

MERUS POWER

27.1.2025 19.50 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Tuloskäänteen kynnyksellä

Erityisesti sähkövarastoliiketoiminnan skaalaamiseen perustuva kasvustrategia on edistynyt viime aikoina vahvan tilauskertymän muodossa. Odotamme myös kannattavuuden parantuvan vuosien 2025-26 aikana. Nähdäksemme tuotto-odotus ei kuitenkaan nykyisellä arvostuksella nouse tarpeeksi houkuttelevaksi ellei yhtiö pysty ylittämään toimialan yleistä kannattavuustasoa tai kiihdyttämään kasvuaan nykyisiä oletuksiamme vahvemmaksi. Toistamme vähennä-suosituksen, mutta nostamme tavoitehinnan 4,3 euroon viime aikojen suotuisan tilauskehityksen tukemana (aik. 4,0).

Sähköteknologiaa kasvaviin markkinasegmentteihin

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 helposti räätälöivät ja ohjelmistomalliset ratkaisut eri käyttötarkoituksiin. Sähkövarastot ovat yhtiön vahvimmin kasvava tuotesegmentti jopa 18 %:n vuotuisen markkinakasvun ajamana, mihin vaikuttaa erityisesti investoinnit uusiutuvaan sähköntuotantoon. Sähkönlaaturatkaisujen markkinakin kasvaa reipasta noin 7 %:n vuosivauhtia. Sähkönlaaturatkaisut perustuvat kokonaan yhtiön omaan teknologiaan ja samoja skaalautuvia teknologioita hyödynnetään myös sähkövarastoissa. Yhtiön sähkövarastotuotannon arvosta noin puolet perustuu omaan teknologiaan ja loput, kuten akut, ostetaan ulkopuolisilta toimittajilta, mikä arviomme mukaan suhteellisesti laskee sähkövarastojen myyntikateprofiilia. Yhtiö on toimittanut sähkönlaaturatkaisujaan yli 70 eri maahan laajan jakeluverkostonsa kautta. Sähkövarastoliiketoiminta on paikallisempaa ja sitä pyritään laajentamaan Suomesta muualle Eurooppaan yhteistyökumppanuuksien avulla.

Kannattavuuskäänte ennusteissa vuodelle 2025

Kannattavuus on jäänyt vuosina 2023-24 heikoksi johtuen liiketoiminnan ylösajovaiheesta, jossa yhtiön kulumassa on

kasvanut voimakkaiden rekrytointien sekä muiden opex-investointien myötä ja samalla suurempien sähkövarastojen toimitusprosesseissa ollaan vielä oltu osittain opetteluvaiheessa. Arvioimme tilanteen kuitenkin muuttuvan merkittävästi vuosina 2025-26, jolloin käyttökate kohoaa ennusteissamme 2,1-3,9 MEUR:oon (5,0-7,2 % liikevaihdosta, EBIT 1,4-4,0 %). Yhtiöllä on vahva tilauskanta, jonka pohjalta ennustamme 41 % liikevaihdon kasvua vuodelle 2025. Organisaation kehitysaste on nähdäksemme kypsytynyt ja vuosina 2023-24 kehitettyjä sähkövarastoratkaisuja päästään monistamaan, minkä tulisi tukea tehokkuutta lähivuosina. Yhtiön pyrkimys sähkövarastojen toimitusten laajentamiseen Suomen ulkopuolelle voisi vähentää riippuvuutta Suomen markkinasta, millä olisi nähdäksemme positiivinen vaikutus kasvun ennustettavuuteen pitkällä aikavälillä. Myös sähkönlaaturatkaisujen rintamalla kysyntänäkymät ovat parantuneet selvästi ja yhtiö on jatkanut jakelukanaviensa vahvistamista. Nostimme hieman ennusteitamme viimeaikaisen hyvän tilauskertymän myötä.

Arvostuskertoimet pysyvät koholla vielä usean vuoden ajan

Merus Powerin kaltaisen kannattavuuskäänteen kynnyksellä olevan kasvuyhtiön kohdalla arvonmäärityksen tulee perustua tulevaisuuden kassavirtoihin. Tulospohjainen arvostus vuosille 2026-27 (EV/EBIT: 20x ja 13x) ylittää lähimpien verrokkien tason eikä mielestämme tarjoa nousuvaraa ennusteriskit huomioiden. Lähivuosien kannattavuuskäänteen onnistuminen voisi antaa suuntaa sähkövarastoliiketoiminnan pitkän aikavälin kannattavuustasosta ja olla merkittävä ajuri arvonmääritykseen. Nykyennusteemme olettavat vuosien 2026-27 EBIT-marginaaliksi 4-5 %, mitkä vastaavat karkeasti suurempien verrokkien, kuten Wärtsilän ja Fluencen kannattavuustasojen. Yhtiön tavoitteleman 15 %:n käyttökatemarginaalin (vastaa noin 12 % EBIT-marginaalia) toteutuminen voisi moninkertaistaa osakekurssin, mutta pidämme tätä epätodennäköisenä sähkövarastotoimialan matalista katteista johtuen.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

4,30 EUR

(aik. 4,00 EUR)

Osakekurssi:

4,61

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	29,0	30,2	42,6	53,2
kasvu-%	79 %	4 %	41 %	25 %
EBIT oik.	-0,5	-2,2	0,6	2,1
EBIT-% oik.	-1,8 %	-7,4 %	1,4 %	4,0 %
Nettotulos	-0,8	-2,8	0,1	1,6
EPS (oik.)	-0,10	-0,36	0,01	0,20

P/E (oik.)	neg.	neg.	>100	22,6
P/B	2,4	3,8	3,8	3,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	68,4	19,6
EV/EBITDA	>100	neg.	19,5	10,7
EV/Liikevaihto	1,1	1,3	1,0	0,8

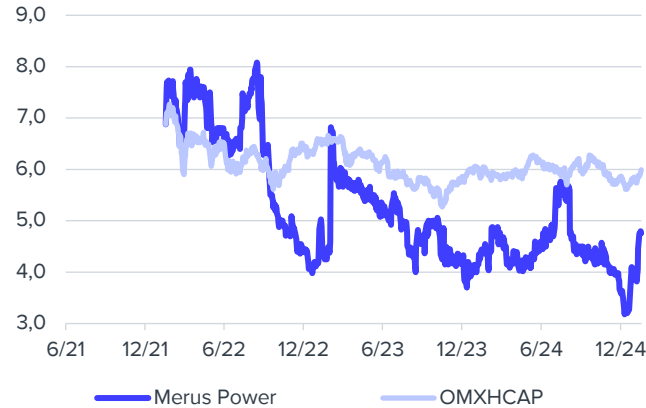
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

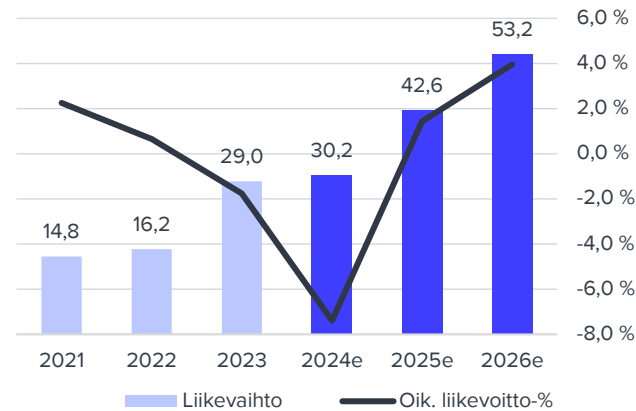
Merus Power arvioi, että yhtiön liikevaihto vuonna 2024 kasvaa vuoteen 2023 verrattuna. Käyttökateen arvioidaan olevan 0-1 MEUR negatiivinen.

Osakekurssi



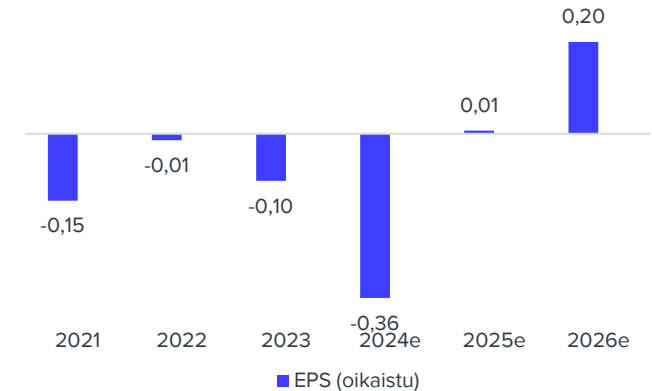
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Energiajärjestelmän murroksen myötä vahvasti kasvavat loppumarkkinat
- Erikoistunut teknologiaosaaminen
- Listautuminen tukenut resursseja ja mahdollistanut kasvun kiihdyttämisen
- Liikevaihdon kasvu tuo skaalaetuja ja tukee kannattavuutta keskipitkällä aikavälillä

Riskitekijät

- Pitkän aikavälin kannattavuustasoon liittyy epävarmuutta sähkövarastoliiketoiminnan ja markkinan kehitysvaiheesta johtuen
- Liiketoiminnan projektiluonteisuus tuo heiluntaa liikevaihdon kehitykseen
- Investointivetoisen kysynnän vaihtelut
- Kasvu on kuormittanut tasetta kannattavuuskäänteen viivästymisen myötä

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	4,61	4,61	4,61
Osakemäärä, milj. kpl	7,64	7,64	7,64
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	39	41	41
P/E (oik.)	neg.	>100	22,6
P/E	neg.	>100	22,6
P/B	3,8	3,8	3,2
P/S	1,2	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	1,3	1,0	0,8
EV/EBITDA	neg.	19,5	10,7
EV/EBIT (oik.)	neg.	68,4	19,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Raportin sisältö

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sähkövarastot	11-15
Sähkönlaaturatkaisut	16-21
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	22-23
Historiallinen tuloskehitys ja taloudellinen asema	24-25
Ennusteet	26-29
Arvonmääritys ja sijoitusprofiili	30-34
Taulukot	35-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiö kehittää sähkönlaaturatkaisuja, sähkövarastoja ja palveluita. Yhtiö pyrkii kasvuun myötävaikuttaen samalla kestäväen energian murrokseen.



2008

Yhtiön perustamisvuosi

2021

Listautuminen Helsingin pörssin First North -listalle

29,0 MEUR

Liikevaihto 2023 (kasvua 79 % v/v)

0,2 MEUR

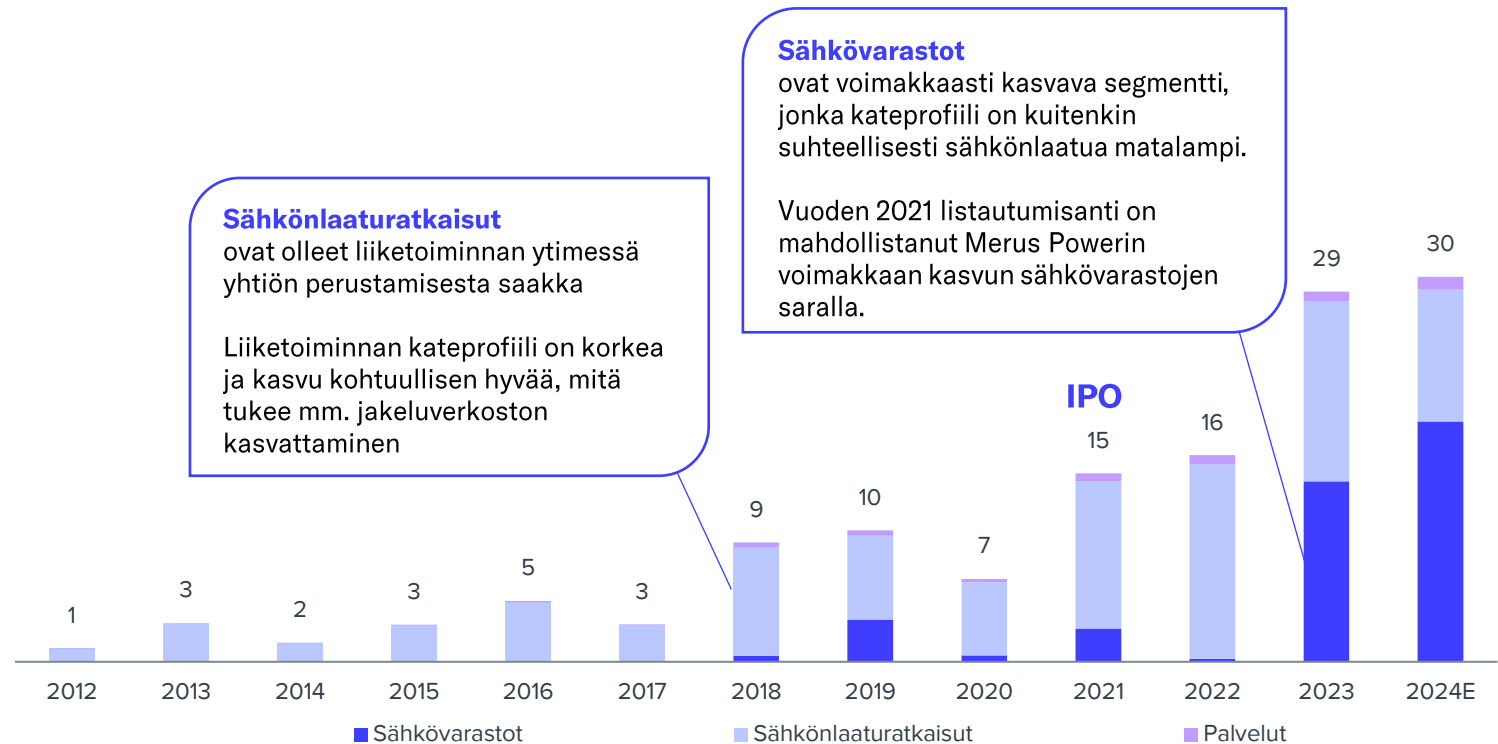
Käyttökate (EBITDA) 2023

46,8 MEUR

Tilaukanta H1 2024

113

Henkilöstön lukumäärä keskimäärin H1 2024



Liikevaihdon kehitys (MEUR)
Segmenttijako ja 2024-ennuste perustuvat Inderesin arvioon

Kannattavuus

Liikevoitto on historiassa vaihdellut nollan molemmin puolin. Yhtiön voimakkaat kasvupanostukset ovat toistaiseksi painaneet kannattavuutta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Merus Power lyhyesti

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

Yhtiö perustettiin vuonna 2008 sen nykyisen johdon toimesta. Merus Power pilotoi ensimmäisen sähkönlaatuun liittyvän toimituksensa vuoden 2010 syksyllä, minkä jälkeen se on jatkanut tuoteportfolionsa kehittämistä ja myynyt ratkaisujaan jo yli 70 eri maahan. Vuonna 2023 yhtiön liikevaihto oli 29,0 MEUR, mikä vastasi peräti 79 %:n kasvua suuren sähkövarastotoimituksen avittamana. Käyttökate oli 0,2 MEUR ja liikevoitto -0,5 MEUR. Myös henkilöstön määrä on kasvanut voimakkaasti listautumisen jälkeen ja vuoden 2024 H1:llä yhtiössä työskenteli keskimäärin jo 113 henkilöä.

Markkinamurros tarjoaa kasvumahdollisuuden

Energiantuotannon murros ja yhteiskuntien sähköistyminen kasvattavat kysyntää Merus Powerin ratkaisuille yhtiön molemmissa segmenteissä. Sähkövarastojen markkinan vuotuisen liikevaihdon

odotetaan yli kaksinkertaistuvan Euroopassa vuodesta 2025 vuoteen 2030 mennessä, mikä vastaisi noin 18 %:n vuosittaista kasvuvauhtia. Sähkönlaaturatkaisujen markkinan odotetaan kasvavan noin 7 %:n vuosivauhtia vuosien 2025-30 välillä¹.

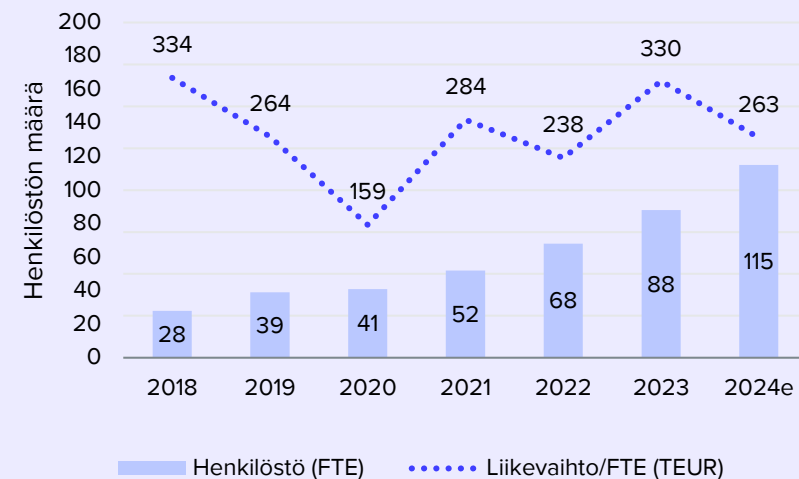
Listautumisannista resurssit kasvuun

Merus Power keräsi vuoden 2021 listautumisannilla noin 12 MEUR:n nettovarot, minkä keskeinen tavoite on ollut kasvaa merkittäväksi toimijaksi nopeasti kehittyvällä sähkövarastojen markkinalla. Yhtiö on listautumisen jälkeen moninkertaistanut henkilöstömääränsä ja onnistunut laajentumaan suurikokoisempiin sähkövarastoprojekteihin. Yhtiö tavoittelee liikevaihdon moninkertaistamista 80 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä pääosin orgaanisesti. Valtaosa kasvutavoitteesta nojaa sähkövarastoihin ja uusiutuvan energian integraatioihin, joiden osuutta liikevaihdosta pyritään kasvattamaan 70 %:iin taloudellisten tavoitteiden mukaisesti. Strategiakauden alkupuolella yhtiön kannattavuus on ollut matala, mutta yhtiöllä on tavoitteena keskimäärin yli 15 %:n käyttökatemarginaali. Arvioimme toteutettujen kasvupanosten skaalautumisen parantavan kannattavuutta lähivuosina nykytasoa selvästi korkeammaksi, mutta näemme esitetyn kannattavuuden tavoitetason varsin kunnianhimoisena.

Merus Power kartalla



Henkilöstön määrän kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Sähkövarastot ja sähkönlaaturatkaisut rakentuvat saman teknologian ympärille

Ennen listautumista Merus Powerin liikevaihto syntyi pääosin sähkönlaaturatkaisujen segmentistä, johon yhtiö on kehittänyt useita osittain samaan teknologiaytimeen perustuvia ratkaisuja historiansa aikana. Myös sähkövarastojen tehoelektroniikassa hyödynnetään samankaltaista teknologiaa kuin sähkönlaaturatkaisuissa, mikä osaltaan tukee strategista logiikkaa, miksi Merus Power on halunnut laajentaa liiketoimintaansa kasvavaan sähkövarastosegmenttiin.

