

Merus Power

Laaja raportti

15.12.2023 21:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvustrategian edellyttämät pohjatyt tehty

Sähkövarastovetoinen kasvu otti merkittävän askeleen eteenpäin vuoden 2023 aikana suuren projektin ansiosta. Lisäksi uudet toimitilat yhdessä vahvistuneiden henkilöresurssien kanssa mahdollistavat liiketoiminnan nopean kasvattamisen. Sähkövarastoliiketoiminnan kilpailukyvyistä ja kannattavuudesta ei kuitenkaan ole vielä riittävästi todisteita, minkä vuoksi pysymme varovaisina ja toistamme vähennä-suosituksen 3,7 euron tavoitehinnalla.

Sähkönlaaturatkaisuihin ja sähkövarastoihin erikoistunut teknologiayhtiö

Merus Power on vuonna 2008 perustettu suomalainen teknologiayhtiö, joka suunnittelee ja tuottaa sähkövarastoja, sähkönlaaturatkaisuja ja niihin liittyviä palveluita. Yhtiön tuotteet pohjautuvat itse kehitettyyn modulaariseen teknologiaan sekä ohjelmistoihin, jotka mahdollistavat skaalautuvat, helposti räätälöitävät ja suorituskykyiset ratkaisut eri käyttötarkoituksiin. Yhtiön strategia korostaa sähkövarastomarkkinan (kasvu Euroopassa 2024-28e: 22 %/v) osuutta yhtiön kasvussa, mutta sähkönlaadussakin tavoitteellaan kasvua (markkinakasvu 2024-27e: 6 %/v). Sähkönlaaturatkaisut perustuvat kokonaan yhtiön omaan teknologiaan ja samoja teknologioita voidaan hyödyntää myös sähkövarastoissa. Yhtiön sähkövarastotuotannon arvosta noin puolet perustuu omaan teknologiaan ja loput, kuten akut, ostetaan ulkopuolisilta toimittajilta. Yhtiö on toimittanut sähkönlaaturatkaisujaan noin 60 eri maahan laajan jakeluverkostonsa kautta. Sähkövarastoliiketoiminta on paikallisempaa ja sitä pyritään laajentamaan Suomesta muualle Eurooppaan yhteistyökumppanuuksien avulla.

Pohjatyt kasvun eteen jo pitkällä mutta sähkövarastoliiketoiminnan kannattavuutta ei ole vielä todistettu

Sähkövarastoliiketoiminnan resurssit ovat kasvaneet vauhdilla listautumisen jälkeen ja vuonna 2023 saatiin jo yksi suuri 20 MEUR:n sähkövarastotilaus Taaleri Energialta. Muutto uusiin moderneihin toimitiloihin syksyllä 2023 oli yhtiölle suuri askel, joka mahdollistaisi liikevaihdon kasvattamisen aina tavoiteltuun 80 MEUR:oon saakka vuoteen 2026 mennessä, mikäli myynti vain vetää. Sähkövarastoliiketoiminnan kilpailukyky ja katetaso ovat vielä osittain kysymysmerkkejä, eikä ensimmäisten suurten projektien kannattavuustaso välttämättä vielä edusta pitkän aikavälin tasoa. Yhtiön kannattavuus jäänee heikoksi lyhyellä aikavälillä, sillä resurssien nopea kasvattaminen tuo etupainotteisia kuluja ja näemme kannattavuuden skaalautumisen vaativan enemmän kasvua kuin mitä vuodet 2023-24 vielä tuovat. Projektiluonteisuus vaikeuttaa ennustamista, mutta sähkövarastorintamalla on viimeaikaisten panostusten ja markkinan aktiivisuuden myötä potentiaalia liikevaihdon nopeaan skaalaamiseen.

Tuloskasvuun liittyvä epävarmuus painaa tuotto-odotusta

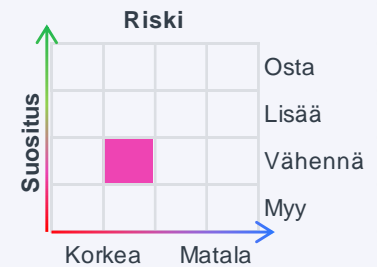
Merus Powerin kasvustrategia on mielestämme mennyt selkeästi eteenpäin, sillä yhtiö on vahvistanut resurssiaan ja nostanut sähkövarastoliikevaihdon uuteen kokoluokkaan (joskin pääosin yhden suuren projektin avulla). Sähkövarastoliiketoiminnan kannattavuuden ja kilpailukyvyyn arviointi on kuitenkin toistaiseksi haastavaa. Kilpailukyvyistä tullaan näkemään viitteitä lähivuosina, kun isoja projekteja saadaan maaliin. Nykyisillä ennusteillamme (huomattavasti alle yhtiön tavoitteiden) arvostuskertoimet laskisivat edullisiksi vasta vuonna 2026 (EV/EBITDA: 9x, EV/EBIT: 12x), emmekä näe kyseisissä kertomissa toistaiseksi nousuvaraa ottaen huomioon ennusteisiin liittyvän korkeahkon epävarmuuden. Yhtiö toimii kasvavilla markkinoilla ja listautumisen jälkeisen kasvutyön hedelmät ovat vielä uskoaksemme pääosin edessä päin. Sähkövarastoliiketoiminnan osoittautuminen toimialan tasoa selvästi kannattavammaksi tarjoaisi osakkeelle suurenkin nousupotentiaalin, mutta toistaiseksi emme ole saaneet siitä viitteitä. Strategiakauden alkuvuosina kustannusten kasvu on toistaiseksi ollut odotuksiamme korkeampaa.

Suositus

Vähennä
(aik. Vähennä)

3,70 EUR
(aik. 3,70 EUR)

Osakekurssi:
3,82



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	16,2	29,2	28,3	35,4
kasvu-%	10 %	80 %	-3 %	25 %
EBIT oik.	0,1	-0,2	-0,4	0,9
EBIT-% oik.	0,7 %	-0,8 %	-1,3 %	2,5 %
Nettotulos	-0,1	-0,4	-0,6	0,7
EPS (oik.)	-0,01	-0,06	-0,07	0,09
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	42,3
P/B	2,8	2,3	2,5	2,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	neg.	36,6
EV/EBITDA	59,3	75,7	84,7	18,4
EV/Liikevaihto	2,2	1,1	1,1	0,9

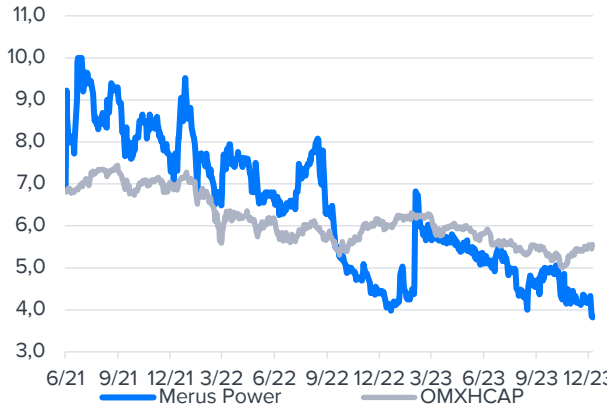
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

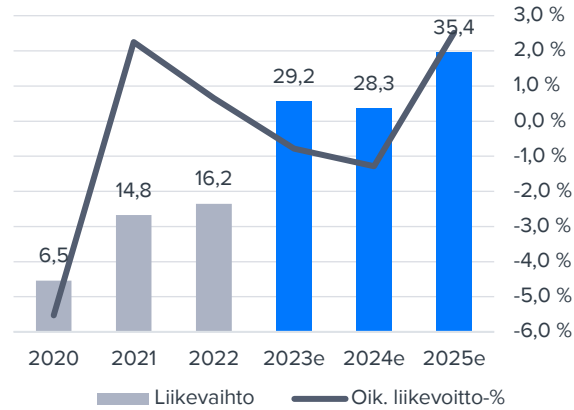
Yhtiön liikevaihto kasvaa merkittävästi vuonna 2023 verrattuna vuoteen 2022 (16,2 MEUR) ja on välillä 28-30 MEUR. Yhtiön käyttökate on positiivinen.

Osakekurssi



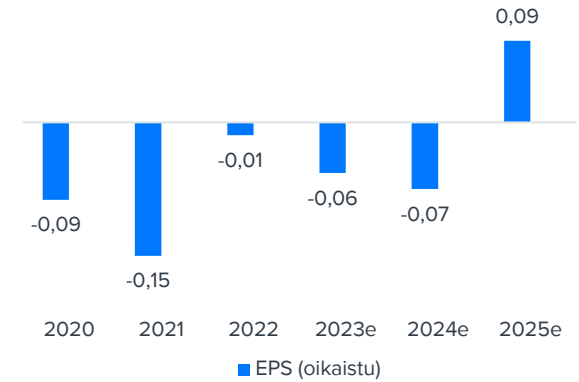
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Uusiutuvan energian murroksen myötä vahvasti kasvavat loppumarkkinat
- Teknologiaosaaminen ja erikoistuminen tiettyihin tuotesegmentteihin
- Listautuminen tukenut resursseja ja mahdollistanut kasvun kiihdyttämisen
- Asennetun laitekannan kasvu tukee palvelumyyntiä
- Liikevaihdon kasvu tuo skaalaetuja ja tukee kannattavuutta keskipitkällä aikavälillä



Riskitekijät

- Pitkän aikavälin kannattavuustasoon liittyvä epävarmuutta sähkövarastoliiketoiminnan ja markkinan kehitysvaiheesta johtuen
- Pieni koko rajoittaa hankinnan kustannussäästöjä toistaiseksi
- Liiketoiminnan projektiluonteisuus tuo heiluntaa liikevaihdon kehitykseen
- Vahvat kilpailijat etenkin suuremmissa sähkövarastoprojekteissa

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,82	3,82	3,82
Osakemäärä, milj. kpl	7,64	7,64	7,64
Markkina-arvo	29	29	29
Yritysarvo (EV)	31	31	33
P/E (oik.)	neg.	neg.	42,3
P/E	neg.	neg.	42,3
P/B	2,3	2,5	2,3
P/S	1,0	1,0	0,8
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	0,9
EV/EBITDA (oik.)	75,7	84,7	18,4
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	36,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Tuotteet ja palvelut	9-12
Asiakkaat	13-14
Jakelukanavat	15
Toimintaympäristö	16-19
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	20-21
Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema	22-23
Liiketoiminnan riskiprofiili	24
Ennusteet	25-28
Arvonmääritys ja sijoitusprofiili	29-33
Taulukot	34-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/3)

Merus Power lyhyesti

Merus Power on suomalainen teknologiayhtiö, joka kehittää ja tuottaa sähkövarastoja, sähkölaaturatkaisuja ja palveluita. Sähkölaaturatkaisuja myydään globaalille asiakaskunnalle, mutta sähkövarastojen osalta myynti on vielä toistaiseksi keskittynyt Suomeen. Yhtiöllä on oma myyntiorganisaatio kotimaassa sekä myyntikonttorit Saksassa ja Lähi-Idässä, mutta muutoin vientimarkkinoilla hyödynnetään yhtiön laajaa jakeluverkostoa sekä OEM-laitevalmistajia.

Yhtiö perustettiin vuonna 2008 sen nykyisen johdon toimesta. Perustajatiimillä oli yhteinen tausta ja kokemusta toimialasta Nokian Capacitors Oy:n ajoilta, jossa he työskentelivät ennen Merus Powerin perustamista. Merus Power pilotoi ensimmäisen toimituksensa vuoden 2010 syksyllä, minkä jälkeen se on jatkanut tuoteportfolionsa kehittämistä ja myynyt ratkaisujaan 60 eri maahan.

Vuonna 2022 yhtiön liikevaihto oli 16,2 MEUR, mikä vastasi 10 %:n kasvua suhteessa vahvaan edellisvuoteen. Käyttökate oli 0,6 MEUR ja liikevoitto 0,1 MEUR. Vuoden 2022 aikana yhtiössä työskenteli yhteensä keskimäärin 68 henkilöä, mutta H1 2023 aikana työntekijöitä oli jo 82 ja organisaatiota pyritään edelleen kasvattamaan.

Taustalla vahvat markkinatrendit

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

kysyntää ajaa yhteiskunnan sähköistyminen ja uusiutuvan energian määrän kasvaminen sähköverkossa. Sähkövarastojen markkinan vuotuisen liikevaihdon odotetaan lähes kolminkertaistuvan Euroopassa vuodesta 2023 vuoteen 2028 mennessä, mikä vastaisi noin 22 % vuosittaista kasvuvauhtia. Sähkölaaturatkaisujen kohdemarkkinan odotetaan kasvavan 6 % vuosivauhtia vuosien 2020-2027 välillä.

Yhtiön ratkaisuja käytetään raskaassa teollisuudessa, kiinteistöissä, sähköverkkoinfrastruktuurissa ja uusiutuvan energian tuotannossa sekä varastoinnissa. Vielä vuosina 2020-22 valtaosa liikevaihdosta syntyi sähkölaaturatkaisuista, mutta sähkövarastojen osuus on noussut vuoden 2023 aikana noin puoleen pääasiassa yhden suurprojektin myötävaikutuksella.

Tavoitteena liikevaihdon moninkertaistaminen

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

Yhtiön strategisia kulmakiviä ovat:

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



Merus Power Oyj lyhyesti

- Vuonna 2008 perustettu suomalainen sähkövarastoihin ja sähkölaaturatkaisuihin keskittynyt teknologiayhtiö
- Tavoittelee voimakasta kasvua erityisesti nopeasti kasvavilla sähkövarastojen markkinoilla, mutta pyrkii myös kasvamaan markkinaa nopeammin sähkölaaturatkaisuissa
- Yhtiö listautui Helsingin pörssiin kesäkuussa 2021
- Yhtiö keräsi listautumisannilla noin 12 MEUR nettovarot, joita se on käyttänyt mm. aiempaa suurempien sähkövarastotoimitusten vaatiman käyttöpääoman rahoittamiseen, tuotekehitys- ja toimitilahankkeisiin sekä myynnin ja markkinoinnin kehittämiseen
- Konsernin liikevaihto 2022: 16,2 MEUR (kasvu 10 %)
- Konsernin liikevoitto 2022: 0,1 MEUR (EBIT 0,7 %)
- Konsernin henkilöstö keskimäärin H1 2023: 82

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/3)

Listautumisella hankittiin varoja sähkövarastoliiketoiminnan kasvattamiseen

Historiassa yhtiön liikevaihdon kasvu on perustunut pitkälti sähkölaaturatkaisuihin. Yhtiö on kuitenkin pyrkinyt kiihdyttämään kasvua laajentamalla liiketoimintaansa nopeasti kasvavaan sähkövarastojen markkinasegmenttiin, missä ensimmäisiä toimituksia aloitettiin vuonna 2019. Laajentuminen sähkövarastoihin on looginen, sillä Merus Powerin sähkölaaturatkaisuihin kehitetyt tuotteet, kuten A2-aktiivisuodattimet, soveltuvat hyvin käytettäväksi myös osana sähkövarastojen tehoelektroniikkaa. Sähkövarastojen toimittaminen vaatii kuitenkin runsaasti käyttöpääomaa (30-50 % liikevaihdosta), koska toimitusajat ovat tyypillisesti pitkiä ja asiakkaalta saatavat maksut painottuvat toimitusten loppupäähän. Listautumisen yhteydessä 2021 kerätyllä pääomalla onkin rahoitettu suurempien sähkövarastotoimitusten vaatimaa käyttöpääomaa, hankittu uudet tuotanto- ja tuotekehitystilat ja siten tuettu liikevaihdon kasvua.

Asema arvoketjussa eroaa tuotesegmenttien välillä

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

joissa arvoa luodaan teknologisella erikoistumisella.

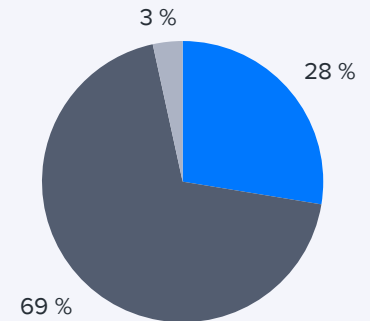
Kilpailukyky perustuu erikoistuneeseen teknologiaosaamiseen ja suorituskykyisiin tuotteisiin

Merus Powerin kilpailukyky perustuu yhtiön itse kehittämään teknologiaan, jota se pystyy hyödyntämään skaalautuvasti tuotteissaan. Yhtiön tuotteiden mekaaninen osuus perustuu pitkälti muutaman tärkeimmän moduulituotteen (A2 ja STATCOM) sarjakokoonpanoon, joita voidaan kytkeä yhteen tarvittava määrä asiakkaan tarve huomioon ottaen. Yhtiön itse kehitetyt ohjaus- ja ohjelmistoratkaisut mahdollistavat asiakaskohtaisen räätälöinnin, jolloin valtaosa mekaanisista komponenteista voidaan pitää mahdollisimman standardoituina. Tuotteiden nopeus ja tehotehous tekevät niistä markkinoiden suorituskykyisimpiä, mutta teknologiaa tulee kehittää jatkuvasti kilpailukykyyn säilyttämiseksi.

