

MERUS POWER

15.08.2025 09.05 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Sähkövarastot kaksinkertaistavat liikevaihdon

Merus Power raportoi H1-puolivuotiskatsauksen torstaina 21.8. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan voimakkaasti suhteessa heikkoon vertailukauteen erityisesti sähkövarastojen tilauskannan tukemana. Ennakoimme myös tuloksen parantuvan, vaikkakin jäävän silti tappiolliseksi kausiluonteisesti heikommalla vuoden alkupuoliskolla. Toistamme vähennä-suosituksen ja 4,8 euron tavoitehinnan.

Odotuksissa voimakasta kasvua sähkövarastojen tuella

Ennakoimme Merus Powerin kasvattaneen liikevaihdon H1:llä 14 MEUR:oon, missä on jopa 110 % kasvua suhteessa heikkoon vertailukauteen (H1'24). Ennustettu liikevaihto on tosin vain 3 % korkeampi verrattuna vuoden 2023 liikevaihdolta vahvaan H1:een. Yhtiö lähti vuoteen 2025 korkealla 30 MEUR:n tilauskannalla, missä oli kasvua peräti 116 % vuodentakaiseen. Tilauskantaa on tukenut erityisesti suuret sähkövarastojen tilaukset Suomessa, mutta mukaan mahtuu myös pienempiä toimituksia.

Uusien tilausten osalta H1 saattaa jäädä vertailukautta heikommaksi, sillä laskujemme mukaan yhtiö on tiedottanut H1:ltä tilauksia 22 MEUR:n verran (H1'24 tiedotettuja tilauksia: 35 MEUR). Tosin vertailukaudella yhtiö tiedotti vain kaksi suurta sähkövarastohanketta, mutta kuluneen vuoden H1:llä tiedotettu tilauskertymä sisältää myös merkittäviä sähkönlaaturatkaisujen tilauksia (yht. 9 MEUR), joiden katetaso on nähdäksemme sähkövarastoja korkeampi. Arvioimme H1 tilauskanna olevan 39 MEUR eli 15 % vertailukauden tason alapuolella.

Ennakoimme tuloksen vahvistuneen

Arvioimme H1:n käyttökateeksi -1,8 MEUR ja liikevoitoksi -2,5 MEUR. Molemmissa on merkittävä 1,5-1,6 MEUR:n parannus suhteessa vertailukauteen, mitä tukee erityisesti liikevaihdon kasvu. Ennustamme materiaalikate-%:n kuitenkin heikentyneen 39 %:iin (H1'24: 43 %), mihin vaikuttaa liikevaihdon heikompi jakauma, sillä sähkövarastoissa katteet ovat yleisesti

matalammat kuin sähkönlaaturatkaisuissa. Arvioimme yhtiön henkilöstökulujen kasvaneen 19 %, sillä organisaation kehittämisen lisäksi yhtiö on todennäköisesti tarvinnut merkittävästi lisää työvoimaa tuotantoon suurten tilausten toimittamiseen. Nettotulokseksi ennustamme -2,9 MEUR, johon vaikuttaa arviolta 0,5 MEUR:n rahoituskulut. Sisällytimme yhtiön kesäkuussa toteuttaman 2 MEUR osakeannin vaikutukset ennusteisiimme, mikä johti osakemäärän kasvuun, rahavarojen ja oman pääoman vahvistumiseen sekä arvioimme mukaan myös H1:n nettorahoituskulujen hienoiseen kasvuun.

Emme odota muutoksia ohjeistukseen

Merus Power ohjeistaa liikevaihdon kasvavan voimakkaasti vuonna 2025, mikä arvioimme mukaan vastaa 20 % tai korkeampaa kasvua (ennustamme 25 %). Yhtiön käyttökateohjeistus vuodelle 2025 on 1-3 MEUR (ennustamme 2,0 MEUR). Meillä ei ole erityistä syytä odottaa muutoksia ohjeistukseen H1-raportin yhteydessä. Yhtiön liiketoiminnan lukujen ennustaminen on kuitenkin toistaiseksi kasvutaipaleen alkuvaiheessa ollut haastavaa ja näkyvyys etenkin vuoden 2025 kannattavuuteen on vielä toistaiseksi melko matala. Vuoden 2025 liikevaihtoon on suhteellisen hyvä näkymä vahvan tilauskannan kautta.

