

Merus Power

Laaja raportti

18.11.2022 19:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tuloskasvu painottunee strategiakauden loppuvuosille

Merus Power on sähkövarastoihin ja sähkönlaaturatkaisuihin erikoistunut teknologiayhtiö, joka pyrkii hyötymään energiamarkkinan murroksesta ja erityisesti sähkövarastomarkkinan vahvasta kasvunäkymästä. Tuloskasvu painottunee lähemmäs strategiakauden loppupäätä (2026), sillä organisaation kasvattaminen ja uusiin tuotantotiloihin siirtyminen todennäköisesti hidastavat kannattavuuskehitystä lähivuosina ja toisaalta sähkövarastoliiketoiminnan kasvu ei ole vielä lähtenyt liikkeelle aivan odotustemme mukaisesti. Tuotto-odotus ei mielestämme riitä kattamaan lähiaikojen epävarmuustekijöitä ilman parempaa näkyvyyttä sähkövarastovetoiseen tuloskasvuun, joten toistamme vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehinnan 5,0 euroon (aik. 7,2).

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. Listautumisen yhteydessä (2021) laadittu strategia korostaa nopeasti kasvavan sähkövarastomarkkinan osuutta yhtiön kasvussa, vaikka toistaiseksi kasvu on syntynyt pääosin sähkönlaaturatkaisuista. 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.

Listautumisen jälkeinen kehitys ei ole vielä todistanut strategian toimivuutta

Listautumisen yhteydessä kerätyn 12 MEUR:n pääoman pitäisi mahdollistaa yhtiölle aiempaa suurempien projektien tavoittelu voimakkaasti kasvavalla sähkövarastomarkkinalla (2019-30e CAGR: 20 %). Uusia merkittäviä sähkövarastoprojekteja ei kuitenkaan ole vielä saatu, mikä käsityksemme mukaan on johtunut mm. kovasta hintakilpailusta toimialalla. Sen sijaan sähkönlaaturatkaisuissa kasvu on edennyt jopa odotettua paremmin, mutta kyseisen osa-alueen markkinakasvu on maltillisempaa (2020-27e CAGR: 6 %). Vuoden 2026 liikevaihtotavoitteen (80 MEUR) saavuttamisessa sähkövarastoille on suunniteltu tärkeä rooli (75 % liikevaihdosta), joten arvioitua hitaampi startti kyseisessä segmentissä tekee liikevaihtotavoitteen saavuttamisesta haastavaa (2026e liikevaihto: 43 MEUR). Myös organisaation kehittämisen ja suurempien tilojen hankkimisen aiheuttama kiinteän kulumassan kasvu tulee painamaan kannattavuutta lyhyellä aikavälillä komponenttipulan vaikutusten lisäksi.

Sähkövarastoliiketoiminnan kannattavan kasvun todistaminen kääntäisi tuotto-odotuksen paremmaksi

EV/liikevoitto-kertoimiin katsottuna yhtiö on kallis (2022-23e: 54x ja 25x), mutta arvostus laskee keskipitkällä aikavälillä laadukkaista toimialan kasvuyhtiöistä koostettua ydinverokkiryhmää edullisemmaksi (2024e: 14x vs. verrokki 21x). Sähkövarastoliiketoiminnan saaminen kestäväälle kasvu-uralle sekä kyseisen segmentin kannattavuuden todistaminen voisivat nostaa yhtiön laadukkaiden kasvuyhtiöiden kategoriaan, mutta toistaiseksi yhtiö ei vielä mielestämme ansaitse ydinverokkiryhmän tasoisia pitkän aikavälin arvostuskertoimia. Laskimme tavoitehintaa kohonneen tuottovaatimuksen sekä pienten ennusteleikkausten myötä.

Suositus

Vähennä

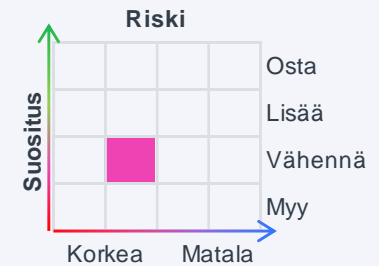
(aik. Vähennä)

5,00 EUR

(aik. 7,20 EUR)

Osakekurssi:

4,77



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	14,8	18,5	23,1	28,8
kasvu-%	127 %	25 %	25 %	25 %
EBIT oik.	0,3	0,5	1,2	2,0
EBIT-% oik.	2,3 %	2,9 %	5,1 %	7,1 %
Nettotulos	-1,0	0,1	0,9	1,8
EPS (oik.)	-0,15	0,02	0,11	0,24

P/E (oik.)	neg.	>100	42,1	19,8
P/B	4,5	2,8	2,6	2,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	>100	54,4	24,9	14,3
EV/EBITDA	62,4	28,4	16,3	10,4
EV/Liikevaihto	3,5	1,6	1,3	1,0

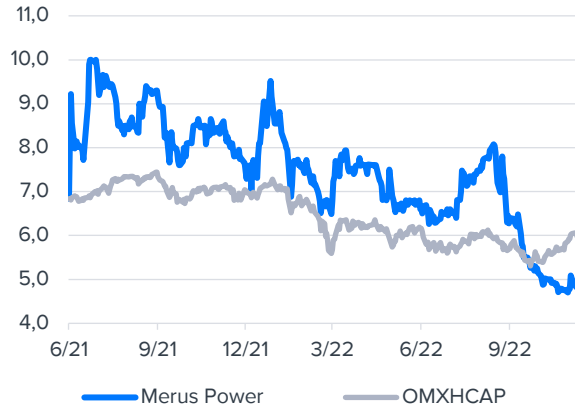
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

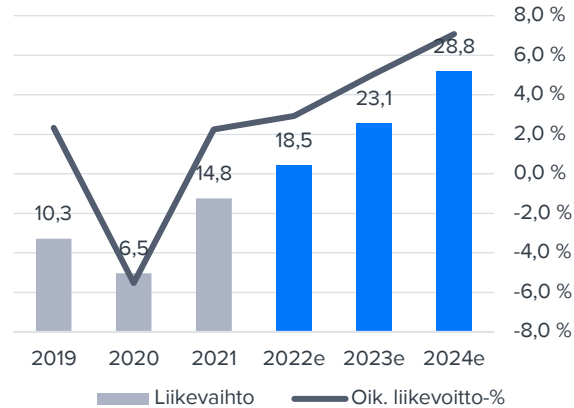
Yhtiön liikevaihto kasvaa verrattuna edelliseen vuoteen ja yhtiön käyttökate on positiivinen vuonna 2022.

Osakekurssi



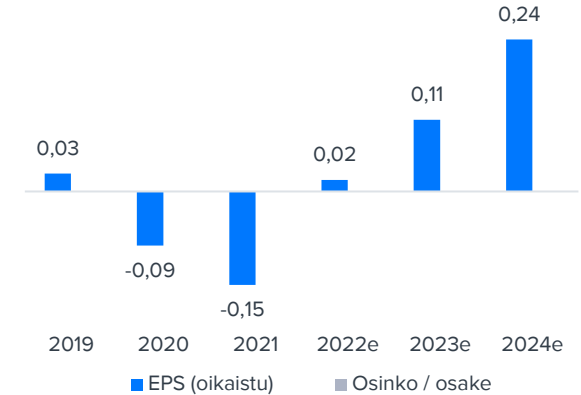
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Pitkän aikavälin kannattavuustasoon liittyvä epävarmuutta
- Pieni koko rajoittaa hankinnan kustannussäästöjä toistaiseksi
- Liiketoiminnan projektiluonteisuus tuo heiluntaa liikevaihdon kehitykseen
- Tuotantokapasiteetin nopea kasvattaminen voi tuoda lisäkustannuksia
- Vahvat kilpailijat etenkin suuremmissa sähkövarastoprojekteissa
- Vielä alkuvaiheessa olevaan sähkövarastoliiketoimintaan on ladattu paljon kasvuodotuksia yhtiön strategiassa

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,77	4,77	4,77
Osakemäärä, milj. kpl	7,64	7,64	7,64
Markkina-arvo	36	36	36
Yritysarvo (EV)	29	29	29
P/E (oik.)	>100	42,1	19,8
P/E	>100	42,1	19,8
P/Kassavirta	>100	58,1	>100
P/B	2,8	2,6	2,3
P/S	2,0	1,6	1,3
EV/Liikevaihto	1,6	1,3	1,0
EV/EBITDA (oik.)	28,4	16,3	10,4
EV/EBIT (oik.)	54,4	24,9	14,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/3)

Merus Power lyhyesti

Merus Power on suomalainen teknologiayhtiö, joka kehittää ja tuottaa sähkövarastoja, sähkölaaturatkaisuja ja palveluita. Sähkölaaturatkaisuja myydään globaalille asiakaskunnalle, mutta sähkövarastojen osalta myynti on toistaiseksi keskittynyt Suomeen. Yhtiöllä on oma myyntiorganisaatio 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 2021 yhtiön liikevaihto oli 14,8 MEUR, mikä vastasi 127 %:n kasvua suhteessa heikkoon edellisvuoteen. Käyttökate oli 0,8 MEUR ja liikevoitto 0,3 MEUR. Vuoden 2021 aikana yhtiössä työskenteli yhteensä keskimäärin 52 henkilöä, mutta H1 2022 aikana työntekijöitä oli jo 61 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 nelinkertaistuvan vuosien 2019-25 aikana, mikä vastaisi noin 25 % vuosittaista kasvuvauhtia. Sähkölaaturatkaisujen kohdemarkkinan odotetaan kasvavan 6 % vuosivauhtia vuosien 2020-2027 välillä.

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

Tavoitteena liikevaihdon moninkertaistaminen

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

Yhtiön strategisia kulmakiviä ovat:

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



Merus Power Oyj lyhyesti

- Vuonna 2008 perustettu suomalainen sähkövarastoihin ja sähkölaaturatkaisuihin keskittynyt teknologiayhtiö
- Tavoittelee voimakasta kasvua erityisesti nopeasti kasvavilla sähkövarastojen markkinoilla, mutta pyrkii myös kasvamaan markkinaa nopeammin sähkölaaturatkaisuissa
- Yhtiö listautui Helsingin pörssiin kesäkuussa 2021
- Yhtiö keräsi listautumisannilla noin 12 MEUR nettovarot, joita se aikoo käyttää mm. aiempaa suurempien sähkövarastotoimitusten vaatiman käyttöpääoman rahoittamiseen, tuotekehitys- ja toimitilahankkeisiin sekä myynnin ja markkinoinnin kehittämiseen
- Konsernin liikevaihto 2021: 14,8 MEUR (kasvu 127 %)
- Konsernin oikaistu liikevoitto 2021: 0,3 MEUR (EBIT 2,3 %)
- Konsernin henkilöstö keskimäärin H1 2022: 61

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/3)

Listautuminen mahdollistaa sähkövarastoliiketoiminnan kasvattamisen

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

Onnistunut laajentuminen sähkövarastoihin parantaisi yhtiön asemaa alan arvoketjussa

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

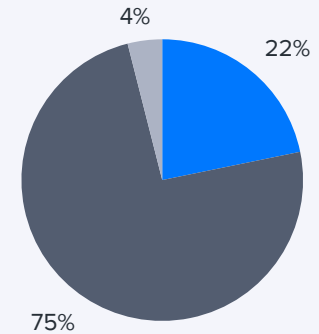
Kilpailukyky perustuu erikoistuneeseen teknologiaosaamiseen ja suorituskykyisiin tuotteisiin

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

Tuotanto tapahtuu Nokialla

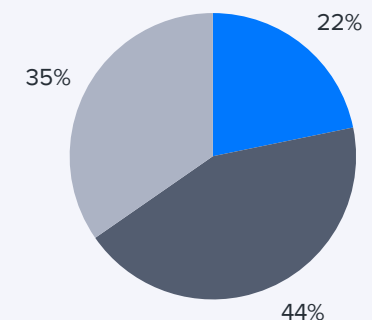
Merus Powerin tuotteet valmistetaan Nokialla. Kokoonpanolinjasto kokoaa tuotteet hankituista komponenteista, minkä jälkeen tuotteet testataan perusteellisesti. Tämän jälkeen tuotteet lähetetään asiakkaalle, missä tuotteet asennetaan kaappeihin ja yhdistetään kontrolliyksikköön. Asennus on tyypillisesti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

Liikevaihdon jakauma¹



- Sähkövarastot ja uusiutuvan energian integraatiot
- Sähkölaaturatkaisut
- Palvelut

Asiakkaat toimialoittain¹



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

¹) Keskimäärin vuosien 2018-20 aikana

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/3)

Uusien tilojen etsiminen tulee pian ajankohtaiseksi

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

Tilausten 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 omilla varastoissaan, jotta asiakaskysyntään voidaan vastata nopeasti. Erikoistuneemmissa sähkölaaturatkaisuissa, kuten Merus UPQ – tuotteissa toimitusajat venyvät kuukausiin. Raskaan teollisuuden STATCOM- ja SVC-toimitukset sekä sähkövarastojen rakennusprojektit kestävät

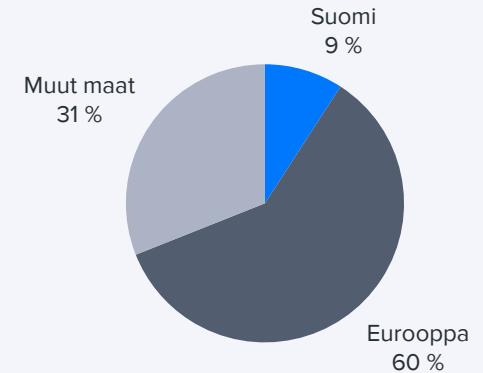
tyypillisesti noin vuoden. Pidemmät toimitusajat toisaalta mahdollistavat tuotannon kapasiteetin optimoimisen, mutta toisaalta kasvattavat komponenttien hintoihin liittyvää kustannusriskiä, sillä kaikkia toimituksen vaatimia komponentteja ei hankita välittömästi tilauksen saapuessa.