Tuotanto koostuu kokoonpanosta ja testauksesta

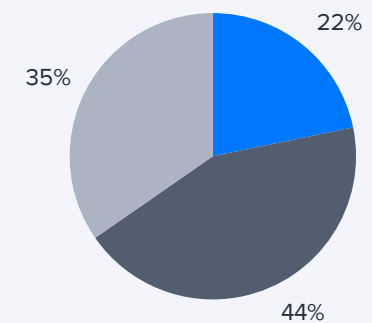
Merus Powerin tuotteet valmistetaan Ylöjärvellä moderneissa tiloissa, jotka yhtiö on ottanut käyttöön vuoden 2023 aikana. Kokoonpanolinjasto kokoaa tuotteet hankituista komponenteista, minkä jälkeen tuotteet testataan perusteellisesti. Tämän jälkeen tuotteet lähetetään asiakkaalle, missä tuotteet asennetaan kaappeihin ja yhdistetään kontrolliyksikköön. Asennus on tyypillisesti ulkopuolelta ostettu palvelu. Asennuksen jälkeen Merus Powerin työntekijä suorittaa käyttöönototarkastuksen ja tuote voidaan lopullisesti luovuttaa asiakkaalle. Merus Powerin tuotteissa käytettävät itse kehitetyt ohjelmistoratkaisut muodostavat merkittävän osan tuotteiden ominaisuuksista.

Liikevaihdon jakauma¹



- Sähkövarastot ja uusiutuvan energian integraatiot
- Sähkölaaturatkaisut
- Palvelut

Asiakkaat toimialoittain²



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

1) Keskimäärin vuosien 2021-23 aikana (Inderesin arvio)

2) Keskimäärin vuosien 2018-20 aikana (yhtiön listautumisesite)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/3)

Muutto uusiin moderneihin tiloihin toteutui 2023

Yhtiö muutti moderneihin Ylöjärvellä sijaitseviin 4700 neliömetrin tiloihin syksyn 2023 aikana. Tilat ovat lähes kolminkertaiset verrattuna aiempiin Nokialla sijainneisiin tiloihin, joissa yhtiö oli toiminut perustamisesta lähtien. Yhtiöllä on lisäksi toimistotiloja muualla Suomessa, joita hyödyntävät mm. yhtiön myyjät ja tuotekehitys. Uudet tilat mahdollistavat tuotannon tehokkaamman järjestämisen sekä liikevaihdon moninkertaistamisen yhtiön tavoittelemalle 80 MEUR:n tasolle. Merus Powerin tuotanto koostuu pääasiassa moduulien kokoonpanosta sekä testauksesta, mitkä eivät edellytä suuria investointeja tuotantolaitteistoon. Tuotekehitys ja testausprosessit kuitenkin vaativat erikoistuneita laboratoriotiloja.

Tilausten läpimenoajoissa merkittäviä eroja

Yhtiön vastaanottamat tilaukset vaihtelevat pienistä muutaman aktiivisuodattimen käsittävistä joidenkin kymmenien tuhansien euron tilauksista suuriin sähkövarastohankkeisiin ja raskaan teollisuuden sähkölaaturatkaisuihin, joiden hintalappu voi yltää miljooniin euroihin. Arviomme mukaan yhtiön kappalemääräisesti myydyin tuote, sähkölaatu parantava A2-aktiivisuodatin toimitetaan asiakkaalle tyypillisesti 2-4 viikon aikana. Jotkut Merus Powerin jakelijat jopa ylläpitävät pieniä määriä A2-moduuleita omissa varastoissaan, jotta asiakaskysyntään voidaan vastata nopeasti. Raskaan teollisuuden STATCOM- ja SVC-toimitukset sekä sähkövarastojen rakennusprojektit kestävät tyypillisesti noin vuoden. Pidemmät toimitusajat toisaalta mahdollistavat tuotannon kapasiteetin optimoimisen, mutta toisaalta kasvattavat komponenttien hintoihin liittyvää kustannusriskiä, sillä kaikkia toimituksen vaatimia

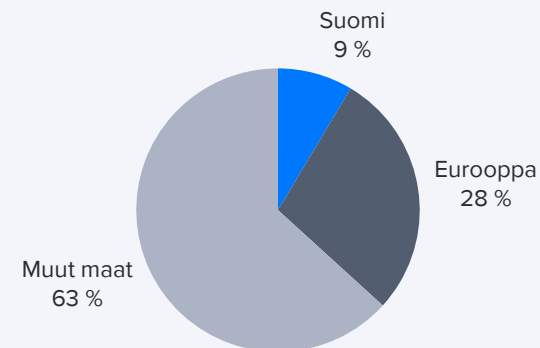
komponentteja ei hankita välittömästi tilauksen saapuessa.

Globaalia jakeluverkostoa on kasvatettu listautumisen jälkeen

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma on hajautunut sähkölaaturatkaisujen globaalin myyntiverkoston ansiosta. Tuotteita on myyty jo 60 eri maahan. Merus Power nojaa jakelussaan aina lokaaliin toimijaan. Suomessa yhtiöllä on oma myyntiorganisaatio, mutta Suomen ulkopuolella tuotteita on pääosin myyty jakelijoiden, integraattorien ja alkuperäisten laitevalmistajien kautta. Vuoden 2022 aikana perustettiin kuitenkin kaksi omaa myyntitoimistoa Saksaan ja Yhdistyneisiin Arabiemiraatteihin. Yhtiön markkina-asemassa saksankielisen Euroopan alueella on kehittämisen varaa, mihin yhtiö on pyrkinyt reagoimaan perustamalla paikallisen myyntitoimiston. Lähi-ltä puolestaan on yhtiölle jo ennestään tärkeä alue ja vuonna 2022 avattu myyntikonttori on entisestään vahvistanut yhtiön asemaa markkinalla tarjoamalla teknistä tukea paikallisille jakelijoille. Merus Power pyrkii edelleen kasvattamaan globaalia jakeluverkostoaan. Esimerkiksi Yhdysvallat on potentiaalinen kasvumarkkina, jossa Merus Power on viime aikoina onnistunut kehittämään jakelua ja jatkaa tätä kehitystyötä jatkossakin.

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

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma (2022)

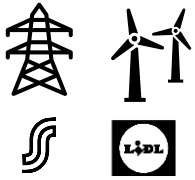


Merus Power kartalla



Asiakkaat

Uusiutuvan energian hyödyntäjät



Kiinteistöt



Raskas teollisuus



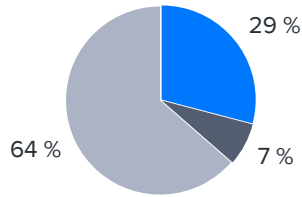
Muu teollisuus



Infrastruktuuri



Omistus



- Laajennetty johtoryhmä
- Pääomasijoittajat
- Muut

Liiketoimintaidea

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

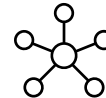
Strategian kulmakivet

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

Jakelukanavat



Oma myynti Suomessa ja Saksassa



Jakelukumppanit ja integraattorit maailmalla



Sopimusvalmistus OEM-tuottajille

Tuoteryhmät

Sähkövarastot



Sähkönlaaturatkaisut



Resurssit

Teknologia-osaaminen



Tuotekehitys, kokoonpano ja testaus Ylöjärvellä



Henkilöstö H1 2023: 82



Monikanavainen jakelu



Päakilpailijat tuoteryhmittäin

ABB FLUENCE

Danfoss Schneider Electric

WÄRTSILÄ Nidec

SIEMENS ABB

TESLA Leclanché Energy Storage Solutions

EATON - COMSYS

SAFT ALFEN POWER TO ADAPT

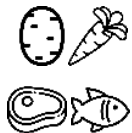
Sinexcel

SCHAFFNER

Kustannusrakenne % liikevaihdosta (2022)



Henkilöstökulut (28 %)



Materiaalit ja palvelut (52 %)

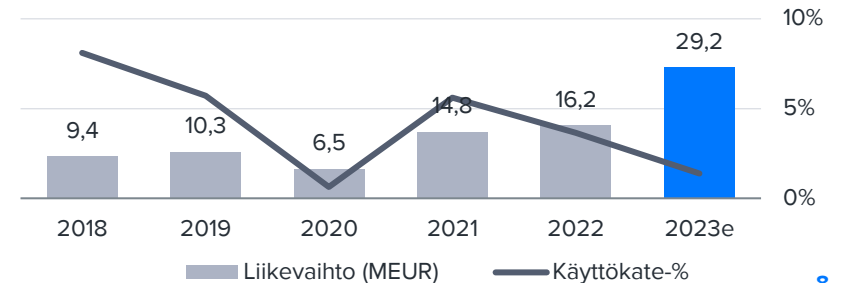


Liiketoiminnan muut kulut (15 %)



Poistot ja arvonalentumiset (3 %)

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Tuotteet ja palvelut (1/4)

Tuotteet ja palvelut lyhyesti

Sähkönlaaturatkaisut ja sähkövarastot muodostavat valtaosan Merus Powerin liikevaihdosta, minkä lisäksi yhtiö tarjoaa asiakkailleen ylläpito- ja etäseurantapalveluita. Sähkönlaaturatkaisut ovat historiassa olleet liiketoiminnan selkäranka. Sähkövarastojen osuus on kuitenkin kasvanut vuoden 2023 aikana jo noin puoleen liikevaihdosta suuren Taaleri Energia –rahastolle toimitettavan projektin johdosta. Yhtiön johto odottaa sähkövarastojen osuuden kasvavan tulevaisuudessa (osuus vuoden 2026 liikevaihtotavoitteen 70 %, 2018-22 toteuma: noin 13 %). Yhtiö panostaa myös palvelumyynnin osuuden kasvattamiseen (4% liikevaihdosta 2018-20).

Skaalautuvuus, muokattavuus ja suorituskyky tekevät yhtiön tuotteista kilpailukykyisiä

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

Sähkövarastot

Sähkövarastojen tärkeintä teknologiaa ovat Merus Powerin kehittämät ja valmistamat verkkoinverterit ja säätö- ja suojaohjelmistot. Lisäksi sähkövarastoissa

tarvitaan energiaa säilyttävää teknologiaa, joka on tyypillisesti litiumioniakku, jonka Merus Power ostaa alihankintana. Yhtiön sähkövarastoista tekee innovatiivisia se, että ne perustuvat sen itse kehittämään teknologiaan, joka mahdollistaa muun muassa erittäin nopean vasteen, mikroverkon uudelleen sähköistämisen ja sähkölaadun varmistamisen. Yhtiön sähkövarastojen koko vaihtelee megawattista kymmeneen megawattiin. Yhtiön tuotteilla voidaan vastata erilaisiin asiakastarpeisiin kapasiteetin, tehonpurkunopeuden ja tehonkeston osalta, mutta yhtiön tuotteiden kilpailukyky nousee parhaiten esiin sellaisissa sähkövarastoissa, joissa tehonpurkunopeus on suhteellisen korkea akkukapasiteettiin verrattuna.

Asiakkaat hankkivat sähkövarastoja monista syistä, joihin kuuluu mm. uusiutuvan energian tuotannon mahdollistaminen ja integroiminen sähköverkkoon, taajuudensäätömarkkinalle osallistuminen, varavoiman hankkiminen sekä tehonkäytön optimointi mikroverkossa. Uusiutuvan energian kasvava määrä sähköntuotannossa lisää tarvetta taajuudensäädölle ja sähköntuotannon sekä kulutuksen tasapainottamiselle. Sähkövarastoasiakkaille tarjotaan myös taajuudensäätömarkkinalla käytettävää kaupankäyntiohjelmistoa, jonka Merus Power on kehittänyt. Lisäksi yhtiöllä on sähkömarkkinan analytiikkaan keskittynyt tiimi Helsingissä, joka tukee asiakkaita taajuudensäätömarkkinaan osallistumisessa mahdollisimman kannattavasti.

Sähkövarastojen kotimaisuusaste on noin 40–60 %. Konttiratkaisut, verkkoinverterit ja ohjauksjärjestelmät valmistetaan Nokialla pääosin suomalaisista ja eurooppalaisista komponenteista. Akut tulevat tyypillisesti Aasiasta tai Ranskasta.

Sähkönlaaturatkaisut

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

Palvelut

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

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

Tuotteet ja palvelut (2/4): Sähkölaaturatkaisut

Sähkölaaturatkaisujen tuotemyynti: A2, 4Drives ja HPQ

Merus™ A2 – aktiivinen harmoninen suodatin

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



- Joustava yleisratkaisu sähkölaadun hallintaan
- Suorituskyky, monipuolisuus ja skaalautuvuus tärkeimmät kilpailutekijät
- Tärkeä osa Merus Powerin muita erikoistuneempia ratkaisuita, kuten HPQ –tuotetta sekä sähkövarastoja

Merus™ 4Drives – aktiivinen harmoninen suodatin taajuusmuuttajille

- Tuote optimoitu suodattamaan taajuusmuuttajien aiheuttamia sähkölaadun häiriöitä
- Tyypillisiä käyttökohteita mm. vedenpuhdistamot, rakennukset, datakeskukset, LVI-ratkaisut
- Myydään erityisesti taajuusmuuttajien OEM-valmistajille ja järjestelmäintegraattoreille
- Teknisesti ratkaisu perustuu A2-suodattimeen, mutta siitä on riisuttu ylimääräisiä ominaisuuksia ja tehty optimaalinen tietyille asiakaskunnalle
- Lanseerattiin vuonna 2023



- Optimoitu ratkaisu taajuusmuuttajien aiheuttamiin sähkölaadun häiriöihin

Merus™ HPQ – hybridikompensaattori (Hybrid Power Quality)

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



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

Tuotteet ja palvelut (3/4): Sähkölaaturatkaisut

Sähkölaaturatkaisut raskaan teollisuuden tarpeisiin: Merus™ STATCOM ja SVC

Merus™ STATCOM – aktiivinen loistehon kompensattori

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

Yleistä tietoa STATCOM-teknologiasta

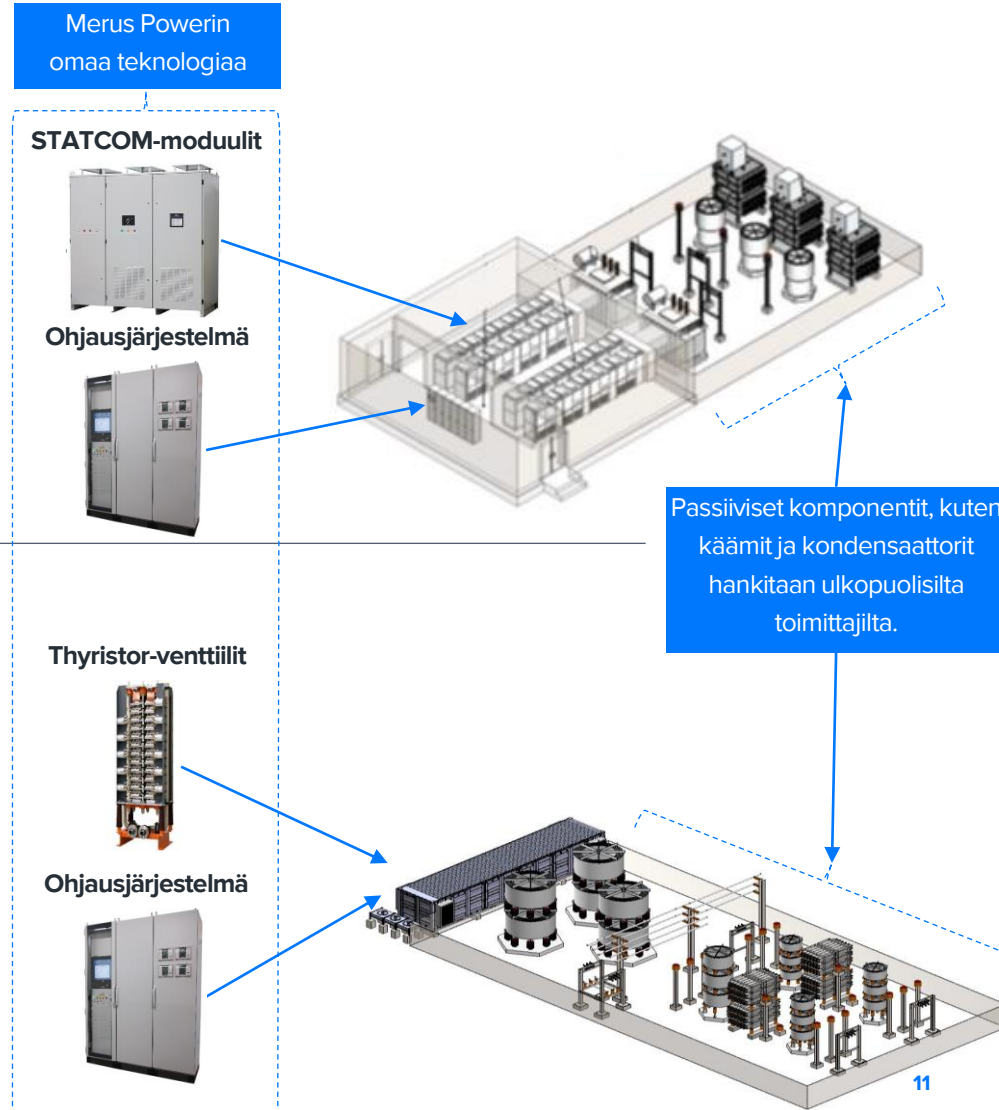
- Laitteita käytetään mm. terästeollisuudessa ja kaivoksissa.
- STATCOM-teknologia yleistyi teollisuuden käytössä 2000-luvulla ja on osittain korvannut SVC-järjestelmien käyttöä paremman suorituskyvyn ansiosta.