Vuoden 2026 tilauskirja kaipaa vielä täytettä

Vuodelle 2026 tiedotettuja tilauksia on toistaiseksi vähemmän kuin vuosi sitten tähän aikaan, mikä hieman nostaa epävarmuustasoa 2026 ennusteiden osalta, jotka olettavat liikevaihdon jatkavan vahvaa kasvua (23 %) ja kannattavuuden parantuvan edelleen merkittävästi (käyttökate 3,8 MEUR). Kannattavuuden vahvistumista tukee 2026-ennusteissa nopeasti kasvaneen organisaation toiminnan vakiintuminen, prosessien tehostuminen ja katetasoltaan parempien sähkönlaaturatkaisujen kysynnän parantuminen. Yhtiön kommentit markkinan kehityksestä ja loppuvuoden tarjouskannasta voivat vaikuttaa vuoden 2026 näkymiin.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

4,80 EUR

(aik. 4,80 EUR)

Osakekurssi:

5,22 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	35,8	44,8	55,1	63,9
kasvu-%	23 %	25 %	23 %	16 %
EBIT oik.	-2,1	0,5	2,2	3,3
EBIT-% oik.	-5,7 %	1,1 %	3,9 %	5,2 %
Nettotulos	-2,7	-0,2	1,6	2,8
EPS (oik.)	-0,35	-0,03	0,20	0,35

P/E (oik.)	neg.	neg.	26,2	15,0
P/B	3,0	3,7	3,3	2,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	85,6	19,4	12,3
EV/EBITDA	neg.	21,3	10,9	7,9
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	0,8	0,6

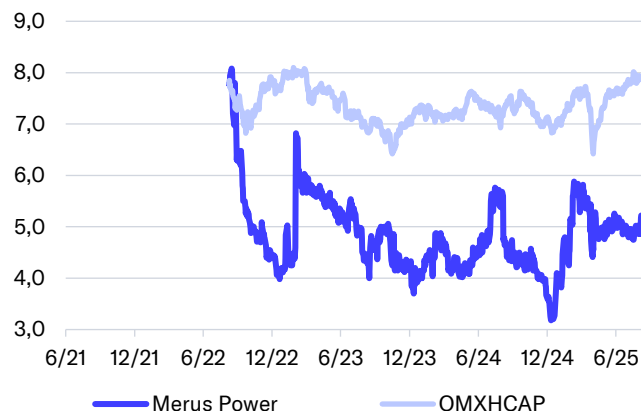
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

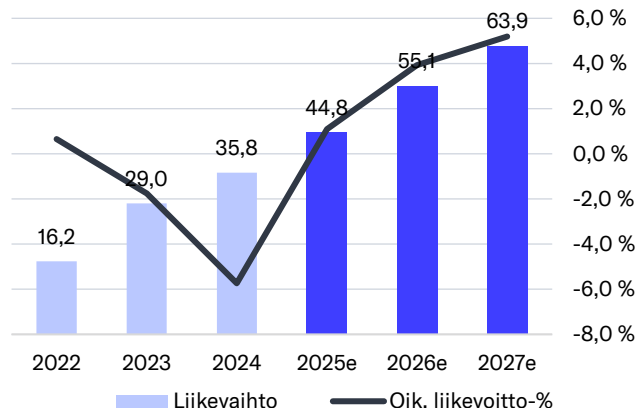
Merus Power arvioi, että vuonna 2025 yhtiön liikevaihto kasvaa voimakkaasti vuoteen 2024 verrattuna. Käyttökate arvioidaan olevan 1-3 MEUR.