Globaalia jakeluverkostoa halutaan kasvattaa

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 Arabiemiratteihin. Yhtiön markkina-asemassa saksankielisen Euroopan alueella on kehittämisen varaa ja yhtiö pyrkii nyt panostamaan tähän alueeseen omalla paikallisella läsnäololla. Lähi-iltä puolestaan on jo nyt yhtiölle tärkeä alue ja uuden myyntikonttorin on tarkoitus tarjota teknistä tukea alueella toimiville jakelijoille ja siten vahvistaa Merus Powerin asemaa alueella. Yhtiö 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 (2021)

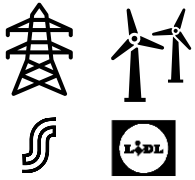


Merus Power kartalla



Asiakkaat

Uusiutuvan energian hyödyntäjät



Kiinteistöt



Raskas teollisuus



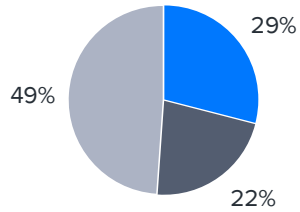
Muu teollisuus



Infrastruktuuri



Omistus



- Laajennettu johtoryhmä
- Pääomasijoittajat
- Muut

Liiketoimintaidea

Merus Power on kasvuun tähtäävä teknologiayhtiö, joka hyödyntää kestävän energian murrosta.

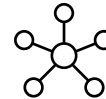
Strategian kulmakivet

- 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



Päakilpailijat tuoteryhmittäin

ABB FLUENCE

WÄRTSILÄ Nidec

TESLA Leclanché Energy Storage Solutions

SAFT

ALFEN POWER TO ADAPT

Danfoss Schneider Electric

SIEMENS ABB

EATON - COMSYS

Sinexcel

SCHAFFNER

Resurssit

Teknologia-osaaminen



Tuotekehitys, kokoonpano ja testaus Nokialla



Henkilöstö H1 2022: 61



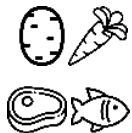
Monikanavainen jakelu



Kustannusrakenne % liikevaihdosta (2021)



Henkilöstökulut (21%)



Materiaalit ja palvelut (65%)



Liiketoiminnan muut kulut (9%)



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 (75 % vuosien 2018-20 liikevaihdosta) ovat toistaiseksi olleet Merus Powerin liiketoiminnan selkäranka, mutta yhtiön johto odottaa sähkövarastojen ja uusiutuvan energian integraatioiden osuuden (22 % liikevaihdosta) kasvavan tulevaisuudessa. Yhtiö panostaa myös palvelumyynnin osuuden (4% liikevaihdosta) kasvattamiseen.

Skaalautuvuus, muokattavuus ja suorituskyky tekevät yhtiön tuotteista kilpailukyisiä

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

Sähkövarastot

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

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

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

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

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

Sähkönlaaturatkaisut

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

Palvelut

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

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

Tuotteet ja palvelut (2/4): Sähkönlaaturatkaisut

Sähkönlaaturatkaisut: A2, HPQ ja UPQ

Merus™ A2 – aktiivinen harmoninen suodatin

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



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

Merus™ HPQ – hybridikompensaattori (Hybrid Power Quality)

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



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

Merus™ UPQ – keskeytymätön tehonsyöttö (Uninterrupted Power Quality)

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



- Erikoistunut ratkaisu kohteisiin, joissa vaaditaan keskeytymätöntä tehonsyöttöä

Tuotteet ja palvelut (3/4): Sähkönlaaturatkaisut

Sähkönlaaturatkaisut raskaan teollisuuden tarpeisiin: Merus™ STATCOM ja SVC

Merus™ STATCOM – aktiivinen loistehon 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 sähkönlaatua, vähentää häiriöitä ja lisää prosessien toimintavarmuutta.
- Erittäin nopea vasteaika – vain 0,6 millisekuntia, sekä korkea tehoteho.

Yleistä tietoa STATCOM-teknologiasta

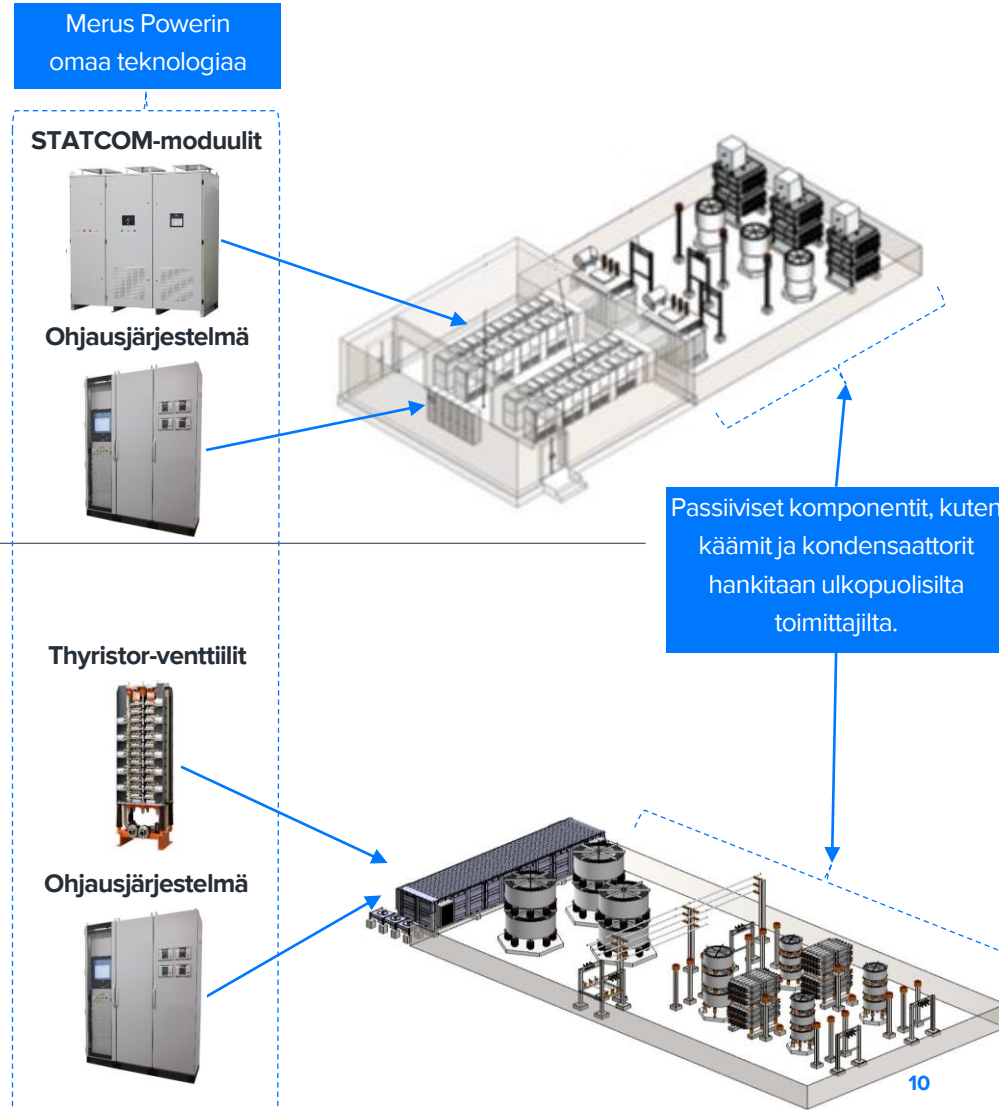
- Laitteita käytetään mm. terästeollisuudessa ja kaivoksissa.
- STATCOM-teknologia yleistyi teollisuuden käytössä 2000-luvulla ja on osittain korvannut SVC-järjestelmien käyttöä paremman suorituskyvynsä ansiosta.

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 sähkönlaatua, vähentää häiriöitä ja lisää prosessien toimintavarmuutta.
- Vasteaika 20 millisekuntia.

Yleistä tietoa SVC-teknologiasta

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



Tuotteet ja palvelut (4/4): Sähkövarastot

Merus™ ESS - sähkövarastot

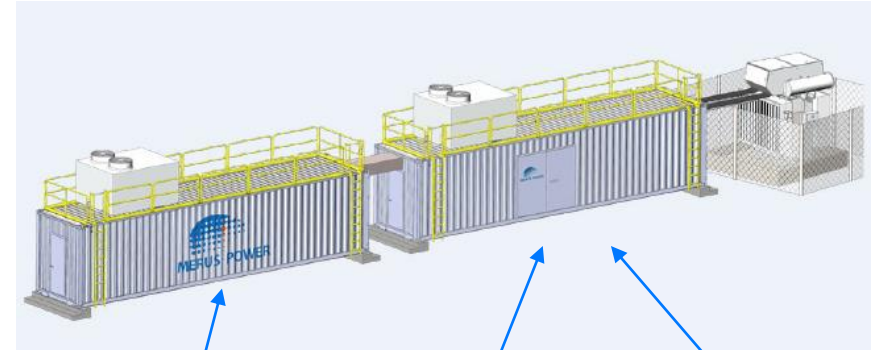
Merus™ ESS -sähkövarastot mahdollistavat sähkön varastoimisen ja jakamisen

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

Käyttökohteita sähkövarastoille

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

Merus ESS –sähkövarastojen tärkeimmät teknologiat



Akustot

- Ostetaan ulkopuoliselta toimittajalta
- 30-50% kokonaiskustannuksista

Ohjaus- ja suojausjärjestelmät

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

A2-moduuleihin perustuvat verkkoinverterit

Asiakkaat (1/2)

Asiakkaat lyhyesti

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

Asiakaskunnan hajautuneisuus

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

Uusiutuvan energian hyödyntäjät

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

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

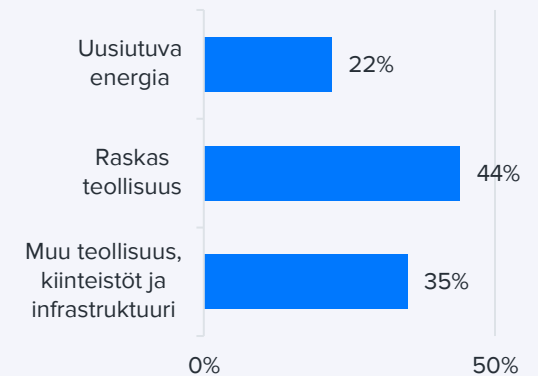
Sähkönlaaturatkaisujen merkitys korostuu uusiutuvan energian tuotannon kohdalla, koska aurinko- ja tuulivoimasähkön laatu on tyypillisesti heikompaa verrattuna esimerkiksi kaasu- tai ydinvoimalan tuottamaan sähkөөn. Tällöin uusiutuvan energian tuottaja voi joutua hankkimaan sähkönlaaturatkaisun, kuten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

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

Infrastruktuurialan toimijat

Merus Powerin potentiaaliseen asiakaskuntaan kuuluu laajasti erilaisia infrastruktuurialan toimijoita,

Asiakkaat toimialoittain 2018-20



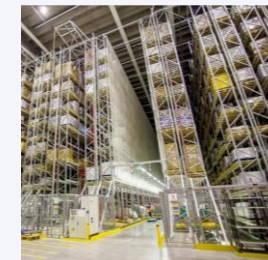
Tyypillisiä käyttökohteita



Valokaariuuni



Tuulivoimala



Logistiikkakeskus



Datakeskus

Asiakkaat (2/2)

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

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

Raskas teollisuus

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

Teollisuuden prosessien eri vaiheet ja laitteistot sisältävät taajuusohjattuja moottoreita, jotka aiheuttavat 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 Power tarjoaa kiinteistöille aktiivisuodattimia sekä keskeytymättömän sähkönsyötön Merus™ UPQ -järjestelmiä turvaamaan sähkönsyötön erityisesti sellaisissa kriittisissä käyttökohteissa, joissa keskeytymätön sähkönsyöttö on tärkeää, kuten sairaaloissa ja lentokentillä. Merus Powerin ratkaisuja voidaan hyödyntää myös esimerkiksi kauppakeskusten hissien ja liukuportaiden katkottoman toiminnan turvaamiseksi sekä sairaaloiden laitteiden toiminnan turvaamiseksi.