Merus™ SVC – säädettävä loistehon kompensattori

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

Yleistä tietoa SVC-teknologiasta

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



Tuotteet ja palvelut (4/4): Sähkövarastot

Merus™ ESS - sähkövarastot

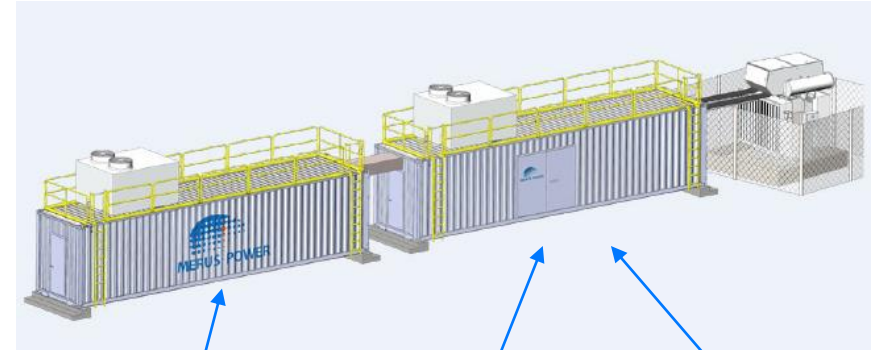
Merus™ ESS -sähkövarastot mahdollistavat sähkön varastoimisen ja jakamisen

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

Käyttökohteita sähkövarastoille

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

Merus ESS –sähkövarastojen tärkeimmät teknologiat



Akustot

- Ostetaan ulkopuoliselta toimittajalta
- 30-50% kokonaiskustannuksista

Ohjaus- ja suojausjärjestelmät

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

A2-moduuleihin perustuvat verkkoinverterit

Asiakkaat (1/2)

Asiakkaat lyhyesti

Merus Powerin asiakkaat koostuvat uusiutuvan energian hyödyntäjistä, infrastruktuurialan toimijoista, raskaasta teollisuudesta, kevyestä teollisuudesta ja kiinteistöistä. Energiamurroksen ja sähkövarastoihin pohjautuvan strategian myötä uusiutuvan energian hyödyntäjien merkitys asiakaskunnassa kasvaa.

Liikevaihdon hajautuneisuus ja jatkuvuus

Merus Powerin asiakaskunta on melko laaja globaalien tuotemyynnin kautta. Tuotemyynnin osuus liikevaihdosta on vaihdellut arviomme mukaan 20-40 %:n välillä vuosina 2018-23. Loppuosaa liikevaihdosta perustuu projektiliikevaihtoon, jossa yksittäisillä suurilla projekteilla voi olla ajoittain hallitseva osuus etenkin liiketoiminnan nykyisessä kehitysvaiheessa. Keskipitkällä aikavälillä yksittäisten asiakkaiden merkitys on pienempi, mutta yksittäisen vuoden sisällä merkitys voi olla suuri. Tulevaisuudessa sähkövarastoliiketoiminnan kasvaessa yhtiö voi saada toistuvia tilauksia samalta asiakkaalta, kuten esimerkiksi Eleniaalta joka on suunnitellut useiden kymmenien sähkövarastojen tilaamista, mikäli nykyiset pilottihankkeet todistavat ratkaisun suotuisaksi. Myös Taaleri Energian kanssa tehtyyn sopimukseen sisältyy optio rakenteilla olevan sähkövaraston kasvattamisesta myöhemmin.

Uusiutuvan energian hyödyntäjät

Uusiutuvan energian hyödyntäjät muodostavat yhden Merus Powerin viidestä asiakassegmentistä. Nämä asiakkaat voivat tarvita sekä sähkölaatua parantavaa teknologiaa, että sähkövaraston. Merus Powerin ratkaisulla on kytketty sähköverkkoon uusiutuvaa energiaa jo 446 MW:n edestä (2022 mennessä). Merus Powerin sähkövarastoja voidaan tarjota esimerkiksi aurinko-, tuuli- ja vesivoimaloille sekä

teollisuuden ja kiinteistöjen omaan sähköntuotantoon.

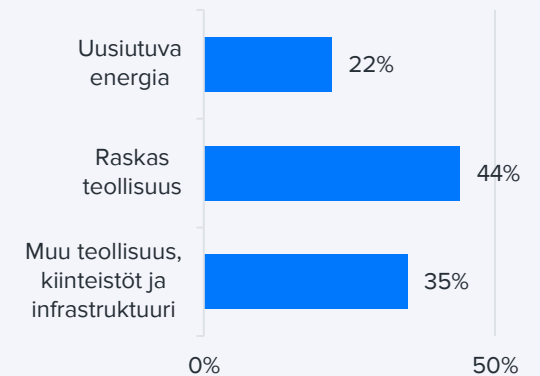
Uusiutuvan energian hyödyntäjät käyttävät sähkövarastoja uusiutuvan energian tuotannon tasapainottamiseen, sähköverkon toimintavarmuuden parantamiseen sekä osallistukseen taajuudensäätömarkkinoille lisätulojen saamiseksi. Erityisesti taajuudensäätömarkkinalle osallistuminen on ollut viime vuosina keskeinen ajuri sähkövarastoinvestoinneissa. Myös Taaleri Energialle rakenteilla olevan sähkövaraston on tarkoitus osallistua taajuudensäätömarkkinalle ja tehdä sitä kautta tuottoa omistajilleen.

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

Infrastruktuurialan toimijat

Merus Powerin potentiaaliseen asiakaskuntaan kuuluu laajasti erilaisia infrastruktuurialan toimijoita, kuten veden- ja jätteenkäsittelylaitoksia, sähköautojen latausverkkoja, sähköasemia sekä mikroverkkoja. Yhtiön nykyiset infrastruktuurialan asiakkaat haluavat pääsääntöisesti säästää energiaa ja varmistaa prosessiensa luotettavuutta muun muassa vesi- ja jätteenkäsittelylaitoksissaan.

Asiakkaat toimialoittain 2018-20



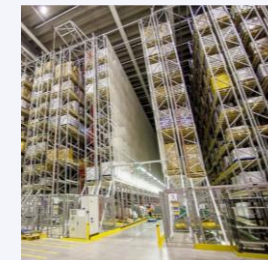
Tyypillisiä käyttökohteita



Valokaariuuni



Tuulivoimala



Logistiikkakeskus



Datakeskus

Asiakkaat (2/2)

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

Raskas teollisuus

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

Teollisuuden prosessien eri vaiheet ja laitteistot sisältävät taajuusohjattuja moottoreita, jotka aiheuttavat häiriöitä sähköverkolle ja muulle laitteistolle. Teollinen toiminta sisältää myös paljon syklisiä prosesseja, joita sisältyy muun muassa hitsaamiseen ja metallinsulatusuunien toimintaan. Tällaiset sykliset prosessit käyttävät paljon energiaa, jolloin teollisessa toiminnassa tyypillisesti esiintyy myös sähkönlaadun ongelmia. Merus Powerin tuotteiden avulla asiakkaat pystyvät täyttämään sähköverkkojen vaatimukset, optimoimaan tuotantoaan kasvattaen tuotannon tehokkuutta, vähentämään hukkaenergiaa, huollon tarvetta, seisokkeja ja näiden kaikkien yhteisvaikutuksesta säästämään kustannuksissa ja kasvattamaan oman liiketoimintansa tulosta.

Kiinteistöt

Erilaiset kiinteistöt voivat hyödyntää Merus Powerin tuotteita ja palveluita, erityisesti sähkönlaaturatkaisuja. Merus Powerin ratkaisuja voidaan hyödyntää esimerkiksi kauppakeskusten hissien ja liukuportaiden katkottoman toiminnan turvaamiseksi sekä sairaaloiden laitteiden toiminnan turvaamiseksi.

Muu teollisuus

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

Ilmoitetut sähkövarastoasiakkuudet

Asiakas	Käyttöönotto	Akuston kapasiteetti	
		MWh	Teho MW
LEMENE ¹	2019	1,3	1,6
TuuliWatti	2019	6,0	6,0
Lidl	2019	1,6	2,6
S-Ryhmä	2021	2,0	2,0
Elenia	2023-24e ²	1,2	1,2
Helen	2023-24e ²	0,25	0,25
Taaleri Energia	2024e	36	30
Sallila Energia	2024e	1,7	1,7

1) Lempäälän energiayhteisö

2) Inderesin arvio

Jakelukanavat

Jakelukanavat lyhyesti

Merus Powerin tuotteiden jakelusta suuri osa tapahtuu laajan globaalin kumppaniverkoston kautta. Yhtiöllä on oma suoramyynntiorganisaatio Suomessa, minkä lisäksi myös Saksaan ja Arabiemiraatteihin on vastikään avattu myyntitoimistot. Näiden kanavien lisäksi Merus Power valmistaa tuotteitaan tuotemerkkikumppaneille, jotka myyvät niitä eteenpäin omien brändiensä alla. Yhtiö pyrkii kasvattamaan ja kehittämään kaikkia nykyisiä jakelukanaviaan, mikä arviomme mukaan tulee tukemaan yhtiön liikevaihdon kasvua.

Suoramyynti

Merus Power käyttää suoramyyntiä pääasiassa Suomessa ja sähkövarastojen kohdalla myös muissa Pohjoismaissa. Sähkölaatumarkkinoilla yhtiö hyödyntää suoramyyntiä vain Suomessa sekä tulevaisuudessa myös saksankielisessä Euroopassa. Suoramyyntikyky tukee näkemyksemme mukaan yhtiön tavoitetta päästä päävastuulliseksi järjestelmätoimittajaksi sähkövarastohankkeissa. Pohjoismaiden ulkopuolella sähkövarastoliiketoiminta vaatii kuitenkin paikallisen kumppanin asiakasrajapintaan. Suoramyyntiorganisaatiota voidaan mahdollisesti laajentaa muihinkin maihin myynnin kasvaessa.

Jälleenmyyntiverkosto maailmalla

Laaja jakeluverkosto mahdollistaa Merus Powerin tuotteiden maailmanlaajuisen myynnin. Yhtiön noin 40 jälleenmyyjällä on valmiit paikalliset kontaktiverkostot teollisuuden, kiinteistöjen ja infrastruktuurin asiakkaisiin. Jälleenmyyntiverkostolla on paikallinen asiantuntemus sähköalan vaatimuksista eri kohdemaissa. Jälleenmyyjät myyvät ja markkinoivat

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

Järjestelmäintegraattorit

Jälleenmyyjien lisäksi Merus Power hyödyntää järjestelmäintegraattoreita tuotteidensa globaalissa jakelussa erityisesti myydessään tuotteita raskaan teollisuuden asiakkaille, kuten teräs- ja kaivosteollisuuden toimijoille. Integraattorin tehtäviin kuuluu tyypillisesti laajan kokonaisuuden rakentaminen (esimerkiksi terästehtaan tuotantolinja) yhdistämällä järjestelmäintegraattorin omia ja kolmansien osapuolten toimituskokonaisuuksia.

Tuotemerkkikumppanuudet (OEM-valmistajat)

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

Oma myyntiorganisaatio Suomessa

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



Jälleenmyyntiverkosto

- Myyvät tuotteita Merus Powerin brändillä paikalliselle asiakaskunnalle
- Noin 40 jälleenmyyjän verkosto mahdollistaa tuotteiden maailmanlaajuisen myynnin



Järjestelmäintegraattorit

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

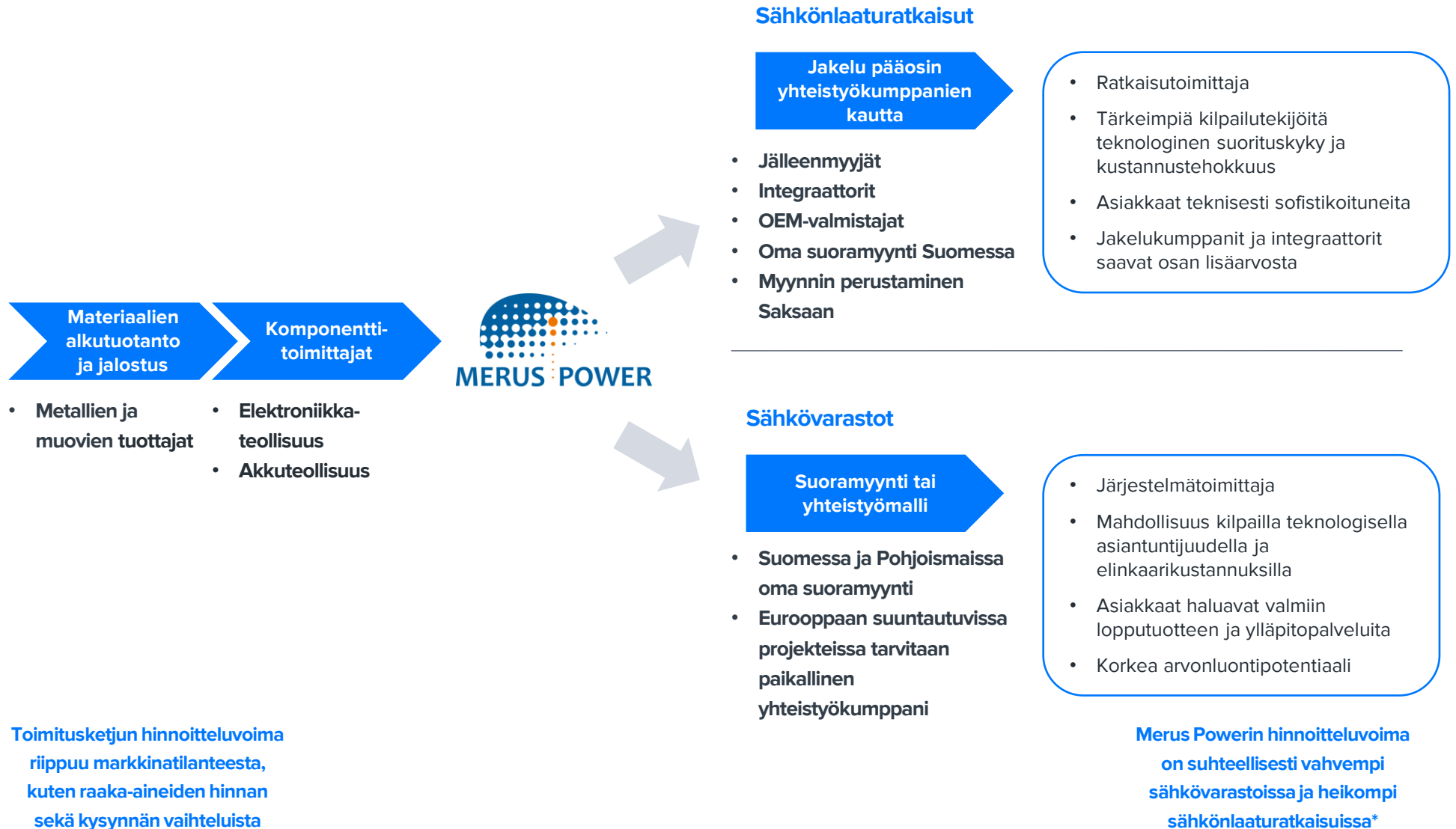


Tuotemerkkikumppanuudet

- Myyvät Merus Powerin valmistamia tuotteita omalla brändillään paikalliselle asiakaskunnalle
- Merkittäviä tuotemerkkikumppanuuksia mm. Kiinassa ja Yhdysvalloissa. Neuvotteluita uusien yhteistyökumppanuuksien osalta on käynnissä



Yhtiön asema arvoketjussa



*Kuvastaa pitkän aikavälin arviota markkinadynamiikasta.

Toimintaympäristö (1/3)

Energiamarkkinoiden murros aiheuttaa haasteita sähköjärjestelmän toiminnalle

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

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

Uusiutuvan energian kasvuennusteita korotettu

Uusiutuvien energialähteiden osuus globaalista sähköntuotannosta kasvoi vuosien 2010-2021 välisenä aikana 20 %:sta 28 %:iin. Kansainvälinen energijärjestö IEA nosti uusiutuvan energian

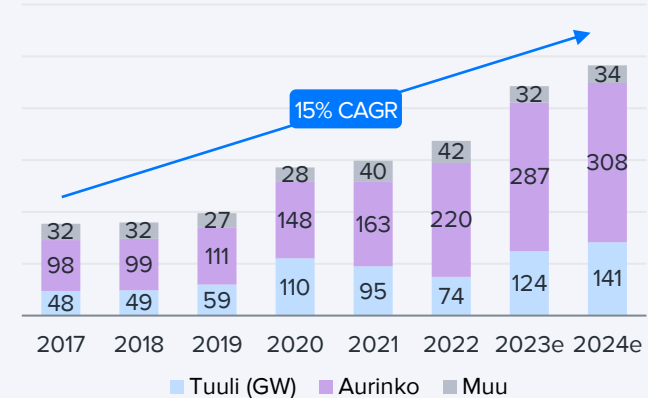
investointiennusteita merkittävästi vuoden 2022 raportissaan, sillä uusiutuvan energian investoinnit ovat kiihtyneet odotettua nopeammin etenkin Aasiassa ja Euroopassa. IEA arvioi uusiutuvan energian osuuden kaikesta tuotetusta sähköstä kasvavan 43 %:iin vuoteen 2030 mennessä. Uudesta uusiutuvasta energiakapasiteetista valtaosa on tuuli- ja aurinkovoimaa, joiden tuotanto vaihtelee sääolosuhteiden mukaan.

Epätasaisten sähköntuotantomuotojen kasvu edellyttää lisää sähkövarastokapasiteettia

Perinteiset sähköntuotantomuodot tuottavat energiaa joko tasaisesti (ydinvoima) tai niiden tuottamaa energiaa voidaan jopa säätää melko nopeastikin vastaamaan kysyntää (fossiiliset voimalat ja vesivoima). Aurinko- ja tuulivoiman tuotanto sen sijaan vaihtelee eikä tuotantoa voida mukauttaa kysyntään. Näiden tuotantomuotojen voimakas yleistymisen vaatii siten rinnalleen vahvempia siirtoyhteyksiä sekä sähkövarastoja järjestelmän vakauden varmistamiseksi.