Osakekurssi



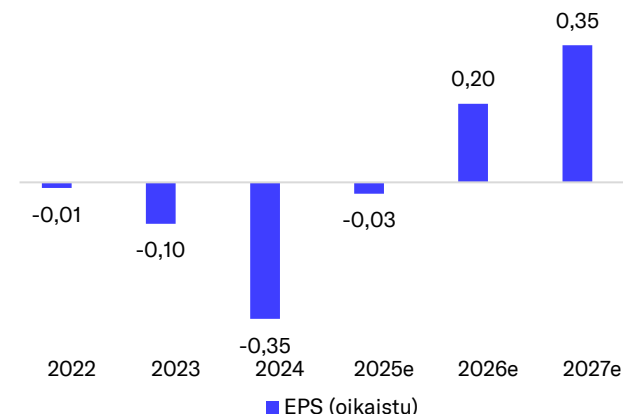
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



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 koostuminen suurista toimituksista tuo heiluntaa liikevaihdon kehitykseen
- Investointivetoisen kysynnän vaihtelut
- Kasvu on kuormittanut tasetta kannattavuuskäänteen viivästymisen myötä

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	5,22	5,22	5,22
Osakemäärä, milj. kpl	8,12	8,12	8,12
Markkina-arvo	42	42	42
Yritysarvo (EV)	42	42	41
P/E (oik.)	neg.	26,2	15,0
P/E	neg.	26,2	15,0
P/B	3,7	3,3	2,7
P/S	0,9	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,6
EV/EBITDA	21,3	10,9	7,9
EV/EBIT (oik.)	85,6	19,4	12,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset ja odotukset H1-raporttiin

Sisällytimme osakeannin ennusteisiin

- Sisällytimme 18.6. tiedotetun suunnatun osakeannin ennusteisiimme. Osakkeiden lukumäärä kasvoi 5,8 %-lla ja yhtiö keräsi 2 MEUR:n bruttovarat (arvioimme nettovaroiksi 1,8 MEUR). H1:n rahoituskulut kasvoivat siten 0,2 MEUR verran.
- Odotamme Merus Powerin yli kaksinkertaistaneen liikevaihdon H1:llä v/v sähkövarastotoimitusten tuella. Kasvu tukee myös kannattavuutta kausiluonteisesti heikolla H1:llä. Arvioimme H1 tilauskannan laskeneen 15 % v/v.

Ennustetaulukko	H1'24	H1'25	H1'25e	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Inderes
Liikevaihto	6,7		14,0	44,8
Tilaukanta	46,8		39,0	43,3
Käyttökate	-3,4		-1,8	2,0
Liikevoitto	-4,0		-2,5	0,5
Tulos ennen veroja	-4,3		-2,9	-0,2
EPS (raportoitu)	-0,56		-0,36	-0,03
Liikevaihdon kasvu-%	-50,8 %		110,0 %	25,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	-60,1 %		-17,8 %	1,4 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	44,8	44,8	0 %	55,1	55,1	0 %	63,9	63,9	0 %
Käyttökate	2,0	2,0	0 %	3,9	3,9	0 %	5,2	5,2	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,5	0,5	0 %	2,2	2,2	0 %	3,3	3,3	0 %
Liikevoitto	0,5	0,5	0 %	2,2	2,2	0 %	3,3	3,3	0 %
Tulos ennen veroja	-0,1	-0,2	-263 %	1,6	1,6	0 %	2,8	2,8	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,01	-0,03	-243 %	0,21	0,20	-6 %	0,37	0,35	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Yksityiskohtaiset ennusteet