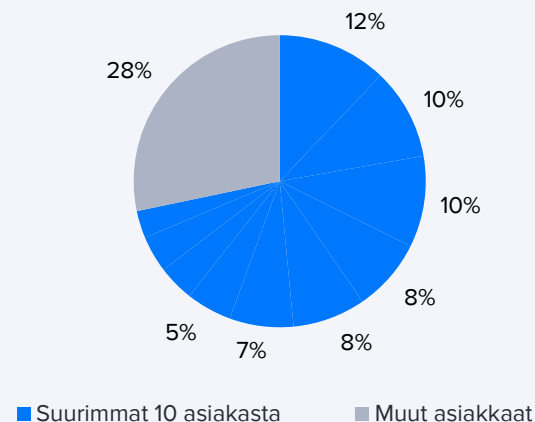
Muu teollisuus

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

Ilmoitetut sähkövarastoasiakkuudet

Asiakas	Käyttöönotto	Akuston kapasiteetti MWh	Teho MW
LEMENE ¹	2019	1,3	1,6
TuuliWatti	2019	6,0	6,0
Lidl	2019	1,6	2,6
S-Ryhmä	2021	2,0	2,0
Elenia	2023e ²	1,2	1,2
Helen	2023e ²	0,25	0,25

Liikevaihto asiakkaittain 2018-2020



- 1) Lempäälän energiayhteisö
- 2) Perustuu Inderesin arvioon

Jakelukanavat

Jakelukanavat lyhyesti

Tällä hetkellä pääosa Merus Powerin tuotteiden jakelusta tapahtuu laajan kumppaniverkoston kautta. Yhtiöllä on oma suoramyyntiorganisaatio 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. Sähkönlaatumarkkinoilla 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 sähkönlaaturatkaisujen 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
- 39 jälleenmyyjän verkosto mahdollistaa tuotteiden maailmanlaajuisen myynnin



Järjestelmäintegraattorit

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

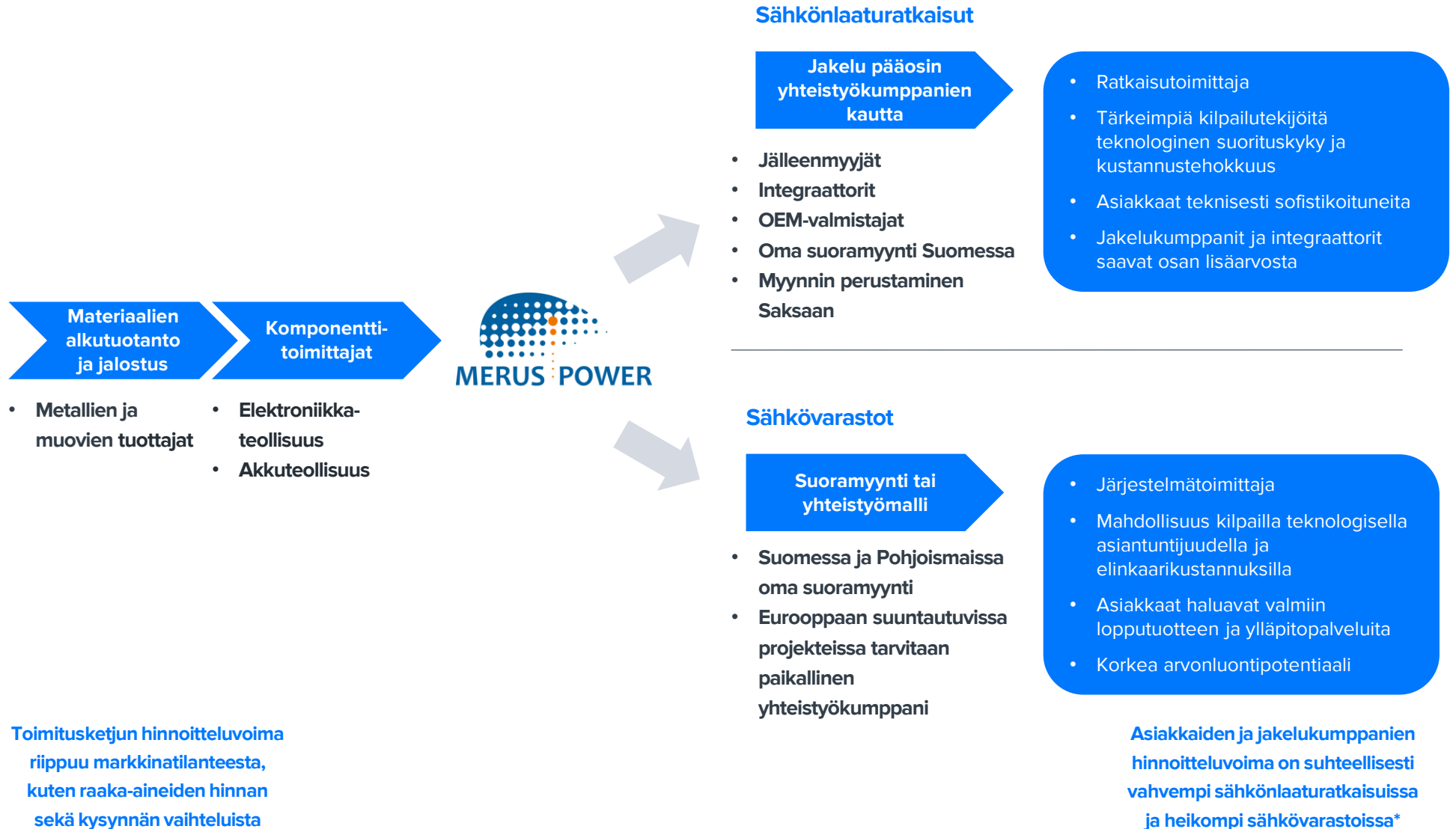


Tuotemerkkikumppanuudet

- 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. Lyhyellä aikavälillä sähkövarastomarkkinalla vallitsee voimakas hintakilpailu.

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 fossiilista polttoaineista eroon pyrkiminen. Samalla teknologinen kehitys on tehnyt uusiutuvan energian käyttöönnotosta 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.

Uusiutuvien energialähteiden osuus kasvussa

Uusiutuvien energialähteiden osuus globaalista sähköntuotannosta kasvoi vuosien 2010-2021 välisenä aikana 20 %:sta 30 %:iin. Kansainvälisen uusiutuvan energian viraston (IRENA) raportin

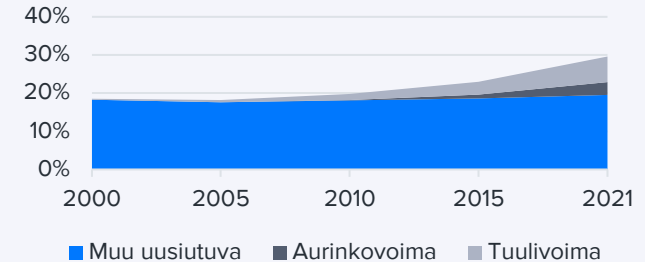
perusteella uusiutuvan energian osuuden sähköntuotannosta arvioidaan kasvavan vuoden 2018 ja 2030 välillä 26 %:sta 38 %:iin sekä jatkavan kasvua vuoteen 2050 asti, jolloin sen arvioidaan muodostavan noin 55 % sähköntuotannosta. Samalla tuuli- ja aurinkovoiman tuotantokapasiteetin arvioidaan kasvavan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

Uusiutuvien energialähteiden tuotanto-kustannukset ovat olleet laskevalla trendillä pitkällä aikavälillä. Tuotanto-kustannusten lasku näkyy erityisesti tuuli- ja aurinkovoimassa, joissa teknologinen kehitys ja kilpailu ovat laskeneet tuotantokustannuksia. LCOE-menetelmällä (Levelized Cost of Energy) laskettuna aurinkovoiman kustannukset ovat laskeneet noin 80 % ja tuulivoiman noin 60 % vuoden 2009 ensimmäisen vuosipuoliskon jälkeen. Arvioimme uusiutuvan energian kustannustason jatkavan laskemistaan tulevana vuosina teknologisen kehityksen ja lisääntyvän kilpailun myötä, vaikka lyhyellä aikavälillä kustannusinflaatio voi kasvattaa komponenttien ja materiaalien hintoja.

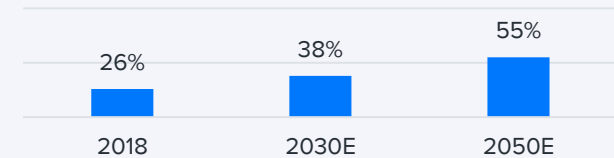
Energiantuotannon hajautuneisuuden kasvu

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

Uusiutuvan energian osuus globaalista sähköntuotannosta, toteutunut¹



Uusiutuvan energian osuus globaalista sähköntuotannosta, ennuste²



Tuuli- ja aurinkoenergian tuotantokapasiteetti (GW)²



1) Lähde: IEA (Kansainvälinen Energijärjestö)

2) Lähde: IRENA World Energy Transitions Outlook (2020)

Toimintaympäristö (2/3)

Älykkäät sähköverkot sekä sähkövarastot mahdollistavat loppukäyttäjien omien paikallisten energialähteiden kuten aurinkopaneelien kytkemisen sähköverkkoon. Siten loppukäyttäjien tuottamaa energiaa voidaan hyödyntää osana koko valtakunnallista sähköverkkoa. Siirtyminen keskittyneestä sähköntuotantoinfrastruktuurista kohti hajautettua tuotantoa edellyttää siten kyvykkyyksiä hallita yhä moninaisempaa sähköinfrastruktuuria kuin myös yhä vaihtelevampaa sähköntuotantoa. Sähkövarastot ovat keskeisessä roolissa näiden muutosten mahdollistamisessa sekä hallitsemisessa.

Regulaation vaikutukset yhtiön loppumarkkinoihin

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

Sähkövarastomarkkinalta odotetaan nopeaa kasvua

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

tuotantomäärien voimakkaasta kasvusta ja toisaalta keskimääräisten hintojen laskusta. Vuosien 2018 ja 2030 välillä sähkövarastojen tuotantokapasiteetin arvioidaan kasvavan noin 30 gigawattista 370 gigawattiin, ja vuoteen 2050 mennessä kapasiteetin arvioidaan nousevan 3 400 gigawattiin. Kapasiteetin kasvua on tukenut sähkövarastoissa käytettävien litiumioniakkujen hintojen lasku viime vuosikymmenen aikana. Akkuteknologian kehitys on laskenut litiumioniakuston keskihintaa noin 88 % vuosien 2010 ja 2020 välillä. Kustannusinflaatio on kuitenkin jopa nostanut akkujen hintoja vuoden 2022 aikana, mutta uskomme hintojen laskun jatkuvan pitkällä aikavälillä.

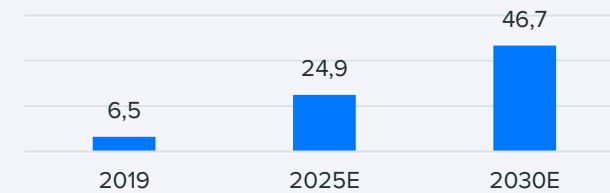
Sähkölaadun puolella markkinakasvu maltillisempaa

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

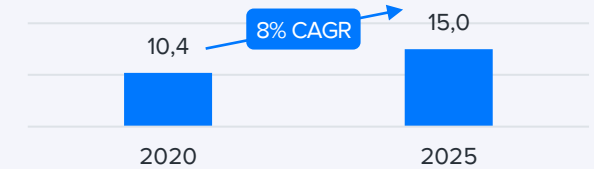
Merus Powerin kohdemarkkinoiden yhteenlaskettu koko 8,2 miljardia euroa vuonna 2025

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

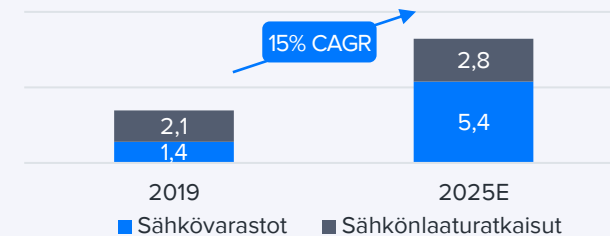
Globaalin sähkövarastomarkkinan vuosittainen liikevaihto MRD \$¹



Sähkölaatumarkkinan vuosittainen liikevaihto MRD \$



Merus Powerin kohdemarkkinan koko (MRD EUR)³



- 1) Lähde: Frost & Sullivan
- 2) Lähde: Bloomberg New Energy Finance
- 3) Lähde: Inderesin arvio perustuen Global Datan ja Frost & Sullivanin markkinaennusteisiin

Toimintaympäristö (3/3)

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

Kilpailuympäristö sähkövarastoissa

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

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

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

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

Kilpailuympäristö sähkölaaturatkaisuissa

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

Yhtiön johdon näkemyksen mukaan keskikokoiset erikoistuneet toimijat ovat sähkölaaturatkaisujen asiantuntijoita (esimerkiksi Comsys AB, Sinexcel

Electric Co. Ltd. ja Schaffner Holding AG), ja ne kilpailevat pääsääntöisesti sekä pienissä että keskisuuren kokoluokan hankkeissa. Luemme myös Merus Powerin erikoistuneeksi sähkölaaturatkaisujen toimittajaksi. Kilpailu erikoistuneiden toimijoiden kohdalla keskittyy pääsääntöisesti tuotteen laatuun sekä kykyyn toimittaa kokonaisuus asiakkaan erityistarpeet huomioiden. Merus Powerin johdon mukaan erityisesti aasialaisten erikoistuvien yhtiöiden osalta on kuitenkin havaittavissa hintakilpailua.

