

Norrhydro

Laaja raportti

17.10.2024 20.15 EEST



Erkki Vesola
+358 50 549 5512
erkki.vesola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

NorrDigin piikkarit irtoavat lähtötelineistä

Norrhydron hydraulisylinteriliiketoiminnan pitkän aikavälin kysyntänäköymät ovat hyvät ja NorrDigi-tuotteissa näköymä on erittäin lupaava. NorrDigi-tuotteiden tekniset riskit ovat jo hyvin pieniä ja kaupallinen lanseeraus on käynnistynyt Volvo CE:n vedolla. Käynnistyminen viivästyi aiemmista arvioistamme, minkä vuoksi vuosien 2025-2026 tulosestimoitamme on leikattu selvästi. Osakkeen perusteltu pitkän aikavälin nousuvara on kuitenkin hyvin mittava, minkä vuoksi säilytämme lisää-suosituksemme. Tavoitehintamme pysyy ennallaan 2,10 eurossa, sillä ennustemuutoksissamme on kyse vain yhden vuoden siirtymästä ja samalla Norrhydron riskiprofiili on madaltunut.

NorrDigin asiakaskanta laajenee mukavasti

Volvo CE on ollut tyytyväinen NorrDigi MCC –monikammiosylinterin perusteellisissa testeissä saatuihin tuloksiin ja on jo aloittanut teknologian kaupallisen lanseerauksen. Norrhydro on julkistanut myös uusia asiakkuuksia NorrDigi MCC:lle kuten yhdysvaltalainen poraustornioperaattori sekä globaali materiaalinkäsittelylaittevalmistaja, jonka uskomme olevan Kalmar. Pelkästään mainitut kolme asiakasta pitävät Norrhydron NorrDigi-tiimin kiireisenä lähivuodet ja uskomme NorrDigi-liikevaihdon kohoavan 10 MEUR:oon vuonna 2027.

Ennusteissamme edelleen vahvaa kasvua yhden vuoden siirtymästä huolimatta

Liikevaihtoennusteemme Norrhydrolle vuosille 2024-2027 sisältävät edelleen kolme komponenttia: 1) vanhoilta asiakkailta tuleva hydraulisylinteriliikevaihto (kasvu n. +3 % p.a.); 2) jo ylösajossa tai eri vaiheissa neuvottelu-prosessia olevien uusien asiakkaiden hydraulisylinteriliikevaihto (vaikutus konsernin kasvuun n. +3...+4 %-yksikköä) sekä 3) NorrDigi-liikevaihto (vaikutus konsernin kasvuun +6 %-yksikköä). Kaikkiaan odotamme Norrhydron vuoden 2027 liikevaihdon nousevan 48 MEUR:on ja vuosien 2024-2027 kasvun olevan +12 % p.a. NorrDigin kaupallisen lanseerauksen lykkäydyttyä aiemmista arvioistamme on ennusteemme vuosien 2025-2027 liikevaihdoksi kuitenkin laskenut -9...-16 %, mikä vastaa noin yhden vuoden siirtymää.

Luvassa nopeaa tuloskasvua, jos volyymien nousu toteutuu

Vielä vuosina 2024-2026 käyttökatetasollakin tappiollisen NorrDigi-liiketoiminnan kasvu ja liikevaihto-osuuden nousu nollasta 22 %:iin vuonna 2027 sekä volyymien myötä plussalle kohoava kannattavuus nostavat Norrhydron kannattavuutta selvästi. Myös perinteisen sylinteriliiketoiminnan käyttökatemarginaali nousee tehtyjen tehostus-toimien sekä operatiivisen vivun ansiosta. Odotamme konsernin käyttökatemarginaalin kohoavan vuoden 2024 6,0 %:sta vuoden 2027 12,4 %:iin. Mainitun lykkäyksen takia vuosien 2025-2026 marginaaliennusteemme ovat laskeneet -2,5...-2,9 %-yksikköä, mutta vuoden 2027 osalta enää -0,4 %-yksikköä.

Pitkän aikavälin kurssinousuvara on komea

Sekä verrokkihinnoittelun että kokonaistuottomallin soveltuvuus Norrhydroon on yhtiön kehitysvaiheesta johtuen edelleen heikko. Osien summa -laskelmassa osakekohtainen arvo on 2,3...2,9 euroa, jolloin lukujen keskiarvo indikoi vajaan +50 %:n nousuvaraa. Kassavirtamallilla potentiaali on tätäkin suurempi (+60...+70 %). Kurssipotentiaalin realisoituminen täysimääräisesti vaatii kuitenkin vielä paljon etenkin NorrDigiin liittyvää positiivista uutisvirtaa ja tulospäätöksiä. Tästä syystä tavoitehintamme vastaa tilannetta, jossa vain vajaa 40 % nykykurssin ja perustellun arvon välisestä nousuvarasta on realisoitunut.

Suositus

Lisää

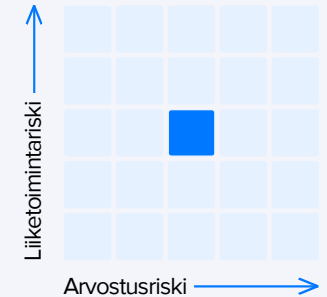
(aik. Lisää)

2,10 EUR

(aik. 2,10 EUR)

Osakekurssi:

1,72



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	30,4	28,3	33,7	40,1
kasvu-%	2 %	-7 %	19 %	19 %
EBIT oik.	1,1	0,3	0,6	2,2
EBIT-% oik.	3,5 %	0,9 %	1,9 %	5,5 %
Nettotulos	-1,4	-0,9	-0,5	1,2
EPS (oik.)	-0,01	-0,08	-0,04	0,10
Osinko	0,00	0,00	0,00	0,03
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	16,7
P/B	2,5	2,3	2,4	1,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,9 %
EV/EBIT (oik.)	30,5	>100	45,8	12,5
EV/EBITDA	29,4	17,0	13,8	7,3
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,9	0,7

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

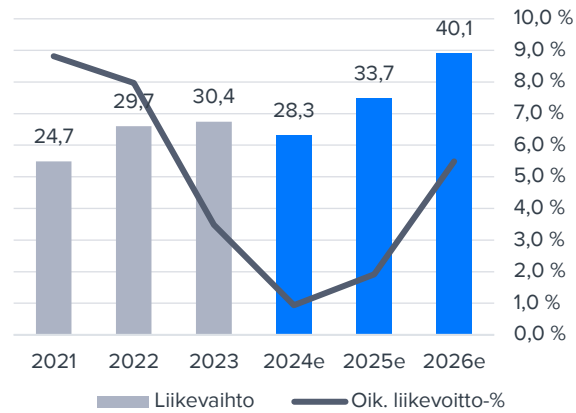
Vuoden 2024 liikevaihdon odotetaan laskevan vuoden 2023 liikevaihdosta (30,4 miljoonaa euroa) ja käyttökatteen olevan parempi kuin vuonna 2023 (3,5 % liikevaihdosta).

Osakekurssi



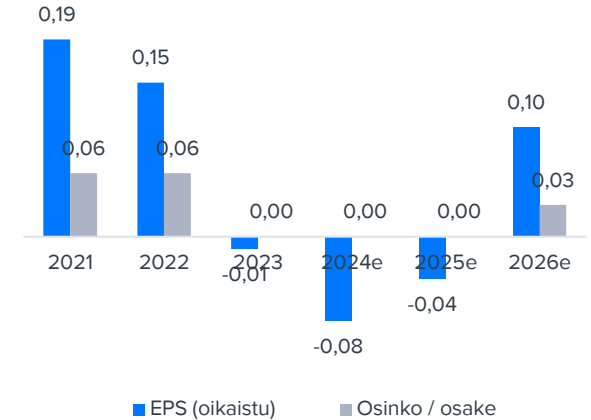
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Edustava asiakasluettelo ja tiiviit, pitkäaikaiset asiakassuhteet
- Partneroitumiseen perustuva toimintamalli
- Melko vakaa perusliiketoiminta hydraulisyntereissä
- NorrDigin luoma merkittävä kasvumahdollisuus



Riskitekijät

- Pääasiakkaiden toimialojen syklisyys
- Isot yksittäiset asiakasriskit
- NorrDigi ei täytä kasvu- ja kannattavuusodotuksia
- Tase on rasittunut

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,72	1,72	1,72
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,0	11,7
Markkina-arvo	19	19	19
Yritysarvo (EV)	29	30	27
P/E (oik.)	neg.	neg.	16,7
P/E	neg.	neg.	17,3
P/B	2,3	2,4	1,8
P/S	0,7	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,7
EV/EBITDA	17,0	13,8	7,3
EV/EBIT (oik.)	>100	45,8	12,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	30,1 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-9
NorrDigin eteneminen ja merkitys	10-13
Liiketoimintamallin riskiprofiili	14
Sijoitusprofiili	15-17
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	18-19
Toimiala ja kilpailu	20-24
Taloudellinen tilanne	25-26
Ennusteet	27-34
Arvonmääritys ja suositus	35-45
Vastuuvapauslauseke	47

Norrhydro lyhyesti

Norrhydro suunnittelee, valmistaa ja valmistuttaa sekä toimittaa hydraulikkasyntereitä raskaisiin liikkuviin työkoneisiin kuten metsäkoneisiin, maanrakennuskoneisiin, kaivoskoneisiin ja materiaalinkäsittelykoneisiin. Yhtiön asiakkaat ovat omien toimialojensa johtavia yhtiöitä. Valmistus on laajasti alihankittua ja yhtiön oma tuotantolaitos sijaitsee Rovaniemellä. Jatkossa Norrhydro liiketoiminta saa vahvaa tukea yhtiön kehittämistä digitaalisesta monikammiosynteristä NorrDigi MCC:stä sekä sähkömekaanisesta toimilaitteesta NorrDigi EMA:sta.

1985

Perustamisvuosi

2009

NorrDigi-tekniikan kehitystyö alkaa

2025e

NorrDigi MCC:n kaupallinen lanseeraus Volvon kaivinkoneissa käynnistyy

25,2 MEUR (-20 % v/v)

Liikevaihto H2'23-H1'24

1,3 MEUR (5,3 % liikevaihdosta)

Oikaistu käyttökate H2'23-H1'24

160

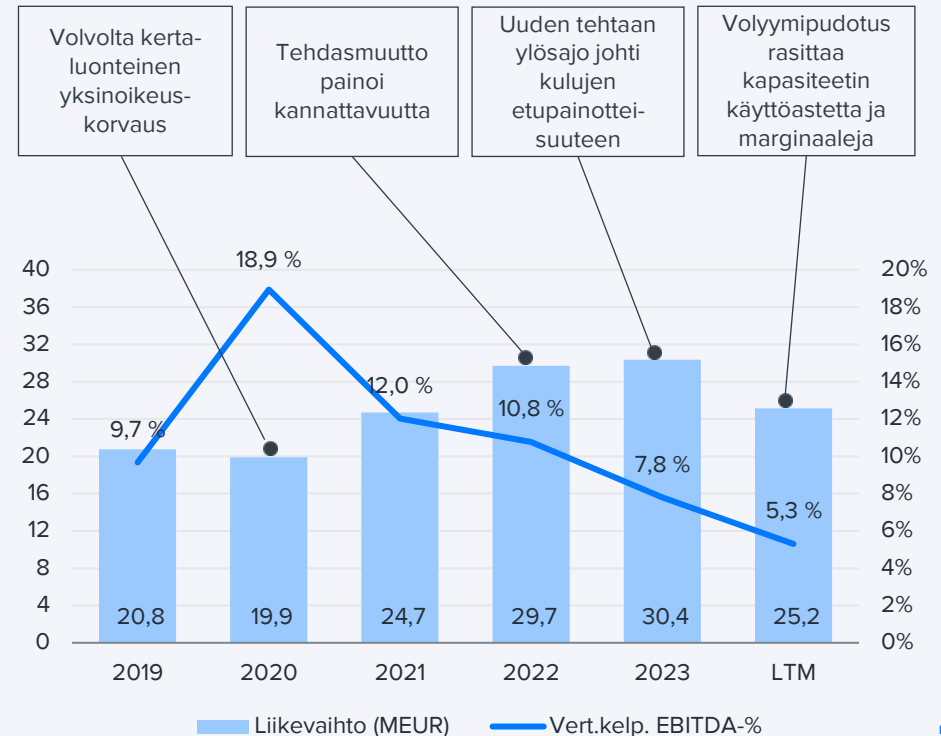
Henkilöstö 6/2024

Päätuotteet

Perinteiset hydraulisynterit



NorrDigi MCC-synterit



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Merkittävä hydrauliikkatoimittaja raskaisiin työkoneisiin

Norrhydro on vuonna 1985 perustettu rovaniemäläinen, hyvin etabloitunut hydraulisyntereiden valmistaja. Yhtiö suunnittelee, valmistaa ja valmistuttaa sekä toimittaa hydraulisyntereitä raskaisiin mobiileihin työkoneisiin kuten metsäkoneisiin, maanrakennuskoneisiin, kaivoskoneisiin, materiaalinkäsittelykoneisiin sekä merenkulkusektorille.

Työkoneissa hydraulisyntereitä käytetään nosto-, lasku-, puristus-, työntö-, veto- ja lukitusliikkeisiin. Perusrakenteeltaan hydrauliikkasynterit ovat yksinkertaisia ja niissä voi olla vain sylinteriputki, mäntä sekä männänvarsi. Norrhydro on kuitenkin erikoistunut korkealaatuisiin asiakasräätälöityihin, energiatehokkaisiin ja kaikkein vaativimmissa olosuhteissa toimivien mobiilien työkoneiden hydraulisyntereihin.

Jatkossa Norrhydroon kasvua tulevat vauhdittamaan yhtiön kehittämät digitaalinen monikammiosylinteri (NorrDigi MCC) sekä sähkömekaaninen lineaaritoimilaite (NorrDigi EMA). Näillä voidaan osittain korvata perinteisiä hydraulisyntereitä ja samalla asiakas saavuttaa merkittäviä kustannus- ja muita hyötyjä.

Oma valmistus keskittyy kokoonpanoon

Norrhydroon hydraulisynterit valmistetaan yhtiön uudessa Rovaniemen tehtaassa, jonka tuotantopinta-ala on noin 7500 m². Tehdas on viritetty ennen kaikkea loppukokoonpanoon ja testaukseen. Valmistustehtävissä työskentelee tällä hetkellä arviomme mukaan 100-110 henkilöä, joista pieni osa on vuokratyövoimaa. Rovaniemen tehtaassa Norrhydro tekee loppukokoonpanon lisäksi komponenttien proto-osat ja piensarjat. Norrhydroon

mukaan yksittäisten komponenttien ja niiden piensarjojen teettäminen alihankintana olisi hidasta ja kallista kun sen sijaan pidemmät sarjat ovat edullisempia alihankittuina. Kaikkiaan Norrhydroon tuotannossa aktiivisten eli liikevaihtoa kerryttävien nimikkeiden määrä on 200-300 kpl. Kuitenkin yhtiön mukaan 80 % liikevaihdosta kertyy alle 100:sta nimikkeestä. Aktiivisten nimikkeiden määrä on koko ajan pienessä nousussa.

Norrhydroon omat tuotantovaiheet ovat 1) putken sahaus ja pesu sekä komponenttien poiminta; 2) esisorvaus; 3) männänvarren ja männänkierteen sorvaus; 4) männänvarren ja sylinterin pohjan hitsaus; 5) kokoonpano (ml. tiivisteiden asennus) ja testaus; 6) maalaus ja pintakäsittely sekä 7) pakkaus ja toimitus / varastointi. Tehtaan konekanta (mm. CNC-sorvit ja työstökoneet sekä robotisoidut hitsaus- ja pintakäsittelylinjat) on modernia. Norrhydroon ERP-toiminnan ohjausjärjestelmä on Visma L7.

Uusi tehdas toi selvästi lisää kapasiteettia

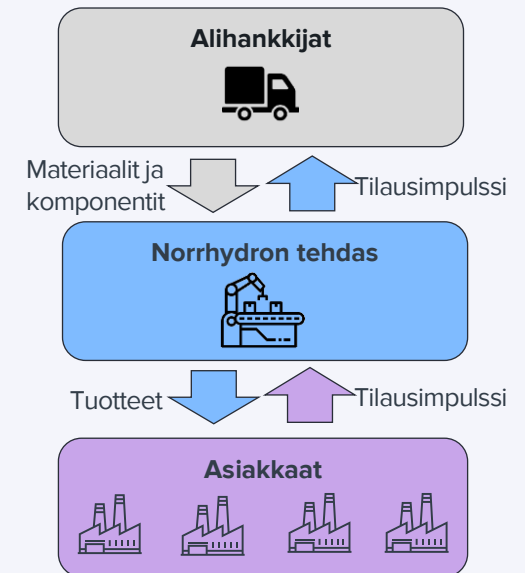
Norrhydro rakennutti vuosina 2021-2022 uuden tehtaan Rovaniemelle noin 1 km:n etäisyydelle vanhasta. Vanhaan tehtaaseen verrattuna tuotantopinta-ala kasvoi noin 90 %. Tehdas sijaitsee kaupungin vuokramaalla ja rakennuksen omistaa OP Kiinteistösijoitus Oy. Norrhydroon nykyinen vuokrasopimus ulottuu vuoteen 2036 eikä sen jatkaminen aikanaan muodostune ongelmaksi. Itse rakennusinvestointi oli noin 11 MEUR.

Norrhydroon konekannasta suurin osa siirtyi uuteen tehtaaseen. Muuton vaatimat lisäinvestoinnit koneisiin olivat kaikkiaan yli 6 MEUR, joista suurimpia olivat pitkälle automatisoitu maalauslinja (1,5 MEUR) sekä kitkahitsausautomaatti (1,3 MEUR). Uuden tehtaan ylösajon aktiivisin vaihe ajoittui syksyyn 2022.

Norrhydroon toimipisteet



Materiaali- ja informaatiovirrat



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Perinteisten hydraulisylinterien valmistuskapasiteetti on nyt noin 70.000...75.000 kpl vuodessa eli +40...+50 % enemmän kuin vanhassa tehtaassa. Nykyisessä tehtaassa kapasiteettia olisi Norrhydron mukaan mahdollista kasvattaa aina 120.000 kpl:eseen. Yhtiön mukaan kappalemääräisen kapasiteetin merkitys ei kuitenkaan ole kovin keskeinen vaan myös sylinterin keskihinnalla on merkitystä. Monimutkaisemmat sylinterit ovat kalliimpia ja hitaampia valmistaa mutta samalla hinta on tietenkin korkeampi. Perinteisten hydraulisylinterien myyntihinnat ovat tyypillisesti 500...700 EUR/kpl.

Norrhydron mukaan uuden tehtaan tuotannonvirtaus on selvästi aiempaa tehokkaampaa ja samat tuotantomäärät kyetään saavuttamaan oleellisesti pienemmällä henkilömäärällä. Läpimenoajat verrattuna vanhaan tehtaaseen ovat lyhentyneet -15...-20 %:lla. Tuotannon laatu on parantunut koko ajan ja sen sanotaan olevan ”hyvällä uralla”. Uusien koneiden käyttöönotto on vienyt hieman odotettua pidempään, mutta Norrhydron mukaan kokoonpanon osalta kaikki asiakastoimitukset ovat sujuneet sovitusti.

Alihankinnan osuus on yhä kasvussa

Rovaniemen tehdas toimii kahdessa vuorossa viitenä päivänä viikossa. Norrhydron mukaan kapasiteetin kasvattaminen jatkossa on mahdollista ja myös taloudellisempaa pelkillä koneinvestoinneilla ilman vuorojen lisäämistä.

Norrhydro on viime vuosina ulkoistanut vahvasti komponenttituotantonsa ja tämä kehitys jatkuu edelleen. Kaikki sarjatuotantoon menevät komponentit alihankitaan ja myös kokonaisten sylinterien piensarjoja voidaan tarvittaessa alihankkia. Ulkoistetun komponentti- ja osavalmistuksen osuus on

käsityksemme mukaan selvästi yli 50 %. Norrhydro ei ole nimennyt tärkeimpiä alihankkijoita, mutta nämä ovat ”tunnettuja konepajoja ja tukkureita”. Kaikkiaan alihankkijoita on yli 100 kpl ja verkosto on globaali. Määrä on viime vuosina laskenut ensi sijassa pienempien toimittajien karsimisen seurauksena kun Norrhydro on keskittänyt etenkin koneistus- alihankintaa.

Norrhydron mukaan alihankittujen materiaalien ja komponenttien saatavuus on parantunut vuodesta 2023 lähtien. Yhtiön omia varastoja on pyritty pienentämään, sillä ne olivat tehdasmuuton seurauksena kohonneet tarpeettoman korkeiksi. Antureiden saatavuus on kuitenkin edelleen rasittunut ja niiden toimitusajat ovat pitkiä eli 3...5 kk kun Norrhydro myy omat tuotteensa vain 1...2 kk:n toimitusajalla. Myös EMA:ssa tarvittavien kuularuuvien (jotka muuttavat pyörivän liikkeen lineaariseksi liikkeeksi) saatavuudessa on rajoitteita.

Integroitu toimitusketju

Norrhydron asiakastoimitukset tapahtuvat pääsääntöisesti strategisten kumppaniasiakkaiden Pohjoismaissa sijaitseviin tehtaisiin. Näitä ovat mm. Ponssen tehdas Vieremällä, Sandvikin tehdas Tampereella, Kongsberg Maritimen tehtaas Raamalla ja Kokkolassa sekä HMF:n tehdas Højbjergissa Tanskassa. Norrhydro saa näiltä asiakkailtaan ajantasaiset kysyntäennusteet, joiden avulla se suunnittelee omaa toimintaansa ja alihankintojaan. Integroitu toimitusketju varmistaa kriittisten materiaalien ja komponenttien saatavuuden. Laatu ja toimitusvarmuus ovat Norrhydron avaintulosmittareita ja yhtiö on hyvällä polulla asetettujen tavoitteiden saavuttamisessa.