Sähkövarastoliiketoiminnan luonne poikkeaa jossain määrin sähkönlaatuliiiketoiminnasta erityisesti tilausten keskimääräisen kokoluokan suhteen.

Sähkövarastoliiketoiminnassa yksittäiset tilaukset ovat melko suuria (jopa 20 MEUR) ja niiden toimittaminen voi sitoa merkittävästi käyttöpääomaa, koska toimitusajat ovat tyypillisesti pitkiä ja asiakkaalta saatavat maksut painottuvat toimitusten loppupäähän. Myös sähkönlaaturatkaisuissa liiketoimintaan sisältyy suurehkoja projektiluonteisia toimituksia (jopa 5 MEUR), mutta liikevaihdosta tyypillisesti vähintään puolet syntyy kuitenkin pienemmistä kokonaisuuksista, josta osa pieniä projekteja ja osa nopeasti toimitettavaa tuotemyyntiä.

Sähkönlaaturatkaisuissa liikevaihto on siten selvästi hajautuneempaa eri tilauksiin, asiakkuuksiin ja maantieteisiin.

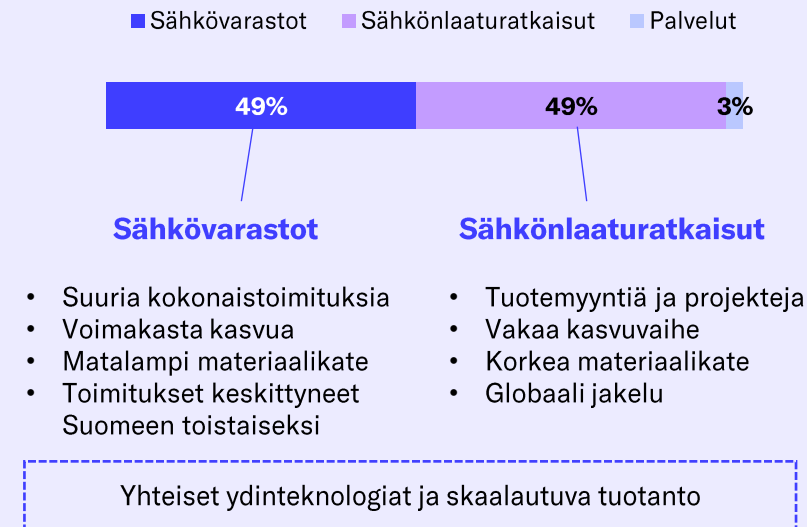
Asema arvoketjussa eroaa tuotesegmenttien välillä

Sähkönlaaturatkaisujen tuotesegmentissä Merus Powerin asemana arvoketjussa on toimia ratkaisutoimittajana varsinaisille järjestelmätoimittajille. Sähkövarastojen tuotesegmentissä Merus Power puolestaan pyrkii profiloitumaan kokonaisvaltaisena järjestelmätoimittajana, jolloin eri elementtien integroinnissa syntyvä lisäarvo jäisi yhtiölle itselleen ja yhtiö pystyisi solmimaan jatkuvia palvelusopimuksia asiakkaidensa kanssa. Samalla yhtiö myös ottaa kannettavakseen projektinhallintaan liittyvän riskin.

Merus Power keskittyy sähkövarastojen saralla tavoittelemaan pienemmän ja keskisuuren kokoluokan projekteja (noin 1-20 MEUR), joissa arvoa luodaan teknologisella erikoistumisella. Yhtiön vahvuudet eivät ulotu kaikkein suurimpiin projekteihin, joissa globaalit yhtiöt kilpailevat hankintojen tehokkuudella.

Merus Powerin kilpailukyky perustuu yhtiön itse kehittämään teknologiaan, jota se pystyy hyödyntämään skaalautuvasti tuotteissaan. Yhtiön teknologian mekaaninen osuus perustuu erityisesti tehoelektroniikkamoduulien sarjakokoonpanoon, mitä käytetään yhtiön kaikissa tuotteissa ja voidaan kytkeä yhteen tarvittava määrä sovelluskohtaiset tarpeet huomioiden. Lisäksi yhtiön itse kehittämät ohjaus- ja ohjelmistoratkaisut ovat keskeisessä asemassa. Arvioimme tehoelektroniikan ominaisuuksien, kuten nopeuden ja tehottiheyden olevan erittäin kilpailukykyiset, mutta teknologiaa tulee kehittää jatkuvasti kilpailukykyyn säilyttämiseksi.

Liikevaihdon jakauma



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Tuotanto koostuu kokoonpanosta ja testauksesta, projekteihin liittyy myös alihankittua rakentamista Merus Powerin tehoelektroniikka ja kontrolliyksiköt valmistetaan Ylöjärven tehtaalla. Kokoonpanolinjasto kokoaa tuotteet hankituista komponenteista, minkä jälkeen tuotteet testataan perusteellisesti ennen toimitusta määränpäähän. Projektitoimituksissa lähetetyt tuotteet asennetaan määränpäässä kaappeihin ja yhdistetään kontrolliyksikköön. Asennus on tyypillisesti ulkopuolelta ostettu palvelu. Asennuksen jälkeen Merus Powerin työntekijät suorittavat käyttöönototarkastuksen ja tuote voidaan lopullisesti luovuttaa asiakkaalle. Avaimet käteen – tyyppisissä sähkövarastoprojekteissa Merus Power teettää myös tarvittavat rakennustyöt ja projektinhallinnan pääasiassa alihankkijoiden kautta. Tehtaassa tapahtuvat tuotanto-operaatiot ovat pääosin ennustettavia ja tehokkaita. Komponenttien saatavuus ja uudentyyppisten ratkaisujen toimittamisessa mahdollisesti ilmaantuvat yllätykset voivat ajoittain vaikuttaa toiminnan tehokkuuteen. Yhtiön ensimmäinen suuri avaimet käteen – periaatteella toimittama sähkövarasto viivästyi aikataulusta ja aiheutti lisäkustannuksia vuodelle 2024, mutta arvioimme operaatioiden tehostuvan toistojen myötä.

Muutto uusiin moderneihin tiloihin toteutui 2023

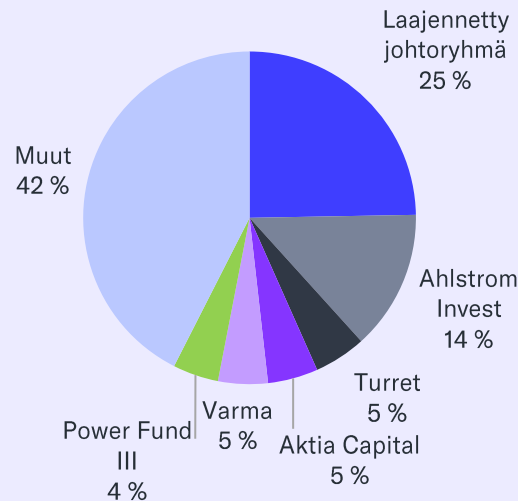
Yhtiö muutti moderneihin Ylöjärvellä sijaitseviin 4700 neliömetrin tiloihin syksyn 2023 aikana. Tilat ovat

lähes kolminkertaiset verrattuna aiempiin Nokialla sijainneisiin tiloihin, joissa yhtiö oli toiminut perustamisesta lähtien. Yhtiöllä on lisäksi toimistotiloja muualla Suomessa, joita hyödyntävät mm. yhtiön myyjät ja tuotekehitys. Uudet tilat mahdollistavat tuotannon tehokkaamman järjestämisen sekä liikevaihdon moninkertaistamisen vähintään yhtiön tavoittelemalle 80 MEUR:n tasolle. Merus Powerin tuotanto koostuu pääasiassa moduulien kokoonpanosta sekä testauksesta, mikä ei edellytä suuria investointeja tuotantolaitteistoon. Tuotekehitys ja testausprosessit kuitenkin vaativat erikoistuneita laboratoriotiloja.

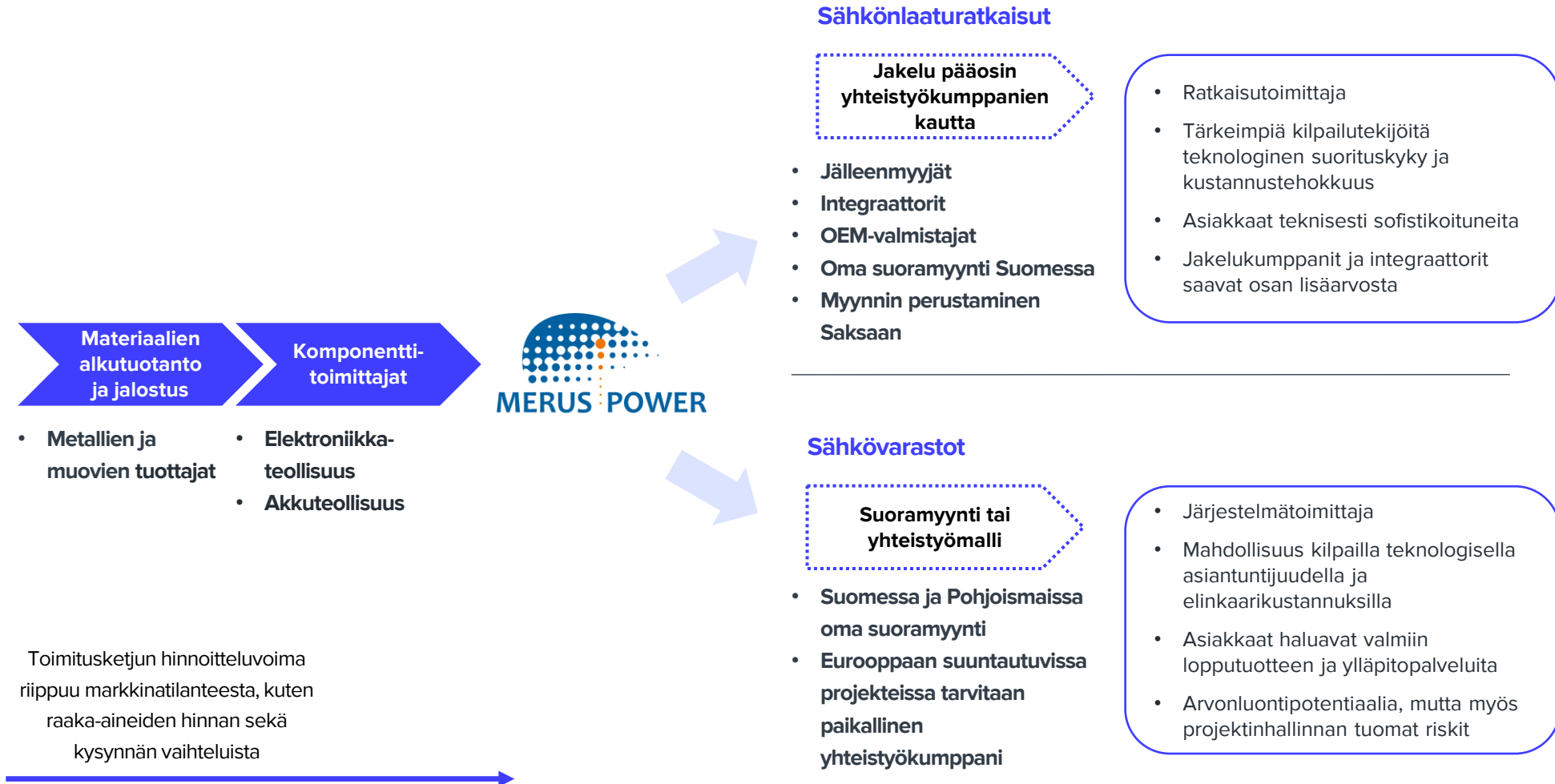
Omistajissa mukana johtoa, instituutioita ja piensijoittajia

Merus Powerin toimitusjohtaja ja yksi perustajista Kari Tuomala on myös yhtiön suurin osakkeenomistaja 19,5 %:n osuudella. Ennen listautumista suurimpiin omistajiin kuuluivat pääomasijoittajien rahastot kuten Power Fund III ja Inventure Fund, mutta nämä ovat vähentäneet tai luopuneet omistuksistaan listautumisen jälkeen. Tilalle on vastaavasti tullut laaja joukko listattuihin osakkeisiin sijoittavia institutionaalisia sijoittajia, joista suurimpia ovat tällä hetkellä Ahlstrom Invest, Turret, Aktia Capital ja Varma. Yhtiöllä oli kesäkuun 2024 lopussa yhteensä 4929 osakkeenomistajaa.

Osakkeenomistajat¹⁾



Yhtiön rooli arvoketjussa



Sähkövarastot 1/5

Sähkövarastot ovat nousseet Merus Powerin liikevaihdollisesti suurimmaksi tuotesegmentiksi listautumisantia seuranneen strategisen muutoksen johdosta. Arvioimme sähkövarastoliiketoiminnan tuottaneen liikevaihtoa noin 19 MEUR vuonna 2024. Markkinan vahva kysyntäkehitys ja Merus Powerin kyvykkyyksien vahvistuminen ovat kiihdyttäneet tilauskirjan kasvua, minkä tulisi mahdollistaa liikevaihdon kasvun jatkuminen lähivuosina. Myös pitkän aikavälin markkinakasvunäkymät ovat suotuisat.

Yhtiön ydinteknologialla tärkeä rooli sähkövarastoissa

Sähkövarastojen tärkeintä teknologiaa ovat Merus Powerin kehittämät ja valmistamat verkkoinvertterit, säätö-, suojaus- ja kaupankäyntiohjelmistot. Lisäksi sähkövarastoissa tarvitaan energiaa säilyttävää teknologiaa, joka on tyypillisesti litiumioniakku, jonka Merus Power ostaa alihankintana. Yhtiön itse kehittämät teknologiat mahdollistavat muun muassa erittäin nopean vasteen, mikroverkon uudelleen sähköistämisen ja sähkönlaadun varmistamisen. Yhtiön ratkaisulla voidaan vastata erilaisiin asiakastarpeisiin kapasiteetin ja tehonpurkunopeuden osalta, mutta yhtiön tuotteiden kilpailukyky nousee parhaiten esiin sellaisissa sähkövarastoissa, joissa tehonpurkunopeus on suhteellisen korkea akkukapasiteettiin verrattuna. Yhtiön sähkövarastojen kotimaisuusaste on noin 40–60 %. Konttiratkaisut, verkkoinvertterit ja ohjausjärjestelmät valmistetaan

Nokiolla pääosin suomalaisista ja eurooppalaisista komponenteista. Akut tulevat tyypillisesti Aasiasta tai Ranskasta.

Liikevaihto muodostuu pääosin suurista projekteista

Merus Powerin tuottamien sähkövarastojen koko vaihtelee megawatista kymmeniin megawatteihin ja toimitusten arvo välillä 1-20 MEUR. Yhtiön tavoittelemaa projektikokoa voidaan pitää toimialalla pienenä tai keskikokoisena, mutta yhtiön kokoon peilattuna yksittäisten projektien mittaluokka on suuri. Liikevaihto on siten keskittyneempää ja vuotuinen kehitys riippuvaisempaa yksittäisten projektien ajoituksesta verrattuna esimerkiksi sähkönlaaturatkaisujen tuotemyyntiin. Samalla suuret projektit mahdollistavat liikevaihdon ja tehoelektroniikkatuotannon volyymien nopean kasvattamisen.

Merus Powerin sähkövarastotoimitukset pitävät sisällään sekä itse sähkövarastoteknologiaan keskittyviä toimituksia että laajempia avaimet käteen – tyyppisiä kokonaisuuksia. Yhtiö on kartoittanut ja varannut sähkövarastoille soveltuvia tontteja Suomesta sähköverkkoyhteyksien varrelta pystyäkseen tarjoamaan potentiaalisille asiakkaille mahdollisimman valmiita ja pitkälle kehitettyjä investointimahdollisuuksia.

↗ Kasvaa voimakkaasti

👥 Suurikokoisia projektitoimituksia

🇫🇮 Alkuvaiheessa keskittynyt Suomeen

Merus Power integroi sähkövarastoihin sekä omaa että alihankintana tuotettua teknologiaa¹



¹) Kuva on viitteellinen. Sähkövarastoja voidaan rakentaa eri tyyppisiin rakennuksiin tai kontteihin asiakastarpeiden mukaisesti.

Sähkövarastot 2/5

Merus Power kohtasi toteutushaasteita ensimmäisen suuren 20 MEUR:n suuruisen projektitoimituksensa kohdalla vuonna 2024, mutta kyseisten suunnitteluvirheistä johtuneiden viivästysten selättäminen on arvioimme mukaan melko suoraviivaista tulevien projektien kohdalla. Arvioimme toistojen ja oppimisen parantavan liiketoiminnan kannattavuutta jatkossa. Sähkövarastojen katetaso jäänee kuitenkin sähkönlaaturatkaisuja selvästi matalammaksi, sillä akkujen osuus toimitusten arvosta on merkittävä ja nämä eivät ole Merus Powerin itse kehittämää teknologiaa.

Palvelut ja ohjelmistot tärkeä osa kokonaisuutta
Merus Power tarjoaa sähkövaraston elinkaaren aikana asiakkailleen huolto- ja tukipalveluita sekä kaupankäyntiohjelmistoja ja analytiikkaa. Palvelut täydentävät yhtiön kokonaisvaltaista tarjoamaa, mikä tarjoaa asiakkaille helppoutta ja selkeyttä yhden luukun toimintamallin mukaisesti. Kehittämiensä kaupankäyntiohjelmistojen lisäksi yhtiöllä on sähkömarkkinan analytiikkaan keskittynyt tiimi Helsingissä, joka tukee asiakkaita mm. taajuudensääätömarkkinaan osallistumisessa mahdollisimman kannattavasti.

Toiminta aloitettu Suomesta, laajentuminen ulkomaille pian ajankohtaista
Sähkövarastoliiketoiminnan alkuvaiheessa kaikki Merus Powerin toimitukset ovat kohdistuneet Suomeen. Yhtiön tavoitteena on kuitenkin lähivuosina laajentaa toimituksia myös muualle Euroopan sisällä.

Arvioimme uusiin maihin kohdistuvan myyntityön ja neuvotteluiden olevan jo käynnissä. Toimitusten kohdistuessa Suomen ulkopuolelle Merus Power tarvitsee paikallisen kumppanin, joka pystyy järjestelemään regulaatioon ja rakentamiseen liittyviä seikkoja sekä mahdollisesti myös toimimaan kokonaisvastuullisena toimittajana asiakasrajapinnassa. Merus Powerin rooli olisi tällöin teknisenä ratkaisutoimittajana, mikä rajaisi riskejä.