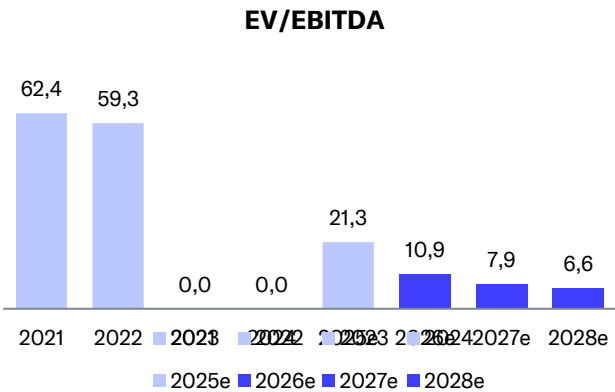
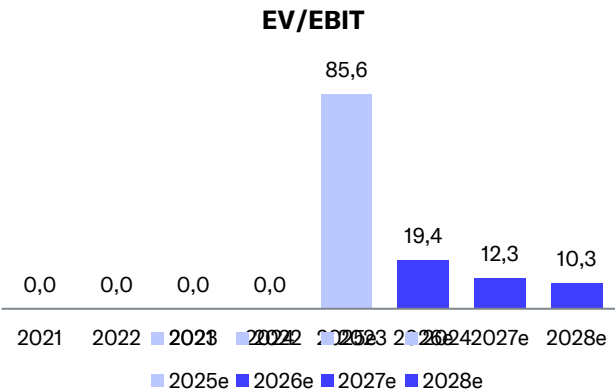
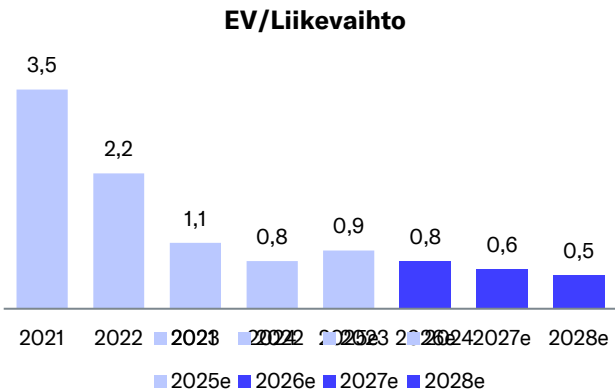
MEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Tilaukertymä		7	15	13	17	34	54	58		
- kasvu %			100 %	-11 %	30 %	100 %	59 %	8 %		
Tilaukanta	5	2	10	8	9	14	30	43		
- kasvu %				-17 %	8 %	53 %	116 %	45 %		
Liikevaihto	9	10	7	15	16	29	36	45	55	64
- kasvu %		10 %	-37 %	127 %	10 %	79 %	23 %	25 %	23 %	16 %
Liikevaihto segmenteittäin										
Sähkönlaaturatkaisut	8	7	6	12	15	14	11	14	14	15
- kasvu %		-22 %	-13 %	102 %	32 %	-8 %	-25 %	29 %	5 %	5 %
Sähkövarastot	1	3	1	3	0	14	24	30	39	47
- kasvu %		560 %	-85 %	420 %	-91 %	6279 %	72 %	23 %	31 %	20 %
Palvelut	0	0	0	1	1	1	1	1	2	2
- kasvu %		10 %	-37 %	127 %	20 %	10 %	25 %	28 %	28 %	15 %
Materiaalikate %	44,9 %	44,9 %	52,6 %	35,0 %	47,8 %	34,2 %	32,8 %	37,2 %	36,8 %	36,5 %
Henkilöstökulut liikevaihdosta %	20,7 %	22,6 %	37,5 %	20,9 %	28,4 %	21,6 %	22,4 %	21,3 %	19,3 %	18,4 %
Muut kulut liikevaihdosta %	15,3 %	16,4 %	12,5 %	8,2 %	15,5 %	11,5 %	10,4 %	9,8 %	9,1 %	8,7 %
Käyttökate	0,8	0,6	0,0	0,8	0,6	0,2	-0,8	2,0	3,9	5,2
- % liikevaihdosta	8,1 %	5,7 %	0,6 %	5,6 %	3,6 %	0,6 %	-2,2 %	4,4 %	7,0 %	8,1 %
Poistot	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,7	-1,3	-1,5	-1,7	-1,9
Liikevoitto	0,4	0,2	-0,4	0,3	0,1	-0,5	-2,1	0,5	2,2	3,3
- % liikevaihdosta	4,1 %	2,3 %	-5,5 %	2,3 %	0,7 %	-1,8 %	-5,7 %	1,1 %	3,9 %	5,2 %
Investoinnit	0,0	0,5	0,5	0,6	0,8	2,9	2,5	2,0	1,9	2,0
Nettokäyttöpääoma	0,3	2,5	3,0	4,7	10,1	9,9	3,5	5,3	7,1	8,5
Nettovelka			2,1	-7,2	-1,4	1,4	-1,2	-0,6	-0,3	-1,7