Sähkövarastojen markkina on kasvanut viime vuosina erittäin voimakkaasti. Mordor Intelligencen markkinatutkimuksen mukaan globaalit investoinnit sähkövarastokapasiteettiin olivat 7 miljardia yhdysvaltain dollaria vuonna 2019 ja ovat kasvamassa vuonna 2023 peräti 45 miljardiin dollariin. Vuotuisten investointien ennustetaan kasvavan edelleen 87 miljardiin vuoteen 2028 mennessä (2024-28 keskimääräinen kasvu: 14 %). Vuotuinen lisäys globaaliin sähkövarastokapasiteettiin kasvaisi 100 GW:iin vuonna 2030 (2022: 11 GW). Markkinan kasvu linkittyy vahvasti nimenomaan uusiutuvan energian investointeihin, joista aurinkovoima on globaalissa kuvassa merkittävin yksittäinen tuotantomuoto.

Nettolisäykset uusiutuvaan sähköntuotantokapasiteettiin¹



Uusiutuvien osuus globaalista sähköntuotannosta, ennuste²



1) Lähde: IEA Renewable Energy Market Update (kesäkuu 2023)
2) Lähde: IEA Outlook for Electricity (joulukuu 2022)

Toimintaympäristö (2/3)

Merus Powerille relevantti Euroopan markkina kasvaa jopa nopeammin verrattuna globaaliin sähkövarastomarkkinaan. Euroopan osuuden sähkövarastoinvestoinneista odotetaan kasvavan merkittävästi Bloomberg New Energy Financen tuoreimman katsauksen mukaan². Toistaiseksi Kiinan osuus uusista sähkövarastoinvestoinneista on ollut noin puolet, mutta sen suhteellisen osuuden ennustetaan laskevan ajan myötä. Investoinnit uuteen sähkövarastokapasiteettiin kasvoivat vuoden 2023 aikana peräti 40 % Euroopassa, mihin ovat osaltaan myös vaikuttaneet EU:n merkittävät investointituet². Vuosien 2024-28 keskimääräinen ennustettu kasvu on Euroopan osalta noin 22 %/v.

Sähkölaadun puolella markkinakasvu maltillisempaa

Sähkölaaturatkaisujen markkinoiden koon on arvioitu olevan maailmanlaajuisella tasolla noin 14 miljardia dollaria vuonna 2020¹. Markkinoiden arvioidaan jatkavan kasvua keskimäärin noin 7 % vuodessa ja nousevan noin 22 miljardiin dollariin vuoteen 2025 mennessä. Merus Powerin liiketoiminnan kannalta keskeisimmät markkina-alueet sähkölaaturatkaisujen osalta ovat staattiset synkronikompensoitimet (SVC), aktiivi-suodattimet sekä staattiset loistehon kompensoitimet (STATCOM), joiden yhteenlaskettu markkinan koko on noin 2,6 miljardia dollaria. Edellä mainittujen keskeisten segmenttien arvioidaan kasvavan noin 6 %:n keskimääräistä vuosivauhtia 2027 mennessä¹, mikä vastaisi yhteensä 3,4 miljardin dollarin markkinaa vuonna 2027.

Merus Powerin kohdemarkkinoiden yhteenlaskettu koko 19,4 miljardia euroa vuonna 2025

Laskujemme mukaan Merus Powerin kohdemarkkinan yhteenlaskettu koko vuonna 2023 on 9,1 miljardia euroa ja sen on ennustettu kasvavan 19,4 miljardiin

euroon vuoteen 2027 mennessä. Valtaosa kohdemarkkinan kasvusta syntyy sähkövarastoista. Kohdemarkkina sisältää Euroopan sähkövarastomarkkinan sekä ne globaalin sähkölaaturatkaisumarkkinan segmentit, joissa Merus Power toimii.

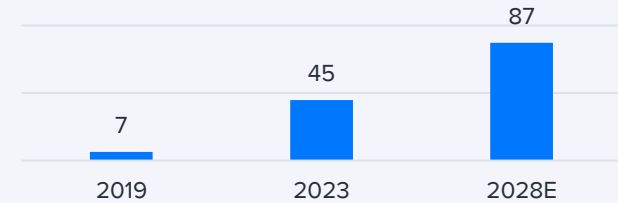
Kilpailuympäristö sähkövarastoissa

Sähkövarastomarkkinalla toimii sekä suuria monikansallisia yhtiöitä että pienempiä erityisesti sähkövarastoihin ja sähköverkkoratkaisuihin keskittyneitä keskikokoisia ja pienempiä toimijoita. Suuria monikansallisia yhtiöitä ovat esimerkiksi ABB, Nidec, Toshiba, Tesla, Fluence Energy ja Saft Groupe. Ne ovat keskittyneet tuottamaan vakioituja sähkövarastoratkaisuja pääomaintensiivisiin suuren kokoluokan hankkeisiin, joissa integraattorit yleisesti kilpailevat brändillä, kokonaistoimituksella, hankintaorganisaatiolla ja hinnalla.

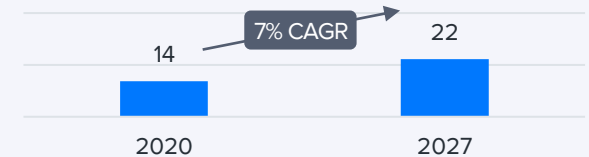
Merus Power lukeutuu pienemmän kokoluokan toimijoihin, joihin kuuluvat sen lisäksi esimerkiksi eurooppalaiset yhtiöt Alfen, Intilion ja Leclanche. Tämän kokoluokan yhtiöiden kilpailukyky perustuu teknologiseen erikoistumiseen sekä kykyyn huomioida hankkeiden erityisvaatimukset. Käytännössä tämä näkyy siinä, että yhtiöt hyödyntävät itse kehittämäänsä teknologiaa sen sijaan että pyrkisivät integroimaan suuria kokonaisuuksia markkinalla tarjolla olevista teknologioista.

Arviomme mukaan Merus Powerin kilpailukyky sähkövarastoissa tukee sen teknologinen osaaminen tehoelektronikan ja ohjausjärjestelmien osalta. Sen kyky yhdistää sähkövarastot ja sähkölaaturatkaisut yhdeksi kokonaisuudeksi parantaa tuotteiden yhteensopivuutta ja vähentää mahdollisia toiminnallisia häiriöitä esimerkiksi sähkönsyötön osalta.

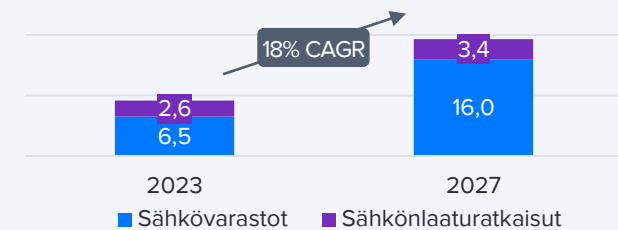
Globaalin sähkövarastomarkkinan vuosittainen liikevaihto MRD \$¹



Sähkölaaturatkaisumarkkinan vuosittainen liikevaihto MRD \$¹



Merus Powerin kohdemarkkinan koko (MRD EUR)³



- 1) Mordor Intelligence
- 2) Bloomberg New Energy Finance: Energy Storage Market Outlook 2023 H2
- 3) Lähde: Inderesin arvio. Sähkövarastoissa kohdemarkkinaksi rajattu Eurooppa.

Toimintaympäristö (3/3)

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

Kilpailuympäristö sähkölaaturatkaisuissa

Sähkölaatumarkkinalla toimii suuria kansainvälisiä toimijoita (esimerkiksi ABB, Siemens, Eaton, Schneider Electric ja Danfoss), joille sähkölaaturatkaisut eivät ole pääsääntöisesti toiminnan painopistealue. Tämäntyyppiset yhtiöt tuottavat standardoituja ratkaisuja erityisesti suuriin pääomaintensivisiin hankkeisiin, joissa toimittajat kilpailevat pääsääntöisesti laajoilla toimituskokonaisuuksilla ja kyvällä toimittaa monenlaisia komponentteja ja tuotteita.

Merus Power kuuluu pienten ja keskiuurten erikoistuneiden toimijoiden joukkoon myös sähkölaatumarkkinalla. Muita pienempiä erikoistuneita toimijoita ovat esimerkiksi Comsys, Sinexcel Electric ja Schaffner. Kilpailu erikoistuneiden toimijoiden kohdalla keskittyy pääsääntöisesti tuotteen laatuun sekä kykyyn

toimittaa kokonaisuuksia asiakkaan erityistarpeet huomioiden. Merus Powerin johdon mukaan erityisesti aasialaisten erikoistuvien yhtiöiden osalta on kuitenkin havaittavissa hintakilpailua.

Näkemyksemme mukaan yhtiön kyky kilpailla sähkölaaturatkaisuissa perustuu vahvaan teknologiaosaamiseen, suorituskykyisiin tuotteisiin sekä kykyyn mukauttaa ratkaisuja asiakkaiden erityistarpeiden mukaan. Edellä mainitut kyvykkyudet perustuvat yhtiön liiketoiminnan fokuusoitumiseen tiettyihin sähkölaadun segmentteihin sekä pitkäjänteiseen tuotekehitykseen.

Yhtiö vahvistanut asemiaan molemmissa segmenteissä

Listautumisen jälkeen Merus Power on kehittänyt kilpailukykyään sekä sähkölaaturatkaisuissa että sähkövarastoissa. Sähkölaadussa liikevaihto on kasvanut hienosti sekä tuotemyynnin että teollisuuden projektien osalta, mihin ovat osaltaan vaikuttaneet yhtiön jakelun ja myyntiorganisaation kehittyminen sekä tietenkin teknisesti kilpailukykyiset tuotteet.

Sähkövarastojen puolella Merus Power on kehittänyt viimeisten kahden vuoden aikana teknologiaa sekä erityisesti kaupallista osaamista mm. projektirahoituksen, skaalautuvuuden ja lisäpalveluiden osalta. Myös kilpailijat ovat käsityksemme mukaan pyrkineet parantamaan kannattavuuttaan, mikä on tervehdyttänyt kilpailua ja markkinan hintatasoa kysynnän kasvun jatkuessa hyvänä.

Kilpailukykytekijät

Suuret integraattorit

- Hankinnan kustannustehokkuus
- Tunnettus
- Palveluliiketoiminnan skaalaedut
- Jakelu

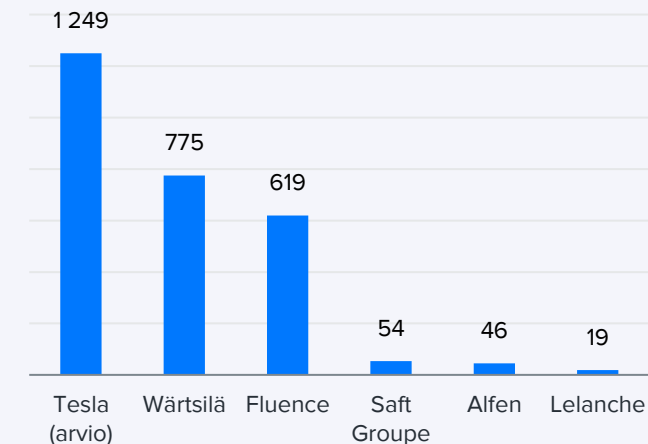


Erikoistuneet pienemmät toimijat

- Erikoistuneet omat teknologiat
- Ratkaisujen mukauttaminen asiakkaiden tarpeisiin



Liikevaihto sähkövarastoliiketoiminnasta (MEUR, 2022)¹



1) Inderesin arvio

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

Yhtiön strategia

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

Skaalautuva tuoteportfolio

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

Monikanavainen myyntistrategia

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

sähkövarastojen myyntiä, joiden markkinan se odottaa kehittyvän erityisen nopeasti.

Sähkövarastot: Kasvua keskisuurten toimitusten segmentissä järjestelmätoimittajana

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

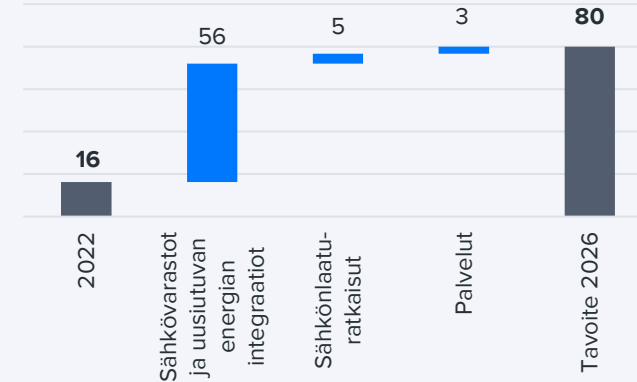
Sähkölaaturatkaisut: Kustannustehokkuus ja jakelun kehittäminen fokuksessa

Sähkölaatumarkkinoilla yhtiö haluaa keskittyä tuotteiden kannattavuuden optimointiin ja jakelun kehittämiseen uusien markkina-alueiden saavuttamiseksi. Tuotteiden kannattavuuden optimointi vaatii uusien kustannustehokkaiden ratkaisujen kehittämistä. Jakelun kehittämiseen kuuluu mm. uusien jakelusuhteiden käynnistäminen sekä uusien myyntitoimistojen avaaminen tietyissä tapauksissa. Lisäksi yhtiö haluaa profiloitua ratkaisutoimittajana järjestelmäintegraattoreille ja kasvattaa sopimusvalmistusta alkuperäisille laitevalmistajille.

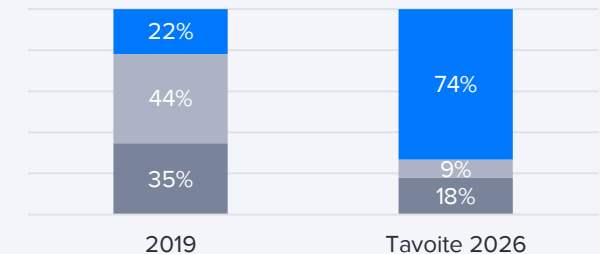
Palveluiden osuuden kasvattaminen yhteistyöverkostoa kehittämällä

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

Liikevaihdon kasvutavoitteen jakautuminen (MEUR)¹



Asiakaskunnan kehitys



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

1) Lähtötason (2021) segmenttikohtainen jakauma perustuu Inderesin arvioon

Lähteet: Merus Power ja Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

suoramyyntinä Suomessa ja Pohjoismaissa. Muissa maissa yhtiö hyödyntää jatkossakin yhteistyöverkostoaan, jotta se saa tarvittavaa paikallista osaamista palveluliiketoimintaansa varten. Merus Power aikoo kehittää maailmanlaajuisia huoltotoimintaansa kouluttamalla yhteistyöverkostoaan ja ottamalla käyttöön erilaisia etätukipalveluita.

Taloudelliset tavoitteet

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

Kasvustrategia on järkevä, vaikka projektiluontoisuus rajoittaa näkyvyyttä

Pidämme sähkövarastoihin perustuvaa kasvustrategiaa perusteltuna, sillä sähkövarastomarkkinan odotetaan kasvavan erittäin voimakkaasti seuraavan vuosikymmenen aikana ja Merus Powerin tuotteet ja teknologia vaikuttavat kohtuullisen kilpailukykyisiltä tässä segmentissä. Ratkaisujen kilpailukyky ja kannattavuus selviää kuitenkin tarkemmin vasta tulevaisuudessa, kun yhtiö pääsee raportoimaan merkittävämpää liikevaihtoa sähkövarastoprojekteista. Myyntiorganisaation, tuotekehityksen, kaupallisten konseptien ja tuotantokapasiteetin vahvistamisen tulisi arviomme mukaan vauhdittaa liiketoiminnan kasvua lähivuosien aikana. Sähkövarastojen liikevaihto otti suuren harppauksen vuonna 2023,

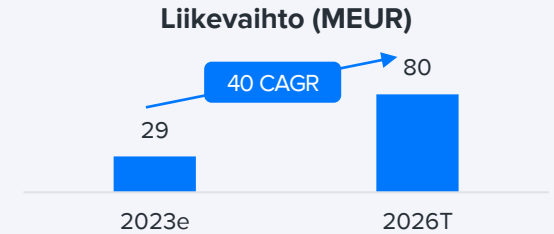
kun Merus Power sai yksittäisen 20 MEUR:n projektin Taaleri Energialta. 80 MEUR:n liikevaihtotavoitteesta 56 MEUR on suunniteltu syntyvän sähkövarastoista, mihin on viimeaikaisesta edistyksestä huolimatta vielä matkaa. Yksittäiset projektit voivat olla melko kookkaita, joten nopeaa kasvua voisi positiivisessa skenaariossa syntyä lisääkin. Liikevaihdon projektiluontoisuus kuitenkin rajoittaa keskipitkän aikavälin näkyvyyttä ja vaikeuttaa kasvun ennustamista.

Sähkölaaturatkaisujen puolella yhtiön kasvu on edennyt toistaiseksi erittäin hyvin, vaikka täytyy huomioida että teollisuuden investointisuhdanteella on todennäköisesti ollut positiivinen vaikutus kahden viime vuoden kehitykseen. Jakelun ja asiakaskunnan laajentaminen ovat olleet sähkölaaturatkaisujen osalta keskeisimpiä kehityskohteita, sillä yhtiöllä on jo hyvät ja kilpailukykyiset tuotteet. Liikevaihtotavoitteesta 20 MEUR odotetaan syntyvän sähkölaaturatkaisusta, mikä on mielestämme melko realistinen tavoite.