Sähkövarastoille on useita käyttökohteita, mutta taajuudensääätömarkkina on toistaiseksi korostunut
Yhtiön asiakkaat hankkivat sähkövarastoja monista syistä, joista keskeisin viime vuosina on ollut taajuudensääätömarkkinaan osallistuminen. Lisäksi sähkövarastoja voidaan hyödyntää mm. energiakaupankäyntiin, varavoiman hankkimiseen, tehonkäytön optimointiin mikroverkossa sekä uusiutuvan energian tuotannon mahdollistamiseen ja integroimiseen sähköverkkoon. Yhtiön kolme toistaiseksi suurinta sähkövarastotilausta ovat tulleet asiakkailta, jotka haluavat osallistua Fingridin taajuudensääätömarkkinalle. Näistä kahdessa taustalla on pääomasijoittaja (Taaleri ja Ardian) ja kolmannessa globaali energia-alan yhtiö Alpiq.

Merus Power on historiassaan toimittanut useita pienen mittakaavan sähkövarastoja, joissa on ollut osittain kyse asiakkaiden halusta kokeilla sähkövarastojen soveltuvuutta tiettyihin uudentyyppisiin käyttötarkoituksiin.

Tiedotetut sähkövarastoasiakkuudet

Asiakas	Käyttöönotto	Akuston	
		kapasiteetti MWh	Teho MW
LEMENE	2019	1,3	1,6
TuuliWatti	2019	6,0	6,0
Lidl	2019	1,6	2,6
S-Ryhmä	2021	2,0	2,0
Elenia	2023-24e	1,2	1,2
Helen	2023-24e	0,25	0,25
Taaleri Energia	2024	36	30
Sallila Energia	2024e	1,7	1,7
Herrfors	2025e	7,0	7,0
eNordic ¹	2025e	40	38
Alpiq	2025e	36	30
Enertia	2025e	9,8	9,9

1) eNordic Oy on kansainvälisen pääomasijoittaja Ardianin suomalaisen tytäryhtiön ja Lappeenrannan Energian yhteisyritys

Sähkövarastot 3/5

Esimerkiksi Elenian kanssa on toteutettu pilottiratkaisu, jossa sähkövarastoa käytetään sähkönjakelun turvaamiseen haja-asutusalueilla. Helen on puolestaan tilannut Merus Powerilta pienen sähkövaraston tutkiakseen mahdollisuutta vahvistaa vesivoimalaitosten säätövoimakäyttöä taajuudentuennassa kiristyvien teknisten vaatimusten keskellä.

Sähkövarastomarkkina kasvaa voimakkaasti

Kysyntä sähkövarastointiratkaisuille on ollut viime vuosina voimakkaassa nosteessa ja toimialan kasvun ennustetaan olevan ripeää myös pitkällä aikavälillä. Bloomberg New Energy Finance arvioi Euroopassa olevan sähkövarastokapasiteettia noin 21 GW vuoden 2024 lopussa ja asennetun kapasiteetin arvioidaan kasvavan 121 GW:iin 2030 mennessä, eli keskimäärin noin 34 % vuositasolla. Mordor Intelligence ennustaa Euroopan sähkövarastomarkkinan kasvavan keskimäärin 18 %/v vuosien 2025-30 välillä. Asennusmäärien kasvu tukee markkinan kokoa, mutta akkuteknologian hintojen lasku puolestaan laskee sähkövarastojen toimittamisesta syntyvää liikevaihtoa asennettua kapasiteettia kohden.

Tärkein ajuri sähkövarastojen kysynnän kasvulle liittyy energiamarkkinoiden murrokseen, jossa perinteisiä vakaita, mutta saastuttavia energiantuotantomuotoja korvataan puhtailla, mutta tuotantomääriltään vaihtelevilla teknologioilla, kuten tuuli- ja aurinkovoimalla. Energiamarkkinan murros on käynnistynyt poliittisen tahdon ja tukitoimien yauhdittamana, mutta 2020-luvulle tultaessa tuuli- ja

aurinkovoiman tuotantokustannukset on saatu painettua tasolle, jossa ne ovat edullisempia ja siten erittäin kilpailukykyisiä verrattuna perinteisiin energian tuotantomuotoihin. Myös sähkövarastojen ja muiden joustoa tarjoavien teknologioiden kehittyminen ja halpeneminen osaltaan tukevat uusiutuvan energian investointeja.

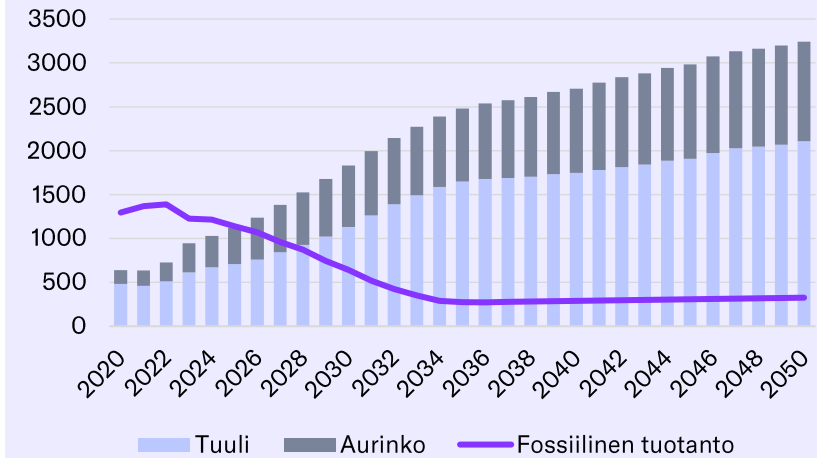
Sähkövarastojen ansaintamalleissa markkinakohtaisia eroja

Sähkövarastojen tyypillisissä ansaintamalleissa on suurta vaihtelua Euroopan sisällä. Eri ansaintamalleja voidaan hyödyntää osin rinnakkain, mikä auttaa sähkövarastojen omistajia maksimoimaan tuottojaan.

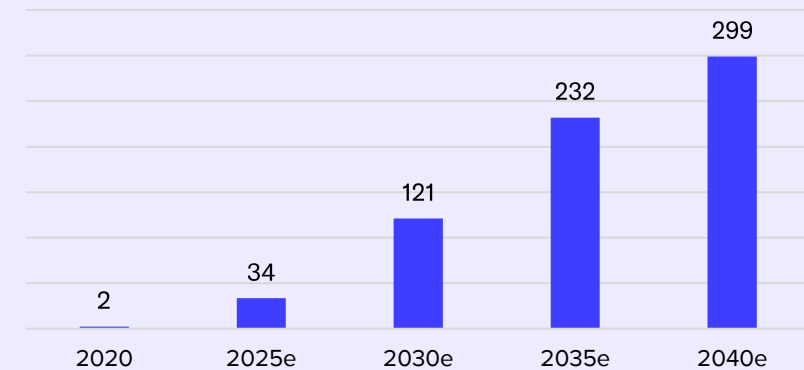
Esimerkiksi monissa Pohjois-Euroopan maissa teollisen mittakaavan sähkövarastojen tärkein ansaintamalli on osallistuminen sähköverkkoa tasapainottaviin markkinamekanismeihin, kuten Suomessa Fingridin taajuudensäätömarkkinaan. Näissä markkinamekanismeissa hinnoittelu vaihtelee jatkuvasti ja soveltuvan sähkövaraston ostajat voivat tarjota kapasiteettia mekanismeihin päiväkohtaisesti. Taajuudensäätömarkkinalla sähkövarastot osallistuvat sähköverkon taajuuden vakauttamiseen, kun sähkön kulutuksessa ja tuotannossa ilmenee epätasapainoa.

Kapasiteettimaksut ovat toinen laajasti tarjolla oleva ansaintamalli sähkövarastojen omistajille. Näissä valtiolliset toimijat maksavat sähkövaraston rakentajalle pitkäaikaisiin, esimerkiksi 15 vuoden mittaisiin sopimuksiin perustuen. Kapasiteettimaksut tyypillisesti kilpailutetaan huutokauppanettelyllä.

Sähkön tuotanto Euroopassa



Sähkövarastokapasiteetti Euroopassa (GW)



Sähkövarastot 4/5

Kaupankäynti sähkömarkkinoilla on kolmas merkittävä ansaintamalli sähkövarastojen omistajille. Sähkömarkkinoiden voimistuneet hintavaihtelut tarjoavat aikaisempaa enemmän mahdollisuuksia voitontavoitteluun arbitraasikaupankäynnillä. Tällaista kaupankäyntiä voidaan myös harjoittaa muiden lyhytaikaisten markkinavetoisten ansaintamallien, kuten taajuudensäätömarkkinalle osallistumisen rinnalla.

Taajuudensäätömarkkina vetää sähkövarastoinvestointeja Suomeen

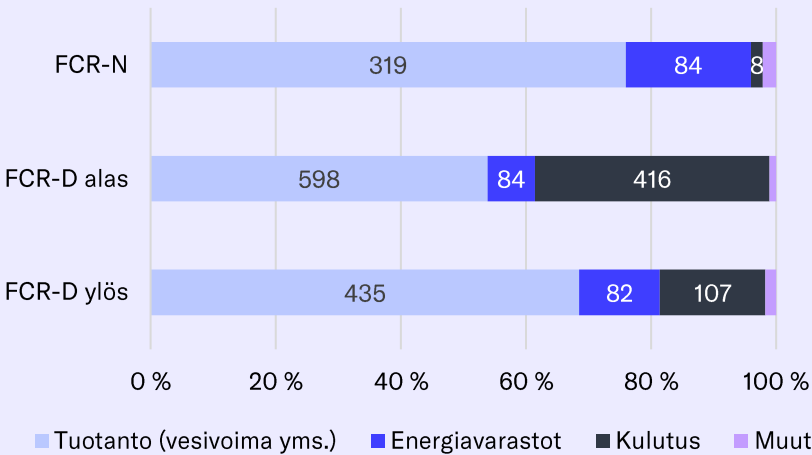
Suomessa taajuudensäätömarkkina on ollut toistaiseksi tärkein ansaintamalli Merus Powerilta tilatuille sähkövarastoille ja myös yleisellä tasolla merkittävin ansaintamalli suurikokoisille sähkövarastoille. Fingridin reservimarkkinoilla on useita eri markkina-alasegmenttejä, joista sähkövarastoille olennaisimpia ovat nopeaa vastetta edellyttävät FCR-D ja FCR-N. Näille markkinoille soveltuvaa sertifioitua sähkövarastokapasiteettia oli Fingridin mukaan Suomessa noin 84 MW (8.10.2024), mikä vastasi 8-20 % kaikesta sertifioidusta reservikapasiteetista kyseisille markkinoille. Vesivoima on suurin kilpaileva reserviteknologia, mutta tiukentuvien teknisten vaatimusten myötä vesivoiman kyky osallistua nopeille säätömarkkinoille heikentyy eikä uutta vesivoimaa myöskään enää rakenneta Suomeen merkittävässä määrin. Teollinen kulutusjousto on toiseksi suurin kilpaileva reserviteknologia, jonka voidaan odottaa kasvavan

tulevina vuosina sähkövarastojen ohella. Vaikka sähkövarastojen pitkän aikavälin markkinakasvunäkymä on isossa kuvassa positiivinen, näemme Suomen taajuudensäätömarkkinan mahdollisen saturoitumisen potentiaalisena riskinä, joka toteutuessaan voisi ainakin hetkellisesti heikentää kysyntää uusille sähkövarastoille. Vaikka tarve taajuudensäädölle kasvaa, on kasvuvauhti kuitenkin arviomme mukaan hitaampi suhteutettuna sähkövarastokapasiteetin voimakkaaseen kasvuun.

Sähkökauppaan perustuvat investoinnit voisivat nousta merkittävään rooliin

Pitkällä aikavälillä arvioimme sähkövarastojen ansaintalogiikan painopisteen siirtyvän entistä enemmän kohti sähkön hintaan pohjautuvaa arbitraasia, jonka houkuttelevuuteen vaikuttaa erityisesti sähkön markkinahinnan lyhyen aikavälin vaihtelu. Sähkövarastoilla voidaan melko tehokkaasti tasata korkeimpia päivänsisäisiä hinnanvaihteluita. Käytännössä kaupankäyntivetoisia investointeja on historiassa rajoittanut mm. rahoittajien haluttomuus osallistua riskipitoisena nähtyyn liiketoimintamalliin. Goldman Sachs¹ arvioi katsauksessaan rahoitusympäristön kehittyneen viime aikoina suotuisasti tällaisten toimintamallien näkökulmasta. Yhtiön mukaan sähkövarastoihin liittyvät liiketoimintamallit ja teknologiat ovat kuitenkin vielä osittain melko vieraita useille rahoitusmarkkinoiden toimijoille, mikä toistaiseksi osaltaan rajoittaa tarjolla olevaa rahoituspohjaa sähkövarastohankkeille.

Todennettu kapasiteetti Fingridin nopeilla säätömarkkinoilla²



1) Goldman Sachs: European energy storage: a new multi-billion-dollar asset class (7.11.2024)

2) Fingrid (8.10.2024).

Sähkövarastot 5/5

Kilpailuympäristö sähkövarastoissa

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

Merus Power lukeutuu pienemmän kokoluokan toimijoihin, joihin kuuluvat sen lisäksi esimerkiksi eurooppalaiset yhtiöt Alfen, Intilion ja Leclanché. Tämän kokoluokan yhtiöiden kilpailukyky perustuu teknologiseen erikoistumiseen sekä kykyyn ja haluun huomioida hankkeiden erityisvaatimukset. Kärjistäen tämä näkyy siten, että yhtiöt hyödyntävät ja tarvittaessa kustomoivat itse kehittämänsä teknologiaa asiakastoimituksissa, sen sijaan, että pyrkisivät integroimaan suuria kokonaisuuksia markkinalla tarjolla olevista teknologioista.

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

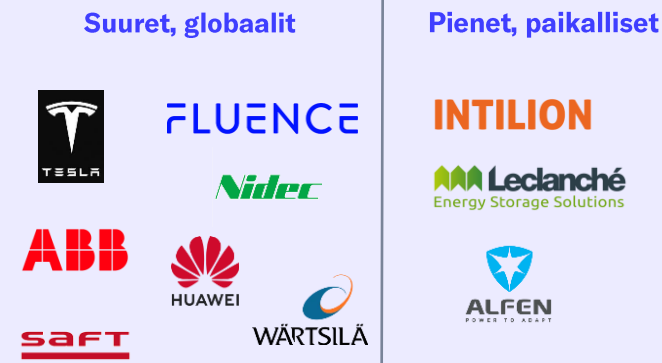
hankkeissa, jossa tehon suhde kapasiteettiin on korkea (yhtiön toimituksissa suhde tyypillisesti noin 1:1).

Merus Powerinkin teknologiaa voidaan skaalata suuriin hankkeisiin, jolloin samaa teknologiaa voitaisiin periaatteessa hyödyntää suuremmissakin hankkeissa. Nähdäksemme Merus Powerin on kuitenkin pienenä yhtiönä vaikeaa saavuttaa riittävää skaalaa (ja siten kustannuskilpailukykyä) sen hankinnoissa, jotta yhtiö olisi kilpailukykyinen suuren mittakaavan (>50 MWh) sähkövarastoissa. Myös käyttöpääoman rahoitus muodostuisi pullonkaulaksi yhtiön nykyisessä tilanteessa. 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.

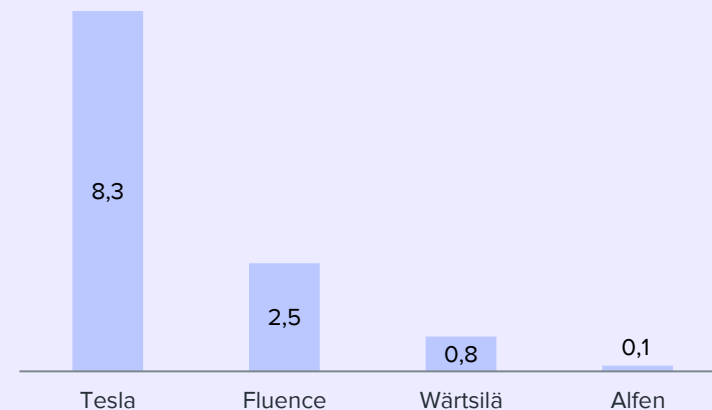
Fokus pelkästä kasvusta kohti kannattavaa kasvua

Sähkövarastomarkkinalla toimivat yhtiöt keskittyivät vielä vuosina 2021-23 nopeaan kasvuun, mutta vuoden 2024 aikana moni yhtiö on jo kääntynyt voitolliseksi. Mm. Fluence ja Wärtsilä ovat raportoineet positiivisia liiketuloksia (1-4 % liikevaihdosta). Käännöksen kannattavuushakuisuuteen arviomme mukaan vähentää hintakilpailupainetta ja tukee myös Merus Powerin mahdollisuuksia kannattavuuskäänteeseen.

Kilpailukenttä sähkövarastoliiketoiminnassa



Liikevaihto sähkövarastoliiketoiminnasta (miljardia EUR, 2024e)¹



Sähkönlaaturatkaisut 1/6

Sähkönlaaturatkaisut ovat olleet Merus Powerin liiketoiminnan ytimessä yhtiön perustamisesta saakka, joten liiketoiminnan kehitysvaihe on sähkövarastoja pidemmällä. Arvioimme segmentin tuottaneen liikevaihtoa reilut 10 MEUR vuonna 2024, missä on selkeää laskua edellisvuosiin nähden johtuen toimialan syklisestä luonteesta ja projektitilausten ajoituksista. Tilauskanta on kuitenkin jälleen vahvistunut vuoden 2024 aikana. Arvioimme liiketoimintasegmentin keskipitkän aikavälin kasvuprofiilin suotuisaksi, mitä tukee erityisesti jakelukanavien vahvistuminen uusilla markkinoilla sekä kohdemarkkinan kasvu yhteiskuntien sähköistymiskehityksen myötä.

Mitä ovat sähkönlaaturatkaisut?

Merus Powerin sähkönlaaturatkaisut koostuvat aktiivisuodattimista ja kompensattoreista, joilla pystytään vastaamaan erilaisiin asiakatarpeisiin. Sähkönlaaturatkaisujen tarkoituksena on parantaa sähkön laatua, vähentää häiriöitä ja lisätä prosessien toimintavarmuutta. Aktiivisuodattimet ja kompensattorit suodattavat sähköverkoissa esiintyviä häiriöitä, kuten harmonisia yliaaltovirtoja, jotka johtuvat sähköverkoissa toimivista epälineaarisista kuormista. Sähkön häiriöt vaarantavat sähköverkon vakauden ja aiheuttavat esimerkiksi sähkölaitteiden vikaantumisia, käyttökatkoja sekä tuotantohäviöitä. Merus Powerin sähkönlaaturatkaisuilla mitataan sähköverkoissa olevia häiriöitä ja poistetaan niitä syöttämällä vastakkaisessa vaiheessa olevaa pulssia

reaaliajassa sähköverkkoon. Ratkaisut korjaavat asiakkaiden sähkönlaadun vaadittujen sähkönlaatustandardien mukaiseksi.

