

MERUS POWER

23.02.2026 08.25 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Kasvutarina edennyt kannattavampaan suuntaan

Merus Power on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja saanut merkittävän osuuden sähkövarastomarkkinasta Suomessa. Ala on kilpailtu ja matalakatteinen, mutta skaalan kasvaessa myös operatiivinen kannattavuus parantuu. Kannattavuuskäanteestä ja sähkövarastojen toimitusten kansainvälisestä kasvusta saatiin ensimmäinen vuoden 2025 aikana ja odotamme teemojen vahvistuvan lähivuosina. Pitkän aikavälin kannattavuuden arviointi on vielä toistaiseksi vaikeaa, mikä nostaa arvostusriskiä. EBIT-marginaalin jatkaessa parantumista, voisi osakkeessa olla merkittävää arvonluontipotentiaalia megatrendien tukemalla markkinalla. Toistamme lisää-suosituksen ja 4,7 euron tavoitehinnan.

Sähköteknologiaa kasvaviin markkinasegmentteihin

Merus Power on vuonna 2008 perustettu suomalainen teknologiayhtiö, joka suunnittelee ja tuottaa sähkövarastoja, sähkölaaturatkaisuja ja niihin liittyviä palveluita. Yhtiön molemmat tuotesegmentit pohjautuvat samaan itse kehitettyyn modulaariseen ydinteknologiaan sekä ohjelmistoihin, jotka mahdollistavat helposti räätälöitävät ja suorituskykyiset ratkaisut eri käyttötarkoituksiin. Tuotanto sijaitsee uudella tehtaalla Ylöjärvellä ja on melko pääomakevyttä koostuen lähinnä komponenttien kokoonpanosta ja testauksesta. Lisäksi yhtiön toimittamiin kokonaisuuksiin voi kuulua merkittäviä ostokomponentteja, kuten akkuja ja muuntajia.

Sähkövarastot ovat yhtiön keskeisin kasvusegmentti ja vastasivat vuonna 2025 arviolta 77 % koko liikevaihdosta. Sähkövarastojen kysyntä kasvaa erityisesti uusiutuvan sähköntuotannon vetämänä. Myös sähkölaaturatkaisujen kysyntä kasvaa pitkällä aikavälillä mm. taajuussäädettyjen pumppujen yleistymisen ja terästeollisuuden investointien tukemana. Yhtiö on toimittanut sähkölaaturatkaisujaan yli 70 eri maahan laajan jakeluverkostonsa kautta. Sähkövarastoliiketoiminta on paikallisempaa ja sitä pyritään

laajentamaan Suomesta muualle Eurooppaan yhteistyökumppanuuksien avulla.

Kannattavuus ja liikevaihdon hajauttaminen tarkkailussa

Odotamme yhtiön pystyvän jatkamaan vahvaa kasvukehitystä keskipitkällä jännteellä (liikevaihdon kasvu 2026-30: 13 %/v), joskin arvioimme vuoden 2026 kasvun jäävän yksinumeroiseksi edellisvuoden harppauksen jälkeen. Toistaiseksi valtaosa ennustetusta kasvusta perustuu Suomeen, mutta kasvu voisi yltää selvästi ennusteitamme vahvemmaksi, mikäli yhtiön sähkövarastot osoittautuvat kilpailukykyisiksi myös kansainvälisillä markkinoilla. Yhtiö sai kaksi ensimmäistä sähkövarastotilausta Puolasta 2025 H2:lla. Toinen keskeinen kurssiajuri liittyy kannattavuuteen, joka on tehdasinvestointien ja organisaation nopean kasvattamisen myötä ollut paineessa ennen vuoden 2025 käännettä (EBIT: 0,6 %, parantui 6 %-yksikköä). Sähkövarastoissa katteet ovat matalat (arviolta ~25 %) ja toimialan kestävä pitkän aikavälin EBIT-% on nähdäksemme 5 %:n paikkeilla (esim. Wärtsilä tavoittelee 3-5 % keskipitkällä jännteellä).

Potentiaalia arvoa luovaan kasvuun

Kannattavuuskäanteen ja liikevaihtopohjan kasvun jatkuessa liiketoiminnasta voisi tulla vahvasti arvoa luovaa (ROI 2028e: 16 %). Käyvät tulospohjaiset arvostuskertoimet voisivat olla pitkällä jännteellä selvästi yli pörssin keskitason, mihin vaikuttaa arvonluonnin lisäksi vahva pitkän aikavälin kasvunäkymä. Käyväksi arvioimamme noin 15x EV/EBIT tarkoittaisi vuoden 2028 ennusteilla ~15 %:n vuotuista tuottoa. Myös osakkeen riskitaso on selvästi keskimääräistä korkeampi johtuen kannattavuuden heikosta ennustettavuudesta, riippuvuudesta yksittäisistä suurista sähkövarastojen tilauksista sekä taseen rajallisesta liikkumavarasta. Viimeaikainen suotuista kehitys voisi kuitenkin jatkuessaan vähentää em. riskejä ja mahdollistaa suotuisassa skenaariossa voimakastakin nousuvaraa.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehint:

4,70 EUR

(aik. 4,70 EUR)

Osakekurssi:

4,30 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	54,6	57,9	69,5	80,6
kasvu-%	53 %	6 %	20 %	16 %
EBIT oik.	0,3	1,4	2,8	3,7
EBIT-% oik.	0,6 %	2,3 %	4,0 %	4,6 %
Nettotulos	-1,1	0,2	1,6	2,7
EPS (oik.)	-0,14	0,02	0,19	0,33
P/E (oik.)	neg.	>100	22,6	13,2
P/B	3,5	3,3	2,9	2,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	>100	28,9	14,3	10,5
EV/EBITDA	21,4	14,0	9,0	7,1
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6	0,5

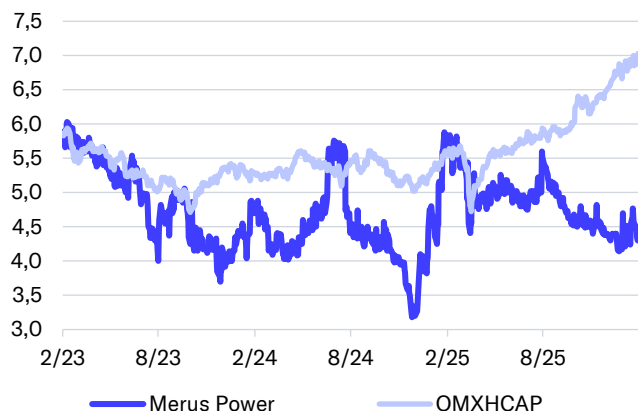
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

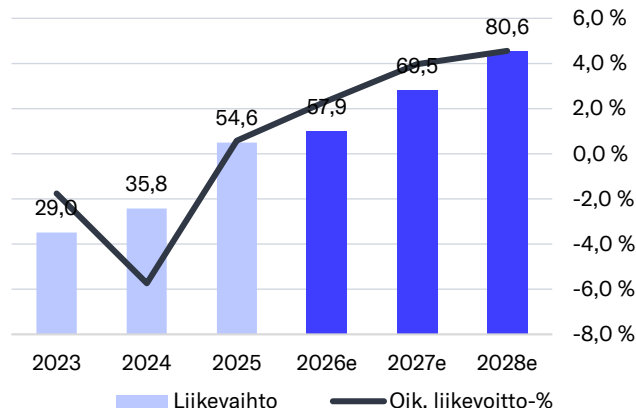
Merus Power arvioi, että vuonna 2026 yhtiön liikevaihto kasvaa vuoteen 2025 verrattuna. Käyttökäteen arvioidaan olevan 2-4 MEUR.

Osakekurssi



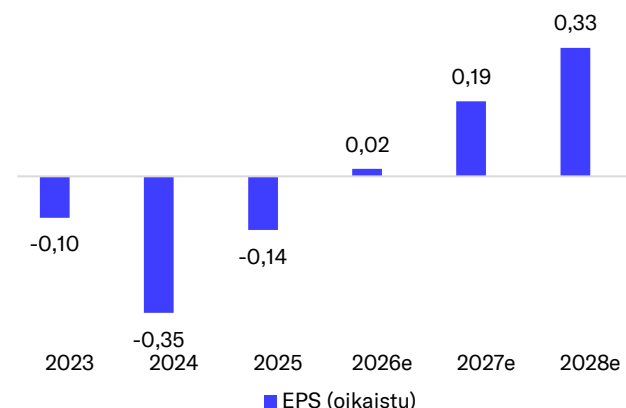
Lähde: Millistream Market Data AB

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	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,30	4,30	4,30
Osakemäärä, milj. kpl	8,22	8,22	8,22
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	39	39	39
P/E (oik.)	>100	22,6	13,2
P/E	>100	22,6	13,2
P/B	3,3	2,9	2,4
P/S	0,6	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	14,0	9,0	7,1
EV/EBIT (oik.)	28,9	14,3	10,5
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	11-16
Sähkönlaaturatkaisut	17-22
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	23-24
Historiallinen tuloskehitys ja taloudellinen asema	25-27
Ennusteet	28-32
Arvonmääritys ja sijoitusprofiili	33-37
Taulukot	38-44
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	45

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Merus Power kehittää sähkölaaturatkaisuja, sähkövarastoja ja palveluita. Yhtiö pyrkii kasvuun myötävaikuttaen samalla kestävään energia-alan murrokseen.

2008

Yhtiön perustamisvuosi

2021

Listautuminen Helsingin pörssin First North -listalle

54,6 MEUR

Liikevaihto 2025 (kasvua 53 % v/v)

1,8 MEUR

Käyttökate (EBITDA) 2025

24,5 MEUR

Tilaukanta 2025 (laskua -18 %)

141

Henkilöstön lukumäärä keskimäärin 2025

Ennen listautumista (-2021)

- Liiketoiminta koostui pääasiassa sähkölaaturatkaisuista
- Sähkölaaturatkaisuissa hajautunut globaali jakelu sekä hyvä kateprofiili
- Ensimmäiset sähkövarastotoimitukset vuonna 2019

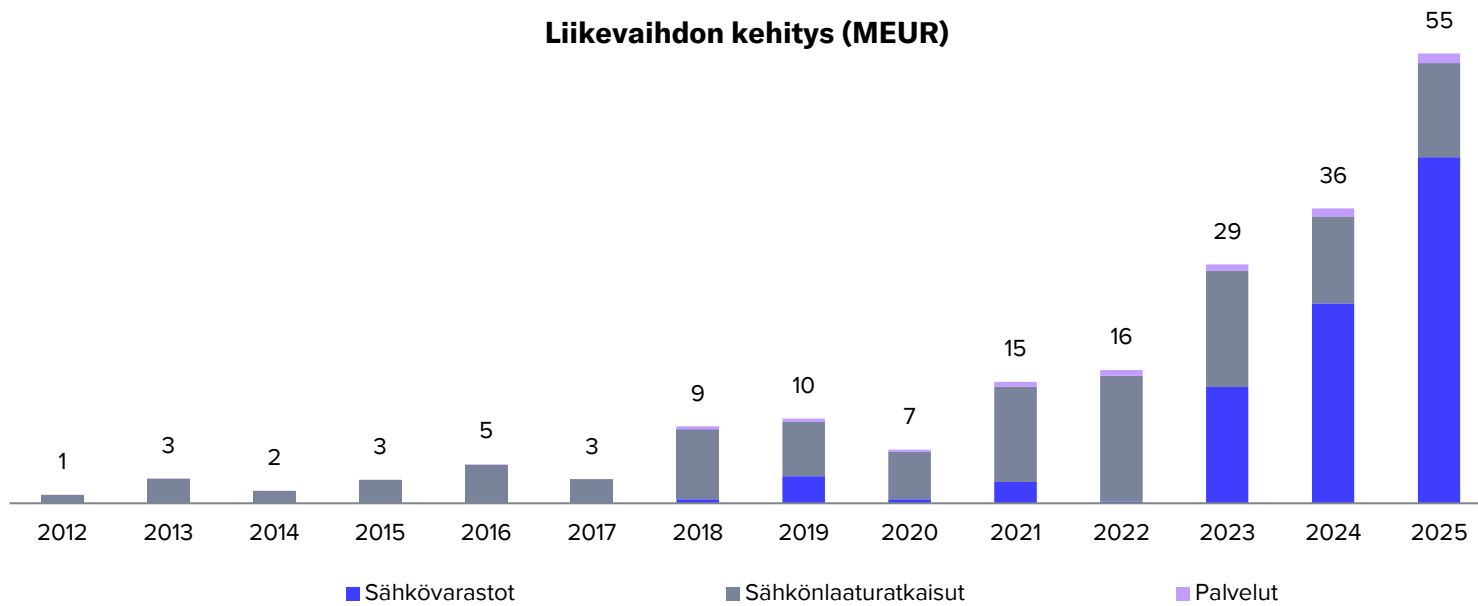
Nopeaa kasvua pörssitaipaleella (2021-25)

- Listautumisen myötä vahvistunut tase mahdollisti uuteen kokoluokkaan siirtymisen sähkövarastohankkeissa
- Tuotantokapasiteetin ja henkilöresurssien voimakas kasvattaminen
- Sähkövarastojen kateprofiili on matala ja alkuvaiheessa tehokkuus ollut epäoptimaalista

Tavoitteena kannattava kasvu (2026-)

- Tavoitteena parantaa kannattavuutta ja kääntää liiketoiminnan rahavirta
- Sähkövarastoliiketoiminnan kansainvälistäminen ja asiakaspohjan hajauttaminen
- Adaptoituminen markkinakasvun uusiin painopisteisiin

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Segmenttijako perustuu Inderesin arvioon

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Merus Power lyhyesti

Merus Power on suomalainen teknologiayhtiö, joka kehittää ja tuottaa sähkövarastoja, sähkönlaaturatkaisuja ja palveluita. Sähkönlaaturatkaisuja on jo vuosia myyty laajalle globaalille asiakaskunnalle. Sähkövarastot, joka on uudempi tuotelinja, on alkuvaiheessa keskittynyt Suomeen, mutta sähkövarastomyyntin kansainvälistäminen on agendalla ja etenee. Yhtiöllä on oma myyntiorganisaatio kotimaassa sekä myyntikonttorit Saksassa, Lähi-Idässä ja Etelä-Amerikassa, mutta muutoin vientimarkkinoilla hyödynnetään yhtiön laajaa jakelukumppaniverkostoa.

Yhtiö perustettiin vuonna 2008 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 2025 yhtiön liikevaihto oli 55 MEUR, mikä vastasi 53 %:n kasvua sähkövarastotoimitusten avittamana. Kannattavuus on vielä ollut nollan tuntumassa (2025 liike-tulos: 0,3 MEUR), mihin on vaikuttanut mm. nopea resurssien kasvattaminen kasvun aikaansaamiseksi. Henkilöstön määrä on kasvanut voimakkaasti listautumisen jälkeen. 2025 yhtiössä työskenteli keskimäärin jo 141 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 17 %:n vuosittaista kasvuvauhtia. Sähkönlaaturatkaisujen markkinan odotetaan kasvavan noin 7 %:n vuosivauhtia vuosien 2025-30 välillä¹.

¹) Lähde: Mordor Intelligence (laajemmin markkinakasvusta sivuilla 13 ja 19)

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 tavoitelluksi osuudeksi strategiakauden loppuun asetettiin 70 %. Yhtiö näyttäisi arviomme mukaan yltäneen suhteellisesti tavoittelemaansa skenaarioon, joskin kokonaisliikevaihto jäänee euromääräisesti hieman tavoitteesta, vaikka kasvu onkin ollut voimakasta.

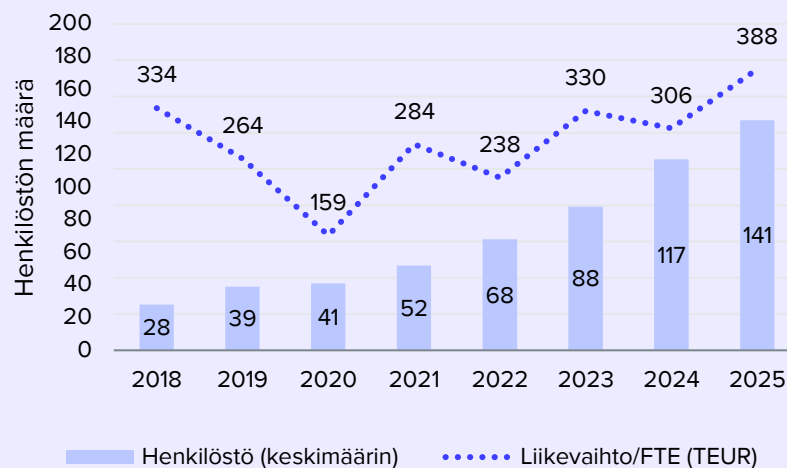
Tavoitteena parantaa kannattavuutta ja rahavirtaa

Strategiakauden alkupuolella yhtiön kannattavuus on ollut matala, mutta yhtiöllä on tavoitteena keskimäärin yli 15 %:n käyttökatemarginaali. Arvioimme toteutettujen kasvupanosten skaalautumisen parantavan kannattavuutta viime vuosia korkeammaksi, mutta samalla näemme esitetyn kannattavuuden tavoitetason varsin kunnianhimoisena. Kannattavuuden kehittyminen on myös osittain riippuvaista yhtiön omista kasvupanostuksista. Kasvua on toistaiseksi rahoitettu listautumisannin varojen lisäksi pienellä 2 MEUR:n osakeannilla (2025) sekä osin myös velalla. Yhtiöllä on vain vähän nettovelkaa (2025 nettovelka: 2,9 MEUR), mutta kasvu aiempaa suuremmissa sähkövarastohankkeissa sitoo merkittävästi käyttöpääomaa. Voimakkaan kasvun jatkaminen voisi edellyttää taseen vahvistamista myös tulevaisuudessa riippuen mm. yhtiön kannattavuuskehityksestä ja yhtiön tavoittelemien sähkövarastohankkeiden maksuehdoista.

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 samaan teknologiaytimeen perustuvia ratkaisuja historiansa aikana. Myös sähkövarastojen tehoelektronikassa hyödynnetään samankaltaista teknologiaa kuin sähkönlaaturatkaisuissa, mikä osaltaan tukee strategista logiikkaa, miksi Merus Power on halunnut laajentaa liiketoimintaansa kasvavaan sähkövarastosegmenttiin.

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

Sähkövarastoliiketoiminnassa yksittäiset tilaukset ovat jopa kymmeniä miljoonia euroja 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. Tässä liiketoimintamallissa etuna on, että toimituskokonaisuus on

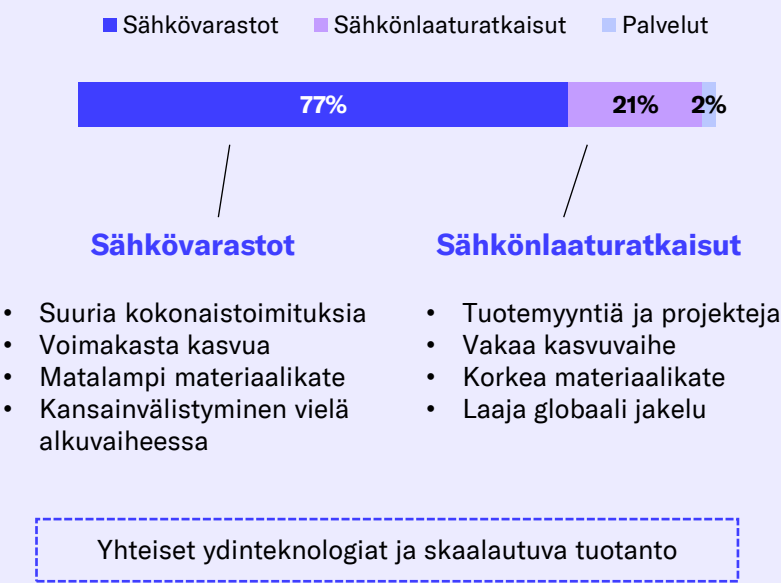
rajattu ja sisältää lähinnä yhtiön omaa ydinteknologiaa, jolloin riskit kustannusylitysten osalta ovat matalat.

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 liittyvää riskiä. Vaikka yksittäiset sähkövarastotoimitukset ovat kooltaan Merus Powerin näkökulmasta suuria, ovat ne kuitenkin markkinan kontekstissa pienempää tai keskisuurta kokoluokkaa. Tässä kokoluokassa (noin 5-30 MEUR) arvioimme yhtiön teknologisen asiantuntemuksen nousevan esiin ja tukevan kilpailukykyä verrattuna esimerkiksi pienimpiin yritys- ja kuluttajasegmentin toimituksiin (0-2 MEUR). Yhtiön vahvuudet eivät myöskään ulotu kaikkein suurimpiin, jopa satojen miljoonien eurojen projekteihin, joissa globaalit yhtiöt kilpailevat hankintojen tehokkuudella.

Oma teknologia kilpailukyvyyn ytimessä

Merus Powerin kilpailukyky perustuu yhtiön itse kehittämään teknologiaan, jota se pystyy hyödyntämään skaalautuvasti tuotteissaan. Yhtiön teknologian mekaaninen osuus perustuu erityisesti tehoelektronikkamoduulien 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 tehoelektronikan ominaisuuksien, kuten nopeuden ja tehotiheyden olevan erittäin kilpailukykyiset, mutta teknologiaa tulee kehittää jatkuvasti kilpailukyvyyn säilyttämiseksi.

Liikevaihdon jakauma¹



1) Perustuu Inderesin arvioon (2025).

