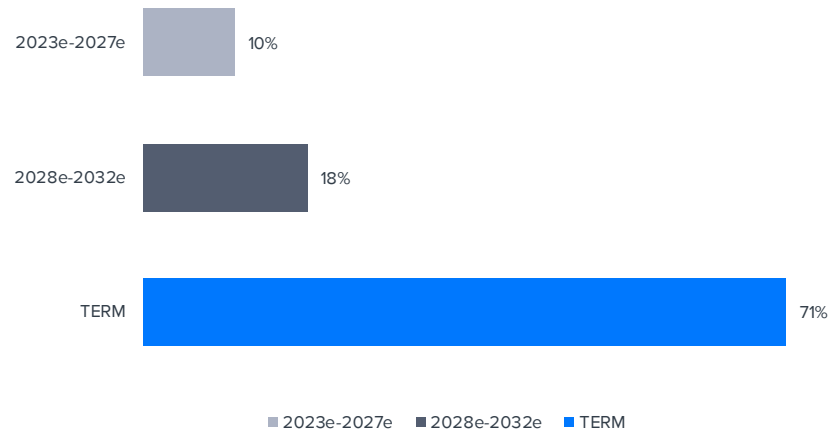
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	97,5	101	145	197	272
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,8	6,4	51,0	103	178
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	95,7	94,2	94,2	94,2	94,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,0	16,0	19,1	2,8	7,9
Laskennalliset verovelat	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Varaukset	0,2	2,4	2,4	2,4	2,4
Korolliset velat	0,5	13,3	16,4	0,0	5,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	10,0	37,5	115	150	188
Korolliset velat	0,6	2,4	2,9	0,0	0,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,4	35,1	112	150	187
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	108	154	279	350	468

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	278,1%	188,0%	38,0%	28,0%	23,0%	17,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	3,0%	3,0%
Liikevoitto-%	5,9%	18,2%	16,2%	18,3%	19,9%	20,0%	20,2%	20,3%	20,5%	20,0%	20,0%	20,0%
Liikevoitto	6,1	54,4	66,9	96,2	129	152	176	195	216	232	239	
+ Kokonaispoistot	3,4	6,1	11,9	13,2	16,2	19,0	20,9	23,0	24,3	24,6	25,4	
- Maksetut verot	-0,6	-9,9	-14,7	-21,2	-28,4	-33,4	-38,7	-42,8	-47,5	-51,1	-52,6	
- verot rahoituskuluista	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-17,2	-4,4	-7,5	-6,5	-5,8	-3,9	-3,0	-0,4	-5,2	-5,7	-1,9	
Operatiivinen kassavirta	-8,6	46,3	56,6	81,7	111	133	155	174	188	200	210	
+ 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		-19,5	-26,5	-23,5	-24,8	-25,8	-26,7	-27,3	-28,0	-28,6	-31,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta		26,8	30,0	58,2	86,4	108	129	147	160	171	178	
+/- Muut		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta		26,8	30,0	58,2	86,4	108	129	147	160	171	178	3561
Diskontattu vapaa kassavirta		26,5	27,4	49,1	67,4	77,7	85,8	90,7	91,0	90,3	86,8	1736
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2428	2402	2375	2325	2258	2180	2095	2004	1913	1823	1736
Velaton arvo DCF		2428										
- Korolliset velat		-15,7										
+ Rahavarat		74,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		2487										
Oman pääoman arvo DCF per osake		44,8										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0%
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0%
Vieraan pääoman kustannus	3,0%
Yrityksen Beta	1,33
Markkinoiden riski-preemio	4,75%
Likviditeettipreemio	0,00%
Riskitön korko	2,5%
Oman pääoman kustannus	8,8%
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2%

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osaakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	3,3	27,4	103,6	298,4	411,7	EPS (raportoitu)		0,01	0,06	0,80	0,94
Käyttökate	-2,1	0,5	9,5	60,5	78,8	EPS (oikaistu)		0,01	0,07	0,80	0,94
Liikevoitto	-2,2	-0,6	6,1	54,4	66,9	Operat. kassavirta / osake		0,00	-0,16	0,83	1,02
Voitto ennen veroja	-2,2	-0,8	4,8	55,1	66,9	Vapaa kassavirta / osake		-0,14	-0,53	0,48	0,54
Nettovoitto	-2,2	0,3	3,4	44,6	52,1	Omapääoma / osake		1,76	1,81	2,62	3,55
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,6	-0,1	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	6,2	108,5	154,2	279,2	350,5	Liikevaihdon kasvu-%	909 %	730 %	278 %	188 %	38 %
Oma pääoma	0,6	97,5	100,7	145,3	197,4	Käyttökateen kasvu-%	-4 %	-124 %	1800 %	537 %	30 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-1 %	-73 %	-1217 %	713 %	23 %
Nettovelat	-0,5	-89,3	-58,3	-85,7	-115,8	EPS oik. kasvu-%			1287 %	975 %	17 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	-63,6 %	1,8 %	9,2 %	20,3 %	19,1 %
Käyttökate	-2,1	0,5	9,5	60,5	78,8	Oik. Liikevoitto-%	-66,7 %	-2,2 %	6,5 %	18,3 %	16,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,9	-0,6	-17,2	-4,4	-7,5	Liikevoitto-%	-66,7 %	-2,2 %	5,9 %	18,2 %	16,2 %
Operatiivinen kassavirta	-5,0	-0,1	-8,6	46,3	56,6	ROE-%	-430,1 %	0,6 %	3,5 %	36,3 %	30,4 %
Investoinnit	-0,5	-4,4	-23,2	-19,5	-26,5	ROI-%	-430,1 %	-1,2 %	5,7 %	38,7 %	36,9 %
Vapaa kassavirta	-1,9	-7,7	-29,7	26,8	30,0	Omavaraisuusaste	9,7 %	89,9 %	65,3 %	52,0 %	56,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-83,3 %	-91,5 %	-57,9 %	-59,0 %	-58,6 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	neg.	20,2	10,0	5,2	3,7						
EV/EBITDA (oik.)	0,2	>100	>100	25,8	19,4						
EV/EBIT (oik.)	0,2	neg.	>100	28,6	22,8						
P/E (oik.)		>100	>100	36,7	31,5						
P/B	0,0	6,6	10,8	11,3	8,3						
Osinkotuotto-%		0,0 %	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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 tehdyin arviot mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15/08/2022	Lisää	20,00 €	18,35 €
30/10/2022	Lisää	22,00 €	19,64 €
15/02/2023	Vähennä	27,00 €	27,56 €
14/04/2023	Lisää	30,00 €	27,30 €
20/04/2023	Lisää	32,00 €	28,80 €
19/07/2023	Lisää	43,00 €	41,68 €
25/07/2023	Vähennä	43,00 €	42,84 €
18/09/2023	Lisää	52,00 €	46,10 €
19/10/2023	Lisää	44,00 €	37,88 €
31/10/2023	Osta	44,00 €	29,58 €

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.**