Operatiiviset avainluvut 2023

- Alihankkijoita >100 kpl
- Valmistuksen ulkoistusaste >50 %
- Aktiivisia tuotenimikkeitä 200-300 kpl
- Isompia asiakkaita n. 50 kpl, joista
 - 10-15 OEM-partneriasiakasta
- Vienti 32 % liikevaihdosta
- Jälkimarkkinat (kulutus- ja varaosat) 10-15 % liikevaihdosta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Kotimaan myynnin osuus liikevaihdosta oli 68 % vuonna 2023 (2022: 64 %) ja suurin osa asiakastoimituksista oli kotimaan raide- ja kumipyöräkuljetuksia. Vaikka viennin osuus putosikin vuonna 2023, on sen osuus Norrhydron liikevaihdosta kokonaisuutena kasvanut nopeasti (vuonna 2019 se oli 13 %). Siksi myös merirahtien osuus kuljetuksista on kohonnut. Tavallisesti asiakkaat vastaavat itse rahdin kustannuksista, joten tältä osin Norrhydron riski on pieni.

Vahvoja partneriasiakkuuksia

Norrhydron asiakaskunnan ytimessä ovat metsäkoneiden, kaivukoneiden, paalutuskoneiden, kallioporaus-koneiden ja lastinkäsittelykoneiden valmistajat. Yhtiön pääasiakkaat ovat toimialojensa globaalisti merkittävimpiä yrityksiä ja monissa tapauksissa asiakassuhde ulottuu monen vuoden tai vuosikymmenen taakse.

Norrhydrolla on pääasiakkaidensa kanssa kumppanuusmalli, jossa se on mukana jo asiakkaan tuotekehitysvaiheessa ja yhteistyö jatkuu asiakkaan tuotteen elinkaaren loppuun saakka. Toimintatapa sitouttaa asiakkaan ja sen johdon. Kaikki Norrhydron asiakkailleen toimittamat tuotteet ovat räätälöityjä. Tämä pitää myös kynnyksen toimittajan vaihtamiseen korkeana, vaikka Norrhydro ei normaalisti olekaan asiakkaan ainoa sylinteritoimittaja. Yhteistyössä Norrhydron tehtävänä on tuotesuunnittelu (jossa asiakas spesifioi tuotteelle asetettavat vaatimukset, käytettävät materiaalit ja vaadittavan dokumentaation) sekä tietenkin itse tuotteen valmistus. Toimitus-sopimusten kesto on yleensä 2-5 vuotta.

Norrhydrolla on hydraulisyntereissä OEM-asiakkuuksia eli ns. partneriasiakkaita 10-15 kpl ja merkittävien asiakkaiden kokonaismäärä on n. 50. Huomattavia asiakasmenetyksiä yhtiö ei ole kokenut.

Sen sijaan Norrhydro on ohjannut joitakin pienempiä asiakkaitaan muiden sylinterivalmistajien suuntaan. Myös uusia asiakkaita hankitaan koko ajan ja käsityksemme mukaan niitä on viimeisen vuoden aikana tullut perinteisissä sylintereissä 5-6 kpl.

Asiakkaat ovat toimialojensa kärkeä

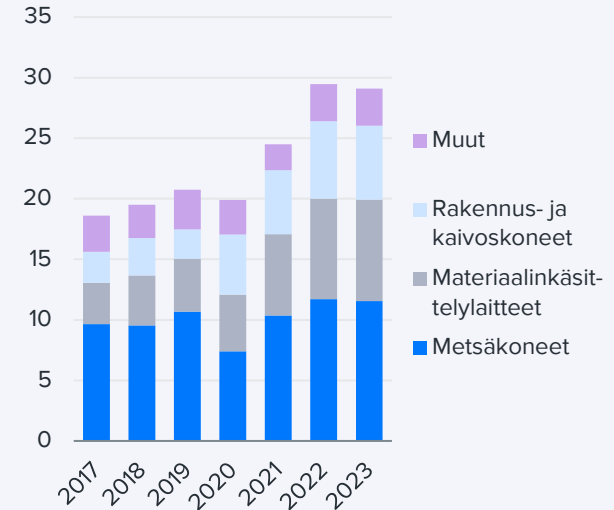
Norrhydron tärkeimpiä asiakkaita perinteisissä hydraulisyntereissä ovat metsäkonevalmistaja Ponsse (emoyhtiön 2023-liikevaihto 654 MEUR), paalutuskonevalmistaja Junttan, (2023 liikevaihto 46 MEUR), materiaalinkäsittelykoneiden valmistaja Mantsinen Group (104 MEUR), kallioporauslaitevalmistaja Sandvik Mining and Construction (1586 MEUR) ja tanskalainen nosturivalmistaja HMF Group (141 MEUR). Muita tunnettuja asiakasnimiä ovat mm. Cargotec Oyj, Kalmar Finland Oy, Metso Finland Oy (kivenmurskaus) ja Kongsberg Maritime Finland Oy.

Liikevaihdon rakenne tasapainottunut viime vuosina

Norrhydro julkisti vuoden 2021 listautumisantinsa yhteydessä vuoden 2020 liikevaihtonsa jakauman asiakastoimialoittain, mutta tuoreempia päivityksiä asiasta ei ole annettu. Oheisessa kuvassa on sekä julkistettuihin tietoihin perustuva että omiin arvioihimme nojaava kuvaus liikevaihdon asiakastoimialoittaisesta jakautumisesta eri vuosina. Liikevaihdon rakenne on viime vuosina tasapainottunut selvästi kolmen keskeisen asiakastoimialan kesken.

Yhtiöllä on merkittävä eli arviolta noin 25 %:n riippuvuus Ponssesta. Norrhydrolla on arviomme mukaan 2-3 muuta asiakasta, jotka vastaavat noin 10 %:sta yhtiön liikevaihtoa. Kaikkiaan Norrhydron riippuvuudet yksittäisistä asiakkaista ovat edelleen merkittäviä, mutta riippuvuus Ponssesta on vähentynyt takavuosien lähes 50 %:sta kun muilta asiakkailta ja

Hydraulisyntereiden liikevaihto asiakasryhmittäin, MEUR



Norrhydron asiakkaita



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

toimialoilta tuleva liikevaihto on kasvanut nopeammin.

Norrhydron asiakkaiden toimialat ovat luonteeltaan syklisiä, mikä kohottaa Norrhydron riskiprofilia. Toisaalta asiakastoimialoja on monta ja ne yleensä ainakin osittain tasaavat toistensa syklejä.

Jälkimarkkinaliiketoiminta keskittyy varaosiin

Norrhydronilla ei ole erillistä palveluorganisaatiota jälkimarkkinatoimintoihin. Palveluliiketoiminta on OEM-asiakkaiden liiketoiminnan keskiössä ja Norrhydron roolina on tukea tätä toimintaa luotettavilla varaosatoimituksilla. Varaosa- ja muu jälkimarkkinatoiminta vastaa arviolta 10-15 %:sta Norrhydron liikevaihtoa.

Kulurakenteen joustavuus on keskitasoa

Norrhydron tuloslaskelmassa aine- ja tarvikkekulut muodostavat suurimman kuluerän (2017-2023 mediaani = 49 % liikevaihdosta). Luku on konepajalle melko alhainen huolimatta alihankinnan merkittävästä osuudesta ja kertoo ostettavien komponenttien melko matalasta jalostusasteesta. Toiseksi merkittävin kuluerä on henkilöstökulut (2017-2023 mediaani = 29 % liikevaihdosta). Henkilöstökulujen liikevaihto-osuus on puolestaan melko korkea. Osittain lukua nostaa käytetyn vuokratyövoiman suurehko osuus (7 % kaikista työntekijöistä v. 2023), sillä vuokratyövoiman kustannus / työntekijä on yleisesti omalla palkkalistalla olevan työntekijän kustannusta korkeampi. Liiketoiminnan muiden kulujen (13-14 %) liikevaihto-osuus on keskivertotasoa ja poistojen osuus (3-4 %) hieman keskiarvon yläpuolella. Tulevaisuudessa kannattavuuden tärkeimmät ajurit ovat arviomme mukaan tuotemix eli etenkin NorrDigi-tuotteiden osuus liikevaihdosta sekä tehtaan kapasiteetin käyttöaste.

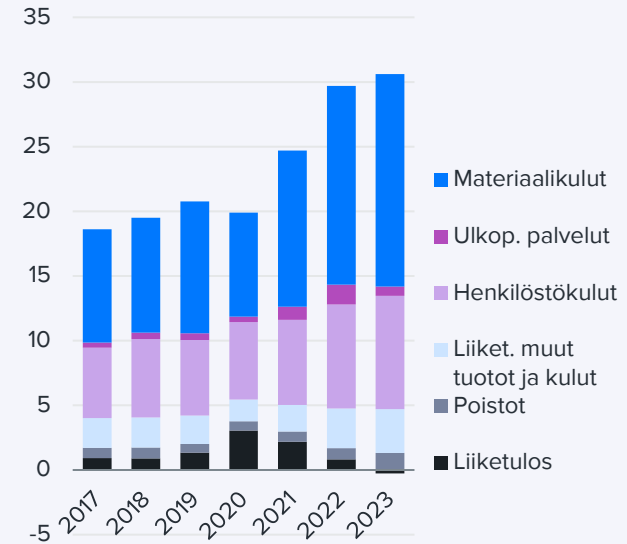
Kun oletamme, että 1) kaikki henkilöstökulut pois lukien vuokratyövoiman osuus; 2) n. 85 % liiketoiminnan muista kuluista sekä 3) kaikki poistot ovat lyhyellä aikavälillä kiinteitä, on kiinteiden kulujen osuus n. 40 % Norrhydron kaikista kuluista. Luku on keskitasoa jos sitä verrataan muihin konepajayhtiöihin. Vuosina 2024-2025 osuus on väliaikaisesti tätä korkeampi, sillä NorrDigin henkilöstöstä, IT:stä, toimitiloista ja markkinoinnista koituu arviomme mukaan 1-2 MEUR:n vuotuinen lisäkustannusrasite ennen kuin tämän liiketoiminnan volyymit alkavat kasvaa.

Rahavirrat kohtuullisella tolalla

Norrhydron taserakenne on aineellisen käyttöomaisuuden osalta melko kevyt (21 % liikevaihdosta ja 26 % taseesta v. 2023), mutta aineettomassa omaisuudessa aktivoituneet tuotekehityskulut ovat koko taseeseen verrattuna huomattavat. Vuoden 2023 lopussa määrä oli 5,66 MEUR ja osuus taseesta 22 %. Nämä kulut liittyvät etenkin NorrDigi-teknoologiaan ja niiden poistaminen 10 vuodessa alkaa ko. liiketoiminnan kaupallistamisen yhteydessä. Norrhydron nettokäyttöpääoma oli vuosina 2017-2023 mediaanitasolla vain 13 % liikevaihdosta eli selvästi verrokkiryhmän alapuolella eikä siten juurikaan rasita tasetta.

Myös Norrhydron rahavirran muodostuminen on tervettä. Hyvä pääomien hallinta näkyy siinä, että vuosien 2017-2023 kumulatiivinen operatiivinen rahavirta oli 82 % kumulatiivisesta käyttökatteesta.

Liikevaihdon jakautuminen kulueriin ja tulokseen, MEUR



NorrDigin eteneminen ja merkitys 1/4

Digitaalisesti ohjattu monikammioinen hydraulisyylinteri

Norrhydro on vuodesta 2009 yhdessä tutkimuslaitosten (etenkin Tampereen Teknillinen Korkeakoulu) ja kumppaneiden (pääasiassa Volvo Construction Equipment) kanssa kehittänyt NorrDigi MCC -teknologiaa, joka perustuu monikammioiseen, digitaalisesti ohjattuun hydrauliseen sylinteriin. Toisin kuin perinteisillä kaksikammioisilla sylintereillä, joissa yksi kammiotyöntää ja toinen vetää, digitaalisesti ohjattu hydraulinen sylinteri käyttää neljää kammiota, joita voidaan ohjata 16-portaisesti, riippuen työkonteen tehtävän vaatimasta kuormasta. Järjestelmää voidaan Norrhydron mukaan verrata 16-vaihteiseen lineaariseen automaattivaihteistoon.

Monikammiosylinterit itsessään eivät ole uutta teknologiaa, mutta NorrDigi MCC:ssä niihin on yhdistetty kehittyneitä sähköisiä ohjausjärjestelmiä. Ohjausohjelmiston algoritmit ja laskentanopeus mahdollistavat välittömän vasteen tarkempaan voimantuottoon hydraulijärjestelmissä. Samalla käytetään vain pieni osa energiasta, jonka vastaava koneen liike tai toiminto vaatisi perinteisellä hydraulijärjestelmällä. NorrDigi MCC:n luvataan parantavan järjestelmän tehokkuutta niin paljon, että suuresta osasta työkonteen nykyistä hydraulista järjestelmää voidaan luopua tai sitä voidaan pienentää. Työkone ei tarvitse enää esimerkiksi pääventtiilistöä (mikä on ollut perinteisen hydraulijärjestelmän sydän), suurta hydraulipumppukapasiteettia tai hydraulijärjestelmän jäähdystystä. Siten NorrDigi MCC käyttää vähemmän energiaa ja mahdollistaa työkonteen moottorin koon pienentämisen. Saatujen kokemusten perusteella NorrDigi MCC ei eroa perinteisistä hydraulisyylinteristä kestävyydeltään ja huollettavuudeltaan.

Lukuisia etuja tarjolla ja palaute on positiivista

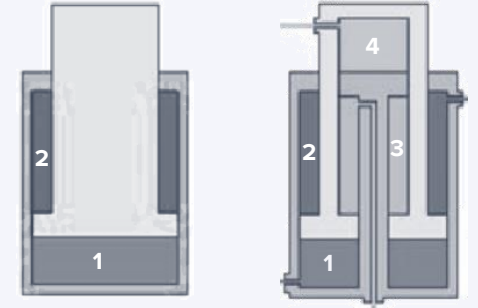
Tiivistettynä NorrDigi MCC:n edut verrattuna perinteisiin hydraulisyylintereihin ovat seuraavat:

- 4-kammioiset hydraulisyylinterit mahdollistavat energian 16-portaisen annostelun aina kulloisenkin tarpeen mukaan verrattuna perinteisten sylintereiden 4-portaisuuteen;
- Paine- ja asentoantureita hyödyntävä liikkeenhallintajärjestelmä optimoi energiankulutusta;
- NorrDigi MCC tallentaa työkonteen toiminnan aikana syntyvän energian erillisiin paineakkuihin, joista se voidaan käyttää uudestaan

NorrDigi MCC on keväällä 2024 järjestetyissä Volvo CE:n testeissä ja 30 tonnin Volvo EC300E –kaivukonetta käytettäessä saavuttanut 6-12 %:n tuottavuuden kasvun, 50 %:n polttoaineen säästön sekä 50 %:sen CO₂-päästövähennyksen. Omilla nettisivuillaan Norrhydro kertoo lisäksi NorrDigi MCC:n paineakkujen taltioivan 80 % käytetystä energiasta, mikä suurelta osin selittää edellä kuvattuja säästöjä. Norrdigi MCC -koneella tehtiin kenttätestejä myös talvella ja keväällä 2024 Tampereen Infra Oy:n kanssa oikeilla työmailla. Norrhydron mukaan palaute teknologiasta on ollut hyvää, vaikka optimoitavaa vielä onkin jäljellä.

Kaivukoneiden käyttäjien tottuminen sähköiseen ohjaukseen tähän asti käytetyimmän hydraulisen ohjauksen sijasta on herättänyt jonkin verran keskustelua. Norrhydron mukaan sähköinen ohjaus yleistyy kaivukoneissa (mm. Caterpillarilla), vaikka myöntääkin siihen tottumiseen kuluvaan aikaan. Norrhydro kuitenkin korostaa, että NorrDigi MCC:llä kuljettajalle voidaan tehdä tarkat asetukset siitä, miten kone reagoi ohjaukseen. NorrDigi MCC –kaivukoneiden testikuljettajat ovat yhtiön mukaan olleet tyytyväisiä

Sylinterityypit



Perinteinen kaksikammiosylinteri

Monikammiosylinteri

NorrDigi MCC -sylinderin edut työkonneissa

- + Joustavuus ja energian portaaton annostelu tarpeen mukaan
- + Energiankulutuksen optimointi ja energian talteenotto mahdollistavat erittäin merkittävät polttoainesäästöt
- + Huomattavat päästövähennykset
- + Mahdollisuus pienentää tai luopua kokonaan koneen nykyisestä hydraulijärjestelmästä
- + Mahdollisuus pienentää koneen moottorin kokoa

NorrDigin eteneminen ja merkitys 2/4

ohjaukseen sekä lastauksessa että enemmän tarkkuutta vaativissa työvaiheissa.

Volvo on sitoutunut vahvasti NorrDigi MCC:iin

Volvo CE on ollut sopimus pohjaisesti ja aktiivisesti mukana NorrDigi MCC:n kehityksessä vuodesta 2015. Volvo on kustantanut osan protokoneen rakentamisesta ja osallistunut erityisesti teknologian kypsäksi saamiseen vuosina 2017-2019 n. 850 TEUR:n panostuksella. Volvo maksoi myös vuosien 2020-2022 tuotekehitysvaiheesta arviomme mukaan n. 1500 TEUR. Summa on kirjattu Norrhydron liikevaihtoon. Lisäksi Volvo on maksanut Norrhydrolle määräaikaisesta yksinoikeudesta ja teknologian käyttöoikeudesta päästäkseen ensimmäisenä kaivukonevalmistajana NorrDigi-teknologian kanssa markkinoille. Volvo CE:n luottamuksesta Norrhydron kertoo se, että Volvo on siirtänyt myös NorrDigi MCC

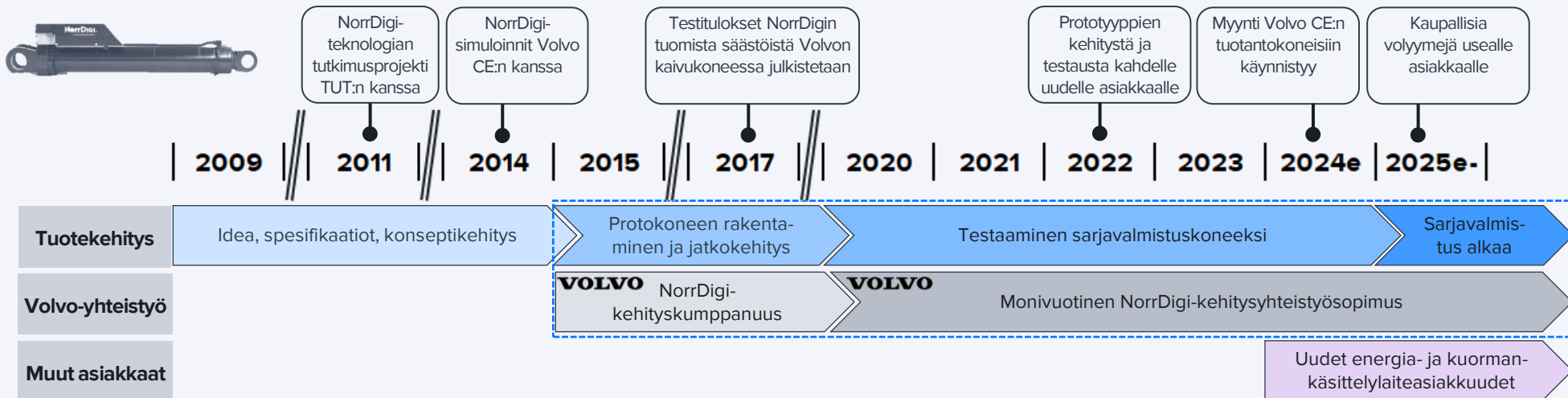
–kaivureiden ohjausliikkeiden optimoinnin Norrhydron kehitettäväksi.

Volvon yksinoikeus koskee tela-alustaisia kaivukoneita ja se ulottuu NorrDigi MCC -järjestelmän kaupallistamiseen saakka. Kaupallistaminen aloitetaan 30-tonnisilla Volvo EC300 E Norrdigi MCC Hybrid –kaivukoneilla. Volvo valmistaa kyseisten kaivukoneiden perusmallit tehtaallaan Etelä-Koreassa, josta ne kuljetetaan CEES:lle Ruotsiin. CEES on Volvon omistama erikoiskoneiden valmistukseen keskittynyt yritys, joka asentaa kyseisiin kaivureihin NorrDigi MCC -hydrauliikka-järjestelmän. NorrDigi MCC tulee olemaan optiona kaikissa ko. mallin kaivureissa, vaikka sitä ei vakiona kaikkiin koneisiin asennetakaan.

Volvo aloittaa NorrDigi MCC:n kaupallistamisen Suomesta

Volvo on jo aloittanut NorrDigi MCC:llä varustettujen kaivureiden kaupallisen lanseerauksen ja esittely tapahtui FinnMetko-messuilla elokuussa. Myynti tapahtuu Volvo CE Finlandin eli Volvon virallisen jälleenmyyntiverkoston voimin ja Norrhydro pitää asiakaskokemusten keräämisen kannalta myönteisenä, että lanseeraus tapahtuu juuri Suomessa. Suomen jälkeen lanseerausvuorossa on Ruotsi ja tämän jälkeen edetään kysyntä- ja kapasiteettitilanteen mukaan. Kaikkiaan kyseessä on NorrDigi MCC:n kannalta ns. soft launch, sillä Suomen koko 30-tonnisten kaivureiden markkina on joitakin kymmeniä kappaleita vuodessa.

NorrDigi MCC:n kehitysvaiheet



NorrDigin eteneminen ja merkitys 3/4

Uusia asiakkaita otetaan resurssien rajoissa

Norrhydro on julkistanut vuoden 2024 aikana myös uusia asiakkuuksia NorrDigi MCC:lle. Norrhydro teki keväällä 2024 testaukseen kokonais-toimituksen öljynporaustornin porausputken nostolaitteeseen yhdysvaltalaiselle poraustorni-operaattorille. Toimitukseen sisältyivät MCC:n lisäksi lataussarja, paineakut, ohjausyksikkö sekä ohjelmistot. Norrhydron mukaan asiakas oli niin vaikuttanut järjestelmän toimivuudesta ja kestävydestä, että ensimmäinen sarjatilauks on odotettavissa vielä loppuvuodesta 2024.

Norrhydro on myös kertonut testaavansa NorrDigi MCC:ia 16 tonnin materiaalinkäsittelylaitteella. Norrhydron vanhojen asiakassuhteiden perusteella uskomme, että kyseessä on Kalmar ja sen 16-tonninen haarukkatrukki. Norrhydro indikoi, että energiansäästötavoitteet saavutettiin testeissä hyvin. Koska kyseessä on käsityksemme mukaan sähkötrukki (jonka akkupaketti on hyvin kallis), on NorrDigi MCC:n tarjoama mahdollisuus puolittaa akkupaketin koko asiakkaalle hyvin houkutteleva. NorrDigi MCC:llä varustetun sähkötrukin kaupallinen lanseeraus tuskin kuitenkaan tapahtuu vielä lähimmän vuoden aikana.