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Tuotanto koostuu kokoonpanosta ja testauksesta, sähkövarastoihin liittyy myös alihankittuja elementtejä

Merus Powerin tehoelektroniikka ja kontrolliyksiköt valmistetaan Ylöjärven tehtaalla. Kokoonpanolinjasto kokoa tuotteet hankituista komponenteista, minkä jälkeen tuotteet testataan perusteellisesti ennen toimitusta määränpäähän. Suuremman kokoluokan tilauksissa lähetetyt tuotteet asennetaan määränpäässä kaappeihin ja yhdistetään kontrolliysikköön. Asennus on tyypillisesti ulkopuolelta ostettu palvelu. Asennuksen jälkeen Merus Powerin työntekijät suorittavat käyttöönottotarkastuksen ja tuote voidaan lopullisesti luovuttaa asiakkaalle.

Sähkövarastoissa käytettävät akut hankitaan globaaleilta toimittajilta ja toimitetaan suoraan asennuskohteisiin. Avaimet käteen –tyyppisissä sähkövarastoprojekteissa Merus Power teettää myös tarvittavat rakennustyöt ja projektinhallinnan pääasiassa alihankkijoiden kautta.

Tehtaassa tapahtuvat tuotanto-operaatiot ovat pääosin ennustettavia ja tehokkaita. Mahdolliset yllätykset tai haasteet toimituksissa voivat liittyä toisinaan komponenttien saatavuuteen, uuden kokoluokan toimituskokonaisuuksiin tai uusille markkinoille laajentumiseen. Esimerkiksi ensimmäisen suuremman kokoluokan sähkövarastohankkeen (20 MEUR) toimitus viivästyi vuonna 2024 suunnitteluhaasteiden vuoksi, mutta seuraavat vastaavat toimitukset ovat onnistuneet tavoitteiden mukaisesti, mikä kuvastaa oppimisen ja toistojen merkitystä liiketoiminnan tehokkuudelle.

Käytössä uudet modernit tilat

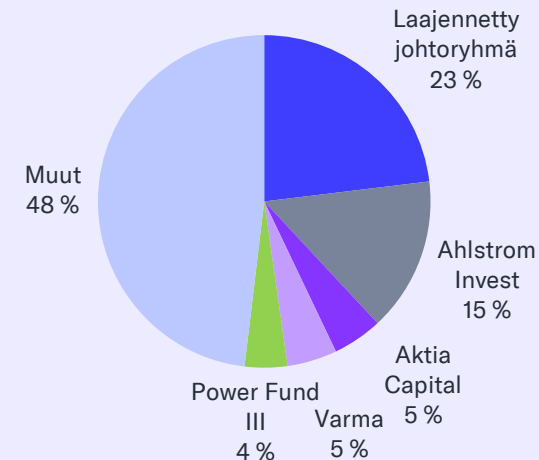
Yhtiö muutti moderneihin Ylöjärvellä sijaitseviin 4700 neliömetrin tiloihin syksyn 2023 aikana. Tilat ovat lähes

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 ovat mahdollistaneet tuotannon tehokkaamman järjestämisen ja tarjoavat kapasiteettia liikevaihdon moninkertaistamiseen jopa 100 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.

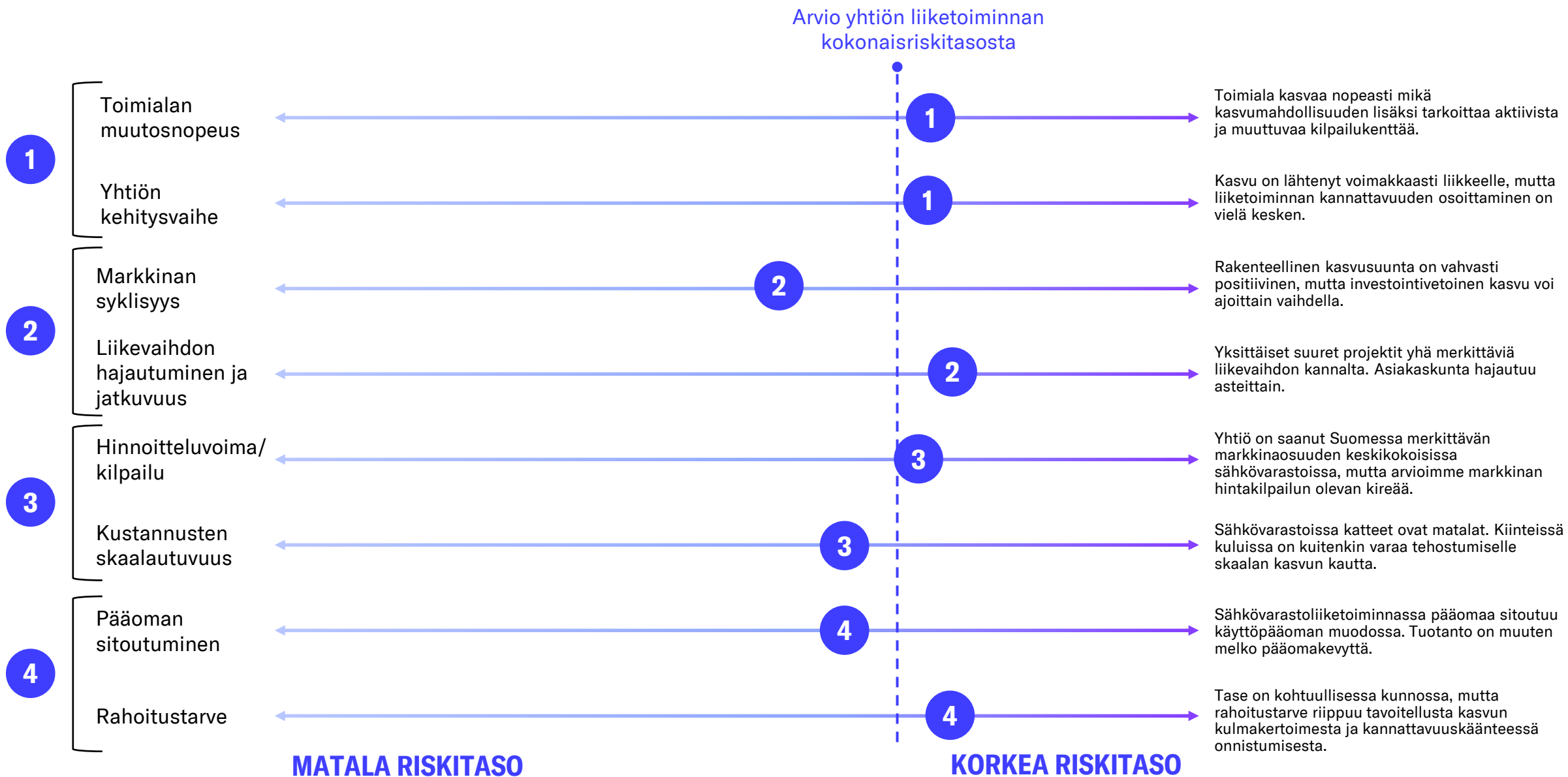
Omistajissa mukana johtoa, instituutioita ja piensijoittajia

Yhtiön pitkäaikainen toimitusjohtaja ja yksi perustajista Kari Tuomala on yhtiön suurin osakkeenomistaja 18,2 %: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, Varma ja Aktia Capital. Yhtiöllä oli vuoden 2025 lopussa yhteensä 4597 osakkeenomistajaa.

Osakkeenomistajat¹



Liiketoiminnan riskiprofiili



Yhtiön rooli arvoketjussa



- Metallien ja muovien tuottajat

- Elektroniikka-teollisuus
- Akkuteollisuus

Toimitusketjun hinnoitteluvoima riippuu markkinatilanteesta, kuten raaka-aineiden hinnan sekä kysynnän vaihteluista



Sähkönlaaturatkaisut

Jakelu pääosin yhteistyökumppanien kautta

- Jälleenmyyjät
- Integraattorit
- OEM-valmistajat
- Oma suoramyynti Suomessa
- Myynnin perustaminen Saksaan

- Ratkaisutoimittaja
- Tärkeimpiä kilpailutekijöitä teknologinen suorituskyky ja kustannustehokkuus
- Asiakkaat teknisesti sofistikoituneita
- Jakelukumppanit ja integraattorit saavat osan lisäarvosta

Sähkövarastot

Suoramyynti tai yhteistyömalli

- Suomessa ja Pohjoismaissa oma suoramyynti
- Eurooppaan suuntautuissa projekteissa tarvitaan paikallinen yhteistyökumppani

- Järjestelmätoimittaja
- Mahdollisuus kilpailla teknologisella asiantuntijuudella ja elinkaarikustannuksilla
- Asiakkaat haluavat valmiin lopputuotteen ja ylläpitopalveluita
- Arvonluontipotentiaalia, mutta myös projektinhallinnan tuomat riskit

Sähkövarastot 1/6

Sähkövarastot ovat nousseet Merus Powerin liikevaihdollisesti suurimmaksi tuotesegmentiksi listautumisestaan seuranneen strategisen muutoksen johdosta. Arvioimme sähkövarastoliiketoiminnan tuottaneen liikevaihtoa noin 42 MEUR vuonna 2025 eli jopa 77 % yhtiön kokonaisliikevaihdosta. Sähkövarastomarkkina kasvaa vahvasti pitkällä aikavälillä uusiutuvan energiamurroksen vetämänä. Investointivetoisen markkinan kysyntä voi kuitenkin ajoittain vaihdella kysynnän ja tarjonnan lakien mukaisesti.

Yhtiön ydinteknologialla tärkeä rooli sähkövarastoissa

Sähkövarastojen tärkeintä teknologiaa ovat Merus Powerin kehittämät ja valmistamat verkkoinvertterit, säätö-, suojaus- ja kaupankäyntiohjelmit. 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, sähkönsäilövarmistamisen ja sähköverkon jännitteen tukemisen häiriötilanteissa. 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.

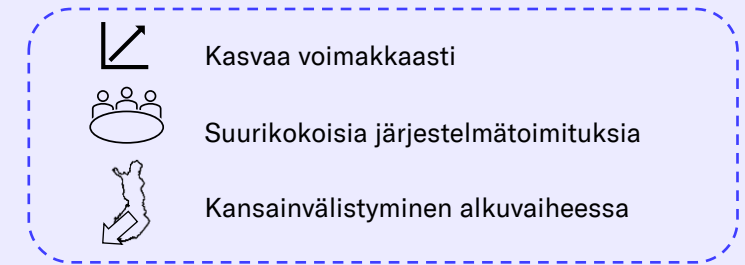
Yhtiön sähkövarastojen kotimaisuusaste on ollut tyypillisesti noin 40–60 %. Kotimaisuusasteeseen ja oman teknologian osuuteen vaikuttaa merkittävästi kuinka korkea tehonpurkunopeutta asiakas kaipaa, sillä hitaammissa tehonpurkunopeuksissa ulkoa hankittavien akustojen osuus korostuu. Konttiratkaisut, verkkoinvertterit ja

ohjausjärjestelmät valmistetaan Ylöjärvellä pääosin suomalaisista ja eurooppalaisista komponenteista. Akut tulevat tyypillisesti Aasiasta.

Liikevaihto muodostuu pääosin suurista toimituksista

Merus Powerin tuottamien sähkövarastojen teho on toistaiseksi vaihdellut noin megawattista kymmeniin megawatteihin ja toimitusten arvo yltänyt jopa 20 MEUR asti. Yhtiön toimittamien sähkövarastojen kokoluokka on ollut nousevalla trendillä sekä teholla ja kapasiteetilla että euromäärällä mitattuna. Yhtiö toimii markkinalla pienten ja keskikokoisten sähkövarastojen segmentissä, mutta sen omaan kokoon peilattuna yksittäisten projektien mittaluokka on suuri. Liikevaihto on siten keskittyneempää ja vuotuinen kehitys riippuvaisempaa yksittäisten tilausten ajoituksesta verrattuna esimerkiksi sähkönsäilövarastojen tuotemyyntiin. Samalla suuret sähkövarastotoimitukset mahdollistavat liikevaihdon ja tehoelektroniikkatuotannon volyymin nopean kasvattamisen.

Yhtiön sähkövarastotoimituksissa on jonkin verran vaihtelua sisältökokonaisuuksien osalta. Välillä yhtiö toimittaa vain itse sähkövarastoteknologiaa (kuvattu oikeassa sivupalkissa) ja välillä kokonaisvastuullisia avaimet käteen – toimituksia, joihin kuuluu mm. sopivan tontin tarjoaminen, luvutukset ja ympäröivän infrastruktuurin rakennuttaminen. Yhtiö on kartoittanut ja varannut sähkövarastoille soveltuvia tontteja Suomesta kantaverkkoyhteyksien varrelta pystyäkseen tarjoamaan potentiaalisille asiakkaille mahdollisimman valmiita ja pitkälle kehitettyjä investointimahdollisuuksia.



Merus Power integroi sähkövarastoihin sekä omaa että alihankintana tuotettua teknologiaa¹

Omaa teknologiaa

Invertterit



Ohjaus- ja suojausjärjestelmät



Kaupankäyntiohjelmit ja analytiikka



Alihankitut elementit



Akustot



Infrastruktuuri ja rakentaminen



Muuntajat

Sähkövarastot 2/6

Sähkövarastoissa suhteellinen katetaso on ohut

Sähkövarastojen suhteellinen katetaso on rakenteellisesti matalampi kuin sähkönlaaturatkaisuissa, sillä akkujen osuus toimitusten arvosta on merkittävä ja nämä eivät ole Merus Powerin itse kehittämää teknologiaa. Arvioimme yhtiölle nykyisin tyypillisessä 20 MEUR:n mittaluokassa toimitusten bruttokatetason vaihtelevan välillä 20-30 %. Ohut kateprosentti tarkoittaa, että kannattavan liiketoiminnan harjoittaminen vaatii riittävää volyymiä ja tehokasta hankkeiden toteuttamista. Riski toteutushaasteille korostuu uuden kokoluokan hankkeisiin siirryttäessä (kuten ensimmäisen 20 MEUR varaston kohdalla vuonna 2024) sekä laajentuessa uusille markkinoille. Toistojen ja oppimisen myötä toiminnan tehokkuus parantuu.

Palvelut ja ohjelmistot tukevat kokonaiskilpailukykyä

Merus Power tarjoaa sähkövaraston elinkaaren aikana asiakkailleen huolto- ja tukipalveluita sekä kaupankäyntiohjelmistojä 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. taajuudensäättömarkkinaan osallistumisessa mahdollisimman kannattavasti.

Huolto- ja tukipalvelut ovat lähes poikkeuksetta osa yhtiön sähkövarastotoimituksia. Kaupankäynnin ja analytiikan palveluita on alettu tarjoamaan myöhemmin, vuodesta 2024, ja näitä on toistaiseksi saatu myytyä vasta muutamaaan pienikokoisempaan sähkövarastohankkeeseen (Sallila Energia ja Herrfors). Suoran palveluliikevaihdon lisäksi talon sisäisestä sähkömarkkinoiden analytiikkaosaamisesta voidaan saada arvoa esimerkiksi myyntineuvotteluissa.

Kansainvälistyminen lähtenyt käyntiin Puolasta

Sähkövarastoliiketoiminnan alkuvaiheessa kaikki Merus Powerin toimitukset ovat kohdistuneet Suomeen. Yhtiö on kuitenkin työstänyt viime vuodet laajentumista uusille markkina-alueille ja onnistuikin tässä vuoden 2025 jälkipuoliskolla saadessaan kaksi toimitussopimusta Puolaan, eri asiakkaille. Yhtiö jatkaa laajentumistyötä uusilla markkinoilla ja pyrkii ketterästi tunnistamaan itselleen soveltuvat kohdemarkkinat - sen sijaan että rakentaisi pysyviä myyntikanavia yksittäisiin ennalta valittuihin maihin.

Toimitusten kohdistuessa Suomen ulkopuolelle Merus Power tarvitsee paikallisen kumppanin, joka pystyy järjestelemään regulaatioon ja rakentamiseen liittyviä seikkoja sekä toimimaan kokonaisvastuullisena toimittajana asiakasrajapinnassa. Suomen ulkopuolella Merus Powerin rooli on pääsääntöisesti toimia teknisenä ratkaisutoimittajana, mikä rajaa jossain määrin riskejä mm. kustannusylityksiin liittyen.

Uusien markkinoiden voittaminen hajauttaisi riskejä

Sähkövarastotoimitusten laajentaminen Suomen ulkopuolelle tukee kasvua ja hajauttaa maakohtaisia riskejä. Suomen sähkövarastomarkkina on ollut Euroopan mittakaavassa edistyskellinen, mutta investointivetoinen kysyntä voi tulevaisuudessa hidastua tai vaihdella asennetun kapasiteetin voimakkaan kasvun jälkeen. Monet potentiaaliset kohdemaat, kuten Puola, ovat aikaisemmassa kehitysvaiheessa, jolloin niiden tulevaisuuden kasvupotentiaali voisi olla selvästi Suomea korkeampi. Kynnys vahvan kilpailuaseman saavuttamiseen Suomen ulkopuolella on kuitenkin merkittävä, sillä Merus Power ei pysty ulkomailla hyödyntämään kokonaisvaltaisia kyvykkyyksiään samalla tavoin kuin Suomessa (esim. tonttien hankinta, hankekehitys, palvelut).

Tiedotetut sähkövarastojen toimitussopimukset

Asiakas	Käyttöön- otto	Kohdema	Akuston kapasiteetti (MWh)	Teho (MW)
LEMENE	2019	Suomi	1,3	1,6
TuuliWatti	2019	Suomi	6,0	6,0
Lidl	2019	Suomi	1,6	2,6
S-Ryhmä	2021	Suomi	2,0	2,0
Elenia	2024	Suomi	1,2	1,2
Helen	2024	Suomi	0,3	0,3
Taaleri Energia	2024	Suomi	36	30
Sallila Energia	2025	Suomi	1,7	1,7
Herrfors	2025	Suomi	7,0	7,0
eNordic ¹	2025	Suomi	40	38
Alpiq	2025	Suomi	36	30
Enertia	2025e	Suomi	10	10
Ardian	2026e	Suomi	30	30
Enea Operator	2026e	Puola	8,0	8,0
Podkowa	2026e	Puola	9,0	2,0
Exilion	2026e	Suomi	66	30
Neve (Rovaniemi)	2026e	Suomi	80	30

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

Sähkövarastot 3/6

Sähkövarastomarkkina kasvaa voimakkaasti

Kysyntä sähkövarastointiratkaisuille on ollut viime vuosina globaalisti voimakkaassa nosteessa ja toimialan kasvun ennustetaan olevan ripeää myös pitkällä aikavälillä. Rystad Energyn ja SEB:n arvion mukaan uudet asennukset Euroopan sähkövarastokapasiteettiin ylsivät 31 GWh:iin vuonna 2025 ja kasvavat 84 GWh:iin 2030 mennessä, mikä tarkoittaisi vuositason keskimäärin 22 %:n kasvua uuden kapasiteetin asennuksiin. Asennusmäärien kasvu tukee markkinan euromääräistä kokoa, mutta akkuteknologian hintojen lasku sekä siirtymä matalampiin tehonpurkunopeuksiin puolestaan laskevat sähkövarastojen toimittamisesta syntyvää liikevaihtoa asennettua kapasiteettia kohden. Mordor Intelligencen arvion¹ mukaan markkinan arvon kasvu olisi noin 17 %/v vuosien 2025-30 välillä.

Uusiutuva energia tärkein veturi sähkövarastoille

Tärkein ajuri sähkövarastojen kysynnän kasvulle liittyy energiamarkkinoiden murrokseen, jossa perinteisiä vakaita, mutta saastuttavia energiantuotantomuotoja korvataan puhtailla, mutta tuotantomääriltään vaihtelevilla teknologioilla, kuten tuuli- ja aurinkovoimalla. Uusiutuva energia on tuotantokustannuksiltaan fossiilisia muotoja halvempaa, mikä on johtanut investointien voimakkaaseen kasvuun viime vuosina. Myös sähkövarastojen ja muiden joustoa tarjoavien teknologioiden kehittyminen ja halpeneminen osaltaan tukevat uusiutuvan energian investointeja. Investoinnit uusiutuvaan energiaan kuitenkin vaihtelevat ajoittain mm. sähkön hintakehityksen, rahoituskustannusten ja poliittisen päätöksenteon mukana.

1) Europe Energy Storage Systems Market Size & Share Analysis

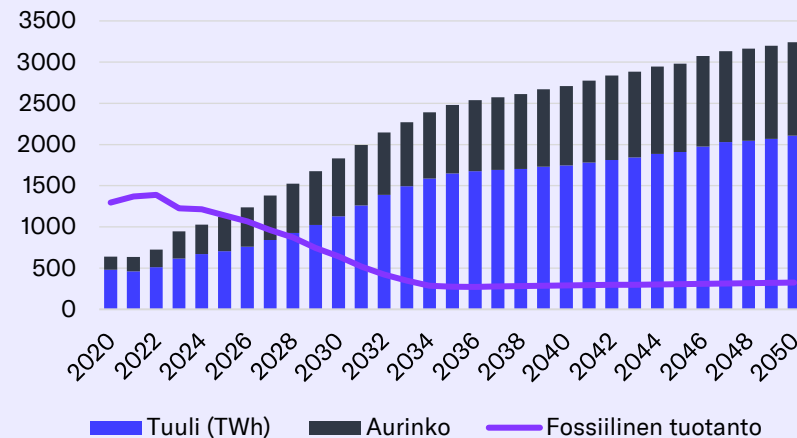
Sähkövarastoille on useita käyttökohteita, mutta taajuudensäätömarkkina on toistaiseksi korostunut

Yhtiön asiakkaat hankkivat sähkövarastoja monista syistä, joista keskeisin viime vuosina Suomessa on ollut taajuudensäätömarkkinaan osallistuminen. Lisäksi sähkövarastoja voidaan hyödyntää mm. energiakaupankäyntiin, varavoiman hankkimiseen, tehonkäytön optimointiin mikroverkossa sekä uusiutuvan energian tuotannon mahdollistamiseen ja integroimiseen sähköverkkoon.

