

Meriaura Group

Laaja raportti

22.5.2024 8:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvutoimet painavat lähivuosien kassavirtoja

Meriaura Group on merilogistiikan ja uusiutuvan energian alalla toimiva yhtiö, jonka molempiin liiketoiminta-alueisiin linkittyä hiilidioksidipäästöjen vähentäminen ja murros kohdemarkkinoissa mm. EU:n päästökaupan myötä. Uusiutuvaan energiaan keskittyvät liiketoiminnot hyötyvät konsernin taloudellisista resursseista, mutta tulokäänteeseen liittyy vahvistuneesta kasvusta huolimatta edelleen merkittävää epävarmuutta. Merilogistiikassa suuret investoinnit vähäpäästöiseen rahtikapasiteettiin painavat lähivuosien kassavirtoja, mutta mahdollistavat pitkän aikavälin kasvua. Emme näe arvostuksessa nousuvaraa ilman parempaa näkyvyyttä Uusiutuvan energian tulokäänteeseen, joten toistamme vähennä-suosituksen ja 0,04 euron tavoitehinnan.

Merilogistiikassa tavoitellaan vähäpäästöistä kasvua suurin investoinnein

Merilogistiikkaa harjoitetaan Itämerellä ja Pohjanmerellä noin 15 aluksen voimin. Liikevaihto (2023: 63 MEUR) on hajautunut kuivarahdin (2/3) sekä erikoislastien (1/3) kesken ja kuivarahti perustuu pääosin pidempiin asiakassopimuksiin, mikä osaltaan vakauttaa liiketoimintaa. Aluksista 5 omistetaan itse ja loput noin 10 alusta on aikarahdattu, mikä mahdollistaa joustavan liiketoimintamallin. Kahden uuden bioöljyä hyödyntävän aluksen hankinta sitoo pääomia lähivuosina (investointi 2024-26 yht. 34 MEUR), mutta toisaalta mahdollistaa kasvun vähäpäästöisissä rahtikuljetuksissa itse kehitetyn biopolttoaineen tukemana. Liiketulos on vakautunut (2024e: 5,3 MEUR) ja kysyntänäkymä kohtuullisen suotuisa, vaikka markkina onkin normalisoitunut vuoden 2022 suhdannehuipuista. Myös erikoislastien kysyntä on ollut suotuisaa ja mm. merituuliprojektien toteutuminen voisi edelleen tukea kehitystä.

Uusiutuvan energian kasvu vahvistunut

Uusiutuva energia –yksikköön kuuluu sekä suurikokoisten aurinkolämpöjärjestelmien toimituksia kansainvälisesti että aurinkosähköratkaisujen toimituksia pääasiassa Suomeen. Vuonna 2023 yksikön liikevaihto oli vain 3,4 MEUR ja liiketulos tappiollinen -3,8 MEUR, mutta vuosien 2023-24 tilauskertymä sekä Rasol-aurinkosähköliiketoiminnan osto vuoden 2023 lopussa ovat nostamassa liikevaihdon jo 12,9 MEUR:oon (2024e). Uusien entistä suurempien aurinkolämpötilausten saamiseen on vaikuttanut mm. markkinan aktivoituminen sekä Meriaura-yhteistyön myötä vahvistuneet taloudelliset resurssit. Myös aurinkosähkössä kasvu voisi hyötyä parantuneesta taloudellisesta uskottavuudesta, voimalaitosluokan aurinkosähkömarkkinan kasvusta sekä Meriaura Energyn kokemuksesta suuren mittaluokan energiaprojekteissa. Liiketoiminta on melko matalakatteista, joten kannattavuuskäänteen saavuttaminen edellyttäisi yhtiöltä arviomme mukaan nopean kasvun jatkamista usean vuoden ajan.

Tulokäänteen epävarmuus ja lähivuosien negatiiviset kassavirrat heikentävät tuotto-odotusta

Nojaamme suosituksessa ja arvonmäärityksessä erityisesti osien summa –menetelmään, joka huomioi parhaiten konsernin monitahoisien rakenteen. Menetelmä tarjoaa käyväksi arvoksi 0,046 euroa, mikä edellyttää Uusiutuvan energian yltävän lähes neutraaliin liikekulokseen vuonna 2026. Jotta osakkeessa olisi nousuvaraa, tulisi näkyvyyden tulokäänteeseen parantua ja energialiiketoiminnan kasvun jatkua erittäin voimakkaana. Konsernin tulosperusteista arvostuskertoimista EV/EBIT on erittäin korkea (2024e: 21x) ja EV/EBITDA myös korkeahko (2024e: 7x) ottaen huomioon Merilogistiikka-liiketoiminnan pääomaintensiivisyyden ja korkean investointitarpeen. P/B-luku 1,0x (2024e) on jopa hieman merilogistiikkayhtiöistä koostuvaa verrokkiryhmää (1,1x) matalampi, mutta Uusiutuva energia –yksikön tappiollisuus tulee vielä lähivuosina painamaan oman pääoman kehitystä. Arvioimme vapaan kassavirran painuvan lähivuosina negatiiviseksi investointien, käyttöpääoman sitoutumisen ja Uusiutuvan energian tappioiden takia.

Suositus

Vähennä

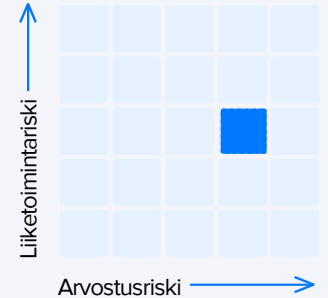
(aik. Vähennä)

0,04 EUR

(aik. 0,04 EUR)

Osakekurssi:

0,047



Avainluvut

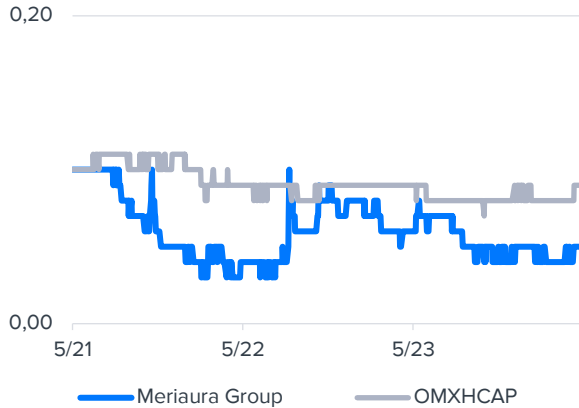
	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	66,2	77,8	84,6	93,6
kasvu-%	666 %	18 %	9 %	11 %
EBIT oik.	1,0	2,8	4,2	5,8
EBIT-% oik.	1,6 %	3,7 %	4,9 %	6,2 %
Nettotulos	-0,3	1,4	2,5	3,9
EPS (oik.)	0,000	0,002	0,003	0,004
P/E (oik.)	neg.	30,7	16,7	10,6
P/B	1,1	1,0	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	53,5	20,8	15,3	11,3
EV/EBITDA	8,8	7,0	6,4	4,9
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,7	0,7

Lähde: Inderes

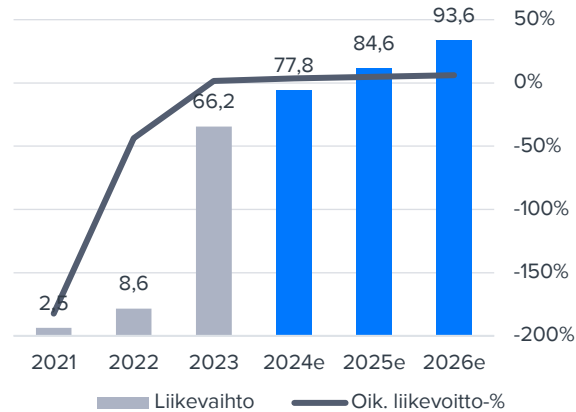
Ohjeistus

(Ei ohjeistusta)

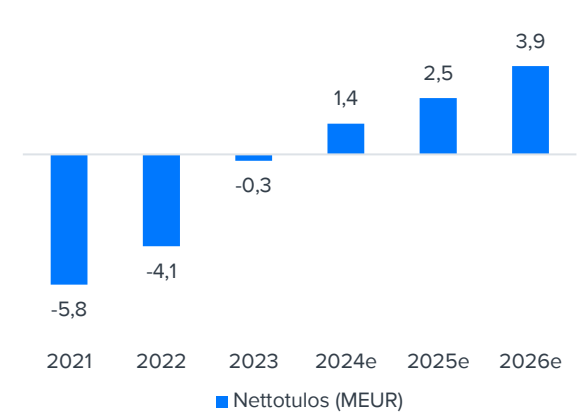
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Nettotulos



Arvoajurit

- Kasvava kysyntä ympäristöystävällisille ja kasvihuonepäästöjä vähentäville ratkaisuille
- Globaalin kuivarahtimarkkinan ylikapasiteetin purkautuminen ja projektiluovutusten kasvava kysyntä
- Regulaatio, kuten päästökauppa, tekevät hiilidioksidipäästöjen vähentämisestä kilpailutekijän sekä lämmön- ja sähköntuotannossa että merirahdissa
- Vahvempi taloudellinen perusta ja uskottavuus tukevat energialiiketoimintaa



Riskitekijät

- Uusiutuva energia –yksikkö tarvitsee merkittävää lisäkasvua yltääkseen kannattavaksi
- Merilogistiikan markkina on syklinen
- Epävarmuus mitkä teknologiat lopulta ovat optimaalisimpia vähäpäästöisessä merirahdissa
- Kasvu sitoo pääomia, mikä voi edellyttää taseen vahvistamista erilaisin omistusjärjestelyin

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,05	0,05	0,05
Osakemäärä, milj. kpl	886,8	886,8	886,8
Markkina-arvo	42	42	42
Yritysarvo (EV)	59	63	66
P/E (oik.)	30,7	16,7	10,6
P/E	30,7	16,7	10,6
P/B	1,0	1,0	0,9
P/S	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	7,0	6,4	4,9
EV/EBIT (oik.)	20,8	15,3	11,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-6
Merilogistiikka	7-11
Uusiutuva energia: Aurinkolämpö	12-18
Uusiutuva energia: Aurinkösähkö	19-20
Sijoitus- ja riskiprofiili	21-22
Strategia	23-24
Taloudellinen asema	25
Ennusteet	26-29
Arvonmääritys	30-32
Taulukot	33-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Meriaura Group lyhyesti

Meriaura Groupin liiketoiminta koostuu kahdesta liiketoimintayksiköstä, joita ovat Merilogistiikka ja Uusiutuva energia.

Konsernin CEO
Kirsi Suopelto

Merilogistiikka-liiketoimintayksikkö



Meriauran alukset liikennöivät sopimus- ja rahtiliikenteessä pääasiassa Itämerellä ja Pohjanmerellä. Yhtiö on erikoistunut teollisuuden tuotteiden ja raaka-aineiden merikuljetuksiin sekä vaativiin erikoislastien kuljetuksiin.



VG-EcoFuel tuottaa kierrätettyä biopolttoainetta (VG Marine EcoFuel™) jalostamollaan Uudessakaupungissa. Yhtiö kerää teollisuuden sivutuotteena syntynyttä kierrätettyä ja jättepohjaista ruokaöljyä, jota se käsittelee uudelleenkäyttöä varten. Tuotanto myydään Meriauran omaan käyttöön tai polttoaineeksi muille alan toimijoille.

62,8 MEUR

Liikevaihto 2023

5,1 MEUR

Liiketulos 2023

~40 MEUR

Laivojen tasearvo 2023

114

Henkilöstön lukumäärä 2023 lopussa

734

Rahtimatkaa 2023

Arvon säilyttäjä

Uusiutuva energia -liiketoimintayksikkö



Meriaura Energy toimittaa aurinkolämpökeräimiä ja niihin liittyviä järjestelmiä teollisuudelle ja kaukolämmön tuotantoon Savosolar-brändillä. Yhtiön omaan teknologiaan perustuvat aurinkolämpökeräimet valmistetaan Mikkeliissä.



Rasol toimittaa ja asentaa aurinkosähköjärjestelmiä pääosin Suomessa. Yhtiö on laajentanut asiakaskuntaansa kuluttajista yritys- sekä teollisuusasiakkaisiin. Yhtiön pyrkimyksenä on vahvistaa kyvykkyyksiä yhä suurempien projektikonaisuuksien kuten aurinkosähköpuistojen toteuttamisessa.

3,4 MEUR¹

Liikevaihto 2023

-3,8 MEUR¹

Liiketulos 2023

40

Henkilöstön lukumäärä 2023 lopussa

6,8 MEUR

Tilauskanta 2023

+110 MW

Asennettua aurinkolämpökapasiteettia

Mahdollinen kasvuliiketoiminta

1) Esitetyt luvut eivät juurikaan sisällä Rasolin vaikutusta, koska yrityskauppa toteutui vasta marraskuussa 2023.

Yhtiökuvaus

Meriaura ja Savosolar yhdistyivät vuonna 2022

Meriaura Groupin liiketoiminta jakautuu kahteen liiketoimintayksikköön, joita ovat Merilogistiikka ja Uusiutuva energia. Merilogistiikkaan kuuluvat merirahtia harjoittava Meriaura ja tämän tytäryhtiö VG-EcoFuel, joka jalostaa uusiutuvia polttoaineita pääasiassa Meriauran käyttöön. Uusiutuva energia – liiketoimintayksikkö puolestaan koostuu aurinkolämpöön panostavasta Meriaura Energystä (entinen Savosolar) ja aurinkosähköön keskittyvästä Rasolista, joka tuli osaksi konsernia marraskuussa 2023 yrityskaupan myötä.

Konsernin nykymuotoinen rakenne syntyi Meriauran ja Savosolarin yhdistymisen seurauksena. Yhdistyminen toteutui 30.11.2022. Konsernin nimi muuttui Meriaura Group Oyj:ksi 1.6.2023 ja emoyhtiön kotipaikka muutti samalla Turkuun.

Yhdistymisen tavoitteena kiihdyttää vihreään siirtymään nojaavien liiketoimintojen kasvua

Yhdistymisen tavoitteena on, että yhtiöt pystyvät yhdessä nopeuttamaan liiketoimintansa laajentamista vihreää siirtymää edistävissä hankkeissa kuten uusiutuvassa energiassa ja vähähiilisessä merilogistiikassa. Konsernin kasvanut koko ja erityisesti Meriauran kannattavan liiketoiminnan tarjoamat taloudelliset resurssit parantavat toistaiseksi kehitysvaiheensa alkupäässä olevien Meriaura Energyn ja Rasolin kasvuedellytyksiä ja taloudellista uskottavuutta. Vahvempi tase ja rahoituksen jatkuvuus tukevat suurempien järjestelmäkokonaisuuksien kehittämistä ja myyntiä. Lisäksi järjestelmätoimituksiin voidaan yrityskauppojen tai muun yhteistyön avulla ottaa mukaan uusia teknologioita. Aurinkolämpöteknologiaa kaupallistava Meriaura Energy ja aurinkosähkörtarkaisuja toimittava Rasol

toimivatkin tiiviissä operatiivisessa yhteistyössä ja pyrkivät hyödyntämään toistensa vahvuuksia kasvusynergioiden saavuttamiseksi. Meriauran näkökulmasta listattuun yhtiöön kuuluminen tukee mahdollisuuksia konsolidoida merilogistiikkatoimialaa käyttämällä omia osakkeita vaihdon välineenä tulevaisuudessa yritysostoissa.

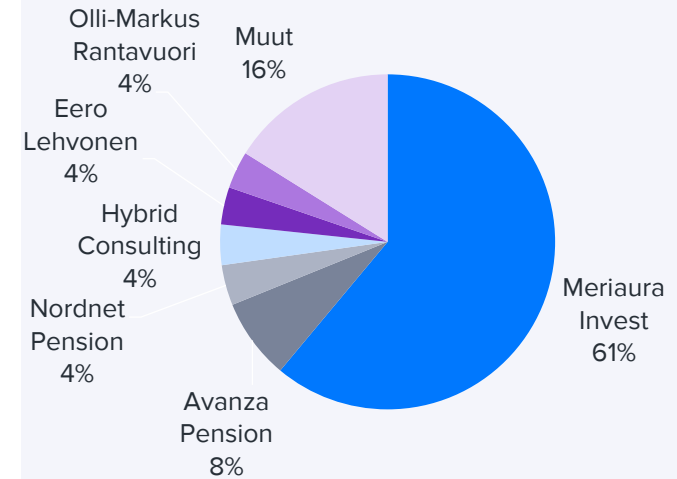
Johtamisrakenne ja osakkeenomistajat

Meriaura Groupin toimitusjohtajana on toiminut toukokuusta 2023 alkaen Kirsi Suopelto. Suopellolla on merkittävää kokemusta finanssialalta ja hän on aiemmin toiminut pääomistajan Meriaura Investin neuvonantajana. Konsernijohtajan lisäksi molemmilla liiketoiminta-alueilla Merilogistiikalla ja Uusiutuvalla energialla on omat liiketoimintajohtajansa.

Osakevaihdon kautta toteutetun yhdistymisen seurauksena Meriaura Investistä tuli konsernin suurin osakkeenomistaja. Meriaura Invest on Meriauran perustajan Jussi Mälkiän enemmistöomistama holding-yhtiö. Meriaura Investin omistusosuus Meriaura Groupista on 61 %. Muita merkittäviä omistajia ovat Avanza Pension (8 %), Nordnet Pensionsförsäkring (4 %), Suopellon osin omistama Hybrid Consulting (4 %), sekä Rasolin perustajat Eero Lehvonen (4 %) ja Olli-Markus Rantavuori (4 %).

Meriaura Groupin osake on kaksoislistattu sekä Helsingin, että Tukholman First North Growth – markkinapaikoille. Kaksoislistaus syntyi 2015 ja liittyi silloisen Savosolarin pyrkimykseen hankkia pääomia laajemmalla sijoittajakunnalla. Ruotsalaisilla sijoittajilla onkin aiempina vuosina ollut merkittävä rooli yhtiön omistajina ja rahoittajina, mutta näiden omistajien rooli on laskenut merkittävästi yhtiön yhdistyttyä Meriauran kanssa vuonna 2022.

Osakkeenomistajat



Liiketoimintayksiköt

Merilogistiikka
95 % liikevaihdosta
2023



Uusiutuva energia
5 % liikevaihdosta
2023



Merilogistiikka (1/5)

Liiketoiminta lyhyesti

Merilogistiikka-liiketoimintayksikkö koostuu merikuljetuksiin erikoistuneesta Meriaura Oy:stä ja tämän tytäryhtiöstä uusiutuvia polttoaineita valmistavasta VG-EcoFuel Oy:stä. Merilogistiikka-liiketoiminta on kannattavaa, mutta melko pääomaintensiivistä. Merilogistiikka-yksikön vuoden 2023 liikevaihto oli 62,8 MEUR ja liikeulos 5,1 MEUR.

Meriaura on merkittävä kuivarahtin ja kappaletavaran kuljettaja Itämerellä ja Pohjanmeren alueella. Yhtiön historia lähti liikkeelle harrastusmuotoisesti vuonna 1986, mutta toimintaa alettiin pian viemään kaupallisempaan suuntaan perustaja Jussi Mälkiän johdolla. Meriaura keskittyy uusiutuvia energiamuotoja ja ympäristöystävällisiä ratkaisuja tukevaan rahtiin. Yhtiö pyrkii hiilineutraaliuden saavuttamiseen mm. energiatehokkuudella, biopohjaisilla polttoaineilla ja liikenteen optimoinnilla, mikä hyödyttää yhtiön asiakkaita alhaisempien päästöjen muodossa. Yhtiö operoi noin 15 pienehköä keskimäärin 4000-tonnista (dwt) rahtilaivaa, joskin vuokratkaluston lukumäärä voi vaihdella. Operoitavista laivoista suurin osa on kuivalastialuksia (bulk) ja 2-3 kansilastialuksia, joita käytetään projektiliiketoiminnassa.

Valtaosa liikevaihdosta syntyy kuivarahdista

Meriauran liikevaihdosta noin 2/3 syntyy bulk-kuivarahdista. Bulk-liiketoiminnassa olennaista on laivojen käyttöasteiden maksimointi, lastien tehokas purkaminen ja lastaaminen sekä kustannusten optimointi. Tyypillinen bulk-laiva tekeekin vuodessa yli 50 kuljetusta, mikä nostaa Meriauran kuivarahtialusten vuotuisen kuljetussuoritteen 2-3 miljoonaan tonniin. Meriaura harjoittaa bulk-liiketoimintaa pääasiallisesti aikarahdatulla eli vuokratulla kalustolla, mikä mahdollistaa enemmän joustoa kapasiteettiin asiakaskysynnän muutosten mukaisesti ja tukee kaluston käyttöasteiden optimointia. Yhtiöllä on myös

kolme omaa kuivarahtialusta, joista yksi on optimoitu käyttämään biopolttoainetta (laivatyyppiä kutsutaan yhtiön viestinnässä nimellä VG EcoCoaster).

Valtaosa bulk-kuljetussuoritteista liittyy pidempiaikaisiin sopimuksiin. Tyypillisin sopimus pituus on 12kk, mutta myös pitkiä 24-36kk sekä lyhyitä 4kk sopimuksia tehdään. Pitkäjänteiset asiakassopimukset tuovat vakautta liikevaihtoon ja kannattavuuteen. Sopimuksissa on erilliset polttoaineklausulit, jotka suojelevat Meriauran kannattavuutta polttoaineiden hintojen vaihdellessa. Lisäksi pisimmissä sopimuksissa on sovittu muista hinnanmuutosehdoista, joilla pyritään huomioimaan kustannustason muutokset merirahtimarkkinalla. Sopimuskuljetusten ohella yhtiö hyödyntää spot-markkinaa keinona optimoida liikennettä ja maksimoida alusten käyttöastetta.