Kapasiteettirajoitteiden vuoksi Norrhydron tavoitteena on saada nyt käynnissä olevat kolme MCC-projektia kaupallistettua tai muutoin kypsään vaiheeseen ennen uusien merkittävien kehitysprojektien aloittamista. Kehityskapasiteettia voi kuitenkin vapautua melko piankin Volvon MCC-projektin ollessa kaupallistamisvaiheessa ja sekä porausputken nostolaitteeseen että haarukkatrukkiin tulevien MCC-sovellusten ollessa teknisesti lähes valmiita.

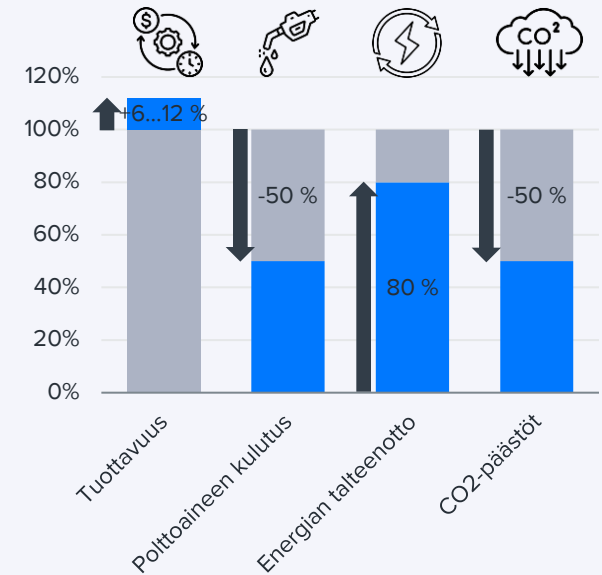
MCC:n valmistus ei poikkea muista sylintereistä

NorrDigi MCC -sylintereiden valmistaminen on Norrhydrolle melko vaivatonta järjestää. MCC:ssä on paljon samoja tai samantyyppisiä komponentteja kuin perinteisissä hydraulisyntereissä. Erot muodostuvat erityyppisestä lohkoista, venttiilien ja sensoreiden suuremmasta määrästä sylinterin eri kammioissa sekä energian talteenotosta paineakkuihin. MCC-sylintereitä kokoonpanevat samat henkilöt kuin perinteisiä sylintereitä. Toimitettavien MCC-sylintereiden mitoitus vaihtelee asiakkaan ja työkonen mukaisesti, mutta peruskonsepti pysyy samana. Norrhydro korostaa alihankinnan osuutta MCC-sylintereiden valmistuksessa ja sen oma rooli painottuu suunnitteluun, kokoonpanoon ja testaukseen.

MCC:n takaisinmaksuaika on lyhyt

NorrDigi-sylintereiden hinta on noin 9000-10000 EUR/kpl jolloin normaalitoimituksen eli 4 sylinteriä / kone hinta asiakkaalle on noin 36-40 TEUR. Kustannus on siten monta kertaa korkeampi kuin perinteisten hydraulisyntereiden noin 6000 EUR/kone (1500 EUR/sylinteri). Suuremman kustannuksen vastapainona ovat vielä selvästi suuremmat säästöt, joita oheinen kuva havainnollistaa. Volvo CE:n aiemmin esittämän havainnollistavan ”kaivukoneen tuloslaskelman” perusteella MCC-investoinnin takaisinmaksuaika oli vain noin vuosi. MCC:n kaupallisen lanseerauksen alkuvaiheessa sen hinta tulee kuitenkin lyhyiden tuotantosarjojen vuoksi olemaan korkeampi, jolloin takaisinmaksuaika on arviolta 3..4 vuotta. Tämäkin on hyvin houkutteleva taso. Norrhydro on lisäksi indikoinut, että asiakkaan käyttäessä MCC:lla varustettua konetta kahdessa vuorossa puolittuu myös sen takaisinmaksuaika.

NorrDigi MCC:n vaikutus kaivukoneen suoritusarvoihin



NorrDigin eteneminen ja merkitys 4/4

NorrDigi EMA levittämässä siipiään

Norrhydro on vuoden 2021 lopulla tehdyn Motiomax Oy:n hankinnan jälkeen panostanut aktiivisesti sähkömekaanisten toimilaitteiden (electromechanical actuator, Norrhydrossa tuotenimellä NorrDigi EMA) kehittämiseen. Sähkömekaaniset toimilaitteet voivat korvata mobiilisylintereitä etenkin sellaisissa sovelluksissa ja työkonneissa, joissa tehon tarve on alhainen ja käyttöjaksot vaihtelevia. Mahdollinen käyttöalue on materiaalinkäsittelylaitteet (esim. haarukkatrukit), joissa sähkömekaanisen toimilaitteen etuja suhteessa hydraulisylinteriin ovat parantunut tehokkuus ja mahdollisuus energian talteenottoon, liikkeen tarkkuus, öljyttömyys sekä alhaisempi melutaso. Norrhydro teki vuonna 2023 sopimuksen NorrDigi EMA:n kehitysyhteistyöstä ”globaalisti toimivan materiaalinkäsittelykoneiden valmistajan” kanssa. Norrhydron vanhan Cargotec-asiakkuuden perusteella uskomme, että kyseessä on Hiab. Käsityksemme mukaan Hiab varautuu pitkällä aikavälillä kaikkien valmistamiensa nostureiden muutokseen hydraulisista täyssähköisiksi. Tällä hetkellä NorrDigi EMA:n nosturisolvellus on tuotekehitysvaiheessa emmekä odota kaupallista lanseerausta vielä seuraavien 12 kuukauden aikana. NorrDigi EMA sai kuitenkin ensimmäisen julkistetun kaupallisen tilauksensa heinäkuussa 2024 kun Norrhydro sopi toimittavansa suomalaiselle Avant Woodille NorrDigi EMA –toimilaitteita puunmuokkauslaitteisiin (lämmitys ja puristus) osana Avantin toimittamaa TMTM-puunjalostuslaitosta.

NorrDigi EMA:n kilpailuedut ovat ohjelmistoissa ja kokonaistoimituksissa

Samoin kuin monikammiosylintereillä, on myös sähkömekaanisilla toimilaitteilla lukuisia valmistajia. Nämä ovat kuitenkin Norrhydron mukaan suurim-

maksi osaksi vain laitevalmistajia, joiden tuotteissa ei useinkaan ole kehittyneitä ohjelmistoja ja älykkyyttä. Omina vahvuuksinaan EMA-laitteissa Norrhydro pitää suunnittelu- ja aplikaatio-osaamista sekä kykyä kokonaisratkaisun toimittamiseen sisältäen EMA-sähkösylinterin lisäksi sähkömoottorin, ohjausyksikön ja –logiikan, sähköratkaisut ja johdotukset sekä monitoroinnin. Norrhydro kuitenkin näkee NorrDigi EMA:n kilpailevan enemmän perinteisten sylintereiden valmistajia kuin muita EMA-valmistajia vastaan.

NorrDigi EMA:n yksikköhinnat ovat samaa suuruusluokkaa NorrDigi MCC:n kanssa. Hinta riippuu osittain sähkömoottorin koosta ja on tyypillisesti 4000-20000 EUR/sylinteri. Raskaammissa teollisissa sovelluksissa kuten mainitussa Avant Woodin toimituksessa hinta on kuitenkin tätä korkeampi.

NorrDigi-teknologia on kattavasti suojattu

NorrDigi-teknologiaa on patentoitu alusta lähtien ja ensimmäisiä patenteja haettiin v. 2009. Järjestelmään on sittemmin haettu monia lisäpatenteja etenkin vuosina 2015, 2017, 2019, 2022 ja 2023. Ensimmäiset NorrDigi-patentit raukeavat vuonna 2029. Kaikkiaan pidämme NorrDigin patenttisuojaa hyvänä.

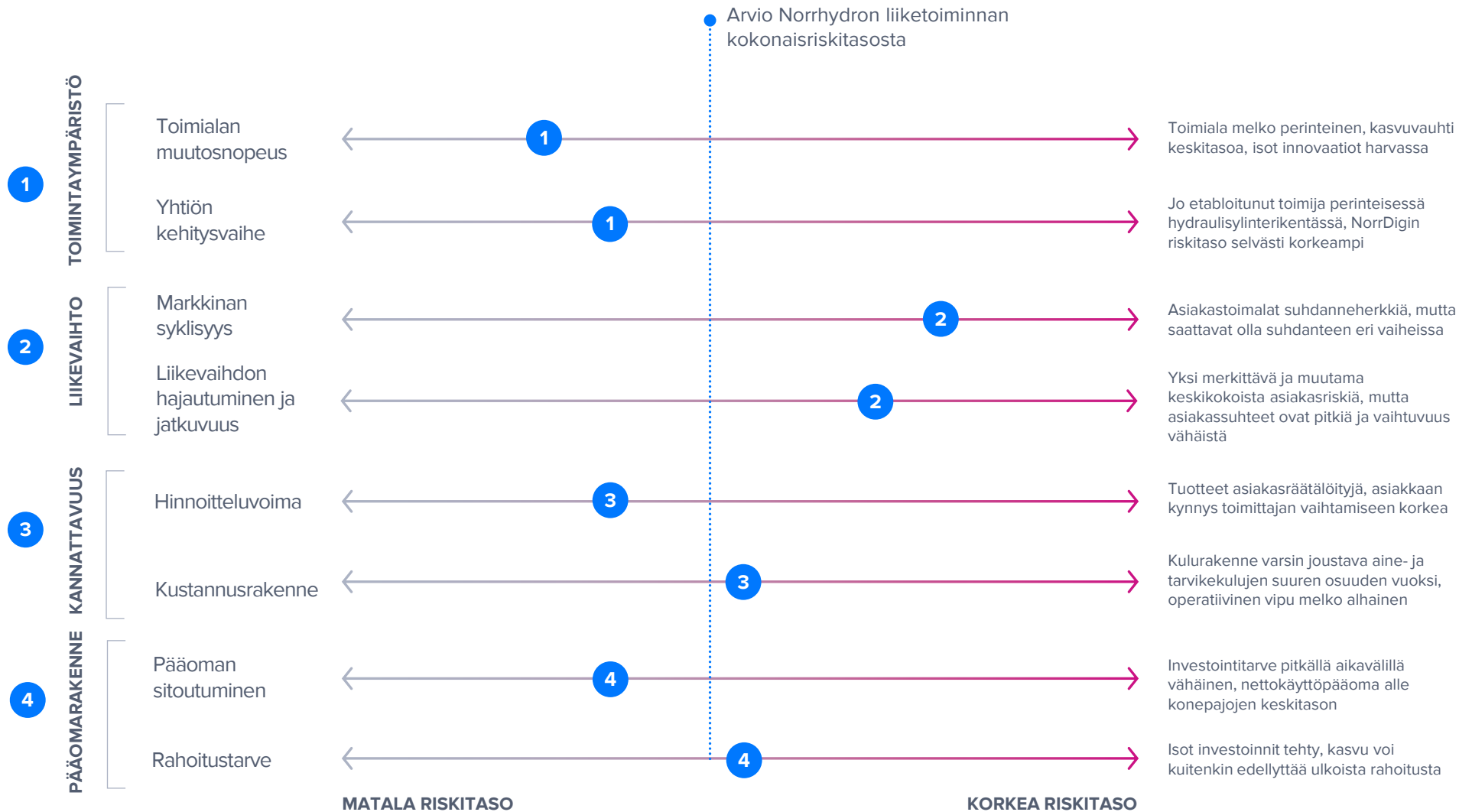
Jos kilpailijat kopioisivat NorrDigin siten, että patenteja loukattaisiin eivät ko. yhtiöt voisi Norrhydron mielestä markkinoida tuotteitaan länsimaissa. Norrhydro on arvioinut, että NorrDigin ohjausohjelmiston osalta sillä on ainakin 3-4 vuoden aikaetumatka. NorrDigiä vastaavaan venttiiliohjaukseen ei odotella kilpailua ja kopiointi olisi muutoinkin vaikeaa. Koska Volvo CE on merkittävä peluri NorrDigin asiakaskentässä, on sen esiintyminen julkisuudessa NorrDigiällä vielä nostanut kynnystä tulla kopioidulla tuotteella markkinoille.

NorrDigi EMA –sylinterin edut teollisissa järjestelmissä ja liikkuvissa työkonneissa



- + Energiansäästö / pidemmät toiminta-ajat
- + Parempi käyttöturvallisuus ja alhaisempi melutaso
- + Helpommin ohjattavat ja tarkemmat liikkeet
- + Parantunut ympäristöystävällisyys ja siisteys
- + Yksinkertaisempi rakenne, helpompi huollettavuus ja vaihdettavuus
- + Alemmat elinkaarikustannukset

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/3

Perinteisestä alihankkijasta kasvuyhtiöksi

Ilman NorrDigi-tarjoomaa Norrhydro olisi perinteinen konepajateollisuuden alihankkijayhtiö, jolla on pitkä historia, vakiintunut asema ja asiakaskunta sekä kohtuullinen kannattavuus. Kasvu on ollut toimiala huomioiden hyvää luokkaa jopa yli koronapandemian (2018-2023 CAGR = 8 %).

NorrDigi ja sen globaalisti huomattava potentiaali huomioiden Norrhydro on sijoittajaperspektiivistä muuttunut kasvuyhtiöksi, jolla on omaa selvästi kilpailijoista erottuvaa teknologiaa. NorrDigin tuotekehitysvaihe on ollut onnistunut, joten sijoittajat eivät mielestämme enää kannata Norrhydrossa olennaista tuotekehitysriskiä. Jatkossa sijoittajien huomio on NorrDigin 1) kaupallisen lanseerauksen onnistumisessa; 2) uusasiakashankinnassa; 3) kasvun hallinnassa toimituskyvyn, laadun ja asiakaspalvelun osalta sekä 4) kannattavuudessa. Arvioimme NorrDigin potentiaalin realisoitumisen olevan lähivuosina selvästi tärkein Norrhydron arvoa ajava tekijä.

Sijoittajan kannalta Norrhydron riskiprofiili on kaksijakoinen. Perinteisen liiketoiminnan riskiprofiili on kohtuullinen, mutta NorrDigin myynnin skaalaamiseen liittyy vielä merkittäviä riskejä edellä mainittujen seikkojen suhteen. Norrhydron tase oli myös H1'24:n lopussa yhä hyvin velkainen (nettovelkaantumisaste = 104 %; oikaistu nettovelat / käyttökatte = 6,9x), mutta suurten investointien jo tapahduttua ja tuloksen parantuessa tulee tase vahvistumaan melko nopeasti. Joka tapauksessa näemme Norrhydron edellyttävän sijoittajilta edelleenkin kohtuullista

riskinsietokykyä ja kärsivällisyyttä, sillä NorrDigin potentiaalin realisoituminen vaatii arviomme mukaan vielä vuodet 2025-2028. Sijoittajien tuotto tulee sekä lyhyellä että keskipitkällä aikavälillä pääosin arvon muutoksesta.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Norrhydron keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **NorrDigin kasvu.** NorrDigi-teknologian osoittaututtua teknisesti ylivoimaiseksi ja saatua ensimmäiset merkittävät asiakkaansa (MCC:ssä Volvo sekä amerikkalainen öljynporaustornioperaattori, EMA:ssa Avant Wood) samalla kun prototyyppivaiheessa on muitakin asiakkaita, avaa jo alkanut kaupallistaminen merkittävän potentiaalin hydraulisyntereiden globaalilla yli 8000 MEUR:n markkinalla. NorrDigin tulisi myös pitkällä aikavälillä nostaa Norrhydron suhteellista kannattavuutta.
- **Vahva teknologinen osaaminen.** NorrDigin lisäksi Norrhydron osaaminen näkyy siinä, että suurin osa sen tuotteista on asiakaskohtaisesti suunniteltuja erikoissyntereitä, joita käytetään vaativien asiakkaiden valmistamassa liikkuvassa kalustossa usein hankalissa olosuhteissa.
- **Edustava asiakasluettelo ja hyvät, pitkäaikaiset asiakassuhteet.** Norrhydron strategiset kumppaniasiakkaat ovat globaaleja, eri asiakastoimialoille toimittavia valmistajia, joiden kanssa on tehty yhteistyötä vuosikausia. Tiivis, jo tuotekehityksen alkuvaiheissa käynnistyy yhteistyö turvaa asiakaspysy-

vyden ja Norrhydron kumppaniasiakkaat ovat myös vahva referenssi uusasiakashankinnassa.

- **Partneroitumiseen perustuva toimintamalli.** Asiakkaiden kanssa tehtävän tuotekehitystyön lisäksi Norrhydro on tiiviissä tutkimus- ja tuotekehitysyhteistyössä TUT:n hydrauliiikan ja automatiikan laitoksen kanssa, joka on Pohjoismaiden suurin ja yksi koko maailman johtavista hydrauliiikan tutkimuslaitoksista. Yhteistyö mahdollistaa Norrhydron osaamisen merkittävän kartuttamisen samalla kun kehityskustannukset pysyvät kurissa. Valmistuksessa Norrhydro nojaa vahvasti alihankintaan ja strategiaan kumppaneihin, mikä lisää yrityksen kulujoustavuutta.
- Elokuussa 2024 Norrhydro tiedotti etsivänsä yhtä tai useampaa **strategista kumppania** tukemaan yhtiön toimintaa globaalissa markkinoinnissa ja asiakastuen tarjoamisessa. Kartoitus on kuitenkin vasta käynnistynyt.
- **Kasvu yrityskaupoilla.** Hydraulisyntereiden toimiala on pirstaleinen ja Norrhydrolla on mahdollisuus toimia ainakin pienimuotoisesti toimialan konsolidaattorina. Norrhydro tutkii potentiaalisia akvisitiokohteita, joiden avulla syntyisi 1) uusia asiakassuhteita; 2) ristiinmyyntimahdollisuuksia NorrDigin avulla ja 3) kustannussynergioita tuotekehityksessä, valmistuksessa, IT:ssä ja henkilöstöhallinnossa.
- **Ostokohteeksi tulo.** NorrDigi tekee Norrhydrosta kiinnostavan ostokohteen joko teolliselle ostajalle tai pääomasijoittajalle.

Sijoitusprofiili 2/3

Riskit

Sijoittajan kannalta Norrhydron keskeisimmät riskit ovat käsityksemme mukaan seuraavat:




- **NorrDigi ei täytä kasvu- ja kannattavuus-odotuksia.** Norrhydron omat tavoitteet NorrDigin uusasiakashankinnan ja etenemisvauhdin suhteen ovat kunnianhimoiset, mutta riskinä on että asiakkaiden kokonaisuutena hidas tuotteiden uusimissykli, lanseerattavien tuotemallien hidas adaptoiminen NorrDigille tai periaatteellinen haluttomuus vaihtaa hydraulikkatoimittajaa hidastavat NorrDigin etenemistä merkittävästi. On myös mahdollista, että NorrDigi ei täytä kannattavuustavoitteita esimerkiksi tuotannollisista, asiakkaista tai kilpailevista teknologioista johtuvista syistä.
- **Isot yksittäiset asiakasriskit.** Norrhydron suurin yksittäinen asiakas vastasi arviomme mukaan 25 %:sta liikevaihtoa vuonna 2023 ja kaksi seuraavaksi suurinta noin 10 %:sta kumpikin. Ainakin ensin mainittu asiakasriski on erittäin merkittävä, sillä vaikka asiakasta ei menetettäisikään, heijastuvat asiakkaan suhdannevaihtelut, mahdolliset tuotannolliset ongelmat jne. ylisuhteisesti Norrhydron omaan toimintaan.
- **Immateriaalioikeuksien (IPR) riskit.** Norrhydron arvokkain aineeton omaisuus eli NorrDigi-teknologia on kattavasti patentoitu, mutta eräissä maissa patenttioikeuksia koskeva lainsäädäntö on puutteellista ja/tai valvonta heikkoa, mikä aiheuttaa Norrhydrolle riskin teknologian laittomasta kopiointista tai vähintäänkin juuttumisesta pitkällisiin

patenttiriitoihin eri oikeusistuimissa.

- **Taseasema on edelleen kireä.** Edellisellä sivulla esitetyt taseen tunnusluvut ovat heikonpuoleisia ja estänevät normaaliehtoisen pankkirahoituksen saamisen. Tähän viittasi myös Norrhydron vuodenvaihteessa 2023-2024 liikkeeseen laskema 1,5 miljoonan euron kolmivuotinen vaihtovelkakirjalaina, jonka kuponkikorko on 10 %. Norrhydron muissa lainoissa on myös finanssikovenantteja, joiden seuraava tarkistuspaikka on 31.12.2024. Emme usko, että kovenanttien mahdollinen rikkoutuminen johtaisi lainojen irtisanomiseen, mutta rahoituksen hinta kohoasi entisestään.
- **Osakkeen likviditeetti on alhainen.** Lokakuusta 2023 syyskuuhun 2024 Norrhydron osakkeen likviditeetti oli alhainen 13 %. Tämä saa osan institutionaalisista sijoittajista karttamaan osaketta, sillä merkittävien määrien osto ja myynti on haasteellista.






Positiiviset arvoajurit

- NorrDigin riskiprofiili on alentunut ja uusia asiakkuuksia on avattu 
- Tiiviit, pysyvät suhteet nimekkäisiin ja vaativiin asiakkaisiin 
- Partneroituminen hajauttaa riskiä, parantaa kulujoustavuutta ja nopeuttaa kansainvälistä laajentumista 



Negatiiviset arvoajurit

- Riippuvuus yksittäisistä asiakkaista 
- Taseasema on edelleen riskialtis 
- Osakkeen likviditeetti on alhainen 

Sijoitusprofiili 3/3

1.

NorrDigin luoma huomattava kasvupotentiaali

2.

Globaalit, alojensa johtavat asiakkaat

3.

Partneroitumiseen perustuva toimintamalli

4.

Kaikkia NorrDigin tavoitteita ei välttämättä saavuteta

5.