Vuosina 2023-25 neljässä viidestä yhtiön suurimmista sähkövarastojen tilauksista tehonpurkunopeus on ollut 1 tunti, mikä tarkoittaa että ne ovat soveltuneet erityisesti taajuudensäätömarkkinalle verkon nopeaan tasapainottamiseen. Vuoden 2025 aikana taajuudensäätömarkkinan tuotot ovat kuitenkin laskeneet ja sijoittajat ovat alkaneet varautumaan akkuvarastojen rakentamisessa myös muihin ansaintamalleihin kuten sähkön päiväkauppaan. Tämä on tarkoittanut että vuoden 2025 aikana pidempiä tehonpurkunopeuksia omaavien sähkövarastojen (2-4 tuntia) suosio on kasvanut. Akkujen hintojen lasku on osaltaan tukenut siirtymää suuremman akkukapasiteetin sähkövarastoihin.

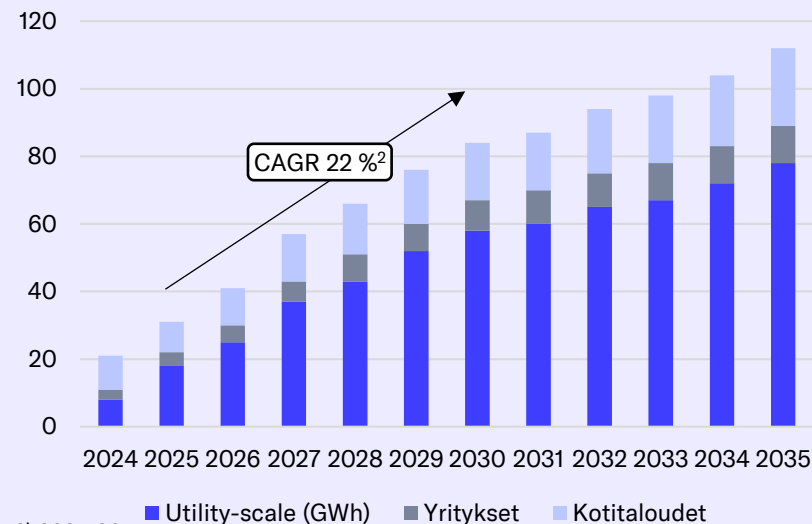
Merus Power on historiassaan toimittanut myös useita pienen mittakaavan sähkövarastoja, joissa on ollut osittain kyse asiakkaiden halusta kokeilla sähkövarastojen soveltuvuutta tiettyihin uudentyyppisiin käyttötarkoituksiin. Esimerkiksi Elenian kanssa on toteutettu pilottiratkaisu, jossa sähkövarastoa käytetään sähkönjakelun turvaamiseen haja-asutusalueilla. Helen on puolestaan tilannut Merus Powerilta pienen sähkövaraston tutkiakseen mahdollisuutta vahvistaa vesivoimalaitosten säätövoimakäyttöä taajuudentuennassa kiristyvien teknisten vaatimusten keskellä.

Sähkön tuotanto Euroopassa



Lähde: Bloomberg NEF

BESS-kapasiteetin lisäykset Euroopassa



2) 2025-30e.

Lähde: Rystad Energy ja SEB

Sähkövarastot 4/6

Ansaintamalleissa markkinakohtaisia eroja

Sähkövarastojen tyypillisissä ansaintamalleissa on suurta vaihtelua Euroopan sisällä. Eri ansaintamalleja voidaan hyödyntää osin rinnakkain ("revenue stacking"), mikä auttaa sähkövarastojen omistajia maksimoimaan ja hajauttamaan tuottoja.

Esimerkiksi monissa Pohjois-Euroopan maissa teollisen mittakaavan sähkövarastojen tärkein ansaintamalli on osallistuminen sähköverkkoa tasapainottaviin markkinamekanismeihin, kuten Suomessa Fingridin taajuudensäätömarkkinaan. Samankaltaista markkinaa ollaan myös käynnistämässä esimerkiksi Puolassa. 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 Euroopan tasolla laajasti tarjolla oleva ansaintamalli sähkövarastojen omistajille, joskaan ei Suomessa merkittävä. Näissä valtiolliset toimijat maksavat sähkövaraston rakentajalle pitkäaikaisiin, esimerkiksi 15 vuoden mittaisiin sopimuksiin perustuen. Kapasiteettimaksut tyypillisesti kilpailutetaan huutokauppanettelyllä.

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

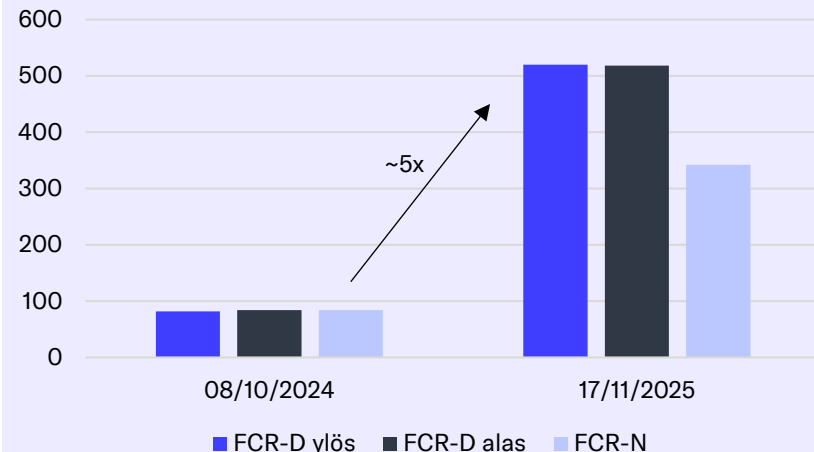
Uutta kapasiteettia rakennettu Suomeen nopeasti

Suomessa taajuudensäätömarkkinan tarjoamat tuotot ovat olleet viime vuosina ajoittain erittäin korkeita, minkä seurauksena markkinalle on rakennettu nopeasti paljon sähkövarastokapasiteettia. Fingridin reservimarkkinoilla on useita eri markkina-alasegmenttejä, joista sähkövarastoille tuottoisimpia ovat olleet nopeaa vastetta edellyttävät FCR-D ja FCR-N. Näille markkinoille soveltuvan sähkövarastokapasiteetin määrä on moninkertaistunut reilun vuoden aikana, mikä on painanut taajuudensäätömarkkinan tuottoja kohti kestävämpää tasoa. Myös kysyntä taajuudensäätömarkkinoilla kasvaa uusiutuvan energian tuotannon kasvun myötä, mutta vauhti on kuitenkin hitaampi verrattuna viime vuosien kasvuun sähkövarastokapasiteetin tarjonnassa.

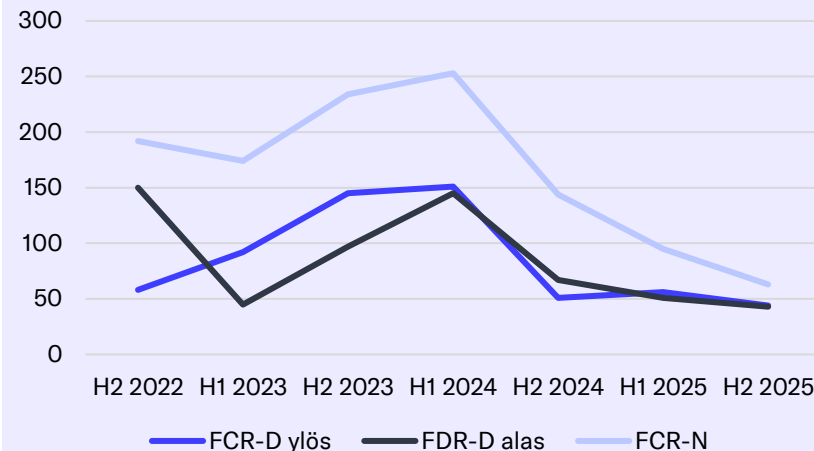
Taajuudensäätömarkkinan tuottojen lasku on myös syynä siihen, että sijoittajat ovat alkaneet rakentaa sähkövarastoista aiempaa hitaampia, jolloin korkeampaa suhteellista akkukapasiteettia voidaan hyödyntää esim. sähkön tukkukaupassa. Arvioimmekin sähkövarastojen ansaintalogiikan painopisteen siirtyvän pitkällä aikavälillä entistä enemmän kohti sähkön hintaan pohjautuvaa arbitraasia, jonka houkuttelevuuteen vaikuttaa erityisesti sähkön markkinahinnan lyhyen aikavälin vaihtelu. Sähkövarastoilla voidaan melko tehokkaasti tasata korkeimpia päivänsisäisiä hinnanvaihteluita.

Sähkövarastot eivät ole ainoa teknologia taajuudensäätömarkkinoilla vaan kilpailevat mm. vesivoiman ja teollisuuden kulutusjouston kanssa. Kilpailevien teknologioiden kokonaiskapasiteetin kasvu ei kuitenkaan ole ollut viime aikoina merkittävää. Pidämme vesivoimaa potentiaalisesti laskevana teknologiana ja kulutusjoustoja puolestaan kasvavana.

Sähkövarastokapasiteetti Fingridin taajuudensäätömarkkinoilla



Tuotto taajuudensäätömarkkinoilla (TEUR per MW kapasiteettia per 6kk jakso)¹



1) Oletus 100% käyttöaste kyseisissä markkinoissa. Ei huomioi eri markkinoiden välisellä optimoinnilla saatavia lisätuloja.

Sähkövarastot 5/6

Kilpailuympäristö

Suurimmat globaalit toimijat keskittyvät eri kokoluokkaan

Sähkövarastomarkkinalla toimii sekä suuria monikansallisia yhtiöitä että pienempiä erityisesti sähkövarastoihin ja sähköverkkoratkaisuihin keskittyneitä keskikokoisia ja pienempiä toimijoita. Suuret monikansalliset yhtiöt ovat keskittyneet tuottamaan vakioituja sähkövarastoratkaisuja pääomaintensiivisiin suuren kokoluokan hankkeisiin, joissa integraattorit yleisesti kilpailevat brändillä, kokonaistoimituksella, hankintaorganisaatiolla ja erityisesti hinnalla. Monet suuren mittakaavan yhtiöt eivät edes toimi Suomessa vaan keskittyvät suurempiin markkinoihin ja suurempaan projektikokoluokkaan, mitä Suomessa on totuttu näkemään.

Merus Power tekee pienempiä, mutta kuitenkin utility-mittakaavan hankkeita

Merus Power lukeutuu pienemmän kokoluokan toimijoihin, joihin kuuluvat sen lisäksi esimerkiksi eurooppalaiset yhtiöt Alfen, Intilion ja Leclanché. Tämän kokoluokan yhtiöiden kilpailukyky perustuu teknologiseen ja paikalliseen 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. Paikalliset verkkoonliityntävaatimukset vaihtelevat maittain, mikä rajoittaa eri toimijoiden maantieteellistä laajentumista ja jättää luontaisesti tilaa paikallisille toimijoille.

Kaikkein pienimmät varastot asia erikseen

Oma lukunsa markkinalla ovat erittäin pienikokoisten sähkövarastojen toimittajat, jotka tyypillisesti myyvät

Kiinasta tuotua valmista teknologiaa mm. yrityksille tai kuluttajille. Merus Power ei toimi aktiivisesti kyseisessä segmentissä, vaikkakin se on aiemmin historiassa toimittanut joitakin pieniä sähkövarastoja yrityskäyttöön.

Merus Powerin kilpailukyky syntyy erikoistumisesta ja omasta teknologiasta

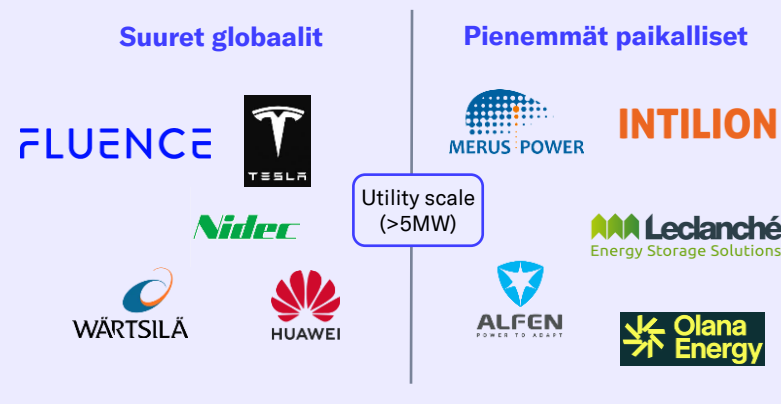
Arviomme mukaan Merus Powerin kilpailukyky sähkövarastoissa tukee sen teknologinen osaaminen tehoelektroniikan ja ohjausjärjestelmien osalta. Yhtiö valmistaa itse tehoelektroniikan sekä ohjausyksiköt, jolloin sen kilpailukyky on parhaimmillaan hankkeissa, joissa tehon suhde kapasiteettiin on korkea. Sen kyky yhdistää sähkövarastot ja sähkönlaaturatkaisut yhdeksi kokonaisuudeksi parantaa tuotteiden yhteensopivuutta ja vähentää mahdollisia toiminnallisia häiriöitä esimerkiksi sähkönsyötön osalta.

Yhtiöllä on myös vahva tuntemus Fingridin verkkoonliityntävaatimuksista ja kyky täyttää vaatimukset, mistä esimerkkinä että yhtiö rakensi ensimmäisen pohjoismaissa toimivan grid-forming -periaatteella toimivan sähkövaraston. Kyseinen ominaisuus on tulossa pakolliseksi kaikille säätömarkkinoilla toimiville sähkövarastoille.

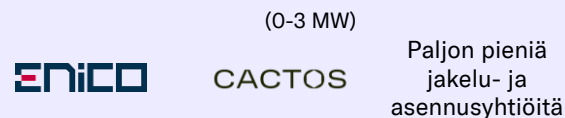
Tulevaisuudessa mahdollisuus kehittyä suuremmankin skaalan toimittajaksi

Merus Powerinkin teknologiaa voidaan skaalata eri kokoluokkiin, jolloin samaa teknologiaa voitaisiin periaatteessa hyödyntää suuremmissakin hankkeissa. Pienenä yhtiönä sen on kuitenkin vaikeaa saavuttaa riittävää skaalaa (ja siten kustannuskilpailukykyä) hankinnoissa, ollakseen kilpailukykyinen suuren mittakaavan (>100 MWh) sähkövarastoissa. Myös käyttöpääoman rahoitus voisi muodostua pullonkaulaksi yhtiön nykyisessä tilanteessa.

Kilpailukenttä sähkövarastoliiketoiminnassa



Kotimaisia yritys- ja kuluttajakokoluokan jakelijoita



Sähkövarastot 6/6

Yhtiön brändi ja jakeluorganisaatio eivät ole sähkövarastojen osalta vielä samalla tasolla suurempien kilpailijoiden kanssa Suomen ulkopuolella. Sähkövarastomarkkinan kasvun ollessa vielä alkuvaiheessa pidämme mahdollisena, että Merus Power pystyy kehittämään edellä mainittuja heikkouksia ja parantamaan sen globaalia kilpailukykyä sähkövarastomarkkinalla keskipitkällä aikavälillä.

Toimiala tähtää kannattavuuteen

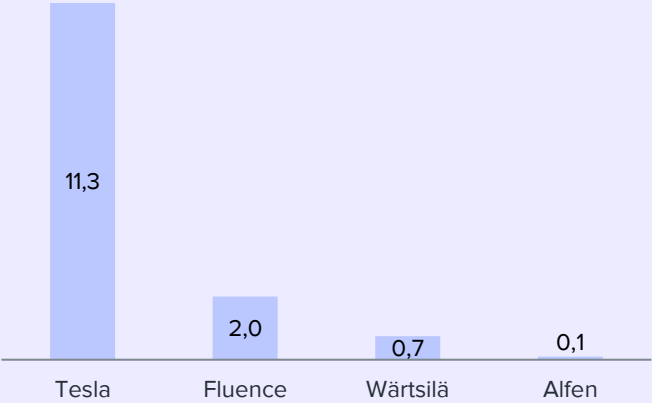
Nopeasti kehittyvällä sähkövarastomarkkinalla on nähty viime vuosina erilaisia käännteitä mm. makrotalouden ja geopolitiikan myötä. Vielä koronapandemian aikaan institutionaalisetkin sijoittajat arvostivat kasvuhakuisuutta, mikä kiristi hintakilpailua. Vuodesta 2023 kannattavuuden painoarvo yhtiöiden strategioissa on kasvanut, millä on arviomme mukaan myös ollut hintatasoa tervehdyttävä vaikutus markkinalla. Esimerkiksi Fluence ja Wärtsilä ovat raportoineet positiivisia operatiivisia liikutuloksia vuodelta 2024, joskaan positiivinen trendi kyseisten verrokkiyhtiöiden kannattavuudessa ei ole jatkunut vuoden 2025 aikana.

USA:n tullit kiihdyttäneet kilpailua Euroopassa

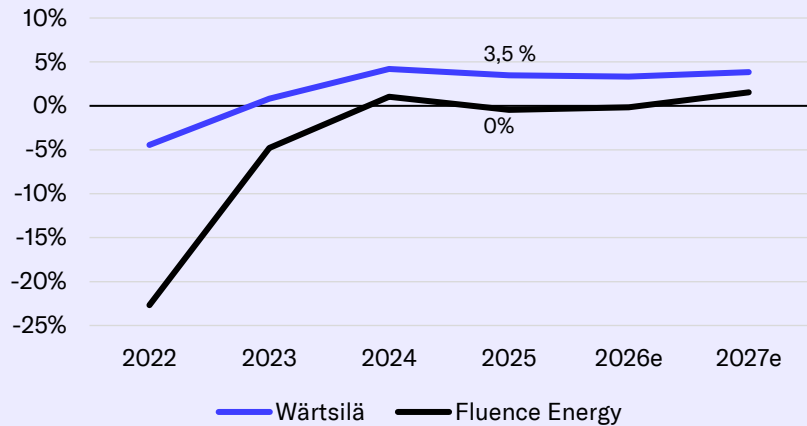
Toinen merkittävä, länsiyritysten kannalta negatiivinen shokki markkinalla toteutui vuoden 2025 aikana USA:n ottaessa käyttöön korkeat tullit Kiinasta tuotaville akustoille. Tullien pelko on hyydyttänyt merkittävästi USA:n sähkövarastomarkkinaa, jolloin globaalit yhtiöt ovat suunnanneet toimituksia muihin maihin, mikä on johtanut puolestaan kilpailun globaaliin kiristymiseen. Vaikutukset Suomeen voivat tosin jäädä rajallisiksi useimpien suurten yhtiöiden poissaolon takia. Kiristynyt kilpailu Euroopassa voi

kuitenkin tehdä Merus Powerin sähkövarastoliiketoiminnan kansainvälistymisestä haastavampaa.

Listattujen toimialayhtiöiden liikevaihtolukuja sähkövarastoliiketoiminnasta (MRD EUR)¹



Toimialayhtiöiden kannattavuus sähkövarastoliiketoiminnassa (EBIT-%)¹



1) Viimeisin raportoitu 12kk
2) Wärtsilä perustuu Inderesin ennusteeseen, Fluence Bloombergin konsensukseen 20.2.2026.

Sähkönlaaturatkaisut 1/6

Sähkönlaaturatkaisut ovat olleet Merus Powerin liiketoiminnan ytimessä yhtiön perustamisesta saakka, joten kehitysvaihe on sähkövarastoja pidemmällä. Arvioimme segmentin tuottaneen liikevaihtoa noin 11 MEUR vuonna 2025, mikä on vakaa vuoden 2024 tasoon nähden ja heikompi verrattuna vuosien 2022-23 vahvaan suhdanteeseen. Arvioimme liiketoimintasegmentin keskipitkän aikavälin kasvuprofiilin melko 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 sekä energiatehokkuutta.

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.

Liiketoiminta voidaan jakaa tuotemyyntiin ja järjestelmämyyntiin, josta ensimmäinen koostuu yleensä

nopeasti toimitettavista standardituotteiden tilauksista (erityisesti A2-aktiivisuodatin) ja jälkimmäinen puolestaan suuremmista yksittäisistä järjestelmien tilauksista (STATCOM ja SVC), joiden toimitusajat ovat usein yli vuoden mittaisia. Molemmat perustuvat samankaltaiseen teknologiaan.

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. datakeskuksissa, 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 kasvuponnistuksiinsa erityisesti näihin kasvaviin segmentteihin.