Erikoislastien kuljetus laajentaa liikevaihtopohjaa

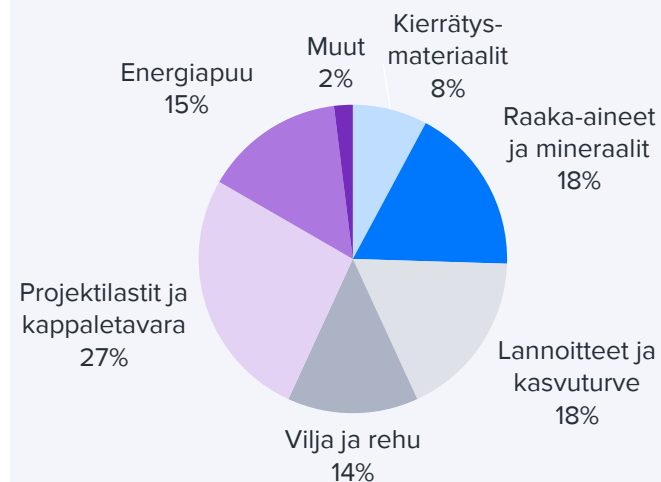
Projekti- ja erikoislastien kuljetukset muodostavat suhteellisesti pienemmän osan liikevaihdosta (noin 1/3), mutta ovat kuitenkin merkittävä osa Meriauran liiketoimintaa. Projektiliiketoimintaa hoidetaan kahdella itse omistetulla kansilastialuksella ja keväällä 2024 yhtiö myös vuokrasi yhden kansilastialuksen. Projekti- ja erikoislastiliiketoiminta poikkeaa luonteeltaan kuivarahdista, sillä yksittäiset projektilastit tuottavat huomattavasti enemmän työtä yhtiölle ja vastaavasti lasteista syntyvä liikevaihto on suhteellisen korkea alusten tonnistoon nähden.

Projektilasteihin liittyy paljon ennakkovalmistelua, josta vastaa yhtiön oma suunnitteluosasto. Ennakkovalmisteluita, kuten lastin satamakäsittelyn ja kiinnitysten suunnittelua tehdään usein kuukausia etukäteen. Projektilastien kuljetuksia tehdään pääosin spottikauppana, mutta käytännössä osa asiakkuuksista toistuu vuodesta toiseen, mikä tuo jatkuvuutta liiketoimintaan.

Merilogistiikka jakautuu kahteen segmenttiin

	Kuivarahti (bulk)	Projekti- ja erikoislastit
Osuus liikevaihdosta¹	Bulk 70 %	Projekti 27 %
Rahti-kapasiteetti	Aikarahdattuja ja itse omistettuja aluksia	Pääosin itse omistettuja aluksia
Liiketoiminnan logiikka	Käyttöasteiden ja tehokkuuden maksimointi	Paljon manuaalista työtä, korkeat hinnat
Markkina	Suuri, kilpailtu ja syklinen	Pieni ja erikoistunut

Rahtivolyymien jakauma 2023



1) Inderesin arvio Meriauran liikevaihdon jakaumasta 2023

Merilogistiikka (2/5)

Omassa taseessa viisi alusta

Meriauran kalustoon kuuluu viisi itse omistettua rahtialusta, joiden kapasiteetti on yhteensä 22 000 DWT. Yhtiön omistamat kaksi kansirahtialusta Meri ja Aura soveltuvat erittäin vaativiin erikoislastien kuljetuksiin sekä offshore-operaatioihin, mikä tekee niistä olennaisia projektiliiketoiminnassa ja mahdollistaa kasvun esimerkiksi merituulihankkeiden kautta. Lisäksi kansilastialus Meri on Meriauran mukaan maailman ensimmäinen rahtilaiva, joka on suunniteltu käyttämään bioöljyä voimanlähteenä. VG EcoCoaster –nimetyt alukset (2 aluksesta toinen omistetaan itse), puolestaan ovat yhtiön mukaan energiatehokkaita kuivarahtialuksia, jotka pystyvät käyttämään vaihtoehtoisia polttoaineita kuten Meriauran tytäryhtiön valmistamaa VG Marine EcoFuel™-biopoltoainetta, mikä tekee aluksista Meriauralle strategisesti tärkeitä. Lisäksi omasta taseesta löytyy kaksi muuta kuivarahtialusta.

Kymmenkunta aikarahdattua alusta käytössä

Itse omistettujen alusten lisäksi Meriaura operoi yhdeksää aikarahdattua kuivarahtialusta (kapasiteetti yhteensä noin 40 000 dwt) sekä yhtä projektialusta. Vuokrahinnat sovitaan kiinteiksi sopimuskauden ajalle ja hinnat päivittyvät uuden sopimuskauden myötä markkinatilanteen ja näkymien mukaisesti. Aluksia vuokrataan muutamilta pitkäaikaisilta kumppaneilta eri mittaisilla sopimuksilla. Osa aikarahdatuista aluksista on vuokrattu yhtiöltä, jossa myös Meriaura Group-konsernin suurin osakkeenomistaja Meriaura Invest toimii osaomistajana.

Huoltotoimenpiteissä vuosittaista vaihtelua

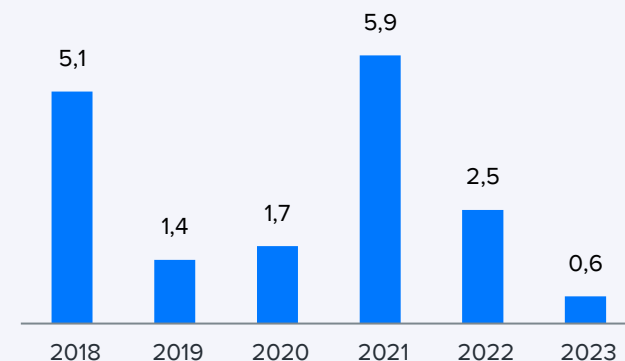
Rahtilaivojen tyypillinen käyttöikä on 20-30 vuotta. Meriauran oma kalusto on DWT-painotettuna keski-ikäitään 15v eli suurin piirtein käyttöikänsä puolivälissä.

Huolloilla ja perusparannuksilla voidaan vaikuttaa laivan käyttöikään. Meriaura huolehtii itse omistamiensa laivojen huolloista ja perusparannuksista, kun taas aikarahdattujen laivojen kohdalla vastuu on laivojen omistajalla. Itse omistettuihin laivoihin tehdään tyypillisesti merkittävämpiä kunnostustöitä viiden vuoden välein, jolloin laiva viedään telakalle ja kunnostustöissä voi kestää noin kuukausi. Pienempiä asennuksia ja huoltotöitä voidaan yleensä tehdä myös laivan käytön aikana ilman telakkakäyntiä. Keskimäärin laiva on rahtikäytössä noin 355 päivää vuodessa, mutta tämä vaihtelee mm. telakointisuunnitelman mukaisesti. Lisäksi itse omistettujen laivojen kohdalla mahdolliset yllättävät tekniset haasteet muodostavat riskin liiketoiminnalle.

Investoinnit kasvavat tulevina vuosina

Meriauran kalustoinvestoinnit ovat jääneet viime vuosina keskimäärin alle poistotason, joka on noin 5 MEUR/v. Käytännössä ylläpitoinvestoinnit jäävät yleensä selvästi poistoja alhaisemmiksi, mutta vastaavasti uuden kaluston hankinta nostaa investoinnit poistojen yläpuolelle. Investoinnit tulevat nousemaan vuosina 2024-26, sillä Meriaura on sopinut kahden biopoltoainetta hyödyntävän 6750 tonnisen kuivarahtialuksen hankkimisesta (Ecotrader), jotka valmistuvat vuonna 2026. Investointi on yhteensä 34 MEUR ja se rahoitetaan 80 %:sti velkarahoituksella. Uudet alukset mahdollistavat kasvua vähäpäästöisissä rahtikuljetuksissa. Nykyisistä omista aluksista bulk-alus Aava on 27 vuoden iässä ja siten elinkaarensa loppupuolella, joten uudet alukset tulevat todennäköisesti jossain määrin korvaamaan poistuvaakin kalustoa. Meriaura tutkii bioöljyn ohella myös muita vaihtoehtoisia polttoaineita mahdollisia tulevia laivainvestointeja silmällä pitäen.

Meriauran investoinnit (MEUR)¹



Rahtikalusto

Oma kalusto (dwt yhteensä)	Keski-ikä (v) ²
2 x Kansilastialus (10 000)	15
1 x VG EcoCoaster (5 000)	9
2 x Kuivarahtialus (7 000)	20
Yhteensä (22 000)	15
Vuokrattu kalusto	
9 x Kuivarahtialus (40 000)	22

1) 2022-23 luvut perustuvat Inderesin arvioon

2) DWT:llä painotettu keskiarvo

Lähde: Meriaura ja Inderes

Merilogistiikka (3/5)

Laaja asiakaskunta tasoittaa kysynnän vaihteluita

Kuivarahdissa kokonaismarkkinakasvu on Meriauran ydinalueilla maltillista. Ulkomaan merikuljetusten tonnimääräinen volyyymi Suomen satamissa pysyi vakaana 95 miljoonassa tonnissa vuosien 2016-22 välillä. Meriaura palvelee useita eri toimialoja, joiden aktiivisuustasot noudattavat erilaisia kehityskulkuja. Kuivarahdissa Meriauran lastit koostuvat mm. raaka-aineista ja mineraaleista, kierrätysmateriaaleista, vilja- ja rehuraaka-aineista, energiapuusta sekä lannoitteista. Erityisesti ruokaketjun ja kierrätysmateriaalien rahtivolyymit kehittyvät irrallaan yleisestä talouskehityksestä, mikä osittain tasaa liiketoiminnan syklistyyttä.

Projektilastit koostuvat tyypillisesti suurista kappaleista, joiden kuljettaminen on haastavaa. Projektilasteihin lukeutuu mm. laivalohkojen kuljetukset telakkateollisuudelle, kuormankäsittelyyn liittyvät koneet kuten nosturit sekä tuulivoimaloiden komponentit. Projektilastien kysyntä on kuivarahtia enemmän riippuvaista raskaista investoinneista. Yhtiö on merkittävä toimija sekä maa- että merituulivoiman rakentamisessa. Merituulivoiman rakentamisen kiihtyminen Pohjanmerellä ja Itämerellä voisi tukea kysyntää Meriauran projektikuljetuksille.

Globaali kuivarahtimarkkina on syklinen

Globaali kuivarahtimarkkina on ollut vaisuhko läpi 2010-luvun. Vuosien 2003-2008 välillä markkina koki historiallisen nousukauden ja kapasiteettia tilattiin selvästi enemmän kuin maailmankaupan kasvu olisi vaatinut. Vuosina 2010-2013 aluksia toimitettiin ennätysellinen määrä ja kuivarahtimarkkinalle jäi raskas ylikapasiteetti, minkä johdosta kuivarahtien hinnat romahtivat. Globaali ylikapasiteetti sulaa

markkinalta hitaasti, sillä laivojen keski-ikä on 20-30 vuotta. Markkina on kuitenkin ollut elpymään päin ja etenkin vuosina 2021-22 rahtihinnat nousivat voimakkaasti toisaalta aiempien vuosien vähäisten laivainvestointien, koronapandemiaa seuranneiden logistiikkaongelmien ja kohonneen taloudellisen aktiviteetin ansiosta. Vuoden 2023 aikana globaalit rahtihinnat laskivat lähemmäs pitkän aikavälin tasojä. Meriauran kysyntänäköymä on kuitenkin pysynyt kohtuullisen hyvänä. Itämeren markkina kehittyi osittain erillisenä suhteessa globaaliin markkinaan mm. ilmaston aiheuttamien kalustovaatimusten vuoksi.

Meriauran rahtien hinnat eivät kulje käsi kädessä globaalien indeksien kanssa

Laajalti seurattu Baltic Dry-indeksi antaa globaalien rahtimarkkinan kehityksestä kokonaiskuvan. Indeksit ei anna täydellistä kokonaiskuvaa Meriauralle relevanttien markkinoiden kehityksestä, sillä Meriauran kalustoa selvästi isompien valtamerialusten (Capesize) painoarvo indeksissä on suuri. Meriaura myöskin tekee asiakkaidensa kanssa tyypillisesti pitkiä sopimuksia, jotka pehmentävät spot-rahtihintojen muutosten vaikutusta yhtiön kannattavuuteen. Meriaura toimii myös pääosin Itämerellä, jonka poikkeavat kalustovaatimukset tekevät siitä erilaisen markkina-alueen verrattuna globaaliin markkinaan. Itämerellä tarvitaan jäävahvistettuja aluksia huomattavan osan vuodesta ja sen satamat ovat maailman suuria satamia selvästi matalampia, mikä rajoittaa suurikokoisempien rahtialusten käyttöä.

Segmenttikohtainen kasvukehitys

Kuivarahti (bulk)	Kehityssuunta ¹
Kierrätysmateriaalit	↗
Raaka-aineet ja mineraalit	→
Lannoitteet	→
Vilja ja rehu	↘
Projektilastit	
Tuulivoima	↗
Satamalogistiikka	→
Muu raskas rakentaminen	→

Baltic Dry –indeksi²



Lähde: 1) Inderesin arvio, 2) Bloomberg

Merilogistiikka (4/5)

Merikuljetukset päästökaupan piiriin 2024 alkaen

Laivaliikenne asetettiin EU:n päästökaupan piiriin vuodesta 2024 alkaen, joskin regulaatio toteutuu asteittain. Vuonna 2024 isompien rahti- ja matkustajalaivojen (bruttovetoisuus yli 5000) päästöistä aluksi vain 20 % kuuluu päästökaupan piiriin, mutta osuus kasvaa 100 %:iin vuoteen 2027 mennessä. Pienemmän kokoluokan laivojen (400-5000 bruttovetoisuus), joihin myös Meriauran kalusto kuuluu, asettamista päästökaupan piiriin tullaan arvioimaan myöhemmin.

Merikuljetusten asettaminen päästökaupan piiriin nostaa rahdin hintaa sekä kasvattaa rahtiyhtiöiden operatiivisia kustannuksia sekä investointitarpeita. Noin 85 euron tonnihinnalla päästökauppa kasvattaisi Euroopan sisäisiä rahtihintoja pitkällä aikavälillä summalla joka on arviomme mukaan noin 40 prosenttia rahdin polttoainekustannuksiin suhteutettuna¹. Siten päästökauppa voisi matemaattisesti nostaa merirahdin hintaa noin 15 %:lla, olettaen polttoainekustannusten osuuden koko rahdin hinnasta olevan noin 35 %. Päästöoikeuksien hinnan kohoaminen voimistaisi vaikutusta. Käytännössä rahtiyhtiöt kuitenkin ryhtyvät toimenpiteisiin hiilidioksidipäästöjen vähentämiseksi, mikä osittain rajoittanee rahtihintojen nousua. Hiilidioksidipäästöjen vähentämisestä tulee siten merkittävä kilpailutekijä toimialalla. Uutta ympäristöystävällistä teknologiaa tullaan ottamaan käyttöön ja vastaavasti vanhoja epätaloudellisia laivoja poistuu käytöstä.

Päästöjen vähentäminen Meriauran fokusalueita

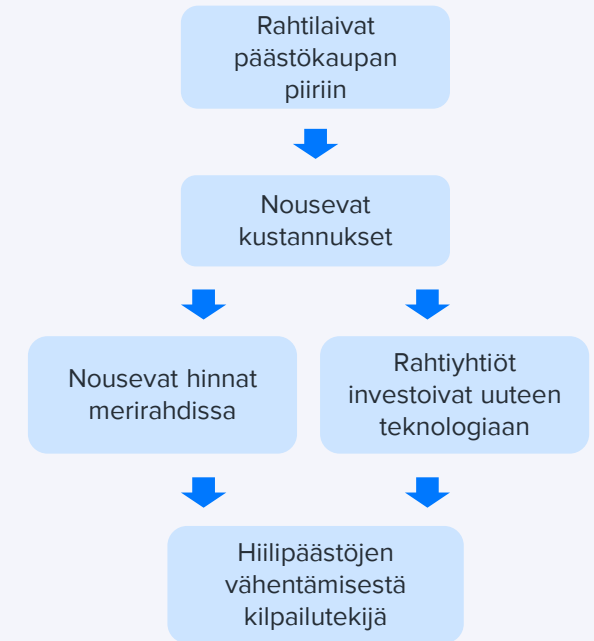
Ympäristöystävällisyys ja hiilidioksidipäästöjen vähentäminen ovat keskeinen osa Merilogistiikka-liiketoimintayksikön strategiaa. Päästöjä pyritään

vähentämään mm. uusiutuvien polttoaineiden käytöllä, sekä matkojen, lastien ja nopeuksien optimoinnilla (oma FleetRange-sovellus tukee tehokasta operointia). Meriauran tavoitteena on vähentää päästöjä vuosittain 4 %/volyymi/merimaili. Ennakoiva päästöjen vähentäminen voi osoittautua meriliikenteen päästökaupan alkamisen myötä merkittäväksi kilpailutekijäksi ja siten tukea yhtiön kannattavuutta keskipitkällä tai pitkällä aikavälillä. Päästöjen vähentäminen on osittain riippuvaista myös laivojen täyttöasteista, minkä johdosta vuoden 2023 päästöintensiteetti kasvoi 16,8 grammaan tonnikilometriä kohden (2022: 16,5g, 2021: 18,0g).

Oma biopolttoaineen hankinta- ja tuotantoyksikkö

Meriaura markkinoi asiakkailleen itse valmistettua biopolttoainetta hyödyntävää EcoVoy™-konseptia, joka vähentää rahdissa syntyviä hiilidioksidipäästöjä merkittävästi fossiilisiin polttoaineisiin verrattuna. Konseptin ISAE3000-standardin mukainen sertifiointi KPMG:n toimesta saatiin päätöksen vuoden 2023 aikana, minkä myötä edellytykset toiminnan skaalaamiselle ovat vahvistuneet. Merilogistiikkaan kuuluva tytäryhtiö VG-EcoFuel valmistaa VG Marine EcoFuel™ –biopolttoainetta. Biopolttoainetta käytetään saatavuussyistä tyypillisesti sekoitettuna fossiilisiin polttoaineisiin. EcoFuel valmistaa polttoainetta pääasiassa liiketoimintayksikön omaan käyttöön, mutta sitä voidaan myydä myös ulkopuolisille toimijoille. Biopolttoaine valmistetaan suomalaisista ravintoloista kerätyistä jätteeksi luokitelluista kasvipohjaisista rasvoista, jotka yhtiö puhdistaa tuotantolaitoksellaan Uudessakaupungissa. Raaka-aineiden rajallinen saatavuus voi arviomme mukaan hidastaa liiketoiminnan kasvua ja nostaa kustannuksia, mutta yhtiö selvittää myös vaihtoehtoisten raaka-aineiden käyttöä.

Päästökaupan vaikutus rahtimarkkinaan



Meriauran keinot hiilipäästöjen vähentämiseen

- Omaa biopolttoaineiden tuotantoa
- Omia laivoja jotka erityisesti kehitetty käyttämään biopolttoaineita
- Uusien ympäristöystävällisten laivojen hankinta
- Laivojen tehokas operointi ja lastivirtojen optimointi

1) Laskelmia päästökaupan vaikutuksista: Prepare for higher shipping costs but the EU ETS should be a manageable change, Will Fray, 27.9.2022

Merilogistiikka (5/5)

Jätteistä ja uusiutuvista materiaaleista valmistetuille polttoaineille on voimakas globaali kysyntä, koska hiilidioksidipäästöjä pyritään vähentämään laaja-alaisesti eri toimialoilla. Polttoaineen korkeamman hinnan siirtäminen asiakkaiden rahtihintoihin tullee jatkossa helpottumaan asiakkaiden tarpeiden sekä regulaation muutosten myötä.

Meriaura kertoi kasvattaneensa yksittäisen aluksensa VG Eevan biopolttoaineen käyttöä 28 %:iin vuonna 2023 (2017-19: 15 %) ja tavoittelevansa osuuden kasvattamista edelleen 50 %:iin 2024 aikana. Koko yhtiön tasolla biopolttoaineen käytön osuus on vielä matala.