Tuotemyynti koostuu pääasiassa aktiivisuodattimista

Merkittävä osa sähkönlaaturatkaisujen liikevaihdosta syntyy hyväkatteisesta tuotemyynnistä, joka sisältää runsaasti pieniä, vain muutamassa viikossa toimitettavia tilauksia. Arvioimme tuotemyynnin osuuden olevan pitkällä aikavälillä 40-50 % koko sähkönlaaturatkaisujen liikevaihdosta. Talouden suhdanteet vaikuttavat myös tuotemyyntiin, mutta arvioimme sen silti olevan kysynnän osalta vakaampaa myyntiä verrattuna suurempiin projektiluonteisiin toimituksiin. Tuotemyynnistä valtaosa koostuu A2-aktiivisuodattimista, minkä lisäksi yhtiön valikoimista löytyy myös riisutumpi 4Drives-aktiivisuodatin ja HPQ-hybridikompensaattori.

Aktiivisuodattimia käytetään mm. data-keskuksissa, erilaisissa kiinteistöissä sekä sellaisessa teollisuudessa, jossa prosessit ovat erityisen herkkiä sähkönlaadun häiriöille. Sähkönlaadun häiriöt aiheutuvat usein taajuusmuuttajista, joilla voidaan ohjata sähkömoottoreita portaattomasti. Taajuusmuuttajien käyttö kasvaa mm. LVI-pumppujen käytön yleistyessä sekä lämmitys- että jäähdytystarkoituksessa. Myös vesipumppujen käyttö veden- ja jätteenkäsittelylaitoksissa aiheuttaa ongelmia, joihin aktiivisuodattimet ovat ratkaisu. Merus Power panostaakin kasvuponnistuksiaan erityisesti näihin kasvaviin segmentteihin.



Globaali liiketoiminta

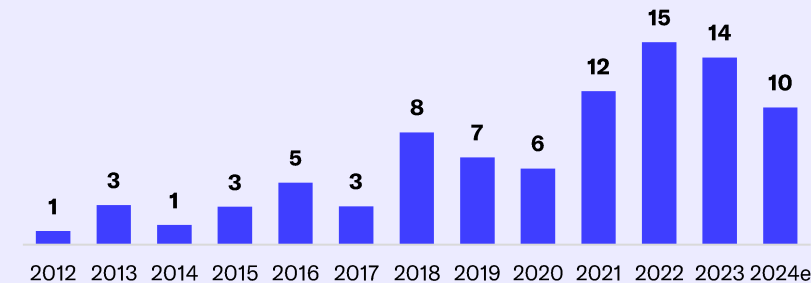


Tuotemyyntiä ja projekteja



Vakaan kasvun vaiheessa

Liikevaihto, sähkönlaaturatkaisut (MEUR)¹



Liikevaihdon jakauma (2022-24e)¹



¹) Perustuu Inderesin arvioon

Sähkönlaaturatkaisut 2/6

Projektitoimitukset raskaalle teollisuudelle

Tyypillisesti hieman yli puolet sähkönlaaturatkaisujen liikevaihdosta syntyy STATCOM- ja SVC-järjestelmien toimituksista raskaaseen teollisuuteen. Näiden toimitusten arvo on usein joitakin miljoonia euroja (<5 MEUR) ja toimitusajat noin 1-1,5 vuotta. Arvioimme kyseisten suurikokoisempien järjestelmien katetasojen olevan tuotemyyntiä matalammat, mihin vaikuttaa mm. ratkaisuihin kuuluvat alihankitut osakokonaisuudet. Merus Powerin kehittämiä STATCOM- ja SVC-kompensaattoreita käytetään pääasiallisesti metalli- ja kaivosteollisuudessa. Järjestelmillä varmistetaan esimerkiksi valokaariuunien tehokas ja häiriötön toiminta. STATCOM- ja SVC-tilaukset ovat tyypillisesti osa asiakkaan laajempaa investointikokonaisuutta, joten kysyntä vaihtelee metalliteollisuuden investointitrendien mukaisesti. Merus Power toteuttaa ratkaisuja myös modernisaatiohankkeisiin, joten kysyntä ei ole vain uusien tehdashankkeiden varassa.

Suurikokoisten teollisuuden järjestelmien ostaja on usein välillisesti järjestelmäintegraattori, joka on vastuussa loppuasiakkaan tilaamasta investointikokonaisuudesta. Integraattorin tehtäviin kuuluu tyypillisesti laajan kokonaisuuden rakentaminen (esimerkiksi terästehtaan tuotantolinja) yhdistämällä järjestelmäintegraattorin omia ja kolmansien osapuolten toimituskokonaisuuksia.

Ratkaisuja toimitetaan ympäri maailmaa

Sähkönlaaturatkaisuja, niin tuotteita kuin projekteja,

toimitetaan kansainvälisesti pääasiassa laajan jakeluverkoston kautta. Yhtiön noin 40 jälleenmyyjällä on valmiit paikalliset kontaktiverkostot teollisuuden, kiinteistöjen ja infrastruktuurin asiakkaisiin sekä asiantuntemus paikallisista sähköalan vaatimuksista. Merus Power pyrkii jatkuvasti kehittämään jakeluverkostoaan ja tarjoaa jakelijoille koulutusta ja teknistä tukea omien alueellisten konttoriensa sekä mm. kansainvälisten webinaarien kautta. Yhtiöllä on oma myyntiorganisaatio Suomessa, minkä lisäksi myös Saksaan ja Arabiemiraatteihin on avattu myyntitoimistot vuoden 2022 lopulla. Yhtiö on myös vahvistanut läsnäoloaan Etelä-Amerikassa vuoden 2024 aikana, vaikka paikallista maayhtiötä ei ainakaan toistaiseksi ole vielä perustettu.

Merkittävä osa sähkönlaaturatkaisujen kasvusta yhtiön historiassa on syntynyt kehittyviltä markkinoilta, kuten Aasiasta ja Lähi-Idästä. Markkinaosuuksien voittaminen kilpaillummilla länsimarkkinoilla on haastavampaa ja edellyttää pitkäjänteistä työtä. Yhtiö on listautumisensa jälkeen lisännyt presenssiään mm. saksankielisessä Euroopassa ja Yhdysvalloissa, joissa sillä ei vielä ennen listautumista ollut merkittävää liiketoimintaa. Panostukset ovat tuottaneet asteittaista tulosta mm. USA:n tilausten muodossa. USA:n myyntityö on tärkeää myös siitä syystä, että monet eri puolille maailmaa rakennettavat Merus Powerille relevantit datakeskushankkeet ovat Yhdysvaltalaisen yhtiöiden tilaamia ja johtamia.

Keskeiset asiakassegmentit



Tiedotettuja tilauksia 2022-24¹

Ilmoitettu	Toimituksen kohde	Ratkaisu	Liikevaihto
03/01/2022	Metalliteollisuus, USA	STATCOM	4,0
04/02/2022	Terästeollisuus, Kolumbia	STATCOM	3,0
23/05/2022	Palvelulinkeskus, USA	A2	0,4
02/06/2022	Terästehdas, Tornio	STATCOM	1,5
19/07/2022	Terästehdas, Aasia	STATCOM	2,5
09/08/2022	Terästehdas, Egypti	SVC	2,0
18/08/2022	Palvelinkeskus, Eurooppa	A2	1,0
14/10/2022	Kauppakeskukset, Meksiko	A2	1,0
30/12/2022	Tuulivoimalat, Etelä-Afrikka		0,5
12/01/2023	Palvelulinkeskus, USA	A2	0,9
02/10/2023	Terästehdas, Imatra	SVC	1,0
22/11/2023	Terästehdas, Puola	SVC	1,0
08/07/2024	Vihreä terästehdas, Eurooppa	STATCOM	5,5
25/07/2024	Metalliteollisuus, Saudi-Arabia	STATCOM	3,8
01/08/2024	Raideliikenne, Viro	STATCOM	1,0

1) Liikevaihto perustuu osittain Inderesin arvioon. A2-aktiivisuodattimia myydään runsaasti pieninä toimituksina, jolloin tilauksista ei ilmoiteta erikseen.

Sähkönlaaturatkaisut 3/6

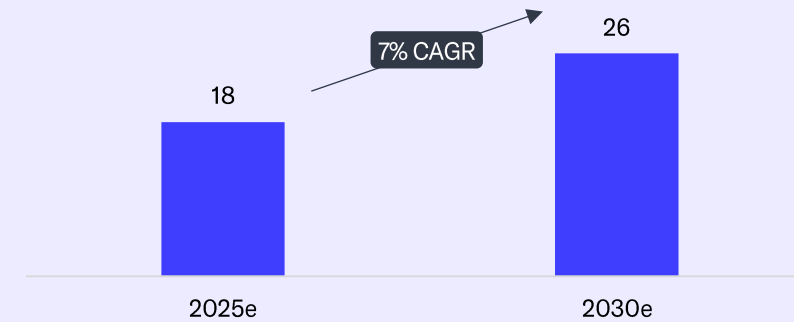
Pieni osa Merus Powerin tuotannosta valmistetaan OEM-valmistajille, jotka puolestaan myyvät tuotteita edelleen eteenpäin omien tuotemerkkiensä alla. Yhtiön tärkein tuotemerkkikumppani on Nokian Capacitors Shanghai (NCS), joka myy Merus Powerin NCS-logolla valmistamia A2-aktiivisuodattimia Kiinan markkinoilla. NCS:n lisäksi Merus Powerilla on myös toinen pienimuotoinen tuotemerkkikumppanuus, jonka lisäksi yhtiö neuvottelee yhteistyöstä uusien tuotemerkkikumppanien kanssa.

Markkina kasvaa energiajärjestelmän sähköistyessä
Sähkönlaaturatkaisujen markkinoiden koon on arvioitu olevan maailmanlaajuisella tasolla noin 18 miljardia dollaria vuonna 2025¹. Markkinoiden arvioidaan jatkavan kasvua keskimäärin noin 7 % vuodessa ja nousevan noin 26 miljardiin dollariin vuoteen 2030 mennessä. Merus Powerin liiketoiminnan kannalta keskeisimmät markkina-alueet sähkönlaaturatkaisujen osalta ovat staattiset synkronikompensoattorit (SVC), aktiivi-suodattimet sekä staattiset loistehon kompensoattorit (STATCOM), joiden yhteenlaskettu markkinan koko on vajaat 3 miljardia dollaria eli vain pieni osa koko sähkönlaatumarkkinasta. Arvioimme edellä mainittujen Merus Powerille keskeisten segmenttien kasvuvauhdin olevan lähellä koko markkinalle arvioitua kasvuvauhtia (7 %/v).

Sähkönlaaturatkaisujen markkinakasvun taustalla on useita tekijöitä, jotka liittyvät mm. energiajärjestelmän sähköistymiseen ja uusiutuvan energian osuuden

kasvuun. Sähköistymiskehitys kasvattaa kysyntää metalleille, mikä osaltaan kasvattaa metalliteollisuuden investointitarpeita, joihin usein kuuluu myös sähkönlaaturatkaisuja. Kiinteistöt käyttävät lämmitykseen ja jäähdytykseen yhä enemmän taajuusohjatuilla sähkömoottoreilla toimivia pumppuja ja puhaltimia, jotka aiheuttavat sähkönlaadun häiriöitä. Sama koskee datakeskuksia, joihin investoidaan kasvavissa määrin mm. pilvipalvelintilan ja tekoälyn laskentatahon kasvattamiseksi. Uusiutuvan energian edullisuus toimii sähköistymisen mahdollistajana. Tuuli- ja aurinkovoiman tuotanto myös itsessään aiheuttaa sähkönlaatuongelmia, joiden kompensointiin tarvitaan ratkaisuja etenkin sellaisissa maissa, joissa sähkönlaatua koskevat vaatimukset ovat korkeat.

Sähkönlaatumarkkinan vuosittainen liikevaihto MRD \$¹



Markkinakasvun ajurit

- Yhteiskuntien sähköistyminen ja sähköinfrastruktuurin kehittäminen
- Uusiutuvan energian tuotannon kasvu
- Taajuusohjattujen sähkömoottorien yleistymisen
- Investoinnit datakeskuksiin

Sähkönlaaturatkaisut 4/6

Kilpailuympäristö sähkönlaaturatkaisuissa

Sähkönlaatumarkkinalla toimii suuria kansainvälisiä toimijoita (esimerkiksi ABB, Siemens, Eaton, Schneider Electric, Hitachi ja Danfoss). Tämän tyyppiset yhtiöt tuottavat standardoituja ratkaisuja erityisesti suuriin pääomaintensiivisiin hankkeisiin, joissa toimittajat kilpailevat pääsääntöisesti laajoilla toimituskokonaisuuksilla ja kyvyllä toimittaa monenlaisia komponentteja ja tuotteita.

Merus Power kuuluu pienempikokoisten erikoistuneiden toimijoiden joukkoon. Yhtiö on nähdäksemme löytänyt markkinasta niche-segmentin, jossa sen teknologinen ratkaisu on kilpailukykyinen. Muita pienempiä erikoistuneita toimijoita ovat esimerkiksi Comsys, Sinexcel Electric ja Schaffner. Kilpailu erikoistuneiden toimijoiden kohdalla keskittyy pääsääntöisesti tuotteen laatuun sekä kykyyn toimittaa kokonaisuuksia asiakkaan erityistarpeet huomioiden. Tässäkin segmentissä on havaittavissa hintakilpailua aasialaisten yhtiöiden osalta, mikä osaltaan haastaa Merus Poweria.

Näkemyksemme mukaan yhtiön kyky kilpailla sähkönlaaturatkaisuissa perustuu vahvaan teknologiaosaamiseen, suorituskykyisiin tuotteisiin sekä kykyyn mukauttaa ratkaisuja asiakkaiden erityistarpeiden mukaan. Edellä mainitut kyvykkyydet perustuvat yhtiön liiketoiminnan fokusoitumiseen tiettyihin sähkönlaadun segmentteihin sekä pitkäjänteiseen tuotekehitykseen.

Kilpailukykytekijät

Suuret integraattorit

- Hankinnan kustannustehokkuus
- Tunnettuus
- Palveluliiketoiminnan skaalaedut
- Jakelu



Erikoistuneet pienemmät toimijat

- Erikoistuneet omat teknologiat
- Ratkaisujen mukauttaminen asiakkaiden tarpeisiin



Sähkönlaaturatkaisut 5/6

Sähkönlaaturatkaisujen tuotemyynti: A2, 4Drives ja HPQ

Merus™ A2 – aktiivinen harmoninen suodatin

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



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

Merus™ 4Drives – aktiivinen harmoninen suodatin taajuusmuuttajille

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



- Kustannusoptimoitu ratkaisu taajuusmuuttajien aiheuttamiin sähkönlaadun häiriöihin

Merus™ HPQ – hybridikompensaattori (Hybrid Power Quality)

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



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

Sähkönlaaturatkaisut 6/6

Sähkönlaaturatkaisut raskaan teollisuuden tarpeisiin: Merus™ STATCOM ja SVC

Merus™ STATCOM – aktiivinen loistehon kompensaaattori

- 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 tehotiheys.

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 suorituskykynsä ansiosta.

Merus™ SVC – säädettävä loistehon kompensaaattori

- 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

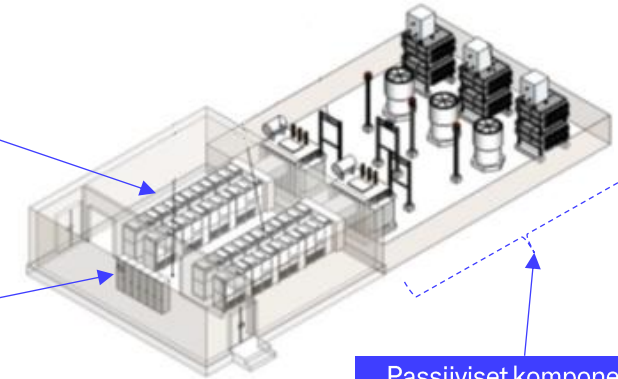
- Palvelee samoja tarkoituksia kuin STATCOM-järjestelmä, mutta on suorituskyvyltään heikompi.
- Teknologia otettiin käyttöön teollisuudessa 1970-luvulla.
- SVC-teknologiaa käytetään teollisuuden lisäksi myös infrastruktuurissa, kuten sähköasemilla. Infrastruktuuriprojektien mittakaava on suurempi kuin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

Merus Powerin
omaa teknologiaa

STATCOM-moduulit



Ohjausjärjestelmä

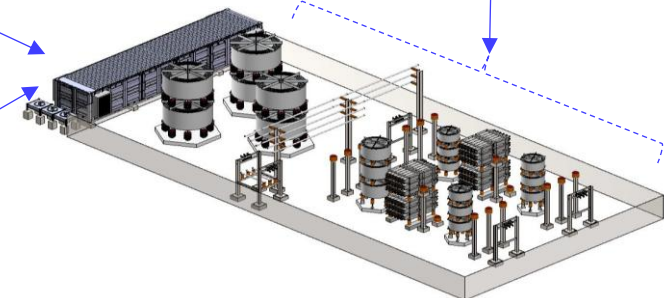


Passiiviset komponentit,
kuten käämit ja
kondensaattorit hankitaan
ulkopuolisilta toimittajilta.

Thyristor-venttiilit



Ohjausjärjestelmä



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Listautumisen yhteydessä lausutun strategian mukaisesti Merus Powerin tavoitteena on kasvattaa yhtiön tunnettavuutta, myyntiä ja kannattavuutta sekä vahvistaa markkina-asemaa kestäväen energian murroksessa. Merus Power tavoittelee voimakasta kasvua erityisesti sähkövarastomarkkinoilla sekä pyrkii kasvamaan markkinaa nopeammin sähkönlaaturatkaisujen globaaleilla markkinoilla.

Yhtiö on listannut viisi teemaa, jotka muodostavat sen kasvustrategian kulmakivet:

Skaalautuva tuoteportfolio

Merus Powerin kehittämiä inverttereitä, ohjausyksiköitä ja ohjelmistoja voidaan käyttää sekä sähkönlaaturatkaisuissa että sähkövarastoissa. Tuoteportfolion skaalautuvuus ja modularisuus tukevat tuotannon tehokkuutta mahdollistaen myös räätälöityjä ratkaisuja asiakkaiden tarpeisiin. Aikaisempaa suurempien ja monipuolisempien sähkövarastoratkaisujen kehittäminen on vaatinut yhtiöltä merkittäviä taloudellisia panostuksia, mutta kehitystyön tulisi olla hyödynnettävissä myös myöhemmissä toimituksissa skaalautuvasti.

Monikanavainen myyntistrategia

Yhtiön myynti perustuu useisiin eri kanaviin, joihin kuuluu suoramyynti, jälleenmyyntiverkosto, järjestelmäintegraattorit sekä alkuperäiset laitevalmistajat. Jakelua on kasvatettu ja kehitetty listautumisen jälkeen mm. avaamalla uusia alueellisia toimistoja ja vahvistamalla jakelijaverkostoa myös uusilla maantieteellisillä markkinoilla.