Globaali liiketoiminta, laaja jakelu

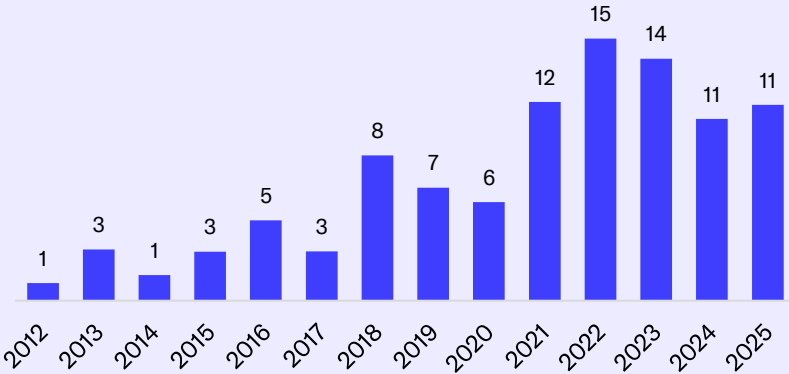


Tuotemyyntiä ja järjestelmätoimituksia

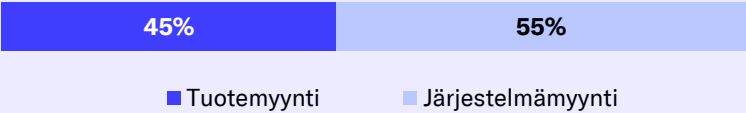


Vakaan kasvun vaiheessa

Liikevaihto, sähkönlaaturatkaisut (MEUR)¹



Liikevaihdon jakauma (2022-25)¹



1) Perustuu Inderesin arvioon

Sähkönlaaturatkaisut 2/6

Järjestelmätoimitukset 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 konttorensa sekä mm. kansainvälisten webinaarien kautta.

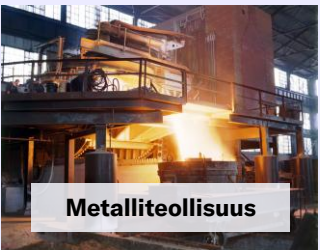
Yhtiöllä on oma myyntiorganisaatio Suomessa. Myös Saksaan ja Arabiemiraatteihin on avattu myyntitoimistot vuoden 2022 lopulla ja Etelä-Amerikkaan Kolumbiaan vuonna 2025. Ulkomaiden myyntitoimistot toimivat yhteistyössä paikallisten jakelukumppanien kanssa.

Tähtäimessä sekä kehittyvät että matuurit markkinat

Merkittävä osa sähkönlaaturatkaisujen kasvusta yhtiön historiassa on syntynyt kehittyviltä markkinoilta, kuten Aasiasta, Lähi-Idästä ja Latinalaisesta Amerikasta – kotimaan Suomen ohella. Ketterän yhtiön on ollut helpompaa saada alkuvaiheessa jalansijaa uusilla markkinoilla, missä toimialan isommat pelurit eivät ole olleet aktiivisia.

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. USA:n osalta panostukset ovat tuottaneet jo konkreettisia tuloksia, mutta jähmeän Saksan markkinan voittaminen on ottanut hieman enemmän aikaa. Arvioimme jakelun kehittämiseen tähtäävän työn kuitenkin tukevan pitkän aikavälin kasvumahdollisuuksia. USA:n myyntityö voisi tukea liiketoimintaa myös muilla maantieteillä, sillä esimerkiksi monet eri puolille maailmaa rakennettavat Merus Powerille relevantit datakeskushankkeet ovat Yhdysvaltalaisten yhtiöiden tilaamia ja johtamia. Samalla USA:n poukkoileva tullipolitiikka vaikeuttaa markkinalla toimimista.

Keskeiset asiakassegmentit



Tiedotettuja tilauksia 2023-25¹

Ilmoitettu	Toimituksen kohde	Ratkaisu	Liikevaihto
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	Ilmeniittisulatto, Saudi-Arabia	STATCOM	3,8
01/08/2024	Raideliikenne, Viro	STATCOM	1,0
23/05/2025	Terästehdas, Egypti	STATCOM	1,0
04/06/2025	Veden käsittely, Egypti	A2	6,0
16/06/2025	Terästehdas, Suomi	STATCOM	2,0

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

Sähkönlaaturatkaisut 3/6

OEM-kumppanuudet toimii pienenä jakelukanavana

Merus Powerilla on ollut Kiinassa suhteellisen merkittävä OEM-valmistaja-asiakas (Nokian Capacitors Shanghai), joka on myynyt yhtiön aktiivisuodattimia oman tuotemerkkinsä alla. Kiinan markkina on kuitenkin viime aikoina muuttunut vaikeammaksi kilpailun kiristymisen ja geopoliittisten syiden vuoksi, minkä vuoksi liikevaihto tältä markkinalta on käytännössä pysähtynyt viimeistään 2025 aikana. Kiinan ulkopuolella Merus Powerin OEM-kumppanuudet ovat pienimuotoisia, mutta toimintamalli itsessään on toimiva ja yhtiö on avoin uusien kumppanuuksien kehittämiseen.

Markkina kasvaa energijärjestelmän sähköistyessä ja uusiutuvan energian yleistyessä

Sähkönlaaturatkaisujen markkinoiden koon on arvioitu olevan maailmanlaajuisella tasolla noin 19 miljardia dollaria vuonna 2025¹. Markkinoiden arvioidaan jatkavan kasvua keskimäärin noin 7 % vuodessa ja nousevan noin 27 miljardiin dollariin vuoteen 2030 mennessä. Merus Powerin liiketoiminnan kannalta keskeisimmät markkina-alueet sähkönlaaturatkaisujen osalta ovat staattiset synkronikompensoattorit (SVC), aktiivisuodattimet 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. energijärjestelmän sähköistymiseen ja uusiutuvan energian osuuden kasvuun. Uusiutuvan energian edullisuus toimii sähköistymisen

mahdollistajana useissa segmenteissä. Tuuli- ja aurinkovoiman tuotanto myös itsessään aiheuttaa sähkönlaatuongelmia, joiden kompensointiin tarvitaan ratkaisuja etenkin sellaisissa maissa, joissa sähkönlaatu koskevat vaatimukset ovat korkeat.

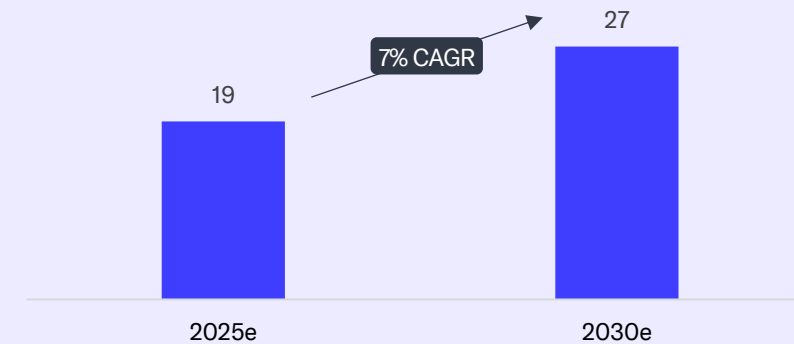
Metalliteollisuuden kasvu ja uudistuminen luo kysyntää

Sähköistymiskehitys kasvattaa kysyntää metalleille, mikä osaltaan kasvattaa metalliteollisuuden investointitarpeita, joihin usein kuuluu myös sähkönlaaturatkaisuja mm. valokaariuunien toiminnan parantamiseen. Erityisesti hiilivapaan teräksen tuotanto on yhtiölle kasvumahdollisuus, vaikka markkina onkin vielä varsin aikaisessa kehitysvaiheessa.

Pumpputeknologian yleistymisen lisää tarvetta aktiivisuodattimille

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. Myös vedenkäsittelylaitokset pumppuineen ovat yhtiölle keskeinen kysynnän lähde ja kasvava segmentti mm. globaalin kaupungistumisen ja ympäristönsuojelun myötä.

Sähkönlaatumarkkinan vuosittainen liikevaihto MRD \$¹



Markkinakasvun ajurit

Yhteiskuntien sähköistyminen ja infrastruktuurin kehittäminen

Uusiutuvan energian tuotannon kasvu

Taajuusohjattujen sähkömoottorien yleistymisen mm. pumpputeknologian myötä

Investoinnit datakeskuksiin

Tarkkuusvalmistuksen yleistymisen (esim. puolijohteet)

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. 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.

Oma niche-nurkka löytynyt, mutta riittääkö skaala hyvään kannattavuuteen?

Yhtiö on nähdäksemme löytänyt sähkönlaaturatkaisujen markkinasta niche-segmentin, jossa sen teknologinen ratkaisu on kilpailukykyinen. Tästä on osoituksena sähkönlaatu liiketoiminnan merkittävä kasvu nolasta yli kymmenen miljoonan euron liikevaihtoluokkaan vuosien 2010-23 välillä.

Toimiala on kuitenkin kilpailtu ja kilpailukykyyn ylläpitäminen edellyttää jatkuvaa tuotekehitystä ja sopeutumista toimialan muutoksiin. Sähkölaatu liiketoiminnan kannattavuus on arviomme mukaan maltillisesti voitollista, mutta jäänee selvästi toimialan isojen tähtiyhtiöiden varjoon (esim. ABB ja Schneider Electric EBITA 2024: 18-19 %). Kannattavuuden nostaminen arvoa luovalle tasolle todennäköisesti

edellyttäisi liiketoiminnan kokoluokan merkittävää kasvua nykytasolta. Pitkän aikavälin kasvutrendi on ollut selkeän nousujohteinen, mutta lyhyellä aikavälillä tilauskanta ei tarjoa näkyvyyttä merkittävään kasvuun seuraavalle 12 kuukaudelle (2026).

Kilpailukykytekijät

Suuret integraattorit

- Hankinnan kustannustehokkuus
- Tunnettuus
- Palveluliiketoiminnan skaalaedut
- Vahvat myyntikanavat



Erikoistuneet pienemmät toimijat

- Pienempien liikevaihtolokerojen hyödyntäminen
- Erikoistuneet omat teknologiat
- Ratkaisujen mukauttaminen asiakkaiden tarpeisiin



— COMSYS —

||| SCHAFNER

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

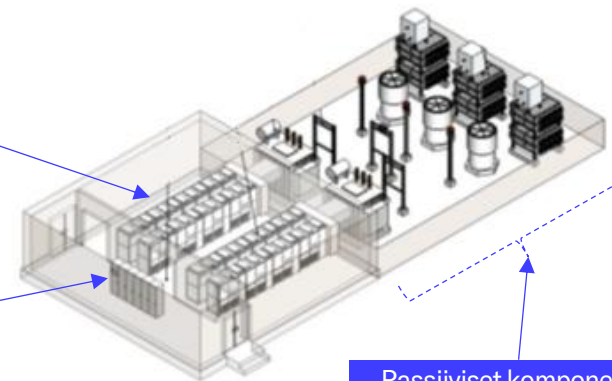
- Palvelee samoja tarkoituksia kuin STATCOM-järjestelmä, mutta on suorituskyvyltään heikompi.
- Teknologia otettiin käyttöön teollisuudessa 1970-luvulla.
- SVC-teknologiaa käytetään teollisuuden lisäksi myös infrastruktuurissa, kuten sähköasemilla. Infrastruktuuriprojektien mittakaava on suurempi kuin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

Merus Powerin
omaa teknologiaa

STATCOM-moduulit



Ohjausjärjestelmä

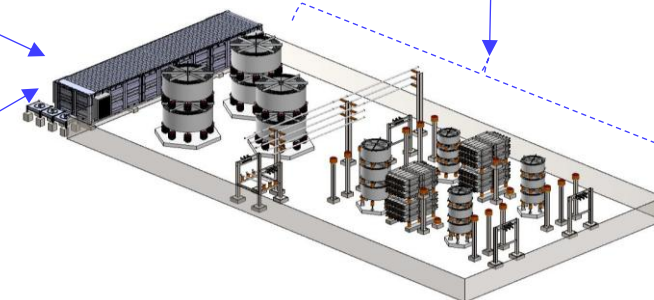


Passiiviset komponentit,
kuten käämit ja
kondensaattorit hankitaan
ulkopuolisilta toimittajilta.

Thyristor-venttiilit



Ohjausjärjestelmä



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Merus Powerin nykyinen strategia julkaistiin yhtiön pörssilistautumisen yhteydessä ja sen tavoitepisteeksi asetettiin vuosi 2026. Uusi strategia seuraavalle strategiakaudelle julkistettaneen 2026-27 aikana.

Nykyisen strategian mukaan yhtiön tavoitteena on kasvattaa tunnettavuutta, myyntiä ja kannattavuutta sekä vahvistaa markkina-asemaa kestäväen energian murroksessa. Yhtiö tavoittelee voimakasta kasvua erityisesti sähkövarastomarkkinoilla sekä pyrkii kasvattamaan markkinaosuutta sähkönläaturatkaisujen globaaleilla markkinoilla.

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

Skaalautuva tuoteportfolio

Merus Powerin kehittämiä inverttereitä, ohjausyksiköitä ja ohjelmistoja voidaan käyttää sekä sähkönläaturatkaisuissa 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 suoramyynä, 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. Ensimmäiset sähkövarastotilaukset Suomen ulkopuolelta tulivat Puolasta vuoden 2025 jälkipuoliskolla.

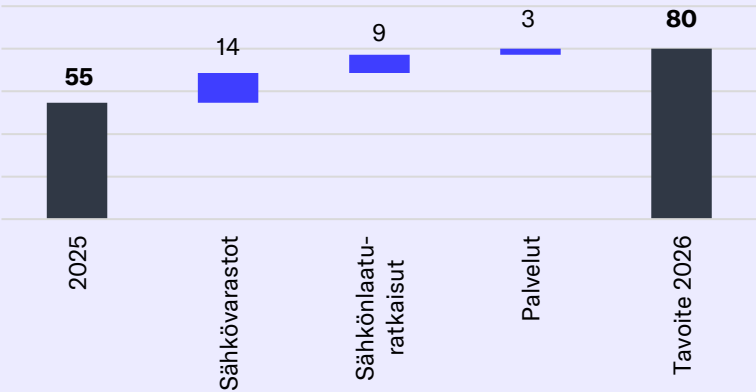
Sähkönläaturatkaisut: Jakelun kehittäminen ja aseman vahvistaminen kasvusegmenteissä

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

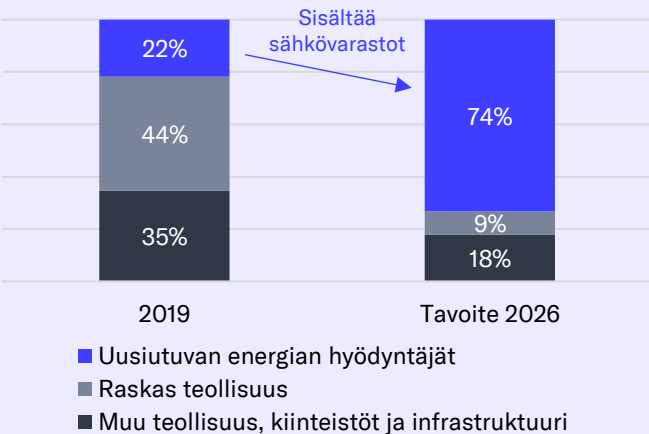
Palveluiden osuuden kasvattaminen

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



Tavoiteltu asiakaskunnan kehitys



1) Lähtötason (2025) segmenttikohtainen jakauma perustuu Inderesin arvioon
Lähde: 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 ja on onnistunut tuottamaan vahvaa liikevaihdon kasvua

Sähkövarastovetoinen kasvustrategia vastaa erittäin hyvin globaaliin energiamurrokseen, sillä investoinnit uusiutuvaan energiaan ja energiavarastoihin ovat olleet viime vuosina voimakkaassa kasvussa ja trendin ennustetaan jatkuvan isossa kuvassa. Osa strategian vaatimista teknisistä kyvykkyyksistä pohjautuvat yhtiön aiempaan osaamiseen, mistä on ollut etua yhtiölle. Sähkövarastoliiketoiminnan ylösajo on silti vaatinut merkittävää lisäkehitystyötä ja resurssien vahvistamista, mikä on toistaiseksi painanut kannattavuutta. Liikevaihto on kasvanut nopeasti, mutta tilauskannan perusteella pidämme vuoden 2026 korkean kasvutavoitteen saavuttamista kuitenkin epätodennäköisenä.

Jatkuvuus ja ennustettavuus haasteena

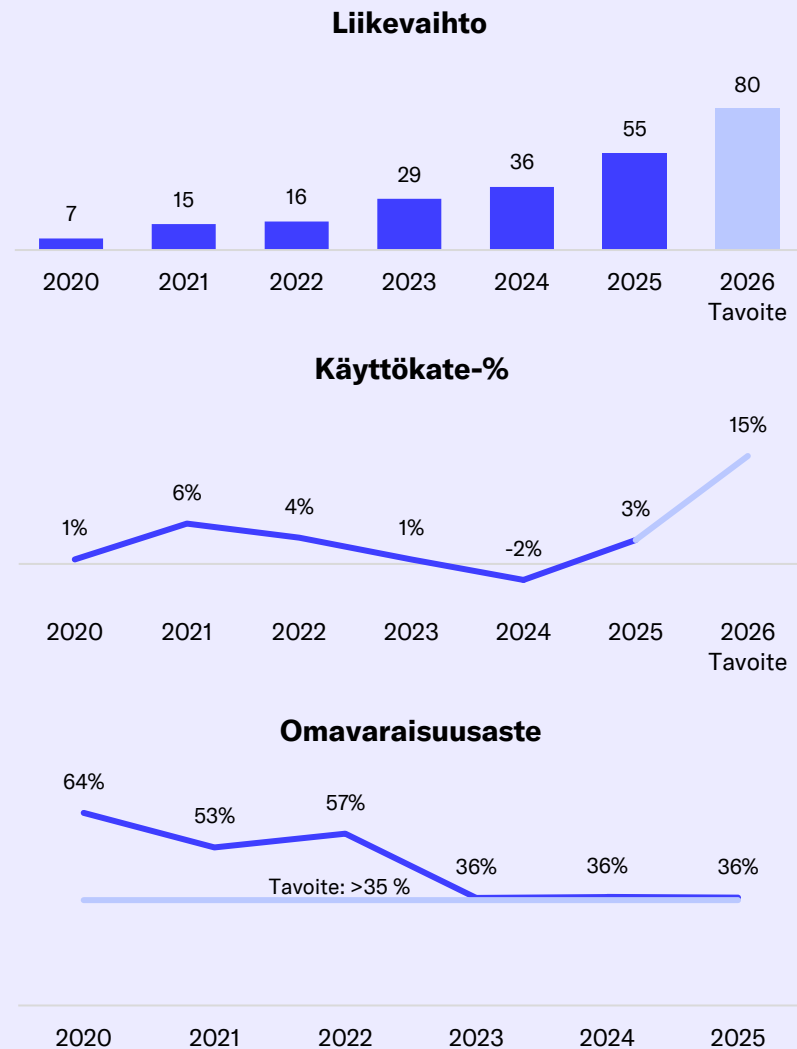
Sijoittajan näkökulmasta suurista yksittäisistä järjestelmätoimituksista koostuvan sähkövarastoliiketoiminnan kasvu on vaikeasti ennustettavissa. Esimerkiksi yksittäisten projektien ajoitukset tai investointivetoisen kysynnän vaihtelut voivat

vaikuttaa liikevaihtoon, vaikka kehitys onkin toistaiseksi ollut pääsääntöisesti vahvan nousujohteista. Riippuvuutta investointisykleistä ja sähkövarastoliiketoiminnan projektiluonteisuudesta ei voida poistaa kokonaan, mutta liikevaihtoa voidaan hajauttaa laajentamalla asiakaskuntaa uusiin maihin paikallisten kumppanien tuella. Tähän mennessä suuri osa kasvusta on tullut yhtiön siirryttyä suurempaan kokoluokkaan sähkövarastotoimituksissa. Jatkossa yhtiön tulee pohtia, painottaakko liikevaihdon hajautumista useisiin pieniin hankkeisiin vai jatkaakko kokoluokan kasvattamista. Arvioimme yhtiön jatkavan toiminnan kansainvälistämistä, joskin laajentaminen voi alkuvaiheessa vaikuttaa kannattavuuteen heikentävästi.

Kannattavuustavoite haastava toimialaan peilattuna

Yhtiön tavoittelema 15 % käyttökate-% vaikuttaa mielestämme haastavalta, sillä sähkövarastoissa bruttomarginaalit ovat arviomme mukaan selvästi alhaisempia kuin sähkönlaturatkaisuissa. Historiaan peilaten yksin sähkönlaturatkaisuissa 10 %:n käyttökatemarginaali lienee realismia. 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. Suurten kilpailijoiden kuten Wärtsilän tai Fluencen EBIT-marginaalit ovat vaihdelleet 0-5 % välillä. Markkinan nopea kasvu ja suuret liikevaihtoluvut ovat houkuttelleet alalle paljon kilpailua myös pienemmän pää yhtiöistä, joskin arvioimme Merus Powerilla olevan teknologia-, asiantuntemus- ja tunnettuuseta pieniin kilpailijoihin verrattuna.