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

Kilpailuasema vahvistunut sähkölaadussa – sähkövarastopuolella vauhti ollut hitaampaa

Vuoden 2022 aikana kysyntä Merus Powerin tuotteille on ollut vahvaa sähkölaaturatkaisuissa, mihin on arviomme mukaan vaikuttanut mm. yhtiön jakelun ja myyntiorganisaation kehittyminen sekä tietenkin teknisesti kilpailukykyiset tuotteet. Sähkövarastoissa yhtiö ei ole kuitenkaan saanut merkittävän kokoisia tilauksia (2022 aikana) houkuttelevasta markkinakysynnästä huolimatta, minkä uskomme johtuvan voimakkaasta hintakilpailusta. Muutokset korkoympäristössä ja kilpailijayhtiöihin kohdistuvat sijoittajien vaatimukset kannattavuuden parantamiseksi voisivat arviomme mukaan tervehdyttää kilpailua alalla vuoden 2023 aikana.

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 ratkaisuuksissa. 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 sähkövarastojen 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.

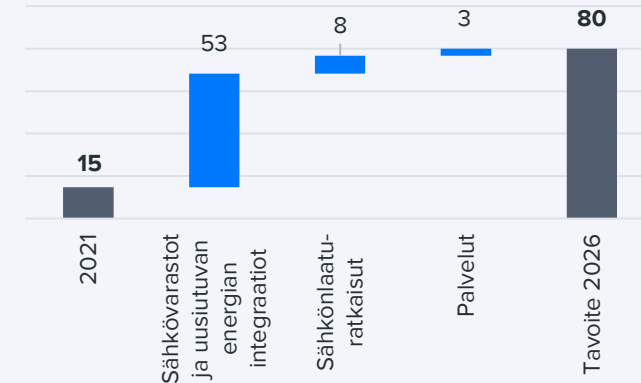
Sähkölaaturatkaisut: Kustannustehokkuus ja jakelun kehittäminen fokuksessa

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.

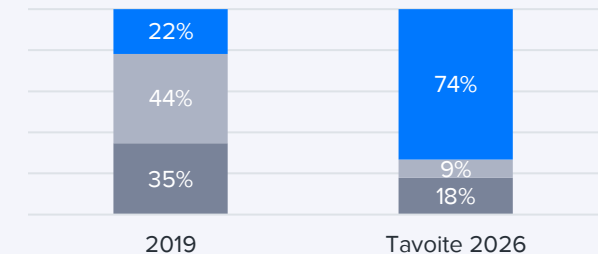
Palveluiden osuuden kasvattaminen yhteistyöverkostoa kehittämällä

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) segmenttikohmainen 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 maailmanlaajuista huoltotoimintaansa kouluttamalla yhteistyöverkostoaan ja ottamalla käyttöön erilaisia etätukipalveluita.

Taloudelliset tavoitteet

Merus Powerin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

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

Kasvustrategia on järkevä, mutta liikevaihtotavoite kuulostaa toistaiseksi kaukaiselta

Pidämme sähkövarastoihin perustuvaa kasvustrategiaa perusteltuna, sillä sähkövarastomarkkinan odotetaan kasvavan erittäin voimakkaasti seuraavan vuosikymmenen aikana ja Merus Powerin tuotteet ja teknologia ovat käsityksemme mukaan kilpailukykyisiä tässä segmentissä. Myyntiorganisaation vahvistamisen sekä tuotekehityksen tulisi arviomme mukaan vauhdittaa liiketoiminnan kasvua jälleen lähivuosien aikana. Sähkövarastojen myynti on kehittynyt odotettua hitaammin vuoden 2022 aikana, mihin on osaltaan vaikuttanut voimakas hintakilpailu alalla,

johon Merus Power ei ole lähtenyt vastaamaan aggressiivisesti. Toistaiseksi markkinan kannattavuus on näyttäytynyt kyseenalaisena, sillä hintakilpailu on ollut voimakasta suurten yhtiöiden pyrkiessä kasvattamaan markkinaosuuksiaan. Uskomme toimialan muuttuvan kannattavuushakuisemmaksi keskipitkällä aikavälillä, sillä sijoittajien ei kannata rahoittaa tappiollista toimintaa loputtomiin ja korkojen nousun tulisi vauhdittaa tätä muutosta. 80 MEUR:n liikevaihtotavoitteesta 56 MEUR on suunniteltu syntyvän sähkövarastoista, mikä toistaiseksi näyttyy vielä kaukaisena. Yksittäiset projektit voivat kuitenkin olla melko kookkaita, joten kasvua voisi positiivisessa skenaariossa syntyä nopeastikin.

Sähkölaaturatkaisujen puolella yhtiön kasvu etenee jopa odotettua paremmin. Jakelun ja asiakaskunnan laajentaminen ovat mielestämme sähkölaaturatkaisujen osalta keskeisimpiä kehityskohteita, sillä yhtiöllä on jo hyvät ja kilpailukykyiset tuotteet. Liikevaihtotavoitteesta 20 MEUR odotetaan syntyvän sähkölaaturatkaisuista, mikä on mielestämme realistinen ja jopa varovainen arvio viimeaikainen kasvukehitys huomioiden.

Kannattavuustavoite vaikuttaa haastavalta

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

Lähtökohdat taloudellisille tavoitteille

Liikevaihto (MEUR)



Käyttökatemarginaali (%)

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

Omavaraisuusaste (%)

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

Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema (1/2)

Liikevaihdon pitkän aikavälin trendi on ollut nouseva

Merus Powerin liikevaihto oli vuonna 2021 14,8 MEUR. Pitkällä aikavälillä katsottuna yhtiön liikevaihto on ollut kasvutrendillä, mutta vuositasolla katsottuna liikevaihto ei ole kehittynyt tasaisesti. Suurten asiakastoimitusten ajoitukset selittävät liikevaihdon vaihtelua. Suuria, yli vuoden mittaisia tai kooltaan vähintään 0,5 MEUR:n projekteja osatuloutetaan valmistumisasteen mukaisesti.

Vuonna 2017 yhtiön tavoittelemat asiakastoimitukset eivät toteutuneetkaan odotetussa aikataulussa, minkä vuoksi kyseisen vuoden liikevaihto jäi edellisvuotta matalammaksi. Vuosina 2018-19 liikevaihto kasvoi keskimäärin noin 10 MEUR:n tasolle erityisesti sähkövarastotoimitusten ajamana. Lisäksi yhtiön vuonna 2017 lanseeraama A2-aktiivisuodatin sai käsityksemme mukaan hyvän vastaanoton asiakaskunnassa, mikä on tukenut yhtiön liikevaihdon kasvua. Vuonna 2020 Merus Powerin liikevaihto jäi 37 % edellisvuotta matalammalle tasolle, mikä johdon näkemyksen mukaan johtui pääasiassa koronaviruspandemian aiheuttamasta taloudellisesta epävarmuudesta ja siihen liittyvistä investointipäätöksiä viivästyksistä. Vuonna 2021 liikevaihto palautui jälleen kasvu-uralle ja ylsi 14,8 MEUR:oon. Yhtiö ohjeistaa liikevaihdon kasvun jatkuvan vuoden 2022 aikana. H1 2022 aikana liikevaihto kasvoi 45 % suhteessa vertailukauteen.

Kustannusrakenteessa muutoksia kasvun myötä

Materiaalit ja palvelut muodostavat valtaosan Merus Powerin liiketoiminnan kustannuksista. Vuosina 2012-17, materiaali- ja palvelukustannukset olivat keskimäärin 53 % yhtiön liikevaihdosta. Vuosien 2018-21 aikana materiaali- ja palvelukustannukset (oikaistuna varaston muutoksella) nousivat keskimäärin

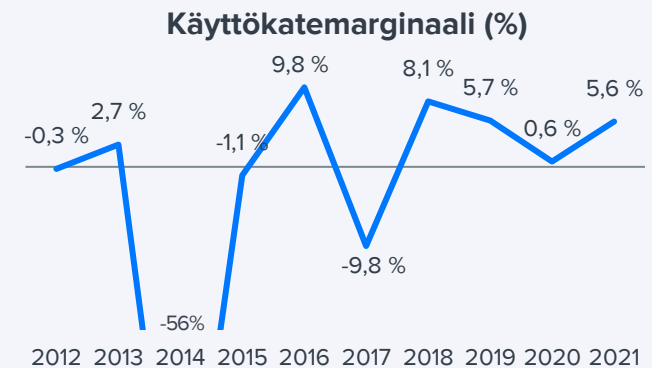
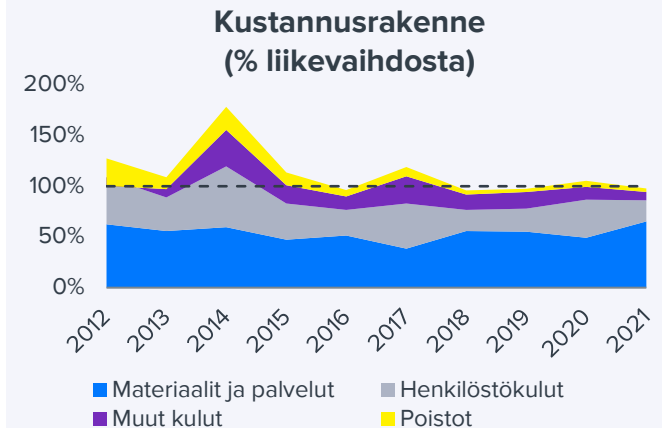
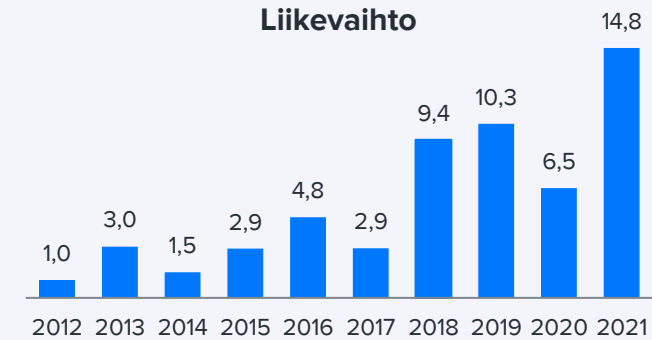
56 %:iin yhtiön liikevaihdosta, mikä arviomme mukaan johtui pääosin sähkövarastoliiketoiminnan korkeammista materiaalikustannuksista verrattuna sähkönlaaturatkaisuihin. Materiaalilate voi vaihdella suurestikin vuosien välillä liikevaihdon jakauman mukana.

Henkilöstökustannusten ja liiketoiminnan muiden kulujen osuus on laskenut liikevaihdon kasvun myötä, vaikka henkilöstön määrä onkin kasvanut merkittävästi (H1'22: 61, +52 % v/v). Henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen yhteenlaskettu osuus liikevaihdosta oli vuonna 2021 enää 36 %. Liiketoiminnan muut kulut sisältää mm. toimitiloista ja IT-resursseista aiheutuvia kustannuksia.

Merus Powerin poistot ja arvonalentumiset olivat vuonna 2021 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 vuokrasopimuksia ei kapitalisoida taseeseen eikä poisteta vuosittain.

Kannattavuus ei ole vielä vakiintunut

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



Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema (2/2)

Rahoituskulut

Yhtiön nettorahoituskulut olivat 1,3 MEUR vuonna 2021, josta 1,1 MEUR listautumiseen liittyviä kuluja. Listautumisen yhteydessä vahvistunut tase tarkoittaa sitä, ettei nettorahoituskuluihin kohdistu merkittävää nousupainetta tulevinakaan vuosina.

Verot

Yhtiö ei ole toistaiseksi maksanut juurikaan veroja, koska liiketoiminta on ollut pääosin tappiollista. Vuoden 2022 kesäkuussa yhtiöllä oli taseessa kertynyttä tappiota nykyiseltä ja aiemmilta tilikausilta yhteensä 5,4 MEUR. Pidämme todennäköisenä, että enemmistö kertyneestä tappiosta voidaan vähentää verotuksessa tulevana tilikautena, kun liiketoiminta kääntyy voitolliseksi ennusteidemme mukaisesti.

Tase vahvassa kunnossa listautumisen jäljiltä

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

Listautumisen ja julkisen osakeannin yhteydessä Merus Power sai 12 MEUR:n nettovarot, jonka myötä omavaraisuusaste on parantunut ja oli 69 % vuoden 2022 kesäkuussa. Yhtiöllä oli kesäkuussa 9,0 miljoonan euron nettokassapositio, mikä takaa yhtiölle hyvän taloudellisen selkänöjan tulevia kasvupyrkimyksiä ajatellen.

Taseen rakenne

Listautumisannin jälkeen kesäkuun 2022 lopussa

Merus Powerin taseen loppusumma oli 18,0 MEUR, josta 11,4 MEUR koostui rahoista ja pankkisaamisista. Kassan lisäksi vaihtuvissa vastaavissa oli vaihtomaisuutta ja saamia 5,5 MEUR:n verran. Pysyvät vastaavat olivat yhteensä 1,1 MEUR, josta valtaosa koostui aineettomista hyödykkeistä, pääasiassa kapitalisoiduista kehittymenoista.

Investointitarpeet

Yhtiöllä ei ole merkittäviä pääomaa sitovia aineellisia investointitarpeita. Investointitarpeet liittyvät pääasiassa jatkuvaan tuotekehitykseen. Myös toimitiloja tullaan todennäköisesti kasvattamaan, mutta mikäli uusi kiinteistö vuokrataan, ei se tule näkymään taseessa FAS-kirjanpitosääntöjen mukaan.