Asiakastoimialat ovat syklisiä ja yksittäiset asiakasriskit isoja

Potentiaali



- NorrDigi luo merkittävän mahdollisuuden kasvuun ja kannattavuuden parantamiseen
- Globaalit, alojensa johtavat asiakkaat joihin on pitkäaikaiset suhteet
- Partneroitumiseen perustuva toimintamalli kasvattaa omaa osaamista ja resursseja rajaten samalla riskejä
- Yhtiö voi toimia oman alansa konsolidaattorina tai tulla itse ostokohteeksi

Riskit



- NorrDigin kaupallistamisen onnistumiseen liittyy edelleen riskejä
- Norrhydron kysyntää ajaa asiakastoimialojen konekysyntä, joka on syklistä
- Yksittäiset asiakasriskit ovat edelleen merkittäviä
- Taseasema on riskialtis

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Kumppanuudet strategisessa keskiössä

Norrhydron strategian ydinkohdat ovat seuraavat:

- **Liikevaihdon kasvu orgaanisesti ja valikoiduin yritysostoin.** Kasvun numeerisia tavoitteita käsitellään jäljempänä. Orgaaniselle kasvulle Rovaniemen uusi tuotantolaitos tarjoaa hyvät edellytykset.
- **Laajentuminen uusille maantieteellisille markkinoille.** Kasvua haetaan etenkin NorrDigi MCC:n ja NorrDigi EMA:n kaupallistamisen myötä Euroopassa, Aasiassa ja Pohjois-Amerikassa. Myös perinteisille hydraulisyntereille haetaan uusia markkinoita lähinnä Skandinaviasta ja Pohjois- sekä Keski-Euroopasta.
- **Teknologiaosaamisen ja tuotantokapasiteetin laajentaminen.** Norrhydron tavoitteena on uudistaa liikkuvien koneiden ja laitteiden toimialaa omilla innovaatioillaan ja olla alansa teknologiajohtaja, jolle omat patentoidut tuotteet ja oma tuotekehitys tuovat ratkaisevaa kilpailuetua. Yhtiö jatkaa tiivistä kehitysyhteistyötä johtavien OEM:ien ja tutkimuslaitosten kanssa. Tavoitteena on myös laajentaa teknologista osaamista ja tuotantokapasiteettia yritysostoin ja panostamalla Rovaniemen tuotantolaitoksen kyvykkyyteen.
- **Strategisten kumppanuuksien laajentaminen ja asema korkeammalla asiakkaan arvoketjussa.** Arvioimme, että yli 70 % Norrhydron liikevaihdosta kertyy kuudelta kansainväliseltä / globaalilta strategiselta kumppaniasiakkaalta, joiden kanssa yhteistyö on kestänyt enimmillään yli 30 vuotta. Norrhydron tavoitteena on olla komponentti-toimittajan sijasta asiakkaan pitkäaikainen strateginen kumppani, joka a) kehittää ratkaisunsa

yhdessä asiakkaan kanssa; b) tarjoaa palvelua läpi tuotteiden elinkaaren ja c) ratkaisee asiakkaan strategisia haasteita (esim. koneiden päästöjen vähentäminen NorrDigi-teknologialla). Näin Norrhydro tähtää ylemmäs asiakkaan arvoketjussa.

- **Uusien strategisten kumppaneiden hankinta.** Norrhydron tavoitteena on kasvaa NorrDigi-tuotteissa globaalisti. Markkinointi ja asiakasprojektiön toteuttaminen vaatii lokaalin asiakastuen, jonka strateginen kumppani voi luoda. Strategisia kumppaneita voi olla myös useita, riippuen niiden erikoisosaamisesta sekä liiketoiminnan maantieteellisestä ja asiakassegmentikohtaisesta kattavuudesta.

Strategia nojaa nykyisiin vahvuuksiin

Mielestämme Norrhydron strategia on hyvin fokusoitunut ja nojaa yhtiön olemassa oleviin selviin vahvuuksiin. Näitä ovat tiiviit ja pitkäaikaiset suhteet useiden nimekkäiden asiakkaiden kanssa sekä korkea teknologinen osaaminen, josta NorrDigi-tuotteet ovat paras esimerkki. Mielestämme on myös positiivista, että Norrhydro rajaa omaa teknistä ja kaupallista riskiään tukeutumalla tuotekehityksessä ja jatkossa myös markkinoinnissa vahvasti kumppanuuksiinsa. Yhteisen tuotekehityksen avulla Norrhydrolla on mahdollisuus sitouttaa asiakas entistäkin tiiviimmin yhteistyöhön ja kohottaa asemaansa asiakkaan arvoketjussa. Markkinointiin ja asiakastukeen haettava strateginen kumppani olisi ihannetapauksessa valikoidua täydentävien tuotteiden valmistaja, jolla on globaali ulottuvuus. Norrhydron mukaan mahdollisia partnereita on kymmeniä, mutta kartoitustyö on vasta käynnistynyt.

Strategiassa on implisiittistä, että Norrhydrolle vakaan liikevaihdon ja kassavirran tuova perinteisten



Strategian keskeinen sisältö

- Keskittyminen kovassa ja vaativassa käytössä oleviin asiakkaiden koneisiin ja laitteisiin
- Teknologiajohtajuuden vahvistaminen
- Nykyisten strategisten kumppanuuksien laajentaminen ja uusien hankinta
- Kasvu ja kansainvälistyminen etenkin NorrDigi-tuotteiden avulla



Strategian plussat ja miinukset

- + Realistisuus ja selkeä fokus
- + Kasvu digiratkaisuissa, joissa kilpailuetu on selkeä
- + Teknologiajohtajuuden vahvistaminen
- + Nojautuminen kumppanuuksiin, mikä rajaa riskejä
- Kasvun edellyttämä resursointi jää avoimeksi

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

hydraulisyntereiden liiketoiminta muodostaa perustan, johon NorrDigi-tuotteiden kunnianhimoisemmat suunnitelmat voivat nojata.

Strategia voisi mielestämme ottaa kantaa myös toteutuksessa vaadittaviin resursseihin ja niiden riittävyteen. Suurimmat riskit liittyvät edelleen NorrDigin kaupallistamiseen.

Taloudelliset tavoitteet

Norrhydron taloudelliset tavoitteet vuoteen 2028 mennessä ovat seuraavat:

- Liikevaihto >70 MEUR;
- Käyttökatemarginaali (EBITDA) >16 %;
- Keskimääräinen 10 %:n vuotuinen kasvu (CAGR) sylinteriliiketoiminnassa jaksolla 2020-2028;
- Digitaalisten ratkaisujen 30 %:n osuus liikevaihdosta;
- Osingonjakosuhde 20-30 % tilikauden tuloksesta

Tavoitteet ovat kovia, mutta silti realistisia

Norrhydron liikevaihtotavoite on haastava. Tavoite jakautuu perinteisen sylinteriliiketoiminnan kasvuun vuoden 2023 30 MEUR:sta vuoden 2028 49 MEUR:on (vuotuinen kasvu on 11 % p.a.) sekä digitaalisten ratkaisujen liikevaihdon kasvuun vuoden 2023 arviolta 0,6 MEUR:sta vuoden 2028 21 MEUR:on. Perinteisten sylinterien liikevaihto kasvoi koronapandemiasta sekä tärkeän asiakkaan Ponsen Venäjä-liiketoiminnan katoamisesta huolimatta +9 % p.a. vuosina 2019-2023. Näin ollen perinteisten sylinterien liikevaihdon kasvutavoite ei ole yliampuva, vaikka vaativa onkin. NorrDigin kilpailuedut ja liiketoiminnan kasvunäkymät ovat hyvin lupaavat ja uskomme tulevan kasvutahdin riippuvan enemmän

asiakkaiden ja etenkin Volvon nopeudesta NorrDigillä varustettujen koneidensa tuotannon ylösajossa kuin loppukysynnästä. NorrDigi MCC:n kaupallistamisen käynnistyessä ja uusien asiakkuuksien myötä näemme NorrDigin riskien pienentyneen viimeisen vuoden aikana ja uskomme teknologian yltävän sille asetettuun kasvutavoitteeseen vuosina 2024-2028.

EBITDA-marginaalin 16 %:n tavoite on sekin korkea suhteessa vuosien 2018-2023 oikaistuun mediaaniin (10,3 %). NorrDigi-kehitys on kuitenkin rasittanut kannattavuutta koko em. periodin ajan ja suhteessa tavoitteeseen vuoden 2016 toteutunut EBITDA-marginaali (12,6 %) on parempi vertailukohta. Norrhydro on aiemmin arvioinut, että NorrDigin myyntikate tulisi olemaan 10 %-yksikköä korkeampi kuin perinteisissä sylinterissä. Tällä perusteella konsernin 16 %:n EBITDA-marginaali vuonna 2028 edellyttäisi perinteiseltä sylinteriliiketoiminnalta 13 %:n ja NorrDigilta 23 %:n EBITDA-marginaalia silloin kun jälkimmäisen liikevaihto-osuus on 30 %. Perinteisen sylinteriliiketoiminnan 13 %:n EBITDA-marginaalitavoite olisi realistinen, mutta NorrDigin 23 %:n EBITDA-marginaalitavoite vaativa. Palaamme aiheeseen raportin ennusteosiossa.

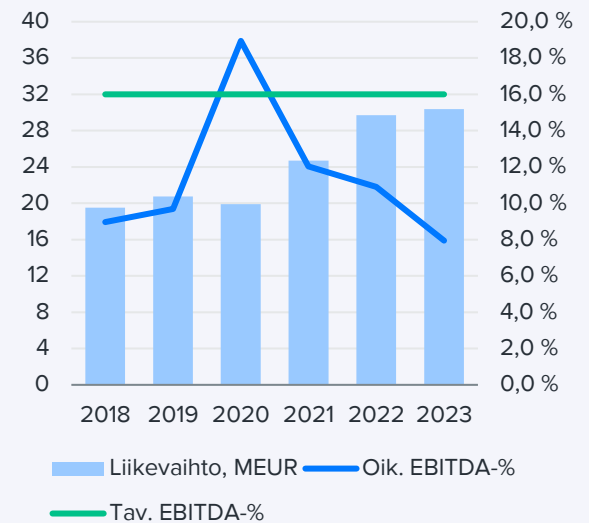
Norrhydron tavoiteltu osingonjakosuhde on kasvuyhtiölle tyypillisesti varovainen ja yhtiön mukaan siihen voivat lisäksi vaikuttaa kasvuinvestoinnit sekä tuloskehitys ja -näkymät. Vuosina 2020-2022, jolloin osinkoa jaettiin oli osingonjakosuhde (pääomanpalautus) 25-41 % oikaistusta tuloksesta.

Norrhydrolla ei ole virallisia taserakenteeseen liittyviä tavoitteita. Yhtiöllä on lainoissaan omavaraisuuteen ja nettovelat/käyttökate -suhteeseen liitettyjä finanssikovenantteja, joiden tasoja ei ole julkistettu. Kuten edellä on todettu, tase on tällä hetkellä rasittunut.

Taloudelliset tavoitteet 2028

- Liikevaihto >70 MEUR;
- Käyttökatemarginaali (EBITDA) >16 %;
- Keskimääräinen 11 %:n vuotuinen kasvu (CAGR) sylinteriliiketoiminnassa 2020-2028;
- Digitaalisten ratkaisujen 30 %:n osuus liikevaihdosta.

Toteutunut kannattavuus vs. tavoitetaso



Lähde: Norrhydro

Toimiala ja kilpailu 1/5

Iso ja monipuolinen markkina

Hydrauliikkamarkkina on monipuolinen jakaantuen hyvin monien tuotetyyppien ja asiakastoimialojen kesken. Tärkeimpiä hydrauliikkatuotteita ovat hydrauliikkamoottorit, pumput, venttiilit, voimansiirto-komponentit, sylinterit, varaajat ja suodattimet. Norrhydron tuotteet eli hydraulisyliinterit ovat koko hydrauliikkakomponenttien markkinan merkittävän tuoteryhmä ja vastaavat noin 35 %:sta koko globaalia markkinaa. Sylinterien markkinassa Norrhydro keskittyy liikkuvien laitteiden (mobiileihin) sylintereihin, jotka taas vastaavat 55-60 %:sta hydraulisyliinterien markkinaa ja siten 20 %:sta koko hydrauliikkakomponenttien markkinaa. Loput 40-45 % hydraulisyliinterien markkinasta on etupäässä teollisuuden ja energiantuotannon käyttämiä sylintereitä. Yleisimmät arviot hydraulisyliinterien markkinan koosta ovat noin 15 mrd. dollaria (2023) ja mobiilien hydraulisyliinterien globaali markkina on kooltaan noin 8-9 mrd dollaria.

Hydrauliikalla monia asiakastoimialoja

Hydrauliikkakomponentteja käytetään lähes kaikissa koneissa, joissa tarvitaan hydrauliikan tarjoamaa tehonsiirtoa, mutta eniten erilaisissa työkonneissa. Norrhydron kannalta oleellisen tuoteryhmän eli mobiilien hydraulisyliinterien suurimmat asiakastoimialat ovat materiaalinkäsittelylaitteet, maa- ja metsätaloustalokoneet, rakennus- ja kaivoskoneet sekä ajoneuvoteollisuus. Oheinen graafi kuvaa jakoa.

Norrhydron sylinteriliiketoiminnan markkinaa odotetaan +4...+5 %:n vuosikasvua

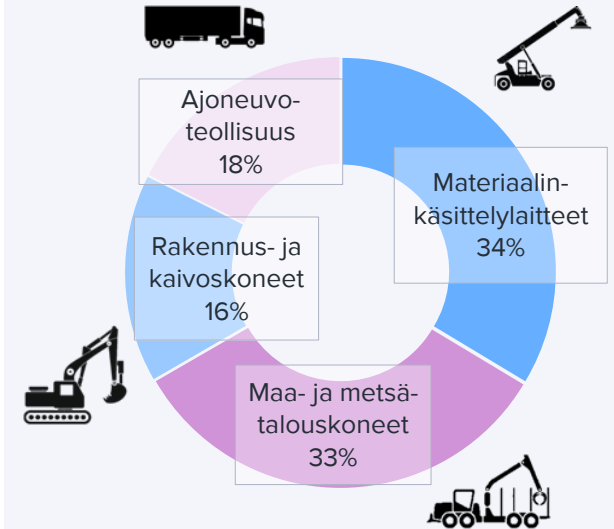
Norrhydron tärkeimmillä loppuasiakastoimialoilla hydraulisyliinterien kysynnän kasvuajurit ovat seuraavat:

- **Maa- ja metsätaloudessa** kysynnän kasvua ajavat etenkin kasvavat kaluston tehokkuusvaatimukset ja Norrhydrolle tärkeällä metsäkonemarkkinalla puunkorjuun koneellistumisen eteneminen globaalisti sekä tavaralajimenetelmän yleistyminen.
- **Rakentamisessa** väestönkasvu, kaupungistuminen ja lisääntyvä koneistuminen nostavat kysyntää kehittyvillä markkinoilla. Kehittyneillä markkinoilla kasvuajurina ovat merkittävät infrastruktuuri-projektit esimerkiksi Yhdysvalloissa. **Kaivosteollisuudessa** konekysynnän fundamenttijaureita ovat akkumetallien kysynnän kasvu sekä malmioiden köyhtyminen, mikä merkitsee lisääntyvää louhintatarvetta metallitonnia kohden.
- **Materiaalinkäsittelyssä** kalustokysynnän ajureina ovat mm. konttaliikenteen kasvu, laitekannan sähköistyminen, logististen ketjujen muutokset geopolitiikan myötä sekä automaatiota kiihdyttävä työvoimapula etenkin kehittyneissä maissa.

Mainitut sektorit vastasivat arviomme mukaan 85 %:sta Norrhydron liikevaihtoa vuonna 2023. Karkealla tasolla tutkimuslaitosten odotukset mobiilien hydraulisyliinterien markkinan kehityksestä antavat siten likiarvon myös Norrhydron sylinteriliiketoiminnan kohdemarkkinan kehityksestä.

Viimeisen vuoden aikana esitettyjen arvioiden (mm. GMInsights, IMARC Group) mukaan hydraulisyliinterien globaalin markkinan arvon odotetaan kasvavan +4...+5 %:n vuositahtia (CAGR) vuodesta 2024 eteenpäin, ennusteiden ulottuessa vuosiin 2030-2032. Useimmat tutkimukset odottavat mobiili-syliinterien markkinan kasvavan suunnilleen koko markkinan tahtia.

Mobiilien hydraulisyliinterien markkina



Toimiala ja kilpailu 2/5

Kokonaisuutena pidämme +4 %:n keskimääräistä vuosikasvua (CAGR) perusteltuna arviona mobiilisyntereiden markkinan kasvuksi ennustejaksollamme 2024-2027. Palaamme ennusteosiossa tarkemmin Norrhydron liikevaihdon ajureihin ja painotuksiin.

NorrDigin markkinapotentiaali huomattava, mutta ennustaminen on haastavaa

NorrDigi MCC:n markkinapotentiaalin ja sen kasvun arvioimiseen on käytettävissä vain vähän julkisia lähteitä. Tärkeimmät potentiaaliset asiakasryhmät ovat hydraulisyntereitä käyttävien laitteiden raskaammalla puolella eli maansiirtokoneissa, materiaalinkäsittelykoneissa, kaivoskoneissa, metsäkoneissa sekä marine & offshore -laitteissa. Koska NorrDigi MCC tulee syrjäyttämään perinteisiä hydraulisyntereitä, on johdonmukaista uskoa että niiden markkina tulee kasvamaan selvästi nopeammin kuin edellä kuvattu koko hydraulisynterimarkkinan +4...+5 %:n v/v kasvu. Aiemmin esitellyistä Norrhydron strategisista tavoitteista voi päätellä, että yhtiö itse tavoittelee NorrDigi-tuotteille (MCC ja EMA) vähintään +100 %:n v/v liikevaihdon kasvua vuosina 2024-2028. On kuitenkin muistettava lähtöluvun alhaisuus.

NorrDigi MCC:n markkinoiden kehittyminen vie aikaa

Jäsentyneemmät ennusteet NorrDigi MCC:lle tulisi laatia valmistajittain huomioiden niiden konemallisto, sen uusiutuminen ja soveltuvuus MCC:n käyttöön sekä yhtiöiden strateginen muutosalttius. Norrhydro kartoittaa NorrDigin potentiaalisten OEM-asiakkaiden kenttää niiden strategisen yhteensopivuuden ja ketteryuden näkökulmasta. NorrDigi MCC:n potentiaalinen realisoituminen on pitkäkestoinen

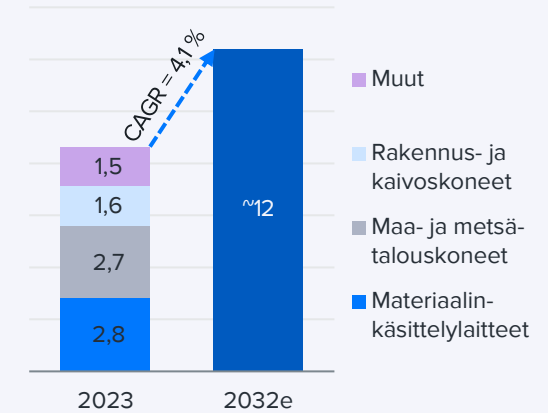
prosessi, sillä nykyisin valmistettavaan konemallistoon MCC:ia ei voida ottaa käyttöön koneiden rakentamiseen tarvittavien merkittävien muutosten vuoksi. NorrDigi MCC voi siten tulla osaksi kunkin konevalmistajan tarjoomaa vain yksi malli tai mallisarja kerrallaan sitä mukaa kuin ne uusiutuvat eli keskimäärin 5-7 vuoden välein. Norrhydron mukaan kiinnostus NorrDigi MCC:ia kohtaan on korkealla, mutta moni potentiaalinen asiakas haluaa vielä todeta Volvon NorrDigi MCC -tuotteiden sarjavalmistuksen käynnistymisen sekä ensimmäiset käyttökokemukset. Norrhydro on kuitenkin indikoinut, että valmistajan tehtyä päätöksen NorrDigi MCC:n käyttöönotosta voidaan tämän jälkeen edetä nopeasti: Norrhydro voisi toimittaa MCC-koneen esimerkiksi maansiirtokonevalmistajalle yhdessä vuodessa ja vuotta myöhemmin tämä voisi jo tuoda MCC-koneensa markkinoille.

NorrDigi MCC:n tärkeimmät kohdemarkkinat ovat muutaman globaalin toimijan hallitsemia, mikä edesauttaa NorrDigi MCC:n vahvan markkina-aseman saavuttamista. Lisäksi työkoneiden etenevä sähköistyminen on NorrDigi MCC:lle selvä positiivinen ajuri, sillä akkukäyttöiset koneet yhdistettynä perinteiseen hydraulikkaan merkitsivät monissa tapauksissa liian suurta energiankulutusta ja NorrDigi MCC on hyvin lupaava vaihtoehto tämän ongelman ratkaisemiseen.

Lähivuosien NorrDigi MCC-potentiaali perustuu nykyasiakkaisiin

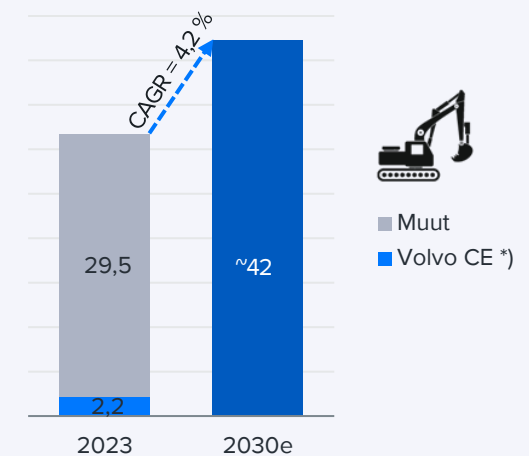
Rajallisten resurssien vuoksi Norrhydro keskittyy MCC:n kaupallistamisessa tässä vaiheessa kolmeen avainasiakkaaseen eli Volvo CE:iin, nimeämättömään lastinkäsittelylaitevalmistajaan (jonka uskomme olevan Kalmar) sekä nimeämättömään amerikkalaiseen öljynporaustornioperaattoriin. Jo näiden asiakkaiden

Mobiilien hydraulisyntereiden markkina 2023-2032e, mrd USD



Lähde: Interact Analysis, GM Insights, IndustryARC, iMarc Group, Inderes

NorrDigin primääri kohdemarkkina: Telalustaiset kaivurit 2023-2030e, mrd USD



Lähde: GII Research; *) = Inderesin arvio

Toimiala ja kilpailu 3/5

synnyttämä potentiaali on merkittävä: tiettävästi Volvo CE valmistaa Etelä-Korean tehtaallaan 10000-15000 kpl yli 20-tonnisiä kaivureita ja olemme aiemmin arvioineet, että Kalmar myy vuosittain 1200-1400 keskiraskasta ja raskasta haarukkatrukkia. Pelkästään Yhdysvalloissa taas on aktiivikäytössä n. 700 maanpäällistä öljynporaustornia ja käsityksemme on, että Norrhydron asiakas on yksi alan merkittävimmistä toimijoista. Karkea arviomme on, että näiden kolmen asiakkaan tuoma myyntipotentiaali NorrDigi MCC:lle on 250-500 MEUR vuoteen 2030 mennessä.