Sähkövarastot: Kannattavuuden parantaminen ja asiakaspohjan laajentaminen

Merus Power tavoitteli listautumisella laajentavansa sähkövarastoliiketoimintaa aikaisempaa suurempaan toimituskokoluokkaan ja tässä on nähdäksemme myös onnistuttu. Seuraavaksi yhtiön keskeisimpiin tavoitteisiin kuuluu sähkövarastoliiketoiminnan kannattavuuden parantaminen sekä liiketoiminnan laajentaminen Suomen ulkopuolelle asiakaspohjan ja kohdemarkkinan kasvattamiseksi ja hajauttamiseksi.

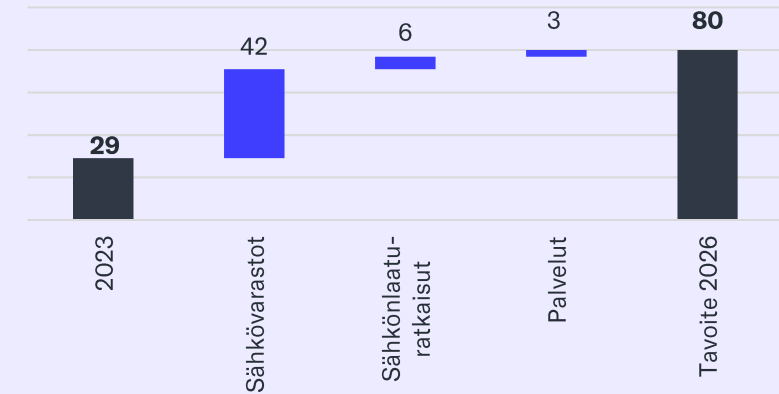
Sähkönlaaturatkaisut: Jakelun kehittäminen ja aseman vahvistaminen kasvusegmenteissä

Sähkönlaaturatkaisujen liiketoiminta on jo kannattavuuden osalta suhteellisen vakaalla pohjalla. Liikevaihtoa pyritään edelleen kasvattamaan pitkäjänteisesti kehittämällä jakeluverkostoa sekä vahvistamalla asemaa kasvusegmenteissä, kuten datakeskuksissa sekä vihreissä teräshankkeissa.

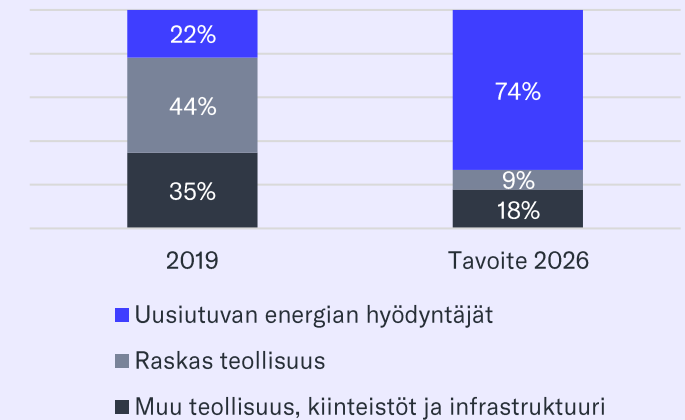
Palveluiden osuuden kasvattaminen

Yhtiön palveluliiketoiminta on perinteisesti koostunut huolto ja ylläpitopalveluista, minkä kasvua uudet sähkövarastotoimitukset ja niihin sidoksissa oleva palvelusopimukset tukevat. Yhtiö kehittää maailmanlaajuisia huoltotoimintaansa kouluttamalla yhteistyöverkostoa ja ottamalla käyttöön erilaisia etätukipalveluita. Lisäksi sähkövarastojen kaupankäyntiohjelmistojen ja analytiikkapalveluiden kehittäminen mahdollistaa uusia liikevaihdon lähteitä. Arvioimme palveluiden suhteellisen osuuden säilyvän kuitenkin melko matalana kokonaisliikevaihdosta.

Liikevaihdon kasvutavoitteen jakautuminen (MEUR)¹



Asiakaskunnan kehitys



¹) Lähtötason (2021) segmenttikohtainen jakauma perustuu Inderesin arvioon
Lähteet: Merus Power ja Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

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

Strategia vastaa markkinatrendeihin, mutta toiminnan ennustettavuus ei ole optimaalinen

Sähkövarastovetoinen kasvustrategia vastaa erittäin hyvin globaaliin energiamurrokseen, sillä investoinnit uusiutuvaan energiaan ja energiavarastoihin ovat olleet viime vuosina voimakkaassa kasvussa ja trendin ennustetaan jatkuvan. Osa strategian vaatimista teknisistä kyvykkyyksistä yhtiöllä oli jo ennestään ja osa on täytynyt kehittää erikseen, mikä on toistaiseksi painanut kannattavuutta. Sijoittajan näkökulmasta näkyvyys toiminnan kannattavuuteen ja liikevaihdon kasvun jatkuvuuteen on vielä rajallinen, mutta nähdäksemme yhtiö tiedostaa haasteet ja pyrkii aktiivisesti ratkaisemaan niitä. Riippuvuutta markkinan investointisykleistä ja sähkövarastoliiketoiminnan projektiluonteisuudesta ei voida poistaa kokonaan, mutta liikevaihtoa voidaan hajauttaa laajentamalla asiakaskuntaa uusiin maihin paikallisten kumppanien tuella.

Lähiaikojen kasvunäkymät ovat hyvät ja toiminnan toistaisuuden kasvattaminen yhdessä kustannusten

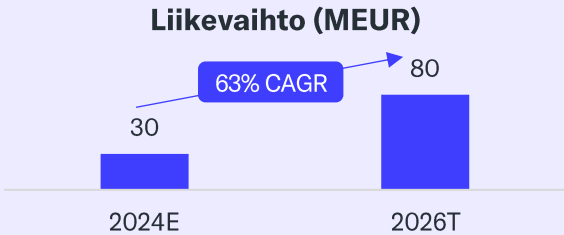
skaalautumisen kanssa tulisi vahvistaa myös kannattavuutta. 80 MEUR:n liikevaihtotavoitteesta vuodelle 2026 jopa 56 MEUR on suunniteltu syntyvän sähkövarastoista, mihin on viimeaikaisesta vahvasta tilauskertymästä huolimatta vielä matkaa. Yksittäiset toimitukset voivat olla melko kookkaita, joten nopeaa kasvua voisi positiivisessa skenaariossa syntyä lisäksi.

Sähkönlaaturatkaisujen puolella yhtiön kasvu on edennyt hyvin poislukien laskusuhdanteen painama vuosi 2024. Jakelun ja asiakaskunnan laajentaminen ovat edenneet, minkä tulisi tukea kasvua myös jatkossa. Liikevaihtotavoitteesta 20 MEUR odotetaan syntyvän sähkönlaaturatkaisuista, mikä on mielestämme melko haastava tavoite, mutta mahdollista saavuttaa suhdanteen parantuessa.

Kannattavuustavoite vaikuttaa haastavalta

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

Lähtökohdat taloudellisille tavoitteille



Käyttökatemarginaali (%)

2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Tavoite
9,8 %	-9,8 %	8,1 %	5,7 %	0,6 %	5,6 %	3,6 %	0,7 %	>15 %

Omavaraisuusaste (%)

2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Tavoite
42 %	32 %	32 %	32 %	64 %	53 %	57 %	>35 %

Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema 1/2

Yhtiö kasvanut uuteen kokoluokkaan

Merus Powerin liikevaihto oli 29 MEUR vuonna 2023 ja yhtiö on ohjeistanut liikevaihdon kasvavan vuonna 2024. Pitkällä aikavälillä katsottuna yhtiön liikevaihto on ollut selkeällä kasvutrendillä. Molemmat liiketoimintasegmentit tuovat kasvua, mutta sähkövarastoissa kasvu on voimakkaampaa ja syntyy suuremmista yksittäisistä tilauksista. Vuositasolla katsottuna liikevaihto ei ole aina kehittynyt tasaisesti. Suurten projektitoimitusten ajoitukset selittävät liikevaihdon vaihtelua (kuten vuosina 2017 ja 2020). Suuria, yli vuoden mittaisia tai kooltaan vähintään 0,5 MEUR:n projekteja osatuloutetaan valmistumisasteen mukaisesti. Osatuloutettavien projektien osuus kokonaisliikevaihdosta on arviomme mukaan noin 70-80 %. Vuoden 2022 liikevaihto ei arviomme mukaan sisältänyt merkittävästi sähkövarastomyyntiä, kun taas vuonna 2023 sähkövarastojen osuus nousi lähes 50 %:iin, mikä selittää jyrkän kasvuloikan. Vuoden 2024 liikevaihto on kärsinyt sähkölaaturatkaisuissa heikosta teollisuuden suhdanteesta, mitä kuitenkin kompensoi sähkövarastojen ripeä kasvu.

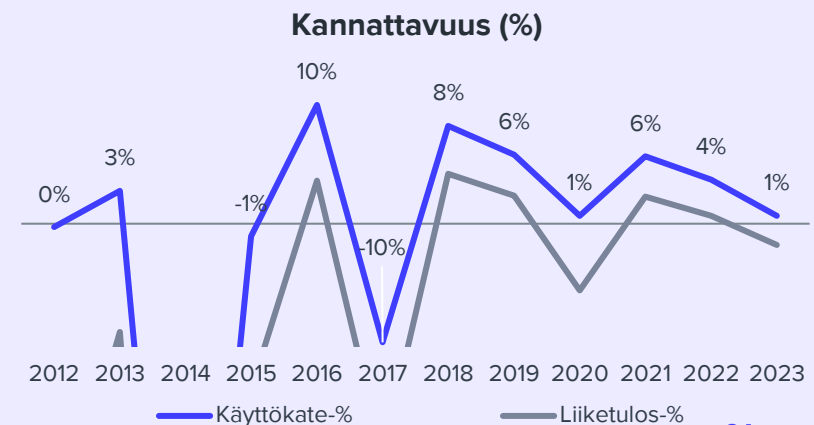
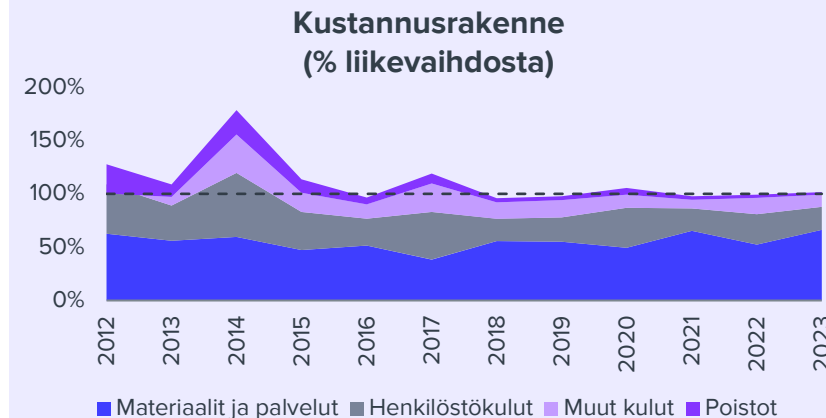
Sähkövarastojen matalampi katetaso näkyy kustannusrakenteessa

Materiaalit ja palvelut muodostavat valtaosan Merus Powerin liiketoiminnan kustannuksista. Vuosina 2012-17, materiaali- ja palvelukustannukset olivat keskimäärin 53 % yhtiön liikevaihdosta liiketoiminnan koostuessa sähkölaaturatkaisuista, joissa materiaalikate on suhteellisen korkea. Vuonna 2023 materiaalien ja palveluiden osuus nousi 78 %:iin, mihin

vaikuttaa sähkövarastoliiketoiminnan ohuempi kateprofiili ja komponenttipulan negatiiviset vaikutukset suurten sähkönlaaturatkaisujen katteisiin. Materiaalikateprosentti voi vaihdella suurestikin vuosien välillä liikevaihdon jakauman mukana. Sähkövarastoliiketoiminnan kateprofiilista on toistaiseksi saatu vasta varhaisia maistiaisja ja kannattavuus voi pitkällä aikavälillä kehittyä mm. operatiivisen tehokkuuden parantumisen sekä kilpailuympäristön muutosten ajamana.

Toteutetuista kasvupanostuksista ei ole vielä puristettu mehuja irti

Henkilöstökustannusten ja liiketoiminnan muiden kulujen osuus liikevaihdosta on vaihdellut vuositasolla (2023: 33 %), mutta ollut isossa kuvassa laskemaan päin liiketoiminnan kasvun myötä. Yhtiö on kuitenkin toteuttanut vuoden 2021 listautumisen jälkeen suuria kasvupanostuksia, joiden vaikutus liikevaihtoon ei nähdäksemme vielä toteudu täysimääräisesti. Henkilöstön määrä on yli kaksinkertaistunut listautumista seuranneiden kolmen vuoden aikana (H1'24: 113). Liiketoiminnan muut kulut sisältää mm. toimitiloista ja IT-resursseista aiheutuvia kustannuksia. Poistot ja arvonalentumiset olivat vuonna 2023 0,7 MEUR. Summa koostui pääosin aineettomien hyödykkeiden suunnitelman mukaisista poistoista, joihin kuuluu kapitalisoituja tuotekehitysinvestointeja ja muita aineettomia eriä. Yhtiö noudattaa raportoinnissaan suomalaista kirjanpitokäytäntöä (FAS), minkä johdosta esimerkiksi vuokrasopimuksia ei kapitalisoida taseeseen eikä poisteta vuosittain.



Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema 2/2

Tulos ollut matala kasvuponnisteluiden takia

Yhtiön kannattavuus on historiassa vaihdellut merkittävästi vuosien välillä ja ollut keskimäärin matalalla tasolla. Vuosien 2018-2023 aikana yhtiön keskimääräinen käyttökatemarginaali oli noin 4 % ja liikevoittomarginaali noin 0 %. Heikko kannattavuustaso liittyy isossa kuvassa yhtiön pieneen kokoon ja toisaalta etupainotteisiin kasvuinvestointeihin, kuten tuotekehitykseen ja myyntiorganisaation kasvattamiseen.

Yhtiön nettorahoituskulut ovat olleet toistaiseksi melko matalat (2022-23: 0,2-0,3 MEUR). Yhtiö on pystynyt rahoittamaan toimintaansa listautumisannin varoilla ja velan määrä taseessa on siten ollut matalahko. Yhtiö ei ole toistaiseksi maksanut juurikaan veroja, koska liiketoiminta on ollut pääosin tappiollista. Vuoden 2023 lopussa yhtiöllä oli taseessa kertynyttä tappiota nykyiseltä ja aiemmilta tilikausilta yhteensä 5,7 MEUR, josta suuri osa on verovähennyskelpoista, mikäli liiketoiminta kääntyy tulevaisuudessa voitolliseksi.

Listautumisannissa vahvistunut tase laitettu töihin

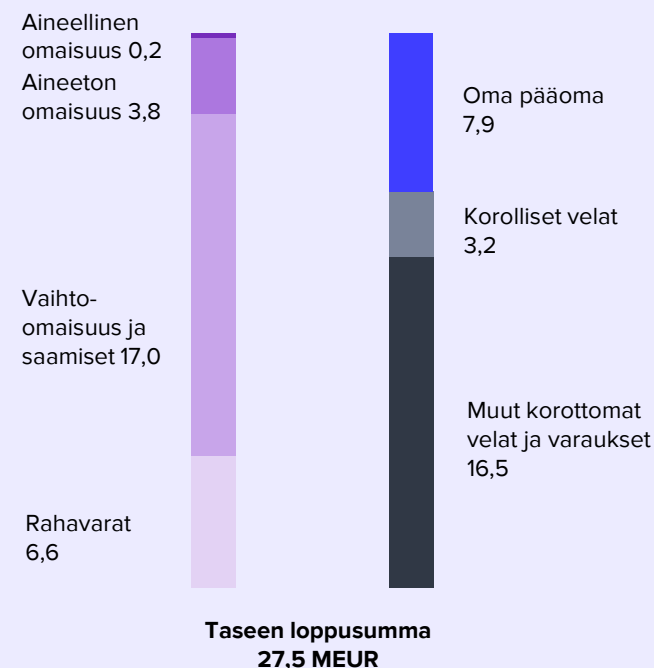
Listaamattomana pienenä kasvuyhtiönä Merus Powerin taloudellinen asema on ollut historiassa haastava. Listautumisannin yhteydessä se sai 12 MEUR:n nettovararat, jonka myötä omavaraisuusaste on parantunut selvästi yli yhtiön tavoitetason ja oli 57 % vuoden 2023 lopussa. Kesäkuun 2024 lopussa yhtiöllä oli 3,4 MEUR:n nettokassavarat. Taseen tunnusluvut vaihtelevat ajoittain mm. käyttöpääoman sitoutumisen ja vapautumisen myötä.

Sähkövarastotoimitukset sitovat käyttöpääomia

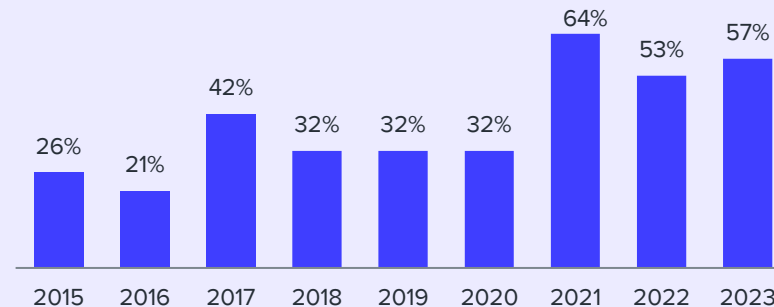
Kesäkuun 2024 lopussa Merus Powerin taseen loppusumma oli 27,5 MEUR, josta 17,0 MEUR koostui vaihto-omaisuudesta ja saamisista. Rahavaroja oli 6,6 MEUR. Pysyvät vastaavat olivat yhteensä 4,0 MEUR, josta valtaosa koostui aineettomista hyödykkeistä kuten kapitalisoiduista kehittymenoista. Tuotanto on koneiden ja kaluston puolesta melko pääomakevyttä ja skaalautuvaa. Investoinnit ovat olleet koholla vuosina 2023-24, johtuen uusiin tiloihin muuttamisesta sekä siirtymästä suurten sähkövarastojen toimittamiseen, joka nostanut kehittymenoja.