Lähtökohdat taloudellisille tavoitteille



Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema 1/3

Liikevaihto kasvanut sähkövarastojen vetämänä

Merus Powerin liikevaihto oli 55 MEUR vuonna 2025 ja yhtiö on ohjeistanut liikevaihdon kasvavan vuonna 2026. Pitkällä aikavälillä katsottuna yhtiön liikevaihto on ollut vahvalla kasvutrendillä. Molemmat liiketoimintasegmentit tuovat kasvua, mutta sähkövarastoissa kasvu on voimakkaampaa ja syntyy suuremmista yksittäisistä tilauksista. Vuositasolla katsottuna liikevaihto ei ole aina kehittynyt tasaisesti. Suurten järjestelmätoimitusten ajoitukset selittävät liikevaihdon vaihtelua (kuten vuosina 2017 ja 2020). Suuria, yli vuoden mittaisia tai kooltaan vähintään 0,5 MEUR:n toimituksia osatuloutetaan valmistumisasteen mukaisesti. Osatuloutettavien järjestelmätoimitusten osuus kokonaisliikevaihdosta on arviomme mukaan yli 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 sähkönlaaturatkaisuissa heikosta teollisuuden suhdanteesta, mitä kuitenkin kompensoi sähkövarastojen ripeä kasvu. Vuoden 2025 voimakas kasvu syntyi jälleen sähkövarastoista. Sähkövarastojen kysyntään Suomessa on vuosina 2023-25 vaikuttanut positiivisesti etenkin Suomen taajuudensäätömarkkinan korkeat tuotot.

Sähkövarastojen matalampi katetaso näkyy kustannusrakenteessa

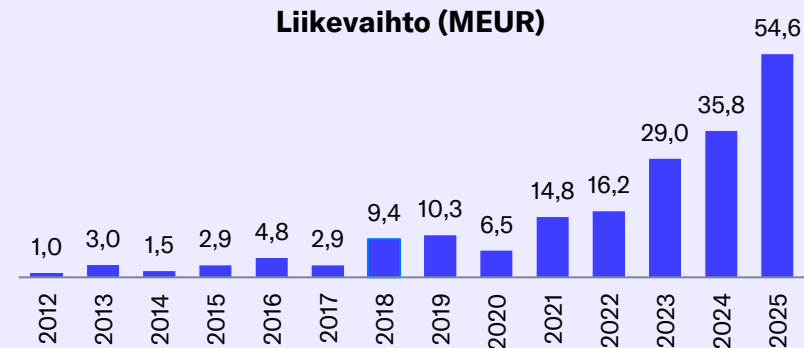
Materiaalit ja palvelut muodostavat valtaosan Merus Powerin liiketoiminnan kustannuksista. Vuosina 2013-17 bruttokate oli keskimäärin 53 % liikevaihdosta liiketoiminnan koostuessa sähkönlaaturatkaisuista, joissa

materiaalikulujen osuus on suhteellisesti matalampi ja katetaso hyvä. Vuosina 2023-25 bruttokate laski enää 32-34 %:iin, mihin on vaikuttanut sähkövarastoliiketoiminnan ohuempi kateprofiili sekä joiltain osin myös suurten toimituskokonaisuuksien kustannusylitykset vuosina 2023-24. Materiaalikateprosentti voi vaihdella suurestikin vuosien välillä liikevaihdon jakauman mukana.

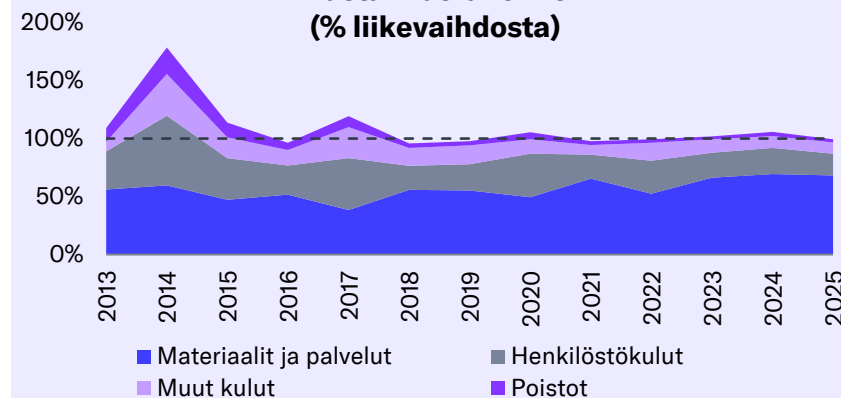
Toteutetuista kasvupanostuksista ei ole vielä puristettu kaikkia mehuja irti

Henkilöstökustannusten ja liiketoiminnan muiden kulujen osuus liikevaihdosta on vaihdellut vuositasolla (2025 yhteensä: 29 %), mutta ollut isossa kuvassa laskemaan päin liiketoiminnan kasvun myötä sekä yhtiön toteuttaessa suurempia matalakatteisia sähkövarastoprojekteja, joissa ostokomponenttien osuus on korkeampi. Kiinteiden kulujen skaalautuminen ei nähdäksemme ole vielä näkynyt täysimääräisesti kannattavuudessa, koska yhtiö on vuoden 2021 listautumisen jälkeen toteuttanut suuria kasvupanostuksia resursseihin. Henkilöstön määrä on noin kolminkertaistunut listautumista seuranneiden neljän vuoden aikana (2025: 141). Lisäksi vuokrataso nousi uusien toimitilojen myötä 2023 lopusta alkaen. Poistot ja arvonalentumiset olivat vuonna 2025 1,5 MEUR koostuen pääosin aineettomien hyödykkeiden suunnitelman mukaisista poistoista, joihin kuuluu kapitalisoituja tuotekehitysinvestointeja ja muita aineettomia eriä. Yhtiö noudattaa raportoinnissaan suomalaista kirjanpitolähtökäytäntöä (FAS), minkä johdosta esimerkiksi vuokrasopimuksia ei kapitalisoida taseeseen eikä poisteta vuosittain.

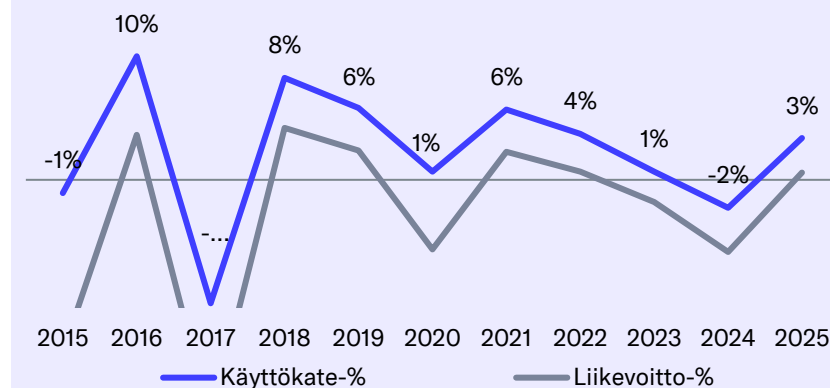
Liikevaihto (MEUR)



Kustannusrakenne (% liikevaihdosta)



Kannattavuus (%)



Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema 2/3

Tulos ollut matala kasvuponnisteluiden takia

Yhtiön kannattavuus on historiassa vaihdellut merkittävästi vuosien välillä ja ollut keskimäärin matalalla tasolla. Vuosien 2018-2025 aikana yhtiön keskimääräinen käyttökatemarginaali oli noin 3 % ja liikevoittomarginaali hieman alle 0 %. Heikko kannattavuustaso liittyy isossa kuvassa yhtiön pieneen kokoon ja toisaalta etupainotteisiin kasvuinvestointeihin, kuten tuotekehitykseen ja myyntiorganisaation kasvattamiseen. Kannattavuus painui selkeämmin negatiiviseksi vuonna 2024 johtuen kasvupanostuksista sekä aikaisempaa suuremman sähkövarastohankkeen toimitukseen liittyneistä alkuhaasteista.

Yhtiön nettorahoituskulut ovat olleet pörssitaipaleen alkuvuosina melko matalat (2022-24: 0,2-0,6 MEUR), koska yhtiö on pystynyt rahoittamaan toimintaa listautumisannin varoilla. Rahoituskulut nousivat vuoden 2025 aikana 1,4 MEUR:oon, mikä johtui arviomme mukaan velan määrän kasvusta, osakeantiin liittyvistä väliaikaisista kuluista sekä voimakkaan kasvun edellyttämistä pankkitakauksista.

Yhtiö ei ole toistaiseksi maksanut juurikaan veroja, koska liiketoiminta on ollut pääosin tappiollista. Vuoden 2025 lopussa yhtiöllä oli taseessa kertynyttä tappiota päättäneeltä ja aiemmilta tilikausilta yhteensä 9,5 MEUR, josta suuri osa on verovähennyskelpoista, mikäli liiketoiminta kääntyy tulevaisuudessa voitolliseksi.

Listautumisannissa vahvistunut tase laitettu töihin

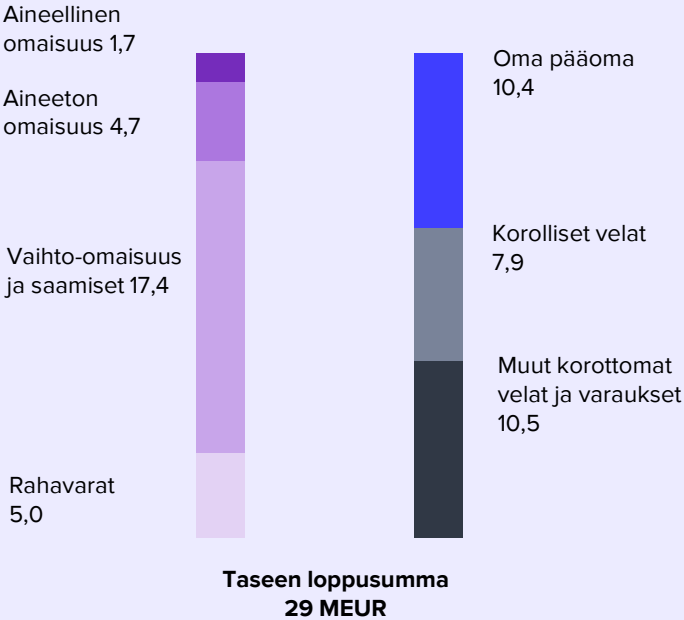
Listautumisannissa pienenä kasvuyhtiönä Merus Powerin taloudellinen asema on ollut historiassa haastava. Listautumisannin yhteydessä se sai 12 MEUR:n nettovarot, jotka on laitettu töihin kasvun saavuttamiseksi sekä

kustannusten että käyttöpääoman muodossa. Tase on ollut pitkään lähes nettovelaton, mutta yhtiö tarvitsee käyttöpääomarahoitusta tavoitellakseen vahvan kasvun jatkamista. Myös rahoituslaitokset edellyttävät yhtiöltä riittävän vahvaa tasetta myöntääkseen ennakkomaksutakauksia. Näistä syistä yhtiö halusi vahvistaa tasetta ja nosti kesäkuussa 2025 noin 2 MEUR:n bruttovarat suunnatussa osakeannissa. Lisäksi vuoden 2025 lopulla solmittu 5 MEUR:n velkapaketti ympäristörahoitusyhtiö NEFCO:lta tarjoaa näkyvyyttä kasvun rahoittamiseen lähivuosien ajalle. Nettovelka nousi vuoden 2025 lopussa 2,9 MEUR:oon.

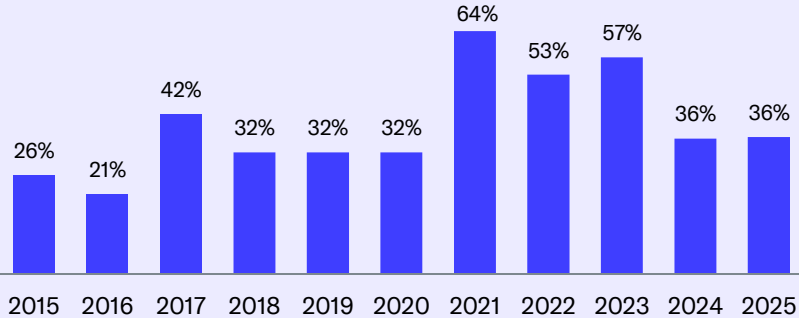
Tuotanto on suhteellisen pääomakevyttä

Vuoden 2025 lopussa Merus Powerin taseen loppusumma oli 28,8 MEUR, josta 17,3 MEUR koostui vaihto-omaisuudesta ja saamisista. Rahavaroja oli 4,0 MEUR. Pysyvät vastaavat olivat yhteensä 6,5 MEUR, josta valtaosa koostui aineettomista hyödykkeistä kuten kapitalisoiduista kehitysmenoista. Tuotanto on koneiden ja kaluston puolesta melko pääomakevyttä ja skaalautuvaa. Vuoden 2023 lopussa käyttöönotetun tehtaan kapasiteetti riittää liikevaihdon kasvattamiseen 100 MEUR:oon asti. Kiinteistö on vuokrattu, mutta muutto nosti kuitenkin hieman capex-investointeja mm. testaus- ja laboratoriotilojen laiteinvestointien myötä. Myös tuotekehitysmenoihin liittyvät investoinnit ovat olleet koholla vuosina 2023-24, yhtiön siirryttyä toimittamaan aiempaa selvästi suurempia sähkövarastoratkaisuja. Lisäksi yhtiö on rakentanut itselleen pienen sähkövaraston, jota käytetään sekä kaupallisesti että tuotekehitystarkoituksessa. Tämän sähkövaraston siirtyminen yhtiön taseeseen nosti merkittävästi vuoden 2025 investointeja.

Tase 2025 lopussa (MEUR)



Omavaraisuusaste



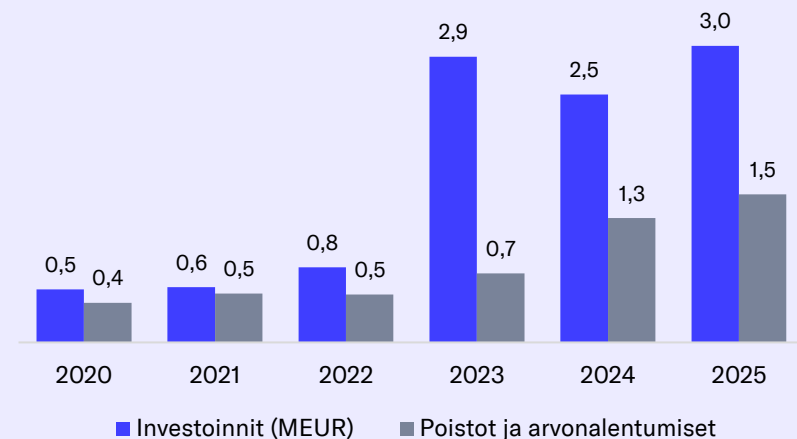
Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema 3/3

Käyttöpääomarahoitusta on joissain tapauksissa pullonkaulana sähkövarastovetoiselle kasvulle

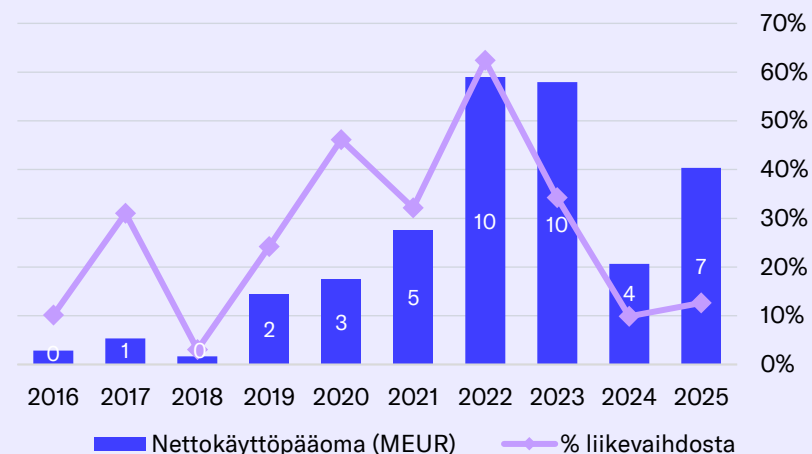
Käyttöpääoma on merkittävin pääomia sitova osa-alue ja tämä on korostunut sähkövarastoilla tavoiteltavan kasvun myötä. Nettokäyttöpääoma oli 2025 lopussa 7 MEUR eli 13 % liikevaihdosta, mutta on vaihdellut voimakkaasti ja ollut vähintään 30 % päättyneen vuoden liikevaihdosta vuosina 2021-23.

Yhtiön tärkeimmässä kasvusegmentissä sähkövarastoliiketoiminnassa myyntisaatavien maksuehdot ovat tyypillisesti heikommat sähkövarastotoimittajan kannalta. Ilman osakeannissa kerättyjä varoja Merus Powerilla tuskin olisi ollut mahdollisuutta osallistua kymmenien miljoonien eurojen kokoluokan sähkövarastoprojekteihin. Tase-asema on kuitenkin edelleen jossain määrin rajoittanut Merus Powerin kykyä tavoitella sellaisia sähkövarastoprojekteja, joissa maksuehdot ovat haastavimmat. Taseen pullonkauloista huolimatta uskomme yhtiön kuitenkin pystyvän jatkamaan sähkövarastovetoista kasvua, mikäli sen kannattavuus vahvistuu ja yhtiö onnistuu laajentamaan asiakaspohjaa. Kannattavuuden vahvistuminen tukisi sekä sisäistä kassavirtaa että parantaisi mahdollisuuksia taseen vahvistamiseen paremmilla rahoitusehdoilla.

Investoinnit ja poistot



Nettokäyttöpääoman kehitys



Ennusteet 1/5

Ennustemalli

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

Vuodelle 2026 ennusteissa maltillisempaa kasvua

Merus Power otti vuonna 2025 suuren kasvuharppauksen (+53 %), minkä jälkeen arvioimme kasvun hidastuvan selvästi vuoden 2026 aikana (ennustamme 6 %). Yhtiö ohjeistaa vuodelle 2026 kasvavaa liikevaihtoa ja 2-4 MEUR:n käyttökattetta. Vuoden 2025 lopun tilauskirja oli matalahko 24,5 MEUR (-18 % v/v), mutta yhtiö sai alkuvuodesta suuren 13 MEUR:n sähkövarastotilauksen ja odotamme sen edelleen voittavan tilauksia, joista ehtii tuloutua merkittävästi liikevaihtoa kuluvalle vuodelle. Vuoden 2026 liikevaihtoennusteemme 58 MEUR edellyttää mahdollisista uusista sähkövarastotilauksista 13 MEUR:n liikevaihtovaikutusta. Lisäksi ennuste olettaa 8 %:n kasvua sähkölaaturatkaisuissa, mikä tosin edellyttäisi tilauskertymän elpymistä suhteessa vuosien 2024-25 heikompaan kysyntäsuhdanteeseen.

Pidemmällä jännteellä kasvu voi jatkua voimakkaana

Ennustamme Merus Powerin liikevaihdon kääntyvän selkeämpään kasvuun vuosina 2027-30 sähkövarastojen vetämänä (kokonaiskasvu keskimäärin 15 %/v). Kasvua tukevat sekä nykyisten markkinoiden ripeä markkinakasvu

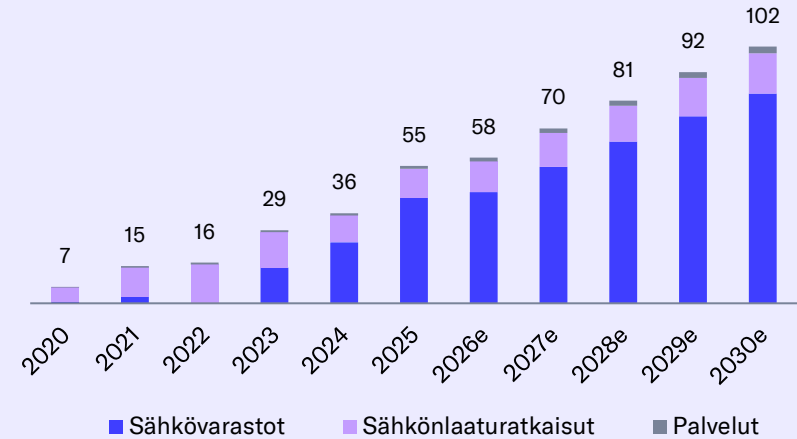
että uusille markkinoille laajentuminen sähkövarastoissa. Sähkövarastoliiketoiminnan ennustettu kasvu vuosina 2027-30 on 17 % ja sähkölaaturatkaisuissa 7 %. Palveluille ennakoimme 16 %:n vuotuista kasvua, joskin palveluiden osuus kokonaisuudesta on edelleen matala.

Kotimaan sähkövarastokysynnän ajureissa muutoksia, odotamme Merus Powerin sopeutuvan

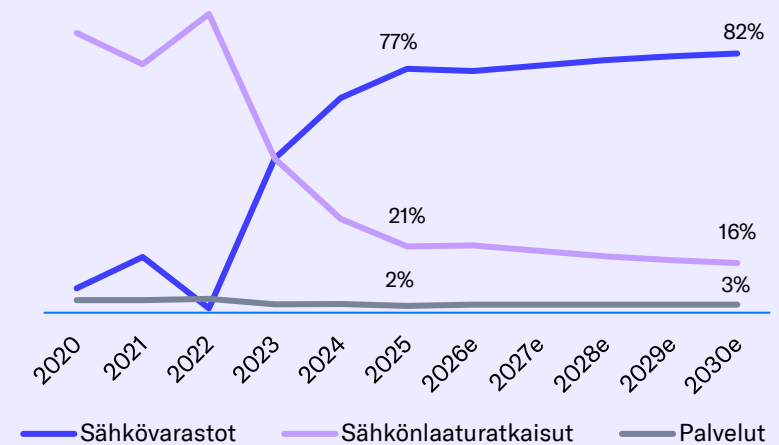
Sähkövarastoliiketoiminnan vahva kasvu vuosina 2023-25 on arviomme mukaan syntynyt ainakin osittain Fingridin ylläpitämän taajuudensäätömarkkinan korkean houkuttelevuuden ansiosta Suomessa. Kyseisen markkinan tuottojen lasku vuoden 2025 aikana on puolestaan siirtänyt kysyntää monikäyttöisempiin, suuremmalla suhteellisella akkukapasiteetilla varustettuihin sähkövarastoihin (purkunopeus 2-4h), joita voidaan paremmin hyödyntää esim. sähkön tukkukaupassa. Tällaisissa ratkaisuissa Merus Powerin oman tehoelektroniikan edut eivät välttämättä tule yhtä hyvin esiin kuin vuosina 2023-24 kysytyissä ”1 tunnin” akkuvarastoissa. Toisaalta akkujen hintojen lasku vähentää muutoksen vaikutusta toimitusten katerakenteisiin. Markkinan muutos tarkoittaa tietynlaista epäjatkuvuuskohtaa kysynnässä, millä voi olla vaikutusta Merus Powerin kilpailukykyyn tai katetasoon.