Kannattavuustavoite vaikuttaa haastavalta

Yhtiön tavoittelema 15 %:n kannattavuustavoite vaikuttaa mielestämme haastavalta, sillä sähkövarastoliiketoiminnassa bruttomarginaalit ovat arviomme mukaan selvästi alhaisempia kuin sähkölaaturatkaisuissa. Historiaan peilaten yksin sähkölaaturatkaisuissa 10 %:n käyttökatemarginaali olisi tehtävissä. Sähkövarastojen osalta kannattavuuden arviointi on tässä vaiheessa vielä erittäin haastavaa. Yhtiön sähkövarastoliiketoiminnan kilpailukykyyn tulisi osoittautua kilpailijoita vahvemmaksi tai markkinan kokonaisuudessaan tulisi edetä kannattavuushakuisemmaksi, jotta yhtiö voisi päästä lähelle kannattavuustavoitettaan.

Lähtökohdat taloudellisille tavoitteille



Käyttökatemarginaali (%)

Vuosi	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tavoite
Marginaali (%)	9,8 %	-9,8 %	8,1 %	5,7 %	0,6 %	5,6 %	3,6 %	>15 %

Omavaraisuusaste (%)

Vuosi	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tavoite
Omavaraisuusaste (%)	42 %	32 %	32 %	32 %	64 %	53 %	>35 %

Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema (1/2)

Liikevaihdon trendi selkeästi nouseva

Merus Powerin liikevaihto oli vuonna 2022 16,2 MEUR. Pitkällä aikavälillä katsottuna yhtiön liikevaihto on ollut kasvutrendillä, mutta vuositasolla katsottuna liikevaihto ei ole aina kehittynyt tasaisesti. Suurten projektitoimitusten ajoitukset selittävät liikevaihdon vaihtelua (kuten vuonna 2017). Suuria, yli vuoden mittaisia tai kooltaan vähintään 0,5 MEUR:n projekteja osatuloutetaan valmistumisasteen mukaisesti. Suurten projektien osuus sähkönlaaturatkaisuista on arviomme mukaan hieman yli puolet ja loput sähkönlaaturatkaisujen myynnistä on tasaisemmin kasvavaa tuotemyyntiä (mm. A2-aktiivisuodatin).

Vuosina 2018-19 liikevaihto kasvoi keskimäärin noin 10 MEUR:n tasolle erityisesti sähkötalustarvikkeiden ajamana. Lisäksi yhtiön vuonna 2017 lanseeraama A2-aktiivisuodatin sai käsityksemme mukaan hyvän vastaanoton asiakaskunnassa, mikä on tukenut yhtiön liikevaihdon kasvua. Vuonna 2020 Merus Powerin liikevaihto laski 37 % koronaviruspandemian takia viivästyneistä investointipäätöksistä johtuen. Vuonna 2021 liikevaihto palautui jälleen kasvu-uralle ja ylsi 14,8 MEUR:oon (kasvu 127 %). Kasvu jatkui vuonna 2022 maltillisempaan (10 %) sähkönlaaturatkaisujen vetämänä, vaikka sähkötalustarvikkeiden liikevaihdon oli hiljaisempi vuosi. Kasvu on kiihtynyt jälleen 2023 aikana (H1: 115 %), sillä yhtiö sai alkuvuodesta suuren yksittäisen sähkötalustarvikkeiden (20 MEUR) Taaleri Energialta.

Kustannusrakenteessa muutoksia kasvun myötä

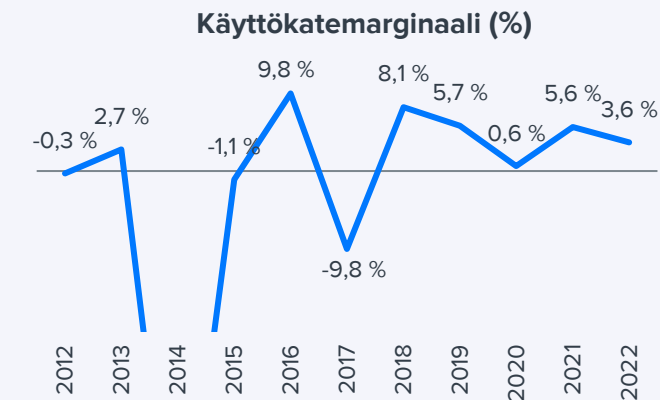
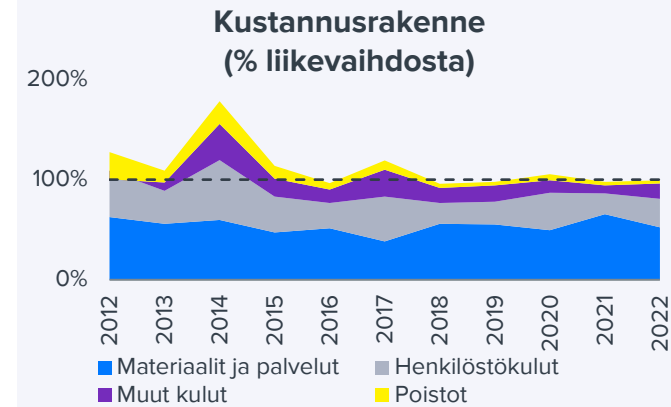
Materiaalit ja palvelut muodostavat valtaosan Merus Powerin liiketoiminnan kustannuksista. Vuosina 2012-17, materiaali- ja palvelukustannukset olivat keskimäärin 53 % yhtiön liikevaihdosta liiketoiminnan koostuessa sähkönlaaturatkaisuista. Vuosien 2018-21

aikana materiaali- ja palvelukustannukset (oikaistuna varaston muutoksella) nousivat keskimäärin 56 %:iin yhtiön liikevaihdosta, mikä arviomme mukaan johtui pääosin sähkötalustarvikkeiden liiketoiminnan korkeammista materiaalikustannuksista verrattuna sähkönlaaturatkaisuihin. Materiaalitekoprocentti voi vaihdella suurestikin vuosien välillä liikevaihdon jakauman mukana.

Henkilöstökustannusten ja liiketoiminnan muiden kulujen osuus liikevaihdosta on vaihdellut vuositasolla, mutta ollut isossa kuvassa laskemaan päin liiketoiminnan kasvun myötä. Henkilöstön määrä on kasvanut merkittävästi listautumisen jälkeen (H1'23: 82, +34 % v/v). Henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen yhteenlaskettu osuus liikevaihdosta oli 44 % vuonna 2022. Liiketoiminnan muut kulut sisältää mm. toimitiloista ja IT-resursseista aiheutuvia kustannuksia. Poistot ja arvonalentumiset olivat vuonna 2022 0,5 MEUR. Summa koostui pääosin aineettomien hyödykkeiden suunnitelman mukaisista poistoista, joihin kuuluu pääasiassa kapitalisoituja tuotekehitysinvestointeja. Yhtiö noudattaa raportoinnissaan suomalaista kirjanpitoikäytäntöä (FAS), minkä johdosta esimerkiksi vuokratilaisuuksia ei kapitalisoida taseeseen eikä poisteta vuosittain.

Tulos ollut matala kasvuponnisteluiden takia

Yhtiön kannattavuus on historiassa vaihdellut merkittävästi vuosien välillä ja ollut keskimäärin heikolla tasolla. Vuosien 2016-2022 aikana yhtiön keskimääräinen käyttökate-marginaali oli noin 3 % ja liikevoittomarginaali noin -2 %. Heikko kannattavuustaso liittyy isossa kuvassa yhtiön pieneen kokoon ja toisaalta etupainotteisiin kasvuinvestointeihin, kuten tuotekehitykseen ja myyntiorganisaation kasvattamiseen.



Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema (2/2)

Rahoituskulut ja verot matalat

Yhtiön nettorahoituskulut olivat 0,2 MEUR vuonna 2022. Yhtiön taseessa on vain vähän velkaa, joten myös rahoituskulut ovat matalat.

Yhtiö ei ole toistaiseksi maksanut juurikaan veroja, koska liiketoiminta on ollut pääosin tappiollista. Vuoden 2022 lopussa yhtiöllä oli taseessa kertynyttä tappiota nykyiseltä ja aiemmilta tilikausilta yhteensä 5,7 MEUR, josta valtaosa on verovähennyskelpoista, mikäli liiketoiminta kääntyy tulevaisuudessa voitolliseksi.

Listautumisannissa vahvistunut tase laitettu töihin

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

Listautumisen ja julkisen osakeannin yhteydessä Merus Power sai 12 MEUR:n nettovarot, jonka myötä omavaraisuusaste on parantunut selvästi yli yhtiön tavoitetason ja oli 55 % vuoden 2023 kesäkuussa. Kesäkuun 2023 lopussa yhtiöllä oli korollista velkaa 3,2 MEUR ja nettovelkaa 0,9 MEUR (H1'22: 9 MEUR nettokassa). Nettokassan kääntymisen nettovelaksi on johtunut investoinneista ja erityisesti käyttöpääoman paisumisesta.

Taseen rakenne

Kesäkuun 2023 lopussa Merus Powerin taseen loppusumma oli 22,1 MEUR, josta peräti 18,4 MEUR koostui vaihto-omaisuudesta ja saamisista. Käteisvaroja oli 1,6 MEUR. Pysyvät vastaavat olivat

yhteensä 2,2 MEUR, josta valtaosa koostui aineettomista hyödykkeistä, pääasiassa kapitalisoiduista kehitysmenoista.

Investointitarpeet ja käyttöpääoma

Merus Powerin tuotanto on koneiden ja kaluston puolesta melko pääomakevyttä ja skaalautuvaa. Uusiin tiloihin muuttaminen Ylöjärvellä on kuitenkin nostanut investointitarpeet hetkellisesti koholle ja vuoden 2023 H1:llä investointien rahavirta kasvoi 1,0 MEUR:oon (H1'22: 0,1 MEUR). Kiinteistöön liittyvä vuokrasopimus ei näy taseessa, koska yhtiö raportoi FAS-standardin mukaisesti.

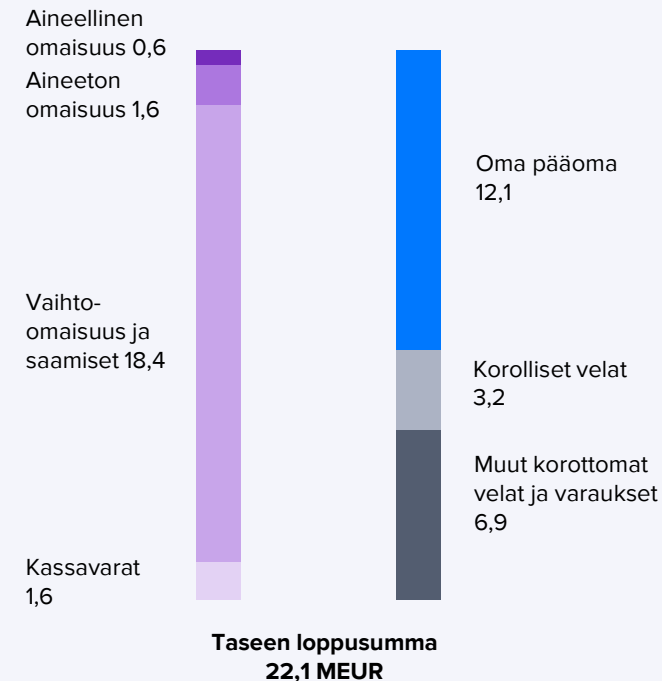
Merus Powerin liiketoiminta on historiallisesti ollut hyvin pääomakevyttä. Käyttöpääoma on merkittävin pääomia sitova taseen osa-alue ja tämä on korostunut entisestään sähkövarastoprojekteissa tavoiteltavan kasvun myötä. Nettokäyttöpääoma oli kesäkuun 2023 lopussa vain 15,2 MEUR eli 48 % koko vuodelle ennustamastamme liikevaihdosta (H1'22: 13 %).

Käsityksemme mukaan sähkönlaaturatkaisut sitovat hyvin vähän käyttöpääomaa. Yhtiön tärkeimmässä kasvusegmentissä sähkövarastoliiketoiminnassa myyntisaatavien maksuehdot ovat tyypillisesti heikommat sähkövarastotoimittajan kannalta, mikä selittää käyttöpääoman paisumista vuonna 2023 suuren 20 MEUR:n sähkövarastoprojektin myötä. Ilman osakeannissa kerättyjä varoja Merus Powerilla tuskin olisi ollut mahdollisuutta osallistua tämän kokoluokan sähkövarastoprojekteihin.

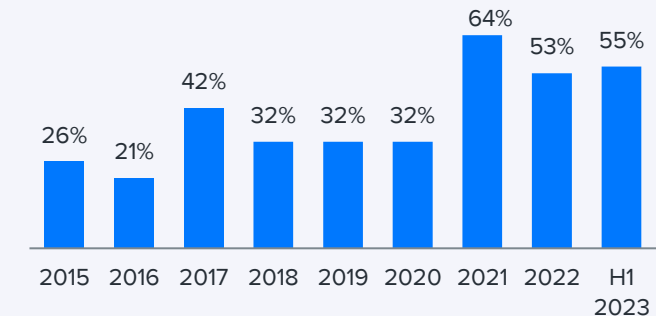
Osingonmaksu ei ole vielä ajankohtaista

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

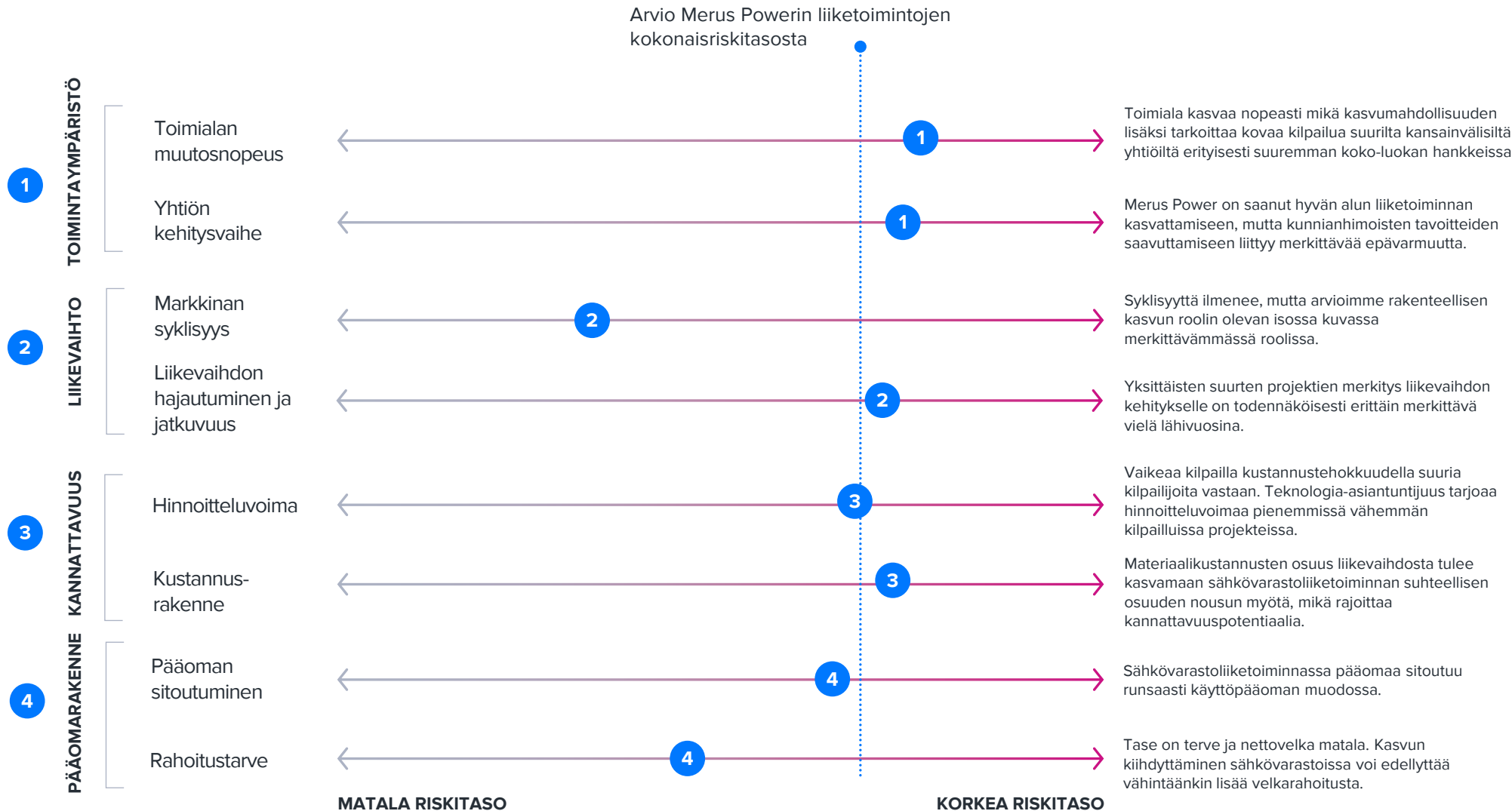
Merus Powerin tase H1'23:n lopussa (MEUR)



Omavaraisuusaste



Merus Powerin liiketoimintamallin riskiprofiili



Ennusteet (1/4)

Ennustemalli

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

Suuri projekti tuo kovaa kasvua vuodelle 2023 mutta kannattavuus jää vaatimattomaksi

Merus Power odottaa vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan merkittävästi edellisvuodesta 28-30 MEUR:oon ja käyttökateen olevan positiivinen. Vuoden alkupuoliskon liikevaihto oli 13,6 MEUR (+115 % v/v) ja käyttökate negatiivinen -0,4 MEUR, mikä johtui osin kausiluonteisuudesta ja osin kustannusylityksistä pitkissä projekteissa komponenttipulan johdosta. Koko vuoden osalta ennustamme 80 %:n kasvua. Kasvu syntyy pääosin suuresta yksittäisestä sähkövarastoprojektista Taaleri Energialle. Projektin koko on yhteensä 20 MEUR, mistä ennustamme tuloutuvan 14 MEUR vuoden 2023 aikana. Sähkölaaturatkaisuissa liikevaihto pysyy hyvällä tasolla edellisvuonna saadun tilauskannan myötä. Koko vuoden kannattavuus jää melko matalaksi kustannusylitysten, heikentyneen tuotemyynnin kysynnän sekä kohonneen kulumassan vuoksi (uudet tilat ja rekrytoinnit). Ennustamme vuoden 2023 käyttökateeksi 0,4 MEUR (2022: 0,6 MEUR) ja liikevoitoksi -0,2 MEUR (2022: 0,1 MEUR).