Markkinakysyntä ja käytettävissä oleva kapasiteetti tärkeimmät liikevaihdon ajurit

Merilogistiikka-liiketoiminta-alueen liikevaihto kehittyi melko vakaasti vuosina 2017-21, kunnes vuosi 2022 toi yhtiölle huomattavaa kasvua. Liikevaihdon maltillisen vaihteluun ovat historiassa vaikuttaneet mm. merirahdin markkinahintojen kehitys, polttoaineen hinnan kehitys, käytössä oleva tonnisto sekä itseomistettujen laivojen huoltotoimenpiteet. Merirahdin kysyntä laski merkittävästi koronapandemian alkuvaiheessa, jolloin Meriaura otti laivojaan huollettavaksi telakalle ennenaikaisesti. Kysyntä palautui loppuvuodesta 2020 ja rahtihinnat nousivat merkittävästi vuoden 2021 aikana. Globaalisti korkea kysyntä merirahdille vuosina 2021-22 on vähentänyt kilpailua Itämerellä ja tukenut rahtien hintoja, mikä on näkynyt lyhyellä aikavälillä erityisesti spot-hinnoissa, mutta heijastuu myös pidempiin sopimuksiin. Vuoden 2022 aikana Merilogistiikan liikevaihto kasvoi noin 30 % vertailukaudesta, mihin vaikutti erityisesti vahva kysyntä bulk-segmentissä, korkeat polttoaineiden hinnat ja hyvin rakennettu asiakasportfolio. Liikevaihto laski vuoden 2023 aikana 9 % erityisesti rahtien spot-hintojen sekä

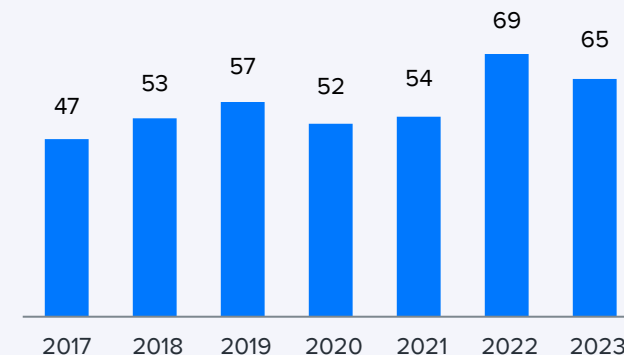
polttoaineiden hintojen laskun myötä.

Tulos parantunut viime vuosina

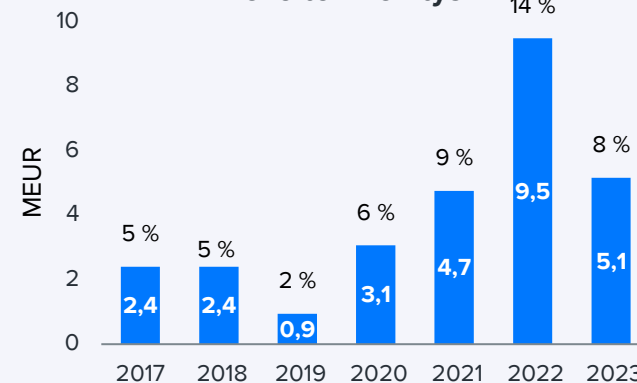
Merilogistiikka-yksikön kannattavuus on parantunut merkittävästi vuosina 2021-22, joskin vuoden 2022 huipputasoilta ollaan tultu alas vuoden 2023 aikana. Vielä vuosina 2018-20 liiketoiminnan liikevoittotason kannattavuus vaihteli 2-6 %:n välillä suhteessa liikevaihtoon. Vuonna 2022 EBIT-marginaali nousi jo lähes 14 %:iin, mutta tasaantui 8 %:iin vuonna 2023 hieman heikommassa kysyntäympäristössä. Kohonneen kannattavuuden taustalla on vuoden 2022 vahvan kysyntätilanteen lisäksi sisäisiä tehostustoimia. Meriaura on tehnyt töitä laivastonsa käyttöasteiden ja logistiikan parantamiseksi, millä operatiivista tehokkuutta on pystytty parantamaan. Yhtiö mm. luopui aikaradataista isomman kokoluokan aluksista (6000-8000 dwt) ja päätti keskittyä pienempään kokoluokkaan, sillä isojen laivojen täyttöasteet ja muu tehokkuus eivät yltäneet tavoitelluille tasoille. Arvioimmekin yhtiön pystyneen kohottamaan tulostasoaan kestävästi ja vuoden 2023 liikevoittomarginaalin vastaavan karkeasti pitkän aikavälin kestäväää tasoa.

Merilogistiikan maksamat verot ovat erittäin matalat, mutta rahoituskustannukset ovat oleellinen kuluerä. Merirahtiliiketoimintaa verotetaan tonnistorotuksella, minkä johdosta Meriauran maksettujen verojen määrä pyörii kymmenien tuhansien eurojen tasolla vuosittain eikä juurikaan riipu toteutuneesta tuloksesta. Vieraan pääoman vuotuinen kustannus on ollut historiassa noin 5 %, mikä vastaa nykyisellä taseella noin 1 MEUR:n vuotuisia rahoituskuluja. Investoinnit kahteen uuteen alukseen vuosina 2024-26 tulevat todennäköisesti kasvattamaan rahoituskustannuksia (investointi 34 MEUR, josta 80 % rahoitetaan velalla).

Liikevaihdon kehitys^{1,2}



Liikevoiton kehitys



- 1) Kuvaa yksikön liikevaihtoa pääosin ennen yhdistymistä Savosolarin kanssa, joka toteutui 30.11.2022. Vuoden 2022 luvut eivät ole täysin vertailukelpoiset aiempien vuosien kanssa vuodenvaihteessa 2021-22 toteutetun liiketoimintakaupan johdosta.
- 2) 2017-21 luvut esittävät Meriauran entisen emoyhtiön Meriaura Investin (entinen VG-Shipping Oy) konsernitilinpäätöksen liikevoittoa. Meriaura Investillä oli Meriauran lisäksi myös toinen merkitykseltään vähäisempi tytäryhtiö, joten luvut ovat suuntaa antavia.

Uusiutuva energia: Aurinkolämpö (1/7)

Meriaura Energy tarjoaa hiilivapaita lämmitysratkaisuja suurasiakkaille

Meriaura Energyn liiketoimintaan kuuluu aurinkolämpökeräinten ja -järjestelmien toimittamista mm. teollisuusasiakkaille ja kaukolämmön tuottajille, jotka pyrkivät säästämään lämmityskustannuksissaan sekä keventämään toimintansa hiilijalanjälkeä. Yhtiö keskittyy pääasiassa suuriin yli 1000 neliömetrin ja yli 700 kW:n kokosiin toimituskokonaisuuksiin, joissa yhtiön teknologian tehokkuusominaisuudet tulevat paremmin esiin. Liiketoiminta on projektituontoista, mikä tarkoittaa että etenkin nykyisessä kehitysvaiheessa yksittäisillä projektitoimituksilla on usein suuri vaikutus koko vuoden liikevaihtoon. Ratkaisuja on toimitettu jo yhteensä 17 maahan, joista tärkeimpiä markkina-alueita ovat olleet Ranska, Saksa ja aiempina vuosina myös Tanska.

Keräinteknologiaa kehitetty vuodesta 2010 lähtien

Yhtiö on kehittänyt aurinkokeräinteknologiaa vuodesta 2010 alkaen. Sen tasokeräimissä yhdistyy auringon säteitä vastaanottavan pinta-alan mahdollisimman korkea hyväksikäyttö sekä vahvan eristyksen tarjoama soveltuvuus viileisiin olosuhteisiin ja epäoptimaalisiin säätiloihin. Yhtiön aurinkokeräimissä käytettävien absorberiprofilien rakenne mahdollistaa lämmön johtumisen nopeasti kuljetinnesteeseen, mikä vähentää lämpöhäviöiden määrää. Absorberit pinnoitetaan patentoidulla prosessilla, jossa absorberin pintaan luodaan tyhjiökammiossa kolme keraamista nanokerrosta. Teknologiaa voidaan hyödyntää myös aurinkojäähdytysjärjestelmissä.

Keräimet valmistetaan yhtiön tehtaalla Mikkelissä. Absorberien pinnoitukseen käytettävä laitteisto on tuotantolaitoksen kallein yksittäinen osa, jonka kapasiteetti osittain määrittää tuotannon rajoja. Laitteisto on peräisin Savcorilta, joka pinnoitti

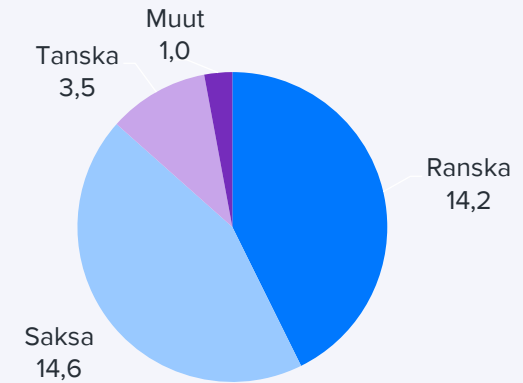
laitteistolla matkapuhelinten kuoria 2000-luvun alkupuolella. Tuotantoa voidaan tiettyyn pisteeseen asti kasvattaa pääasiassa vuoroja lisäämällä. Yhtiön mukaan sen tuotantokapasiteetti mahdollistaisi liikevaihdon kasvattamisen 25-30 MEUR:oon nykyisellä liiketoimintamallilla.

Tarjontaan kuuluu keräimiä ja kokonaisia järjestelmiä

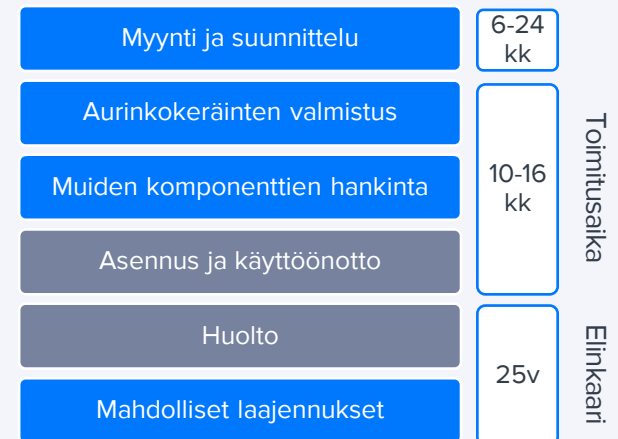
Meriaura Energyn toimituskokonaisuudet voivat sisältää joko pelkät aurinkokeräimet tai kokonaisen järjestelmän. Tyypilliseen järjestelmätoimitukseen sisältyy varsinaisten keräinten lisäksi mm. suunnittelu, maatyöt, asennus sekä muu laitteisto kuten pumppuasema, lämpövarasto, putket ja sähköt. Järjestelmätoimituksissa aurinkokeräinten osuus kokonaistoimituksen arvosta on tyypillisesti noin 40 %. Yhtiöllä on runsaasti kokemusta aurinkolämpöjärjestelmien suunnittelusta. Asennustyöt teetätetään paikallisten alihankkijoiden avulla, kuitenkin niin, että Meriaura Energyn oma henkilöstö johtaa ja valvoo asennusvaihetta.

Yhtiö on tietoisesti pyrkinyt parantamaan kykyä kokonaisten järjestelmien toimittamiseen. Järjestelmäosaamisen kehittäminen mahdollistaa yhtiölle paremman kontrollin koko toimituskokonaisuuden osalta ja tukee yhtiön pitkän aikavälin kasvupyrkimyksiä. Asiakkaidenkin riskinhallinnan näkökulmasta on usein mielekkäämpää tilata järjestelmä yhdeltä kokonaisvastuun kantavalta taholta kuin usealta toimittajalta. Toisaalta laajemman kokonaisvastuun kantaminen voi myös kasvattaa projekteihin liittyviä kustannusriskejä yhtiön näkökulmasta. Meriaura Energy on myös pyrkinyt kehittämään kykyään integroida aurinkolämpöä muiden lämmöntuotantomuotojen rinnalle ja tarjota asiakkailleen aiempaakin kokonaisvaltaisempia suunnittelupalveluita.

Tilaukset maittain 2018- (MEUR)



Liiketoimintaprosessi



■ Meriaura Energyn ydinliiketoimintaa ■ Ulkoistetaan tyypillisesti kolmannelle osapuolelle

Uusiutuva energia: Aurinkolämpö (2/7)

Oma myyntifunktio ydinmarkkina-alueilla

Meriaura Energyn myyntiorganisaatio keskittyy yhtiön kannalta merkittävimpiin markkina-alueisiin Euroopassa, minkä lisäksi yhtiöllä on jakelukumppaneita muilla kiinnostavilla markkinoilla. Yhtiöllä on oma myyntiedustus Ranskassa sekä saksankielisessä Euroopassa. Lisäksi yhtiöllä on myyntiagentteja mm. Latinalaisessa Amerikassa. Ratkaisuja toimitetaan sekä suoraan loppuasiakkaille että välikäsiin, kuten integraattoreille tai energijärjestelmiin sijoittaville sijoitusyrityksille.

Myyntiputket ovat historiallisesti olleet pitkiä ja neuvotteluissa voi kestää useitakin vuosia ennen sitovan tilauksen allekirjoitusta. Yhtiölle optimaalinen projektin koko olisi 2-4 MEUR:sta ylöspäin, sillä pienemmissä toimituksissa myynti- ja suunnittelukustannukset paisuvat suhteellisesti korkeiksi. Vuosien 2018-22 aikana yhtiön toimitusten keskimääräinen koko oli 1,3 MEUR, eli valtaosa projekteista on historiassa ollut kokoluokaltaan epäoptimaalisia. Pienempiä asiakastoimituksia on toteutettu toiminnan kehittämiseksi ja kasvun tukemiseksi. Yhtiö on onnistunut voittamaan kokoluokaltaan optimaalisempia projekteja vuosien 2023-24 aikana vahvistuneiden taloudellisten resurssien ansiosta.

Aurinkolämpöä asennetaan perinteisten lämmitysmuotojen rinnalle

Aurinkolämpö ei sovellu lähes koskaan ainoaksi lämmönlähteeksi, sillä sen teho vaihtelee merkittävästi vuodenaikojen ja sään mukana, joten sen rinnalla käytetään muita perinteisempiä tuotantomuotoja. Lämmön primäärituotannon polttoaineena käytetään perinteisesti fossiilisia polttoaineilta kuten hiiltä ja

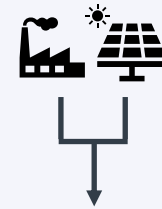
kaasua (mm. Keski-Euroopassa) sekä biomassaa (mm. Pohjoismaissa). Aurinkolämmöllä voidaan tyypillisesti tuottaa noin 20-28 % kokonaislämmöntarpeesta ilman suuria ja hintavia maanalaisia lämpövarastoja. Lämpövarastot ovat yleensä käytännössä eristettyjä vesitankkeja. Pienillä maanpäällisillä lämpövarastoilla voidaan varastoida aurinkokeräimillä tuotettua lämpöä talvisin noin 2-3 päivän tarpeisiin ja kesäisin noin 10 päiväksi. Suuremmilla maanalaisilla varastoilla lämpöä voidaan varastoida useiden kuukausien ajaksi.

Asiakkaat ovat kiinnostuneita asentamaan aurinkolämpöä, koska sen avulla voidaan vähentää perinteisten lämmöntuotantomuotojen aiheuttamia kustannuksia sekä hiilidioksidipäästöjä. Aurinkolämpöjärjestelmien takaisinmaksuajat ovat arviomme mukaan toimialalla keskimäärin 10 vuoden paikkeilla. Asiakkaiden kyky rahoittaa tällaisia pitkän aikavälin investointeja on rajallinen, mikä osittain toimii kysyntää rajoittavana tekijänä. Toinen merkittävä haaste aurinkolämmön hyödyntämiselle syntyy keräinten tarvitsemasta pinta-alasta. Tilasta on usein puutetta etenkin tiiviisti asutetuilla alueilla, missä lämmön tarve olisi suurin. Toisaalta aurinkolämmön tarvitsema pinta-ala on selvästi pienempi verrattuna aurinkosähköllä tapahtuvaan lämmittämiseen tai biovoimaan, mikäli otetaan huomioon biomassan kasvuun vaadittu pinta-ala.

Aurinkolämpö osana lämmöntuotantoa

Primäärinen tuotanto

- Esimerkiksi bio-, hiili-, kaasu- tai sähkölämmitys
- Tuottaa valtaosan lämmöstä, painottuen talvikuukausiin

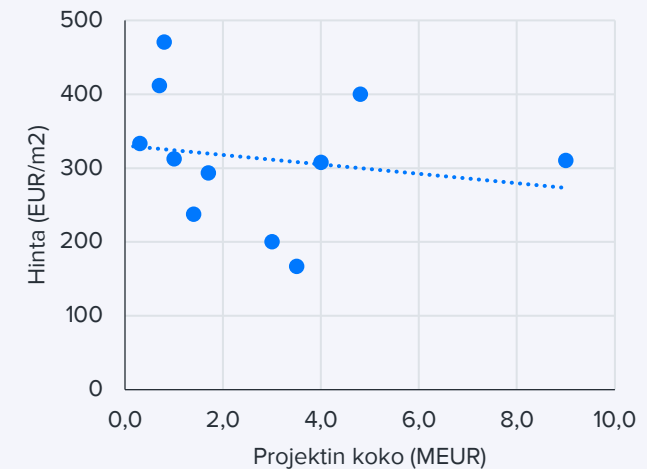


Aurinkolämpö

- Päästötöntä, edullista lämpöä suotuisten sääolojen vallitessa
- Kattaa < 28 % vuotuisesta lämmöntarpeesta ilman lämpövarastoa

- Teollisuuden prosessit
- Kaukolämpö
- Kiinteistöt
- Kasvihuoneet

Projektitilauksia 2018-24



Uusiutuva energia: Aurinkolämpö (3/7)

Loppumarkkina löytynyt, mutta kasvun jatkuvuus ollut heikkoa

Toimintansa alkuvaiheessa 2010-luvun alussa Meriaura Energy (silloinen Savosolar) pyrki kehittämään kuluttajasegmenttiin ja pienempiin järjestelmiin tarkoitettuja aurinkolämpökeräimiä, mutta havaitsi pian että yhtiön teknologian tehokkuusominaisuuksista saadaan enemmän hyötyä irti suuremmissa järjestelmissä. Toimitukset ensimmäiseen kaukolämpökohteeseen tehtiin vuonna 2013, minkä jälkeen kaukolämmöstä on tullut merkittävin kohde yhtiön tuottamille keräimille. Liikevaihto on kasvanut aika ajoin, mutta kasvukehitys ei ole ollut trendinomaisesti positiivista, vaan vaihdellut asiakasprojektien mukana. Vuosina 2021-22 liikevaihto laski 2,5-3,8 MEUR:oon mm. pandemian, geopolittisen tilanteen ja korkojen nousun hidastaessa asiakkaiden päätöksentekoa. Suuri noin 9 MEUR:n tilaus Saksasta vahvisti liikevaihtonäkymiä vuoden 2023 lopulla ja myös vuoden 2024 aikana on voitettu kaksi merkittävää projektia, joiden yhteisarvo on lähes 7 MEUR. Yhtiö on kertonut, että aurinkolämpöratkaisujen ulkona olevien tarjousten kokonaisarvo on kasvanut huomattavasti ja asiakaskunnan investointihalukkuus on parantunut. Myös yhtiön taloudellisen uskottavuuden vahvistuminen tukee myynnin kasvua.

Tanska oli pitkään Euroopan edelläkävijämaa suurikokoisten aurinkolämpöjärjestelmien hyödyntämisessä ja oli siten yhtiön tärkein markkina vuosina 2015-18. Tanskan kysyntä on kuitenkin hidastunut vuoden 2018 jälkeen tukipolitiikan muutosten vuoksi. Tämän jälkeen Ranskasta on tullut Euroopan aktiivisin aurinkolämpömarkkina ja merkittävin kohdema Meriaura Energylle. Tukipolitiikan lisäksi Ranskasta löytyy kaupallisia projektikehittäjiä, joiden toiminta on usein ketterämpää

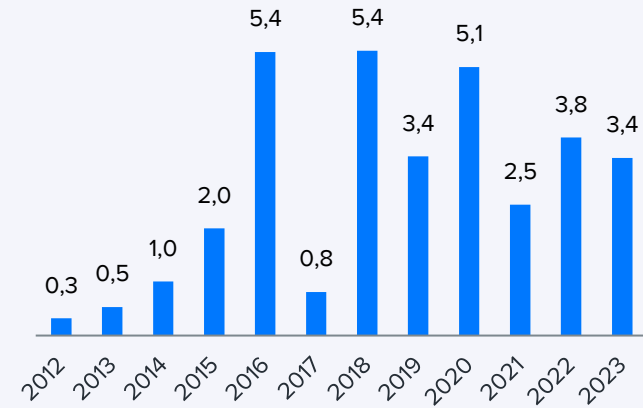
ja tehokkaampaa verrattuna kunnallisiin lämmöntuottajiin. Projektikehittäjät investoivat aurinkolämmön tuotantoon ja myyvät lämpöä käytettäväksi esimerkiksi teollisuuden prosesseissa. Myös Saksassa aurinkoenergiajärjestelmien kysyntä on kasvanut viime vuosina merkittävästi valtion tukipolitiikan sekä fossiilisten energianlähteiden kallistumisen myötä.

Pieni mittakaava ja alhainen materiaalikate pitäneet tuloksen tappiollisena

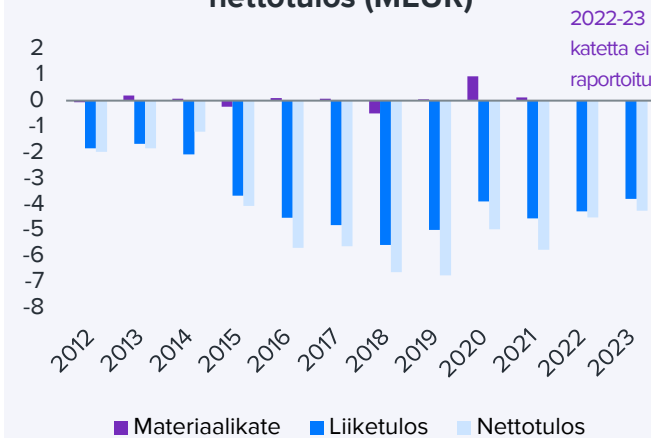
Liiketoiminnan materiaalikate oli keskimäärin 4 % liikevaihdosta vuosina 2018-21. Materiaalikate kehittyi positiivisesti vuosina 2018-20, mutta parhaimmillaankin vuonna 2020 materiaalikate oli vain 18 %, mikä ei riittänyt nostamaan liiketulosta voitolliseksi (EBIT 2020: -3,9 MEUR, -76 % liikevaihdosta). Vuonna 2021 materiaalikate laski 5 %:iin, mihin vaikutti mm. nopeasti nousseet materiaalien hinnat sekä varastoon kohdistuneet alaskirjaukset. Kustannusinflaatio pitkitti katetason toipumista vuoden 2022 aikana.