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi		7,70	4,77	3,82	3,71	5,22	5,22	5,22	5,22
Osakemäärä, milj. kpl		6,53	7,64	7,64	7,67	8,12	8,12	8,12	8,12
Markkina-arvo		59	36	29	28	42	42	42	42
Yritysarvo (EV)		52	35	31	27	42	42	41	38
P/E (oik.)		neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	26,2	15,0	12,8
P/E		neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	26,2	15,0	12,8
P/B	0,0	4,5	2,8	2,4	3,0	3,7	3,3	2,7	2,2
P/S		4,0	2,3	1,0	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto		3,5	2,2	1,1	0,8	0,9	0,8	0,6	0,5
EV/EBITDA		62,4	59,3	>100	neg.	21,3	10,9	7,9	6,6
EV/EBIT (oik.)		>100	>100	neg.	neg.	85,6	19,4	12,3	10,3
Osinko/tulos (%)		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Sinexcel Electric	1445	1402	56,0	35,0	17,2	14,0	2,9	2,4	21,3	17,1	1,4	1,8	4,6
Alfen	251	284	18,0	18,4	11,1	7,7	0,6	0,6	372,3	28,9			1,7
ABB	105990	109533	20,8	19,2	18,3	17,0	3,7	3,5	26,6	24,4	1,6	1,7	7,8
Schneider Electric	128121	140330	19,5	17,8	16,4	14,9	3,5	3,2	25,2	22,2	1,9	2,1	4,1
Wärtsilä	14320	13231	16,5	14,9	13,7	12,9	1,9	1,8	24,7	22,6	2,1	2,3	5,1
Fluence Energy	1184	1245		118,8	167,8	23,1	0,5	0,4		199,1			2,5
Merus Power (Inderes)	42	42	85,6	19,4	21,3	10,9	0,9	0,8	-182,0	26,2	0,0	0,0	3,7
Keskiarvo			26,1	37,4	40,7	14,9	2,2	2,0	94,0	52,4	1,7	1,9	4,3
Mediaani			19,5	18,8	16,8	14,4	2,4	2,1	25,2	23,5	1,7	1,9	4,4
Erotus-% vrt. mediaani			340 %	3 %	27 %	-24 %	-61 %	-63 %	-822 %	11 %	-100 %	-100 %	-14 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	29,0	6,7	29,2	35,8	14,0	30,8	44,8	55,1	63,9	71,6
Konserni	29,0	6,7	29,2	35,8	14,0	30,8	44,8	55,1	63,9	71,6
Käyttökate	0,2	-3,4	2,6	-0,8	-1,8	3,7	2,0	3,9	5,2	5,8
Poistot ja arvonalennukset	-0,7	-0,6	-0,7	-1,3	-0,7	-0,8	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,5	-4,0	2,0	-2,1	-2,5	3,0	0,5	2,2	3,3	3,7
Liikevoitto	-0,5	-4,0	2,0	-2,1	-2,5	3,0	0,5	2,2	3,3	3,7
Konserni	-0,5	-4,0	2,0	-2,1	-2,5	3,0	0,5	2,2	3,3	3,7
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	-0,5	-0,3	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4
Tulos ennen veroja	-0,8	-4,3	1,7	-2,7	-2,9	2,7	-0,2	1,6	2,8	3,3
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	-0,8	-4,3	1,7	-2,7	-2,9	2,7	-0,2	1,6	2,8	3,3
EPS (oikaistu)	-0,10	-0,56	0,22	-0,35	-0,36	0,33	-0,03	0,20	0,35	0,41
EPS (raportoitu)	-0,10	-0,56	0,22	-0,35	-0,36	0,33	-0,03	0,20	0,35	0,41