Vuoden 2024 kasvunäkymät ovat sumeat

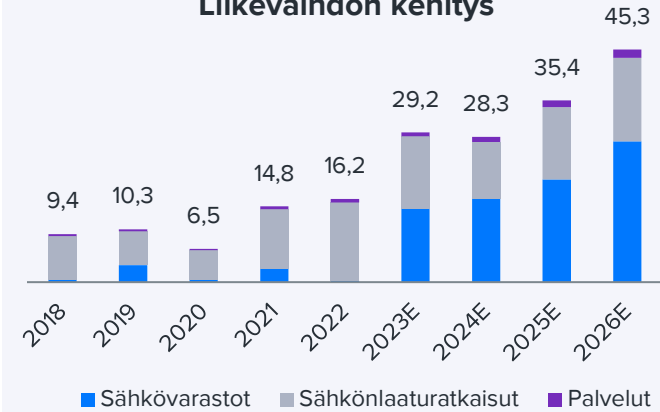
Taloussuhdanteen ja metalliteollisuuden investointihalujen jäähtyminen voi johtaa laskuun sähkölaaturatkaisuiden liikevaihdossa (ennuste 2024: -22 %). Sähkövarastoissa odotamme liikevaihdon

kasvavan 14 % (2 MEUR), mutta 16 MEUR:n ennusteesta vain noin puolet perustuu olemassa oleviin tilauksiin ja loput uusiin tilauksiin, joiden toteutuminen on vielä epävarmaa. Oletus uusista sähkövarastoprojekteista perustuu markkinan korkeaan aktiviteettiin ja kasvuun. Sähkövarastoissa yhtiöllä on myös Taalerin kanssa optio rakenteilla olevan sähkövaraston koon kasvattamisesta, mikä tuskin kuitenkaan realisoituu vielä vuonna 2024. Liikevaihto voi pahimmassa tapauksessa laskea molemmissa segmenteissä, mutta toisaalta yksittäinen suuri sähkövarastotilaus voisi kääntää kasvun konsernitason positiiviseksi. Perusoletuksemme on, että kokonaisliikevaihto laskee 3 % vuonna 2024.

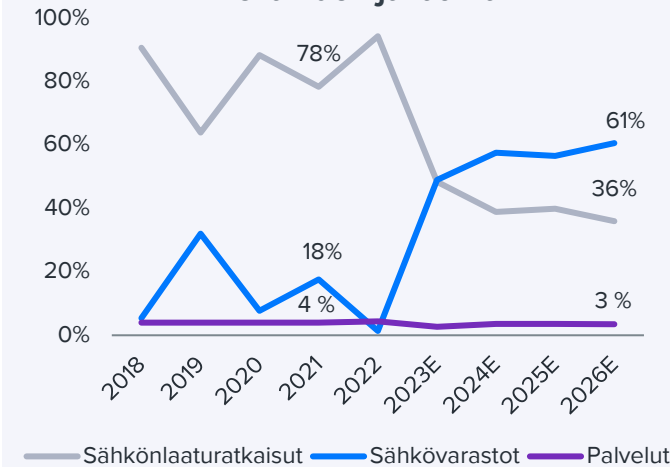
Vahvistuneet resurssit ja markkina tukevat keskipitkän aikavälin kasvua

Merus Power on asettanut itselleen 80 MEUR:n liikevaihtotavoitteen vuodelle 2026, josta peräti 56 MEUR pitäisi syntyä sähkövarastoista ja uusiutuvan energian integraatioista. Taaleri Energialle myyty suuri sähkövarasto (20 MEUR) osoittaa, että kasvua voi syntyä nopeastikin, mutta projektiluonteinen liiketoimintamalli tarkoittaa, että kasvun kehitys voi olla jatkossakin epätasaista ja vaikeasti ennustettavaa. Merus Power on tehnyt listautumisannista nostetuilla varoilla sen, mitä lupasikin eli vahvistanut merkittävästi yhtiön resursseja niin henkilöstön kuin tilojen ja teknisten työkalujen osalta. Vahva markkinakasvu (Euroopassa 22 %/v 2024-28e) tukee sähkövarastoliiketoiminnan kasvua. Merus Power on ollut käsittääksemme toistaiseksi konservatiivinen sähkövarastoprojektien hinnoittelussa, eikä ole halunnut lähteä hakemaan kasvua liian matalilla katteilla. Konservatiivisuus on osaltaan voinut jarruttaa kasvua etenkin vuosina 2021-22, jolloin kasvuyhtiöiden korkeat arvostustasot kannustivat markkinatoimijoita aggressiiviseen kilpailuun.

Liikevaihdon kehitys



Liikevaihdon jakauma



Lähde: Inderesin arvio (myös vuosien 2018-21 liikevaihdon segmenttikohtainen jakauma perustuu arvioon) **25**

Ennusteet (2/4)

Odotamme sähkövarastoliiketoiminnan kasvavan keskimäärin 23 %/v vuosina 2024-26, jolloin vuoden 2026 liikevaihto olisi 27 MEUR eli selvästi alle tavoitellun 56 MEUR:n. Projektiliikevaihdon vaikean ennustettavuuden vuoksi lopputulema voi poiketa ennusteesta merkittävästi ja yhtiö voi jopa onnistuakin tavoitteessaan.

Sähkölaaturatkaisuissa yhtiö on jatkanut jakelun ja tunnettuuden parantamista ja uskomme myös tämän segmentin kasvavan pitkällä aikavälillä. Ennustamamme keskimääräinen kasvu vuosille 2024-26 on kuitenkin vain 5 %/v, sillä pidämme vuoden 2023 lähtötasoa melko vaativana vahvan markkinasuhtanteen jälkimainingeissa. Sähkölaaturatkaisujen liikevaihto kasvaa ennusteissamme 16 MEUR:oon vuonna 2026 (strategiassa tavoitetaso noin 20 MEUR). Liiketoiminnan ennustettavuus on parempi kuin sähkövarastoissa, sillä liikevaihdosta arviomme mukaan vajaa puolet koostuu melko tasaisesta tuotemyynnistä ja reilu puolet syklisestä projektimyynnistä.

Palvelumyynti kasvaa, mutta sen osuus pysyy ennusteissamme matalana (3-4 % liikevaihdosta). Palvelumyynnin kehitykseen vaikuttaa erityisesti sähkövarastojen asennetun laitekannan kasvu. Sähkövarastoasiakkaat haluavat tyypillisesti valmiin tuotteen sekä ylläpito- ja käyttöpalveluita, jotka auttavat maksimoimaan investoinnin kokonaistuoton.

Konsernitasolla liikevaihto kasvaa ennusteissamme 45 MEUR:oon vuonna 2026, mikä tarkoittaisi 16 %:n keskimääräistä vuotuista kasvua vuosina 2024-26. Ennusteemme on siten yhtiön tavoittelemaa 80 MEUR:n tasoa matalampi, mutta näemme etenkin sähkövarastoissa mahdollisuuksia parempaan.

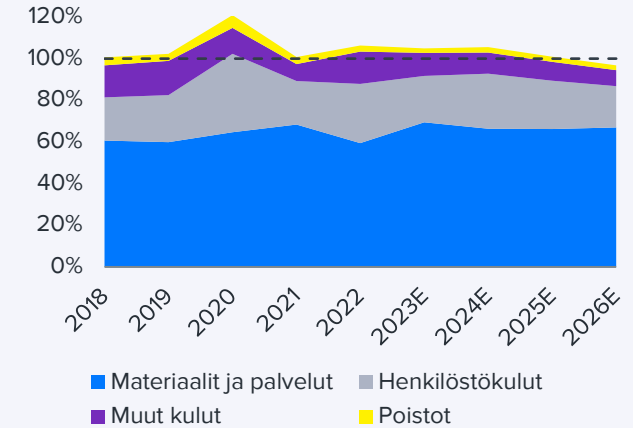
Sähkövarastojen katetaso vielä kysymysmerkki

Materiaalit ja palvelut muodostavat pääosan Merus Powerin liiketoiminnan kuluista. Sähkölaaturatkaisuilla yhtiö on yltänyt vahvoihin bruttokatteisiin (2022: 48 %), mutta liikevaihtomixin muutos kohti sähkövarastoja tulee todennäköisesti laskemaan katetasoa. Sähkövarastotoimituksissa ulkopuolelta ostettavien akkujen osuus on tyypillisesti 30-50 % järjestelmän hinnasta, mikä laskee Merus Powerin saamaa suhteellista katetta. Vuosien 2023-24 tilinpäätöksistä tulee selviämään viitteitä Taaleri Energialle toimitettavan suuren sähkövarastoprojektin kannattavuudesta, mikä antanee suuntaa myös jatkoa ajatellen. Toistaiseksi sähkövarastoliiketoiminnan bruttokatteiden arviointi on haastavaa. Esimerkiksi suurikokoisen kilpailijan Fluence Energy'n bruttokate oli vain 6 % tilivuonna 2023, mutta uskomme Merus Powerin katetason olevan parempi, koska yhtiö on itse kehittänyt ja valmistanut varastoissa käytettävän tehoelektroniikan ja ohjausjärjestelmät. Yhtiön koon kasvaessa, myös sen hankinnan tehokkuus paranee, mikä voisi tukea katetasoja. Globaalien komponenttipulan vaikutukset ovat hälvenemään päin, mutta voivat vielä jossain määrin vaikuttaa vuoden 2023 katteisiin. Ennusteemme vuoden 2023 bruttokatteeksi on 35 %, missä näkyy vielä komponenttipula ja Taaleri-projektin keskeneräisyys. Ennustamme bruttokatteen paranevan myöhemmin ja vaihtelevan välillä 36-38 % vuosina 2024-26.

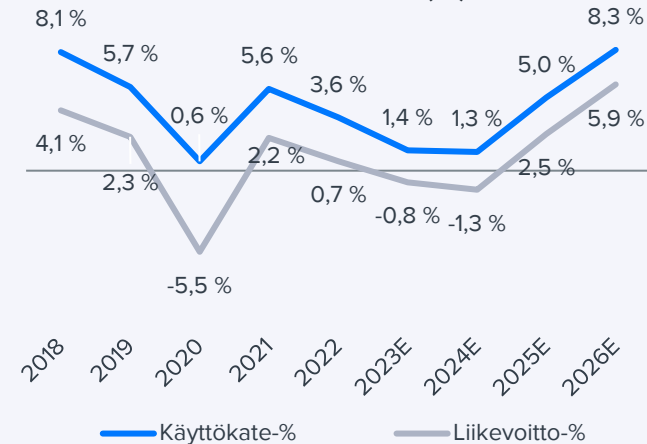
Kiinteiden kulujen nousupaine jatkuu

Yhtiö on jatkanut rekrytointeja (henkilöstön lukumäärä H1'23: +34 % v/v) ja odotamme kasvun jatkuvan tulevina vuosina, vaikkakin suhteellisesti hitaampana. Ennustamme henkilöstökulujen kasvavan 41 % vuonna 2023 ja 15 % vuonna 2024.

Kustannusrakenne (% liikevaihdosta)



Kannattavuus (%)



Ennusteet (3/4)

Liiketoiminnan muut kulut kasvavat ennusteissamme 32 % kuluvana vuonna, mihin vaikuttaa osaltaan kaksinkertaiset kustannukset toimitilavaihdojen takia sekä muut muuttoon liittyvät kertaluonteiset kustannukset. Ennustammekin liiketoiminnan muiden kulujen jopa laskevan 10 % vuonna 2024, kun vanhojen tilojen kustannusrasite poistuu poistuvat. Poistojen odotamme kasvavan selvästi vuosina 2023-24 uusiin tiloihin tehtyjen investointien myötä.

Kannattavuus voi olla lyhyellä aikavälillä paineen alla

Ennusteidemme mukaan yhtiön käyttökatemarginaali tulee olemaan kuluvana vuonna 1,4 %:n tasolla (0,4 MEUR) ja pysyy lähes yhtä matalana vuonna 2024. Lyhyen aikavälin kannattavuus on pitkälti riippuvaista myynnistä ja merkittävän kokoisten projektien voittamisesta. Keskipitkällä aikavälillä odotamme kannattavuuden parantuvan merkittävästi kasvun myötä. Ennustamme vuoden 2026 käyttökatemarginaaliksi 8,3 %, jolloin myös liikevoittomarginaali nousisi selvästi positiiviseksi 5,9 %:iin. Yhtiön perinteinen sähkölaatu-liiketoiminta voisi nähdäksemme tehdä yksinään noin 10 %:n käyttökatemarginaalia, mutta voimakkaat kasvupanostukset sähkövarastoihin painavat suhteellista kannattavuutta ennen kasvun realisoitumista. Sähkövarastoliiketoiminnan pitkän aikavälin kannattavuuden arvioiminen on toistaiseksi haastavaa.

Nettotulos kääntyisi positiiviseksi vuonna 2025

Matalasta velkaisuudesta johtuen ennustamme rahoituskulujen säilyvän matalina (2023-26e: 0,2 MEUR/v). Yhtiön ei myöskään tarvitse maksaa veroja vielä moneen vuoteen aiempien vuosien tappioista johtuen (ennusteissamme veroja aletaan maksaa vasta 2029). Nettotulos kääntyisi siis positiiviseksi vuonna 2025 (ennuste 0,7 MEUR). Kannattavuuskäänne

edellyttää vahvaa kasvua, jolloin tulos alkaisi skaalautumaan kasvaneiden kiinteiden kulujen yli. Strategiakauden lopussa vuonna 2026 odotamme yhtiön yltävän jo 2,5 MEUR nettotulokseen, mikä vastaisi 0,32 euron osakekohtaista tulosta.

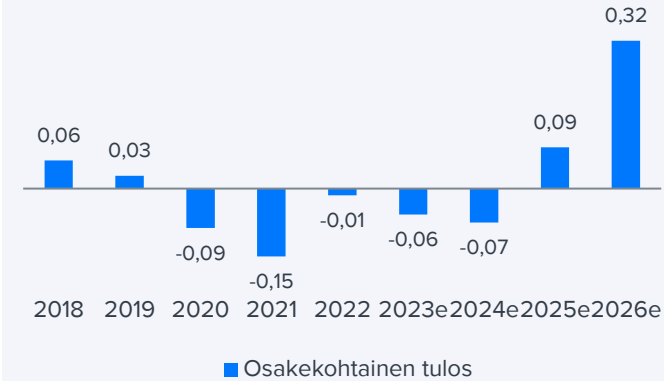
Kasvu sitoo käyttöpääomaa

Sähkövarastoliiketoiminnan kasvu on jo sitonut ja tulee sitomaan runsaasti nettokäyttöpääomaa asiakkaiden takapainotteisista maksuaikatauluista johtuen, toisin kuin sähkölaaturatkaisuissa. Arvioimme, että nettokäyttöpääoma on vuoden 2023 lopussa 40 % päättyneen vuoden liikevaihdosta. Suhde laskee ennusteissamme 35 %:iin vuoteen 2026 mennessä. Käyttöpääoman kasvun vuoksi yhtiön vapaa kassavirta kärsii suhteessa käyttökatteeseen tai liiketulokseen vuosina 2023e ja 2025-26e. Vuonna 2024 käyttöpääomaa voi purkautua, mikäli ennusteemme laskevasta liikevaihdosta toteutuu. Nettona käyttöpääomaa sitoutuu ennusteissamme 5,6 MEUR vuosina 2023-26.

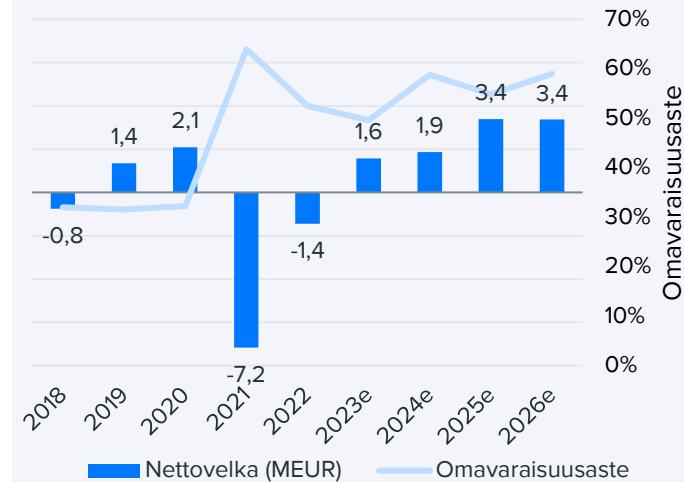
Tase ei rajoita kasvua nykyisillä oletuksilla

Uskomme, että kasvun vaatimaa lyhytaikaista käyttöpääomaa voidaan osittain rahoittaa myös velalla, etenkin mikäli projektien kannattavuus osoittautuu suotuisaksi. Nettovelka nousee ennusteissamme korkeimmillaan 3,4 MEUR:n tasolle (2025e), mikä on vielä melko matala taso. Yhtiön investoinnit ovat vuoden 2023 aikana koholla uusien toimitilojen johdosta, mutta nyt hankittu tuotantokapasiteetti voi riittää liikevaihdon kasvattamiseen jopa kohti yhtiön asettamaa 80 MEUR:n tavoitetta. Investointitarve koneisiin ja kalustoon on siten keskipitkällä aikavälillä arvioimme mukaan vähäinen. Emme kuitenkaan odota yhtiön maksavan osinkoa keskipitkällä aikavälillä, vaan uskomme varoja käytettävän kasvuun ja etenkin käyttöpääoman rahoittamiseen.