EMA-markkina vasta lähdössä liikkeelle Norrhydron segmenteissä

Sähkömekaaniset toimilaitteet (EMA) voivat korvata perinteisiä mobiilisyntereitä etenkin sellaisissa sovelluksissa ja työkoneissa, joissa tehon tarve on alhainen ja käyttöjaksot vaihtelevia. Eräs mahdollinen käyttöalue on materiaalinkäsittelylaitteet, joissa sähkömekaanisen toimilaitteen etuja suhteessa hydraulisynteriin ovat parantunut tehokkuus ja liikkeen tarkkuus, öljyttömyys sekä alhaisempi melutaso. Sähkömekaanisten toimilaitteiden markkina on Norrhydron kohdesegmenteissä vielä alkuvaiheessa. Potentiaalın arvioiminen on vaikeaa, sillä koko toimilaitemarkkinaa voidaan tarkastella mm. tehonsiirron (sähköinen, mekaaninen, pneumaattinen ja hydraulinen), liikesuunnan (lineaarinen, pyörivä) ja asiakastoimialojen/-sovellusten perusteella. Suoraan Norrhydron sähköisten lineaaritoimilaitteiden markkinaa koskevia arvioita ei ole ollut käytettävissämme. Yleiskuvan kuitenkin antaa Xcellent Insightsin arvio (9/2023) sähköisten lineaaritoimilaitteiden globaalin markkinan kasvusta 21 mrd dollarista vuonna 2022 34 mrd dollariin vuonna 2032 (CAGR = +5,3 %).

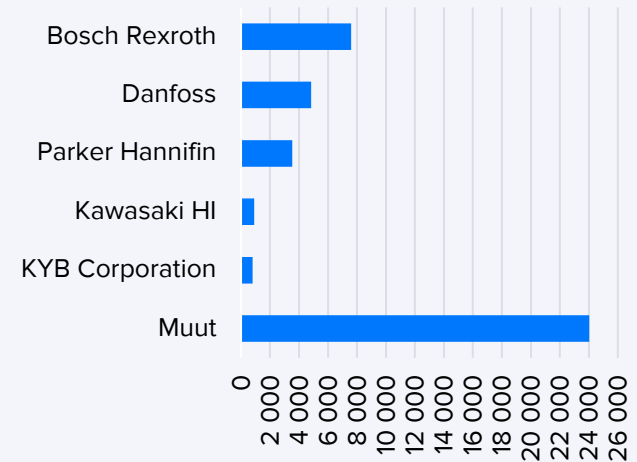
Globaali hydraulikkamarkkina on fragmentoitunut

Globaali hydraulikkamarkkina on melko fragmentoitunut, sillä vaikka kolme suurinta peluria hallitsee 35-40 %:a markkinasta, hajautuvat markkinat näiden alapuolella. Markkinaa dominoivat saksalainen Bosch Rexroth (liikevaihto 7,6 mrd euroa v. 2023), tanskalainen Danfoss (4,8 mrd euroa) ja yhdysvaltalainen Parker Hannifin (3,5 mrd euroa). Kaikilla isoilla toimijoilla on laaja tuotevalikoima (moottorit, pumput, venttiilit, voimansiirtokomponentit, sylinterit, varaajat ja suodattimet) ja ne toimivat globaalisti. Tämän vuoksi niiden vertaaminen Norrhydron ei ole kovin mielekäästä. Alalla toimivien yhtiöiden suuren määrän sekä perussyntereiden suhteellisen yksinkertaisen teknologian vuoksi markkinaa leimaa kireä kilpailu.

Perinteisissä sylintereissä kilpailu on alueellista

Vaikka Norrhydron perinteisten hydraulisyntereiden asiakkaat ja näiden tehtaot Pohjoismaissa toimittavat koneitaan globaalisti, on kilpailu hydraulisyntereissä luonteeltaan alueellista. Tämä johtuu seuraavista seikoista: 1) yhteistyö hydraulisynteritoimittajan ja konevalmistajan kanssa on tiivistä jo tuotekehitysvaiheessa, jolloin yhtiöiden sijainti lähellä toisiaan edesauttaa kanssakäymistä merkittävästi; 2) sijainti lähellä asiakasta mahdollistaa kiiretoimitukset ja muutoinkin nopean reagoinnin asiakkaan muuttuviin tarpeisiin samalla kun puskurivarastot voidaan pitää pieninä; 3) pidemmällä toimitusetaisyyksillä logistiikkakustannusten osuus sylinterin koko kustannuksesta nousisi merkittäväksi. Näillä perusteilla Norrhydron perinteisten hydraulisyntereiden luontevin markkina ovat Itämeren rantavaltiot ja kilpailua tulee tarkastella tästä näkökulmasta.

Johtavien hydraulikkatoimittajien 2023-liikevaihto, MEUR



Lähde: Yhtiöt, konsulttiyhtiöt, Inderesin arviot

Toimiala ja kilpailu 4/5

Norrhydron perinteisen sylinteriliiketoiminnan läheisimmät kilpailijat ovat suomalaisia ja ruotsalaisia. Tärkeimpiä ovat Hydrolin Oy, Wipro Infrastructure Engineering Oy (joka on ruotsalaisen Wipro Infrastructure Engineering AB:n tytäryhtiö ja osa globaalia Wipro-konsernia), Hydoring Oy sekä Ruotsissa toimivat Arcos Hydraulik AB ja Stacke Hydraulik AB. Edellä mainitut yhtiöt ovat Wipro Infrastructure Engineering Oy:tä lukuun ottamatta koko liikevaihdoltaan varsin hyvin rinnasteisia Norrhydron. Wipron Suomen-liikevaihdosta (60 MEUR 3/2023 päättyneellä tilikaudella) arviolta 30 MEUR on hydraulisyntereitä lopun tullessa pääosin kippisyntereistä ja kippihydrauliikan komponenteista (Nummi-tuotemerkki). Käytettävissä olevien numeroiden perusteella Norrhydro oli edelleen kolmen suurimman yhtiön joukossa tarkastellulla markkinalla vuosina 2022-2023.

Kasvu ja kannattavuus eivät häpeä verrokeille

Kaikkien verrokkiyhtiöiden vuosien 2018-2022/23 kasvu kärsi koronapandemiasta (CAGR = -4 %... +8 %) ja hidastui selvästi aiemmasta. Norrhydro kasvoi joukosta nopeimmin (CAGR = +8 %). Toimialan yhtiöiden käyttökatemarginaali (EBITDA-%) on viime vuosina ollut valtaosin 6...11 % ja Norrhydron sijoitus tällä mittarilla on kelvollinen. Suomen markkinajohtaja Hydrolinen kannattavuus taas on ollut heikko ja yhtiö on joutunut sekä järjestämään kaksi osakeantia (2021 ja 2024) että uudelleenjärjestelemään luottojaan kovenanttien rikkouduttua. Norrhydron tapaan myös Hydrolinen tase on rasittunut. Vuoden 2023 lopussa nettovelkaantumisaste oli 140 %.

Kilpailutilanne melko stabiili

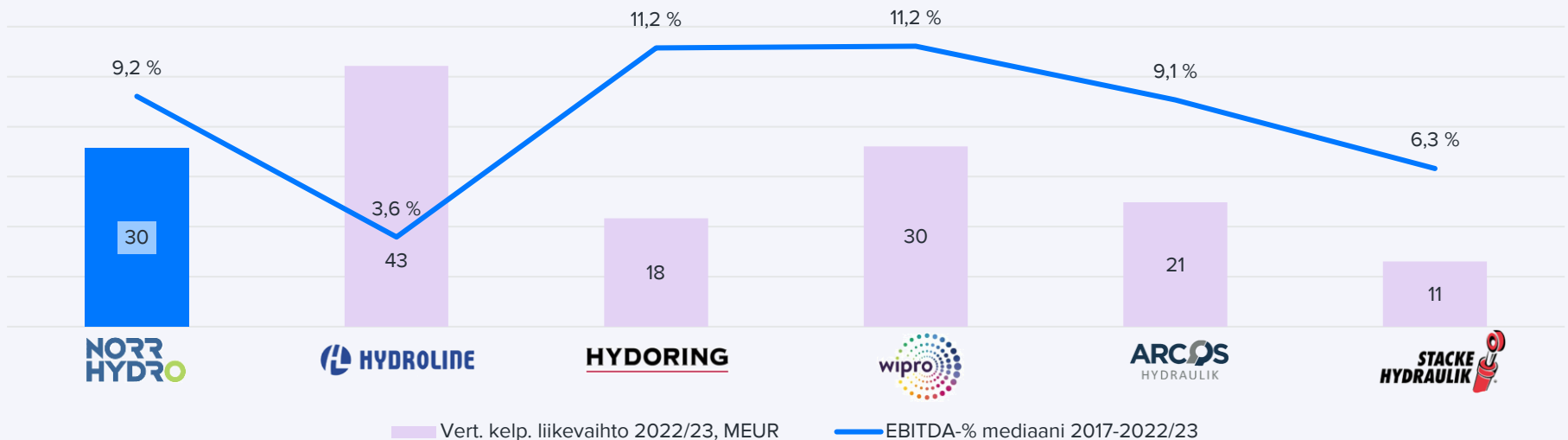
Norrhydron mukaan kilpailijoilta ei ole nähty viime aikoina erityisempiä tuotelanseerauksia. Hydrolinen

kasvu on ollut markkinaa hitaampaa ja Hydoringin sylinteriliiketoiminta on kasvanut samaa tahtia Norrhydron kanssa. Ruotsalainen Arcos tulee kilpailutilanteessa usein vastaan ja on hyötynyt jonkin verran Ruotsin kruunun heikkoudesta. Myöskään merkittäviä yritysjärjestelyjä ei ole nähty, sillä Wipron akvisitiot (Columbus Hydraulics ja Mailhot Industries) ovat suuntautuneet Pohjois-Amerikkaan. Tietyvästi Norrhydrolla on ollut joitakin kontakteja globaalien hydraulikkavalmistajien kanssa yhteistyöstä, mutta nimiä tai muita yksityiskohtia ei ole julkistettu.

Kilpailuetuina laatu, luotettavuus ja osaaminen

Hyvin epätarkkarajaisessa markkinassa Norrhydron markkinaosuuden ja sen muutosten selvittely ei ole mielekäästä. Kokonaisuutena yhtiö on pärjännyt mielestämme hyvin suhteessa kilpailijoihinsa sekä kasvun että kannattavuuden osalta. Norrhydro on maininnut tärkeimmiksi kilpailueduikseen laadun,

Perinteisten hydraulisyntereiden valmistaja



Toimiala ja kilpailu 5/5

luotettavuuden ja toimitusvarmuuden sekä tuotekehitysoasaamisen kaikkein vaativimpien asiakkaiden kanssa. Näiden seikkojen todentaminen on tietenkin ulkopuoliselle hyvin vaikeaa, mutta Norrhydron profiloitumisesta vaativimpiin asiakkaisiin kertoo se, että yhtiön perinteisten hydraulisyliintereiden keskihinnat ovat historiallisesti olleet +5...+10 % kilpailijoiden keskitasoa korkeammalla. Tosin tämä preemio on viime aikojen hankalammassa markkinassa alentunut +0...+5 %:iin. Kaikkiaan pidämme Norrhydron kilpailuetuja varsin pysyvinä emmekä näe välittömiä uhkia yhtiön markkina-asemalle tai kannattavuudelle perinteisissä sylintereissä.

EMA-laitevalmistajissa kolmen kerroksen väkeä

EMA-markkinalla ovat läsnä perinteiset hydraulikka-alan toimijat (Bosch Rexroth, Parker Hannifin), joille ko. segmentti on vain pieni osa kokonaisuudesta. Markkinoilla toimii myös keskikokoisia lineaaritoimi-

laitteisiin keskittyneitä yrityksiä (Moog, Ewellix) sekä pieniä erikoistuneita yrityksiä kuten Norrhydro, ruotsalainen Cascade Drives sekä amerikkalainen Creative Motion Control. EMA-markkinan pirstaleisuuden sekä eri toimijoista saatavilla olevan tiedon vähäisyyden vuoksi emme ole pyrkineet perehtymään tarkemmin eri yhtiöiden kilpailuasemiin.

NorrDigi MCC:n kilpailuasema on vahva

NorrDigi MCC:n kanssa kilpailevia teknologioita ovat 1) sähköhydrauliset toimilaitteet; 2) sähkömekaaniset toimilaitteet ja 3) annosteluventtiilit (independent metering valve, IMVT). Niiden ominaisuuksia on esitelty alla olevassa taulukossa. Sähkömekaaniset järjestelmät eivät kykene tarjoamaan yhtä suurta tehotiheyttä ja vaadittavaa ohjattavuutta raskaiden työkoneiden vaatimiin käyttötarkoituksiin. Sähköhydraulisten järjestelmien avulla taas voidaan säästää energiaa ja vähentää polttoaineen käyttöä, mutta ei

samassa suhteessa kuin NorrDigissä. Annosteluventtiileillä voidaan myös kierrättää energiaa, mutta ei NorrDigiä vastaavia määriä, jolloin niiden kustannukset loppukäyttäjälle ovat korkeammat. NorrDigin loppukäyttäjälle mahdollistamia säästöjä kuvattiin sivulla 12.

NorrDigi MCC:n lähimmät kilpailijat ovat Bosch-Rexroth, Parker Hannifin, Moog, Nabtesco, KYB ja Husco. Niiden tuotteet eivät Norrhydron mukaan kuitenkaan saavuta samaa voimaa, kustannustehokkuutta ja/tai energiatehokkuutta kuin NorrDigi MCC.

Kokonaisuutena NorrDigi MCC on patentoitu ja todistetusti toimiva ratkaisu, joka näyttää kilpailevia järjestelmiä kilpailukykyisemmältä teknisesti, taloudellisesti ja ekologisesti. Koska NorrDigi MCC myös mahdollistaa sähkökäyttöisen työkoneen akun koon selvän pienentämisen, on sillä lisäksi edellytykset toimia tulevaisuusvarmana ratkaisuna.

NorrDigi vs. muut sylinteriteknologiat

Ominaisuus	NorrDigi MCC	Annostelu-venttiilit	Sähköhydr. toimilaitteet	Sähkömekaaniset
Tuottavuuden lisäys	+++	+	-	-
Energiansäästö	+++	+	+	+
Energian talteenotto	+++	+	+	-
Polttoainekulutuksen vähennys	+++	+	+	-
Kannattavuuden parantaminen	+++	-	-	++
Valmistaja	Norrhydro	Parker Hannifin, Husco	Bosch-Rexroth, Parker Hannifin, Moog	Bosch-Rexroth, Parker Hannifin, Moog

Lähde: Norrhydro; world-of-industries.com; machinedesign.com

Taloudellinen tilanne 1/2

Vahva ja yhä vientivetoisempi kasvutarina

Jaksolla 2014-2023 Norrhydro-konsernin liikevaihto kasvoi keskimäärin vajaan 9 %:n vuosivauhtia eikä liikevaihto supistunut jaksolla kertaakaan koronavuotta 2020 lukuun ottamatta. Kun huomioidaan asiakastoimialan (konepajat) ja erityisesti sektorin alihankkijoiden perinteisesti vahva sykliisyys, on Norrhydron suoritus vahva.

Suoran vientimyynnin osuus Norrhydron liikevaihdosta oli aiemmin melko pieni (n. 15 % vuosina 2016-2018), mutta on noussut viime vuosina selvästi ja oli 32 % vuonna 2023. Nopeimmin kasvoi vienti muihin EU-maihin, keskimäärin +27 % p.a. vuosina 2018-2023, vaikka vuonna 2023 nähtiinkin -9 %:n lasku. Lisäksi Norrhydron Suomessa toimivien asiakkaiden myynti on vahvasti vientipainotteista, joten kaikkiaan viennin osuus Norrhydron liikevaihdosta on hyvin merkittävä.

Peruskannattavuus melko stabiili, mutta matala

Norrhydron oikaistu liikevoittomarginaali on jaksolla 2013-2023 ollut 3,5 %:n ja 15,3 %:n välillä. Kannattavuutta arvioitaessa on huomioitava 1) Volvon maksamat tuotekehityspanostukset NorrDigin kehittämiseen vuosina 2017-2019 sekä yksinoikeudesta ja käyttöoikeudesta maksama kertakorvaus vuonna 2020. Nämä näkyvät Norrhydron liikevaihdossa, mutta summien suuruutta ei sopimussyistä ole voitu avata; 2) liiketoiminnan muihin tuottoihin kirjatut EU:n tuotekehitysavustukset sekä muut avustukset (0,214...1,060 MEUR vuosina 2018-2023). Volvon tuotekehityspanostusten ja saatujen avustusten oikaiseminen Norrhydron luvuista ei mielestämme ole perusteltua, sillä ilman ko. summia myös vastaavat tuotekehityskulut olisivat jääneet syntymättä.

Kaikkiaan syntyneet kulut ovat kumulatiivisesti olleet selvästi saatuja avustussummaa suurempia ja vain yhtenä vuonna (2019) saatujen avustusten määrä on ylittänyt tuloslaskelmaan kirjatut t&k-kulut. Volvolta saatu yksinoikeuskorvaus on kertaluonteisempi, mutta Norrhydron mukaan samanlaisia maksuja voi edelleen tulla lisää muilta NorrDigi-asiakkailta.

Norrhydron historiallisen kannattavuuden tarkempi analysointi edellyttää voitollisen perinteisen sylinteriliiketoiminnan ja edelleen tappiollisen NorrDigi-liiketoiminnan kannattavuuksien erillistä tarkastelua ja tähän on tarjolla vain vähän tietoa. Aiemman eli vuosien 2013-2016 tuloskehityksen perusteella perinteisen sylinteriliiketoiminnan tyypillinen EBIT-marginaalitaso on 5-9 %.

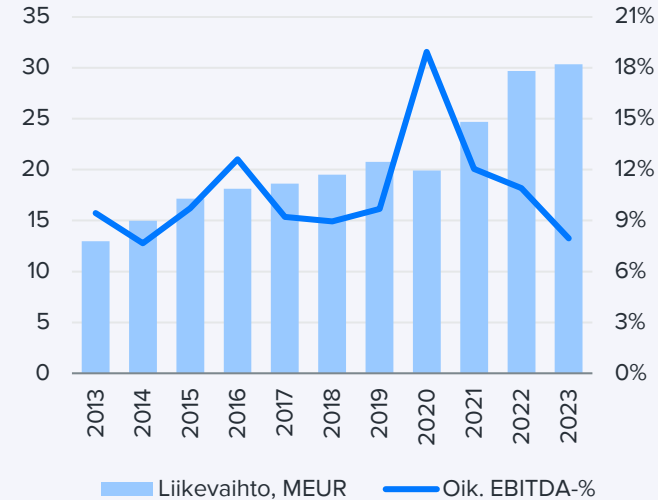
Uudelleenhinnoittelusykli keskimäärin 6 kk

Muiden konepajayritysten tavoin Norrhydro koki vuosina 2021-2022 merkittävän (noin +20 %) kustannusnousun markkinahäiriöiden nostettua raaka-aineiden ja komponenttien hintoja. Yhtiön oma asiakashinnoittelu on valtaosin indeksoitu raaka-aineiden ja komponenttien hintoihin siten, että tarkistus tapahtuu kaksi kertaa vuodessa. Komponenttien hintojen noustessa nopeasti muodostaa tämä väliaikaisen kannattavuusriskin, mutta hintojen laskiessa vaikutus on tietenkin päinvastainen.

Operatiivinen vipu suurempi kuin aluksi näyttää

Kaikkiaan Norrhydron kannattavuus on alihankkijayritykselle tyypillisesti suhteellisen matala, mutta myös myös melko tasainen. Kiinteiden kulujen osuuden (n. 40 % kaikista kuluista) perusteella Norrhydron tulosvivun

Liikevaihto ja kannattavuus 2013-2023



Tutkimus- ja kehityskulut, MEUR



Taloudellinen tilanne 2/2

tulisi olla melko korkea ja liike tuloksen muutoksen siten voimakas suhteessa liikevaihdon muutokseen. Tämä olisi myös intuitiivisesti mielekästä kun pohditaan kapasiteetin käyttöasteen vaikutusta Rovaniemen tehtaan kannattavuuteen. Norrhydron toteutuneesta tuloshistoriasta laskettu liikevaihdon ja liike tuloksen regressio ei kuitenkaan tue tätä käsitystä vaan sen mukainen operatiivinen vipu jää alhaiseksi: relevantilla 26-44 MEUR:n liikevaihto-alueella operatiivinen vipu on vain 1,0x. Regression selitysaste jää kuitenkin matalaksi eli vain 44 %:iin. Johtopäätöksemme on, että NorrDigiin liittyvien tulojen ja kulujen samoin kuin koronaan liittyvien markkinahäiriöiden vuoksi mielekkään tulosvivun kalkylointi Norrhydrolle on hankalaa. Pidämme kuitenkin selvänä, että Norrhydron käytännön tulosvipu on selvästi enemmän kuin mainittu 1,0x. Tästä seuraa, että volyymikasvulla tulisi olla selvä

positiivinen vaikutus sekä perinteisten sylintereiden että NorrDigi-tuotteiden ja siten koko konsernin suhteelliseen kannattavuuteen.