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	79,2 %	-50,8 %	88,5 %	23,4 %	110,0 %	5,6 %	25,0 %	23,0 %	16,0 %	12,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-582,1 %	463,9 %	876,5 %	302,3 %	-37,9 %	52,4 %	-123,7 %	344,6 %	53,2 %	12,0 %
Käyttökate-%	0,6 %	-51,1 %	8,9 %	-2,2 %	-12,8 %	12,2 %	4,4 %	7,0 %	8,1 %	8,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	-1,8 %	-60,1 %	6,7 %	-5,7 %	-17,8 %	9,7 %	1,1 %	3,9 %	5,2 %	5,2 %
Nettotulos-%	-2,8 %	-64,8 %	5,7 %	-7,4 %	-21,0 %	8,8 %	-0,5 %	2,9 %	4,4 %	4,6 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	3,7	4,9	5,4	5,6	5,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	3,5	4,7	5,2	5,4	5,5
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	17,5	21,8	27,1	32,6	37,0
Vaihto-omaisuus	6,3	9,1	11,6	14,3	16,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	8,6	9,7	12,1	14,6	16,6
Likvidit varat	2,6	3,0	3,3	3,7	3,9
Taseen loppusumma	21,2	26,7	32,5	38,2	42,7

Lähde: Inderes

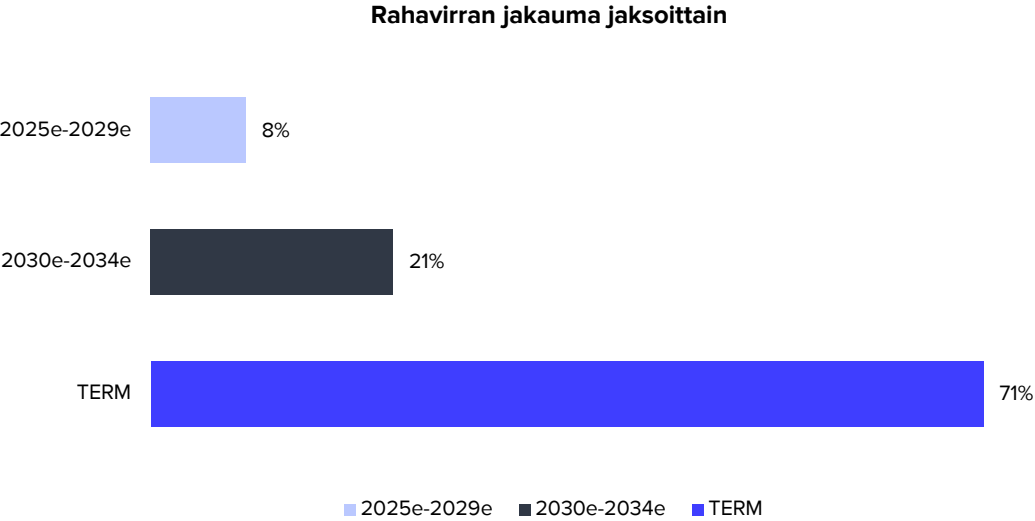
Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	12,1	9,5	11,3	12,9	15,7
Osakepääoma	17,8	17,9	19,9	19,9	19,9
Kertyneet voittovarot	-5,7	-8,3	-8,6	-6,9	-4,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,9	1,1	1,7	2,2	1,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Korolliset velat	1,8	1,0	1,6	2,0	1,3
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	7,2	16,1	19,5	23,2	25,5
Korolliset velat	2,2	0,8	1,1	1,4	0,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,9	15,3	18,4	21,8	24,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	21,2	26,7	32,5	38,2	42,7

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	23,4 %	25,0 %	23,0 %	16,0 %	12,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	-5,7 %	1,1 %	3,9 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Liikevoitto	-2,1	0,5	2,2	3,3	3,7	4,1	4,5	4,9	5,2	5,8	5,9	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,8	-1,0	-1,0	-1,2	-1,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	6,4	-1,8	-1,8	-1,3	-1,0	-0,9	-0,6	-0,9	-1,0	-1,1	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	5,6	0,2	2,1	3,8	4,8	4,6	5,5	5,6	5,8	6,2	7,0	
+ 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	-2,5	-2,0	-1,9	-2,0	-2,2	-2,4	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,1	-1,8	0,2	1,9	2,6	2,2	2,9	3,0	3,2	3,5	4,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,1	-1,8	0,2	1,9	2,6	2,2	2,9	3,0	3,2	3,5	4,1	67,7
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,8	0,2	1,5	1,9	1,5	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	29,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		41,5	43,3	43,1	41,6	39,7	38,2	36,4	34,7	33,0	31,4	29,6
Velaton arvo DCF		41,5										
- Korolliset velat		-1,8										
+ Rahavarat		3,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		42,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,3										