Osakekohtainen tulos (EUR)



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet (4/4)

Yksityiskohtaiset ennusteet

MEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Tilaukertymä		7	15	13	17	32			
- kasvu %			100 %	-11 %	30 %	90 %			
Tilaukanta	5	2	10	8	9	12			
- kasvu %				-17 %	8 %	32 %			
Liikevaihto	9	10	7	15	16	29	28	35	45
- kasvu %		10 %	-37 %	127 %	10 %	80 %	-3 %	25 %	28 %
Liikevaihto segmenteittäin									
Sähkönlaaturatkaisut	8	7	6	12	15	14	11	14	16
- kasvu %		-22 %	-13 %	102 %	32 %	-8 %	-22 %	28 %	15 %
Sähkövarastot	1	3	1	3	0	14	16	20	27
- kasvu %		560 %	-85 %	420 %	-91 %	6340 %	14 %	23 %	37 %
Palvelut	0	0	0	1	1	1	1	1	2
- kasvu %		10 %	-37 %	127 %	20 %	10 %	30 %	25 %	25 %
Käyttökate	0,8	0,6	0,0	0,8	0,6	0,4	0,4	1,8	3,7
- % liikevaihdosta	8,1 %	5,7 %	0,6 %	5,6 %	3,6 %	1,4 %	1,3 %	5,0 %	8,3 %
Poistot	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1
Liikevoitto	0,4	0,2	-0,4	0,3	0,1	-0,2	-0,4	0,9	2,7
- % liikevaihdosta	4 %	2 %	-6 %	2 %	1 %	-1 %	-1 %	3 %	6 %
Investoinnit	0,3	0,5	0,5	0,6	0,8	1,5	0,8	1,0	1,1
Nettokäyttöpääoma	0,3	2,5	3,0	4,7	10,1	11,7	11,3	13,4	15,8
Nettovelka	-0,8	1,4	2,1	-7,2	-1,4	1,6	1,9	3,4	3,4

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Teknologiayhtiö, jonka kilpailuvalttina asiantuntijuus ja erikoistunut osaaminen

2.

Suosiolliset megatrendit ja markkinan voimakas kasvunopeus

3.

Projektiluonteinen liiketoimintamalli ja matala jatkuvan liikevaihdon osuus vaikeuttavat ennustamista

4.

Sähkövarastoliiketoiminnan kannattavuutta ei ole vielä päästy todentamaan isossa mittakaavassa

5.

Korkea riskitaso, mutta myös suuri arvonluontipotentiaali, mikäli tavoitteissa onnistutaan

Potentiaali



- Teknologia-asiantuntijuus ja erikoistuneisuus sähkölaaturatkaisuissa ja sähkövarastoissa
- Modulaarinen ja skaalautuva tuoteportfolio mahdollistaa liiketoiminnan nopean kasvattamisen
- Voimakas markkinakasvu etenkin sähkövarastoissa energiantuotannon murroksen ajamana
- Listautumisannin varoilla tehty runsaasti pohjatyötä kasvun eteen ja vahvistettu mm. tuotekehitystä, tuotantoa sekä myyntiä
- Palveluliikevaihdon odotettua voimakkaampi kasvu voisi tukea kannattavuutta ja hieman lisätä jatkuvan liikevaihdon osuutta

Riskit



- Sähkövarastoprojektien matalampi bruttokate rajoittaa kannattavuuspotentiaalia, vaikka tuovatkin runsaasti potentiaalia liikevaihdon kasvulle
- Sähkövarastomarkkinan kannattavuus on vielä kysymysmerkki
- Kannattavuuden parantaminen tavoitellulle tasolle on arviomme mukaan haastavaa ja vaatii merkittävästi suuremman skaalan
- Liikevaihdon epätasainen kehitys altistaa kurssivaihtelulle
- Suuret kilpailijat etenkin sähkövarastosegmentissä

Arvonmääritys (1/4)

Arvonmäärityksen yhteenveto

Merus Powerin tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat kasvupanostuksista johtuen toistaiseksi korkeat, mutta onnistuminen sähkövarastovetoisen kasvustrategian toteuttamisessa voisi kääntää tulos pohjaiset arvostuskertoimet melko edullisiksi jo muutamassa vuodessa. Yhtiö toimii energiamurroksen vauhdittamalla markkinasegmenteillä, joista erityisesti sähkövarastoissa markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat vahvat. Osaketarinan kannalta keskeinen kysymys liittyy sähkövarastoliiketoiminnan kilpailukykyyn ja kannattavuuteen, mistä ei olla vielä saatu riittäviä näyttöjä. Ensimmäisen suuren sähkövarastoprojektin loppuun saattaminen vuonna 2024 tulee tarjoamaan suuntaa toiminnan kannattavuudesta.

Pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta riittämättömänä ottaen huomioon, että vuoden 2024 kasvunäkymä on nykyisen tilauskannan valossa epävarma ja toisaalta teollisuuden heikentyneet investoinnit painavat sähkölaatu puolen kasvua. Tilanne voi muuttua uusien merkittävien tilausten myötä sekä mikäli sähkövarastoliiketoiminnan katetasosta saataisiin positiivisia indikaatioita.

Merus Powerin arvostusta tukevia tekijöitä:

- Erikoistunut teknologia-asiantuntemus ja kilpailukykyinen tehoelektronikka
- Megatrendien tukema markkinakasvu
- Organisaation kyvyt ja resurssit kasvaneet, mikä ei näy vielä liikevaihdossa (näkyvät kustannuksissa)

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Lyhyen aikavälin matalahko kannattavuus

- Osa liiketoiminnasta vahvasti projektiluonteista
- Sähkövarastoliiketoiminnan kilpailukykyistä ja kannattavuudesta ei vielä vahvoja todisteita

Tulos pohjainen arvostus on toistaiseksi korkea

Mielestämme tulos pohjaista arvostusta kannattaa tarkastella EV-pohjaisten kertoimien kautta, jotka ottavat huomioon nykyiset nettokassavarat sekä taseen kehityksen. Ennustamme vuosien 2023-24 tuloksien jäävän melko mataliksi, joten katseet täytyy suunnata vuosien 2025-26 ennusteisiin. EV/EBIT olisi vuosien 2025-26 ennusteilla 37x ja 12x. EV/EBITDA puolestaan 18x ja 9x. Näistä jälkimmäiset eli vuoden 2026 arvostuskertoimet olisivat mielestämme kohtuulliset, mikäli näkyvyys sähkövarastoliiketoiminnan kilpailukykyyn ja kannattavuuden skaalautumiseen olisi vahvempi. Mikäli kilpailukyky osoittautuisi vahvaksi, voisi sähkövarastoliiketoiminta kasvaa ennusteitamme nopeamminkin ja jatkaa voimakasta kasvua vuoden 2026 jälkeen, jolloin osakkeessa olisi voimakasta nousupotentiaalia. Vastaavasti, mikäli sähkövarastoliiketoiminnan kannattavuus osoittautuu heikoksi, voi yhtiön olla vaikeaa kattaa nouseita kiinteitä kuluja ja saada tulosta tasolle, jolla nykyinen osakekurssi olisi perusteltu.

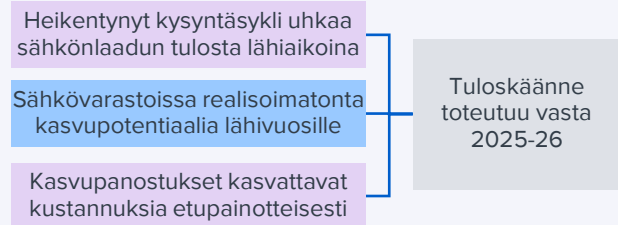
Merus Powerin arvostus suhteessa kasvuyhtiöihin

Merus Powerin arvostustasoa kuuluu mielestämme verrata erikoistuneisiin ja vahvasti kasvaviin sähkövarastoja ja sähkölaaturatkaisuja tuottaviin yhtiöihin. Olemme valineet pääverroikeiksi kiinalaisen Sinexcel Electricin, hollantilaisen Alfenin ja yhdysvaltalaisen Fluence Energyyn.

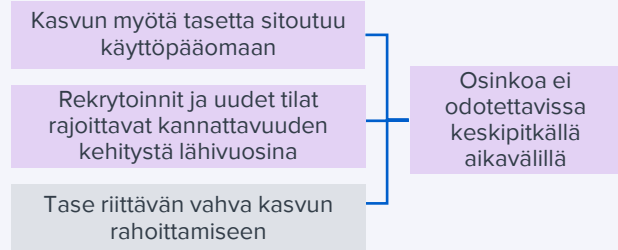
Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

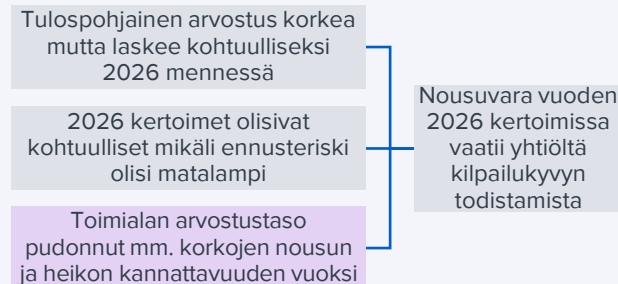
Tulos kasvun ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



3v säteellä ~10 %:n vuotuinen tuotto-odotus, mikä ei riitä ylittämään tuotto vaatimusta.

Arvonmääritys (2/4)

Tulospohjaisesti katsottuna Merus Power on toteutuneella tuloksella näitä ydinverrokkiyhtiöitään kalliimpi, sillä yhtiön EV/EBIT-ennusteet ovat negatiiviset lähivuosille 2023-24. Myös verrokkiryhmän kasvuyhtiöiden tulospohjaiset kertoimet ovat korkeita, sillä myös näillä kannattavuus ei ole vielä yltänyt pitkän aikavälin potentiaalia vastaavalle tasolle (koskee varsinkin puhtaasti sähkövarastoihin keskittyvää Fluence Energyä).

Liikevaihtopohjaisesti katsottuna Merus Power on verrokkeja edullisempi (EV/liikevaihto 2023e: 1,1x vs. verrokki 2,6x). Liikevaihtopohjaisessa tarkastelussa täytyy kuitenkin huomioida että näkyvyys Merus Powerin kannattavuuteen on heikompi kuin verrokkiyhtiöillä ja yhtiön näytöt vahvasta pitkän aikavälin kasvusta ovat myöskin verrokkeja heikommat. Merus Powerin vuoden 2023 liikevaihdosta vajaa puolet perustuu yhteen sähkövarastoprojektiin, jonka katetasosta ei vielä ole tietoa. Koska yhtiön kasvustrategian kulmakiven sähkövarastoliiketoiminnan kannattavuutta ei ole vielä testattu ja todistettu, pidämme verrokkeja matalampaa EV/liikevaihto-kerrointa perusteltuna. Yhtiön onnistuessa todistamaan sähkövarastoliiketoiminnan kannattavuuden arvostus voisi kuitenkin nousta verrokkiryhmän tasolle, jolloin osakkeessa olisi huomattavasti nousupotentiaalia.

Pelkkä sähkölaatuiliiketoiminta ei riitä kattamaan nykyistä osakekurssia

Pääverrokkien lisäksi olemme ottaneet arvostusvertailuun mukaan myös hitaammin kasvavia perinteisempiä sähköteknologia-alalla mukana olevia yhtiöitä, kuten ABB, Schneider Electric ja Wärtsilä. Näiden yhtiöiden vertaaminen suoraan Merus Poweriin on mielestämme epärelevanttia, mutta

kyseisen ryhmän arvostuskertoimista voidaan päätellä mille tasolle Merus Powerin arvostustaso voisi päätyä pitkällä aikavälillä, jos alla olevan markkinan kasvu mahdollisesti hidastuisi. Kyseisiä verrokkiyhtiöitä hinnoitellaan keskimäärin EV/EBIT-kertoimella 14x. Jotta Merus Powerin nykyinen yritysarvo voitaisiin perustella (2023e: 33 MEUR), tulisi yhtiön tehdä 2,3 MEUR:n liikevoittoa, mihin voitaisiin ennusteidemme mukaan yltää vuonna 2026 (2026e EBIT: 2,7 MEUR). Merus Powerin sähkölaatuiliiketoiminta on kasvuprofiililtaan melko lähellä kyseisiä verrokkiyhtiöitä ja kateprofiililtaan hieman parempaa, mutta emme usko että sähkölaatuiliiketoiminta yksin yltäisi 2,3 MEUR:n liikevoittoon. Arvioimme sähkölaatuiliiketoiminnan liikevaihdoksi vuonna 2023 14,1 MEUR. Liiketoiminta voisi arviomme mukaan tehdä hyvässä skenaariossa 8-10 %:n liikevoittomarginaalia (EBIT: 1,1-1,4 MEUR), jolloin sähkölaatuiliiketoiminnan arvo olisi hieman yli puolet yhtiön nykyisestä yritysarvosta. Voimme siten päätellä, että sähkövarastoista täytyy kuoriutua arvoa luovaa liiketoimintaa, jotta nykyinen osakekurssi tai mahdollinen nousuvara voisivat olla mahdollisia. Täytyy toki muistaa, että käyttöpääomaan on tällä hetkellä sitoutuneena merkittävästi sähkövarastoliiketoimintaan liittyvää pääomaa, mikä heikentää nykyisen yritysarvon ja sähkölaatuiliiketoiminnan potentiaalisen erillisarvon keskinäistä vertailukelpoisuutta.

Skenaariopohjainen arvostus

Käytämme arvonmäärityksen tukena myös skenaariopohjaista arvostusta. Muodostamme kolme eri skenaariota (taulukko seuraavalla sivulla) Merus Powerin liikevaihdolle ja liikevoittomarginaalille vuodelle 2026, mikä on tällä hetkellä asetettu yhtiön strategian ja taloudellisten tavoitteiden määränpääksi.

Arvostuskertoimien yhteenveto

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,82	3,82	3,82
Osakemäärä, milj. kpl	7,64	7,64	7,64
Markkina-arvo	29	29	29
Yritysarvo (EV)	31	31	33
P/E (oik.)	neg.	neg.	42,3
P/E	neg.	neg.	42,3
P/B	2,3	2,5	2,3
P/S	1,0	1,0	0,8
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	0,9
EV/EBITDA (oik.)	75,7	84,7	18,4
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	36,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Vertailu ydinverrokkiryhmään

Yhtiö	Sinexcel Electric	Alfen	Fluence Energy	Verrokki ka.	Merus Power
Liikevaihdon vuosittainen kasvu 2022-25e	53 %	21 %	49 %	41 %	30 %
EBIT-% 2024e	16 %	10 %	1 %	9 %	-1 %
EV/EBIT 2024e	35	21	158	71	-
EV/liikevaihto 2023e	3,0	2,6	2,0	2,6	1,1

Lähde: Inderesin arvio, Refinitiv ja Bloomberg

Arvonmääritys (3/4)

Pyrimme havainnollistamaan yhtiön potentiaalista arvoa EV/liikevoitto-kertoimien avulla. Skenaarioiden toteutumistodennäköisyydet eivät ole yhtä suuret, sillä pidämme hyvin epätodennäköisenä että yhtiön liikevoittomarginaali kohoaisi yli 10 %:iin vuonna 2026 (positiivinen skenaario). Myös perusskenaarion ja jopa negatiivisen skenaarion kannattavuuteen kohdistuu jonkin verran epävarmuustekijöitä, koska kaikki skenaariot edellyttävät liikevaihtoa sähkövarastoista ja sähkövarastoliiketoiminnan kannattavuuden arviointi on toistaiseksi vaikeaa. Olemme olettaneet yksinkertaisuuden nimissä, että yhtiön nettokassa kehittyi kaikissa skenaarioissa nykyisten ennusteidemme mukaisesti. Optimistinen skenaario vaatisi eniten pääomien sitomista liiketoimintaan, mutta tuo myös eniten liikevoittoa vuoteen 2026 mennessä.

Perusskenaariossa vuoden 2026 liikevaihto olisi 45 MEUR ja liikevoittomarginaali olisi 5,9 %. Uskomme, että yhtiöllä olisi tuossa vaiheessa yhä suotuisat kasvunäkymät mm. sähkövarastomarkkinan rakenteellisen kasvun johdosta. Siten osaketta voitaisiin hinnoitella skenaariossamme EV/liikevoitto-kertoimella 15x. Näillä oletuksilla saisimme vuonna 2026 yhtiön EV:ksi MEUR 40 ja markkina-arvoksi MEUR 37. Tämä tarkoittaisi 9 %:n vuotuista tuottoa, mikä jäisi kuitenkin hieman alle olettamamme oman pääoman tuottovaatimuksen (10,4 %).

Optimistisessa skenaariossamme olemme asettaneet liikevaihdon ja kannattavuuden havainnollistamistarkoituksessa yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaiselle vähimmäistasolle. Pidämme skenaarion toteutumista kuitenkin erittäin epätodennäköisenä, sillä toistaiseksi sähkövarastotoimialalla kilpailijoiden kannattavuudet

ovat olleet matalia. Skenaariossa liikevaihto olisi 80 MEUR ja liikevoittomarginaali 12,5 %, jolloin liikevoitto asettuisi 10 MEUR:oon. Tällaista erittäin kannattavaa ja nopeasti kasvavaa liiketoimintaa voitaisiin arvostaa korkeilla kertoimilla (oletuksena skenaariossa EV/EBIT 20x). Osakkeen arvo olisi siten vuonna 2026 tässä skenaariossa lähes 7-kertainen nykyhintaan nähden. Skenaario havainnollistaa osakkeen korkeaa potentiaalia, mikäli yhtiön sähkövarastoratkaisut osoittautuisivatkin erittäin kilpailukykyisiksi ja selkeästi kannattavammiksi kuin kilpailijoilla.