Merus Powerin liiketoiminta onkin historiallisesti ollut hyvin pääomakevyttä. Käyttöpääoma on merkittävin pääomia sitova taseen osa-alue. Nettokäyttöpääoma oli kesäkuun 2022 lopussa vain 2,3 MEUR eli 13 % koko vuodelle ennustamastamme liikevaihdosta.

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

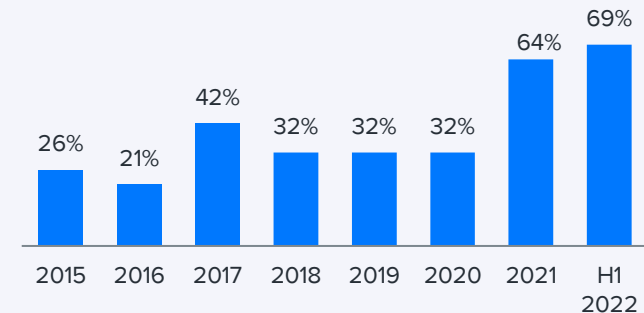
Osingonmaksu ei ole vielä ajankohtaista

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

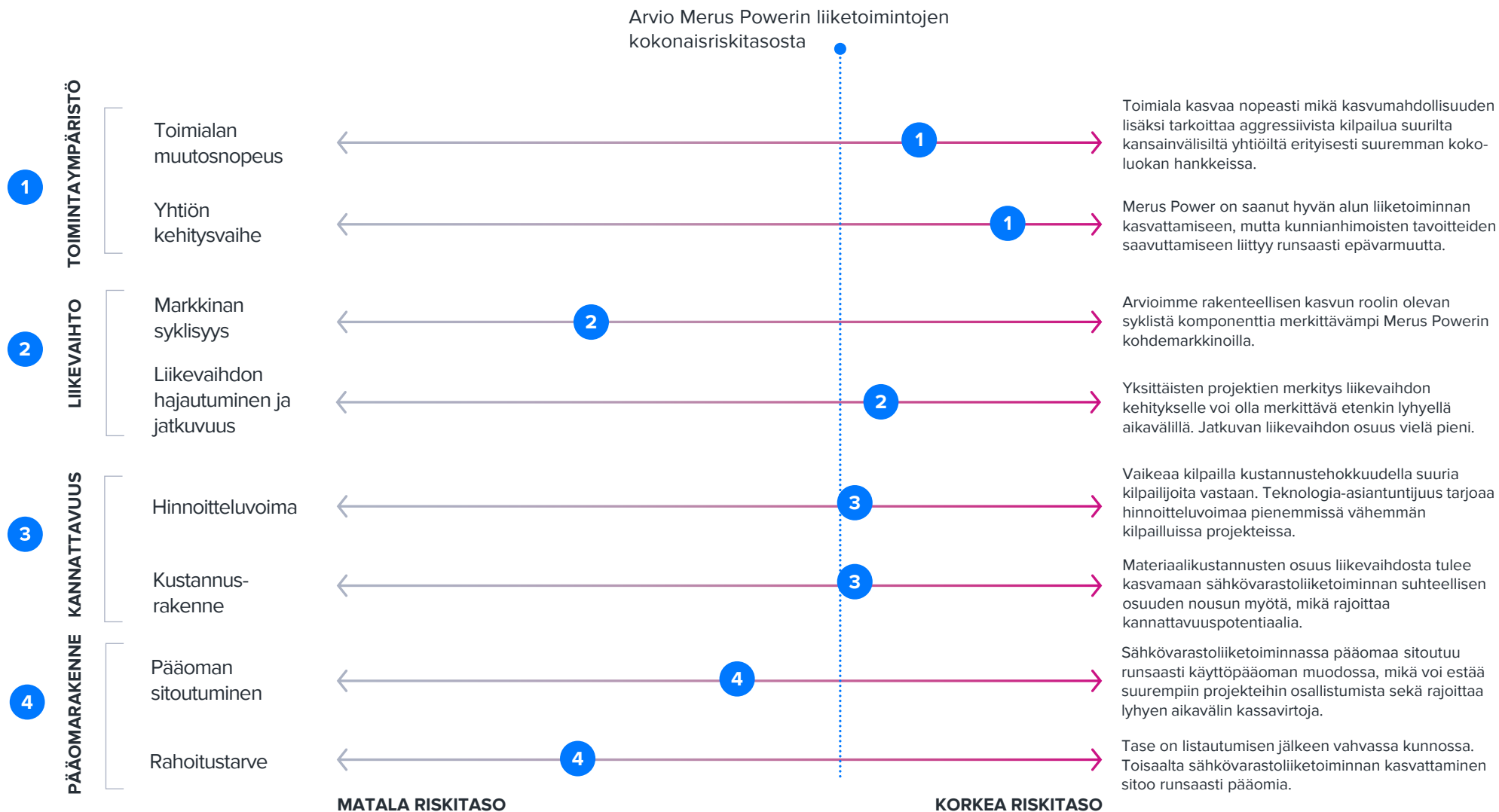
Merus Powerin tase H1'22:n lopussa (MEUR)



Omavaraisuusaste



Merus Powerin liiketoimintamallin riskiprofiili



Ennusteet (1/3)

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 sähkövarastotoimituksia segmenttikohtaisten ennusteidemme tukena.

Vahvaa kysyntää ja nousupainetta kustannuksissa

Merus Power odottaa vuoden 2022 liikevaihdon kasvavan edellisvuodesta ja käyttökateen olevan positiivinen. Vuoden alkupuoliskon liikevaihto oli 6,3 MEUR (+45 % v/v) ja käyttökate negatiivinen -0,2 MEUR, mikä on yhtiön liiketoiminnalle tyyppistä kausiluonteisuutta. Koko vuoden osalta ennustamme 25 %:n kasvua, mikä tarkoittaisi kasvun hidastumista 17 %:iin H2:lla. Käsityksemme mukaan energiamurroksen kiihtyminen Ukrainan sodan myötä, sekä sisäiset toimet jakelun vahvistamiseksi tukevat kysyntää Merus Powerin tuotteille. Kannattavuuskehitykseen liittyy enemmän epävarmuutta, sillä organisaation kasvattaminen ja komponenttipula aiheuttavat nousupainetta niin kiinteisiin kuin materiaalikustannuksiinkin.

Listautuminen mahdollistaa sähkövarastoliiketoiminnan nopean kasvattamisen

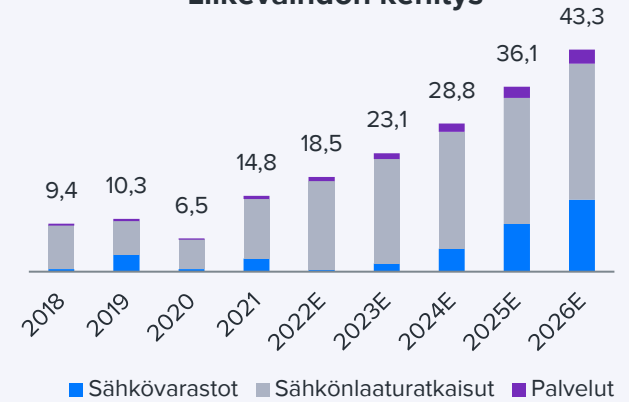
Vuoden 2026 80 MEUR:n liikevaihtotavoitteesta peräti 56 MEUR pitäisi yhtiön strategian mukaisesti syntyä sähkövarastoista ja uusiutuvan energian integraatiosta. Tavoite on haastava, sillä kyseisen segmentin liikevaihto on ollut viime vuosina vain muutaman miljoonan euron luokkaa vuosittain ja vuoden 2022 aikana ei olla voitettu uusia merkittävän kokoisia

sopimuksia. Käsityksemme mukaan uusia tilauksia ollaan hävitty pääasiassa hintapäätösten vuoksi, sillä yhtiö on pyrkinyt pitämään kiinni kannattavuuskriteereistään ja moni muu markkinatoimija on vastaavasti hinnoitellut aggressiivisesti kasvun ja referenssien toivossa. Jää nähtäväksi korjautuuko alan kannattavuustaso esimerkiksi korkojen nousun tai toimialan maturoitumisen myötä. Ennustamme sähkövarastojen liikevaihdon kasvavan 14 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä (vuotuinen kasvu 40 % 2021-26e), mikä tarkoittaisi selvästi yhtiön tavoitetta (56 MEUR) maltillisempaa kehitystä kyseisessä segmentissä. Sähkövarastomarkkinan odotetaan lähes nelinkertaistuvan vuosien 2019-2025 välillä. Markkinakasvun ylittävä kasvu perustuu yhtiön teknologiseen asiantuntijuuteen, vahvistettuun myyntifunktioon ja listautumisen yhteydessä vahvistettuun taseeseen, joka mahdollistaa aiempaa suurikokoisempien sähkövarastoprojektien tavoittelun. Lisäksi arvioimme, että yhtiön brändi ja uskottavuus kehittyvät positiiviseen suuntaan sekä listautumisen, että uusien asiakasreferenssien myötä sähkövarastotoimituksissa. Sähkövarastojen liikevaihtoennusteisimme sisältyy runsaasti epävarmuutta, koska tilauskertymä on viimeisten 12kk aikana jäänyt odotettua heikommaksi.

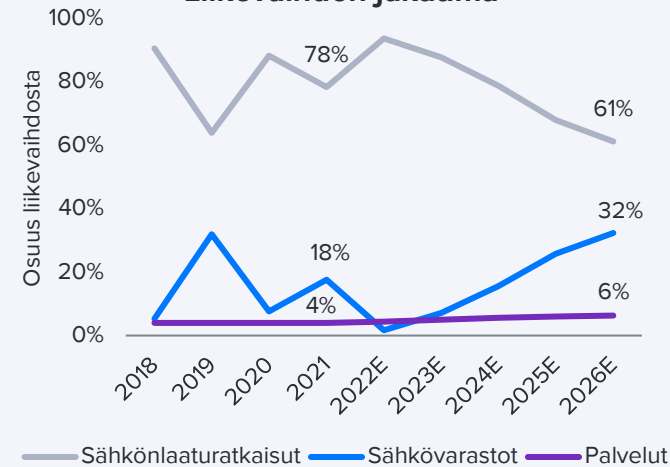
Myös sähkölaaturatkaisuissa tarjolla hyvää kasvua

Sähkölaaturatkaisujen markkina kasvaa Merus Powerille relevanteissa segmenteissä laskujemme mukaan noin 6 % vuosivauhtia. Yhtiö on onnistunut historiassa voittamaan markkinaosuuksia kilpailijoiltaan vahvojen tuotteidensa ansiosta. Arvioimme vuoden 2022 liikevaihdosta 94 % syntyvän sähkölaaturatkaisuista.

Liikevaihdon kehitys



Liikevaihdon jakauma



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

Ennusteet (2/3)

Odotamme liikevaihdon kasvavan keskimäärin 11 % vuosien 2022-26 välillä, jolloin vuoden 2026 liikevaihto olisi tässä segmentissä 26,5 MEUR, eli yli yhtiön tavoitteen (20 MEUR). Vahvan teknologisen kilpailukyvyn lisäksi sähkölaaturatkaisujen liikevaihdon kasvua tukee myyntiorganisaation kehittäminen ja kasvattaminen. Pidämme kasvuennusteitamme historiallisessa kontekstissa maltillisina, mutta samalla huomautamme, että yhtiön täytyy onnistua tuotekehityksessään vastaisuudessaakin, jotta se pystyy ylläpitämään vahvaa teknologista asemoitumistaan ja jatkamaan markkinaosuuksien voittamista.

Palvelumyynti seuraa sähkövarastojen asennetun laitekannan kasvua

Palvelumyynti on ollut toistaiseksi matalalla tasolla, keskimäärin 0,35 MEUR vuosina 2018-2020. Merus Powerin kasvupyrkimykset sähkövarastoliiketoiminnassa tukevat myös palvelumyynnin kasvua. Sähkövarastoasiakkaat haluavat tyypillisesti valmiin tuotteen sekä ylläpito- ja käyttöpalveluita. Siten asennetun sähkövarastolaitekannan kasvu tukee myös jatkuvan palvelumyynnin kasvua. Odotamme palveluliiketoiminnan olevan 4 % koko liikevaihdosta vuonna 2022 ja osuuden kasvavan 6 %:iin vuoteen 2026 mennessä.

Materiaalikustannukset kasvavat sähkövarastoliiketoiminnan mukana

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

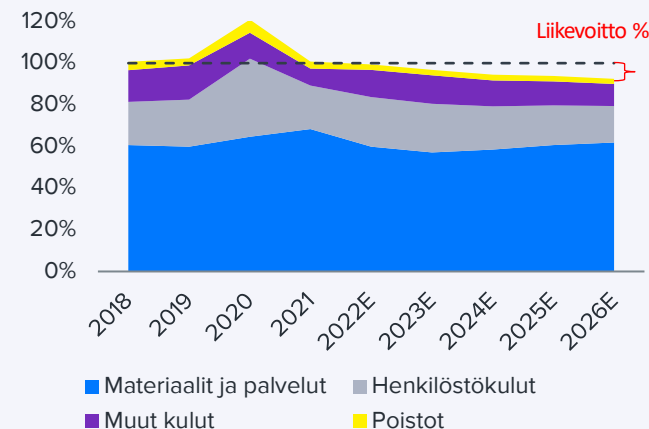
ja asennuspalveluita. Käsitksemme mukaan Merus Powerin materiaalikustannukset ovat suhteellisesti selvästi alhaisemmat sähkölaaturatkaisuisia verrattuna sähkövarastoihin. Tämä johtuu muun muassa siitä, että sähkövarastotoimituksissa ulkopuolelta ostettavan akun osuus on tyypillisesti 30-50 % järjestelmän hinnasta. Siksi oletamme, että materiaalikustannukset tulevat nousemaan tulevaisuudessa verrattuna nykyiseen tasoon. Toisaalta yhtiön koon kasvaessa, myös sen hankinnan tehokkuus paranee, mikä puolestaan jarruttanee materiaalikustannusten nousua. Ennustamme materiaalikustannusten olevan keskimäärin 61 % liikevaihdosta vuosien 2025-2026 aikana, verrattuna noin 58 %:n ennustettuun tasoon vuosina 2022-2023.