Käyttöpääoma on merkittävin pääomia sitova osa-alue ja tämä on korostunut entisestään sähkövarastoilla tavoiteltavan kasvun myötä. Nettokäyttöpääoma oli 2023 lopussa 10 MEUR eli 34 % liikevaihdosta. Sähkönlaaturatkaisut sitovat melko vähän käyttöpääomaa. Yhtiön tärkeimmässä kasvusegmentissä sähkövarastoliiketoiminnassa myyntisaatavien maksuehdot ovat tyypillisesti heikkommat sähkövarastotoimittajan kannalta, mikä selittää käyttöpääoman paisumista vuonna 2023 suuren 20 MEUR:n sähkövarastoprojektin myötä. Ilman osakeannissa kerättyjä varoja Merus Powerilla tuskin olisi ollut mahdollisuutta osallistua tämän kokoluokan sähkövarastoprojekteihin. Arvioimme nykytaseen riittävän sähkövarastovetoisen voimakkaan kasvun jatkumiseen olettaen, että projektinhallintaa ja kannattavuutta saadaan parannettua.

Merus Powerin tase H1'24:n lopussa (MEUR)



Omavaraisuusaste



Ennusteet 1/4

Ennustemalli

Ennustamme Merus Powerin liikevaihtoa kolmen liiketoimintasegmentin kautta, joita ovat sähkövarastot, sähkönlaaturatkaisut ja palvelut. Yhtiö ei raportoi segmenttien liikevaihtoa erikseen puolivuotiskatsauksissaan, mutta voimme hyödyntää listautumisesitteen tietoja sekä ilmoitettuja tilauksia segmenttikohtaisten ennusteidemme tukena. Emme eritele käyttökatetta tai liiketulosta eri segmenteille, mutta pyrimme huomioimaan eri segmenttien poikkeavat katetasot konsernitason ennusteissa.

Vuosi 2024 päättyy nousujohteisesti

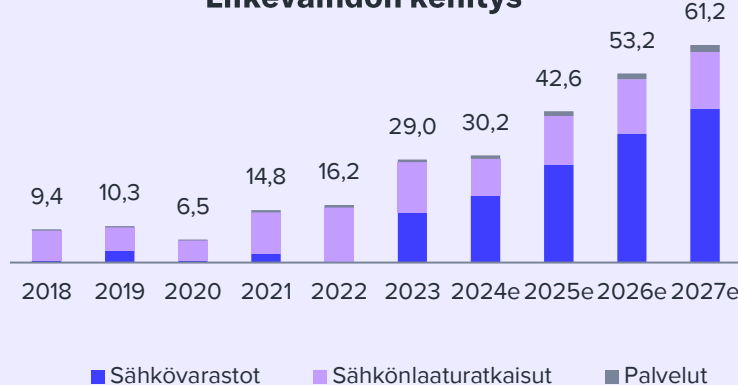
Merus Power ohjeistaa vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan edellisvuodesta (2023: 29 MEUR), mutta ennustamme kasvun jäävän melko maltilliseksi (ennuste: 30 MEUR). Maltillinen ennuste johtuu 2024 H1:n matalasta liikevaihdosta (laskua -51 %), mihin vaikutti mm. projektien ajoitustekijät ja sähkönlaaturatkaisujen heikko kysyntäsuhdanne. Samat tekijät yhdessä kasvaneen kulurakenteen kanssa ovat painaneet myös kannattavuutta, minkä vuoksi arvioimme vuoden 2024 käyttökatteen jäävän -1,0 MEUR tappiolliseksi (yhtiö ohjeistaa: 0-1 MEUR negatiivinen). Nykyiset ennusteemme pitävät kuitenkin sisällään huomattavan liikevaihdon kasvun vuoden 2024 jälkipuoliskolle, mitä tukee yhtiön vahva tilauskanta (H1'24: 46,8 MEUR, kasvua 133 % v/v).

Tilauuskanta mahdollistaa vahvaa kasvua 2025

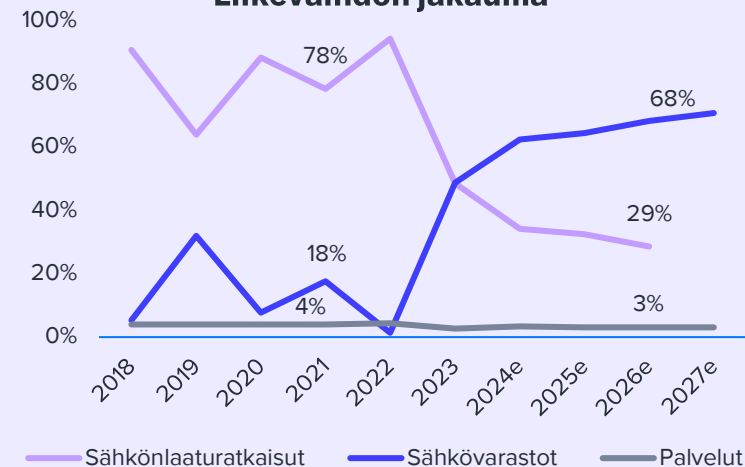
Vuosi 2025 on arviomme mukaan sekä kasvun että

kannattavuuden osalta selvästi vuotta 2024 vahvempi. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 41 %:lla 42,6 MEUR:oon ja käyttökatteen nousevan 2,1 MEUR:oon (5 % liikevaihdosta). Merus Power tulee toimittamaan vuoden 2025 aikana useita sähkövarastoja sisältäen sekä suurempia että pienempiä projekteja. Myös sähkönlaadun kysyntänäkymät ovat parantuneet hyvän projektitilauuskertymän ja yleisen teollisen suhdannekehityksen tasaantumisen myötä. Ennusteemme olettaa, että tiedotetut projektit pystytään toimittamaan pääosin aikataulujen mukaisesti eikä yhtiölle koidu huomattavia ylimääräisiä kustannuksia mahdollisista viivästymisistä. Odotamme yhtiön oppineen ensimmäisen suuren sähkövarastoprojektin kanssa syntyneistä toimitushaasteista ja pystyvän parempaan toimitusvarmuuteen ja operatiiviseen tehokkuuteen vuoden 2025 aikana. Oppimiseen vaikuttaa paitsi samantyyppisten toimitusten toistaminen, myös se että yhtiön nopeasti kasvanut henkilöstö pääsee jatkuvasti paremmin sisään tehtäviinsä. Tilauuskannan mahdollistama kasvu auttaa kompensoimaan kasvutoimien vuoksi paisunutta kiinteää kulumassaa. Myös komponenttien saatavuus on parantunut ja kustannuspaineet ovat helpottaneet. Ennusteemme vuodelle 2025 eivät laske mukaan liikevaihtoa mahdollisista uusista sähkövarastotilauksista, joiden voittaminen vuoden 2025 alkupuolella on täysin mahdollista. Kasvuennusteessa voisi siten suotuisassa skenaariossa olla nostovaraakin.

Liikevaihdon kehitys



Liikevaihdon jakauma



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

Ennusteet 2/4

Ennustemme olettavat positiivista kehitystä, mutta ovat kaukana huippuskenaariosta

Merus Power on asettanut itselleen 80 MEUR:n liikevaihtotavoitteen vuodelle 2026, josta peräti 56 MEUR pitäisi syntyä sähkövarastoista ja uusiutuvan energian integraatioista. Vuosien 2023-24 nopea sähkövarastovetoinen tilauskertymän kasvu on demonstroinut, että liiketoimintaa voidaan kasvattaa nopeasti suurikokoisia toimituksia voittamalla. Ennustemme vuoden 2026 liikevaihdosta on 53,2 MEUR, mikä jää alle yhtiön tavoitteen. Perustelemme ennusteidemme varovaisuutta mm. projektiliiketoiminnan liikevaihdon rajallisella ennustettavuudella. Investoinnit energiavarastoihin ovat korkealla tasolla ja pitkän aikavälin kasvuennusteet korkeat, mutta muutokset toimintaympäristössä voivat ajoittain heikentää investointitahtia, kuten esimerkiksi tuulivoiman rakentamisen kohdalla on käynyt Suomessa.

Yhtiön käyttökatetavoite on yli 15 %, kun meidän ennustemme vuosille 2025-27 ovat 5-8 %. Kannattavuusennusteisiin kohdistuu nähdäksemme suurta epävarmuutta molempiin suuntiin, sillä uudehkon projektiliiketoiminnan kannattavuuden arvionti on toistaiseksi haastavaa. Toimialan kannattavuusprofiili huomioiden pitäisimme jo 10 %:n käyttökatetta vahvana suorituksena.

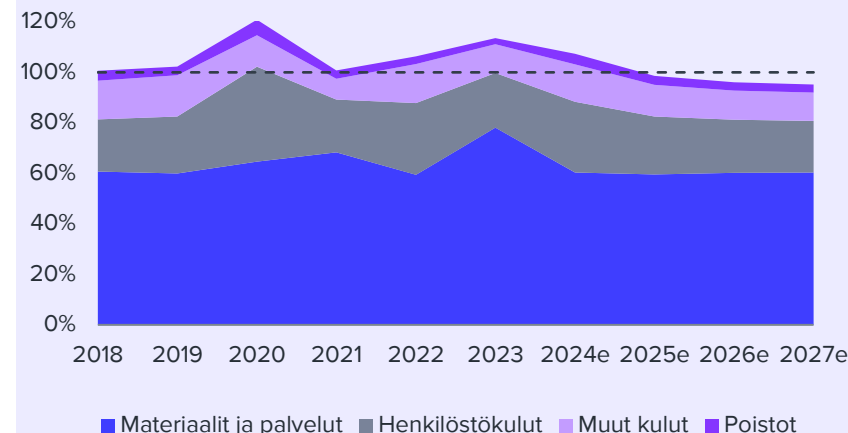
Ennustettu kannattavuusparannus syntyy kiinteiden kulujen skaalautumisen kautta

Ennustamme liiketoiminnan materiaalikatteen kehittyvän melko vakaasti. Materiaalikate-ennustemme vuosille 2025-26 ovat 40,4-39,7 %, mikä olettaa noin 35 % katteen sähkövarastoissa ja 50 %:n katteen sähkönlaaturatkaisuissa.

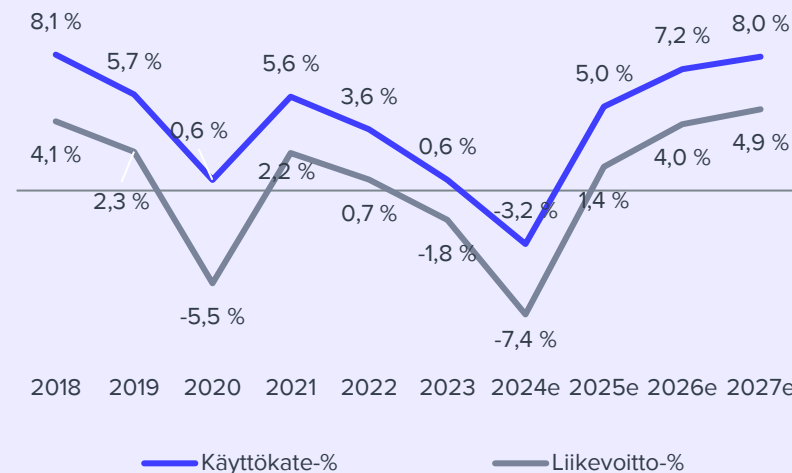
Kannattavuusennusteidemme nousujohteisuus syntyykin pääasiassa kiinteiden kustannusten suhteellisen osuuden laskusta liiketoiminnan skaalautumisen myötä. Arvioimme kiinteiden kustannusten kasvun hidastuvan 15 %:iin vuosina 2025-26, vaikka liikevaihdon kasvuennuste on keskimäärin 33 %. Ennustamme henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen osuuden liikevaihdosta laskevan 35 %:iin 2025 ja 32-33 %:iin 2026-27, mitä voi mielestämme pitää realistisena oletuksena ottaen huomioon, että kyseinen osuus on aiemminkin yhtiön historiassa ollut lähellä 30 %:a (2023-24e: 33-44 %). Kasvun ylittäessä ennustemme skaalautuminen voisi olla vieläkin vahvempaa.

Poistotaso kasvaa ennusteissamme merkittävästi. Vuodelle 2024 ennustamme 1,3 MEUR (2023: 0.7 MEUR) ja vuosille 2025-26 1,5-1,8 MEUR. Tämä johtuu investointien kasvusta vuosina 2023-24e mm. uusien toimitilojen ja uusien sähkövarastoratkaisujen kehittämisen myötä. Arvioimme investointien tasaantuvan alemmalle tasolle vuosina 2025-26e ja jatkavan kasvua pitkällä aikavälillä hieman liikevaihdon kasvua hitaammin.

Kustannusrakenne (% liikevaihdosta)



Kannattavuus (%)



Ennusteet 3/4

Nettotulos voisi kääntyä positiiviseksi 2025-26

Merus Powerin velkaisuus on melko matala, mutta arviomme mukaan kasvaa hieman lähivuosina mm. käyttöpääoman sitoutumisen vuoksi. Ennustamme nettorahoituskulujen kohoavan 0,6 MEUR:oon 2024e ja pysyvän vakaana 2025-26, mikä vastaisi noin 6 %:n rahoituskustannusta suhteessa bruttovelkaan.

Yhtiön ei tarvitse maksaa yhteisöveroä vielä moneen vuoteen aiempien vuosien tappioista johtuen (ennusteissamme veroja aletaan maksaa vasta 2032). Nettotulos kääntyy ennusteemme mukaan nollan tuntumaan vuonna 2025 (0,1 MEUR) ja selvästi positiiviseksi vuonna 2026 (1,6 MEUR).

Kasvu sitoo käyttöpääomaa

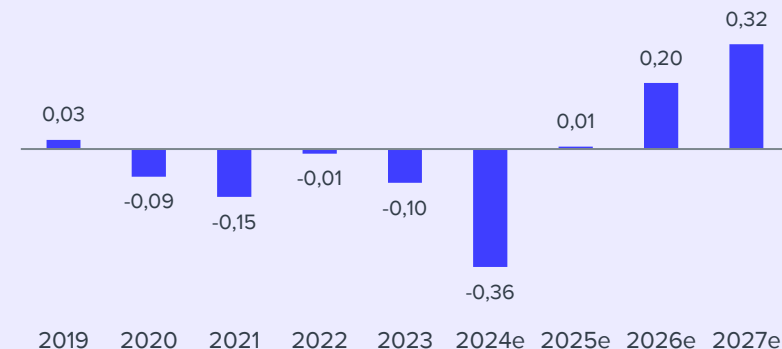
Sähkövarastoliiketoiminnan kasvu on jo sitonut ja tulee sitomaan lisää nettokäyttöpääomaa suurikokoisten toimituskokonaisuuksien maksuaikatauluista johtuen. Arvioimme, että nettokäyttöpääoma on vuoden 2024 lopussa 27 % päättyneen vuoden liikevaihdosta. Suhde laskee ennusteissamme 20 %:iin vuoteen 2027 mennessä. Käyttöpääoman kasvun vuoksi yhtiön vapaa kassavirta kärsii suhteessa käyttökatteeseen tai liiketulokseen vuosina 2025-27e. Vuodelle 2024 ennustamme käyttöpääomaa purkautuvan H1:n vahvan kassavirran ansiosta, mutta keskipitkällä aikavälillä arvioimme käyttöpääoman sitoutumisen jatkuvan. Käyttöpääomaa sitoutuu ennusteissamme noin 1,5 MEUR per vuosi seuraavien kolmen vuoden aikana (2025-27e).

Tase ei ainakaan vielä rajoita kasvua

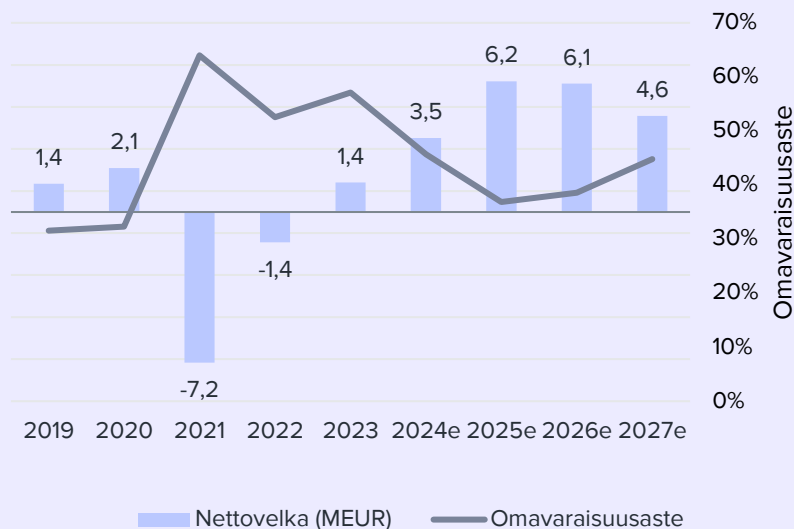
Vuoden 2024 ennustetut tappiot ja lähivuosien ennustetut käyttöpääomatarpeet venyttävät Merus Powerin tasetta ja kasvattavat nettovelkaa. Arvioimme että nykyinen ennustettu kasvu on toteutettavissa ilman oman pääoman vahvistamista. Nähdäksemme tase ei kuitenkaan kestä suuria takaiskuja esimerkiksi kannavuuskehityksen tai projektienhallinnan osalta.

Nettovelka nousee ennusteissamme korkeimmillaan 6,2 MEUR:n tasolle (2025e). Kassavirran tulisi lähivuosina vahvistua pääasiassa kannattavuuskäänteen tukemana, mutta kassatilanteeseen vaikuttaa myös ennustettu investointitarpeiden lasku vuosien 2023-24 kasvuponnistusten jälkeen. Emme odota yhtiön maksavan osinkoa vielä lähivuosina, vaan taseen varat käytettäneen erityisesti kasvun vaatiman käyttöpääoman rahoittamiseen.