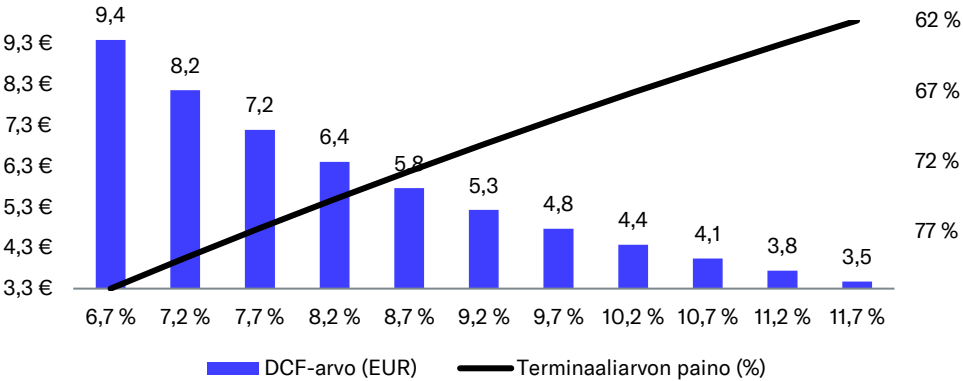
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

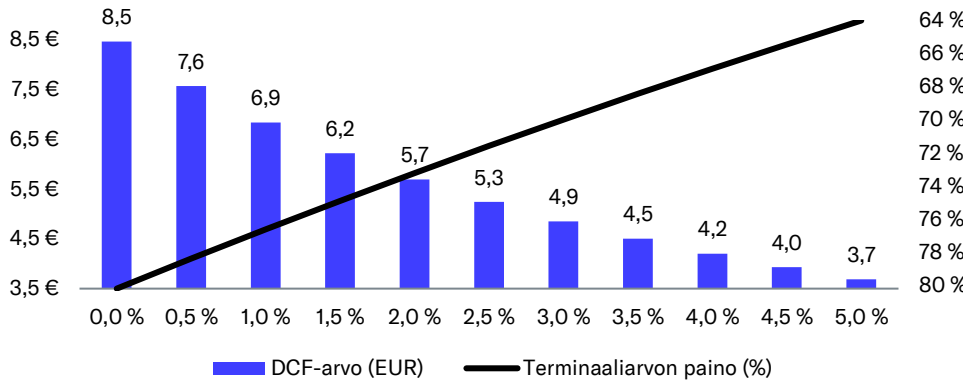


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

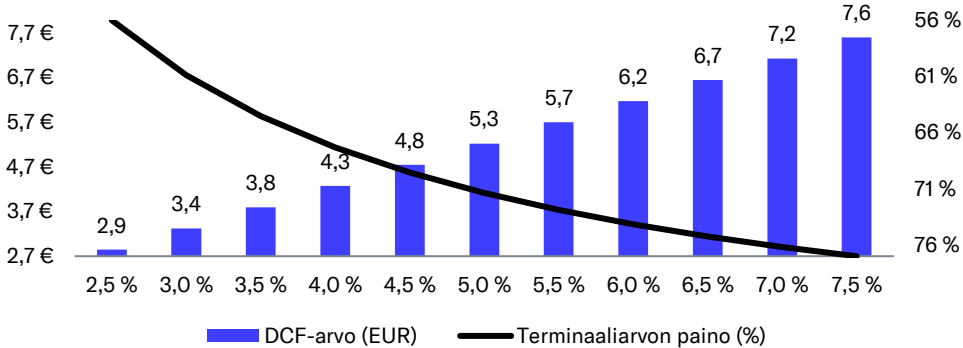
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