Pienestä liikevaihdon tasosta ja matalasta materiaalikatteesta johtuen liiketulos on ollut historiassa tappiollinen, keskimäärin -4,3 MEUR/v vuosina 2019-23. Yhtiö on käyttänyt varoja myös tuotekehitykseen vajaat 1 MEUR/v vuosina 2020-21. Sen sijaan merkittävien tuotantoinvestointien tekeminen ei ole ollut tarpeellista, koska yhtiön nykyisen tehtaan kapasiteetti mahdollistaisi liikevaihdon kasvattamisen 25-30 MEUR:n tasolle yhtiön arvion mukaan. Operatiivinen tulostaso on parantunut hieman vuosina 2022-23 mm. kiinteisiin kustannuksiin kohdistuneiden säästöjen avulla (2023 EBIT: -3,8 MEUR). Myös rahoituskulut ovat laskeneet merkittävästi, sillä yhdistyminen Meriauran kanssa vahvisti liiketoiminnan rahoitusasemaa.

Liikevaihto (MEUR)



Materiaalikate, liiketulos ja nettotulos (MEUR)¹



1) Uusiutuva energia –yksikön materiaalikatetta ei voida laskea vuosien 2022-23 osalta, koska konserni ei ole raportoinut materiaalikatetta segmenttikohtaisesti yhdistymisen jälkeen. Materiaalikate on aiempien vuosien osalta laskettu tuloslaskelman perusteella vähentämällä liikevaihdosta materiaalit ja palvelut – kulurivi.

Uusiutuva energia: Aurinkolämpö (4/7)

Projekteja vuodesta 2016 alkaen (liikevaihto MEUR)

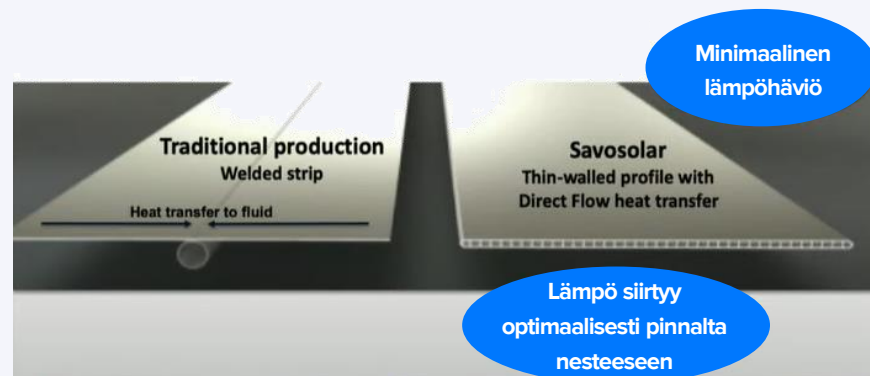
Kohde	Maa	Asennettu	Vuosi	Liikevaihto (arvio)
Lubeck	Saksa	Kaukolämpö	2025	4,8
Palau-del-Vidre	Ranska	Teollisuuden prosessilämpö	2025	1,7
Bad Rappenau	Saksa	Kaukolämpö	2024	9,0
Verdun	Ranska	Teollisuuden prosessilämpö	2022	3,0
Guangzhou	Kiina	Aurinkolämmitys ja -jäähdytys	2022	0,5
Cadaujac	Ranska	Kaukolämpö	2021	0,3
Issoudun	Ranska	Teollisuuden prosessilämpö	2021	4,0
Narbonne	Ranska	Kaukolämpö	2021	1,0
Pons	Ranska	Kaukolämpö	2021	0,7
Creutzwald	Ranska	Kaukolämpö	2020	1,4
Fernwärme Ettenheim	Saksa	Kaukolämpö	2020	0,8
Suur-Savon Sähkö	Suomi	Kaukolämpö	2019	0,2
Grenaa Varmeværk	Tanska	Kaukolämpö	2018-2019	3,5
Condat-sur-Vezère	Ranska	Teollisuuden prosessilämpö	2018	2,0
Etelä-Savon Energia	Suomi	Kaukolämpö	2018	0,2
Oulun Seudun Sähkö	Suomi	Kaukolämpö	2018	0,1
Voreppe	Ranska	Kaukolämpö	2018	0,1
Consti Talotekniikka	Suomi	Käyttöveden ja tilojen lämmitys	2017	0,1
Voutilakeskus	Suomi	Käyttöveden ja tilojen lämmitys	2017	0,1
Ystad Energi AB	Ruotsi	Kaukolämpö	2017	0,3
FORS A/S	Tanska	Kaukolämpö	2016	1,5
Jelling Varmeværk	Tanska	Kaukolämpö	2016	2,0
Kherson	Ukraina	Aurinkojäähdytys	2016	
Kyyhkylä	Suomi	Käyttöveden ja tilojen lämmitys	2016	
Lolland Forsyning	Tanska	Kaukolämpö	2016	
Marjatali,Valkeala	Suomi	Käyttöveden ja tilojen lämmitys	2016	
Løgumkloster Fjernvarme	Tanska	Kaukolämpö	2015-2016	

Asiakasreferenssi: Issoudun, France (2021)

- Teollisuuden prosessilämpöä mallastehtaan käyttöön



Absorberiprofiili poikkeaa perinteisestä teknologiasta



Uusiutuva energia: Aurinkolämpö (5/7)

Markkina koostuu erilaisista segmenteistä

Aurinkolämpökeräinten ja järjestelmien markkina jakautuu useisiin segmentteihin, joita ovat:

- Kaukolämpö ja kaupallisten kiinteistöjen lämmittäminen
- Teollisuuden prosessilämmön tuottaminen
- Omakotitalojen lämmittäminen

Meriaura Energyn kannalta keskeisiä ovat kaksi ensimmäistä segmenttiä. Arvioimme yhtiön kannalta keskeisten markkinasegmenttien vuotuisen liikevaihdon kooksi 83 MEUR (pelkkien keräinten osalta) globaalisti vuoden 2022 aikana, josta noin 27 MEUR:n edestä toimitettiin Meriaura Energylle keskeiselle markkina-alueelle Eurooppaan. Arvio perustuu asennettuun keräinalaan sekä oletettuun liikevaihtoon per keräinala (280 euroa/m²), mikä vastaa karkeasti Meriaura Energyn vuosien 2020-22 keskimääräistä toteumaa.

Kaukolämpö ja kaupallisten kiinteistöjen lämmitys

Kaukolämmön tuottajat voivat hyödyntää aurinkolämpöä yhtenä osana lämmöntuotannossa. Vuoden 2022 aikana rakennettiin maailmanlaajuisesti 41 uutta suuren mittakaavan aurinkolämpöjärjestelmää (kapasiteetti yhteensä 178 MW), joista 25 Kiinaan. Vuoden 2022 loppuun mennessä toiminnassa oli maailmanlaajuisesti 325 yli 500 neliömetrin kokoista aurinkokaukolämpöjärjestelmää, joiden asennettu kapasiteetti oli yhteensä 1 795 MW_{th}. Suurten aurinkolämpöjärjestelmien markkina on keskittynyt perinteisesti Eurooppaan, mutta Kiinasta on tullut 2010-luvun aikana suurin markkina-alue.

Teollisuuden prosessilämmön tuottaminen

Lämpöä tarvitaan useilla teollisuudenaloilla kuten elintarvikkeiden jalostuksessa, alkutuotannossa,

kaivostoiminnassa ja prosessiteollisuudessa. Toistaiseksi testatut järjestelmät ovat olleet pääosin melko pieniä. Vuonna 2022 dokumentoitiin 114 uutta teollisuuden aurinkolämpölaitosta, joista suuri osa oli kuitenkin Meriaura Energyn teknologialle epäoptimaalisia yli 100 asteen järjestelmiä. Vuoden 2022 loppuun mennessä maailmassa oli 1 089 teollisuuden aurinkolämpöjärjestelmää, mutta asennettu kapasiteetti kuitenkin vain alle puolet suhteessa kaukolämpölaitosten yhteenlaskettuun tehoon ja pinta-alaan.

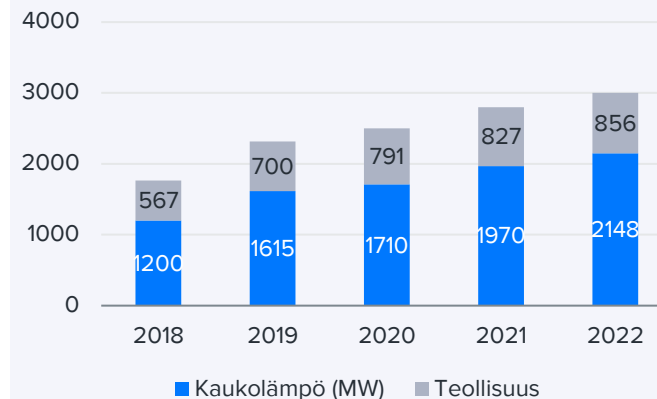
Omakotitalojen lämmittäminen

Kotitalouksien käyttämien kiinteistöjen lämmitys on merkittävä alasegmentti aurinkolämpömarkkinalla ja vastaa lukumääräisesti valtaosaa kaikista globaaleista asennuksista. Aurinkolämpöä käytetään mm. omakotitalojen käyttöveden ja sisäilman lämmitykseen, mutta myös uima-altaiden lämmitykseen. IEA:n raportin mukaan aurinkosähkö- ja lämpöpumppuratkaisut ovat kuitenkin nousseet viime vuosina lisääntyvässä määrin kilpailemaan pienen mittakaavan aurinkolämpöratkaisujen kanssa, mikä on painanut pienten aurinkolämpöratkaisujen kysyntää.

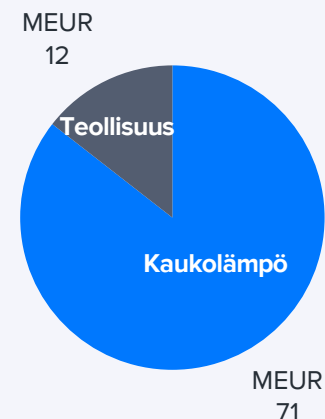
Markkinan kasvun ajurit

Globaali asennettu aurinkolämpökapasiteetti on nelinkertaistunut 15 vuodessa, vaikka markkinakasvu onkin kehittynyt vaihtelevasti. Meriaura Energylle keskeisten suurten järjestelmien markkinan kehitys on ollut suotuisampaa verrattuna massamarkkinaan ja etenkin teollisuuden aurinkolämpöjärjestelmien asennuskanta on kasvanut nopeasti. Tärkeimpiä markkinan kasvun ajureita ovat hiilidioksidipäästöjen vähentämiseen tähtäävät tavoitteet, säästöt perinteisten lämmöntuotantomuotojen aiheuttamista polttoainekustannuksista sekä lämmöntuotannon turvaaminen yhteiskunnan kriittisillä osa-alueilla.

Kumulatiivinen aurinkolämpökapasiteetti keskeisissä segmenteissä (globaalisti, MW)



Arvioitu globaali kohdemarkkinan koko 2022 (MEUR)



Uusiutuva energia: Aurinkolämpö (6/7)

EU tavoittelee uusiutuvan lämmön tuotanto-osuuden yli kaksinkertaistamista vuosien 2021-30 aikana. Rakennusten lämmittäminen on tarkoitus sisällyttää EU:n päästäkauppaan vuodesta 2027 lähtien, todennäköisesti asteittain, mikä arviomme mukaan tulee parantamaan aurinkolämmön hintakilpailukykyä ja tukemaan kysyntää.

Toimintaympäristössä alueellisia eroja

Paikalliset olosuhteet kuten vakiintunut teknologia, lainsäädäntö ja tukipolitiikka vaikuttavat aurinkolämmön kilpailukykyyn eri alueilla. Arviomme mukaan valtaosassa Euroopassa rakennetuista aurinkolämpöjärjestelmistä on mukana valtion tarjoamaa tukea esimerkiksi suorien investointitukien tai verohyötyjen muodossa. Aurinkolämmön lisäksi myös muita lämmöntuotantomuotoja tuetaan verovaroin. Esimerkiksi biovoiman rakentamista tuetaan Pohjoismaissa ja esimerkiksi Saksassa on viime vuosina tuettu jopa maakaasulla toimivaa tuotantoa. Suhteellisen heikosti tunnettuna energiantuotantomuotona aurinkolämpö voi toisinaan jäädä vähälle huomiolle poliitikkojen kaavailemissa vihreää siirtymää edistävissä tukiohjelmissa.

Käytössä olevat teknologiat

Aurinkolämpömarkkinan globaalisti käytetyimpiä teknologioita ovat tyhjiöputkikeräimet (59 % uusista asennuksista vuonna 2021) ja Meriaura Energyn valmistamat tasokeräimet (34 %). Tyhjiöputkikeräimet ovat suosittuja etenkin Kiinassa, mutta Euroopassa tilanne on päinvastainen, sillä tasokeräinten markkinaosuus uusista asennuksista Euroopassa oli jopa 72 % vuonna 2021. Myös globaalissa mittakaavassa tasokeräinten osuus on ollut nousussa 2010-luvulla. Tasokeräinten etuna on tyypillisesti noin 20-40 % edullisempi hinta suhteessa tyhjiöputkiin sekä suurempi lämpöä keräävä nettopinta-ala.

Tyhjiöputkikeräintechnologian etuna on, että sillä pystytään lämmittämään vettä yli 100 asteiseksi. Lisäksi tyhjiöputkikeräimet pystyvät tuottamaan enemmän lämpöä kylmissä ja pilvisissä olosuhteissa vahvemman eristyksensä ansiosta, vaikka toisaalta niiden luontainen kyky sulattaa keräimen päälle satavaa lunta voi olla heikompi. Meriaura Energyn tasokeräinten soveltuminen lähinnä alle 100 celsius-asteen lämpöjärjestelmiin rajaa jossain määrin sille soveltuvia käyttökohteita. Erityisesti saksankielisessä Euroopassa suositaan erittäinkin korkeaa lämpötilaa hyödyntäviä kaukolämpöjärjestelmiä. Toisaalta energiantuotannon murros keskitetyistä fossiilista laitoksista kohti hajautuneempaa, lähellä loppukäyttäjää tuotettuun lämpöön voi ajan myötä johtaa matalampien lämpötilojen käyttöön kaukolämpöjärjestelmissä, mikä suosisi Meriauran käyttämää tasokeräintechnologiaa.

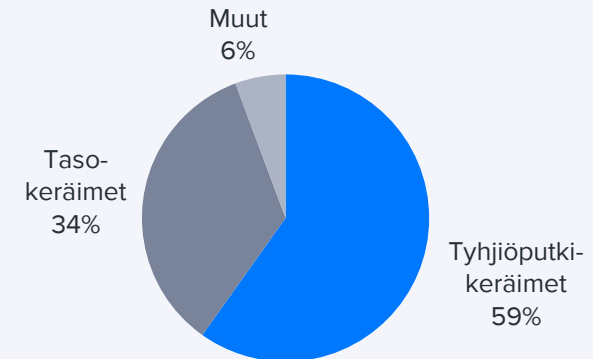
Kilpailutilanne

Meriaura Energyn kilpailijakenttään kuuluu integraattoreita, keräinten valmistajia ja näiden kahden kombinaatioita. Suurikokoisten järjestelmien markkinan kilpailukenttä on harvalukuinen toimialan matalasta kannattavuudesta johtuen. Eurooppalaisia keräinten valmistajia ovat mm. GreenOneTec, Solarus, Consolar, Ritter Solar, Viessman ja TVP Solar. Yksi merkittävimmistä toimijoista Euroopassa, Tanskalainen Arcon-Sunmark lopetti toimintansa huhtikuussa 2020, minkä seurauksena yhtiön tuotantolaitteisto ja IPR-oikeudet myytiin Itävaltalaiselle GreenOneTecille (G1T). G1T keskittyy pääosin pieniin keräimiin ja yhtiön vuotuinen tuotantovolyyymi oli 451 000 m² vuonna 2021 eli lähes kaksikymmenkertainen suhteessa Meriaura Energyyn. Kiinalaiset toimijat eivät ole ainakaan toistaiseksi olleet merkittäviä toimijoita Euroopassa, vaan ovat keskittyneet palvelemaan kotimaansa markkinoita.

Markkinan kasvun ajurit ja esteet

- + Tarve hiilidioksidin ja muiden päästöjen vähentämiselle regulaationkin kannustamana
- + Säästöt lämmityskuluista, korostuu energian hintatason noustessa
- + Valtiot antavat tukea uusiutuvan energian rakentamiseen
- + Aurinkolämpö vaatii vähemmän pinta-alaa kuin aurinkosähköllä tuotettu lämpö
- Ei sovellu ainoaksi lämmöntuotantomuodoksi
- Rahoituksen löytäminen aurinkolämpöprojekteihin voi osoittautua haasteeksi
- Aurinkolämmön rakentamisinta-alaan tarve on suurempi verrattuna fossiiliseen tai biovoimalla tapahtuvaan lämmöntuotantoon

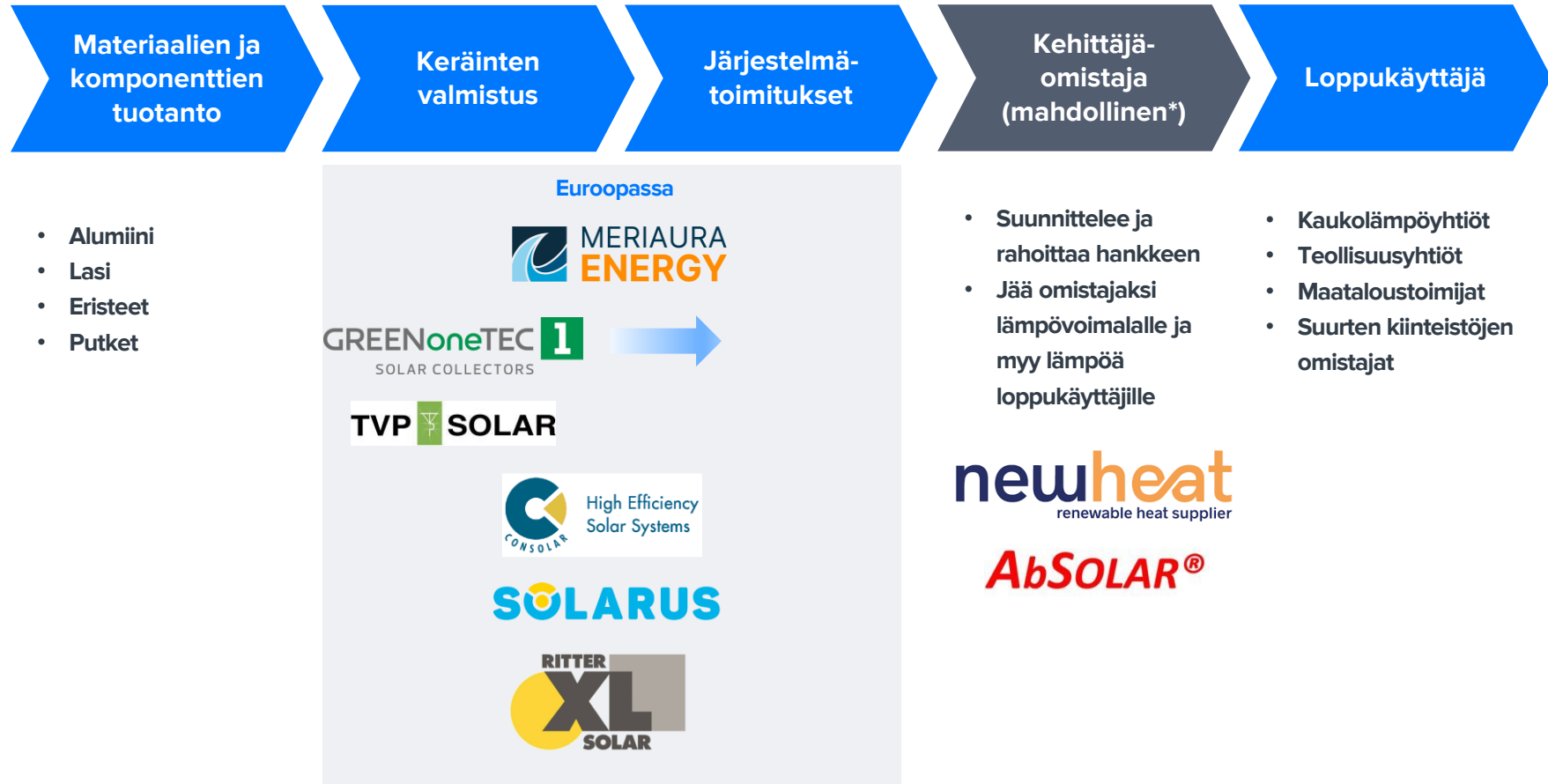
Aurinkokeräimet teknologian mukaan (2021 uudet asennukset)¹



1) IEA Solar Heat Worldwide 2023

Uusiutuva energia: Aurinkolämpö (7/7)

Toimialan arvoketju Euroopassa



*Kehittäjäomistaja on mahdollinen väliporras, mutta ratkaisuja myydään myös suoraan loppuasiakkaille kuten kaukolämpöyhtiöille tai teollisuuden toimijoille.