Henkilöstökulut skaalautuvat kasvun myötä, mutta toimitilojen uusiminen kasvattaa kulumassaa

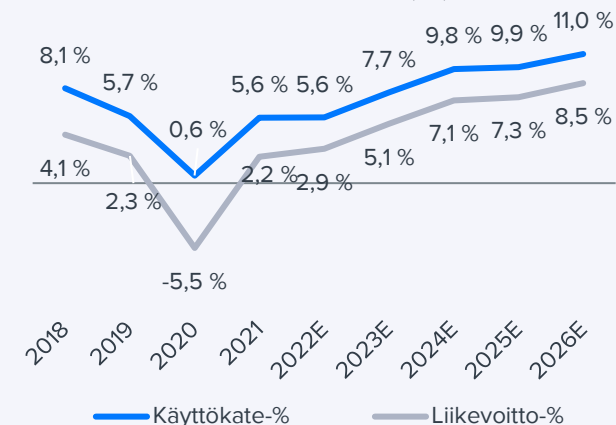
Henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut ovat suhteellisen kiinteitä, mikä auttaa yhtiötä parantamaan kannattavuuttaan pitkällä aikavälillä liikevaihdon kasvun myötä. Yhtiö on investoinut tuotekehitykseen ja myyntiorganisaatioon etupainotteisesti kasvustrategiansa toteuttamiseksi. Henkilöstökustannusten suhteellinen osuus liikevaihdosta tulee kuitenkin laskemaan arviomme mukaan. Ennustamme henkilöstökulujen olevan keskimäärin 19 % liikevaihdosta vuosien 2024-26 aikana, verrattuna noin 22 %:n keskimääräiseen tasoon vuosina 2021-22.

Liiketoiminnan muihin kuluihin odotamme kasvua ensisijaisesti toimitilarpeista johtuen. Ennustamme liiketoiminnan muiden kulujen olevan keskimäärin 12 % liikevaihdosta strategiakauden aikana. Arvioimme uusien toimitilojen kasvattavan vuotuisia kiinteitä kuluja noin 0,5 MEUR:n verran.

Kustannusrakenne (% liikevaihdosta)



Kannattavuus (%)



Ennusteet (3/3)

Nykyisten edullisten tilojen korvaaminen moderneilla tiloilla voi kasvattaa kustannuksia merkittävästi, jolloin toimitilakustannusten osuus liikevaihdosta voi jopa nousta lähivuosina kunnes yhtiö saavuttaa riittävästi liikevaihdon kasvua kustannusten skaalaamiseksi.

Olemme olettaneet, että poistot ja arvonalentumiset kasvavat 0,9-kertaisella kasvuvauhdilla suhteessa liikevaihdon kasvuun vuosina 2022-26. Poistojen kasvua ajaa kasvavat kehitysmenot, joita aktivoidaan taseeseen ja poistetaan suunnitelman mukaisesti.

Kannattavuus kohenee liikevaihdon kasvun myötä

Ennusteidemme mukaan yhtiön käyttökatemarginaali tulee olemaan kuluvana vuonna 5,6 %:n tasolla ja kohoa 11,0 %:iin vuoteen 2026 mennessä eli ei yllä yhtiön taloudelliseen tavoitteeseen (yli 15 %). Kuluvalla vuodelle ennustamme 2,9 % liikevoittomarginaalia ja vuodelle 2026 8,5 %. Kannattavuuskehitykseen vaikuttaa mm. yhtiön kasvustrategian onnistuminen sekä yhtiön tuotteiden ja palveluiden kilpailukyvyyn kehitys.

Rahoituskulut ja verot lähivuosina matalalla tasolla

Vahvan nettokassan ansiosta ennustamme yhtiön rahoituskulujen jatkavan matalalla tasolla tulevina vuosina. Vuoden 2022 rahoituskuluennusteemme on 0,2 MEUR. Arvioimme, että yrityksen tuloveroa joudutaan maksamaan vasta vuonna 2025, sillä yhtiöllä on taseessaan kertynyttä tappiota nykyiseltä ja aiemmilta tilikausilta yhteensä 5,4 MEUR, josta valtaosa voidaan arviomme mukaan vähentää verotuksessa tulevina tilikausina mikäli liiketoiminta kääntyy voitolliseksi yhtiön tavoitteiden mukaisesti. Oletamme veroprosentiksi pitkällä aikavälillä 20 %, mikä vastaa Suomen nykyistä yhteisöverokantaa.

Nettotulos kääntyy positiiviseksi ensi vuonna

Arvioimme yhtiön nettotuloksen kääntyvä positiiviseksi vuoden 2022 aikana ja olevan 0,1 MEUR. Strategiakauden lopussa vuonna 2026 odotamme yhtiön yltävän jo 2,8 MEUR nettotulokseen, mikä vastaa 0,37 euron osakekohtaista tulosta.

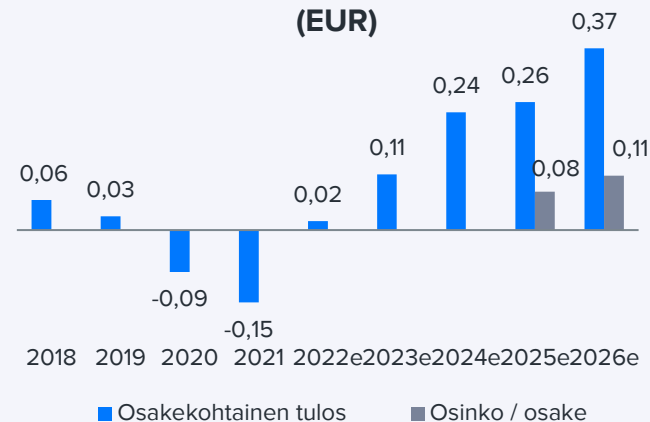
Kasvu sähkövarastoissa vaatii runsaasti käyttöpääomaa

Sähkövarastoliiketoiminnan kasvu tulee sitomaan runsaasti nettokäyttöpääomaa asiakkaiden takapainotteista maksuaikatauluista johtuen, toisin kuin sähkölaaturatkaisuissa. Arvioimme, että nettokäyttöpääoma on vuoden 2022 lopussa 19 % päättyneen vuoden liikevaihdosta. Suhde kasvaa ennusteissamme 36 %:iin vuoteen 2026 mennessä. Käyttöpääoman kasvun vuoksi yhtiön vapaa kassavirta on operatiivista tulosta selvästi heikommalla tasolla seuraavien viiden vuoden aikana.

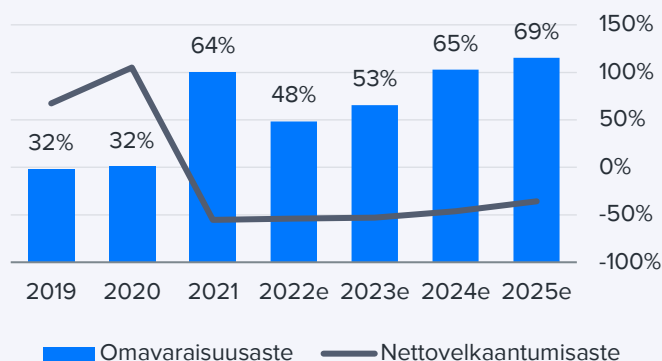
Vahvaa tasetta tarvitaan kasvuun, emme odota osingonmaksua lähitulevaisuudessa

Mikäli kasvuun, kannattavuuteen ja pääomien sitoutumiseen liittyvät ennusteemme toteutuvat, tulee Merus Powerin nettokassapositio kutistumaan lähivuosina kasvuinvestointien myötä. Uskomme, että yhtiö voisi alkaa maksaa osinkoa kun kannattavuus saadaan nostettua kestävämmälle tasolle. Arvioimme tällä hetkellä, että osinkoa voitaisiin alkaa maksaa vuodelta 2025, mutta tähän ennusteeseen liittyy merkittävästi epävarmuutta yhtiön kehitysvaiheesta johtuen. Tasetta voitaisiin käyttää myös pienten yritystojen rahoittamiseen, mutta näemme yhtiön strategian perustuvan pääasiassa orgaaniseen kasvuun.

Osakekohtainen tulos ja osinko (EUR)



Taseen avainlukujen kehitys (%)



Arvonmääritys (1/3)

Arvonmäärityksen yhteenveto

Merus Powerin arvostus on toistaiseksi korkea, mutta kohtuullinen onnistuminen 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. Yhtiön vahva kasvu perustuu erikoistuneeseen osaamiseen ja teknologiaan, mitkä voisivat mahdollistaa pitkällä aikavälillä selvästi nykyistä paremman kannattavuuden. Olemme tuloskasvuodotusten ja yhtiön kehitysvaiheen varjolla valmiita katsomaan lähiaikojen arvostuskertoimien lisäksi kertoimien kehitystä myös muutaman vuoden eteenpäin. Tulee kuitenkin pitää mielessä, että yhtiön lähiaikojen tuloskehitykseen sisältyy riskejä organisaation kehittämisestä johtuvan kiinteän kulumassan kasvun myötä. Lisäksi sähkövarastoliiketoiminnan kasvu ei ole edistynyt listautumisen jälkeen tavoitteiden mukaisesti, eikä sähkövarastoliiketoiminnan kannattavuudesta ole vielä saatu riittävästi näyttöä, mikä lisää tuloskasvuennusteisiin liittyvää epävarmuutta. Pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta keskinäisenä ottaen huomioon toimintaympäristön koholla olevat riskit mm. komponenttipulaan liittyen. Positiivisen näkemyksen ottaminen vaatisi mielestämme yhtiöltä vahvempia näyttöjä sähkövarastoliiketoiminnan kasvattamisesta sekä vahvempaa näkyvyyttä kannattavuuden parantumiseen.

Merus Powerin arvostusta tukevia tekijöitä:

- Erikoistunut teknologia-asiantuntemus ja kilpailukykyiset tuotteet
- Megatrendien tukema markkinakasvu

- Organisaation kykyjen kasvattaminen

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Lyhyen aikavälin matalahko kannattavuus
- Osa liiketoiminnasta vahvasti projektiluonteista
- Sähkövarastoihin perustuvan kasvustrategian toistaiseksi hidas eteneminen

Tulos pohjainen arvostus on toistaiseksi korkea

Mielestämme tulos pohjaista arvostusta kannattaa tarkastella EV-pohjaisten kertoimien kautta, jotka ottavat huomioon nykyiset nettokassavarat sekä taseen kehityksen. EV/EBIT-kertoimet ovat nykyisellä tuloskunnolla (2022e) sekä vuoden 2023e ennusteilla korkeat (54x ja 25x). EV/EBITDA-kertoimet ovat selvästi alemmat (28x ja 16x), sillä pääasiassa tuotekehitykseen ja aineettomiin hyödykkeisiin liittyvien poistojen osuus yhtiön nykyisestä melko matalasta käyttökatteesta on merkittävä. Vuoden 2024 ennusteillamme arvostuskertoimet laskevat kuitenkin jo kohtuullisiksi (EV/EBIT 14x, EV/EBITDA 10x). Vuoden 2024 ennusteisiimme kohdistuu kuitenkin merkittävästi epävarmuutta paitsi kasvun, erityisesti kannattavuuden osalta. Kiinteät kulut tulevat kasvamaan voimakkaasti rekrytointien ja uusien tilojen myötä, minkä kattamiseksi tarvitaan merkittävää liikevaihdon kasvua. Erityisesti sähkövarastoliiketoiminnan kasvuun ja bruttomarginaaleihin liittyy yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa merkittävää epävarmuutta.

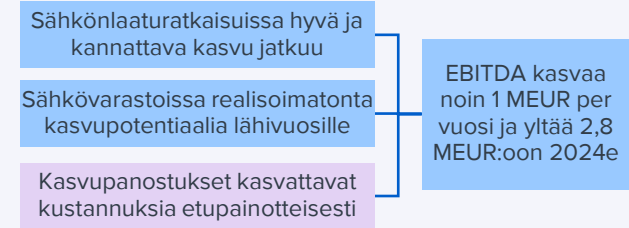
Merus Powerin arvostus suhteessa kasvuyhtiöihin

Merus Powerin arvostustasoa kuuluu mielestämme verrata erikoistuneisiin ja vahvasti kasvaviin sähkövarastoja ja sähkölaaturatkaisuja tuottaviin yhtiöihin.