Nykyinen olettamuksemme kuitenkin on, että yhtiö pystyy sopeutumaan myös uuteen markkinaan ja hyödyntämään muita kilpailuetujaan kuten asiantuntijuutta, kokonaisvaltaista tarjoamaa ja avaimet käteen – toimitusmallia. Yhtiö sai ensimmäiset suuret 2 tunnin sähkövarastoja koskevat tilaukset syksyllä 2025 ja alkuvuodesta 2026. Kasvuennusteemme olettavat vastaavia tilauksia virtaavan jatkossa lisää.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Liikevaihdon jakauma



Ennusteet 2/5

Näemme kv-läpimurron sähkövarastoissa kasvuoptiona

Yksi keskeinen muuttuja kasvunäkymissä liittyy onnistumiseen sähkövarastoliiketoiminnan markkina-alueen laajentamisessa. Nykyoletuksiimme ei ole laskettu sisään skenaariota, jossa Merus Power saisi lähellekään Suomen markkinaosuutta vastaavan aseman uusilta markkinoilta, joten näemme tällaisen skenaarion ennemminkin positiivisena optiona. Suomi on sähkövarastoissa ja etenkin taajuudensäädössä useimpia Euroopan maita selvästi edellä. Tämä tarkoittaa, että Merus Power on suhteellisen kokenut toimija kyseisessä segmentissä ja toisaalta, että markkinan voimakkain kasvuvaihe on muualla Euroopassa vasta edessäpäin. Samalla näemme Suomen ulkopuolella toimimisessa haasteita ja voimakasta hintakilpailua, eikä yhtiön kilpailukykyä Suomen ulkopuolella sähkövarastoissa voida siten pitää itsestäänselvänä. Nykyennusteemme olettavat valikoivia, maltillisen kokoisia kv-toimituksia, joiden osuus sähkövarastojen liikevaihdosta on noin 10-20 % vuosikymmenen lopulla. Yhtiö sai kaksi ensimmäistä ulkomaista sähkövarastotilausta Puolasta 2025 H2:lla, jotka ovat kokoluokaltaan pienehköjä. Mikäli yhtiö alkaisi saamaan ulkomailta toistuvasti >10 MEUR:n mittakaavan tilauksia voisi kasvuennusteissa olla selkeää nostovaraa.

Jakelun vahvistuminen tukee sähkönlaaturatkaisujen kasvua keskipitkällä jännteellä

Sähkönlaaturatkaisuissa kasvunäkymä on maltillisempi verrattuna sähkövarastoihin, mutta arvioimme kasvun isossa kuvassa nousujohteiseksi. Ennustamme keskimäärin 7 %:n kasvua vuosille 2026-30, mikä käytännössä vastaa markkinakasvua. Kasvu voi heitellä vuositasolla mm. terästeollisuuden investointiaktiivisuuden ja yksittäisten sopimusten ajoitusten myötä. Arvioimme jakelun vahvistamiseen tähtäävän työn kuitenkin tukevan

kasvumahdollisuuksia lähivuosina, sillä yhtiö on saanut vahvan jalansijan Lähi-Itään ja vahvistanut läsnäoloa myös mm. Keski-Euroopassa ja Latinalaisessa Amerikassa.

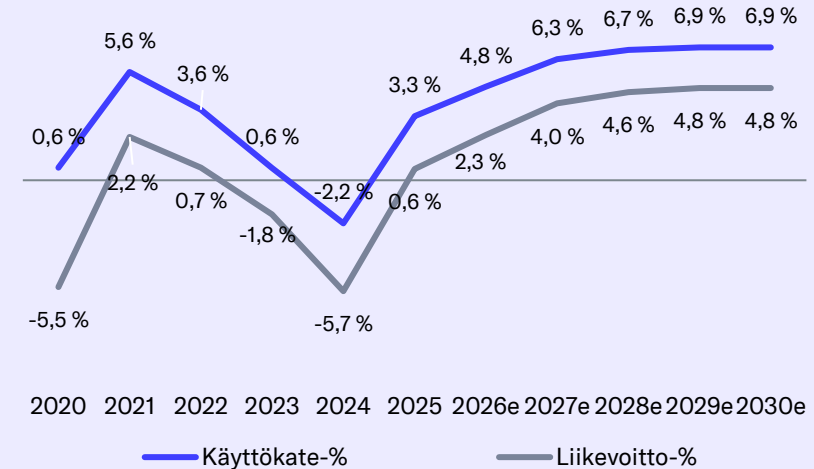
Ennusteissa lähes kaksinkertainen liikevaihto 2030

Edellä esitettyjen kasvuarvioiden pohjalta yhtiön liikevaihto ylittäisi vuonna 2030 102 MEUR:oon, josta 83 MEUR tulee sähkövarastoista. Ennuste olettaa kasvun syntyvän erityisesti liikevaihtopohjan laajentumisen kautta, vaikka myös suurimpien toimitusten euromääräinen kokoluokka tulee todennäköisesti kasvamaan jonkin verran. Nykyistä huomattavasti suuremmat hankekokonaisuudet eivät välttämättä olisi optimaalisia riskien hajauttamisen näkökulmasta, mutta tätäkään vaihtoehtoa ei voida täysin poissulkea. Strategiakauden päättyessä vuonna 2026 arvioimme yhtiön asettavan uudet kasvutavoitteet. Tavoitteissa kiinnostavaa on paitsi euromääräinen tavoite, myös kuinka sähkövarastojen liikevaihdon odotetaan hajautuvan tilausten välille sekä jakautuvan eri markkinoille.

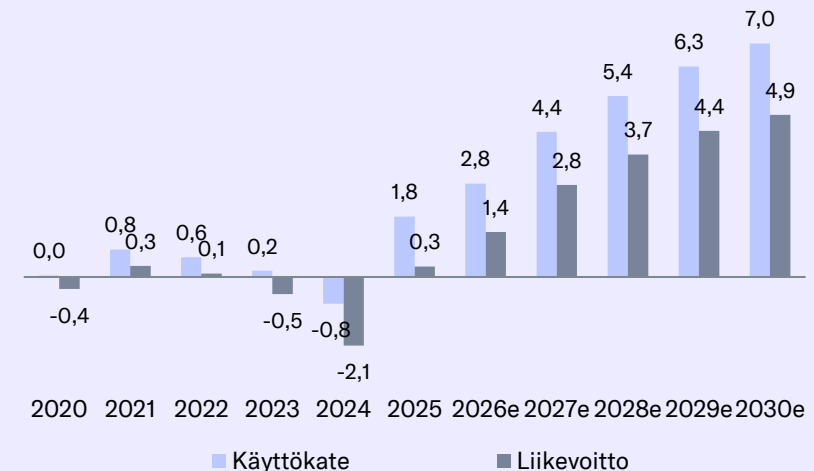
Työ kannattavuuden parantamiseksi jatkuu

Yhtiö on viime vuosina keskittynyt pääasiallisesti kasvuun moninkertaistaessaan henkilökunnan, siirryttyään uusiin toimitiloihin ja laajennuttuaan aiempaa selvästi suurempaan sähkövarastotoimitusten kokoluokkaan. Samalla kannattavuuskehitys on jäänyt pääosin vaisuksi, joskin vuonna 2025 nähtiin jo selkeä askel parempaan. Mikäli markkinakysyntä jatkuu suotuisana ja yhtiö pääsee toistamaan viime vuosina opittuja asioita, näemme sillä hyvät mahdollisuudet jatkaa kannattavuuden vahvistamista. Ennustamme käyttökatteen parantuvan 2,8-5,4 MEUR:oon vuosina 2026-28 (4,8-6,7 % liikevaihdosta).

Operatiivinen kannattavuus (% liikevaihdosta)



Operatiivinen kannattavuus (MEUR)



Ennusteet 3/5

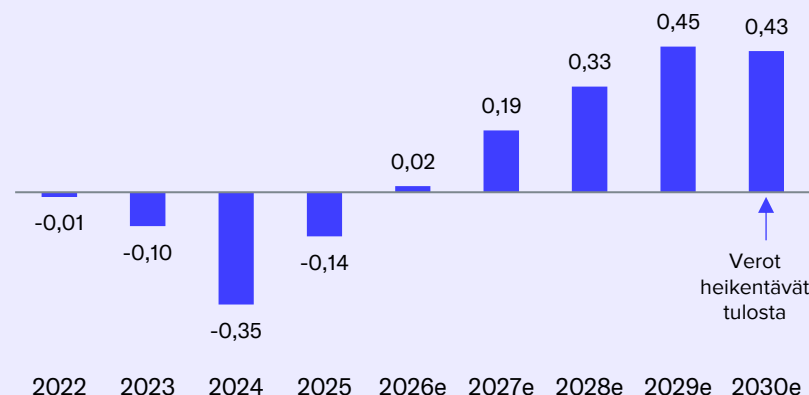
Vuodesta 2028 eteenpäin käyttökate-ennustemme on 6,9 %, jolloin liikevoittomarginaali olisi 4,8 % ja tuotto sijoitetulle pääomalle (ROI) 17 %. Toimiala on osoittautunut matalakatteiseksi, mutta esimerkiksi suhteellisen kannattavaa päätyä edustava Wärtsilä on saavuttanut parhaimmillaan 4 %:n EBIT-marginaalin sähkövarastoliiketoiminnassa vuonna 2024 ja tähtää keskipitkällä jäniteellä 3-5 %:n tasoon. Arvioimme myös nettotuloksen kääntyvän positiiviseksi vuodesta 2026 alkaen.

Keskeiset ajurit kannattavuusennusteiden taustalla

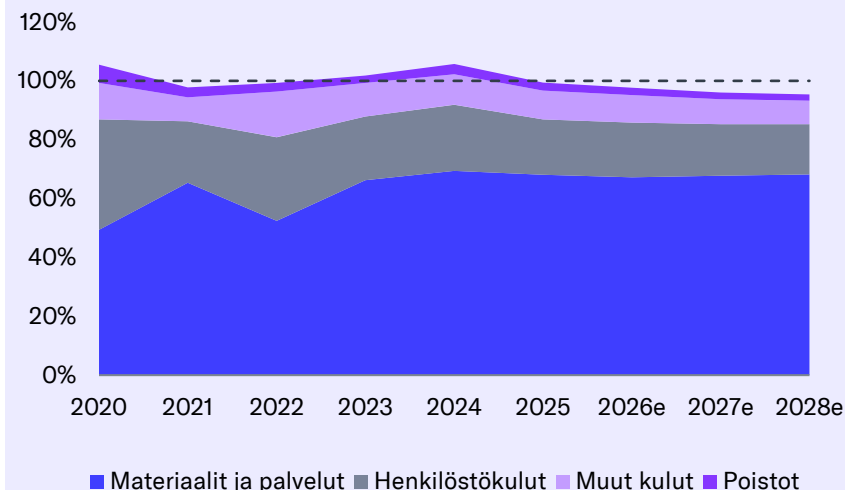
- **Bruttokate** eli kate materiaalien ja palveluiden jälkeen säilyy ennusteissamme suhteellisen matalana sähkövarastojen osuuden noustessa. Arvioimme sähkövarastojen bruttokatteen olevan välillä 20-30 % ja sähkönlaaturatkaisujen välillä 50-60 %. Näiden yhdistelmänä ennustamme konsernin bruttokatteen olevan noin 33 % vuonna 2026 ja noin 32 % vuosina 2027-28 (2023-25: ~33 %). Vaikka sähkövarastojen liikevaihdon osuus kasvaa heikentäen mixiä, oletamme ennusteissa tuotannollisen tehokkuuden vahvistuvan rutiinin ja toistojen myötä, jolloin katetaso ei laskisi ainakaan merkittävästi enää nykytasolta. Riskinä tehokkuuden vahvistumiselle näemme laajentumisen uusille markkinoille, sillä ensimmäisten toimitusten toteuttamiseen vieraassa toimintaympäristössä voi upota oppirahoja kuten kävi Suomessa ensimmäisten suurikokoisten sähkövarastotoimitusten kanssa vuosina 2023-24. Sähkövarastojen kv-kasvuun liittyvät oletukset ovat kuitenkin nykyennusteissamme melko maltilliset, minkä vuoksi emme ole erityisesti huomioineet sitä kate-ennusteissa.

- **Henkilöstökustannukset** nousevat aiempaa maltillisemmin, koska organisaatio on saatu hyvälle mallille ja keskeiset tuotekehitystavoitteet sähkövarastojen osalta saavutettu. Arvioimme henkilöstökulujen osuuden liikevaihdosta laskevan 17 %:iin vuonna 2028 skaalautumisen myötä (2025: 19 %).
- **Liiketoiminnan muut kulut** skaalautuvat liikevaihdon kasvaessa, sillä yhtiön tilat ja muut aineelliset resurssit ovat hyvällä tasolla mahdollistaen merkittävää liikevaihdon kasvua maltillisin lisäpanostuksin. Kulujen kasvu kohdistuu arviomme mukaan lähinnä matkustamiseen ja muihin myyntipanostuksiin. Osuus liikevaihdosta laskee 8 %:iin 2027-28 (2025: 10 %).
- **Poistojen** kasvu liittyy keskipitkällä aikavälillä lähinnä kapitalisoiuihin tuotekehityspanostuksiin. Poistojen osuus liikevaihdosta laskee 2,2 %:iin 2028e (2025: 2,7 %).
- **Rahoituskulut** ovat nousseet yhtiön rahoittaessa sähkövarastovetoisen kasvun edellyttämää käyttöpääomatarvetta enenevissä määrin velan avulla. Yhtiö allekirjoitti vuonna 2025 5 MEUR:n velkasopimuksen Pohjoismaiden Ympäristörahoitusyhtiö NEFCO:n kanssa, jossa korkotaso on arviomme mukaan noin 5 %/v. Vuoden 2025 rahoituskulut olivat erittäin korkeat suhteessa velan määrään (~28 %), minkä arvioimme johtuvan osin myös väliaikaisista kuluista ja esim. pankkitakauksiin liittyvistä maksuista. Vuodelle 2026 ennustamme 1,2 MEUR:n nettorahoituskuluja ja vuonna 2028 odotamme kulun laskevan 1,0 MEUR:oon tulokäänteen vahvistaessa yhtiön vakavaraisuutta. Ennuste sisältää korkokulujen lisäksi muita rahoituskuluja.

Osakekohtainen tulos (EUR)



Kustannusrakenne (% liikevaihdosta)



Ennusteet 4/5

- **Yritysvero**a yhtiön ei tarvitse maksaa vielä moneen vuoteen aiempien vuosien tappioista johtuen (ennusteissamme veroja aletaan maksaa vasta 2030). Veroprosentiksi olemme olettaneet pitkällä aikavälillä 20 %.

Kannattavuuden parantuminen tukee rahavirtaa, vaikka käyttöpääomaa sitoutuu yhä lisää

Sähkövarastoliiketoiminnan kasvattaminen sitoo merkittävästi käyttöpääomaa, millä on negatiivinen vaikutus Merus Powerin kassavirtoihin keskipitkällä aikavälillä. Arvioimme käyttöpääoman olevan tulevina vuosina noin 14 % liikevaihdosta tai 18 % sähkövarastoliikevaihdosta (2025: 13 % ja 16 %). Vuotuinen negatiivinen kassavirtavaikutus on keskimäärin -1,5 MEUR vuosina 2026-30. Käyttöpääoman sitoutuminen verottaa liiketoiminnan rahavirtaa, joka on ennustejaksolla arviomme mukaan keskimäärin 69 % käyttökatteesta (pois lukien rahoituskulut). Liiketoiminnan rahavirta paranee silti lähivuosina merkittävästi oletetun kannattavuuskäänteen tukemana.

Emme odota investointitarpeen kasvavan viime vuosista

Vaikka Merus Powerin tuotanto ei ole pääomavaltaista, toteuttaa yhtiö kuitenkin jatkuvia investointeja teknologiaan, mikä näkyy kapitalisoituina tuotekehityskuluina. Arvioimme investointien laskevan vuonna 2026 verrattuna vuosiin 2023-25, joihin sisältyi kertaluonteisia panostuksia mm. uusien toimitilojen laitteistoihin ja uuden kokoluokan sähkövarastoteknologiaan sekä oman tuotekehityskäytössä olevan sähkövaraston rakentaminen Lempäälään. Arvioimme investointien painoarvon yhtiön kassavirroissa olevan yhä suhteellisen merkittävä myös tulevaisuudessa yhtiön yltäessä kannattavaan vaiheeseen (investoinnit 48 % liiketoiminnan rahavirrasta vuosina 2028-30).

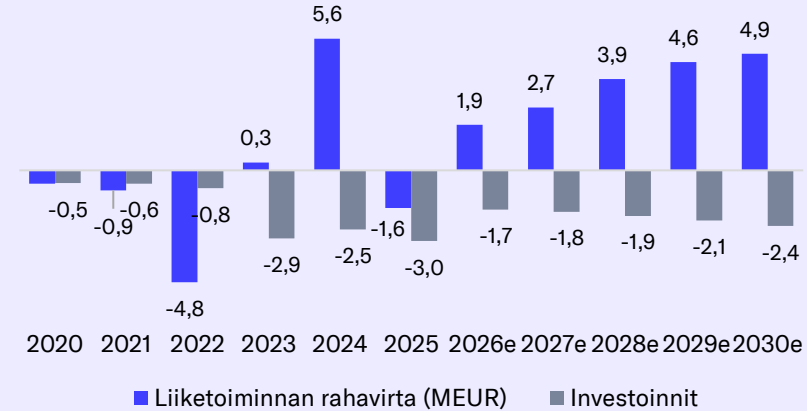
Nettovelka pysyy matalana, mutta oma pääoma voi kuitenkin kaivata lisävahvistuksia

Arvioimme nettovelan kasvavan hieman lyhyellä aikavälillä johtuen mm. matalasta operatiivisesta kannattavuudesta, käyttöpääoman sitoutumisesta, rahoituskuluista ja investoinneista. Nettovelka käy kuitenkin korkeimmillaan vain noin 4 MEUR:ssa (2026-27e) ja kääntyy laskuun vuonna 2028 kannattavuuden vahvistumisen myötä. Yhtiön omavaraisuusaste pysyy lähivuosien ennusteissa lähellä nykyistä tasoa (noin 36 %) ja lähtee nousuun kannattavuuden vahvistuessa enemmän vuodesta 2028 eteenpäin. Käyttöpääoman, kannattavuuden ja kasvun kulmakertoimen vaikeasta ennustettavuudesta johtuen emme kuitenkaan sulje pois mahdollisuutta, että yhtiölle tulisi lähivuosina lisää tarvetta taseen oman pääoman vahvistamiseen.

Näemme muutenkin mahdollisena, että yhtiö vahvistaisi tasetaan merkittävämmän keskipitkällä jännteellä tavoitellessaan seuraavalla strategiakaudella voimakasta kasvua (esim. sähkövarastoissa suurempia toimituksia tai aggressiivisempaa kv-kasvua). Vahvempi tase myöskin laajentaisi yhtiön vaihtoehtoja uusien sähkövarastotoimitusten osalta, myös sellaisiin, missä maksuehdot eivät ole käyttöpääoman kannalta kaikkein parhaat.

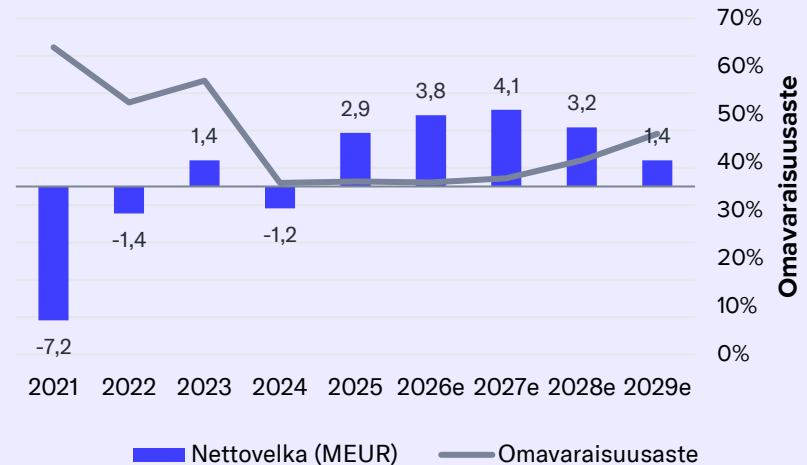
Kannattavuuskäänteessä onnistuminen vuoden 2026 aikana vahvistaisi edellytyksiä oman pääoman ehtoisen rahoituksen saamiseen. Käänteessä epäonnistuminen puolestaan voisi negatiivisessa skenaariossa johtaa ikävään tilanteeseen, jossa tase kaipaisi vahvistamista, mutta oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuus olisi heikko ja osakeannissa jouduttaisiin mahdollisesti hyväksymään osakekannan merkittävää diluutiota.