Uusiutuva energia: Aurinkosähkö (1/2)

Aurinkosähköliiketoiminta tuli osaksi Uusiutuvaa energiaa vuoden 2023 yritystalon myötä

Aurinkosähköratkaisuja toimittava ja asentava Rasol tuli osaksi Meriaura Groupin Uusiutuva energia -liiketoimintayksikköä vuoden 2023 marraskuun lopussa yritystalon myötä. Rasol on perustettu vuonna 2019 ja sen liikevaihto oli 5,0 MEUR vuonna 2022. Rasolissa työskenteli vuoden 2022 lopussa 15 henkilöä. Myös liikevoittomarginaali on kehittynyt nousujohteisesti kasvun mukana. Vuoden 2022 liikevoitto oli 0,7 MEUR eli 13 % liikevaihdosta.

Yritystalo toteutui edullisilla arvostuskertoimilla suhteessa vuoden 2022 lukuihin

Yrityskaupan velaton kauppahinta oli 3,2 MEUR ja kokonaiskauppahinta 3,9 MEUR, joka maksettiin Meriaura Groupin omilla osakkeilla. Myyjäosapuoli koostui Rasolin kahdesta yrittäjästä, jotka ovat jatkaneet työtä yhtiössä yrityskaupan jälkeen. Toteutunutta kauppahintaa voitaisiin mielestämme pitää vuoden 2022 toteutuneiden arvostuskerrointen perusteella edullisena (kauppahinta EV/EBIT 4,8x). Vuoden 2023 lukuja ei kuitenkaan ole vielä julkistettu ja pienasiakasmarkkinan lasku on voinut välittyä negatiivisesti Rasolin liiketoimintaan.

Liiketoiminta keskittyi alkuvuosina pienasiakkaisiin

Rasolin liiketoiminta on yhtiön lyhyen historian aikana keskittynyt pääasiassa aurinkosähköratkaisujen toimituksiin pienasiakaskentässä, sisältäen taloyhtiöitä ja pientaloja. Yhtiöllä on pienasiakaskentässä oma myyntitiimi, minkä lisäksi tilauksia voidaan saada myös toimialan yhtiöistä koostuvan kumppanuusverkoston kautta. Rasol painottaa liiketoiminnassaan asennusten korkeaa laatua ja viranomaisten määräysten sekä suositusten tarkkaa noudattamista. Globaali aurinkopaneelien tuotanto on keskittynyt Aasiaan, mistä Rasolinkin ratkaisujen komponentit pääosin

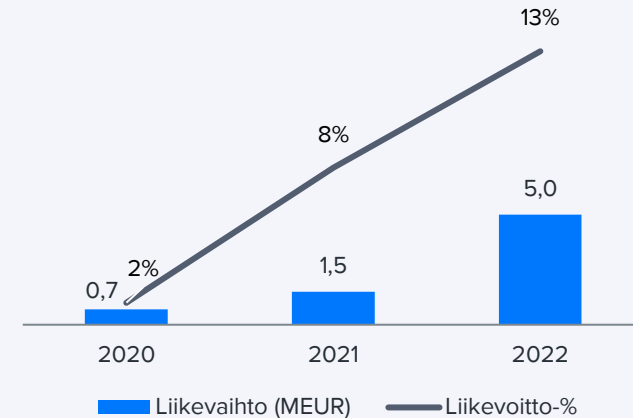
hankitaan maahantuojien välityksellä. Aurinkopaneelien lisäksi yhtiön tarjoamaan kuuluu myös mm. akkujen ja sähköautojen latausratkaisujen asennuksia.

Liikevaihto kasvoi nopeasti vuosina 2020-22, mihin vaikutti osaltaan korkea kysynnän kasvu aurinkosähköratkaisuille pienasiakaskentässä. Erityisesti vuonna 2022 pienasiakaskysyntä kasvoi poikkeuksellisen korkeaksi Ukrainan sodan ja sähkön kallistumisen myötä. Vuoden 2023 lukuja ei ole vielä julkistettu. Rasol on pyrkinyt korvaamaan pienasiakaskentän hiljentymistä siirtymällä aikaisempaa suuremman kokoluokan projektien toimittamiseen esimerkiksi toimitotalojen katoille ja muille yritysasiakkaille.

Yhdistyminen mahdollistaa suurempien toimitusten tavoittelun

Aurinkosähkömarkkinan kasvu painottuu vahvasti suurempiin voimalaitosluokan (>1 MW) voimaloihin, joten tämä segmentti on myös Rasolin kasvusuunnitelmien keskiössä. Ennen yrityskauppaa Rasolin suurin yksittäinen toimitus on ollut kokoluokaltaan 300 kW (0,3 MW). Yhdistyminen Meriaura Groupiin vahvistaa Rasolin kyvykkyyksiä megawattiluokan aurinkosähköprojektien suunnittelussa ja teknisessä toteutuksessa. Meriaura Energyllä (ent. Savosolar) on huomattavaa kokemusta useiden miljoonien eurojen arvoisten ja teholtaan kymmenien megawattien aurinkolämpöpuistojen suunnittelusta, myynnistä ja toteuttamisesta. Yhtiöt toimivat nyt operatiivisesti yhtenä tiiminä projektien myynnin ja kehittämisen saralla. Yhdistyminen myös tuo lisää uskottavuutta toimintaan Meriaura Groupin pörssistatuksen ja taloudellisten resurssien myötä. Aurinkosähköä ja aurinkolämpöä voidaan myös mahdollisesti hyödyntää yhteisprojekteissa.

Rasol Oy: Liikevaihto ja liikevoitto-%



Rasolin strategian ydinkohdat

- Pyrkimys laajentaa suuremman kokoluokan projekteihin, joiden markkina kasvaa jyrkästi
- Operatiivisesti yhdistynyt Meriaura Energyn kanssa
- Meriaura Energyn pitkä kokemus voimalaitosluokan hankkeista tukee laajentumista suuriin projekteihin
- Tavoitteena korkea tekninen osaaminen, laatu ja standardien noudattaminen

Uusiutuva energia: Aurinkosähkö (2/2)

Aurinkosähkölle povataan kovaa kasvua

Vuoden 2023 lopussa Suomeen oli asennettu noin 1000 megawattia aurinkosähkön tuotantokapasiteettia. Vuosina 2019-21 kapasiteetti kasvoi vuosittain noin 100 MW:n verran, mutta kasvu on kiihtynyt voimakkaasti vuosina 2022-23. Vuonna 2022 uutta kapasiteettia asennettiin noin 250 MW ja vuonna 2023 jo noin 400 MW. Fingrid ennustaa Suomen aurinkovoimakapasiteetin kasvavan noin 7000 megawattiin 2029 loppuun mennessä. Tämä vastaisi keskimäärin noin 900 MW:n vuotuista nettolisäystä aurinkovoimakapasiteettiin ja siten huomattavaa kasvua toteutuneeseen asennusaktiiviteettiin nähden.

Markkina kehittyi kohti yhä suurempia yksiköitä

Pientalojen ja taloyhtiöiden katoille asennettu kapasiteetti on pitkään muodostanut suuren enemmistön kaikesta kapasiteetista. Vuosien 2022-23 aikana sijoittajien kiinnostus suuren mittakaavan aurinkovoimaloita kohtaan kasvoi kuitenkin merkittävästi. Toistaiseksi Suomessa on toiminnassa 16 megawattiluokan aurinkopuistoa, joiden yhteiskapasiteetti on 50 MW. Rakentamisvaiheessa olevia uusia projekteja on sen sijaan peräti 345 MW:n edestä (8 kappaletta), joista suurimpana Helenin Uuteenkaupunkiin rakentama peräti 206 MW:n kokoinen aurinkopuisto. Luvitus- ja esiselvitysvaiheessa olevia projekteja on yhteensä 117 kappaletta ja näistä suurimpien kokoluokka 500-600 MW (projektien yhteisteho 11 000 MW). Luvitus- ja esiselvitysvaiheessa olevien projektien toteutuminen on kuitenkin epävarmaa ja todennäköisesti osa projekteista jää toteutumatta.

Kilpailuympäristö murroksessa

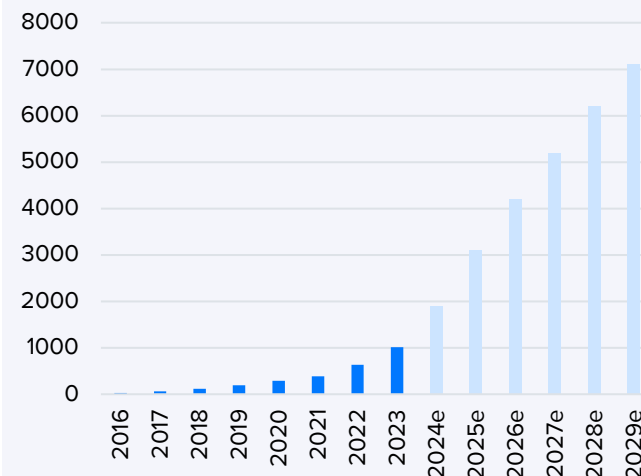
Erityisesti kuluttajasegmentin buumin aikaan vuonna 2022 pienempien aurinkosähköratkaisujen toimittajien lukumäärä kasvoi korkeaksi. Moni pieni toimija on kuitenkin joutunut lopettamaan liiketoiminnan vuosina 2023-24 pienasiakassegmentin hiipumisen johdosta. Pudotuspelistä selviytyminen on edellyttänyt esimerkiksi kykyä siirtyä suurempien asiakkaiden palvelemiseen, mihin vaikuttaa mm. toimitusten laatu, tekniset kyvykkyydet ja toiminnan uskottavuus. Arvioimme yhdistymisen Meriaura Groupin kanssa tukevan Rasolin kilpailukykyä markkinalla, mutta suurempien aurinkosähköprojektien toimittamisesta kaivataan vielä näyttöjä, jotta yhtiön voisi uskottavasti arvioida voivan kasvaa nousujohteisten markkinaennusteiden mukaisesti.

Voimalaitosluokassa markkina keskittynyt harvoille

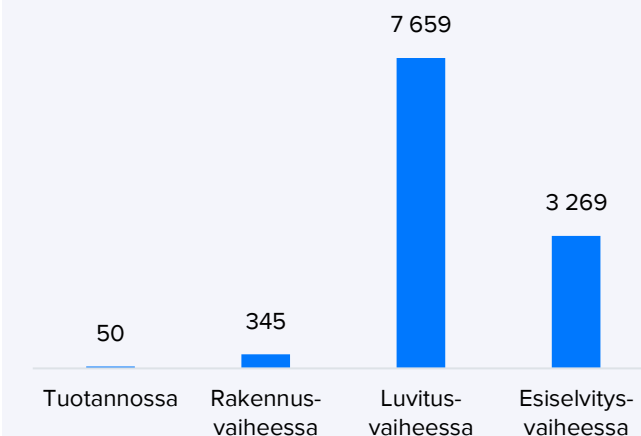
Voimalaitosluokan hankkeissa (>1 MW) markkina on keskittynyt voimakkaasti Solarigo Systemsille, joka on kehittänyt valtaosan nykyisistä 16 tuotannossa olevasta aurinkosähkövoimalasta. Muita tuotanto- tai rakennusvaiheeseen edenneiden hankkeiden kehittäjiä ovat mm. Oomi, Kiwatti, Skarta Energy, IBV Suomi, Puhuri ja CPC Finland. Osa hankkeiden kehittäjistä, kuten Oomi ja Solarigo, kehittävät hankkeita myös omaan taseeseen.

Pienikokoisempia aurinkosähköratkaisuja esimerkiksi rakennusten katoille asentavia yhtiöitä on lukumääräisesti enemmän. Rasolin lisäksi tähän tällaisia toimittajia ovat mm. Solnet, Naps Solar, Solarvoima ja SAEK.

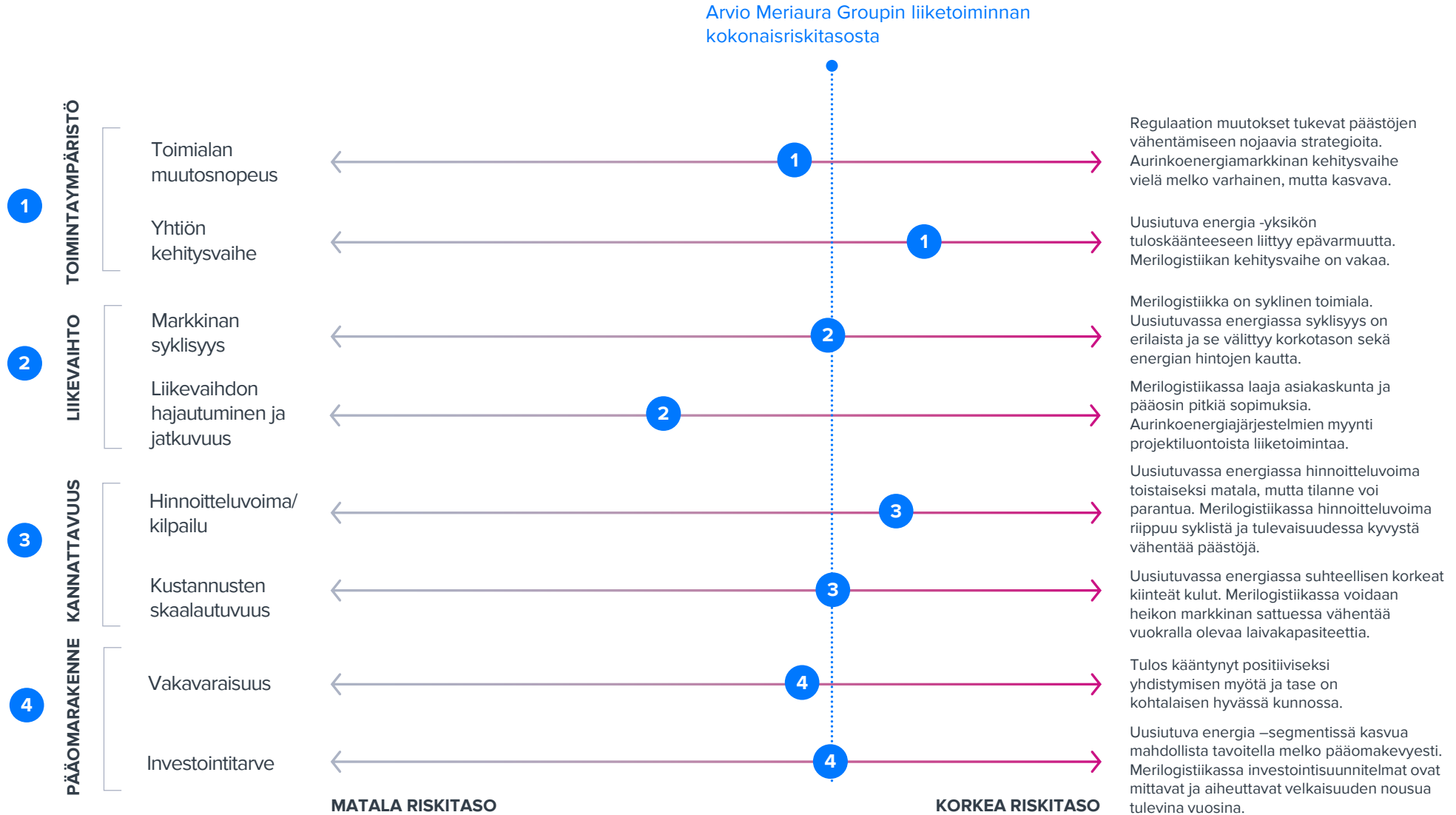
Aurinkosähkökapasiteetti Suomessa, MW¹



Aurinkovoimalahankkeet Suomessa (yli 1 MW)²



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Kaksi hyvin erityyppistä ja erilaisen kannattavuusprofiilin omaavaa liiketoimintayksikköä

2.

Trendit ja regulaatio suosivat yhtiön keskiössä olevia vähähiilisiä ratkaisuja

3.

Uusiutuva energia –yksikön kannattavuuskäännepäätös epävarma, mikä voi painaa kassavirtoja

4.

Merilogistiikassa kannattavuus noussut melko hyvälle tasolle, mutta toimiala on syklinen ja pääomavaltainen

5.

Tase toistaiseksi terve, mutta suuret investointisuunnitelmat voivat edellyttää taseen vahvistamista

Potentiaali



- Kasvava kysyntä ympäristöystävällisille ja kasvihuonepäästöjä vähentäville ratkaisuille
- Globaalin merirahtimarkkinan ylikapasiteetin purkautuminen
- Regulaatio, kuten päästökauppa, tekevät hiilidioksidipäästöjen vähentämisestä kilpailutekijän niin energiantuotannossa kuin merirahdissakin
- Vahvempi taloudellinen perusta ja uskottavuus tukevat energialiiketoimintaa

Riskit



- Uusiutuva energia –yksikön kannattavuuskäännepäätös tuskin toteutuu vielä lähivuosina, mikä syö kassavirtaa
- Merilogistiikan markkina on syklinen
- Teknologiaympäristön muutokset voivat vaikuttaa kilpailukykyyn merilogistiikassa
- Investointisuunnitelmat voivat edellyttää taseen vahvistamista

Strategia (1/2)

Uusiutuvan energian liiketoiminnat hyötyvät konsernin vahvistuneista resursseista

Savosolar yhdistyi Meriauran kanssa marraskuun lopussa 2022 osakevaihdon kautta ja konsernin nimi vaihtui myöhemmin Meriaura Groupiksi. Yhdistymisen strategisiksi syiksi kerrottiin vihreää siirtymää tukevan liiketoiminnan kiihdyttäminen, pitäen sisällään kasvua suuren mittakaavan aurinkolämmön, vähähiilisen merilogistiikan ja muiden hankkeiden aloilla. Uusiutuvan energian palettia vahvistettiin aurinkopaneelien asennukseen erikoistuneen Rasol Oy:n ostolla vuoden 2023 marraskuussa. Arvioimme yhdistymisen hyödyttävän erityisesti Uusiutuva energia –yksikköön kuuluvia kehitysvaiheensa alussa olevia liiketoimintoja, jotka tarvitsevat vahvaa tasetta ja taloudellista uskottavuutta kasvunsa tueksi. Meriaura Group ei ole julkistanut taloudellisia tavoitteita yhdistymisen jälkeen.

Aurinkolämpöliiketoiminta tarvitsee lisää volyymejä ja parempia katteita

Uusiutuva energia –yksikkö, joka on perinteisesti koostunut aurinkolämpökeräinten ja –järjestelmien toimittamisesta (Meriaura Energy, entinen Savosolar), on ollut selvästi tappiollinen jo vuosia. Aurinkolämpöliiketoiminnan suunnan kääntäminen on arviomme mukaan konsernin strategian tärkeimpiä painopistealueita. Megatrendit, kuten hiilidioksidipäästöjen vähentäminen ja regulaatio tukevat segmentin pitkän aikavälin kysyntänäkymiä. Näkemyksemme mukaan aurinkolämpöliiketoiminnan tuloksen kääntämisessä tarvitaan laajasti erilaisia toimenpiteitä aina volyymien kasvattamisesta materiaalikatteen parantamiseen ja mahdollisesti

myös tehokkuuden parantamista kiinteiden kulujen osalta. Liikevaihdon kasvunäkymät ovat viime aikoina parantuneet, mutta kestävästä nousujohteisuudesta ei ole vielä pitkäaikaisia näyttöjä. Vahvempi tase ja taloudellinen uskottavuus osana Meriaura Groupia tukevat kasvun edellytyksiä ja voivat mahdollistaa laajempien kokonaisuuksien myyntiä tai järjestelmien kehittämistä osittain omaan taseeseen.

Tuotannon sijainti Mikkelissä ei ole logistiikkakulujen kannalta aivan optimaalinen, sillä valtaosa alihankkijoista ja asiakkaista sijaitsevat Keski-Euroopassa. Mikäli volyymejä onnistuttaisiin kasvattamaan kestävästi usean kymmenen miljoonan euron kokoluokkaan liikevaihdolla mitattuna, voisi lisäkapasiteetin rakentaminen lähemmäs alihankintaketjua ja loppumarkkinoita tulla ajankohtaiseksi. Skenaarion toteutumista voidaan kuitenkin nykytilanteessa pitää melko kaukaisena ja epävarmana, sillä se vaatisi liikevaihdon moninkertaistamista ja vahvaa näkyvyyttä kasvun jatkuvuuteen.

Aurinkosähkössä kasvu riippuu päästäänkö voimalaitosmarkkinaa kiinni

Laajentuminen aurinkosähköjärjestelmien asentamiseen (Rasol-yrityskauppa) tarjoaa uusia kasvumahdollisuuksia Uusiutuva energia – liiketoimintayksikölle. Aurinkosähkön markkinanäkymä on erittäin suotuista, sillä uusien aurinkopaneelien asennusmäärien povataan moninkertaistuvan Suomessa voimalaitosmarkkinan kasvun myötä. Markkinakasvuun kiinni pääseminen edellyttää Rasolilta suuriin projekteihin liittyvien

kyvykkyyksien vahvistamista. Liittyminen osaksi Meriaura Groupia ja operaatioiden yhdistäminen Meriaura Energyn kanssa ovat vahvistaneet kykyä suurten projektien suunnitteluun ja toteuttamiseen. Projektiosaamisen lisäksi yhdistyminen tuo Rasolille pörssistatuksen ja suuremmat taloudelliset resurssit. Uuden strategian onnistumisesta ei ole vielä näyttöjä, mutta ainakin teoriassa näemme Rasolin ja Meriaura Energyn operatiivisen yhteistyön kasvua kiihdyttävänä.