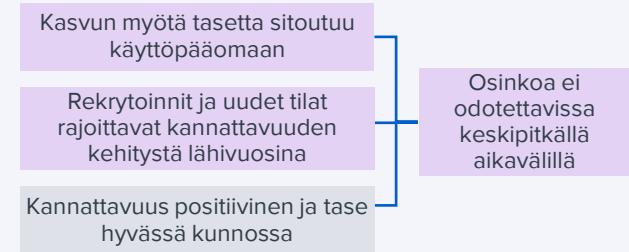
Osaketuoton ajurit 2022-2024e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

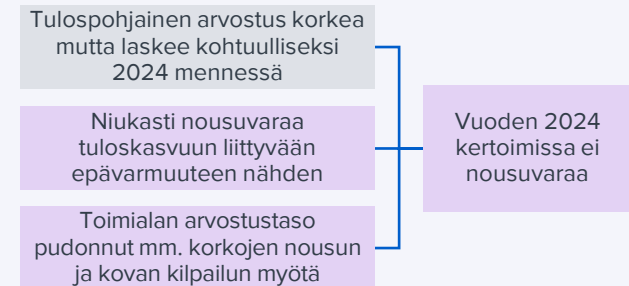
Tuloskasvun ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen 2 vuoden kokonaistuotto-odotus (n. 0-10 % p.a.)

Arvonmääritys (2/3)

Olemme valineet pääverrokeiksi kiinalaisen Sinexcel Electricin, hollantilaisen Alfenin ja yhdysvaltalaisen Fluence Energyyn. Tulospohjaisesti katsottuna Merus Power on toteutuneella tuloksella näitä ydinverrokkiyhtiötään kalliimpi, mutta yhtiön kertoimet laskevat verrokkeja nopeammin vuosien 2023-24 aikana. Verrokkiryhmän ennustettu liikevaihdon kasvu vuosien 2022-24 ajalle on 41-51 %:n välimaastossa ja siten ylittää Merus Powerille ennustamamme 25 %:n kasvun. Verrokeista Alfenin ja Sinexcelin kannattavuustasot ovat selvästi Merus Poweria korkeammat (2023e EBIT: 14 % vs. Merus Power: 5 %), mutta Fluence Energyyn kannattavuus on puolestaan matalampi (2023e: -8 %). Merus Powerin arvostuskertoimet ovat tulospohjaisesti katsottuna karkeasti linjassa Alfenin ja Sinexcelin kanssa vuoden 2023e osalta. Odotamme Merus Powerin kannattavuuden kuitenkin parantuvan verrokkeja enemmän, jolloin yhtiön EV/EBIT-kerroin putoaisi vuonna 2024 (14x) jo alle kaikkien kolmen verrokkiyhtiön. EV/liikevaihto-kertoimella katsottuna Merus Power on selvästi pääverrokkeja edullisempi (2022e: 1,6x vs. 4,3x). Merus Powerin näytöt vahvasta pitkän aikavälin kasvusta eivät ole verrokkiyhtiöiden tasolla ja myös kannattavuus on toistaiseksi matalahko, joten yhtiön 2024e arvostuskertoimien kuuluukin mielestämme olla diskontolla suhteessa verrokkiryhmään. Yhtiön taloudellisten tavoitteiden toteutuessa arvostus voisi kuitenkin nousta verrokkiryhmän tasolle, jolloin osakkeessa olisi huomattavasti nousupotentiaalia.

Suuret teknologiajätit kasvuprofiililtaan heikompia

Pääverrokkien lisäksi olemme ottaneet arvostusvertailuun mukaan myös hitaammin kasvavia perinteisempiä sähköteknologia-alalla mukana olevia yhtiöitä, kuten ABB, Schneider Electric ja Wärtsilä. Merus Power tavoittelee vahvaa kasvua ja sen

bruttokateprofiili on ainakin toistaiseksi suuria perinteisiä toimijoita vahvempi, joten osaketta ei mielestämme tule hinnoitella näiden hitaammin kasvavien yhtiöiden mukaisesti. Mikäli Merus Power kuitenkin epäonnistuisi kasvustrategiassaan, voisi markkina alkaa hinnoitella yhtiön osaketta konservatiivisemmilla kertoimilla. Perinteisten sähköteknologia-yhtiöiden liikevaihdon ennustettu kasvu vuosina 2023-24 pyörii alle 10%:ssa (Merus Power 25 % ennustemme mukaan) ja lisäksi kyseiset verrokkiyhtiöt ovat jo kannattavuuspotentiaaliinsa ylärajoilla. Suuret verrokkit hinnoitellaan keskimäärin EV/EBIT-kertoimella 14x 2023e (Merus Power 25x), joten negatiivisessa skenaariossa kasvun hidastuminen voisi edelleen aiheuttaa laskupainetta Merus Powerin arvostuskertoimiin.

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. Pyrimme havainnollistamaan yhtiön potentiaalista arvoa EV/liikevoitto-kertoimien avulla.

Nykyennusteillamme vuoden 2026 liikevaihto olisi 43 MEUR ja liikevoittomarginaali olisi 8,5%. 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 55 ja markkina-arvoksi MEUR 63. Tämä tarkoittaisi 14 %:n vuotuista tuottoa, mikä ylittäisi hienoisesti olettamamme oman pääoman tuottovaatimuksen (10,7 %).

Arvostuskertoimien yhteenveto

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,77	4,77	4,77
Osakemäärä, milj. kpl	7,64	7,64	7,64
Markkina-arvo	36	36	36
Yritysarvo (EV)	29	29	29
P/E (oik.)	>100	42,1	19,8
P/E	>100	42,1	19,8
P/Kassavirta	>100	58,1	>100
P/B	2,8	2,6	2,3
P/S	2,0	1,6	1,3
EV/Liikevaihto	1,6	1,3	1,0
EV/EBITDA (oik.)	28,4	16,3	10,4
EV/EBIT (oik.)	54,4	24,9	14,3
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	Verrokkit ka.	Merus Power
Liikevaihdon vuosittainen kasvu 2022-24e	47 %	41 %	52 %	47 %	24 %
EBIT-% 2023e	13 %	15 %	-8 %	7 %	5 %
EV/EBIT 2023e	35x	22x	-	29x	25x

Lähde: Inderesin arvio ja Bloomberg

Arvonmääritys (3/3)

Optimistisessakaan skenaariossamme liikevaihto ja kannattavuus eivät yllä aivan yhtiön tavoittelemalle tasolle, mutta liikevoitto parantuisi joka tapauksessa lähes 8 MEUR:oon. Vahvemman tuloskasvun johdosta myös yhtiön arvostuskertoimet voisivat olla tässä skenaariossa korkeammat (oletuksena skenaariossa EV/EBIT 20x), jolloin myös osakkeen vuotuinen tuotto voisi olla jopa 46 %. Pidämme optimistisen skenaarion kasvun toteutumista hyvinkin mahdollisena, mutta 12 % liikevoiton saavuttaminen vaikuttaa haastavalta kyseisellä liikevaihdon tasolla.

Pessimistisessä skenaariossa liikevaihto jäisi 24 MEUR:oon vuonna 2026, mikä sekin vaatisi 10 %:n vuotuista kasvua. Heikommasta kasvusta johtuen myös arvostuskertoimet jäävät vaatimattommiksi ja osakkeen vuotuinen tuotto olisi selvästi negatiivinen.

Kaikki kolme skenaariota vaativat Merus Powerilta jossain määrin onnistumisia kasvutavoitteiden toteuttamisessa ja kannattavuuden parantamisessa. Edes pessimistisen skenaarion toteutumista ei voi pitää itsestään selvänä, vaikkakin nykyodotuksemme ovatkin selvästi korkeammalla. Toisaalta optimistinenkin skenaario voidaan ylittää, mikä voisi tosin vaatia lisää pääomia kasvun rahoittamiseksi. Olemme olettaneet yksinkertaisuuden nimissä, että yhtiön nettokassan pysyy kaikissa skenaarioissa samalla tasolla. Optimistinen skenaario vaatii eniten pääomien sitomista liiketoimintaan, mutta tuo myös eniten liikevoittoa vuoteen 2026 mennessä.

DCF-arvostus

Kassavirtoihin perustuva DCF-laskelmamme antaa Merus Powerin oman pääoman arvoksi 44 MEUR (5,7 euroa per osake). Ennustemallissamme 2022-2026 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu on hyvällä

tasolla (24 %/v.), mutta ennustamme vuoden 2026 liikevaihdon jäävän kuitenkin selvästi alle taloudellisen tavoitteen (43 vs. 80 MEUR). Tämän jälkeen kasvu hidastuu ennusteissamme keskimäärin 11 %:n tasolle vuosina 2027-29. Vuodesta 2030 alkavalla terminaalijaksolla kasvu on 3 %. Mallissamme EBIT-marginaali nousee vuoteen 2026 mennessä 8,5 %:n tasolle ja EBITDA-marginaali 11,0 %:n tasolle (yhtiön tavoite keskimäärin yli 15 %:n EBITDA-marginaali). Kannattavuus säilyy pitkän aikavälin ennusteissamme vuoden 2026 tasolla.

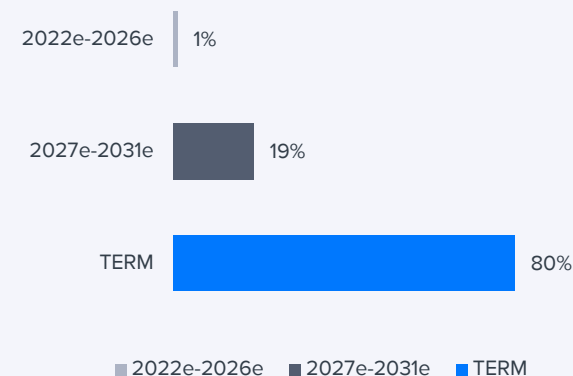
Mallissa käytetty pääoman kustannus (WACC) on 9,4 % ja terminaalijakson osuus rahavirroista 80 %, mikä on erittäin korkea. Käytämme korkeahkoa oman pääoman kustannusta (10,7%), koska näemme yhtiön tulevaisuudennäkymiin sisältyvän huomattavan paljon epävarmuutta. Olemme nostaneet keskimääräistä pääoman kustannusta 0,8 %-yksiköllä korkojen nousun ja osakemarkkinoiden tuottovaatimuksen nousun myötä. Oman pääoman kustannuksen laskeminen 1 %-yksiköllä nostaisi DCF-arvonmääritystä 17 %:lla ja nostaminen laskisi arvoa 13 %:lla.

Olellainen DCF-arvostusta laskeva tekijä liittyy Merus Powerin lähivuosien käyttöpääomatarpeisiin. Sähkövarastoliiketoiminnan nopean kasvun myötä yhtiön liiketoiminta sitoo yhä enemmän käyttöpääomia, minkä johdosta strategiakauden 2022-26 kassavirtaennusteet ovat lähellä nolaa positiivisesta kannattavuudesta huolimatta. Odotamme vapaan operatiivisen kassavirran kääntyvän selvästi positiiviseksi vasta vuonna 2027. Käyttöpääoman sitoutuminen selittää osittain, miksi niin suuri osa arvosta painottuu terminaalijaksolle.

Skenaarioanalyysi

Vuonna 2026 MEUR	Negatiivinen skenario	Perus- skenario	Positiivinen skenario
Liikevaihdon kasvu ¹⁾	10 %	24 %	35 %
Liikevaihto	24	43	66
Liikevoitto-%	6,0 %	8,5 %	12,0 %
Liikevoitto	1,4	3,7	7,9
EV/EBIT (x)	10	15	20
= EV	14	55	159
Nettokassa 2026e	7	7	7
= Markkina-arvo	21	63	166
Osakekurssi 2026	2,8	8,2	21,7
Tuotto	-41 %	72 %	356 %
Vuotuinen tuotto (*5v)	-12 %	14 %	46 %

DCF: Rahavirran ajoituksen jakauma

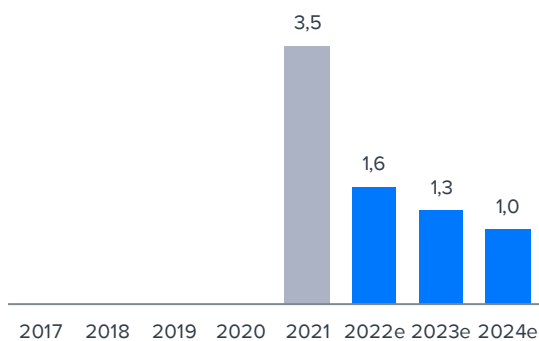


Arvostustaulukko

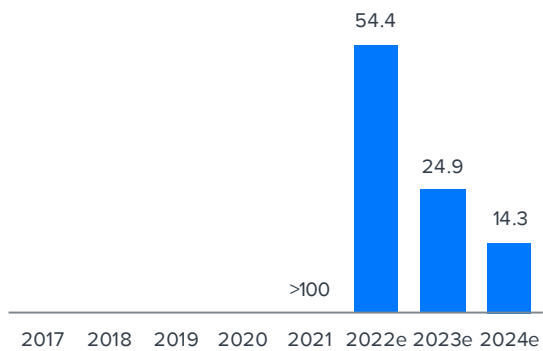
Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi					7,70	4,77	4,77	4,77	4,77
Osakemäärä, milj. kpl					6,53	7,64	7,64	7,64	7,64
Markkina-arvo					59	36	36	36	36
Yritysarvo (EV)					52	29	29	29	30
P/E (oik.)					neg.	>100	42,1	19,8	18,2
P/E					neg.	>100	42,1	19,8	18,2
P/Kassavirta					neg.	>100	58,1	>100	neg.
P/B					4,5	2,8	2,6	2,3	2,0
P/S					4,0	2,0	1,6	1,3	1,0
EV/Liikevaihto					3,5	1,6	1,3	1,0	0,8
EV/EBITDA (oik.)					62,4	28,4	16,3	10,4	8,4
EV/EBIT (oik.)					>100	54,4	24,9	14,3	11,4
Osinko/tulos (%)					0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%					0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,6 %