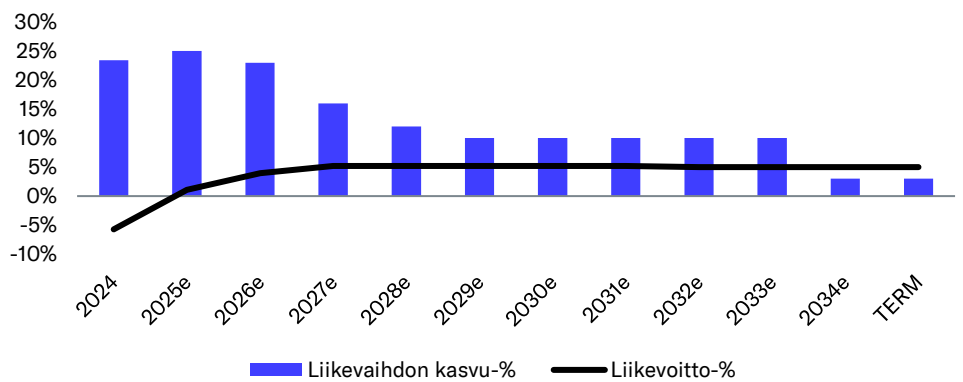
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	16,2	29,0	35,8	44,8	55,1
Käyttökate	0,6	0,2	-0,8	2,0	3,9
Liikevoitto	0,1	-0,5	-2,1	0,5	2,2
Voitto ennen veroja	-0,1	-0,8	-2,7	-0,2	1,6
Nettovoitto	-0,1	-0,8	-2,7	-0,2	1,6
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	24,5	21,2	26,7	32,5	38,2
Oma pääoma	12,9	12,1	9,5	11,3	12,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	-1,4	1,4	-1,2	-0,6	-0,3

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	0,6	0,2	-0,8	2,0	3,9
Nettokäyttöpääoman muutos	-5,4	0,2	6,4	-1,8	-1,8
Operatiivinen kassavirta	-4,8	0,4	5,6	0,2	2,1
Investoinnit	-0,8	-2,9	-2,5	-2,0	-1,9
Vapaa kassavirta	-5,5	-2,6	3,1	-1,8	0,2

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	2,2	1,1	0,8	0,9	0,8
EV/EBITDA	59,3	>100	neg.	21,3	10,9
EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	neg.	85,6	19,4
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	26,2
P/B	2,8	2,4	3,0	3,7	3,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	-0,01	-0,10	-0,35	-0,03	0,20
EPS (oikaistu)	-0,01	-0,10	-0,35	-0,03	0,20
Operat. Kassavirta / osake	-0,62	0,05	0,73	0,02	0,26
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,72	-0,33	0,40	-0,23	0,03
Omapääoma / osake	1,69	1,58	1,24	1,39	1,59
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	10 %	79 %	23 %	25 %	23 %
Käyttökateen kasvu-%	-29 %	-69 %	-530 %	-345 %	97 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-68 %	-582 %	302 %	-124 %	345 %
EPS oik. kasvu-%	-90 %	626 %	231 %	-92 %	-794 %
Käyttökate-%	3,6 %	0,6 %	-2,2 %	4,4 %	7,0 %
Oik. Liikevoitto-%	0,7 %	-1,8 %	-5,7 %	1,1 %	3,9 %
Liikevoitto-%	0,7 %	-1,8 %	-5,7 %	1,1 %	3,9 %
ROE-%	-0,8 %	-6,4 %	-24,5 %	-2,2 %	13,3 %
ROI-%	0,6 %	-3,1 %	-15,0 %	3,8 %	14,3 %
Omavaraisuusaste	52,5 %	57,1 %	35,7 %	34,7 %	33,8 %
Nettovelkaantumisaste	-11,2 %	11,6 %	-12,2 %	-5,7 %	-2,4 %

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 tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa 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 laativeen analyytikon 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 €
24/01/2025	Vähennä	4,30 €	4,61 €
06/02/2025	Vähennä	4,80 €	5,12 €
15/08/2025	Vähennä	4,80 €	5,22 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**