Meriaura jatkaa merilogistiikan päästöjen vähentämistä

Arviomme mukaan Meriauran strategian kulmakiviä ovat merirahdin hiilidioksidipäästöjen vähentäminen, asiakassuhteiden pitkäjänteinen kehittäminen ja logistisen tehokkuuden jatkuva parantaminen. Yhtiön liiketoiminnan kannattavuus on kehittynyt positiivisesti viime vuosina sekä suotuisan markkinan että kestäväen operatiivisen parantamisen kautta.

Päästöjen vähentämisen eteen tehdyt toimenpiteet mahdollistavat hyötymisen kiristyvästä regulaatiosta sekä kasvavista asiakaslähtöisistä päästövähennystavoitteista. Vuonna 2024 voimaan astuva merirahdin päästökauppa ei kosketa vielä Meriauran laivoja, mutta EU harkitsee päästökaupan ulottamista myös pienempiin aluksiin vuoteen 2026 mennessä. Lisäksi uskomme hintatason nousun heijastuvan isommista laivoista osittain myös pienempiin laivoihin. Arvioimme etupainotteisesta hiilipäästöjen vähentämisestä olevan hyötyä tulevaisuudessa, kun päästöjen vähentämisestä tulee selkeä kilpailutekijä toimialalla.

Strategia (2/2)

Oma biopolttoaineiden tuotanto sekä sen käyttöön kykenevät VG EcoCoaster ja Ecotrader alukset voivat tuoda yhtiölle kilpailuetua asiakastarpeiden ja regulaation muuttuessa. Lisäksi päästöjen vähentämiseen käytettävää työkalupakkia voidaan tulevaisuudessa laajentaa investoimalla muihinkin vähäpäästöisiin teknologioihin.

Päästöjen vähentämisen lisäksi Meriaura jatkaa asiakassuhteiden kehittämistä sekä logistiikan tehostamista. Yhtiö pyrkii tehostamaan logistiikkaa mm. lastien kokoja, reittejä ja nopeuksia optimoimalla. Logistiikan tehostaminen tukee myös päästövähennystavoitetta. Myös kapasiteettiin investoidaan kasvun mahdollistamiseksi. Kapasiteettia hankitaan sekä omaan taseeseen, että hyödynnetään myös aikarahtausta, joka on pääomakevyt tapa tehdä liiketoimintaa. Strategian edistäminen edellyttää laivakapasiteettiin kohdistuvien investointien kasvattamista suhteessa viime vuosien matalaan tasoon.

Yrityssostot edelleen mukana työkalupakissa

Savosolarin ja Meriauran yhdistymisesitteessä mainittiin, että liiketoimintaa voidaan kasvattaa myös yritysostoin. Yritysostoilla voitaisiin esimerkiksi hankkia uutta laivakapasiteettia tai kokonaisia liiketoimintaoperaatioita Merilogistiikan kasvattamiseksi. Merirahti on toimialana melko hajautunut. Sääntelyn lisääntyminen markkinoilla kasvattaa painetta markkinan konsolidaatiolle. Myös Uusiutuvan energian puolella voidaan nähdä yritysostoja uusien kyvykkyyksien tai asiakasreferenssien hankkimiseksi. Esimerkiksi sähkön varastointiratkaisut voisivat olla aurinkoenergialiiketoimintaa tukevaa toimintaa.

Inderesin arvio Meriaura Groupin strategiasta

Strategiaa yhdistävät teemat

Päästöjen vähentäminen

Regulaatio

Innovaatiot

Uusiutuva energia

- Aurinkoenergiaratkaisujen myynnin kasvattaminen osana globaalia siirtymää kohti vähäpäästöistä energiantuotantoa
- **Aurinkosähköliiketoiminnassa** kevyt kulurakenne ja vahva näkyvyys markkinan kasvuun, mutta oma kyvykkyys suurissa projekteissa (>1 MW) vielä todistamatta
- **Aurinkolämmössä** korkeahkot kiinteät kulut. Tulokäänne on vielä kaukana ja vaatisi huomattavaa kasvua sekä katetason parantumista
- Yhdistymisen myötä vahvistunut tase ja taloudellinen uskottavuus tukevat kasvun edellytyksiä ja mahdollistavat laajempien kokonaisuusien toimittamisen tai projektien kehittämisen osittain omaan taseeseen

Merilogistiikka

- Päästöjen vähentäminen tukee hinnoittelua ja parantaa kilpailukykyä regulaation kiristyessä
- Päästöjä vähennetään mm. uusiutuvien polttoaineiden sekä logistisen tehokkuuden avulla
- Oma tekninen kyvykkyys biopolttoaineiden parissa erottaa kilpailijoista
- Erikoislastikapasiteetti mahdollistaa kasvun mm. Itämeren ja Pohjanmeren merituulihankkeissa
- Markkinan konsolidointi yritysostoin listattua osaketta hyödyntäen

Tase ja taloudellinen asema

Valtaosa taseen varoista koostuu laivoista

Meriaura Groupin taseen loppusumma vuoden 2023 lopussa oli 67,8 MEUR. Taseen kiinteä omaisuus 41,8 MEUR koostuu lähinnä Meriauran laivoista. Uusiutuvassa energiassa kiinteää omaisuutta on vähän ja pääomaa on sitoutuneena lähinnä käyttöpääomaan kuten vaihto-omaisuuteen ja saamisiin. Uusiutuvan energian käyttöpääoman sitoutumiseen vaikuttaa projektitoimitusten volyymi ja projektien edistymisvaihe. Kasvu aurinkolämpöprojekteissa on lisännyt käyttöpääomarahoituksen tarvetta.

Taseen velkaisuus ollut toistaiseksi maltillinen

Konsernin nettovelka oli vuoden 2023 lopussa 13,3 MEUR (2022: 16,7 MEUR). Nettovelan suhde käyttökatteeseen oli 2,1x eli arviomme mukaan kohtuullinen. Myös omavaraisuusastetta (59 %) voidaan pitää mielestämme hyvänä. Yhtiön velanhoitokyky on nykyisellään hyvä Merilogistiikan voitollisen ja kassavirtaa tuottavan liiketoiminnan ansiosta. Yhtiön käyttämät suojausmekanismit rajoittavat korkotason muutosten aiheuttamia vaikutuksia velan kustannukseen.

Investointitarve todennäköisesti lisääntyy

Konsernin poistotaso oli 5,3 MEUR vuonna 2023, josta 5,0 MEUR liittyi Merilogistiikkaan. Merilogistiikassa ei ole investoitu uusiin laivoihin muutaman viime vuoden aikana vaan investoinnit ovat jääneet mataliksi noin 1-2 MEUR tasolle. Investoinnit tulevat kasvamaan, sillä Meriaura on tilannut kaksi uutta kuivarahtialusta yhteensä 34 MEUR:n hintaan. Investointi rahoitetaan velkarahoituksella ja investointia maksetaan laivojen valmistumisasteen mukaan. Tyypillisesti laivojen uudisrakennuksista jopa 80 % voidaan rahoittaa velalla, kun taas käytettyjen laivojen kohdalla

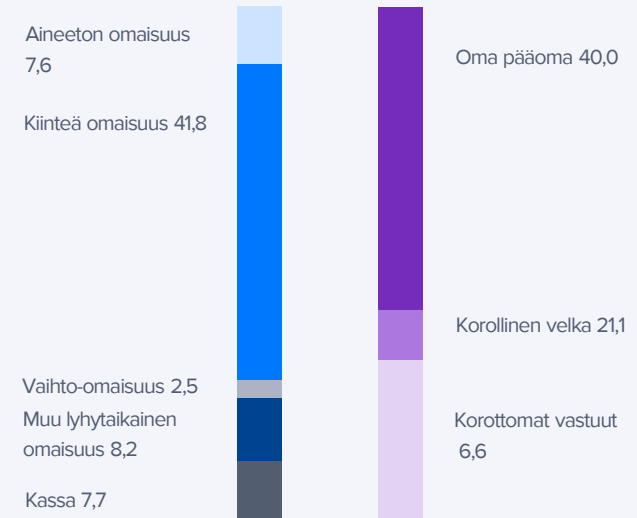
velkarahoituksen osuus on tyypillisesti noin 50 %.

Uusiutuvan energian puolella vuotuiset investoinnit ovat olleet historiallisesti matalat, emmekä näe lähivuosina tarvetta investointien merkittäväälle kasvattamiselle. Aurinkolämpöliiketoiminnan Mikkelissä sijaitsevat tuotantotilat on vuokrattu ja tuotantolaitteistokaan ei sido suuria pääomia. Merkittävin yksittäinen tuotannon laitteisto, aurinkokeräinten pinnoituskone, on melko iäkäs ja sen kirjanpitoarvo siten matala. Koneen uusiminen tai kapasiteetin kasvattaminen voisi vaati suurta investointia, mutta tämän harkitseminen tulisi relevantiksi vasta, jos kasvukehitys jatkuisi voimakkaana usean vuoden ajan.

Tasetta vahvistettaneen sisäpiiritransaktiolla

Vaikka tase on toistaiseksi hyvässä kunnossa, tulevat lähivuosien laivainvestoinnit aiheuttamaan painetta taseeseen eivätkä Meriaura Groupin resurssit välttämättä riitä nykyisellään sekä suuriin laivainvestointeihin että tappiollisen energialiiketoiminnan kasvurahoitukseen. Konsernin suurin osakkeenomistaja Meriaura Invest on lainannut konsernin tytäryhtiölle Meriaura Energyllä (aiempi Savosolar) rahaa 6 %:n korolla vuosina 2023-24 ja siten mahdollistanut kasvua aurinkolämpöprojekteissa. Meriaura Group suunnittelee kuittaavansa saatavat (25.4.2024: 4,4 MEUR) myymällä vähemmistöosuuden Meriaura Oy:stä Meriaura Investille. Tällöin konsernista tulisi vahvemmin pääomitettu yhtiö, mutta vähemmistöomistajien osuus kannattavimmasta liiketoiminnasta Merilogistiikasta laskisi. Meriaura Investin omistusosuus Meriaura Oy:stä ei saa laivarahotussopimusten ehtojen mukaan laskea alle tietyn tason, mikä toistaiseksi rajoittaa taseen vahvistamista osakeantien avulla.

Tase vuoden 2023 lopussa



Tase yhteensä 67,8 MEUR

Ennusteet (1/4)

Uusiutuvan energian ennusteet

Uusiutuvassa energiassa mallinamme erikseen aurinkolämmön (Meriaura Energy Oy, aiempi Savosolar) ja aurinkosähkön (Rasol Oy) liikevaihtoa sekä tulosta. Segmentin kokonaisliikevaihdoksi arvioimme 12,9-24,0 MEUR vuosina 2024-26 ja liiketulokseksi -2,5 MEUR 2024e ja 0,2 MEUR 2026e.

Aurinkolämpöliiketoiminnassa vuoden 2024 liikevaihtoennustemme on 8,9 MEUR, joka syntyy arviomme mukaan jo olemassa olevan tilauskannan pohjalta. Vuodelle 2025 tilauskantaa on arviomme mukaan noin 3 MEUR:n verran. Vuosille 2025-26 ennustamamme voimakas liikevaihdon kasvu (liikevaihto 13,2-19,6 MEUR) edellyttääkin uusien projektien voittamista. Arvioimme markkinan saavan vauhtia päästöjen vähentämiseen liittyvästä regulaatiosta ja insentiveistä, kuten rakennusten lämmityksen suunnitellusta sisällyttämisestä EU:n päästökauppaan 2027 alkaen. Yhdistymisen myötä vahvistuneesta taseesta on apua suurempien projektien käyttöpääoman rahoittamisessa sekä uudentyypisten projektirahoitusmallien luomisessa. Ennustamamme kasvu on prosentuaalisesti jyrkkää, mutta yksittäisillä suurilla projekteilla voi olla merkittävä vaikutus segmentin kasvunäkymiin ja ennusteisiin liittyvästi epävarmuutta. Yhtiön nykyinen tuotantokapasiteetti mahdollistaa jopa 25-30 MEUR:n liikevaihdon aurinkolämmössä.

Aurinkolämmön tulos ei kuitenkaan ole helposti käännettävissä positiiviseksi, vaan arvioimme että vuoden 2026 merkittävää kasvua edellyttävällä liikevaihdollakin (19,6 MEUR) liiketulos olisi vasta nollan tuntumassa. Tämä skenaario olettaisi materiaalikatteen parantuvan 25 %:iin ja kiinteiden kulujen olevan 5,2 MEUR/v. Ennustettu 25 %:n materiaalikate olisi huomattava parannus viime

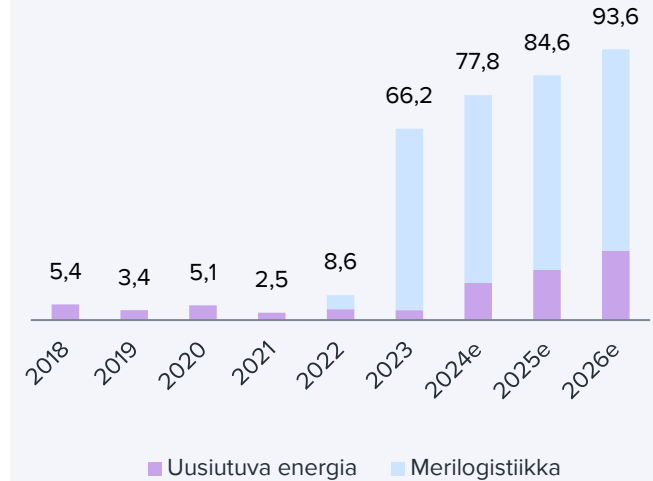
vuosien vaihtelevaan tasoon nähden (materiaalikate 2019-21: 2-18 %) ja ennustetut kiinteät kulutkin vain vähän nykytasoa (arviolta 4 MEUR/v) korkeammat.

Aurinkosähköliiketoiminnassa on potentiaalia voimakkaalle kasvulle, sillä voimalaitosluokan aurinkosähköpuistojen investointinäköymät ovat Suomessa huomattavan nousujohteiset. Rasol on kuitenkin vielä pieni yhtiö, eikä sillä ole näyttöjä voimalaitosluokan aurinkopuistojen rakentamisesta, joten suhtaudumme vielä toistaiseksi varovaisesti Rasolin kasvun ennustamiseen. Myöskään vuoden 2023 lukuja ei ole vielä saatavilla, joten emme tiedä onko Rasolin liikevaihto laskenut vuoden 2023 aikana pienasiakkaiden aurinkoenergia-asennusten laskutrendin mukana. Arvioimme Rasolin liikevaihdoksi 4-4,4 MEUR vuosina 2024-26, olettaen että pienasiakaskentän hiipuminen on laskenut yhtiön liikevaihtoa. Rasolin liiketoiminta on pääomakevyttä projektiliiketoimintaa ja yhtiöllä on kevyt kulurakenne. Oletamme ennusteissamme liikevoittomarginaalin olevan noin 10 %:n tasolla. Voimalaitosluokan projekteissa katteet voivat jäädä matalammaksi, minkä vuoksi vuoden 2022 vahvan pienasiakasmarkkinan tukemaan EBIT-marginaaliin (13 %) yltäminen voi olla pitkällä aikavälillä haastavaa.

Merilogistiikan ennusteet

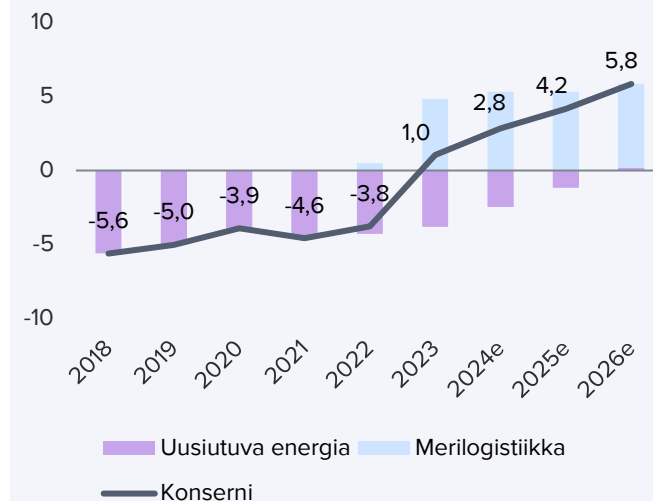
Merilogistiikassa mallinamme liikevaihtoon lähivuosille noin 4 %:n kasvua, jolloin vuosien 2024-26 liikevaihto olisi 64,9-69,6 MEUR. Liikevaihdon kehitykseen vaikuttaa mm. kysyntä (volyymi ja hinta), polttoaineiden hinnat sekä käytössä oleva aluskapasiteetti. Meriauran liikevaihdosta noin 70 % syntyy kysyntäkehitykseltään vakaasta kuivarahdista (bulk) ja noin 30 % projektikysynnästä riippuvaisesta erikoislastiliiketoiminnasta.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



■ Uusiutuva energia ■ Merilogistiikka

Liikevoiton kehitys (MEUR)



■ Uusiutuva energia ■ Merilogistiikka
— Konserni

Ennusteet (2/4)

Arvioimme erikoislastiliiketoiminnan kasvunäkymät paremmiksi, koska suuret energia- ja infrastruktuurihankkeet, kuten merituulivoimaloiden rakentaminen tukevat segmentin kasvunäkymiä. Kuivarahtiliiketoiminnassa kysyntä laski vuoden 2023 aikana suhteessa poikkeuksellisen vahvaan vuoteen 2022. Näkymä kuivarahdin kysyntään ja hintatasoon on kuitenkin vakautunut ja kääntynyt maltillisen suotuisaksi vuoden 2024 aikana. Markkina on syklinen, mutta toistaiseksi näköpiirissä ei ole merkittävää heikentymistä nykytasolta. Näemme vuonna 2026 käyttöönotettavat kaksi biopolttoainetta hyödyntävää uutta kuivarahtialusta jossain määrin kasvun ajureina yhtiölle. Kasvun mittakaavan arviointi on kuitenkin haastavaa, sillä toistaiseksi on vaikeaa sanoa missä määrin uudet alukset korvaavat poistuvaa omaa kalustoa tai aikarahdattuja aluksia. Markkinan kasvu on arviomme mukaan melko maltillista, joten nykyiset ennusteemme olettavat investointien olevan luonteeltaan enemmän kapasiteettia korvaavia kuin kasvattavia.

Uuden rahtikaluston vaikutus tulokseen vielä pienoinen kysymysmerkki

Ennustamme Merilogistiikan käyttökateen olevan vuosina 2024-25 vakaa 10,6-10,7 MEUR:n tasolla (2023: 10,1 MEUR) ja kasvavan 12,7 MEUR:oon vuonna 2026 laivakaluston kasvun myötä. Samalla poistotaso kuitenkin nousee vuonna 2026, joten liikevoiton kasvu on maltillisempaa (2024-26e: 5,3-5,6 MEUR).

Isossa kuvassa näemme Merilogistiikan kannattavuustason vahvistuneen suhteessa vuosiin 2017-20 mm. optimaalisemman kaluston ja operatiivisen tehokkuuden ansiosta. Vuoden 2022 korkea kannattavuustaso (EBIT 13,6 %) vastasi kuitenkin syklin huippua ja jää arviomme mukaan poikkeustapaukseksi. Uuden kaluston käyttöönotto

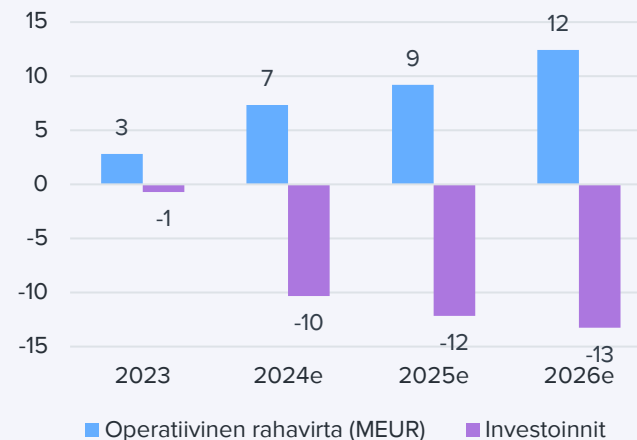
voi mahdollisesti alkuvaiheessa aiheuttaa tehokkuustappioita vuonna 2026, kunnes Meriauralle uuden kokoluokan alusten käyttöasteet saadaan optimaalisiksi.

Biopolttoaineiden käytön lisääntyminen ja päästöjen vähentäminen voivat myös tukea liiketoiminnan kilpailukykyä päästörajoitusten kiristyessä. Merirahdin sisällyttäminen EU:n päästökauppaan arviomme mukaan tukee rahtihintoja asteittain, vaikka myös samalla kasvattaa tarvetta investoinneille. Vaikka päästökauppa ei alussa koske bruttovetoisuudeltaan alle 5000:n kokoisia aluksia, joihin Meriauran laivat kuuluvat, uskomme hintaefektin kuitenkin heijastuvan osittain myös pienempiin aluksiin.