Osakekohtainen tulos (EUR)



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 4/4

Yksityiskohtaiset ennusteet

MEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Tilaukertymä		7	15	13	17	34	49			
- kasvu %			100 %	-11 %	30 %	100 %	45 %			
Tilauskanta	5	2	10	8	9	14	33			
- kasvu %				-17 %	8 %	53 %	136 %			
Liikevaihto	9	10	7	15	16	29	30	43	53	61
- kasvu %		10 %	-37 %	127 %	10 %	79 %	4 %	41 %	25 %	15 %
Liikevaihto segmenteittäin										
Sähkönlaaturatkaisut	8	7	6	12	15	14	10	14	15	16
- kasvu %		-22 %	-13 %	102 %	32 %	-8 %	-27 %	34 %	10 %	5 %
Sähkövarastot	1	3	1	3	0	14	19	27	36	43
- kasvu %		560 %	-85 %	420 %	-91 %	6279 %	33 %	46 %	32 %	19 %
Palvelut	0	0	0	1	1	1	1	1	2	2
- kasvu %		10 %	-37 %	127 %	20 %	10 %	30 %	28 %	28 %	15 %
Materiaalikate %	44,9 %	44,9 %	52,6 %	35,0 %	47,8 %	34,2 %	40,2 %	40,4 %	39,8 %	39,7 %
Henkilöstökulut liikevaihdosta %	20,7 %	22,6 %	37,5 %	20,9 %	28,4 %	21,6 %	28,1 %	22,8 %	21,0 %	20,5 %
Muut kulut liikevaihdosta %	15,3 %	16,4 %	12,5 %	8,2 %	15,5 %	11,5 %	14,9 %	12,5 %	11,5 %	11,2 %
Käyttökate	0,8	0,6	0,0	0,8	0,6	0,2	-1,0	2,1	3,9	4,9
- % liikevaihdosta	8,1 %	5,7 %	0,6 %	5,6 %	3,6 %	0,6 %	-3,2 %	5,0 %	7,2 %	8,0 %
Poistot	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,7	-1,3	-1,5	-1,8	-1,9
Liikevoitto	0,4	0,2	-0,4	0,3	0,1	-0,5	-2,2	0,6	2,1	3,0
- % liikevaihdosta	4 %	2 %	-6 %	2 %	1 %	-2 %	-7 %	1 %	4 %	5 %
Investoinnit	0,3	0,5	0,5	0,6	0,8	2,9	2,4	2,0	1,9	2,0
Nettokäyttöpääoma	0,3	2,5	3,0	4,7	10,1	9,9	8,1	10,4	11,7	12,5
Nettovelka		1,4	2,1	-7,2	-1,4	1,4	3,5	6,2	6,1	4,6

Lähde: Inderes

Nostimme laajan raportin yhteydessä liikevaihdon ennusteita 8 % ja 6 % vuosille 2025-26 viimeiaikaisen tilaukertymän myötä (4 MEUR tilaus Enertia Oy:ltä). Samalla liikevoiton ennusteemme vuodelle 2025 nousi 0,6 MEUR:oon (aik. 0,0 MEUR). Vuoden 2026 liikevoittoennusteemme nousi kuitenkin vain maltillisesti 2,1 MEUR:oon (aik. 2,0 MEUR).

Arvonmääritys 1/4

Sijoitusprofiili

Merus Power kasvaa voimakkaasti energijärjestelmän murroksen tarjoaman markkinakasvun tuella ja vuoden 2021 listautumisannin mahdollistamien kasvutoimien ansiosta. Vuosien 2023-24 nopea sähkövarastovetoinen tilauskertymän kasvu on demonstroinut, että liiketoimintaa voidaan kasvattaa nopeasti suurikokoisia toimituksia voittamalla. Ennustemme vuoden 2026 liikevaihdosta on 53 MEUR, mikä jää alle yhtiön tavoitteen, mutta kasvun suunta on silti vahvasti positiivinen. Kasvutarina voisi entisestään vahvistua, mikäli Merus Power onnistuisi hajauttamaan kasvun lähteitä voittamalla sähkövarastoprojekteja ulkomailta ja samalla osoittamaan sähkövarastoratkaisujensa kilpailukyvyyn myös kotimaan ulkopuolella. Vaikka energiamarkkinan murros on nähdäksemme kestävä kasvuaajuri, voi investointivetoinen kysyntä vaihdella silti vuositason tasolla ja aiheuttaa volatiliiteettia ennusteisiin.

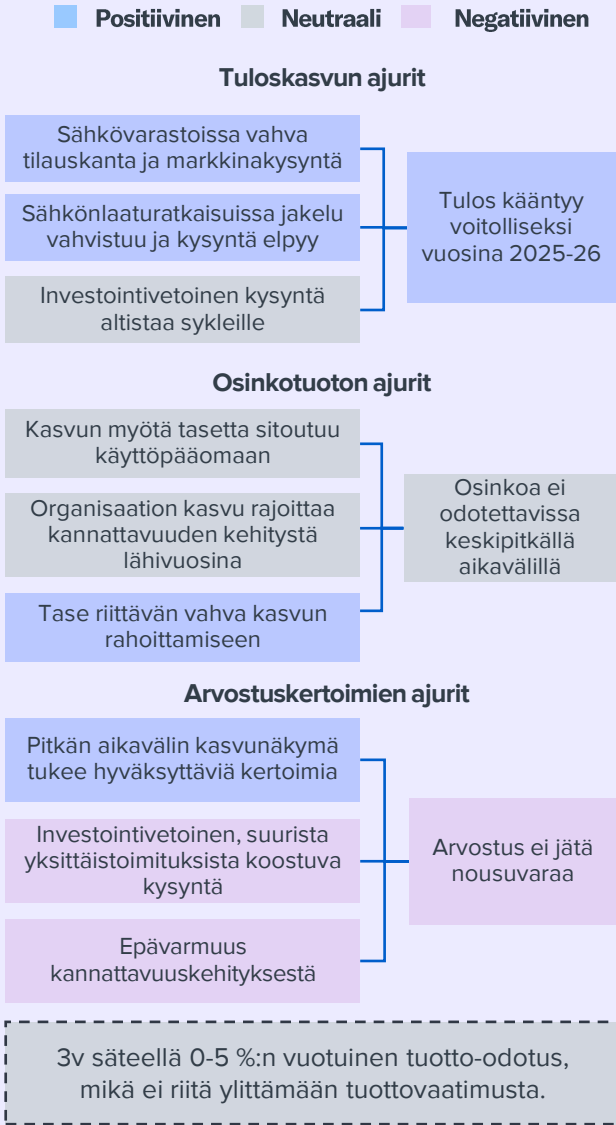
Kasvun ohella pidämme sijoitustarinan kannalta tärkeänä, että yhtiö pystyy vahvistamaan kannattavuuttaan. Pitkän aikavälin kannattavuustason määrittäminen on toistaiseksi haastavaa ja tulevat näytöt tällä saralla ovat arviomme mukaan keskeinen ajuri arvonmäärityksen näkökulmasta. Nähdäksemme sähkövarastojen toimialalla on haastavaa saavuttaa korkeaa kaksinumeroista liikevoittomarginaalia hankkeiden ohuista katetasoista johtuen.

Tulospohjainen arvostus toistaiseksi korkea, mutta voisi laskea melko kohtuulliseksi keskipitkällä välillä

Mielestämme hyödyllisimmät arvonnäkökulmat ovat keskipitkän aikavälin tulospohjaiset arvostuskertoimet sekä DCF, joskin näistä DCF:ään pitkän aikavälin vaikeasti määritettävällä kannattavuustasolla on vielä suurempi vaikutus. Suosimme EV-pohjaisia arvostuskertoimia, jotka ottavat huomioon nykyiset nettokassavarat sekä taseen kehityksen.

Merus Powerin tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat kasvupanostuksista johtuen toistaiseksi korkeat ja vuoden 2024 tulos on negatiivinen. EV/EBIT-kertoimet olisivat vuosien 2025-27 ennusteillamme 68x, 20x ja 13x. Ennustamamme kannattavuuskäänteen toteutuessa kertoimet laskisivat siis jo kohtuullisemmiksi keskipitkällä aikavälillä, joskaan eivät vielä houkutteleviksi. Vuosien 2026-27 arvostuskertoimia voisi pitää jo lähellä käypää tasoa ja näkyvyyden parantuminen sähkövarastoliiketoiminnan kilpailukykyyn ja kannattavuuden skaalautumiseen voisivat kääntää arvostuksen jopa houkuttelevaksi. Tämä edellyttäisi yhtiön tuloskäänteestä kuitenkin lisää näyttöjä ja lähivuosille asettamiemme tulosennusteiden ylittämistä.

Osaketuoton ajurit



Lähde: Inderes

31

Arvonmääritys 2/4

Arvostus ei näyttäydä erityisen houkuttelevana suhteessa kasvuverrokkeihin

Merus Powerin arvostustasoa kuuluu mielestämme verrata erikoistuneisiin ja vahvan kasvunäkymän omaaviin sähkövarastoja ja sähkölaaturatkaisuja tuottaviin yhtiöihin. Olemme valineet pääverrokeiksi kiinalaisen Sinexcel Electricin, hollantilaisen Alfenin ja yhdysvaltalaisen Fluence Energyn.

Merus Power on kokoluokaltaan verrokkeja selvästi pienempi ja kannattavuuskäänteen osalta jonkin verran verrokkeja perässä, vaikkakaan Alfen ja Fluencekaan eivät ole vielä selkeästi voitollisia. Vuoden 2025 ennusteita tulospohjainen arvostus on selvästi verrokkiyhtiöitä kalliimpi (EV/EBIT: 68x vs. 23x). Vuodelle 2026 ennustamamme selkeämpi kannattavuusparannus laskisi Merus Powerin EV/EBIT-kertoimen jo 20x:een, mikä on yhä verrokkiyhmää (12x) korkeampi taso.

Liikevaihtopohjaisesti katsottuna Merus Power on verrokkiyhmän priimusta, Sinexcel Electriciä edullisempi, mutta kuitenkin Alfenia ja Fluencea kalliimpi. Emme näe vahvoja perusteita Merus Powerin kyseisiä verrokkeja korkeammalle EV/liikevaihto-pohjaiselle arvostukselle. Merus Powerin kasvuvauhti on toki tällä hetkellä Alfenia vahvempi, mutta toisaalta Alfeninkin kasvun ennustetaan toipuvan 2025-26. Lisäksi Alfenilla on nähdäksemme vahvemmat näytöt toiminnan kannattavuudesta liikevaihdon skaalautuessa. Fluence puolestaan on globaalisti

kilpailukykyinen yhtiö ja kannattavuuskäänteen osalta aavistuksen edellä Merus Poweria.

Pelkkä sähkölaatu liiketoiminta ei riitä kattamaan nykyistä osakekurssia

Sähkövarastoliiketoiminnan pitkän aikavälin kannattavuuden arviointi on haastavaa, mutta mielestämme sähkölaaturatkaisujen liiketoiminnan kannattavuudesta voidaan esittää arvio suuremmalla varmuustasolla. Arvioimme sähkölaatu liiketoiminnan liikevaihdoksi vuonna 2025e 13,8 MEUR. Liiketoiminta voisi arviomme mukaan tehdä hyvässä skenaariossa 8-10 %:n liikevoittomarginaalia (EBIT: 1,1-1,4 MEUR), jolloin sähkölaatu liiketoiminnan arvo melko maltillisella EV/EBIT-kertoimella 13x olisi 14-18 MEUR eli alle puolet yhtiön nykyisestä yritysarvosta (40 MEUR). Voimme siten päätellä, että sähkövarastoista täytyy kuoriutua arvoa luovaa liiketoimintaa, jotta nykyinen osakekurssi tai mahdollinen nousuvara voisivat olla mahdollisia. Täytyy toki muistaa, että käyttöpääomaan on tällä hetkellä sitoutuneena sähkövarastoliiketoimintaan liittyvää pääomaa, mikä heikentää nykyisen yritysarvon ja sähkölaatu liiketoiminnan potentiaalisen erillisarvon keskinäistä vertailukelpoisuutta.

Arvostuskertoimien yhteenveto

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	4,61	4,61	4,61
Osakemäärä, milj. kpl	7,64	7,64	7,64
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	39	41	41
P/E (oik.)	neg.	>100	22,6
P/E	neg.	>100	22,6
P/B	3,8	3,8	3,2
P/S	1,2	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	1,3	1,0	0,8
EV/EBITDA	neg.	19,5	10,7
EV/EBIT (oik.)	neg.	68,4	19,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Vertailu ydinverrokkiyhmään

Yhtiö	Sinexcel Electric	Alfen	Fluence Energy	Verrokkit ka.	Merus Power
Liikevaihdon vuosittainen kasvu 2023-26e	25 %	5 %	31 %	20 %	22 %
EBIT-% 2025e	15 %	4 %	4 %	7 %	1 %
EV/EBIT 2025e	35	17	17	23	68
EV/liikevaihto 2024e	2,8	0,7	0,8	1,5	1,3
P/B 2024e	5,4	1,7	4,6	3,9	3,8

Lähde: Inderesin arvio, Millistream ja Bloomberg

Arvonmääritys 3/4

Skenaariopohjainen arvostus

Käytämme arvonmäärityksen tukena myös skenaariopohjaista arvostusta. Muodostamme kolme eri skenaariota (taulukko oikealla) Merus Powerin liikevaihdolle ja liikevoittomarginaalille vuodelle 2027, mikä ulottuu vuoden verran yhtiön nykyistä strategiakautta pidemmälle.

Pyrimme havainnollistamaan yhtiön potentiaalista arvoa EV/liikevoitto-kertoimien avulla. Skenaarioiden toteutumistodennäköisyydet eivät ole yhtä suuret, sillä pidämme hyvin epätodennäköisenä että yhtiön liikevoittomarginaali kohoaisi jopa 10 %:iin vuonna 2027 (positiivinen skenaario). Myös perusskenaarion kannattavuusoletuksiin kohdistuu jonkin verran epävarmuustekijöitä, koska se edellyttää lähes 2 MEUR:n liikevoittoa sähkövarastoista ja kyseisen liiketoimintasegmentin pitkän aikavälin kannattavuuden arviointi on toistaiseksi vaikeaa. Olemme olettaneet yksinkertaisuuden nimissä, että yhtiön nettokassa kehittyy kaikissa skenaarioissa perusskenaarion ennusteidemme mukaisesti. Olemme myös olettaneet, että yhtiölle sovellettava arvostustaso on kaikissa skenaarioissa EV/EBIT 15x vuodelle 2027, mikä ylittää pörssin keskimääräisen tason ja edellyttää yhtiöltä arvoa luovaa kasvua.

Perusskenaariossa vuoden 2027 liikevaihto olisi 61 MEUR ja liikevoittomarginaali olisi 4,9 %. Näillä oletuksilla saisimme vuonna 2027 yhtiön EV:ksi MEUR 45 ja markkina-arvoksi MEUR 40. Tämä tarkoittaisi kuitenkin vain 4 %:n vuotuista tuottoa, mikä on alle oman pääoman tuottovaatimuksen (10,4 %).

Optimistisessa skenaariossamme olemme asettaneet liikevaihdon lähelle yhtiön tavoitteiden mukaista tasoa, mutta kannattavuusoletuksemme on silti alle yhtiön tavoitteen, jota pidämme varsin haastavana saavuttaa. Pidämme positiivisen skenaarion toteutumista erittäin epätodennäköisenä, sillä toistaiseksi sähkövarastotoimialalla kilpailijoiden kannattavuudet ovat olleet matalia. Skenaariossa liikevaihto olisi 92 MEUR ja liikevoittomarginaali 10 %, jolloin liikevoitto asettuisi 9,2 MEUR:oon ja yritysarvo (EV) 138 MEUR:oon. Osakkeen arvo olisi siten vuonna 2027 tässä skenaariossa lähes 4-kertainen nykyhintaan nähden. Todellisuudessa arvostuskerroin voisi nousta nyt oletettua korkeammaksikin, mikäli positiivisen skenaarion kannattavuus ja kasvu osoittautuisivat kestäviksi myös pidemmällä aikavälillä. Skenaario havainnollistaa osakkeen korkeaa potentiaalia, mikäli yhtiön sähkövarastoratkaisut osoittautuisivatkin erittäin kilpailukykyisiksi ja selkeästi kannattavammiksi kuin kilpailijoilla.

Pessimistisessä skenaariossa liikevaihto jäisi 35 MEUR:oon vuonna 2027, mikä sekin vaatisi 5 %:n vuotuista kasvua. Heikosta kasvusta johtuen myös kannattavuus skaalautuisi heikosti ja EBIT jäisi 1,0 MEUR:oon. Emme pidä skenaarion toteutumista todennäköisenä, koska Merus Powerin korkea tilauskanta osoittaa selkeästi vahvempaa kasvua. Uusilla ja nopeasti kehittyvillä toimialoilla kysyntä voi kuitenkin ajoittain vaihdella, mikä voi johtaa yllättäviin muutoksiin investointivetoisen tilauskannan osalta.

Skenaarioanalyysi

Vuonna 2027 MEUR	Negatiivinen skenario	Perus-skenaario	Positiivinen skenaario
Liikevaihdon vuosikasvu 2025-27	5 %	27 %	45 %
Liikevaihto	35	61	92
Liikevoitto-%	3,0 %	4,9 %	10,0 %
Liikevoitto	1,0	3,0	9,2
EV/EBIT (x)	15	15	15
= EV	16	45	138
Nettokassa 2027e	-5	-5	-5
= Markkina-arvo	11	40	133
Osakekurssi 2027	1,5	5,2	17,5
Tuotto	-68 %	13 %	279 %
Vuotuinen tuotto	-32 %	4 %	56 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 4/4

DCF-arvostus

Kassavirtoihin perustuva DCF-laskelmamme antaa Merus Powerin oman pääoman arvoksi 36 MEUR (4,8 euroa per osake). Ennustemallissamme 2025-2026 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu on korkealla tasolla (33 %/v.), minkä jälkeen kasvu laskee maltillisemmalle 10-15 %:n tasolle ja viimein 3 %:iin vuonna 2033e.

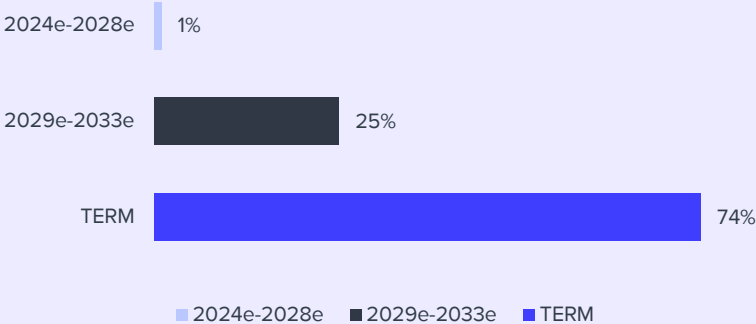
Mallissamme EBIT-marginaali nousee vuoteen 2027 mennessä 4,9 %:n tasolle ja EBITDA-marginaali 8,0 %:n tasolle (yhtiön tavoite keskimäärin yli 15 %:n EBITDA-marginaali). Kannattavuus parantuu vielä pitkän aikavälin ennusteissamme hieman (EBIT terminaalijaksolla 5,5 %). Ennustettua pitkän aikavälin kannattavuutta voi pitää korkeahkona suhteutettuna sähkövarastotoimialan nykyiseen kannattavuuteen, mutta toisaalta on oletettavaa, että kannattavuus vahvistuu pitkällä aikavälillä toimialan kasvuhakuisuuden vähentyessä ja alan maturoituessa.

Mallissa käytetty pääoman kustannus (WACC) on 9,2 %. Terminaalijakson osuus rahavirroista 74 %, mikä on korkea ja kuvastaa pitkän aikavälin kannattavuusoletusten suurta merkitystä sekä arvonmääritykseen liittyvää korkeaa riskiä. Käytämme korkeahkoa oman pääoman kustannusta (10,4%), koska näemme yhtiön tulevaisuudennäkymiin sisältyvän edelleen huomattavan paljon epävarmuutta yhtiön ja toimialan kehitysvaiheesta johtuen. Oman pääoman kustannuksen laskeminen 1 %-yksiköllä

nostaisi DCF-arvonmääritystä 20 %:lla ja nostaminen laskisi arvoa 15 %:lla.