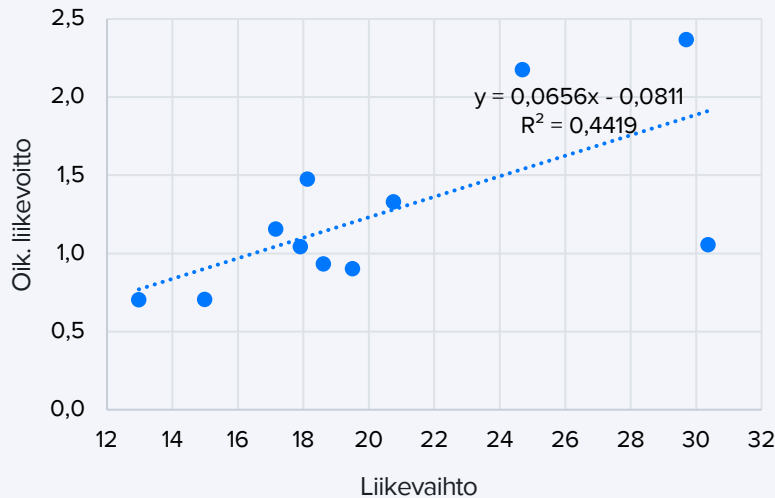
Tase on rasittunut

Seuraavat tekijät ovat rasittaneet Norrhydron tulosta ja/tai omaa pääomaa jaksolla 2022-H1'24: 1) vanhan tehtaan alasajo ja uuden ylösajo (yht. -1,9 MEUR); 2) varaston epäkuranttiusvähennys (-0,9 MEUR) sekä 3) voitonjako / pääoman palautus (-1,0 MEUR). Vuoden 2021 listautumisannin (nettona +7,2 MEUR) myötä yhtiön oma pääoma on edelleen melko vahva (8,8 MEUR H1'24:n lopussa). Toisaalta Norrhydron nettovelat ovat vuoden 2021 jälkeen kasvaneet 0,3 MEUR:sta 9,2 MEUR:on (H1'24), pääasiassa investointien myötä (-8,3 MEUR), jotka valtaosin liittyvät uuteen tehtaaseen.

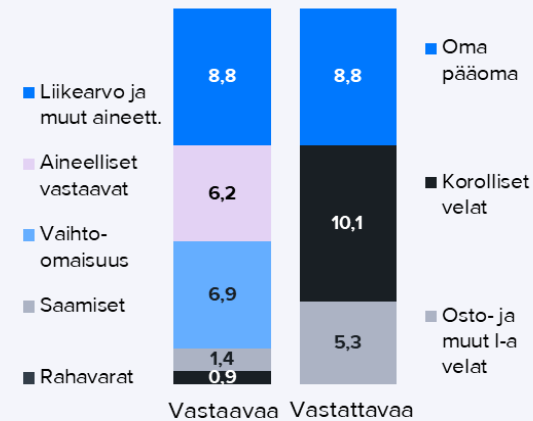
Velkaantumisen sekä epätydyttävän kannatta-

vuoden vuoksi Norrhydron maksuvalmius ajautui vuoden 2023 lopulla lähelle kriisirajoja. Tilanteen pelasti ennen vuodenvaihdetta 2023-2024 liikkeeseen laskettu 1,5 MEUR:n vaihtovelkakirja, jonka kuponnikorko on korkea 10 %. Tästä huolimatta Norrhydron quick ratio oli limiitit huomioidenkin vuoden 2023 lopussa tyydyttävän alarajoilla (0,5x) eikä tilanne ollut juuri parantunut vielä H1'24:n lopussakaan (0,6x). H1'24:n lopussa Norrhydron nettovelkaantumisaste oli 104 % ja omavaraisuusaste 36 %, joten rahavirtojen ja taseaseman kehitys säilyy sijoittajan fokuksessa vielä hyvän aikaa.

Liikevaihdon ja liike tuloksen regressio 2013-2023 (MEUR)



Taserakenne 30.6.2024; MEUR



Ennusteet 1/6

Liikevaihtoennusteen taustaoletukset

Eri tyyppisten hydraulisynteroiden sekä sähköisten toimilaitteiden markkinoiden epätarkkarajaisuuden vuoksi perustamme Norrhydron liikevaihtoennusteen pääasiassa yhtiön nykyisten ja tulevien asiakkaiden oletettuun volyymikehitykseen niillä tuotealueilla, joilla Norrhydron tuotteita käytetään.

Olemme jakaneet Norrhydron liikevaihtoennusteen kolmeen komponenttiin:

1. Perinteiset hydraulisynteroiden asiakkaat ja tuotteet. Jo aiemmin Toimiala ja kilpailu – osassa käsitelty mobiilisynteroiden globaalin markkinan noin +4 % p.a. kasvu vuosina 2024-2027 muodostaa väljän rungon ennusteellemme. Jotta ennusteemme olisivat konsistentteja Norrhydron suurimpia asiakkaita koskevien ennusteiden kanssa, olemme arvioineet näiden osuuksia Norrhydron sylinteriliiktevaihdoista ja käyttäneet Ponssea, MacGregoria (Cargotec), Kalmaria ja Metson Kivenmurskausta koskevia omia ennusteitamme sekä Sandvikin Mining and Rock Solutions –yksikköä koskevia konsensusennusteita omien Norrhydroennusteidemme perustana. Norrhydron muiden tärkeiden asiakkaiden (mm. Toijala Works, Mantsinen, Junttan ja HMF) osalta olemme käyttäneet toimialaa koskevia karkeita kasvuennusteita. Laskelman lopputuloksena odotamme Norrhydron perinteisiltä asiakkailta tulevan hydraulisynteriliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan

melko vaatimattomasti keskimäärin +2,6 % p.a. vuosina 2024-2027. Kasvua hidastaa vuoden 2024 odotettu heikko kehitys (-12 % v/v), mutta tämän jälkeen kasvu on melko vauhdikasta (+5...+13 % p.a.).

2. Perinteisten tuotteiden uudet asiakkaat.

Norrhydrolla on lukuisia uusia asiakkaita joko jo ylösajovaiheessa tai eri kohdissa neuvotteluprosessia, mutta näistä ei tietenkään anneta tarkempia tietoja. Arvioimme, että uusien potentiaalisten ja myös relevanttien asiakkaiden määrä on 4...8 kpl. Uskomme näiden olevan pääosin kotimaisia yhtiöitä, jotka edustavat Norrhydrolle tuttuja toimialoja (kippi- ja lastaushydrauliikka, nostimet, kaivos- ja rakennuskoneet). Norrhydron uusi tehdas luo hyvät edellytykset myös näiden asiakkaiden palvelemiseen. Ennustamme hydraulisynteroiden uusista asiakkaista saatavan liikevaihdon kasvavan vuoden 2024 noin 1,5 MEUR:sta vuoden 2027 5,0 MEUR:on.

Yhteenlaskettuna hydraulisynteroiden vanhojen ja uusien asiakkaiden tuoma liikevaihto kasvaa vuosina 2024-2027 6,3 % p.a. Tämä on selvästi vähemmän kuin yhtiön oma +11 % p.a. tavoite vuosille 2024-2028. Makronäkymien sekä uusien asiakkaiden tuomien volyymien ollessa epävarmoja pidämme varovaisuuttamme perusteltuna.

2. NorrDigi MCC ja EMA. Tyypillinen NorrDigi MCC -toimituksen arvo / kone on 40 TEUR, joka koostuu neljästä sylinteristä sekä oheislaitteista kuten paineakut,

ohjauselektronikka, sensorit jne. Tärkeäksi nousevien öljynporaustornien nostolaitte-modulien toimitusten arvo on tätä korkeampi eli akkuineen arviolta 60-70 TEUR/torni. Pienistä volyymeistä johtuen NorrDigi MCC – liikevaihto jää vielä vuonna 2024 vähäiseksi (arviomme mukaan <0,5 MEUR), mutta vuonna 2025 Volvon 30-tonnisten kaivureiden MCC-toimitukset (arviolta 30 kpl) ja öljynporaustornien nostolaitte-modulien (arviolta 10 kpl) MCC-toimitukset nostavat liikevaihdon jo 1,8 MEUR:on. Vuonna 2026 mainitut volyymit kasvavat edelleen ja ennustamme, että lisäkasvua tulee 1) toimitusten alkamisesta Volvon 40-tonnisiin kaivureihin (10 kpl); 2) toimitusten alkamisesta Kalmarille (10 kpl) sekä 3) toimituksista uusille öljynporaustornien nostolaitte-modulien asiakkaille (7 kpl). Kaikkiaan odotamme MCC-liikevaihdon nousevan vuonna 2026 jo 4,7 MEUR:on.

MCC-liikevaihtoennusteen vuodelle 2027 ja siitä eteenpäin perustuvat edelleen jo mainittuihin asiakkaisiin. Vuoden 2027 MCC-liikevaihdon ennusteemme on 9,8 MEUR, josta Volvon osuus on 6,1 MEUR (62 %). Viime mainittu luku vastaa noin 160 kaivinkonetta eli ”NorrDigi-penetratio” olisi Volvon tavoiteltujen tela-alustaisten EC-sarjan hybridikaivureiden tuotannossa arviolta noin 10 %.

NorrDigi EMA tulee ennusteidemme mukaan näyttämään melko pientä roolia NorrDigin kasvussa. Selkein asiakas tällä hetkellä on

Ennusteet 2/6

Avant Wood, jolle toimitukset kohoavat arviomme mukaan noin 0,4 MEUR:on vuonna 2027. Toiseksi asiakkaaksi olettamamme Hiabin liikkeellelähdön ajoitus on epävarma ja sama koskee muitakin mahdollisia asiakkaita. Ennustamista vaikeuttaa myös EMA-laitteiden leveä hintahahtari (arviomme mukaan 4000-20000 EUR/kpl). Kaikkiaan odotamme EMA-liikevaihdon nousevan vuoden 2024 0,3 MEUR:sta vuoden 2027 0,6 MEUR:on.

NorrDigi MCC:n ja EMA:n kasvun myötä digitaalisten ratkaisujen osuus Norrhydro-konsernin liikevaihdosta kohoaa ennusteissamme vuoden 2023 arvioidusta 2 %:sta vuoden 2027 22 %:iin. Yhtiö olisi siten hyvin tavoiteurallaan digitaalisten ratkaisujen osuuden nostamisessa 30 %:iin vuonna 2028.

Kannattavuusennusteen osatekijät

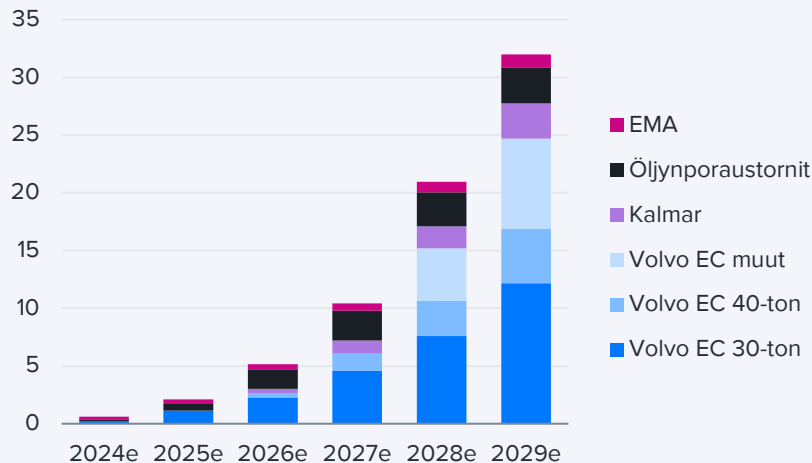
Ennusteemme vuosien 2024-2027 kannattavuudeksi perustuu seuraaviin tekijöihin:

- **NorrDigi MCC:n ja EMA:n osuuden kasvu.** Ennusteissamme NorrDigin laskennallinen EBITDA-marginaalitaso on pitkällä tähtäimellä yli 18 %, mutta tällöin edellytetään volyymejä, joita ei eksplisiittisellä ennustekaudellamme vielä saavuteta. Norrhydro tulee tilanteesta riippuen soveltamaan NorrDigissä sekä kustannuspohjaista että lisäarvopohjaista hinnoittelua, mikä tietenkin tuo yhtiölle joustovaraa. Odotuksemme NorrDigi-liiketoiminnan käyttökateosaksi on Norrhydro:n omaa implisiittistä >20 %:n tavoitetasoa alempana. Tämä perustuu varmuusmarginaaliin, joka NorrDigi-ennusteisiin on mielestämme liitettävä niin

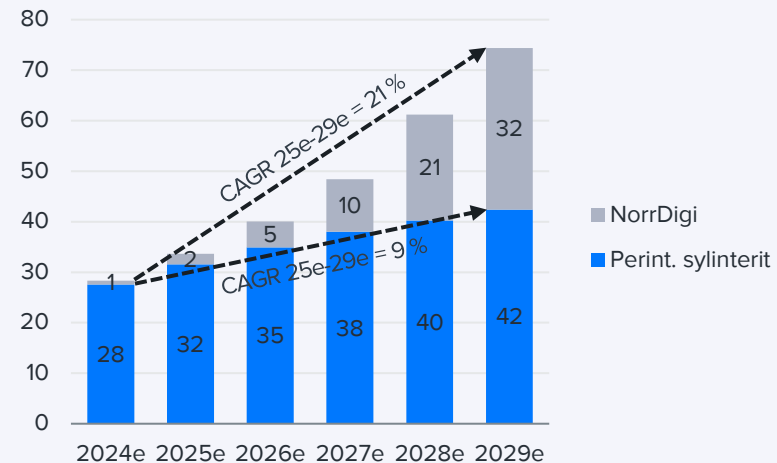
kauan kuin näytöt liiketoiminnan kannattavuuskehityksestä ovat vielä vähäisiä. Selkeyden vuoksi oletamme, että MCC:n ja EMA:n kannattavuus on samalla tasolla, vaikka eroa todennäköisesti tulee syntymään ensin mainitun eduksi. EMA:n osuus NorrDigi-liikevaihdosta jää muutenkin melko vähäiseksi, ennusteissamme 6...9 %:iin vuosina 2026-2027. Konsernitasolla osuus on vain 1,1...1,3 %.

Norrhydro:n myyntimixin parantuminen kun NorrDigi-liiketoiminnan EBIT-marginaali nousee tappiolukemista hydraulisyylinterien yläpuolelle on keskeisin Norrhydro:n kannattavuutta nostava tekijä pitkällä tähtäimellä. Euromääräisesti ja eksplisiittisellä ennustekaudellamme hydraulisyylinteriliiketoiminnan ja NorrDigin liiketulokset paranevat lähes saman verran.

NorrDigi MCC:n ja EMA:n liikevaihdon muodostuminen, MEUR



Norrhydro-konsernin liikevaihdon muodostuminen, MEUR



Ennusteet 3/6

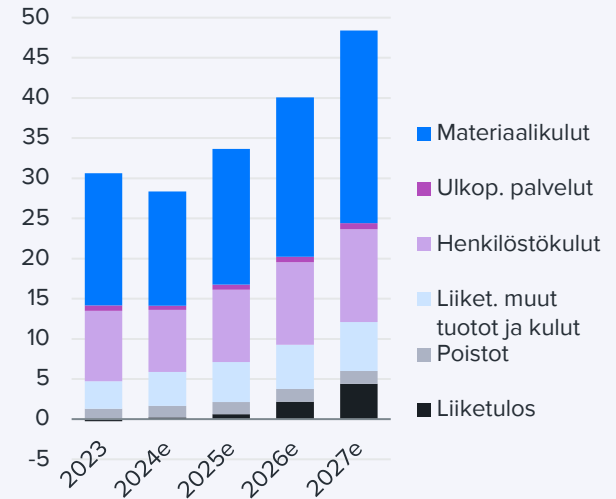
- Ennusteemme eivät enää sisällä liiketoiminnan muihin tuottoihin kirjattavia **tuotekehitysavustuksia**, jotka olivat 928 TEUR vielä vuosina 2022-2023 kyseisen projektin päätyttyä. Emme myöskään odota enää Volvolta etappimaksuja NorrDigi MCC:n ollessa valmis sarjatuotantoon.
- **Aine- ja tarvikkäkäytön** osuus liikevaihdosta on ennustejaksolla 49,5...50,2 % kun se vuosina 2017-2023 oli mediaanitasolla 48,9 %. Osuus on hieman korkeampi 2024-2025 (50,1...50,2 %) NorrDigin ylösajon aikana, mutta laskee volyymin nousua 49,5 %:iin. Kaikkiaan osuus NorrDigi-tuotteilla on kuitenkin suurempi kuin perinteisissä sylintereissä.
- **Ulkopuolisten palvelujen** liikevaihto-osuus on vuosina 2024-2027 1,6...1,9 %. Tasot ovat alhaisempia kuin tehdasmuuton vuosina 2021-2022 (4,0...5,1 %) ja myös alempia kuin vuosina 2017-2020 (2,1...2,6 %), sillä liikevaihto kasvaa ja ulkopuoliset valmistuspalvelut sisältyvät materiaalikuluihin.
- **Henkilöstökulujen** osuus liikevaihdosta on ennustejaksolla laskeva (2024e: 27,2 %; 2027e: 23,9 %) kun vuosien 2017-2023 mediaani oli 28,8 %. NorrDigi-tuotteiden ansiosta liikevaihto/työntekijä kasvaa selvästi nopeammin kuin henkilöstökulu/työntekijä.
- **Liiketoiminnan muiden kulujen** (vuokrat, ylläpitokulut, IT, matkat & markkinointi jne.) osuus liikevaihdosta nousee aluksi korkealle vuosina 2024-2025 (14,8...14,9 %), mutta laskee 12,6 %:iin vuonna 2027 volyymin nousua. Vuosien 2017-2023 mediaani oli 13,4 %.

- **Poistot** kasvavat vuoden 2023 -1,3 MEUR:sta vuoden 2027 -1,6 MEUR:on kasvaneiden kalustopoistojen ja NorrDigin aktivoitujen tuotekehitysmenojen (5,7 MEUR vuoden 2023 lopussa) poistojen alkamisen vuoksi. Poistojen osuus liikevaihdosta kuitenkin laskee vuoden 2023 4,3 %:sta vuoden 2027 3,3 %:iin.
- Vaikka korot ovatkin laskusuunnassa, pitää kallis vaihtovelkakirjalaina Norrhydron **vieraan pääoman rahoituskustannuksen** korkealla vuosina 2024-2026 (8,0 % → 6,1 %) ja keski-korko laskee 4,4 %:iin vasta vaihtovelkakirjan erääntymisen (2026) jälkeen. Lisäksi myös vahvistuvan taseen tulisi tuoda Norrhydron maksamia marginaaleja alaspäin. Ennusteessamme Norrhydro jatkaa myyntilaskujensa myymistä, mikä kasvattaa rahoituskuluja suunnilleen -0,3 milj. eurolla vuodessa.
- Aiempien, arviomme mukaan n. -2 MEUR:n sekä vuosina 2024-2025 vielä kertyvien vähennyskelpoisten tappioiden jälkeen ennustamme konsernin laskennallisen **veroasteen** olevan 8 % vuonna 2027 ja nousevan normaalille 20 %:n tasolle tämän jälkeen.

Investoinnit ja rahoitus

Muutto uuteen tehtaaseen tapahtui vuonna 2022 ja tähän liittyvät laiteinvestoinnit on tehty. Konekannan ylläpitoinvestoinnit tulevat olemaan arviolta 0,8...1,2 MEUR vuodessa vuosina 2024-2027. Investoinnit aineettomiin oikeuksiin taas tulevat olemaan 0,4...0,6 MEUR vuodessa. Näistä 75-85 % on tuotekehitysinvestointeja. Kaikkiaan investoinnit vuosina 2024-2027 tulevat ennusteessamme

Ennusteiden jakautuminen kulueriin ja tulokseen, MEUR



Lähde: Norrhydro, Inderesin arviot

Ennusteet 4/6

olemaan 1,2...1,8 MEUR vuodessa, mikä on 3,6...4,4 % liikevaihdosta. Osuus on pienempien listattujen konepajojen keskitasoa.

Norrhydron nettokäyttöpääoma oli 8...11 % liikevaihdosta vuosina 2020-21 ennen nousuaan 13 %:iin vuonna 2022, mikä liittyi tehdasmuuttoon. Vuonna 2023 osuus oli 12 %. Emme odota käyttöpääomamerien kiertonopeuksiin oleellisia muutoksia ja ennustamme nettokäyttöpääoman olevan 11...12 % liikevaihdosta vuodesta 2024 eteenpäin.

Norrhydro jakoi vuosina 2020-2022 osinkoa ja pääomanpalautuksia vuosittain 0,06 euroa osakkeelta. Vuodelta 2023 osinkoa ei jaettu. Jakosuhte on historiallisesti heitellyt voimakkaasti. Odotamme osingonjaon käynnistyvän uudelleen vuoden 2026 tuloksesta ja olevan osinkopolitiikan mukaisesti 24-30 % vuosina 2026-2027.

Paraneva kannattavuus ja pienentyvät investoinnit pitävät Norrhydron rahavirran myös investointien jälkeen ennustejaksolla positiivisena. Kasvun rahoittaminen kuitenkin kasvattaa korollista bruttovelkaa vielä vuoden 2023 11,0 MEUR:sta vuoden 2025 12,4 MEUR:on ennen kuin paraneva tulos kääntää bruttovelan laskuun (2027e: 8,7 MEUR). Odotamme kuitenkin Norrhydron muuttuvan nettovelattomaksi vasta vuonna 2029.