Rahavirta ja investoinnit



Esitetty liiketoiminnan rahavirta poikkeaa yhtiön raportointitavasta siten, että se ei sisällä rahoituskustannuksia.

Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 5/5

Yksityiskohtaiset ennusteet

MEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Tilauskertymä		7	15	13	17	34	54	48	60		
- kasvu %			100 %	-11 %	30 %	100 %	59 %	-10 %	25 %		
Tilauskanta	5	2	10	8	9	14	30	24	27		
- kasvu %				-17 %	8 %	53 %	116 %	-18 %	9 %		
Liikevaihto	9	10	7	15	16	29	36	55	58	70	81
- kasvu %		10 %	-37 %	127 %	10 %	79 %	23 %	53 %	6 %	20 %	16 %
Liikevaihto segmenteittäin											
Sähkönlaaturatkaisut	8	7	6	12	15	14	11	11	12	14	14
- kasvu %		-22 %	-13 %	102 %	32 %	-8 %	-25 %	8 %	8 %	10 %	6 %
Sähkövarastot	1	3	1	3	0	14	24	42	44	54	64
- kasvu %		560 %	-85 %	420 %	-91 %	6279 %	72 %	73 %	5 %	23 %	19 %
Palvelut	0	0	0	1	1	1	1	1	1	2	2
- kasvu %		10 %	-37 %	127 %	20 %	10 %	25 %	20 %	25 %	20 %	15 %
Materiaalikate %	44,9 %	44,9 %	52,6 %	35,0 %	47,8 %	34,2 %	32,8 %	32,1 %	33,0 %	32,4 %	31,9 %
Henkilöstökulut liikevaihdosta %	20,7 %	22,6 %	37,5 %	20,9 %	28,4 %	21,6 %	22,4 %	18,8 %	18,6 %	17,5 %	17,1 %
Muut kulut liikevaihdosta %	15,3 %	16,4 %	12,5 %	8,2 %	15,5 %	11,5 %	10,4 %	9,8 %	9,3 %	8,5 %	8,0 %
Käyttökate	0,8	0,6	0,0	0,8	0,6	0,2	-0,8	1,8	2,8	4,4	5,4
- % liikevaihdosta	8,1 %	5,7 %	0,6 %	5,6 %	3,6 %	0,6 %	-2,2 %	3,3 %	4,8 %	6,3 %	6,7 %
Poistot	#REF!	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,7	-1,3	-1,5	-1,5	-1,6	-1,8
Liikevoitto	0,4	0,2	-0,4	0,3	0,1	-0,5	-2,1	0,3	1,4	2,8	3,7
- % liikevaihdosta	4,1 %	2,3 %	-5,5 %	2,3 %	0,7 %	-1,8 %	-5,7 %	0,6 %	2,3 %	4,0 %	4,6 %
Investoinnit	#REF!	0,0	0,5	0,6	0,8	2,9	2,5	3,0	1,7	1,8	1,9
Nettokäyttöpääoma	0,3	2,5	3,0	4,7	10,1	9,9	3,5	6,9	7,8	9,5	11,0
Nettovelka				-7,2	-1,4	1,4	-1,2	2,9	3,8	4,1	3,2

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1

Teknologiayhtiö, jonka kilpailuvalttina asiantuntijuus ja erikoistunut osaaminen

2

Suosiolliset megatrendit ja markkinan voimakas kasvunopeus

3

Riippuvuus suurista yksittäisistä hankkeista ja Suomen sähkövarastomarkkinasta

4

Sähkövarastoliiketoiminta on matalakatteista ja kannattavuuspotentiaali vielä todistamatta

5

Korkea riskitaso, mutta myös suuri arvonluontipotentiaali, mikäli tavoitteissa onnistutaan

Vahvuudet

- Teknologia-asiantuntijuus ja tuotekehitys
- Modulaarinen ja skaalautuva tuoteportfolio mahdollistaa liiketoiminnan nopean kasvattamisen
- Voimakas markkinakasvu etenkin sähkövarastoissa energiantuotannon murroksen ajamana
- Listautumisannin varoilla tehty runsaasti pohjatyötä kasvun eteen ja vahvistettu mm. tuotekehitystä, tuotantoa sekä kansainvälistä myyntiä

Riskit

- Sähkövarastomarkkinan kannattavuus on vielä kysymysmerkki, sillä ala on kilpailtu ja katteet melko matalat
- Kannattavuuden parantaminen tavoitellulle tasolle on arviomme mukaan haastavaa
- Suurten tilausten aiheuttama kasvukehityksen epätasaisuus
- Taseen vahvistaminen voi tulla relevantiksi kasvun tukemiseksi, riippuen osittain myös kannattavuuskäänneessä onnistumisesta

Arvonmääritys 1/3

Sijoitusprofiili: Vahvan kasvun yhtiö, joka on osoittanut orastavia merkkejä tulostuuksista

Merus Power kasvaa voimakkaasti energiajärjestelmän murroksen tarjoaman markkinakäytön vetämänä. Vuosien 2023-2025 sähkövarastovetoinen kasvu on demonstroinut, että yhtiöllä on vähintäänkin paikallisesti kilpailukykyä ja rahkeet skaalata toimintaa nopeasti uuteen kokoluokkaan. Vaikka energiamarkkinan murros on nähdäksemme kestävä kasvuajuri, voi investointivetoinen kysyntä vaihdella silti vuositason ja aiheuttaa volatiliiteettia ennusteisiin. Kasvutarina voisi entisestään vahvistua, mikäli Merus Power onnistuisi hajauttamaan kysynnän ajureita voittamalla sähkövarastoprojekteja ulkomailta ja samalla osoittamaan sähkövarastoratkaisujensa kilpailukykyyn myös kotimaan ulkopuolella

Kasvun lisäksi pidämme sijoitustarinan kannalta tärkeänä, että yhtiö pystyy vahvistamaan kannattavuuttaan, mistä saatiin jo selkeitä merkkejä vuoden 2025 aikana. 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. Nykyinen pitkän aikavälin EBIT-marginaalioletuksemme on vajaat 5 %, mikä vastaa karkeasti toimialan suurten toimijoiden parhaita kannattavuustasoja. Koko toimiala on toki edelleen kasvuvaiheessa, minkä vuoksi sen kannattavuus voisi pitkällä aikavälillä vahvistua markkinan kypsyessä.

Arvostus on lyhyellä tähtäimellä korkea

Merus Powerin tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat kasvupanostuksista ja kannattavuuskäytön keskeneräisyydestä johtuen toistaiseksi varsin korkeat (2026 EV/EBIT: 29x, EV/EBITDA: 14x), eikä niillä mielestämme voida vielä perustella osakkeen nykyistä arvoa. Kertoimet kuitenkin laskevat lähivuosina melko nopeasti ennustetun tulostuon myötä. Arvostuksen nojaaminen tulevaisuuden epävarmaan tulostuuksien osaltaan kasvattaa osakkeen arvostusriskiä. Tasepohjaisesti tarkasteltuna osakkeen arvostus on melko hintava (P/B 2026e: 3,3x) suhteutettuna toteutuneeseen matalaan tuottoon pääomalle (2025 ROE: -11 %, ROI: 2 %). Tulostuuksien jatkuessa arvioimme myös pääoman tuoton vahvistuvan keskipitkällä aikavälillä selvästi yli tuottovaatimuksen.

Näkemykset pohjautuvat tulevaisuuden kertoihin ja DCF:ään

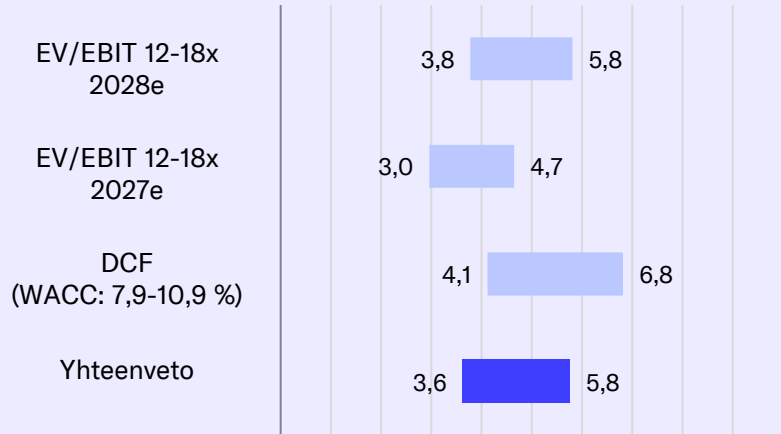
Painotamme osakkeen arvonmäärityksessä erityisesti tulospohjaista arvonmääritystä keskipitkän aikavälin ennusteilla, mutta annamme lisäksi painoarvoa myös DCF-mallille. Menetelmien yhteistuloksena arvioimme osakekohtaisen käyvän arvon olevan välillä 3,6-5,8 euroa.

Vahvan kasvuprofiilin ja keskeneräisen kannattavuuskäytön ansiosta osakkeen käyvät keskipitkän aikavälin tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat mielestämme selvästi pörssin keskitasoa korkeampia. Käyvän arvon vaihteluvälimme perustuu kahden kolmasosan painotuksella tulospohjaisiin arvostuskertoihin (EV/EBIT 12-18x vuosien 2027-28 ennusteilla, diskontattuna nykypäivään). Kolmannes arviosta pohjautuu kassavirta-analyysiin (DCF), joka korostaa vielä voimakkaammin pitkän aikavälin kannattavuus- ja kasvuoletusten merkitystä.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,30	4,30	4,30
Osakemäärä, milj. kpl	8,22	8,22	8,22
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	39	39	39
P/E (oik.)	>100	22,6	13,2
P/E	>100	22,6	13,2
P/B	3,3	2,9	2,4
P/S	0,6	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	14,0	9,0	7,1
EV/EBIT (oik.)	28,9	14,3	10,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Käyvän arvon vaihteluväli (€/osake)



Lähde: Inderesin ennuste

Arvonmääritys 2/3

Verrokeista haastava löytää kunnollista vertailukohtaa

Merus Powerille on haastavaa löytää julkisesti listattuja vastaavan sijoitusprofiilin verrokkiyhtiöitä. Olemme listanneet alla muutamia erilaisia sijoitusprofileja perustuen olemassaoleviin listayhtiöihin.

Kypsan kannattavuuden sähköteknologiayhtiöt. Tähän ryhmään kuuluvat esimerkiksi eurooppalaiset ABB, Schneider Electric sekä kiinalainen Sinexcel Electric. Yhtiöillä on korkeat kannattavuudet (EBIT-% >10 %) ja sijoitetun pääoman tuotot. Myös kasvuprofiilit ovat suhteellisen hyvät (~5-10 %/v), mutta matalammat kuin pääasiassa sähkövarastoihin keskittyvillä toimijoilla (kuten Merus Powerilla). Näille yhtiöille käypä arvostustaso on nähdäksemme EV/EBIT 15-25x, osin riippuen kasvuprofiilista. Näemme tämän ryhmän arvostusriskin suhteellisen maltillisena johtuen vakiintuneesta markkina-asemasta ja ennustettavista kassavirroista.

Korkean kasvun yhtiöt matalalla kannattavuudella. Tähän ryhmään kuuluu useita pääasiallisesti sähkövarastomarkkinaan panostavia yhtiöitä, kuten Fluence Energy ja Merus Power. Näiden yhtiöiden arvostusta ajaa kasvun lisäksi erityisesti näytöt tavoitellusta kannattavuuskäänteestä. EV/liikevaihto-pohjaiset arvostuskertoimet ovat melko matalat, mutta toisaalta lyhyen aikavälin tulospohjaiset arvostuskertoimet korkeat. Arvostusriski on korkea ja kurssiheilahtelut esimerkiksi kannattavuus- tai rahoitusnäkymien muuttuessa voivat olla suuria. Näemme myös hollantilaisen Alfenin kuuluvan tähän ryhmään, joskin yhtiön kasvunäkymä on heikompi, sillä liikevaihtoon sisältyy myös heikommin kasvavia elementtejä. Kannattavuuskäännettä odottavien yhtiöiden kohdalla tulospohjaista käypää arvostustasoa on vaikeaa määrittää lyhyelle aikavälille, joten tulospohjaisen

arvonmäärityksen täytyy nojata pidemmän aikavälin ennusteisiin.

Perusskenaariossa osakkeessa olisi kohtuullista nousuvaraa

Tarkastelemme Merus Powerin arvostusta keskipitkän aikavälin tulosenennusteilla (2028e) muodostamalla kolme eri skenaariota yhtiön liikevaihdolle ja liikevoittomarginaalille.

Pyrimme havainnollistamaan yhtiön potentiaalista arvoa EV/liikevoitto-kertoimien avulla. Arvioimme osakkeen käyväksi arvostustasoksi EV/EBIT 15x, joka on mielestämme realistinen arvio jopa negatiivisen skenaarion kohdalla ja mahdollisesti jopa varovainen perusskenaarion ja positiivisen skenaarion osalta. Samalla on todettava, että ennusteet erityisesti kannattavuuden parantumisen osalta ovat varsin epävarmoja, koska yhtiön tulostulokäänteestä on nähty vasta ensimmäiset merkit ja toimialan kysyntäkuva sekä kilpailudynamiikka voivat elää merkittävästi. Olemme olettaneet yksinkertaisuuden nimissä, että yhtiön nettokassa kehitty kaikissa skenaarioissa perusskenaarion ennusteiden mukaisesti, sillä kovemman kasvun toteutuessa pääomia sitoutuisi enemmän käyttöpääomaan.

Perusskenaariossa vuoden 2028 liikevaihto olisi 81 MEUR ja liikevoittomarginaali olisi 4,6 %. Näillä oletuksilla saisimme vuonna 2028 yhtiön EV:ksi 55 MEUR ja markkina-arvoksi 52 MEUR. Osakekurssissa olisi tällöin 47 % nousuvaraa vuoden 2028 arvioon, mikä vastaisi kohtuullisen houkuttavaa 15 %:n vuosituottoa. Perusskenaarionkin kannattavuusoletuksiin sisältyy merkittävä tasonnosto nykyhetkestä, mikä pitää ennusteriskin korkeana. Arvioimme perusskenaarion kannattavuuden vastaavan toimialan perustasoa kypsemässä markkinan kehitysvaiheessa (esim. Wärtsilä).

Vertailu valittuihin sähkövarastojen toimittajiin

Yhtiö	Sinexcel Electric	Alfen	Fluence Energy	Verrokkit ka.	Merus Power
Liikevaihdon kasvu (3v CAGR 26-28)	16 %	6 %	28 %	17 %	14 %
EBIT-% 2027e	16 %	2 %	2 %	6 %	4 %
EV/EBIT 2027e	14	21	52	29	14
EV/liikevaihto 2026e	2,7	0,5	0,9	1,4	0,7
P/B 2026e	4,5	1,3	5,4	3,7	3,3

Lähde: Inderesin arvio, Refinitiv ja Bloomberg

Skenaarioanalyysi

Vuonna 2028 MEUR	Negatiivinen skenario	Perus-skenaario	Positiivinen skenario
Liikevaihdon vuosikasvu 2026-28	3 %	14 %	30 %
Liikevaihto	60	81	120
Liikevoitto-%	2,0 %	4,6 %	6,0 %
Liikevoitto	1,2	3,7	7,2
EV/EBIT (x)	15	15	15
= EV	18	55	108
Nettokassa 2028e	-3	-3	-3
= Markkina-arvo	15	52	105
Osakekurssi 2028e	1,8	6,3	12,8
Tuotto	-58 %	47 %	197 %
Vuotuinen tuotto	-27 %	15 %	49 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/3

Optimistisessa skenaariossamme olemme asettaneet liikevaihdon lähelle yhtiön tavoitteiden mukaista tasoa, mutta kannattavuusoletuksemme on silti alle yhtiön tavoitteen, jota pidämme varsin haastavana saavuttaa. Skenaariossa liikevaihto olisi 120 MEUR, mikä vastaisi 30 %:n vuotuista kasvua (2023-25 CAGR: 50 %) ja liikevoittomarginaali 6 %, jolloin liikevoitto asettuisi 7,2 MEUR:oon ja yritysarvo (EV) 108 MEUR:oon. Osakkeen arvo olisi siten vuonna 2028 tässä skenaariossa noin 3-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 liiketoiminnan kannattavuus nousisi toimialan nykyisen kannattavuusnäkymän yläpuolelle. Toisaalta pidämme näin korkean kannattavuuden saavuttamista haastavana sähkövarastojen matala kateprofiili huomioiden.

Pessimistisessä skenaariossa liikevaihto jäisi 60 MEUR:oon vuonna 2028, mikä sekin vaatisi 3 %:n vuotuista kasvua. Heikosta kasvusta johtuen myös kannattavuus skaalautuisi heikosti ja EBIT jäisi 1,2 MEUR:oon. Emme pidä skenaarion toteutumista todennäköisenä ainakaan liikevaihdon osalta, koska yhtiö on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja markkina tarjonnee edelleen vahvaa vetoapua keskipitkällä jännteellä. Uusilla ja nopeasti kehittyvillä toimialoilla kysyntä voi kuitenkin ajoittain vaihdella, mikä voi johtaa yllättäviin muutoksiin investointivetoisen tilauskannan osalta. Kannattavuuden osalta pessimistinen skenario ei ole ääripessimistinen, sillä se olettaa EBIT-marginaalin paranevan 2 %:iin, mikä tarkoittaa nousua suhteessa nykytasoon (2025: 0,6 %). Kannattavuusoletus on silti nähdäksemme toimialan oletettua kypsan vaiheen perustasoa matalampi.

DCF-arvostus

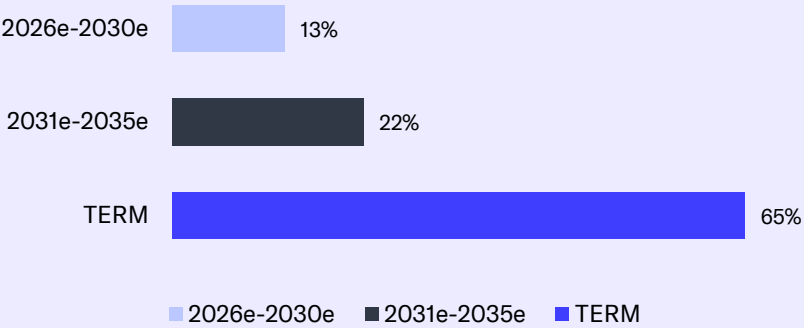
Kassavirtoihin perustuva DCF-laskelmamme antaa Merus Powerin oman pääoman arvoksi 43 MEUR (5,3 euroa per osake). Ennustemallissamme 2026-2030 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu on korkeahko (13 %/v.), minkä jälkeen kasvu hidastuu ja on terminaalijaksolla enää 3 % vuoden 2035 jälkeen.

Mallissamme EBIT-marginaali nousee vuoteen 2028 mennessä 4,6 %:n tasolle ja EBITDA-marginaali 6,7 %:n tasolle (yhtiön tavoite keskimäärin yli 15 %:n EBITDA-marginaali). Kannattavuus parantuu vielä pitkän aikavälin ennusteissamme hieman (EBIT terminaalijaksolla 5,0 %). 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 kypsyessä.