Lähde: Inderes

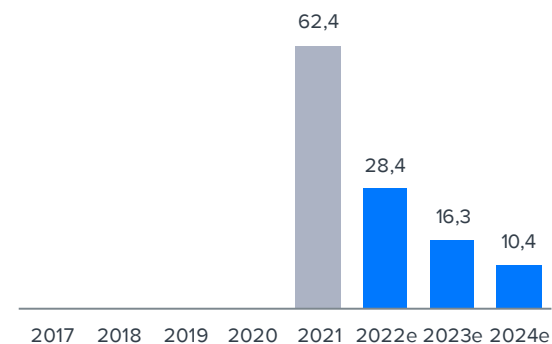
EV/Liikevaihto



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	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Sinexcel Electric	1418	1400	56,0	35,0			7,1	4,6	56,5	38,2	0,4	0,5	11,3
Schaffner Holding	184	180	11,6	8,5	8,4	6,7	1,1	1,0	17,1	12,1	3,5	3,9	2,5
Alfen	1990	1974	25,2	22,4	22,4	19,2	4,1	3,5	31,1	30,6			8,7
ABB	57866	62109	17,0	15,4	13,6	12,6	2,2	2,2	20,8	18,8	3,0	3,1	4,6
Schneider Electric	79039	91883	17,6	16,5	13,7	13,2	2,7	2,7	19,2	18,3	2,2	2,4	2,9
Wärtsilä	4709	5099	13,0	10,6	8,6	8,3	0,9	0,8	17,0	14,4	3,5	4,2	2,1
Fluence Energy	2681	1953					1,9	1,3					3,1
Merus Power (Inderes)	36	29	54,4	24,9	28,4	16,3	1,6	1,3	259,6	42,1	0,0	0,0	2,8
Keskiarvo			23,4	18,1	13,4	12,0	2,8	2,3	27,0	22,1	2,5	2,8	5,0
Mediaani			17,3	16,0	13,6	12,6	2,2	2,2	20,0	18,5	3,0	3,1	3,1
Erotus-% vrt. mediaani			215 %	56 %	108 %	29 %	-27 %	-42 %	1196 %	127 %	-100 %	-100 %	-12 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	10,3	6,5	4,4	10,4	14,8	6,3	12,2	18,5	23,1	28,8	36,1
Konserni	10,3	6,5	4,4	10,4	14,8	6,3	12,2	18,5	23,1	28,8	36,1
Käyttökate	0,6	0,0	-0,4	1,2	0,8	-0,2	1,3	1,0	1,8	2,8	3,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-0,5	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,2	-0,4	-0,6	0,9	0,3	-0,4	1,0	0,5	1,2	2,0	2,6
Liikevoitto	0,2	-0,4	-0,6	0,9	0,3	-0,4	1,0	0,5	1,2	2,0	2,6
Konserni	0,2	-0,4	-0,6	0,9	0,3	-0,4	1,0	0,5	1,2	2,0	2,6
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	-0,1	-1,2	-0,1	-1,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	0,1	-0,5	-1,8	0,8	-1,0	-0,6	0,8	0,1	0,9	1,8	2,5
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,1	-0,5	-1,8	0,8	-1,0	-0,6	0,8	0,1	0,9	1,8	2,0
EPS (oikaistu)	0,03	-0,07	-0,28	0,13	-0,15	-0,08	0,10	0,02	0,11	0,24	0,26
EPS (raportoitu)	0,03	-0,09	-0,28	0,13	-0,15	-0,08	0,10	0,02	0,11	0,24	0,26

Tunnusluvut	2019	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	10,2 %	-36,9 %		60,1 %	127,2 %	44,6 %	16,8 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-250,1 %	-37,3 %	58,8 %	-192,6 %	-28,4 %	4,4 %	62,3 %	115,8 %	74,8 %	29,9 %
Käyttökate-%	5,7 %	0,6 %	-8,2 %	11,4 %	5,6 %	-3,5 %	10,3 %	5,6 %	7,7 %	9,8 %	9,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,3 %	-5,5 %	-13,5 %	8,9 %	2,3 %	-6,7 %	7,9 %	2,9 %	5,1 %	7,1 %	7,3 %
Nettotulos-%	1,4 %	-7,1 %	-41,4 %	8,1 %	-6,5 %	-10,1 %	6,4 %	0,8 %	3,8 %	6,4 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Laskimme kannattavuusennusteita pääasiassa lyhyen aikavälin osalta

- Teimme absoluuttisesti mitattuna melko pieniä negatiivisia muutoksia kannattavuusennusteisiimme. Kasvuennusteet pysyivät ennallaan.
- Laskimme ennusteitamme, koska komponenttipulan aiheuttamat häiriöt teknologiateollisuudessa ovat osoittautuneet merkittäviksi vuoden 2022 loppupuolellakin. Aikaisemmat ennusteemme ollettivat tilanteen parantuvan loppuvuotta kohden, mikä näyttyy nykyisessä markkinatilanteessa liian optimistiselta oletukselta muiden teknologiayhtiöiden bruttokatekehitys huomioiden.
- Arvioimme komponenttien saatavuuden parantuvan asteittain vuoden 2023 aikana.
- Myös kiinteisiin kuluihin kohdistuu nousupainetta lähivuosina rekrytointien ja mahdollisten uusien tilojen myötä.

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	18,46	18,46	0 %	23,1	23,1	0 %	28,8	28,8	0 %
Käyttökate	1,29	1,04	-20 %	2,0	1,8	-9 %	3,0	2,8	-6 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,80	0,54	-32 %	1,3	1,2	-13 %	2,2	2,0	-9 %
Liikevoitto	0,80	0,54	-32 %	1,3	1,2	-13 %	2,2	2,0	-9 %
Tulos ennen veroja	0,40	0,14	-65 %	1,0	0,9	-17 %	2,0	1,8	-10 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,05	0,02	-65 %	0,14	0,11	-17 %	0,27	0,24	-10 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
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	5,0	19,1	26,4	25,2	23,1
Vaihto-omaisuus	2,0	2,1	3,3	4,2	5,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,3	6,9	3,7	3,7	3,7
Likvidit varat	1,3	10,1	19,4	17,3	13,8
Taseen loppusumma	6,2	20,3	27,7	26,4	24,4

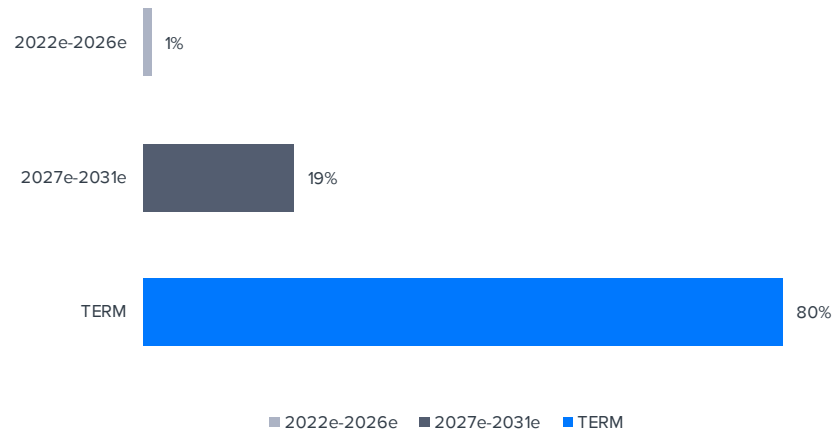
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	2,0	13,0	13,1	14,0	15,8
Osakepääoma	5,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Kertyneet voittovarot	-3,8	-4,8	-4,6	-3,8	-1,9
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	2,8	2,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,7	1,8	0,0	0,0	0,0
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	1,4	5,3	14,5	12,4	8,6
Lainat rahoituslaitoksilta	0,7	1,1	12,3	9,9	6,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,7	4,3	2,2	2,5	2,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	6,2	20,3	27,7	26,4	24,4

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	127,2 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	20,0 %	15,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	2,3 %	2,9 %	5,1 %	7,1 %	7,3 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Liikevoitto	0,3	0,5	1,2	2,0	2,6	3,7	4,2	4,7	5,1	5,7	5,8	
+ Kokonaispoistot	0,5	0,5	0,6	0,8	0,9	1,1	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	
- 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	-1,7	-0,1	-0,5	-1,9	-2,9	-2,9	-1,4	-1,4	-1,6	-1,7	-0,6	
Operatiivinen kassavirta	-0,9	1,0	1,3	0,9	0,2	1,1	3,2	3,7	4,0	4,4	5,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,6	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,6	-1,7	-1,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,4	0,3	0,6	0,1	-0,8	0,0	1,9	2,2	2,4	2,7	4,1	
+/- 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	-1,4	0,3	0,6	0,1	-0,8	0,0	1,9	2,2	2,4	2,7	4,1	66,3
Diskontattu vapaa kassavirta		0,3	0,6	0,1	-0,6	0,0	1,2	1,3	1,3	1,3	1,8	29,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		36,4	36,1	35,5	35,4	36,0	36,0	34,8	33,5	32,3	31,0	29,1
Velaton arvo DCF		36,4										
- Korolliset velat		-2,9										
+ Rahavarat		10,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		43,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,7										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	10,3	6,5	14,8	18,5	23,1	EPS (raportoitu)	0,03	-0,09	-0,15	0,02	0,11
Käyttökate	0,6	0,0	0,8	1,0	1,8	EPS (oikaistu)	0,03	-0,09	-0,15	0,02	0,11
Liikevoitto	0,2	-0,4	0,3	0,5	1,2	Operat. kassavirta / osake	-0,31	-0,09	-0,14	0,13	0,17
Voitto ennen veroja	0,1	-0,5	-1,0	0,1	0,9	Vapaa kassavirta / osake	-0,39	-0,20	-0,22	0,04	0,08
Nettovoitto	0,1	-0,5	-1,0	0,1	0,9	Omapääoma / osake	0,38	0,37	1,99	1,72	1,83
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	6,3	6,2	20,3	27,7	26,4	Liikevaihdon kasvu-%	10 %	-37 %	127 %	25 %	25 %
Oma pääoma	2,0	2,0	13,0	13,1	14,0	Käyttökateen kasvu-%	-22 %	-93 %	1881 %	25 %	72 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-38 %	-250 %	-193 %	62 %	116 %
Nettovelat	1,4	2,1	-7,2	-7,1	-7,4	EPS oik. kasvu-%	-54 %	-404 %	72 %	-112 %	517 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	5,7 %	0,6 %	5,6 %	5,6 %	7,7 %
Käyttökate	0,6	0,0	0,8	1,0	1,8	Oik. Liikevoitto-%	2,3 %	-5,5 %	2,3 %	2,9 %	5,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,2	-0,5	-1,7	-0,1	-0,5	Liikevoitto-%	2,3 %	-5,5 %	2,3 %	2,9 %	5,1 %
Operatiivinen kassavirta	-1,6	-0,5	-0,9	1,0	1,3	ROE-%	7,6 %	-23,3 %	-12,9 %	1,1 %	6,4 %
Investoinnit	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6	ROI-%	6,3 %	-7,4 %	3,1 %	2,6 %	4,7 %
Vapaa kassavirta	-2,0	-1,1	-1,4	0,3	0,6	Omavaraisuusaste	31,6 %	32,3 %	64,0 %	47,5 %	53,0 %
						Nettovelkaantumisaste	67,5 %	105,1 %	-55,2 %	-53,9 %	-52,9 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	0,1	0,3	3,5	1,6	1,3						
EV/EBITDA (oik.)	2,3	50,2	62,4	28,4	16,3						
EV/EBIT (oik.)	5,6	neg.	>100	54,4	24,9						
P/E (oik.)	0,0	0,0	neg.	>100	42,1						
P/B	0,0	0,0	4,5	2,8	2,6						
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Teknologiayhtiö, jonka kilpailuvalttina asiantuntijuus ja erikoistunut osaaminen

2.

Suosiolliset megatrendit ja markkinan voimakas kasvunopeus

3.

Projektiluonteinen liiketoimintamalli ja matala jatkuvan liikevaihdon osuus

4.

Johto ja henkilöstö sitoutuneita yhtiöön huomattavan omistuksen kautta

5.

Korkea riskitaso, mutta myös suuri arvonluontipotentiaali, mikäli tavoitteissa onnistutaan

Potentiaali



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

Riskit



- Sähkövarastoprojektien matalampi bruttokate rajoittaa kannattavuuspotentiaalia, vaikka tuovatkin runsaasti potentiaalia liikevaihdon kasvulle
- Sähkövarastomarkkinassa vallitsee toistaiseksi voimakas hintakilpailu
- Kannattavuuden parantaminen tavoitellulle tasolle on arviomme mukaan haastavaa ja vaatii merkittävästi suuremman skaalan
- Liikevaihdon epätasainen kehitys altistaa kurssivaihtelulle
- Tuotannon nopea kasvattaminen voi tuoda mukanaan haasteita
- Kilpailu suurten yhtiöiden toimesta voi heikentää Merus Powerin hinnoitteluvoimaa

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
18/11/2022	Vähennä	5,00 €	4,77 €

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.**