Vuoden 2024 ennuste

Norrhydron H1'24-liikevaihdossa (-28 % v/v) näkyi asiakkaiden heikentynyt markkinatilanne ja yhtiö totesikin, että ”markkinatilanne ja tuotteiden kysyntä on ollut katsauskaudella todella alhaisella tasolla myös historiallisesti”. Norrhydro ei julkistanut NorrDigi-tuotteiden osuutta liikevaihdosta, mutta keväällä tehtiin NorrDigi MCC-järjestelmän kokonaistoimitus

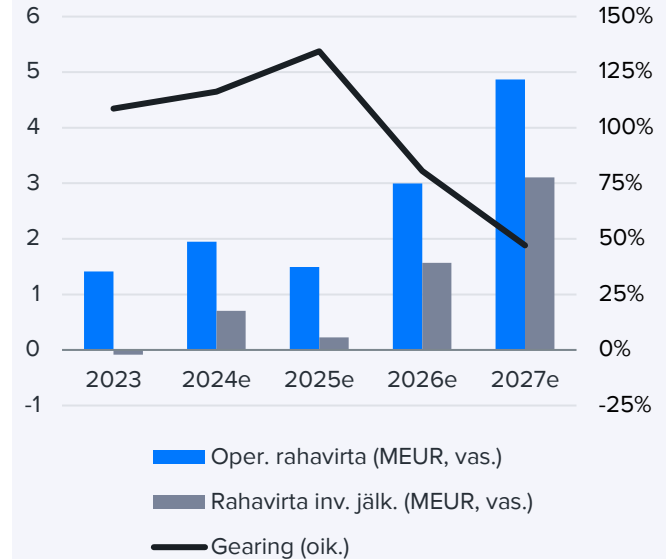
öljynporaustorniasiakkaan testilaitteeseen Yhdysvalloissa. Uskomme silti NorrDigin osuuden H1:n liikevaihdosta olleen edelleen vain 150-250 TEUR:n luokkaa. Konsernin käyttökatemarginaali (5,9 %) oli siedettävä ja myös EBIT-marginaali oli hieman positiivinen. Norrhydro korosti saavutettujen noin 2 MEUR / vuosi kulusäästöjen merkitystä. Jos liikevaihto olisi ollut vuoden takaisella 18 MEUR:n tasolla, olisi liiketulos ollut yhtiön mukaan 1,5 MEUR positiivinen.

Norrhydron tase oli edelleen rasittunut ja gearing oli H1'24:n lopussa 104 %. Norrhydro kuitenkin painotti, että maksuvalmius riittää myös H2'24:n tarpeisiin.

H1'24-raporttinsa yhteydessä Norrhydro ohjeisti vuoden 2024 liikevaihdon laskevan vuoden 2023 tasosta (30,4 MEUR), mutta käyttökatemarginaalin paranevan vuodesta 2023 (3,5 %). Norrhydro totesi markkinoista, että ”pahin vaikuttaa olevan takana, mutta paraneminen näyttää olevan erittäin hidasta.” Asiakkaiden varastojen alasajo oli kuitenkin päättynyt. Kysyntä NorrDigille jatkui H1'24:llä voimakkaana ja tämän uskotaan näkyvän positiivisesti H2'24:n aikana. Kuten aiemmin on todettu, NorrDigi MCC:n myynti Volvo CE:n tuotantokoneisiin käynnistyy vielä H2'24:n aikana ja myös öljynporaustorniasiakkaalta on odotettavissa ensimmäinen sarjatilaus 2024:n aikana.

Vuoden 2024 liikevaihtoennusteemme (28,3 MEUR; -7 % v/v) komponentit on esitelty jo edellä. Ennusteen toteutuminen edellyttää vahvaa kasvua H2'24:llä (+26 % v/v), mutta asiakkaiden normalisoituva tilanne, NorrDigi MCC:n toimitukset ja erittäin heikko vertailukausi tuovat kasvuennusteeseemme uskottavuutta. Odotuksemme koko vuoden 2024 NorrDigi-tuotteiden liikevaihdoksi on 0,8 MEUR (+20 % v/v), mutta indikaatiot kasvukäyrän jyrkentymisestä jatkossa ovat vahvoja.

Tase pääsee vahvistuvalle trendille



Lähde: Norrhydro; Inderesin arviot

Ennusteet 5/6

Odotuksemme koko vuoden 2024 käyttökatteeksi on 1,7 MEUR, jolla marginaaliksi muodostuu 6,0 % eli selvästi enemmän kuin ohjeistuksen 3,5 %:n alalaita. Kun huomioidaan reippaasti kasvava liikevaihto, on EBITDA-marginaaliodotuksemme H2'24:lle (5,8 %) varovainen verrattuna H2'23:n oikaistuun 4,6 %:iin. Säilytämme kuitenkin riskivarauman NorrDigi-tuotteiden ylösajon sujumisen suhteen. Käyttökateen alapuolella poistojen liikevaihto-osuus kasvaa alhaisen liikevaihdon seurauksena rasittaen koko vuoden 2024 liikevoittoa (0,2 MEUR; marg. 0,9 %). Ennusteessamme vuoden 2024 nettorahoituskulut ovat -1,1 MEUR ja konserniveroaste on nollassa.

Ennustemme vuoden 2024 oikaistuksi osakekohtaiseksi tulokseksi on -0,08 euroa (2023 tot. -0,01 euroa) emmekä odota osingonmaksua / pääomanpalautusta.

Vuosien 2025-2027 ennusteet

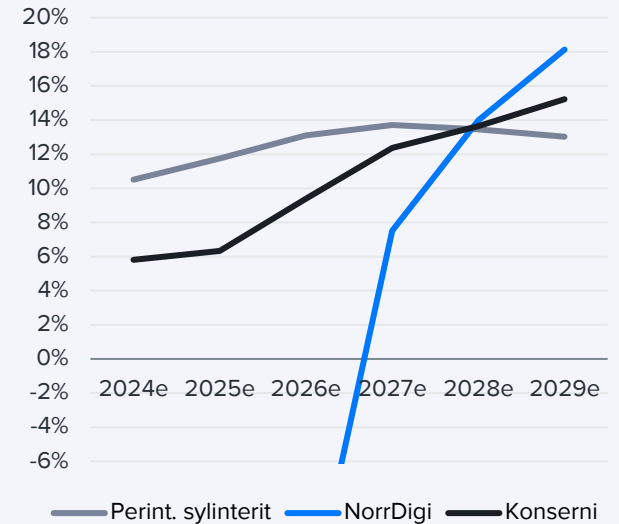
Edellä esitettyjen taustaoletusten toteutuessa Norrhydron kasvu, kannattavuus ja taseasema kehittyvät vuosina 2024-2027 seuraavasti:

- **Liikevaihto** kasvaa aiemmin esitettyjen komponenttien mukaisesti (2025: +19 % v/v; 2026: +19 % v/v ja 2027: +21 % v/v). Perinteiset sylinteriasiakkaat vastaavat 34 %:sta, uudet sylinteriasiakkaat 17 %:sta ja NorrDigi-tuotteet 48 %:sta vuosien 2025-2027 kasvua.
- **Käyttökate** kohoaa vuoden 2025 2,3 MEUR:sta (marginaali 6,9 %) vuoden 2027 6,2 MEUR:on (marg. 12,8 %). Vastaavasti oikaistu **liiketulos** kohoaa vuoden 2025 0,6 MEUR:sta (marg. 1,9 %) vuoden 2027 4,5 MEUR:on (marg. 9,2 %). NorrDigi-tuotteet vastaavat 46 %:sta euromää-

räistä liiketulosparannusta. 9...10 %:n liikevoittomarginaali on konepajayhtiölle ja etenkin alihankkijalle jo hyvä taso. Sen saavuttaminen edellyttää, että NorrDigin kasvu toteutuu odotetun voimakkaana ja että kilpailevia tuotteita ei tänä aikana ilmaannu markkinoille kirstämään hinnoittelua.

- **Tulos ennen veroja, nettotulos ja osakekohtainen tulos** paranevat vuosina 2025-2027 erittäin nopeaa vauhtia, jota ei kuitenkaan voida kalkylöidä vuoden 2024 lähtökäytön ollessa negatiivisia. Oikaistun tuloksen ripeään kasvuun taustalla on NorrDigin vahva kasvu ja kannattavuuden kääntyminen tappiollisesta (2024e-2026e) selvästi voitolliseksi (2027e).
- **Operatiivinen rahavirta** on koko ennustejakson selvästi positiivinen (+1,9...+5,0 MEUR vuosina 2024-2027). Kohtuulliset investointitarpeet pitävät myös rahavirran investointien jälkeen plussalla (+0,4...+3,3 MEUR).
- **Pääoman tuottoaste** kohoaa nopeasti parantuvan kannattavuuden ja keveiden investointien myötä. Sijoitetun pääoman tuotto (ROI) paranee 1 %:sta vuonna 2024 21 %:iin vuonna 2027. Ajalta ennen NorrDigiä vertailukohtia ovat mm. vuodet 2019 (13 %) ja 2021 (15 %).
- **Omavaraisuusaste ja velkaantuneisuus.** Norrhydron tehdasinvestoinnin ajoitus ei ollut suhdannemielessä paras mahdollinen, minkä seurauksena nettovelkaantuneisuusaste oli 104 % H1'24:n lopussa. Omavaraisuusaste oli kohtuullinen 36 %. Odotetun vahvan rahavirran ansiosta nettovelkaantuneisuus alenee kuitenkin ennustekaudella nopeasti (2027e: 47 %) ja omavaraisuusaste kohenee niin ikään (2027e: 43 %).

Havainnollistus Norrhydron oikaistun EBITDA-marginaalin muodostumisesta



Lähde: Inderesin arviot

Ennusteet 6/6

Vertailu yhtiön omiin tavoitteisiin

Kuten strategiaosuudessa todettiin, Norrhydro tavoittelee vuonna 2028 yli 70 MEUR:n liikevaihtoa ja >16 %:n käyttökatemarginaalia. Omat vastaavat ennusteemme ovat 61 MEUR ja 13,7 %. Liikevaihto-ennusteemme on siten -13 % ja käyttökatemarginaaliennusteemme -2,3 %-yksikköä alle yhtiön tavoitteen. Kuitenkin omissa ennusteissamme NorrDigin osuus liikevaihdosta on 34 % v. 2028 eli yli yhtiön 30 %:n tavoitteen, joten pidämme todennäköisenä että odottamamme NorrDigin kannattavuus on yhtiön tavoitteita alempi. Näitä tavoitteita ei ole julkistettu.

Ennusteissamme konsernille on vielä paljon epävarmuutta koskien uusasiakashankinnan onnistumista perinteisissä sylintereissä sekä NorrDigin kasvuvauhtia ja kannattavuutta. Tosin

odotustemme ylittäminenkin on hyvin mahdollista.

Pitkän aikavälin ennusteet

Uskomme NorrDigin vauhdittavan Norrhydron kasvua vielä vuosina 2028-2032 (CAGR = +15 %), vaikka liikevaihdon kasvu hidastuukin jakson loppua kohden selvästi. Terminaalissa kasvuodotuksemme on +2,5 % p.a. Odotamme konsernin käyttökatemarginaalin kääntyvän vuoden 2029 (15,2 %) jälkeen loivaan laskuun teknologian kypsyessä ja kilpailun kiristyessä. Marginaaliodotuksemme terminaalissa on 10,5 %. Estääksemme taseen ylikapitalisoitumisen ennusteissamme olemme asettaneet vuosien 2028-2032 osinkosuhteen 60...80 %:iin.

NorrDigi-ennusteisiin tuli vuoden lykkäys

Olemme tarkistaneet vuosien 2024-2026 ennusteitamme selvästi alaspäin. Suurin syy liikevaihdon kasvuennusteiden muutokseen on vasta H1'24-raportin jälkeen varmistunut NorrDigi-tuotteiden sarjatuotannon alun siirtyminen 2024:stä 2025:en ja tämä muutos vastaa noin 75 %:sta liikevaihtoennusteemme laskua. Uusi vuoden 2027 ennusteemme NorrDigille vastaa melko tarkkaan aiempaa vuoden 2026 vastaavaa ennustettamme. Volyymiennusteikkausten lisäksi olemme ottaneet hieman aiempaa varovaisemman kannan NorrDigi-tuotteiden suhteelliseen kannattavuuteen, koska läpinäkyvyys on ymmärrettävästi vielä alhainen. Tämän vuoksi tulosvipu esimerkiksi vuoden 2025 ennustemuutoksessamme on suuri (n. 4x).

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2024e			2025e			2026e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	27,7	28,3	2 %	37,0	33,7	-9 %	47,2	40,1	-15 %
Käyttökate	1,6	1,7	7 %	3,4	2,1	-38 %	5,6	3,8	-33 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	0,3	2 %	1,8	0,6	-65 %	3,9	2,2	-44 %
Liikevoitto	0,2	0,2	-7 %	1,8	0,6	-66 %	3,9	2,2	-45 %
Tulos ennen veroja	-0,9	-0,9	-8 %	0,7	-0,5	-165 %	3,0	1,2	-61 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,08	-0,08	-5 %	0,07	-0,04	-156 %	0,26	0,10	-60 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	24,7	29,7	18,3	12,0	30,4	13,1	15,2	28,3	33,7	40,1	48,4
Käyttökate	3,0	1,7	1,4	-0,3	1,1	0,8	0,9	1,7	2,1	3,8	6,0
Poistot ja arvonalennukset	-0,8	-0,9	-0,7	-0,7	-1,4	-0,7	-0,8	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,2	2,4	1,1	-0,1	1,1	0,1	0,1	0,3	0,6	2,2	4,5
Liikevoitto	2,2	0,8	0,7	-1,0	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,6	2,2	4,4
Nettorahoituskulut	-1,8	-0,6	-0,5	-0,6	-1,2	-0,5	-0,6	-1,1	-1,1	-1,0	-0,7
Tulos ennen veroja	0,4	0,2	0,2	-1,6	-1,4	-0,4	-0,5	-0,9	-0,5	1,2	3,7
Verot	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
Nettotulos	0,4	0,0	0,1	-1,6	-1,4	-0,4	-0,5	-0,9	-0,5	1,2	3,4
EPS (oikaistu)	0,19	0,15	0,05	-0,06	-0,01	-0,04	-0,04	-0,08	-0,04	0,10	0,29
EPS (raportoitu)	0,04	0,00	0,01	-0,14	-0,13	-0,04	-0,04	-0,08	-0,04	0,10	0,29

Tunnusluvut	2021	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	24,0 %	20,3 %	10,3 %	-8,0 %	2,2 %	-28,4 %	26,5 %	-6,7 %	18,8 %	19,1 %	20,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		8,8 %	-12,7 %	-107,5 %	-55,4 %	-88,8 %	-272,0 %	-74,9 %	142,8 %	240,8 %	102,9 %
Käyttökate-%	12,0 %	5,7 %	7,5 %	-2,2 %	3,6 %	5,9 %	6,0 %	6,0 %	6,3 %	9,4 %	12,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,8 %	8,0 %	6,2 %	-0,7 %	3,5 %	1,0 %	0,9 %	0,9 %	1,9 %	5,5 %	9,2 %
Nettotulos-%	1,4 %	0,1 %	0,7 %	-13,1 %	-4,8 %	-3,4 %	-3,1 %	-3,3 %	-1,4 %	2,9 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	14,9	14,6	14,4	14,2	14,4
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Aineettomat hyödykkeet	8,0	7,9	7,8	7,8	7,8
Käyttöomaisuus	6,5	6,4	6,3	6,2	6,4
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	10,5	10,5	12,5	14,8	17,7
Vaihto-omaisuus	8,0	7,4	8,8	10,4	12,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,2	1,4	1,7	2,0	2,4
Likvidit varat	1,4	1,7	2,0	2,4	2,9
Taseen loppusumma	25,4	25,1	26,8	29,0	32,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	8,9	8,3	7,9	10,5	13,6
Osakepääoma	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Kertyneet voittovarot	-5,4	-6,3	-6,8	-5,6	-2,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	10,0	10,4	10,4	11,9	11,9
Pitkäaikaiset velat	7,3	7,5	5,0	5,0	5,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	5,9	6,0	5,0	5,0	5,0
Vaihtovelkakirjalainat	1,4	1,5	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	9,2	9,3	14,0	13,5	13,5
Korolliset velat	3,8	3,9	7,6	5,9	4,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,5	5,4	6,4	7,6	9,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	25,4	25,1	26,8	29,0	32,0

Arvonmääritys ja suositus 1/7

Kahden mallin arvostus yhä tarpeen

Mielestämme Norrhydron kaksi liiketoimintaa tulisi markkinoilla hinnoitella eri tavoin. Kypsemmän eli perinteisten hydraulisyliintereiden hinnoittelu pohjautuu tulokseen ja tuloskasvuun, jolloin liiketoimintaa voidaan hinnoitella lähivuosien tuloskertoimilla (esim. oikaistut EV/EBITDA, EV/EBIT ja P/E). Näitä kertoimia voi verrata muihin pörssinoteerattuihin hydraulikka-alan toimijoihin ja myös Norrhydron listattuihin asiakkaisiin, joiden liiketoiminta-ajurit korreloivat hyvin Norrhydron ajureiden kanssa.

NorrDigi-liiketoiminta on haastava hinnoiteltava, sillä näytöt kasvusta ja kannattavuudesta puuttuvat vielä. Liiketoimintaan liittyvä riski on kuitenkin viimeisen vuoden aikana alentunut Volvo CE:n vetämän kaupallisen lanseerauksen sekä uusien asiakkaiden myötä. Lähivuosien osalta NorrDigin hinnoittelu on mielekkäintä EV/S-kertoimella ja myöhempien vuosien osalta myös EV/EBITDA-pohjaisesti arvostusriskien tietenkin samalla kasvaessa. Poiketen aiemmista vuosista emme enää näe NorrDigiin upotettujen kehityskulujen tarkastelua mielekkäänä arvostustapana liiketoiminnan kaupallistamisen ollessa jo käynnistynyt. NorrDigin kehitysvaiheen vuoksi perinteisten verrokkihinnoittelun ja siihen liittyvien tulos pohjaisen arvostuskertoimien soveltuvuus koko Norrhydro-konserniin ei vielääkään ole hyvä.

Arvostusmenetelmästä riippumatta Norrhydron ja sen osakkeen riskiprofiilia nostavat yhtiön pieni koko, isot yksittäiset asiakasriippuvuudet sekä

osakkeen melko alhainen likviditeetti, joita seikkoja käsitelimme Sijoitusprofiili-osiossa. Korkeampi riskitaso taas merkitsee alempaa hyväksyttävää arvostustasoa.

Suosimme yhtiössä osien summa -mallia

Norrhydron liiketoiminnan kaksijakoisuuden vuoksi yleensä suosimmamme riskikorjatun tuoton malli ei ole kovin hyvä työkalu konsernin arvostustarkasteluun. Samat ongelmat koskevat osin myös konsernitason kassavirtamallia (DCF), joten käytämme näitä malleja enemmänkin referenssi-tarkoituksessa. Parhaiten Norrhydron arvostustarkasteluun sopii mielestämme osien summa -malli, jossa perinteinen hydraulisyliinteriliiketoiminta on hinnoiteltu sekä toteutuneen että lähitulevaisuuden tuloskehityksen pohjalta, kun taas NorrDigi-liiketoiminta hinnoitellaan pidemmän aikavälin potentiaalilla ja odotetun kehitysvauhdin mukaan.

Myös osien summa –mallin toimivuuden arvioinnissa on omat haasteensa, sillä NorrDigin numeroita ja etenkin kannattavuutta tuskin tullaan lähivuosina raportoimaan erikseen. Koska NorrDigiä koskeville ennusteillemme ei ole luvassa tarkistuspisteitä, on niihin liittyvä ennusteriski huomattava ja tämä kohottaa Norrhydron osakkeen tuottovaatimusta.

Norrhydron arvostustavat

Hydraulisyliinteriliiketoiminta

- Perinteiset arvostuskertoimet suhteessa verrokkeihin, painopisteenä vuosi 2025

NorrDigi

- Vuosien 2025-2026 EV/S
- Vuosien 2027-2028 EV/EBITDA

Norrhydro-konserni

- Kassavirtamalli (referenssinä)

Arvonmääritys ja suositus 2/7

Hydraulisyliinteriliiketoiminnan arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat positiivisesti (+) ja negatiivisesti (-) Norrhydron perinteisen sylinteriliiketoiminnan arvostukseen:

- + **Vahva ja laajeneva asiakasreferenssilista.** Norrhydron asiakkaat ovat vaativia, usein toimialojensa globaalisti johtavia yhtiöitä. Niiden luottamus Norrhydroon ja pitkäaikaiset asiakassuhteet sen kanssa kertovat hyvää tuotteiden teknisestä laadusta ja uskosta Norrhydron toimituskykyyn ja pysyvyyteen.
- + **Asiakkaan sitouttava kumppanuusmalli.** Pääasiakkaiden kanssa käytössä oleva tuotteen koko elinkaaren kattava kumppanuusmalli sitouttaa asiakkaan ja nostaa toimittajan vaihtamiskynnystä alentaen samalla Norrhydron riskiprofilia.
- + **Vakuuttava tuloshistoria.** Norrhydrolla on takanaan pitkä tasaisen kasvun liikevaihto-historia (koronavuotta 2020 lukuun ottamatta). Myös yhtiön kulurakenne on melko joustava, mikä on näkynyt syklisiä toimialoja palvelevalla alihankkijalle varsin stabiilina operatiivisena peruskannattavuutena.
- **Asiakastoimialat ovat syklisiä.** Vaikka Norrhydron asiakastoimialojen syklit jossakin määrin tasaavat toisiaan, on kysyntä kokonaisuutena riippuvaista maailmantalouden suhdanteista.

- **Yksittäiset asiakasriippuvuudet ovat huomattavia.** Norrhydron suurin yksittäinen asiakas vastasi arviolta 25 %:sta liikevaihtoa vuonna 2023 ja kaksi seuraavaksi suurinta noin 10 %:sta kumpikin. Vaikka isoja asiakkaita ei menetettäisikään, heijastuvat niiden suhdannevaihtelut ja mahdolliset tuotannolliset ongelmat ylisuhteisesti Norrhydron omaan toimintaan.

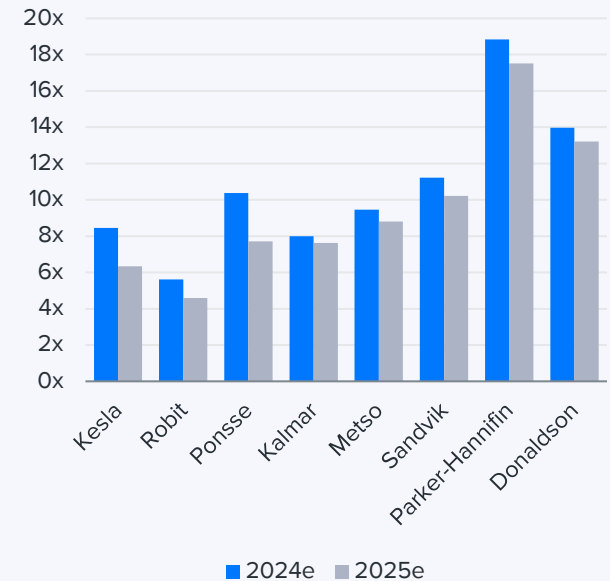
Hydraulisyliinteriliiketoiminnan hyväksyttävä arvostustaso

Olemme koonneet Norrhydron verrokkiyhtiölistan seuraavista kolmesta ryhmästä:

1. Pienehköt kotimaiset listatut konepajat (Kesla, Robit)
2. Norrhydron asiakkaat (Ponsse, Kalmar, Cargotec, Metso, Sandvik ja Kongsberg)
3. Hydraulikka-alan toimijat, jotka useimmiten ovat monialayhtiöitä (Enerpac, Interpump, Parker Hannifin, Donaldson ja SMC Corp)

Keskitymme arvonmäärityksessämme EV/EBITDA-kertoimeen, joka on sektorin keskeinen hinnoittelukerroin ja soveltuu Norrhydroon hyvin. EV/EBIT- ja P/E-kertoimet soveltuvat mielestämme heikommin, sillä NorrDigi-tuotteiden kehittäminen, kehitysmenojen kirjanpidollinen käsittely sekä kehitykseen eri lähteistä saadut ja vielä tulevaisuudessa saatavat avustukset hämärtävät kokonaiskuvaa perinteisen sylinteriliiketoiminnan kannattavuudesta.