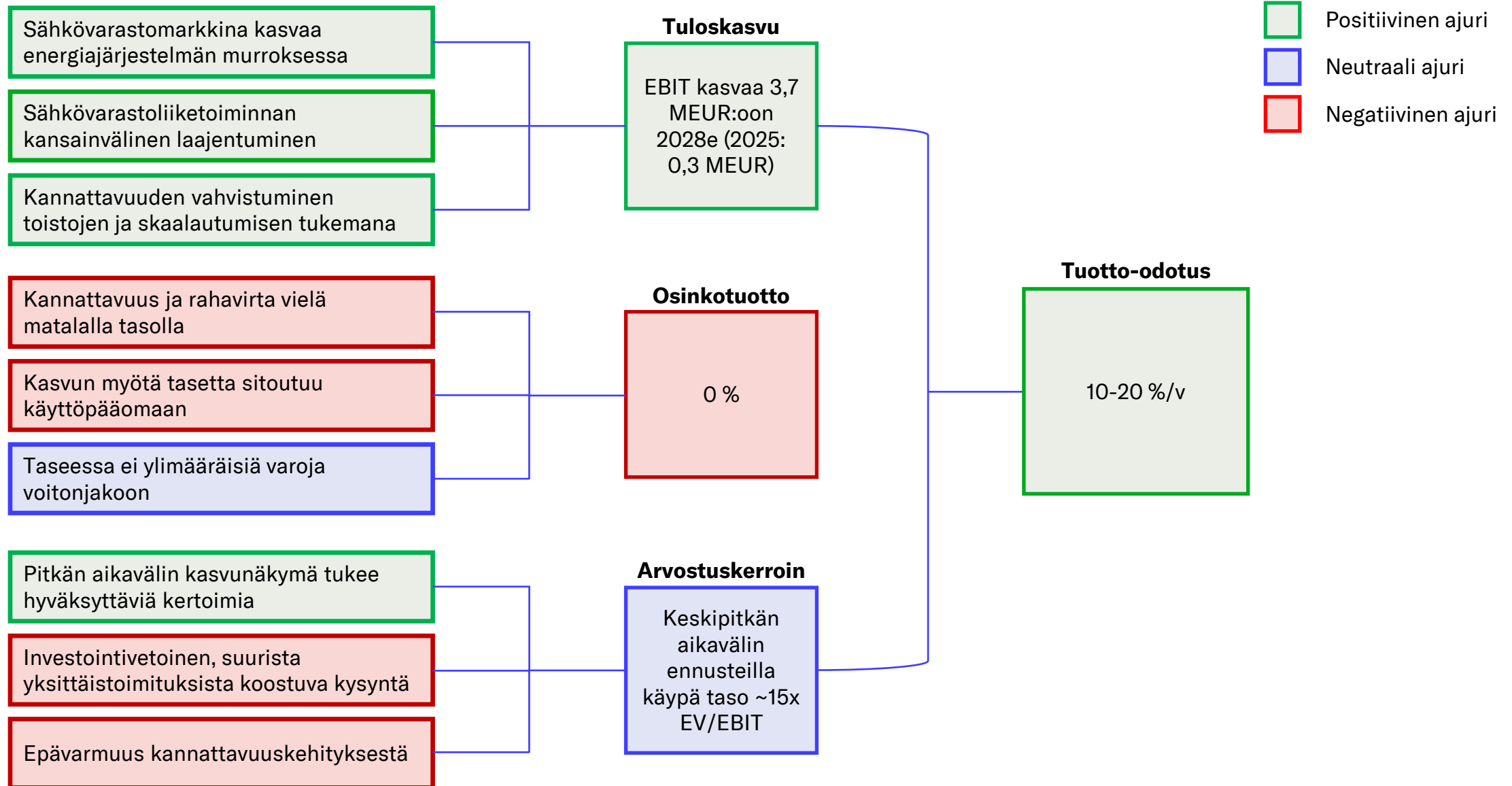
Sovellettu pääoman kustannus (WACC) on 9,4 %, mikä heijastelee osakkeen keskimääräistä pörssiyhtiötä korkeampaa riskitasoa. Terminaalijakson osuus rahavirroista 65 % on melko tyypillinen. Käytämme korkeahkoa oman pääoman kustannusta (10,6 %), koska näemme yhtiön tulevaisuudennäkymiin sisältyvän edelleen huomattavan paljon epävarmuutta yhtiön ja toimialan kehitysvaiheesta johtuen. Oman pääoman kustannuksen laskeminen 1 %-yksiköllä nostaisi DCF-arvonmääritystä 19 %:lla ja nostaminen laskisi arvoa 14 %:lla.

Olennainen DCF-arvostusta laskeva tekijä liittyy lähivuosien käyttöpääomatarpeisiin sähkövarastoliiketoiminnan nopean kasvun myötä. Esimerkiksi vuosina 2026-30 käyttöopääomaa sitoutuu ennusteissa 1,5 MEUR per vuosi, mikä on suhteellisen merkittävä määrä yhtiön koko markkina-arvoon suhteutettuna.

DCF: Rahavirran ajoituksen jakauma



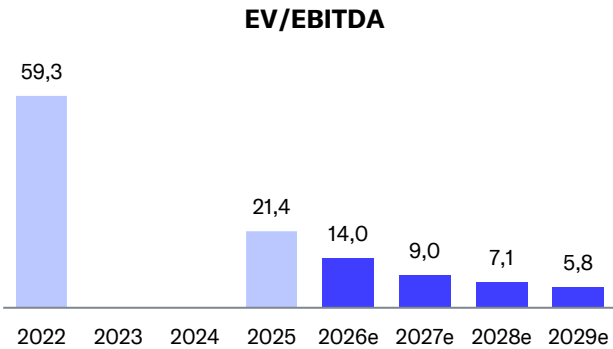
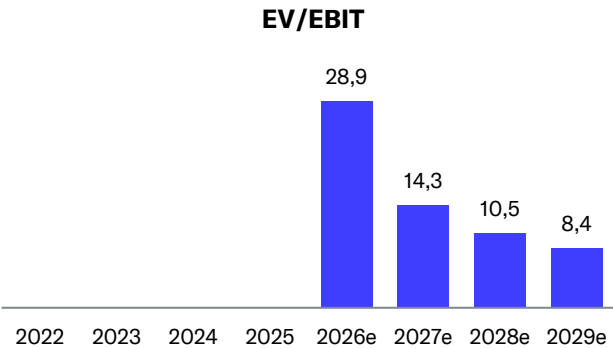
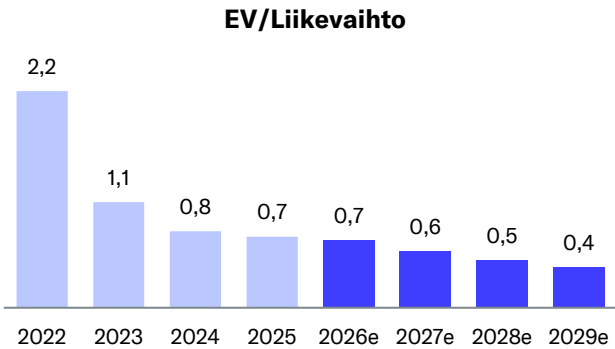
Osaketuoton ajurit (keskipitkällä aikavälillä)



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	4,77	3,82	3,71	4,37	4,30	4,30	4,30	4,30
Osakemäärä, milj. kpl	7,64	7,64	7,67	8,22	8,22	8,22	8,22	8,22
Markkina-arvo	36	29	28	36	35	35	35	35
Yritysarvo (EV)	35	31	27	39	39	39	39	37
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	22,6	13,2	9,6
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	22,6	13,2	9,6
P/B	2,8	2,4	3,0	3,5	3,3	2,9	2,4	1,9
P/S	2,3	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	2,2	1,1	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	59,3	>100	neg.	21,4	14,0	9,0	7,1	5,8
EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	neg.	>100	28,9	14,3	10,5	8,4
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 2026e
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	
Sinexcel Electric	1499	1436	17,1	13,8	15,6	13,2	2,7	2,3	19,6	16,4	1,8	2,1	4,5
Alfen	202	223	42,4	20,7	8,5	7,0	0,5	0,5	71,6	33,8			1,3
ABB	141932	143870	23,8	22,1	21,3	19,9	4,7	4,4	28,6	27,8	1,3	1,4	9,0
Schneider Electric	151148	162566	20,7	18,5	17,3	15,6	3,8	3,5	26,5	23,1	1,8	1,9	4,5
Wärtsilä	21622	19620	21,8	19,6	18,6	16,9	2,8	2,6	32,2	28,8	1,7	1,9	7,2
Fluence Energy	2583	2613		52,0	62,9	24,3	0,9	0,8		61,1			5,4
Merus Power (Inderes)	35	39	28,9	14,3	14,0	9,0	0,7	0,6	230,7	22,6	0,0	0,0	3,3
Keskiarvo			25,2	24,5	24,0	16,2	2,6	2,3	35,7	31,8	1,6	1,8	5,3
Mediaani			21,8	20,2	18,0	16,3	2,7	2,4	28,6	28,3	1,7	1,9	4,9
Erotus-% vrt. mediaani			33 %	-29 %	-22 %	-44 %	-75 %	-77 %	706 %	-20 %	-100 %	-100 %	-32 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Verrokkiryhmän välillä on suuria eroja mm. liiketoimintojen rakenteessa ja kehitysvaiheessa. Vahvemman kasvun yhtiöihin lukeutuvat ryhmästä Sinexcel Electric, Alfen ja Fluence Energy, joskin kyseiset yhtiöt ovat selvästi Merus Poweria suurempia. Vakiintuneempia toimijoita joukosta ovat puolestaan ABB, Schneider Electric ja Wärtsilä.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	35,8	24,9	29,7	54,6	24,7	33,3	57,9	69,5	80,6	91,9
Konserni	35,8	24,9	29,7	54,6	24,7	33,3	57,9	69,5	80,6	91,9
Käyttökate	-0,8	0,3	1,5	1,8	0,1	2,7	2,8	4,4	5,4	6,3
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-0,8	-0,7	-1,5	-0,7	-0,7	-1,5	-1,6	-1,8	-1,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,1	-0,5	0,8	0,3	-0,6	2,0	1,4	2,8	3,7	4,4
Liikevoitto	-2,1	-0,5	0,8	0,3	-0,6	2,0	1,4	2,8	3,7	4,4
Konserni	-2,1	-0,5	0,8	0,3	-0,6	2,0	1,4	2,8	3,7	4,4
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,7	-0,7	-1,4	-0,6	-0,6	-1,2	-1,2	-1,0	-0,7
Tulos ennen veroja	-2,7	-1,2	0,1	-1,1	-1,2	1,4	0,2	1,6	2,7	3,7
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	-2,7	-1,2	0,1	-1,1	-1,2	1,4	0,2	1,6	2,7	3,7
EPS (oikaistu)	-0,35	-0,14	0,01	-0,14	-0,15	0,17	0,02	0,19	0,33	0,45
EPS (raportoitu)	-0,35	-0,14	0,01	-0,14	-0,15	0,17	0,02	0,19	0,33	0,45

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	23,4 %	273,8 %	1,9 %	52,5 %	-1,0 %	11,9 %	6,0 %	20,0 %	16,0 %	14,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	302,3 %	-87,8 %	-58,7 %	-115,4 %	28,5 %	145,9 %	326,9 %	104,1 %	33,1 %	19,3 %
Käyttökate-%	-2,2 %	1,3 %	5,1 %	3,3 %	0,4 %	8,2 %	4,8 %	6,3 %	6,7 %	6,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	-5,7 %	-2,0 %	2,7 %	0,6 %	-2,5 %	6,0 %	2,3 %	4,0 %	4,6 %	4,8 %
Nettotulos-%	-7,4 %	-4,7 %	0,2 %	-2,0 %	-5,0 %	4,2 %	0,3 %	2,2 %	3,3 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	4,9	6,4	6,7	6,8	7,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	4,7	4,7	5,0	5,1	5,3
Käyttöomaisuus	0,2	1,7	1,7	1,7	1,7
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	21,8	22,4	22,8	26,2	29,6
Vaihto-omaisuus	9,1	6,9	7,2	8,4	9,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	9,7	10,4	10,7	12,5	14,1
Likvidit varat	3,0	5,0	4,8	5,2	6,0
Taseen loppusumma	26,7	28,8	29,4	33,0	36,6

Lähde: Inderes

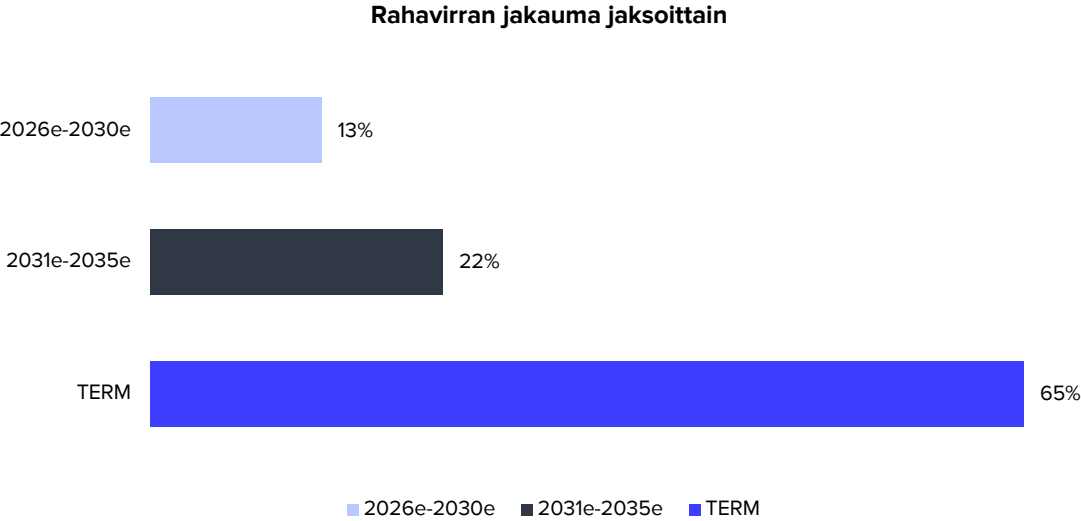
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	9,5	10,4	10,6	12,1	14,8
Osakepääoma	17,9	19,9	19,9	19,9	19,9
Kertyneet voittovarot	-8,3	-9,5	-9,3	-7,7	-5,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,1	5,7	5,4	5,8	5,7
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Korolliset velat	1,0	5,5	5,2	5,6	5,5
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	16,1	12,7	13,5	15,1	16,1
Korolliset velat	0,8	2,4	3,4	3,7	3,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	15,3	10,3	10,1	11,4	12,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	26,7	28,8	29,4	33,0	36,6

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	52,5 %	6,0 %	20,0 %	16,0 %	14,0 %	11,0 %	9,0 %	7,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	0,6 %	2,3 %	4,0 %	4,6 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Liikevoitto	0,3	1,4	2,8	3,7	4,4	4,9	5,3	6,0	6,2	6,6	6,8	
+ Kokonaispoistot	1,5	1,5	1,6	1,8	1,9	2,1	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	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	-3,5	-0,9	-1,7	-1,6	-1,7	-1,1	-1,0	-0,8	-0,5	-0,6	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	-1,7	1,9	2,7	3,9	4,6	4,9	5,4	6,2	6,8	7,0	7,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,0	-1,7	-1,8	-1,9	-2,1	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-4,6	0,3	0,9	1,9	2,5	2,6	3,1	3,9	4,4	4,7	4,5	
+/- 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	-4,6	0,3	0,9	1,9	2,5	2,6	3,1	3,9	4,4	4,7	4,5	72,8
Diskontattu vapaa kassavirta		0,2	0,8	1,5	1,7	1,7	1,8	2,1	2,2	2,1	1,9	30,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		46,2	45,9	45,2	43,7	41,9	40,3	38,4	36,3	34,1	32,0	30,2
Velaton arvo DCF		46,2										
- Korolliset velat		-7,9										
+ Rahavarat		5,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		43,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,3										

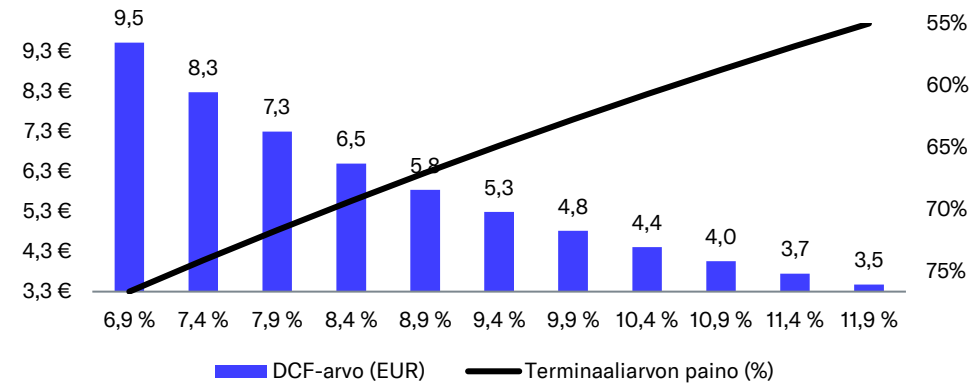
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,28
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %

Lähde: Inderes

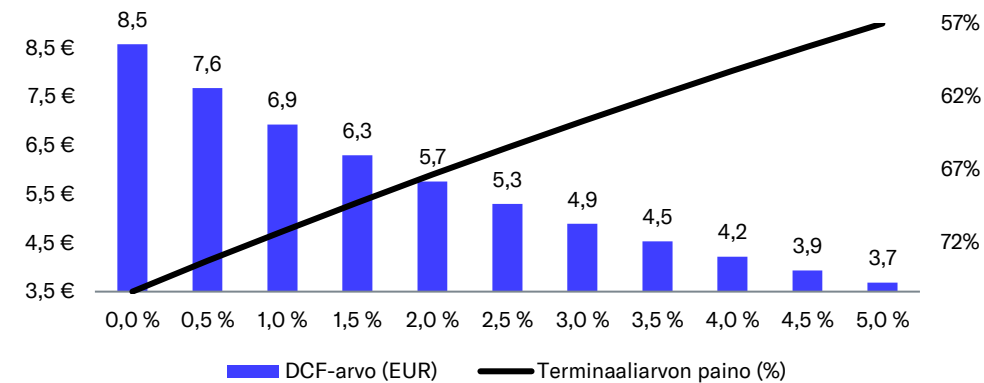


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

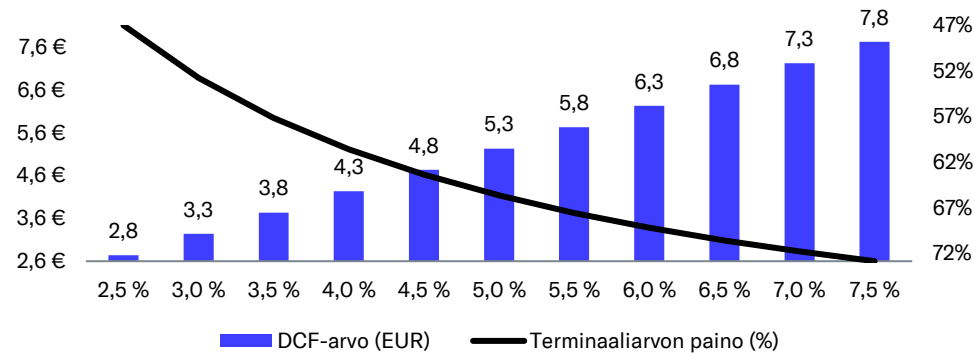
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



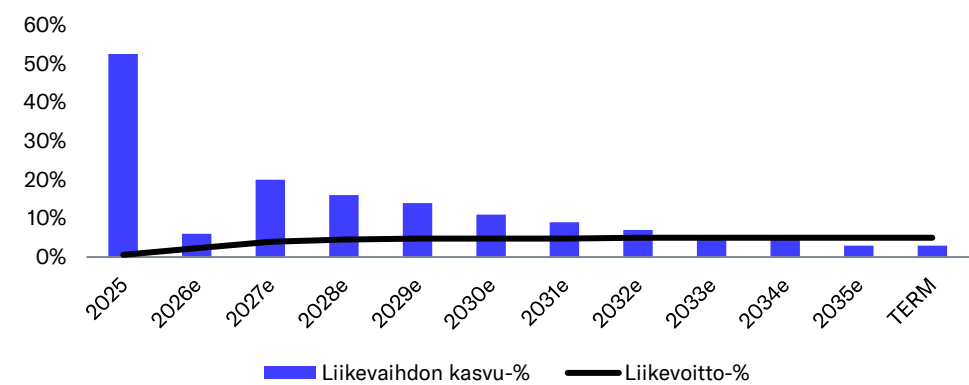
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	29,0	35,8	54,6	57,9	69,5
Käyttökate	0,2	-0,8	1,8	2,8	4,4
Liikevoitto	-0,5	-2,1	0,3	1,4	2,8
Voitto ennen veroja	-0,8	-2,7	-1,1	0,2	1,6
Nettovoitto	-0,8	-2,7	-1,1	0,2	1,6
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	21,2	26,7	28,8	29,4	33,0
Oma pääoma	12,1	9,5	10,4	10,6	12,1
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	1,4	-1,2	2,9	3,8	4,1

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	0,2	-0,8	1,8	2,8	4,4
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	6,4	-3,5	-0,9	-1,7
Operatiivinen kassavirta	0,4	5,6	-1,7	1,9	2,7
Investoinnit	-2,9	-2,5	-3,0	-1,7	-1,8
Vapaa kassavirta	-2,6	3,1	-4,6	0,3	0,9

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	1,1	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	>100	neg.	21,4	14,0	9,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100	28,9	14,3
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	>100	22,6
P/B	2,4	3,0	3,5	3,3	2,9
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	-0,10	-0,35	-0,14	0,02	0,19
EPS (oikaistu)	-0,10	-0,35	-0,14	0,02	0,19
Operat. Kassavirta / osake	0,05	0,73	-0,20	0,23	0,32
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,33	0,40	-0,56	0,03	0,11
Omapääoma / osake	1,58	1,24	1,27	1,28	1,47
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	79 %	23 %	53 %	6 %	20 %
Käyttökateen kasvu-%	-69 %	-530 %	-327 %	55 %	55 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-582 %	302 %	-115 %	327 %	104 %
EPS oik. kasvu-%	626 %	231 %	-61 %	-114 %	919 %
Käyttökate-%	0,6 %	-2,2 %	3,3 %	4,8 %	6,3 %
Oik. Liikevoitto-%	-1,8 %	-5,7 %	0,6 %	2,3 %	4,0 %
Liikevoitto-%	-1,8 %	-5,7 %	0,6 %	2,3 %	4,0 %
ROE-%	-6,4 %	-24,5 %	-11,2 %	1,5 %	13,8 %
ROI-%	-3,1 %	-15,0 %	2,1 %	7,2 %	13,6 %
Omavaraisuusaste	57,1 %	35,7 %	36,1 %	35,8 %	36,7 %
Nettovelkaantumisaste	11,6 %	-12,2 %	27,6 %	36,1 %	33,9 %

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 sijoitusuusituksia 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 €
24/01/2025	Vähennä	4,30 €	4,61 €
06/02/2025	Vähennä	4,80 €	5,12 €
14/08/2025	Vähennä	4,80 €	5,22 €
21/08/2025	Vähennä	5,00 €	5,60 €
12/01/2026	Vähennä	4,50 €	4,40 €
06/02/2026	Lisää	4,70 €	4,24 €
23/02/2026	Lisää	4,70 €	4,30 €



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.**