Pessimistisessä skenaariossa liikevaihto jäisi 34 MEUR:oon vuonna 2026, mikä sekin vaatisi 5 %:n vuotuista kasvua (vuoden 2023 lähtötaso on melko vahva yksittäisen ison projektin vuoksi). Heikommasta kasvusta johtuen myös arvostuskertoimet jäävät tässä skenaariossa vaatimattomiksi ja osakkeen arvosta sulaisi kaksi kolmasosaa.

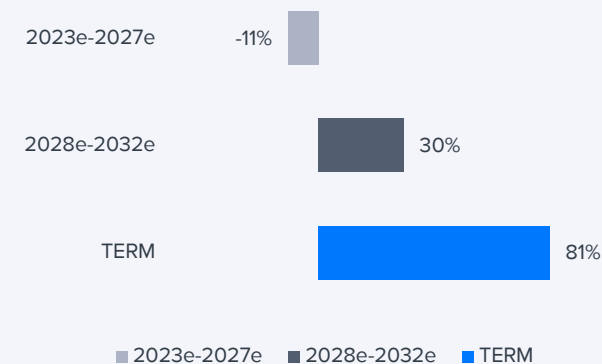
DCF-arvostus

Kassavirtoihin perustuva DCF-laskelmamme antaa Merus Powerin oman pääoman arvoksi 30 MEUR (3,9 euroa per osake). Ennustemallissamme 2024-2026 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu on hyvällä tasolla (16 %/v.), mutta ennustamme vuoden 2026 liikevaihdon jäävän kuitenkin selvästi alle taloudellisen tavoitteen (45 vs. 80 MEUR). Tämän jälkeen kasvu hidastuu ennusteissamme keskimäärin 11 %:n tasolle vuosina 2027-31. Vuodesta 2032 alkavalla terminaalijaksolla kasvu on 3 %. Mallissamme EBIT-marginaali nousee vuoteen 2026 mennessä 5,9 %:n tasolle ja EBITDA-marginaali 8,3 %:n tasolle (yhtiön tavoite keskimäärin yli 15 %:n EBITDA-marginaali). Kannattavuus säilyy pitkän aikavälin ennusteissamme vuoden 2026e tasolla.

Skenaarioanalyysi

Vuonna 2026 MEUR	Negatiivinen skenario	Perusskenaario	Positiivinen skenario
Liikevaihdon vuosikasvu 2024-26	5 %	16 %	40 %
Liikevaihto	34	45	80
Liikevoitto-%	3,0 %	5,9 %	12,5 %
Liikevoitto	1,0	2,7	10,0
EV/EBIT (x)	12	15	20
= EV	12	40	200
Nettokassa 2026e	-3	-3	-3
= Markkina-arvo	10	37	198
Osakekurssi 2026	1,3	4,9	25,8
Tuotto	-67 %	28 %	576 %
Vuotuinen tuotto (~3v)	-31 %	9 %	89 %

DCF: Rahavirran ajoituksen jakauma



Arvonmääritys (4/4)

Mallissa käytetty pääoman kustannus (WACC) on 9,2 % ja terminaali-jakson osuus rahavirroista 81 %, mikä on erittäin korkea. Käytämme korkeahkoa oman pääoman kustannusta (10,4%), koska näemme yhtiön tulevaisuudennäkymiin sisältyvän huomattavan paljon epävarmuutta. Oman pääoman kustannuksen laskeminen 1%-yksiköllä nostaisi DCF-arvonmääritystä 20 %:lla ja nostaminen laskisi arvoa 15 %:lla.

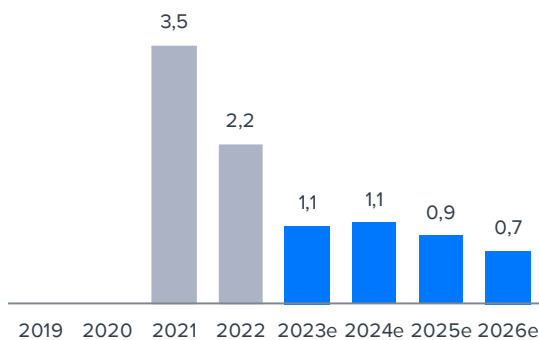
Oleellinen DCF-arvostusta laskeva tekijä liittyy Merus Powerin lähivuosien käyttöpääomatarpeisiin. Sähkövarastoliiketoiminnan nopean kasvun myötä yhtiön liiketoiminta sitoo lisää käyttöpääomaa, minkä johdosta vuosien 2023-26 kassavirrat ovat ennusteissamme yhteensä -1 MEUR, vaikka kannattavuus kääntyykin ennusteissamme selvästi positiiviseksi vuosina 2025-26. Käyttöpääoman sitoutuminen selittää osittain, miksi niin suuri osa arvosta painottuu terminaali-jaksolle.

Arvostustaulukko

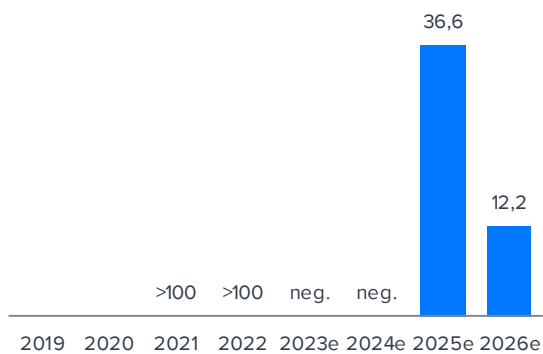
Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi				7,70	4,77	3,82	3,82	3,82	3,82
Osakemäärä, milj. kpl				6,53	7,64	7,64	7,64	7,64	7,64
Markkina-arvo				59	36	29	29	29	29
Yritysarvo (EV)				52	35	31	31	33	33
P/E (oik.)				neg.	neg.	neg.	neg.	42,3	11,8
P/E				neg.	neg.	neg.	neg.	42,3	11,8
P/B				4,5	2,8	2,3	2,5	2,3	1,9
P/S				4,0	2,3	1,0	1,0	0,8	0,6
EV/Liikevaihto				3,5	2,2	1,1	1,1	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)				62,4	59,3	75,7	84,7	18,4	8,7
EV/EBIT (oik.)				>100	>100	neg.	neg.	36,6	12,2
Osinko/tulos (%)				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 %

Lähde: Inderes

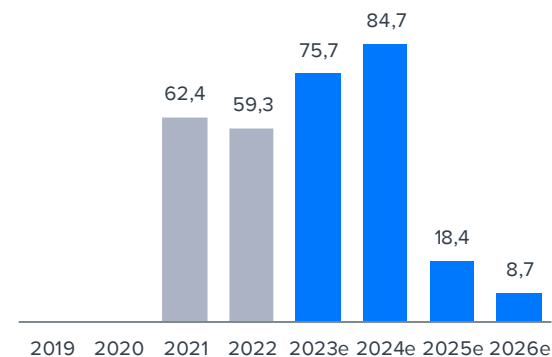
EV/Liikevaihto



EV/EBIT



EV/EBITDA



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Sinexcel Electric	1055	1029	56,0	35,0	17,4	12,2	3,0	2,1	21,4	15,4	1,0	1,3	5,0
Schaffner Holding	331	322	15,8	14,6	12,2	11,3	1,8	1,7	22,9	20,8	2,2	2,4	4,0
Alfen	1217	1296	31,5	20,9	24,5	16,2	2,6	2,1	42,1	27,7			6,7
ABB	74023	77028	16,6	16,1	14,2	13,8	2,6	2,6	22,0	21,4	2,2	2,3	5,8
Schneider Electric	102538	115890	19,0	17,8	15,8	14,9	3,2	3,1	23,0	21,1	2,0	2,1	3,7
Wärtsilä	7749	8121	16,5	13,1	12,4	10,4	1,3	1,2	23,7	17,7	2,4	3,0	3,4
Fluence Energy	3997	3774		158,2		55,4	2,0	1,4		93,9			10,1
Merus Power (Inderes)	29	31	-134,6	-85,3	75,7	84,7	1,1	1,1	-68,1	-51,8	0,0	0,0	2,3
Keskiarvo			25,9	39,4	16,1	19,2	2,4	2,0	25,9	31,1	1,9	2,2	5,5
Mediaani			17,8	17,8	15,0	13,8	2,6	2,1	23,0	21,1	2,2	2,3	5,0
Erotus-% vrt. mediaani			-856 %	-579 %	405 %	515 %	-59 %	-47 %	-397 %	-346 %	-100 %	-100 %	-54 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	6,5	14,8	6,3	9,9	16,2	13,6	15,6	29,2	28,3	35,4	45,3
Konserni	6,5	14,8	6,3	9,9	16,2	13,6	15,6	29,2	28,3	35,4	45,3
Käyttökate	0,0	0,8	-0,2	0,8	0,6	-0,4	0,8	0,4	0,4	1,8	3,7
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,5	-0,2	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,4	0,3	-0,4	0,5	0,1	-0,7	0,5	-0,2	-0,4	0,9	2,7
Liikevoitto	-0,4	0,3	-0,4	0,5	0,1	-0,7	0,5	-0,2	-0,4	0,9	2,7
Konserni	-0,4	0,3	-0,4	0,5	0,1	-0,7	0,5	-0,2	-0,4	0,9	2,7
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,1	-1,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	-0,5	-1,0	-0,6	0,5	-0,1	-0,8	0,4	-0,4	-0,6	0,7	2,5
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,5	-1,0	-0,6	0,5	-0,1	-0,8	0,4	-0,4	-0,6	0,7	2,5
EPS (oikaistu)	-0,07	-0,15	-0,08	0,07	-0,01	-0,11	0,05	-0,06	-0,07	0,09	0,32
EPS (raportoitu)	-0,09	-0,15	-0,08	0,07	-0,01	-0,11	0,05	-0,06	-0,07	0,09	0,32

Tunnusluvut	2020	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-36,9 %	127,2 %	44,6 %	-4,9 %	9,7 %	114,9 %	57,7 %	80,0 %	-3,0 %	25,0 %	28,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-192,6 %	-28,4 %	-42,7 %	-68,2 %	68,5 %	-8,7 %	-315,7 %	59,2 %	-344,4 %	200,1 %
Käyttökate-%	0,6 %	5,6 %	-3,5 %	8,2 %	3,6 %	-2,9 %	5,1 %	1,4 %	1,3 %	5,0 %	8,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	-5,5 %	2,3 %	-6,7 %	5,3 %	0,7 %	-5,2 %	3,1 %	-0,8 %	-1,3 %	2,5 %	5,9 %
Nettotulos-%	-7,1 %	-6,5 %	-10,1 %	5,3 %	-0,7 %	-6,1 %	2,6 %	-1,5 %	-2,0 %	2,0 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	1,2	1,5	2,4	2,4	2,5
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,1	1,3	2,2	2,3	2,4
Käyttöomaisuus	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
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	19,1	23,0	22,8	17,8	20,4
Vaihto-omaisuus	2,1	10,8	14,6	11,3	12,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,9	7,0	7,3	5,7	7,1
Likvidit varat	10,1	5,3	0,9	0,8	1,0
Taseen loppusumma	20,3	24,5	25,1	20,2	22,9

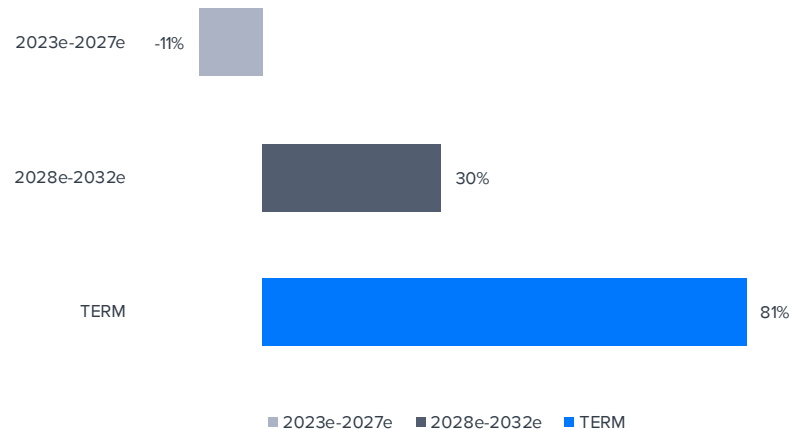
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	13,0	12,9	12,5	11,9	12,6
Osakepääoma	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Kertyneet voittovarot	-4,8	-4,9	-5,3	-5,9	-5,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,0	2,6	1,5	1,6	2,6
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	1,8	2,5	1,5	1,6	2,6
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	5,3	9,0	11,2	6,7	7,7
Korolliset velat	1,1	1,4	1,0	1,1	1,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,3	7,6	10,2	5,7	6,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	20,3	24,5	25,1	20,2	22,9

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,7 %	80,0 %	-3,0 %	25,0 %	28,0 %	15,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	0,7 %	-0,8 %	-1,3 %	2,5 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %
Liikevoitto	0,1	-0,2	-0,4	0,9	2,7	3,1	3,4	3,7	4,1	4,5	4,6	
+ Kokonaispoistot	0,5	0,6	0,7	0,9	1,1	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-5,4	-1,6	0,4	-2,1	-2,4	-1,9	-1,5	-1,6	-1,0	2,0	-0,6	
Operatiivinen kassavirta	-4,8	-1,2	0,7	-0,4	1,3	2,4	3,3	3,6	4,7	8,2	4,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,8	-1,5	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,5	-2,8	-0,1	-1,3	0,2	1,2	1,8	2,0	3,0	6,5	3,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-5,5	-2,8	-0,1	-1,3	0,2	1,2	1,8	2,0	3,0	6,5	3,1	51,4
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,8	-0,1	-1,1	0,2	0,8	1,2	1,2	1,6	3,2	1,4	23,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		28,6	31,4	31,5	32,6	32,4	31,6	30,5	29,3	27,7	24,5	23,1
Velaton arvo DCF		28,6										
- Korolliset velat		-3,8										
+ Rahavarat		5,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		30,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,9										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	6,5	14,8	16,2	29,2	28,3	EPS (raportoitu)	-0,09	-0,15	-0,01	-0,06	-0,07
Käyttökate	0,0	0,8	0,6	0,4	0,4	EPS (oikaistu)	-0,09	-0,15	-0,01	-0,06	-0,07
Liikevoitto	-0,4	0,3	0,1	-0,2	-0,4	Operat. kassavirta / osake	-0,09	-0,14	-0,62	-0,15	0,09
Voitto ennen veroja	-0,5	-1,0	-0,1	-0,4	-0,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,20	-0,22	-0,72	-0,37	-0,01
Nettovoitto	-0,5	-1,0	-0,1	-0,4	-0,6	Omapääoma / osake	0,37	1,99	1,69	1,63	1,56
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	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	6,2	20,3	24,5	25,1	20,2	Liikevaihdon kasvu-%	-37 %	127 %	10 %	80 %	-3 %
Oma pääoma	2,0	13,0	12,9	12,5	11,9	Käyttökateen kasvu-%	-93 %	1881 %	-29 %	-31 %	-10 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-250 %	-193 %	-68 %	-316 %	59 %
Nettovelat	2,1	-7,2	-1,4	1,6	1,9	EPS oik. kasvu-%	-404 %	72 %	-90 %	290 %	32 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	0,6 %	5,6 %	3,6 %	1,4 %	1,3 %
Käyttökate	0,0	0,8	0,6	0,4	0,4	Oik. Liikevoitto-%	-5,5 %	2,3 %	0,7 %	-0,8 %	-1,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,5	-1,7	-5,4	-1,6	0,4	Liikevoitto-%	-5,5 %	2,3 %	0,7 %	-0,8 %	-1,3 %
Operatiivinen kassavirta	-0,5	-0,9	-4,8	-1,2	0,7	ROE-%	-23,3 %	-12,9 %	-0,8 %	-3,4 %	-4,6 %
Investoinnit	-0,5	-0,6	-0,8	-1,5	-0,8	ROI-%	-7,4 %	3,1 %	0,6 %	-1,4 %	-2,5 %
Vapaa kassavirta	-1,1	-1,4	-5,5	-2,8	-0,1	Omavaraisuusaste	32,3 %	64,0 %	52,5 %	49,6 %	58,8 %
						Nettovelkaantumisaste	105,1 %	-55,2 %	-11,2 %	12,7 %	15,7 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	0,3	3,5	2,2	1,1	1,1						
EV/EBITDA (oik.)	50,2	62,4	59,3	75,7	84,7						
EV/EBIT (oik.)	neg.	>100	>100	neg.	neg.						
P/E (oik.)	0,0	neg.	neg.	neg.	neg.						
P/B	0,0	4,5	2,8	2,3	2,5						
Osinkotuotto-%		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
01/11/2021	Lisää	9,20 €	8,29 €
03/01/2022	Vähennä	9,40 €	9,52 €
10/02/2022	Lisää	8,20 €	7,54 €
24/08/2022	Vähennä	7,20 €	7,89 €
15/11/2022	Vähennä	5,20 €	5,00 €
09/02/2023	Vähennä	6,50 €	6,82 €
02/08/2023	Vähennä	5,00 €	4,95 €
24/08/2023	Vähennä	4,00 €	4,36 €
12/12/2023	Vähennä	3,70 €	4,08 €
15/12/2023	Vähennä	3,70 €	3,82 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**