Olennainen DCF-arvostusta laskeva tekijä liittyy Merus Powerin lähivuosien käyttöpääomatarpeisiin. Sähkövarastoliiketoiminnan nopean kasvun myötä yhtiön liiketoiminta sitoo lisää käyttöpääomaa. Esimerkiksi kovan kasvuennusteiden vuosina 2025-27 käyttöpääomaa sitoutuu ennusteissamme 1,5 MEUR per vuosi, mikä on suhteellisen merkittävä määrä yhtiön koko markkina-arvoon suhteutettuna. Käyttöpääoman sitoutuminen myös selittää osittain, miksi niin suuri osa arvosta painottuu terminaalijaksolle.

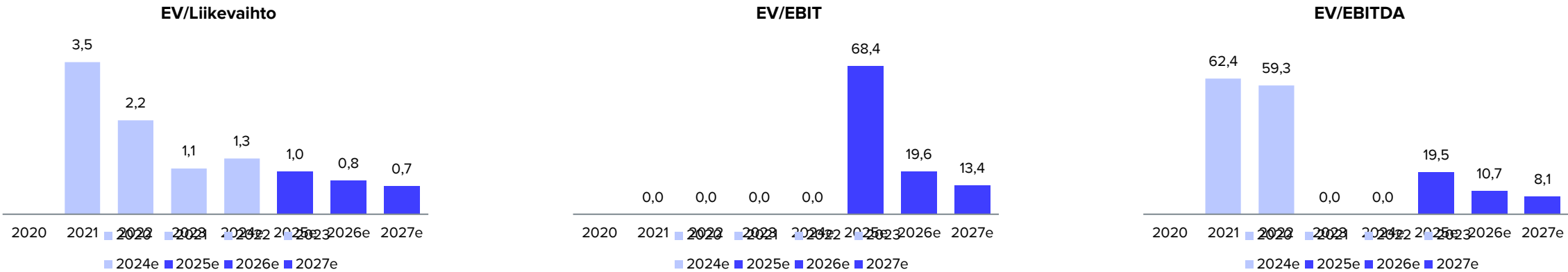
DCF: Rahavirran ajoituksen jakauma



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi			7,70	4,77	3,82	4,61	4,61	4,61	4,61
Osakemäärä, milj. kpl			6,53	7,64	7,64	7,64	7,64	7,64	7,64
Markkina-arvo			59	36	29	35	35	35	35
Yritysarvo (EV)			52	35	31	39	41	41	40
P/E (oik.)			neg.	neg.	neg.	neg.	>100	22,6	14,3
P/E			neg.	neg.	neg.	neg.	>100	22,6	14,3
P/B			4,5	2,8	2,4	3,8	3,8	3,2	2,6
P/S			4,0	2,3	1,0	1,2	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto			3,5	2,2	1,1	1,3	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA			62,4	59,3	>100	neg.	19,5	10,7	8,1
EV/EBIT (oik.)			>100	>100	neg.	neg.	68,4	19,6	13,4
Osinko/tulos (%)			0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Sinexcel Electric	1274	1268	56,0	35,0	19,1	14,7	2,8	2,2	21,7	15,9	1,0	1,3	5,4
Alfen	274	350		17,2	16,0	8,3	0,7	0,7		19,7			1,7
ABB	105599	107397	20,9	18,7	17,9	16,3	3,5	3,3	27,4	24,7	1,7	1,7	7,5
Schneider Electric	155795	166135	25,9	22,5	21,3	18,8	4,4	4,0	33,9	29,1	1,4	1,5	5,5
Wärtsilä	10604	10199	15,4	13,2	12,8	11,0	1,6	1,4	22,7	19,5	2,3	2,6	4,2
Fluence Energy	2449	2129	118,9	17,0	37,0	12,7	0,8	0,6	141,9	25,2			4,6
Merus Power (Inderes)	35	39	-17,4	68,4	-40,3	19,5	1,3	1,0	-12,7	623,9	0,0	0,0	3,8
Keskiarvo			47,4	20,6	20,7	13,6	2,3	2,0	49,5	22,4	1,6	1,8	4,8
Mediaani			25,9	18,0	18,5	13,7	2,2	1,8	27,4	22,2	1,5	1,6	5,0
Erotus-% vrt. mediaani			-167 %	281 %	-318 %	42 %	-42 %	-46 %	-146 %	2706 %	-100 %	-100 %	-24 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	16,2	13,6	15,5	29,0	6,7	23,5	30,2	42,6	53,2	61,2
Konserni	16,2	13,6	15,5	29,0	6,7	23,5	30,2	42,6	53,2	61,2
Käyttökate	0,6	-0,4	0,6	0,2	-3,4	2,4	-1,0	2,1	3,9	4,9
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7	-0,6	-0,7	-1,3	-1,5	-1,8	-1,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,1	-0,7	0,2	-0,5	-4,0	1,8	-2,2	0,6	2,1	3,0
Liikevoitto	0,1	-0,7	0,2	-0,5	-4,0	1,8	-2,2	0,6	2,1	3,0
Konserni	0,1	-0,7	0,2	-0,5	-4,0	1,8	-2,2	0,6	2,1	3,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5
Tulos ennen veroja	-0,1	-0,8	0,0	-0,8	-4,3	1,5	-2,8	0,1	1,6	2,5
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,1	-0,8	0,0	-0,8	-4,3	1,5	-2,8	0,1	1,6	2,5
EPS (oikaistu)	-0,01	-0,11	0,00	-0,10	-0,57	0,20	-0,36	0,01	0,20	0,32
EPS (raportoitu)	-0,01	-0,11	0,00	-0,10	-0,57	0,20	-0,36	0,01	0,20	0,32

Tunnusluvut	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	9,7 %	114,9 %	56,4 %	79,2 %	-50,8 %	52,1 %	4,0 %	41,0 %	25,0 %	15,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-68,2 %	68,5 %	-62,1 %	-582,1 %	463,9 %	788,7 %	336,7 %	-127,2 %	247,4 %	40,9 %
Käyttökate-%	3,6 %	-2,9 %	3,8 %	0,6 %	-51,1 %	10,4 %	-3,2 %	5,0 %	7,2 %	8,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,7 %	-5,2 %	1,3 %	-1,8 %	-60,1 %	7,6 %	-7,4 %	1,4 %	4,0 %	4,9 %
Nettotulos-%	-0,7 %	-6,1 %	0,2 %	-2,8 %	-64,8 %	6,5 %	-9,2 %	0,1 %	2,9 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	1,5	3,7	4,8	5,3	5,5
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,3	3,5	4,7	5,1	5,3
Käyttöomaisuus	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	23,0	17,5	15,6	20,1	22,8
Vaihto-omaisuus	10,8	6,3	6,9	8,3	9,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,0	8,6	6,0	8,5	9,6
Likvidit varat	5,3	2,6	2,6	3,3	3,7
Taseen loppusumma	24,5	21,2	20,4	25,4	28,3
Lähde: Inderes					

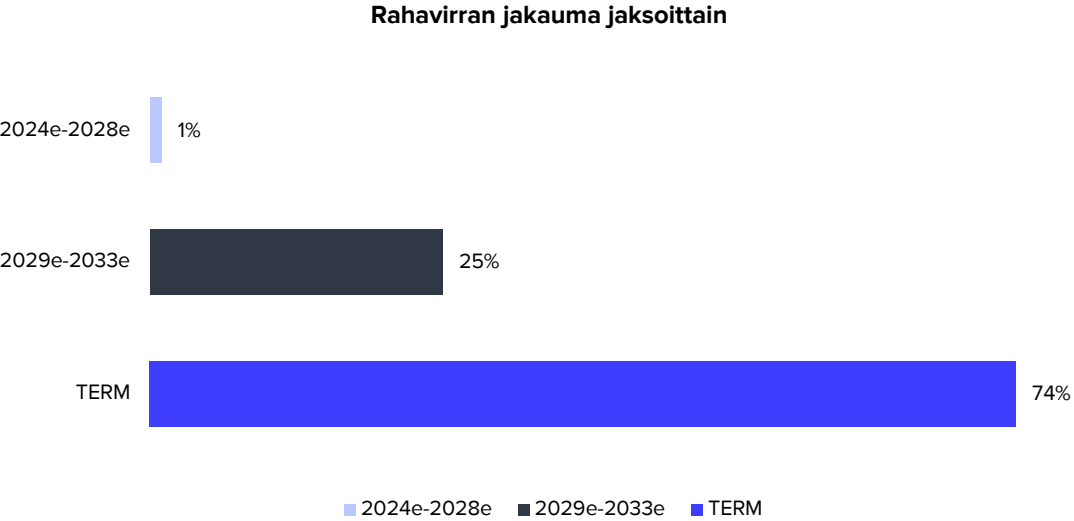
Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	12,9	12,1	9,3	9,4	10,9
Osakepääoma	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Kertyneet voittovarot	-4,9	-5,7	-8,5	-8,4	-6,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,6	1,9	3,8	5,8	6,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Korolliset velat	2,5	1,8	3,7	5,7	5,9
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	9,0	7,2	7,3	10,2	11,4
Korolliset velat	1,4	2,2	2,4	3,8	3,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,6	4,9	4,8	6,4	7,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	24,5	21,2	20,4	25,4	28,3

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	79,2 %	4,0 %	41,0 %	25,0 %	15,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	-1,8 %	-7,4 %	1,4 %	4,0 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Liikevoitto	-0,5	-2,2	0,6	2,1	3,0	3,3	3,6	4,0	4,3	5,4	5,6	
+ Kokonaispoistot	0,7	1,3	1,5	1,8	1,9	2,1	2,3	2,6	2,6	2,7	2,7	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,1	
- 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	0,2	1,8	-2,3	-1,3	-0,8	-0,6	-0,6	-0,6	-1,0	-1,0	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	0,4	0,8	-0,1	2,6	4,1	4,8	5,4	5,9	6,0	7,0	6,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,9	-2,4	-2,0	-1,9	-2,0	-2,2	-2,4	-2,7	-2,7	-2,7	-2,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,6	-1,6	-2,1	0,7	2,0	2,6	2,9	3,3	3,3	4,4	3,7	
+/- 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	-2,6	-1,6	-2,1	0,7	2,0	2,6	2,9	3,3	3,3	4,4	3,7	61,5
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,6	-2,0	0,6	1,6	1,8	1,9	1,9	1,8	2,2	1,7	28,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		37,8	39,4	41,4	40,8	39,2	37,4	35,5	33,6	31,8	29,6	28,0
Velaton arvo DCF		37,8										
- Korolliset velat		-4,0										
+ Rahavarat		2,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		36,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,8										

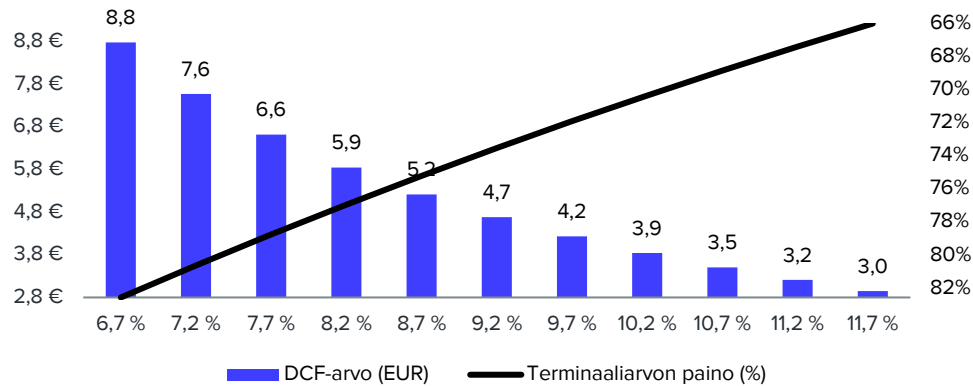
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

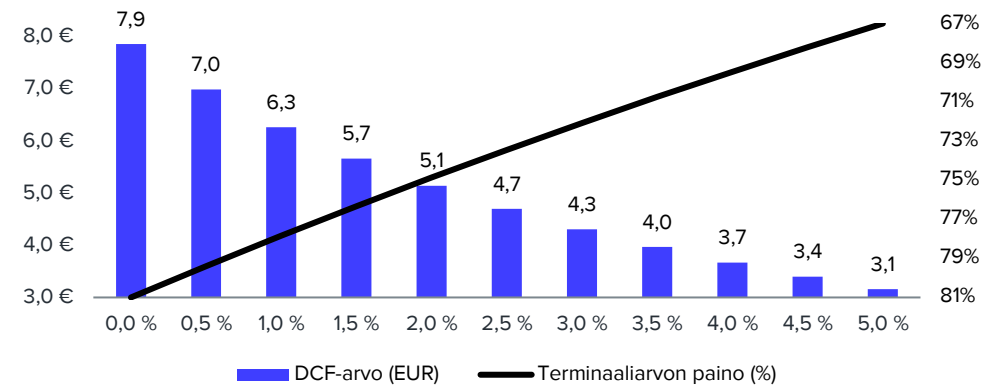


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

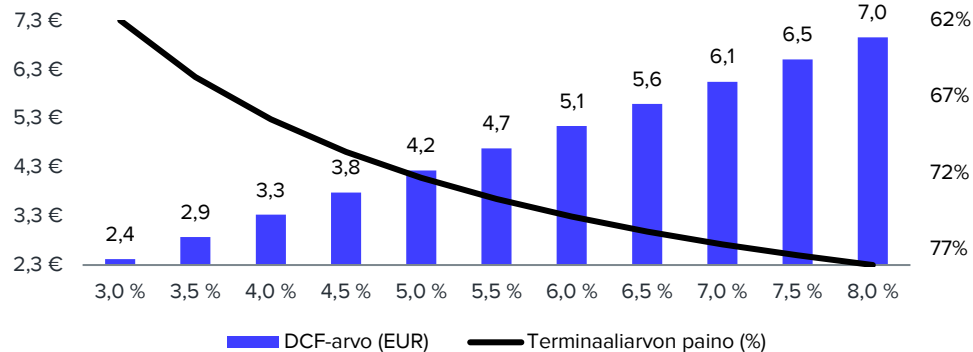
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



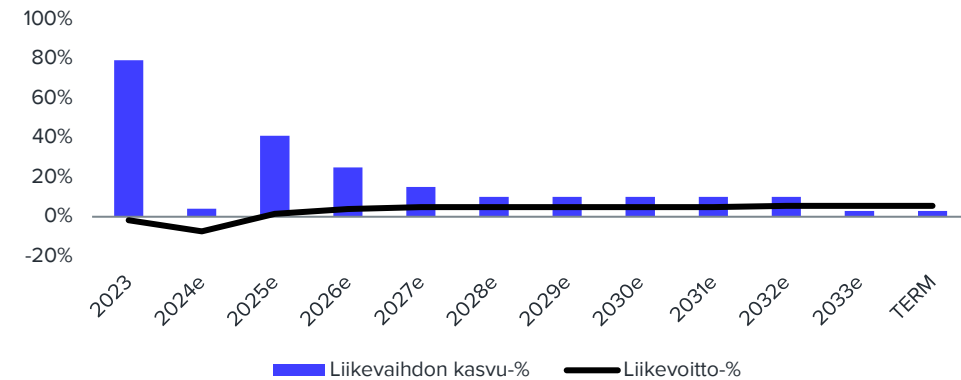
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	14,8	16,2	29,0	30,2	42,6
Käyttökate	0,8	0,6	0,2	-1,0	2,1
Liikevoitto	0,3	0,1	-0,5	-2,2	0,6
Voitto ennen veroja	-1,0	-0,1	-0,8	-2,8	0,1
Nettovoitto	-1,0	-0,1	-0,8	-2,8	0,1
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	20,3	24,5	21,2	20,4	25,4
Oma pääoma	13,0	12,9	12,1	9,3	9,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	-7,2	-1,4	1,4	3,5	6,2

Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e
Käyttökate	0,8	0,6	0,2	-1,0	2,1
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,7	-5,4	0,2	1,8	-2,3
Operatiivinen kassavirta	-0,9	-4,8	0,4	0,8	-0,1
Investoinnit	-0,6	-0,8	-2,9	-2,4	-2,0
Vapaa kassavirta	-1,4	-5,5	-2,6	-1,6	-2,1

Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e
EV/Liikevaihto	3,5	2,2	1,1	1,3	1,0
EV/EBITDA	62,4	59,3	>100	neg.	19,5
EV/EBIT (oik.)	>100	>100	neg.	neg.	68,4
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	>100
P/B	4,5	2,8	2,4	3,8	3,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
EPS (raportoitu)	-0,15	-0,01	-0,10	-0,36	0,01
EPS (oikaistu)	-0,15	-0,01	-0,10	-0,36	0,01
Operat. kassavirta / osake	-0,14	-0,62	0,05	0,11	-0,02
Vapaa kassavirta / osake	-0,22	-0,72	-0,33	-0,21	-0,28
Omapääoma / osake	1,99	1,69	1,58	1,22	1,23
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	127 %	10 %	79 %	4 %	41 %
Käyttökatteen kasvu-%	1881 %	-29 %	-69 %	-618 %	-321 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-193 %	-68 %	-582 %	337 %	-127 %
EPS oik. kasvu-%	72 %	-90 %	626 %	248 %	-102 %
Käyttökate-%	5,6 %	3,6 %	0,6 %	-3,2 %	5,0 %
Oik. Liikevoitto-%	2,3 %	0,7 %	-1,8 %	-7,4 %	1,4 %
Liikevoitto-%	2,3 %	0,7 %	-1,8 %	-7,4 %	1,4 %
ROE-%	-12,9 %	-0,8 %	-6,4 %	-26,0 %	0,6 %
ROI-%	3,1 %	0,6 %	-3,1 %	-14,2 %	3,5 %
Omavaraisuusaste	64,0 %	52,5 %	57,1 %	45,7 %	36,9 %
Nettovelkaantumisaste	-55,2 %	-11,2 %	11,6 %	37,8 %	66,4 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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 latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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 sijoittajatilaisuuksien 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.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
01/11/2021	Lisää	9,20 €	8,29 €
03/01/2022	Vähennä	9,40 €	9,52 €
10/02/2022	Lisää	8,20 €	7,54 €
24/08/2022	Vähennä	7,20 €	7,89 €
15/11/2022	Vähennä	5,20 €	5,00 €
09/02/2023	Vähennä	6,50 €	6,82 €
02/08/2023	Vähennä	5,00 €	4,95 €
24/08/2023	Vähennä	4,00 €	4,36 €
12/12/2023	Vähennä	3,50 €	4,08 €
15/12/2023	Vähennä	3,70 €	3,82 €
08/02/2024	Vähennä	3,70 €	4,28 €
14/02/2024	Lisää	5,00 €	4,41 €
03/07/2024	Vähennä	4,50 €	4,93 €
14/08/2024	Vähennä	4,50 €	4,74 €
22/08/2024	Vähennä	4,00 €	4,41 €
27/01/2025	Vähennä	4,30 €	4,61 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

**inde
res.**