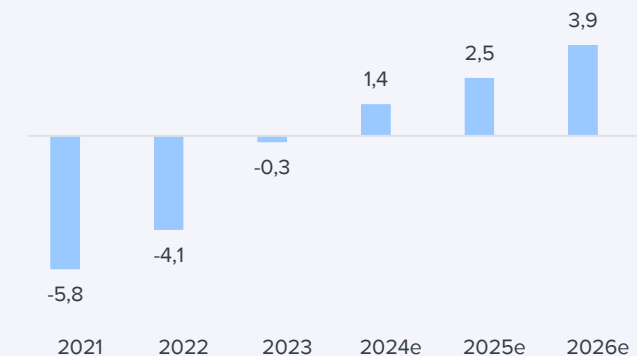
Konsernin kasvu- ja liiketulosennusteiden yhteenveto

Konsernitasolla ennustamme vuoden 2024 liikevaihdoksi 77,8 MEUR (2023: 66,2 MEUR) ja liiketulokseksi 2,8 MEUR (2023: 1,0). Valtaosa ennustetusta kasvusta ja tulosparannuksesta syntyy ennusteissamme Uusiutuva energia –yksiköstä, jossa Rasolin yritysosto ja aurinkolämpöprojektien hyvä tilauskanta tukevat kasvua. Uusiutuvan energian tulos paranee, mutta pysyy negatiivisena vielä vuonna 2024 ja siten rasittaa konsernin kannattavuutta. Merilogistiikassa ennustettu kasvu- ja kannattavuuskehitys on vakaampaa, mutta kuitenkin positiivista. Isossa kuvassa ennustamme vastaavaa kehitystä myös keskipitkällä aikavälillä (2025-27). Uusiutuvan energian liiketulos kääntyy ennusteissamme positiiviseksi vuonna 2026 (EBIT: 0,2 MEUR), mikä luonnollisesti edellyttää voimakasta volyymikasvua aurinkolämpöliiketoiminnassa sekä parantuvia myyntikatteita. Vuodelle 2026 ennustamme konsernitasolla 93,6 MEUR:n liikevaihtoa ja 5,8 MEUR:n liikevoittoa.

Liiketoiminnan rahavirta ja investoinnit



Nettotulos (MEUR)



Ennusteet (3/4)

Nettotulos nousemassa positiiviseksi

Ennustamme konsernin nettorahoituskulujen nousevan tulevina vuosina, kun vuosille 2024-26 jakautuvat investoinnit kahteen uuteen alukseen nostavat velkatasoa. Ennustamme nettorahoituskuluiksi 1,3-1,5 MEUR vuosina 2024-26, mikä vastaa noin 7 % nettovelasta. Ennusteissa ei ole huomioitu mahdollista Meriauran vähemmistöosuuden myyntiä konsernin suurimmalle osakkeenomistajalle Meriaura Investille, mikä toteutuessaan laskisi velkatasoa ja rahoituskuluja, mutta toisaalta laskisi myös konsernin osakkeenomistajille kuuluvaa tulosta Meriaurasta.

Arvioimme konsernin maksamien verojen olevan tulevaisuudessa minimaaliset, sillä Merilogistiikassa on käytössä erittäin alhainen tonnistoverotus ja Uusiutuva energia –yksikön tulos pysynee lähivuosina negatiivisena. Rahoituskulujen ja verojen jälkeen yhtiön nettotulos olisi 1,4 MEUR vuonna 2024e ja 2,5-3,9 MEUR vuosina 2025-26e.

Investoinnit kasvavat merkittävästi

Viime vuosien mataliin investointitasoihin tulee muutos Meriauran tilattua kaksi 6750-tonnista kuivarahtialusta yhteisarvoltaan 34 MEUR. Ennustamme vuosien 2024-26 investoinneiksi yhteensä 36 MEUR ja investointitarve voi kasvaakin mm. laivojen parannusinvestointien tai potentiaalisesti jopa uusien laivatilausten myötä. Mikäli lisää uusia laivahankintoja haluttaisiin tehdä, edellyttäisi tämä kuitenkin arviomme mukaan taseen vahvistamista. Nettovelka kasvaa ennusteissamme 17,5-24,2 MEUR:oon vuosina 2024-26. Nettovelan ja käyttökateen suhde pysyy investoinnit huomioiden 2,1-2,2x:n paikkeilla, mitä voitaisiin pitää riittävän vakavaraisena tasona. Käyttökate-ennusteemme ovat kuitenkin riippuvaisia Uusiutuva energia – liiketoiminnan tuloksen parantumisesta, joten taseen

vahvistamiseen voi tulla tarvetta. Tästä kertoo Meriaura Groupin suunnitelma myydä vähemmistöosuus Meriaura Oy:stä yhtiön suurimmalle osakkeenomistajalle Meriaura Investille, jolla kuitattaisiin 4,4 MEUR:n sisäpiirilaina, jolla on rahoitettu Meriaura Energy:n liiketoiminnan kasvua. Myöhemmin myös osakeanteja voitaisiin hyödyntää rakennejärjestelyissä, mikäli Meriaura Investin riittävä omistusosuus Meriaura Oy:stä saadaan varmistettua laivarahotussopimusten ehtojen täyttämiseksi.

Arvioimme Uusiutuvan energian investointien jäävän mataliksi, sillä Mikkelin tehtaan nykyinen kapasiteetti mahdollistaa volyymin kasvattamisen merkittävästi ilman suuria investointeja. Uusiutuva energia – liiketoiminnan kasvu ja uudet suuremmat projektit kuitenkin sitovat käyttöpääomaa, mikä kasvattaa konsernin rahoitustarvetta. Meriaura Groupin nykyiset taloudelliset resurssit voivat osoittautua riittämättömiksi sekä laivainvestointien että energialiiketoiminnan kasvun yhtäaikaiseen rahoittamiseen.

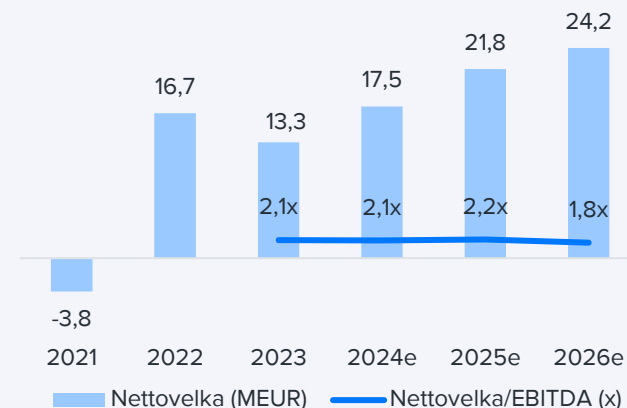
Emme odota osingonmaksua

Yhtiö ei ole tehnyt osingonjakopolitiikkaa tai päätöstä jakaa osinkoa lähitulevaisuudessa. Oletamme lähtökohtaisesti yhtiön keskittyvän lähivuosina konsernin liiketoiminnan kasvun ja kehityksen rahoittamiseen. Ennustamme, että osinkoja ei makseta ainakaan keskipitkällä aikavälillä.

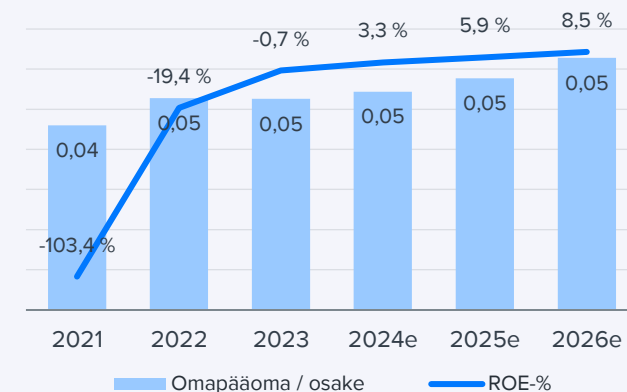
Pääomantuotto toistaiseksi matalalla tasolla

Ennustamme konsernin sijoitetun pääoman tuoton parantuvan vuosina 2024-26e 4-7 %:n tasolle (ROE: 3-8 %). Pääoman tuottoa painaa mm. Uusiutuvan energian tappiollisuus ja Merilogistiikan pääomaintensiivisyys. Vuoden 2023 ROI oli 2 % ja ROE -1 %.

Nettovelan kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Ennusteet (4/4)

Yksikkökohtaiset ennusteet

Uusiutuva energia	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	5,4	3,4	5,1	2,5	3,8	3,4	12,9	17,4	24,0
-kasvu	553 %	-37 %	50 %	-51 %	51 %	-10 %	280 %	35 %	38 %
Materiaalikate	-0,5	0,1	0,9	0,1	0,2	0,5	2,2	3,6	5,3
-% liikevaihdosta	-9 %	2 %	18 %	5 %	5 %	15 %	17 %	21 %	22 %
Kiinteät kulut	-4,4	-4,4	-4,4	-4,3	-4,2	-4,1	-4,3	-4,4	-4,6
-% liikevaihdosta	-0,8	-1,3	-0,9	-1,7	-1,1	-1,2	-0,3	-0,3	-0,2
EBITDA	-4,9	-4,4	-3,4	-4,2	-4,0	-3,5	-2,1	-0,8	0,7
-% liikevaihdosta	-90 %	-128 %	-67 %	-167 %	-105 %	-105 %	-16 %	-4 %	3 %
Poistot	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5
EBIT	-5,6	-5,0	-3,9	-4,6	-4,3	-3,8	-2,5	-1,2	0,2
-% liikevaihdosta	-103 %	-146 %	-76 %	-182 %	-113 %	-112 %	-19 %	-7 %	1 %
Merilogistiikka	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	52,4	56,7	51,0	52,9	69,4	62,8	64,9	67,2	69,6
-kasvu		8 %	-10 %	4 %	31 %	-9 %	3 %	4 %	4 %
EBITDA			1,3	4,2	13,9	10,1	10,6	10,7	12,7
-% liikevaihdosta			2,5 %	8,0 %	20,0 %	16,2 %	16,4 %	15,9 %	18,3 %
Poistot			-0,1	0,0	-5,0	-5,0	-5,3	-5,4	-7,1
EBIT	0,8	-1,1	1,2	4,2	9,5	5,1	5,3	5,3	5,6
-% liikevaihdosta	1,6 %	-2,0 %	2,4 %	8,0 %	13,6 %	8,2 %	8,2 %	7,9 %	8,1 %
ROI*	4 %	2 %	6 %	8 %	16 %	10 %	9 %	8 %	8 %
Konserni yhteensä	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	5,4	3,4	5,1	2,5	8,6	66,2	77,8	84,6	93,6
-kasvu		-37 %	50 %	-51 %	246 %	666 %	18 %	9 %	11 %
EBITDA	-4,9	-4,4	-3,4	-4,2	-3,6	6,3	8,5	10,0	13,4
-% liikevaihdosta	-89,7 %	-128,1 %	-66,6 %	-167,2 %	-41,4 %	9,6 %	10,9 %	11,8 %	14,3 %
Poistot	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	-5,3	-5,6	-5,8	-7,6
EBIT	-5,6	-5,0	-3,9	-4,6	-3,8	1,0	2,8	4,2	5,8
-% liikevaihdosta	-102,9 %	-146,4 %	-76,2 %	-182,4 %	-43,6 %	1,6 %	3,7 %	4,9 %	6,2 %

Merilogistiikka kuuluu konserniin 30.11.2022 lähtien

Vuosien 2018-21 ROI perustuu Meriauran edellisen emoyhtiön Meriaura investin (aiemmin VG-Shipping Oy) konsernitilinpäätökseen ja lukuja voidaan pitää vain suuntaa antavina, koska konserniin kuului toinenkin – tosin pienempi – tytäryhtiö.

Lähde: Tilinpäätöstiedot ja Inderesin arvio

Arvonmääritys (1/3)

Arvonmäärityksen yhteenveto

Meriura Groupin koostuminen kahdesta hyvin erilaisesta liiketoimintayksiköstä tekee siitä sijoituskohteena haastavan arvioitavan. Pidämme Uusiutuva energia –yksikköä mahdollisena suhteellisen pääomakeyvänä kasvuliiketoimintana, jonka kassavirroissa ei kuitenkaan ainakaan lähiaikoina ole nähtävissä käännettä positiiviseksi, vaikka liikevaihdon suunta onkin kääntynyt nousuun. Uusiutuvan energian pitkän aikavälin tulostasoon liittyy runsaasti epävarmuutta, mikä tekee sen arvonmäärityksestä haastavaa. Merilogistiikka-liiketoimintayksikköä pidämme puolestaan pääomaintensiivisenä arvon säilyttäjänä, jonka tulos vaihtelee merirahtimarkkinan syklistyydestä johtuen. Merilogistiikan arvonmääritystä voidaankin lähestyä helpommin normalisoidun tulostason kautta. Molemmilla liiketoiminta-alueilla pyritään sopeutumaan vihreään siirtymään jo ennen kuin regulaatio siihen pakottaa, mistä voi syntyä hyötyjä tai kilpailuetuja tulevaisuudessa regulaation kiristyessä, mitä olemme myös jossain määrin pyrkinneet huomioimaan ennusteissamme.

Osien summa lähellä nykykurssia

Mielestämme osien summa –arvostusmenetelmä soveltuu parhaiten Meriura Groupin arvon määrittämiseen. Osien summa –menetelmämme perusskenaariossa Uusiutuva energia –yksikön arvoksi annettaisiin 6 MEUR ja Merilogistiikan arvoksi 48 MEUR (EV/EBIT 2024e 9,0x tai 0,95x laivojen markkina-arvo 14.6.2022), jolloin 13 MEUR:n 2023 nettovelka huomioiden konsernin käyväksi markkina-arvoksi tulisi 41 MEUR eli 0,046 euroa per osake.

Arvostuskertoimet koholla

Osakkeen nykyinen kurssitaso näyttää kalliilta myös konsernitason tulos pohjaisia arvostuskertoimia tarkasteltaessa. Ennustamamme tulosparannuksen toteutuessa vuosien 2024-25e EV/EBIT-kertoimet laskisivat 21x ja 15x tasoille (2023 toteutuneella tuloksella 53x). Uusiutuvan energian negatiivinen tulos nostaa tulos pohjaisia kertoimia, eikä selkeää näkyvyyttä kannattavuuskäänteeseen vielä ole. EV/EBITDA-kertoimet ovat maltillisemmat (2024-25e: ~6-7x), mutta Merilogistiikan pääomaintensiivisyys tarkoittaa, että suuri osa käyttökatteesta kuluu ajan myötä kaluston kunnostamisen ja uusimisen vaatimiin investointeihin. Tase pohjaisesti katsottuna osaketta hinnoitellaan P/B-kertoimella 1,0x (2024e), mikä on karkeasti linjassa merirahtialan yhtiöiden keskiarvoon (1,1x). Uusiutuvan energian tappiollisuus kuitenkin painaa oman pääoman kehitystä lähivuosina.

Emme näe osakkeessa nousuvaraa nykyhetkessä

Erilaisista tulos- ja tase pohjaisista arvostusmenetelmistä koostuvassa arvonmäärityksen yhteenvedossa olemme arvioineet osakkeen käyvän arvon asettuvan 0,029-0,049 euron välille. Vaihteluvälin keskikohta asettuu hieman pääarvostusmenetelmämme, osien summa – laskelman, antamaa käypää arvoa (0,046 euroa) matalammaksi. Tämä johtuu siitä, että konsernitason tulos pohjaiset arvostuskertoimet näyttävät korkeilta Uusiutuvan energian negatiivisen tuloksen johdosta. Pidämme tavoitehinnan 0,04 eurossa ja suosituksen tasolla vähennä. Korkeamman osakekurssin perustelemisen vaatisi selvästi parempaa näkyvyyttä Uusiutuva energia –liiketoiminnan tuloskäänteelle.

Käyvän arvon määrittäminen eri menetelmillä



Arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Päästöjen vähentäminen ja regulaatio luovat kysyntää yhtiön ratkaisuille
- Laaja aurinkoenergiatarjoama ja kokemusta suurten energiatarjousien suunnittelusta
- Päästöjen vähentäminen Merilogistiikassa voi mahdollistaa yhtiölle kilpailuedun

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Uusiutuva energia –yksikön tuloskäänteeseen ei vielä näkyvissä lähivuosilla
- Uusiutuvan energian liiketoiminta projektiluonteista ja siten altis muutoksille kysynnässä
- Merilogistiikan kannattavuus heiluu suhdanteiden mukana

Arvonmääritys (2/3)

Osien summa ja skenaariot

Uusiutuva energia –yksikön pitkän aikavälin tulokuntoon liittyy merkittävästi epävarmuutta, joten näemme hyödyllisenä tarkastella konsernin käypää arvoa erilaisten skenaarioiden kautta. Uusiutuvaan energiaan kuuluvan aurinkolämpöliiketoiminnan vaihtelee skenaarioiden välillä, mutta aurinkosähkölle (Rasol Oy) ja Merilogistiikalle olemme laatineet vain yhden skenaarion osien summa -laskelmassa.

Osien summa – Uusiutuva energia

Aurinkolämpöliiketoiminnan arvonmäärityksen perusskenaario olettaa liiketoiminnan suunnan lähtevän selvästi positiiviselle trendille liikevaihdon kasvun ja materiaalikatteen parantumisen myötä, jolloin vuoden 2026 liikevoitto olisi jo lähellä neutraalia (-0,3 MEUR). Perusskenaariossakin liiketoiminta rasittaa konsernin kassavirtoja, mutta toisaalta positiivinen kehitys nostaisi toiveita liiketoiminnan kannattavuuskäännteestä pitkällä aikavälillä. Annamme liiketoiminnalle perusskenaariossa arvoksi 2 MEUR, mikä koostuu -8 MEUR:n negatiivisista kassavirroista 2024-26 ja 10 MEUR:n jäännösarvosta vuonna 2026. Jäännösarvo olettaa, että tulostasokäänne olisi vuonna 2026 selvästi nousujohteinen ja liiketoiminta voisi olla käännettävissä kannattavaksi muutaman vuoden säteellä, vaikkakin ensimmäisinä vuosina kassavirta kärsisi yhä pienistä tappioista ja pääoman sitoutumisesta.

Lisäksi olemme laatineet Uusiutuvalle energialle kaksi lisäskenaariota, negatiivisen ja positiivisen. Negatiivisessa skenaariossa tulos ei koskaan käänny positiiviseksi, jolloin toiminta lopetetaan vuonna 2026 ja vuosien 2024-26 kassavirat aiheuttavat yhteensä 10 MEUR:n negatiivisen vaikutuksen. Positiivisessa skenaariossa liikevaihto yli kymmenkertaistuu 50 MEUR:oon, materiaalikatemarginaali parantuu 25 %:iin

ja kiinteät kulut kasvavat 10 MEUR:oon (2023: -4 MEUR), jolloin liikevoitoksi tulisi 2,5 MEUR (5 % LV:stä). Tällöin kasvuliiketoiminnalle sopiva arvostuskerroin EV/EBIT 14x kääntäisi liiketoiminnan arvon selvästi positiiviseksi 35 MEUR:oon.

Aurinkosähköliiketoiminnan arvoksi olemme asettaneet laskelmassa 4 MEUR, joka vastaa Rasol-yrityskaupan laskennallista kauppahintaa (3,9 MEUR). Liiketoiminnan lukuja vuodelta 2023 ei ole saatavilla, mikä vaikeuttaa arvonmääritystä, mutta vuoden 2022 lukuihin peilattuna asetettu arvo on melko edullinen (EV/EBIT 8x). Pidämme mahdollisena, että tulos on heikentynyt vuonna 2023, mutta pitkällä aikavälillä liiketoiminta voisi kasvaa melko pääomakeyvesti, jos yhtiö onnistuu laajentamaan toimintaansa suuremman mittakaavan projekteissa osana konsernia.

Osien summa – Merilogistiikka

Pyrimme määrittämään Merilogistiikan arvon tarkastelemalla arvioitua normalisoitua tulostasoa sekä normalisoituja tulospohjaisia arvostuskertoimia. Merilogistiikan toimiala on pääomavaltainen ja syklinen, minkä vuoksi liiketoimintaa kuuluu mielestämme arvostaa melko maltillisella EV/EBIT 9x arvostuskertoimella suhteessa normalisoituun tulokseen. Verrokkeja hinnoitellaan vuoden 2024 ennusteilla kertoimilla EV/EBIT 8-10x.

Arvioimme vuodelle 2024 ennustetun tulostason vastaavan normalisoitua tasoa ja käytämme sitä arvonmäärityksen tarkasteluvuotena. Ennustamme vuoden 2024 liikevaihdoksi liikevoitoksi 5,3 MEUR (8,2 % liikevaihdosta), jolloin 9x EV/EBIT-kerroin antaisi liiketoiminnan arvoksi 48 MEUR, mikä on noin 0,95-kertainen suhteessa yhtiön laivojen markkina-arvoon 14.6.2022 (50,8 MEUR). Laivojen markkina-arvo on voinut laskea tämän jälkeen mm. suhdanteen heikentymisen ja kulumisen vuoksi.

Osien summa MEUR	Skenaario		
	Negatiivinen	Perus	Positiivinen
Aurinkolämpö (entinen Savosolar)			
Liikevaihto 2026e	5	20,0	50
EBIT 2026e	-4,0	-0,3	2,5
EBIT-% 2026e	-80 %	1 %	5 %
EV/EBIT (x)			14x
Yritysarvo (EV)	-10	2	35
+			
Aurinkosähkö (Rasol)			
Liikevaihto 2022		4,0	
EBIT 2022		0,5	
EV/EBIT (x)		8x	
Yritysarvo (EV)	4	4	4
+			
Merilogistiikka			
Liikevaihto 2024e		65	
EBIT 2024e		5,3	
EBIT-% 2024e		8,2 %	
EV/EBIT (x)		9,0x	
Yritysarvo (EV)	48	48	48
Yritysarvo/laivojen markkina-arvo 14.6.2022	0,95x	0,95x	0,95x
=			
Yritysarvo (EV) yhteensä	43	54	87
Nettovelka 2023	-13	-13	-13
Käypä markkina-arvo	29	41	74
Käypä osakekurssi EUR	0,033	0,046	0,083
Osakekurssi nyt EUR	0,047	0,047	0,047
Markkina-arvo nyt	41	41	41
Muutos	-29 %	-1 %	79 %

Lähde: Inderesin arvio

Arvonmääritys (3/3)

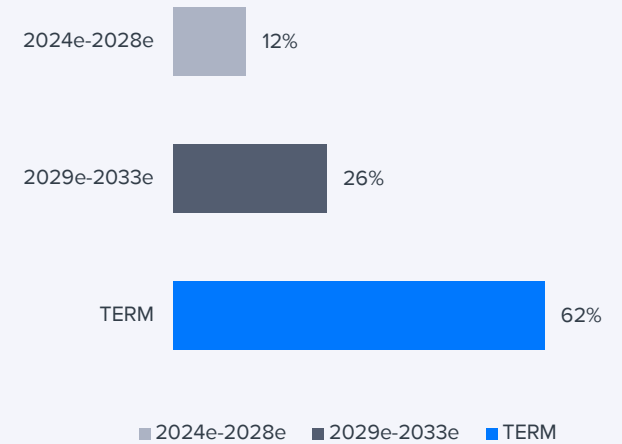
DCF

Kassavirtapohjainen arvonmääritysmenetelmä ei mielestämme sovellu kovin hyvin Meriaura Groupin arvostamiseen, sillä Uusiutuva energia – liiketoimintayksikön tuloskäänte ei näkemyksemme mukaan toteudu vielä lähitulevaisuudessa ja tulosestimoitisiin liittyy runsaasti epävarmuutta. Yhtiön kassavirrat ovat siten vaikeasti ennustettavat. Olemme oletaneet DCF-mallin ennusteissa, että Uusiutuva energia –yksikön tulos parantuisi vuosina 2027-30 0,7-1,0 MEUR:n tasolle ja, että Merilogistiikan liikevoitto kasvaisi 4 % vuosittain mm. merkittävien alusinvestointien tukemana. Pitkän aikavälin liikevoittomarginaaliksi olemme asettaneet 5,5 %, mikä ylittää selvästi nykyisen kannattavuustason, mutta laskee suhteessa vuosille 2027-30 ennustettuun 6,6 %:n tasoon.

DCF-arvonmäärityksemme antaa Meriaura Groupin markkina-arvoksi 45 MEUR ja yksittäisen osakkeen arvoksi 0,051 euroa. Olemme asettaneet yhtiön keskimääräiseksi pääoman kustannukseksi 9,1 %, mikä näkemyksemme mukaan ylittää pörssin keskimääräisen tason ja heijastelee Uusiutuvan energian liiketoiminnan nousujohteisiin ennusteisiin liittyvää korkeahkoa riskitasoa sekä Merilogistiikan tuloskehityksen syklistä luonnetta.

DCF-mallissamme vuosien 2027-31 liikevaihdon kasvuksi on oletettu 5 % ja terminaaliyksiköllä 2,5 %. Arvioimme investointien olevan ennusteperiodilla poistoja suuremmat, sillä ennustamme Merilogistiikalle kapasiteetin ja liikevaihdon kasvua. Oletamme poistojen ja investointien tasojen lähentyvän toisiaan pitkällä aikavälillä.

DCF: Rahavirran jakautuminen jaksottain

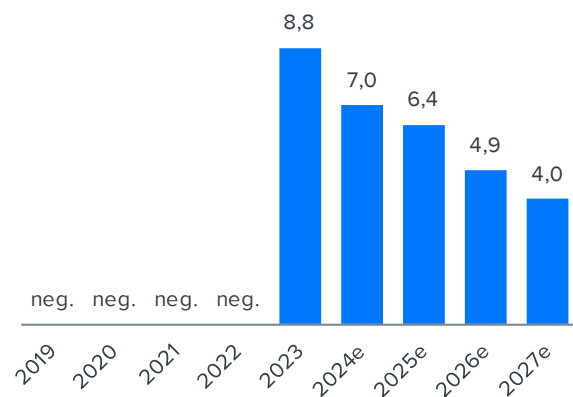


Arvostustaulukko

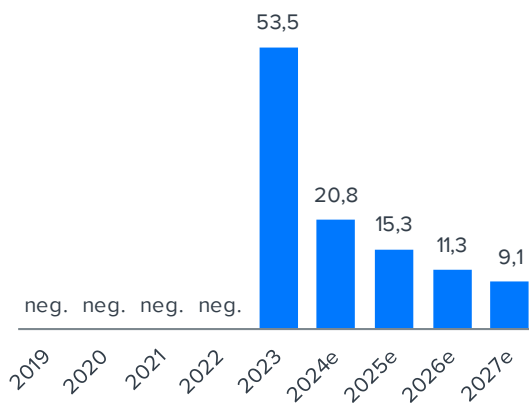
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,90	0,15	0,05	0,07	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Osakemäärä, milj. kpl	17,2	62,9	165,2	783,1	886,8	886,8	886,8	886,8	886,8
Markkina-arvo	16	9,5	8,0	53	42	42	42	42	42
Yritysarvo (EV)	15	7,6	4,1	70	56	59	63	66	60
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	30,7	16,7	10,6	8,7
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	30,7	16,7	10,6	8,7
P/B	4,3	2,0	1,2	1,5	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8
P/S	4,5	1,9	3,2	6,2	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	4,3	1,5	1,7	8,1	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	8,8	7,0	6,4	4,9	4,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	53,5	20,8	15,3	11,3	9,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

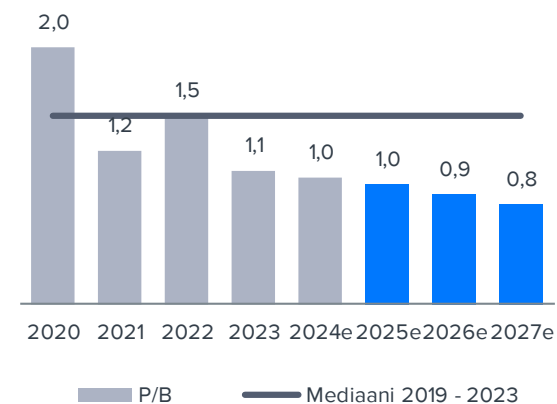
EV/EBITDA



EV/EBIT



P/B



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Safe Bulkers	545	958	7,8	9,2	5,5	6,1	3,5	3,7	6,4	7,5	4,3	3,8	
Eurodry	57	151	10,1	10,7	5,1	5,3	2,3	2,2	9,1	7,7			0,5
Start Bulk Carriers	2744	3624	9,0	8,2	6,6	6,0	3,9	3,6	6,6	5,8	9,8	10,5	1,3
Kawasaki Kisen Kaisha	9699	9989			13,2	12,3	1,8	1,8	11,2	9,9	4,7	3,6	1,1
Golden Ocean Group	2899	4120		11,4	8,2	8,3	5,2	5,0	9,6	8,7	10,2	9,6	1,6
Meriaura Group (Inderes)	42	59	20,8	15,3	7,0	6,4	0,8	0,7	30,7	16,7	0,0	0,0	1,0
Keskiarvo			9,0	9,9	7,7	7,6	3,3	3,2	8,6	7,9	7,3	6,9	1,1
Mediaani			9,0	9,9	6,6	6,1	3,5	3,6	9,1	7,7	7,2	6,7	1,2
Erotus-% vrt. mediaani			131 %	54 %	6 %	5 %	-78 %	-79 %	239 %	118 %	-100 %	-100 %	-15 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	2,5	8,6	16,2	15,3	15,7	19,0	66,2	17,9	19,8	19,2	20,9	77,8	84,6	93,6	100
Uusiutuva energia	0,0	3,8	0,2	0,3	0,2	2,7	3,4	1,9	3,3	3,5	4,1	12,9	17,4	24,0	28,3
Merilogistiikka	0,0	4,9	16,0	15,0	15,5	16,4	62,8	15,9	16,5	15,7	16,8	64,9	67,2	69,6	72,1
Käyttökate	-4,2	-3,6	1,5	1,1	1,7	2,1	6,3	1,2	2,2	2,2	2,9	8,5	10,0	13,4	15,0
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,2	-5,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,4	-5,6	-5,8	-7,6	-8,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	-4,6	-3,8	0,2	-0,2	0,3	0,8	1,0	-0,2	0,9	0,7	1,5	2,8	4,2	5,8	6,6
Liikevoitto	-4,6	-3,8	0,2	-0,2	0,3	0,8	1,0	-0,2	0,9	0,7	1,5	2,8	4,2	5,8	6,6
Uusiutuva energia			-1,1	-1,3	-0,7	-0,7	-3,8	-0,9	-0,6	-0,4	-0,4	-2,5	-1,2	0,2	0,7
Merilogistiikka			1,2	1,0	1,0	1,9	5,1	0,8	1,5	1,1	1,9	5,3	5,3	5,6	5,9
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,6	-1,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-1,3	-1,5	-1,7	-1,6
Tulos ennen veroja	-5,8	-4,1	-0,1	-0,5	0,0	0,2	-0,3	-0,5	0,6	0,4	1,1	1,5	2,7	4,1	5,0
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	-5,8	-4,1	-0,1	-0,5	0,0	0,3	-0,3	-0,5	0,5	0,3	1,0	1,4	2,5	3,9	4,8
EPS (raportoitu)	-0,03	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,0005	0,0006	0,0003	0,0011	0,0015	0,0028	0,0044	0,0054

Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-51,2 %	245,8 %					666,5 %	10,3 %	29,7 %	22,7 %	9,7 %	17,6 %	8,8 %	10,6 %	7,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%												173,1 %	46,0 %	40,4 %	12,6 %
Käyttökate-%	-167,2 %	-41,4 %	9,3 %	7,2 %	10,6 %	10,8 %	9,6 %	6,7 %	11,3 %	11,2 %	13,9 %	10,9 %	11,8 %	14,3 %	14,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	-182,4 %	-43,6 %	1,0 %	-1,4 %	1,7 %	4,4 %	1,6 %	-1,0 %	4,3 %	3,7 %	7,1 %	3,7 %	4,9 %	6,2 %	6,6 %
Nettotulos-%	-231,2 %	-47,1 %	-0,5 %	-3,3 %	0,1 %	1,5 %	-0,4 %	-2,6 %	2,8 %	1,5 %	4,6 %	1,7 %	3,0 %	4,2 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	50,6	49,4	54,1	60,5	66,2
Liikearvo	0,0	3,5	3,5	3,5	3,5
Aineettomat hyödykkeet	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Käyttöomaisuus	46,5	41,8	46,5	52,8	58,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	13,8	18,4	21,4	23,1	25,4
Vaihto-omaisuus	3,4	2,5	2,8	2,9	3,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,6	8,2	9,5	10,3	11,3
Likvidit varat	3,8	7,7	9,1	9,9	10,9
Taseen loppusumma	64,4	67,8	75,5	83,5	91,6

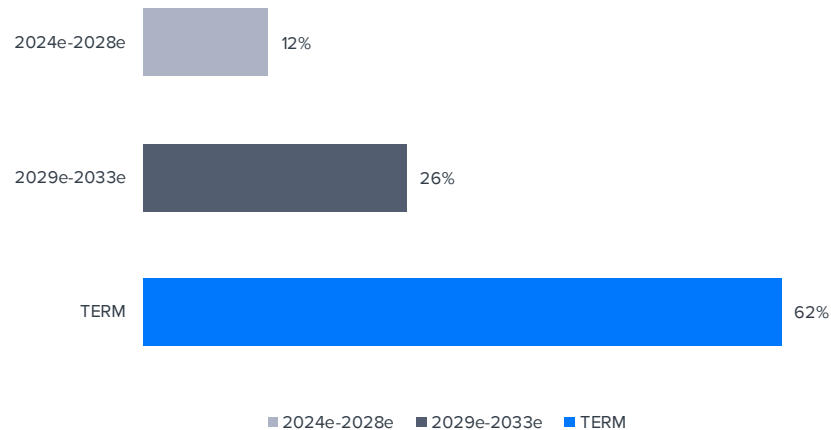
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	35,4	40,0	41,3	43,8	47,8
Osakepääoma	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Kertyneet voittovarot	-50,0	-50,3	-48,9	-46,4	-42,5
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	84,9	89,8	89,8	89,8	89,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	17,5	18,1	21,5	24,0	26,6
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Korolliset velat	17,3	17,9	21,3	23,7	26,4
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	11,4	9,7	12,7	15,7	17,2
Korolliset velat	3,2	3,2	5,3	7,9	8,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,2	6,6	7,4	7,8	8,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	64,4	67,8	75,5	83,5	91,6

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	666,5 %	17,6 %	8,8 %	10,6 %	7,3 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	1,6 %	3,7 %	4,9 %	6,2 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Liikevoitto	1,0	2,8	4,2	5,8	6,6	6,9	7,3	7,6	6,7	7,0	7,2	
+ Kokonaispoistot	5,3	5,6	5,8	7,6	8,4	8,1	7,9	6,5	6,6	6,7	6,8	
- Maksetut verot	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	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	-2,4	-0,8	-0,4	-0,7	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	3,7	7,3	9,2	12,4	14,3	14,4	14,4	13,5	12,7	13,1	13,3	
+ 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	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,1	-10,3	-12,2	-13,3	-6,6	-6,8	-7,0	-7,2	-7,5	-7,7	-7,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,3	-3,0	-3,0	-0,8	7,7	7,6	7,4	6,3	5,2	5,4	5,6	
+/- Muut	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,5	-3,0	-3,0	-0,8	7,7	7,6	7,4	6,3	5,2	5,4	5,6	87,6
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,9	-2,6	-0,7	5,6	5,1	4,5	3,5	2,7	2,5	2,4	38,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		58,4	61,3	63,8	64,5	58,9	53,8	49,2	45,7	43,0	40,5	38,1
Velaton arvo DCF		58,4										
- Korolliset velat		-21,1										
+ Rahavarat		7,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		45,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,051										

Rahavirran jakauma jaksoittain



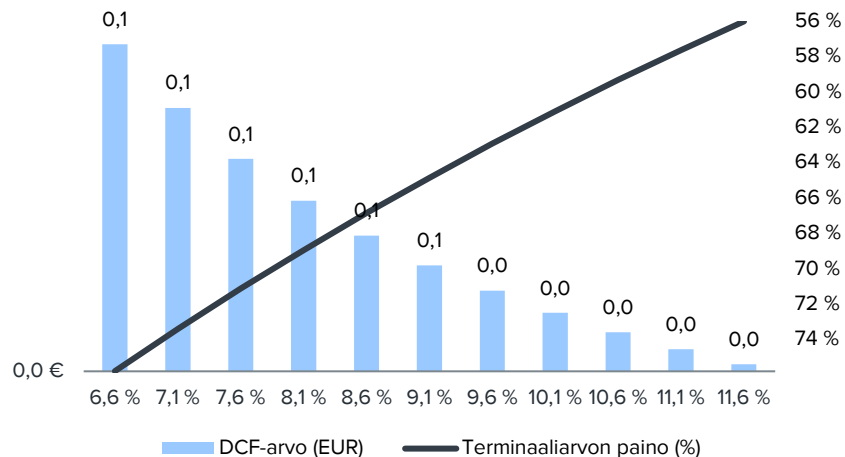
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

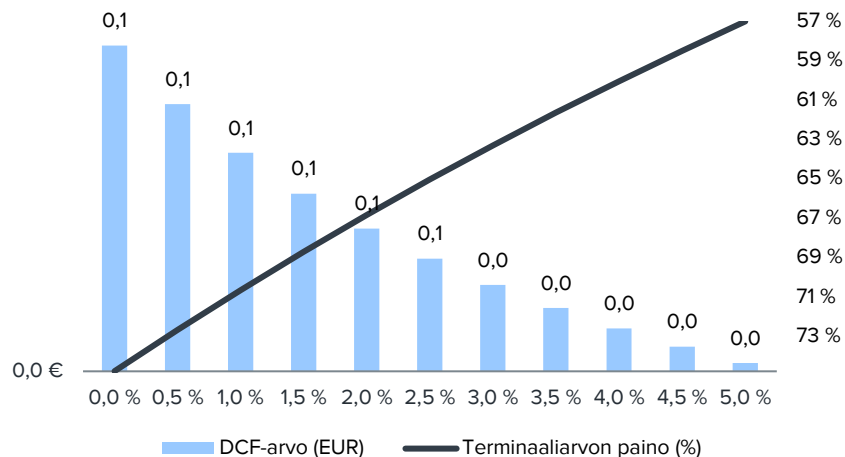
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

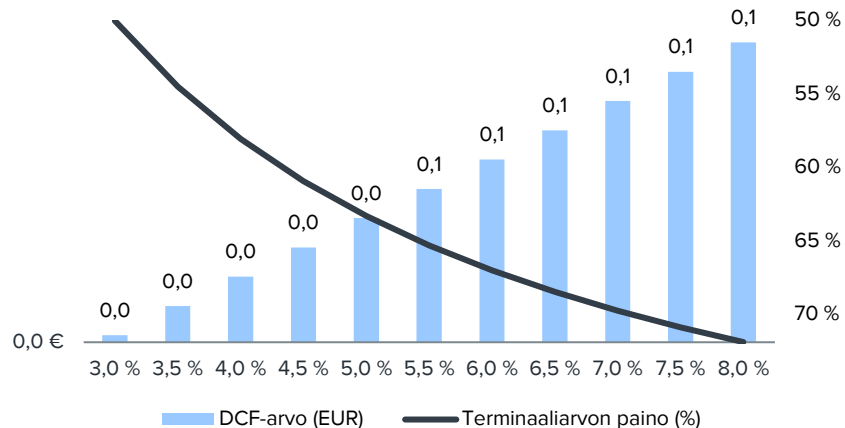
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	2,5	8,6	66,2	77,8	84,6	EPS (raportoitu)	-0,03	-0,01	0,00	0,00	0,00
Käyttökate	-4,2	-3,6	6,3	8,5	10,0	EPS (oikaistu)	-0,03	-0,01	0,00	0,00	0,00
Liikevoitto	-4,6	-3,8	1,0	2,8	4,2	Operat. kassavirta / osake	-0,03	0,00	0,00	0,01	0,01
Voitto ennen veroja	-5,8	-4,1	-0,3	1,5	2,7	Vapaa kassavirta / osake	-0,03	-0,02	0,01	0,00	0,00
Nettovoitto	-5,8	-4,1	-0,3	1,4	2,5	Omapääoma / osake	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	8,2	64,4	67,8	75,5	83,5	Liikevaihdon kasvu-%	-51 %	246 %	666 %	18 %	9 %
Oma pääoma	6,5	35,4	40,0	41,3	43,8	Käyttökateen kasvu-%	22 %	-14 %	-277 %	34 %	17 %
Liikearvo	0,0	0,0	3,5	3,5	3,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	17 %	-17 %	-128 %	173 %	46 %
Nettovelat	-3,8	16,7	13,3	17,5	21,8	EPS oik. kasvu-%	-56 %	-85 %	-94 %	-588 %	84 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	-167,2 %	-41,4 %	9,6 %	10,9 %	11,8 %
Käyttökate	-4,2	-3,6	6,3	8,5	10,0	Oik. Liikevoitto-%	-182,4 %	-43,6 %	1,6 %	3,7 %	4,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,5	-0,3	-2,4	-0,8	-0,4	Liikevoitto-%	-182,4 %	-43,6 %	1,6 %	3,7 %	4,9 %
Operatiivinen kassavirta	-4,7	-3,8	3,7	7,3	9,2	ROE-%	-103,4 %	-19,4 %	-0,7 %	3,3 %	5,9 %
Investoinnit	0,2	-49,5	-4,1	-10,3	-12,2	ROI-%	-76,2 %	-12,0 %	1,8 %	4,4 %	5,8 %
Vapaa kassavirta	-4,5	-16,9	4,5	-3,0	-3,0	Omavaraisuusaste	79,5 %	55,0 %	58,9 %	54,7 %	52,5 %
						Nettovelkaantumisaste	-58,8 %	47,2 %	33,3 %	42,3 %	49,7 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	1,7	8,1	0,8	0,8	0,7						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	8,8	7,0	6,4						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	53,5	20,8	15,3						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	30,7	16,7						
P/B	1,2	1,5	1,1	1,0	1,0						
Osinkotuotto-%	0,0 %	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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
09/03/2023	Myy	0,06 €	0,078 €
08/05/2023	Vähennä	0,05 €	0,058 €
28/08/2023	Myy	0,04 €	0,062 €
06/11/2023	Vähennä	0,04 €	0,049 €
30/11/2023	Vähennä	0,04 €	0,048 €
01/03/2024	Vähennä	0,04 €	0,048 €
29/04/2024	Vähennä	0,04 €	0,048 €
03/05/2024	Vähennä	0,04 €	0,047 €
22/05/2024	Vähennä	0,04 €	0,047 €

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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**