Eräiden verrokkien EV/EBITDA



Lähde: Reuters / Inderes

Arvonmääritys ja suositus 3/7

Aiemmin esittämässämme ennusteissa Norrhydron perinteisen sylinteriliiketoiminnan oikaistu käyttökate on vuonna 2025 3,7 MEUR. Edellä esitetyn verrokkiryhmän vuoden 2025 EV/EBITDA-kerroin on mediaanitasolla 10x. Aiemmin esitellyistä diskonttoteikijöistä ja etenkin Norrhydron mediaaniverrokkia selvästi pienemmästä koosta johtuen johtuen asetamme Norrhydron perinteisen sylinteriliiketoiminnan EV/EBITDA-kertoimen hyväksyttäväksi diskontoksi -30 % suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin. Näin saadulla 7x:n EV/EBITDA-kertoimella Norrhydron perinteisen sylinteriliiketoiminnan yritysarvoksi muodostuu 24...28 MEUR keskiarvon ollessa 26 MEUR. Arvo on kohonnut H1'24-tuloskommentissamme esitetyistä 22 MEUR:sta haarukan alarajan kohoamisen seurauksena. Tähän taas on vaikuttanut vuoden 2024 ennusteen painon lasku. Päivitetty arviomme on silti varovainen, sillä edellä esitetyissä ennusteissamme perinteisen hydraulisynteriliiketoiminnan EBITDA kasvaa vauhdilla vielä joitakin vuosia 2025:n jälkeen (2025-2027 CAGR = +18 %).

NorrDigin arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat NorrDigin arvostukseen positiivisesti (+) ja negatiivisesti (-):

- + **Potentiaaliset markkinat ovat erittäin suuret ja vasta syntymässä.** Näistä syistä NorrDigin tarjoama liiketoimintamahdollisuus on merkittävä ja teknologian tähänastiset positiiviset näytöt tukevat yhtiöstä tehtäviä odotusarvolaskelmia.
- + **Teknologia on jo osoittanut toimivuutensa.** NorrDigi MCC on läpäissyt keskeiset testit,

joihin pääyhteistyökumppani Volvo CE on sen asettanut eli teknologia on lunastanut keskeisimmät lupauksensa. Volvo CE:n syksyllä 2024 aloittama NorrDigi MCC:n kaupallinen lanseeraus tukee käsitystä jo hyvin alhaisesta teknologiariskistä. Lisätukea uskottavuudelle on saatu amerikkalaisen öljynporaustorni-operaattorin suorittamista NorrDigi MCC:llä varustetun porausputken nostolaitteen testeistä. Testit ovat olleet hyvin menestyksellisiä ja johtaneet teknologian edustussopimuksen Aberdeen Dynamicsin kanssa Yhdysvaltain öljy- ja kaasuteollisuuden markkinoilla.

- + **NorrDigi edistää vihreitä arvoja.** Teknologian mahdollistamat isot polttoaineenkulutus- ja päästövähennykset parantavat tuotteen kilpailukykyä merkittävästi suhteessa vanhaan teknologiaan.
- + **Strategiset kumppanit kiihdyttäisivät kasvua.** Norrhydro on hiljattain aloittanut strategisten partnereiden etsinnän, jotta NorrDigin kansainvälisen kasvun edellyttämä paikallinen asiakastuki voisi toteutua. Onnistuneet partnerivalinnat vapauttaisivat Norrhydron sen omien resurssien asettamista kasvurajoitteista. Tämä kasvupolku on kuitenkin vielä aivan alussa.
- **NorrDigin positiivinen tulosvaikutus näkyy vasta kaukana tulevaisuudessa.** Kuten ennusteosiosta kävi ilmi, NorrDigi alkaa vaikuttaa positiivisesti Norrhydron käyttökatteeseen vasta vuodesta 2027 eteenpäin. Tulosvaikutuksen ajoittuminen kauas tulevaisuuteen laskee hyväksyttävää arvostusta.

NorrDigin arvostuksen plussat ja miinukset

- + Potentiaaliset markkinat ovat erittäin suuret ja vasta syntymässä
- + Teknologia on jo osoittanut toimivuutensa ja kaupallinen lanseeraus on käynnistynyt
- + Edistää vihreitä arvoja
- + Partneroituminen kiihdyttäisi kansainvälistä kasvua
- Näkyy kunnolla numeroissa vasta pitkällä tulevaisuudessa
- Ennustettavuus ylipäänsä on alhainen ja NorrDigin numeroita tuskin tullaan lähiaikoina raportoimaan erikseen

Arvonmääritys ja suositus 4/7

- **Ennustettavuus on alhainen.** Uusien asiakkaiden osalta NorrDigin ennusteet tulisi laatia kullekin erikseen huomioiden niiden laitekanta tai konemallisto ja sen uusiutuminen. NorrDigin tulevaan kannattavuuteen liittyy vielä liikevaihtoaikin enemmän epävarmuutta. Avoin kysymys on, tuleeko hinnoittelu olemaan enemmän kustannus- vai lisäarvopohjaista. Alhainen ennustettavuus alentaa NorrDigin hyväksyttävää arvostusta.

NorrDigin hyväksyttävä arvostustaso

NorrDigin kaupallisen lanseerauksen jo käynnistyttyä emme enää pidä teknologian kehittämiseen käytettyä rahamäärää mielekkäänä pohjana arvonmääritykselle. Tässä vaiheessa näemme soveltuvimpina menetelminä lähivuosien liikevaihtoennusteisiin nojautuvia EV/S-kertoimia ja myöhempien vuosien kannattavuusennusteisiin perustuvia EV/EBITDA-kertoimia diskontattuna nykyhetkeen.

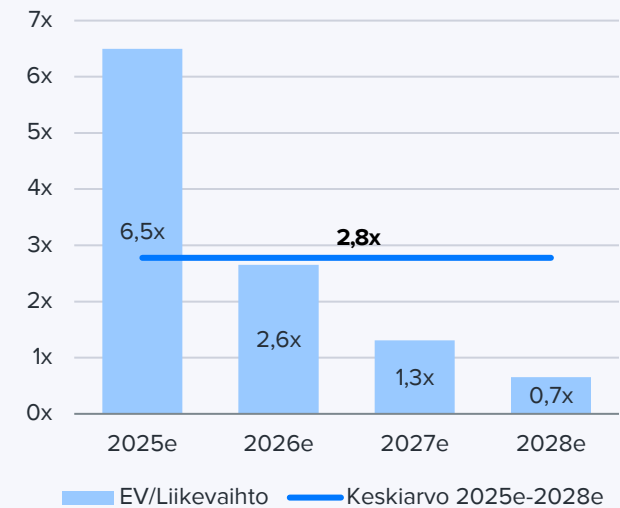
Lähivuosien ennusteisiin perustuvaa EV/S- eli yritysarvo/liikevaihto-kerrointa käytettäessä NorrDigi tulisi mielestämme arvostaa nopeaan kasvuun tähtäävän start up –yhtiön tavoin. Microcap.co-sivuston mukaan tyypillinen EV/S-kerroin start up –yhtiölle, jonka odotetaan kasvavan vain ~10 % vuodessa on 1x...5x. Yhtiölle, jonka odotetaan kasvavan +30...+40 % vuodessa kerroin on 6x...10x ja yhtiölle, jonka odotetaan kasvavan todella nopeasti eli +300...+400 % vuodessa kerroin olisi 10x...20x. NorrDigi tulisi mielestämme hinnoitella noin 6x...7x EV/S-kertoimella suhteessa vuoden 2025 ennustettuun

liikevaihtoon (2,1 MEUR), kun huomioidaan vuosien 2026e-2030e odotettu nopea kasvu (CAGR = +81 %) sekä edellä mainitut arvostukseen vaikuttavat tekijät. Tällä kertoimella NorrDigin velattomaksi arvoksi saadaan 13...15 MEUR.

Vuoden 2025 liikevaihtoennusteella EV/S olisi siten melko korkea, mutta jo vuodelle 2026 se painuu 2,6x:en ja siitä eteenpäin välille 0,7x...1,3x. Suhteessa odotettuun kasvuun ja kannattavuuden yhdistelmään kertoimet ovat matalia, mutta kuluvan vuoden positiivisesta kehityksestä ja uutisvirrasta huolimatta NorrDigin kasvun kulmakertomessa ja tulevassa kannattavuudessa on edelleen paljon epävarmuutta. Siksi sijoittajille tulee mielestämme yhä jäädä huomattava nousuvara NorrDigin kautta, jos ennusteemme toteutuvat tai ylittyvät.

Koska ennustamme NorrDigin alkavan tehdä positiivista käyttökattetta vasta vuodesta 2027 eteenpäin, täytyy soveltuvat EV/EBITDA-kertoimet hakea kauempaa tulevaisuudesta. Vuoden 2025 jälkeiseen aikaan kohdistuvia ja koko verrokki-ryhmän kattavia konsensusennusteita ei vielä ole kunnolla saatavissa, joten olemme konstruoineet kertoimet pitämällä lähtökohtana verokki-ryhmän vuoden 2025 mediaanikerrointa (9,9x). Kun tähän sovelletaan kasvupotentiaalin vuoksi maltillista -10 %:n diskonttoa, päädytään 8,9x:än. Kun viime mainitulle asetetaan Norrhydron 12,5 %:n koko pääoman tuottovaatimus (WACC), päädytään 7,0x:n EV/EBITDA-kertoimeen vuodelle 2027 ja 6,3x:n kertoimeen vuodelle 2028. Kun käytetään vuosien 2027-2028 keskiarvokerrointa (6,7x) ja NorrDigille ennustamaamme keskimääräistä

NorrDigin EV/liikevaihto, jos EV = 14 MEUR



Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 5/7

käyttökattetta ko. vuosina (1,9 MEUR), saadaan lopputulokseksi NorrDigin 12...13 MEUR:n yritysarvo. Yhteenveto NorrDigin mainituilla menetelmillä lasketusta yritysarvosta on liitteenä.

Esittämämme keskimäärin 13 MEUR:n arvio NorrDigin velattomaksi nykyarvoksi on noussut noin +20 % toukokuun 2023 laajassa raportissamme ja myös viimeisimmässä eli H1'24-päivityksessämme esittämästämme 11 MEUR:n arvosta. Nousun takana ovat teknisten riskien selvä pienentyminen, kaupallistamisen alku sekä uudet asiakasavaukset sekä MCC:ssa että EMA:ssa.

Osien summa päätyy 25...31 MEUR:n oman pääoman arvoon

Kun osien summan komponentit yhdistetään saamme Norrhydro-konsernin velattomaksi arvoksi noin 35...42 MEUR. Olemme käyttäneet mallissa ennustettamme konsernin nettoveloksi 31.12.25 (10,6 MEUR). H1'24:n lopussa konsernissa oli nettovelkaa 9,2 MEUR, joten mallin velkatoetuksen pitäisi olla riittävän varovainen. Nettovelkojen huomioimisen jälkeen Norrhydro-oman pääoman arvoksi jää 25...31 MEUR. Osaketta kohden arvo on 2,3...2,9 euroa. Lukujen keskiarvo (2,6 euroa) on vajaa 50 % nykyisen pörssikurssin yläpuolella.

Konsernin verrokkiarvostuksen soveltuvuus ei ole hyvä

Konserninumeroilla suhteellinen arvostus toimii Norrhydro-olle huonosti, sillä samantapaisia, merkittävällä uudella teknologialla vasta kaupallistamisen alkuvaiheessa olevia verrokkeja

ei ole tarjolla. NorrDigin positiivinen vaikutus konsernin tulokseen näkyy kunnolla vasta vuodesta 2027 eteenpäin. Vuoden 2027 relevantteja konsensusennusteita tavanomaisille verrokkiyhtiöille ei ole kuitenkaan saatavissa.

Kokonaistuottomallin soveltuvuus heikko

Norrhydro- osakkeen kokonaistuotto-odotuksen (lähivuosien tuloskasvuun ja arvostuskertoimien muutokseen pohjautuva kurssinousupotentiaali lisättyinä osinkotuotolla) arvioimiseen liittyy sama ongelma kuin kerroin pohjaiseen verrokkiarvostukseenkin. NorrDigin tulos alkaa kunnolla näkyä konsernin luvuissa vasta vuodesta 2027 eteenpäin, jolloin käytettävissä ei ole enää relevantteja verrokkikertoimia. Samalla Norrhydro-konsernin omiin tulosenusteisiin liittyy merkittävää epävarmuutta NorrDigin kasvuvauhdin ja kannattavuuden arvioinnin ollessa yhä haastavaa.

Olemme kuitenkin tehneet karkean laskelman Norrhydro- osakkeen kokonaistuotto-odotuksesta pohjautuen vuoden 2026 tulosenusteisiin ja arvioituihin arvostuskertoimiin. Olemme soveltaneet kertoimiin samoja diskontto-/korjaustekijöitä kuin edellä osien summa –laskelmassamme. Korkeaksi asetetun diskonttotekijän johdosta odotettu kokonaistuotto jää negatiiviseksi niin P/E-, EV/EBITDA- kuin EV/EBIT-malleillakin. Kokonaistuottomallin ongelmana Norrhydro- tapauksessa on eteenpäin katsovan tarkasteluperiodin lyhyys tai mallin tulospohjaisuus, jolloin NorrDigi esiintyy mallissa vain tulosta rasittavana eikä vahvistavana komponenttina.

Norrhydro- osien summa -malli

MEUR	Alaraja	Keskiarvo	Yläaraja
a) Hydraulisyliinteri liiketoiminta	24	26	28
- NorrDigi EV/S-pohjainen	13	14	15
- NorrDigi EV/EBITDA-pohjainen	11	12	14
b) NorrDigi yhteenveto	12	13	14
Norrhydro EV yht. (a.+b.)	35	39	42
Nettovelat enn. 31.12.25	-11	-11	-11
Osakkeen käypä arvo, EUR	2,3	2,6	2,9
Potentiaali pörssikurssiin	31 %	48 %	66 %

Norrhydro- avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	30,4	28,3	33,7	40,1	48,4
kasvu-%	2 %	-7 %	19 %	19 %	21 %
EBIT oik.	1,1	0,3	0,6	2,2	4,5
EBIT-% oik.	3,5 %	0,9 %	1,9 %	5,5 %	9,2 %
Nettotulos	-1,4	-0,9	-0,5	1,2	3,4
EPS (oik.)	-0,01	-0,08	-0,04	0,10	0,29
Osinko	0,00	0,00	0,00	0,03	0,07
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	16,7	5,9
P/B	2,5	2,3	2,4	1,8	1,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,9 %	4,3 %
EV/EBIT (oik.)	30,5	>100	45,8	12,5	5,7
EV/EBITDA	29,4	17,0	13,8	7,3	4,2
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,9	0,7	0,5

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 6/7

Tämän vuoksi kokonaistuottomallin soveltuvuus Norrhydron arvonmääritykseen on mielestämme nykytilanteessa edelleen heikko.

Norrhydro-konsernin DCF-arvonmääritys

Kassavirtamallin käyttö Norrhydro-konsernin arvonmäärityksessä on hankalaa, sillä yhtiöllä on kaksi hyvin erilaisen riskiprofiilin omaavaa liiketoimintaa, joiden osuudet kokonaisuudesta muuttuvat selvästi ennusteperiodin aikana. Siksi tuottovaatimuksen asettaminen on haasteellista. Lisäksi DCF-malli on herkkä terminaalijakson ennusteille ja varsinkin NorrDigin pitkän aikavälin ennustaminen on vielä hyvin epävarmaa. Annamme kuitenkin tarkastelussamme painoa myös DCF-arvolle, sillä se huomioi NorrDigin keskipitkän ja pitkän ajan potentiaalia monia muita menetelmiä paremmin.

Kuten Ennusteet-osiossa todettiin, odotuksemme liikevaihdon kasvuvauhdiksi terminaalissa on +2,5 % ja EBITDA-marginaaliksi 10,5 %. DCF-mallissa käyttämämme diskonttokorko (WACC eli pääoman painotettu tuottovaatimus) on 12,5 % ja sitä nostaa osakkeelle asetettu 1,50 %:n likviditeettipreemio. Oman pääoman kustannus on 14,7 %. Molempien lukujen pohjana on 2,5 %:n riskitön korko sekä 4,75 %:n markkinariskipreemio.

DCF-malli antaa Norrhydron oman pääoman arvoksi 32 MEUR ja yksittäisen osakkeen arvoksi 2,9 euroa, johon on mittava +60...+70 %:n nousuvara. Tarkempi laskelma on esitetty liitteessä. Liitteessä ovat myös DCF-mallin herkkyytlaskelmat muutoksille tuottovaatimuk-

sessä ja terminaalien EBIT-marginaalitasossa.

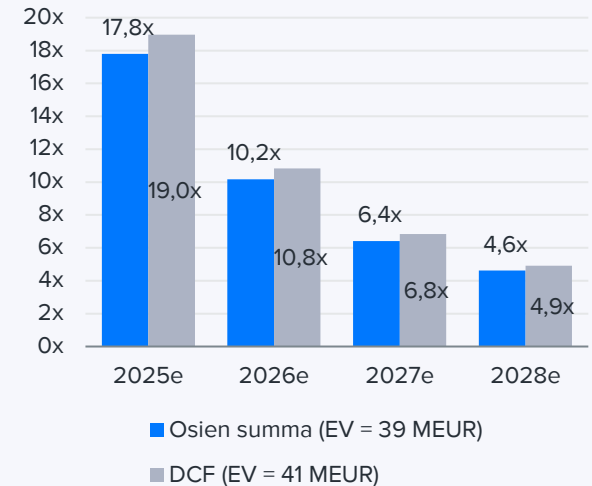
Vaihtovelkakirjalainan ja optioiden merkitys

Norrhydron vuodenvaihteessa 2023-2024 liikkeeeseen laskema 1,5 MEUR:n vaihtovelkakirjalaina oikeuttaa vaihtoon osakkeiksi milloin tahansa ennen eräpäivää 31.12.2026. Laskennallinen vaihtohinta on 2,083 euroa per osake eli vaihto ei ole tällä hetkellä kannattava (optio on miinusoptio). Norrhydrolla on oikeus lainan ennaikaiseen takaisinmaksuun koko vuoden 2026 ajan. Varovaisuussyistä oletamme, että tätä oikeutta ei käytetä vaan laina vaihdetaan kokonaisuudessaan yhteensä 720000 Norrhydron osakkeeseen vuoden 2026 lopussa. Tämä merkitsee 6,1 %:n dilutiota vuodesta 2027 alkaen.

Norrhydron avainhenkilöillä on optio-oikeuksia yhtiöön yhteensä 71000 osakkeen edestä. Kaikkien optioiden toteutushinta on 0,10 euroa / osake eli ne ovat selvästi plusoptiota. Optiot ovat voimassa 31.12.2025 asti, mutta niiden käyttömahdollisuus riippuu Norrhydron strategisten tavoitteiden (kasvu, kannattavuus ja digiratkaisujen osuus) täyttymisestä. Lisäksi Norrhydrolla on avainhenkilöille suunnattu 159500 kpl:en osakepalkkiojärjestelmä, joka ulottuu vuoteen 2026 ja jossa osakkeiden ansainta määräytyy niinkään strategisten tavoitteiden toteutumisen perusteella.

Koska optioiden ja palkkio-osakkeiden kokonaismäärä on pieni (dilutio enintään 2,0 %) ja niiden toteutus epävarmaa, emme ole huomioineet vastaavaa laimentumista osakekohtaisen tuloksen laskennassa.

Norrhydron EV/EBITDA nykyisillä osien summa- ja DCF-arvoilla



Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 7/7

Neutraalissa skenaariossa osakkeen arvo 2,7 euroa

Osien summa- ja kassavirtamallien valossa Norrhydron osakkeen tämänhetkinen perusteltu arvo on 2,3...2,9 euroa eli painotettuna keskiarvona 2,7 euroa. Erittäin negatiivisessa skenaariossa NorrDigi epäonnistuisi kaupallisesti ja muuttuisi sen vuoksi arvottomaksi, jolloin Norrhydron osakkeen arvo perustuisi pelkästään perinteisen hydraulisynteriliiketoiminnan arvoon (minimitasolla noin 1,4 euroa per osake). Pidämme tätä riskiä pienenä. Jos NorrDigin kaupallinen menestys taas ylittäisi nykyiset odotuksemme esim. vahvan uusasiakashankinnan ja onnistuneen partneroitumisen ansiosta, nousisi osakkeen perusteltu arvo tai ainakin haarukan yläraja merkittävästi.

Sijoitusnäkemys

Edellisessä, toukokuussa 2023 julkistetussa laajassa raportissamme esitimme seuraavan listan mahdollisista positiivisista ajureista osakkeen tueksi: 1) Rovaniemen tehtaan ylösajon loppuvaiheiden onnistuminen suunnitellussa aikataulussa ja kustannuksilla; 2) onnistunut uusasiakashankinta perinteisissä hydraulisynteriteissä; 3) NorrDigin asiakaspotentiaalin realisoituminen sopimuksiksi sekä 4) NorrDigi-valmistuksen käynnistyminen Volvolle suunnitellussa aikataulussa (2024) ja mielekkäillä volyymeillä. Viimeistä kohtaa lukuun ottamatta ajurit ovat mielestämme realisoituneet kohtuullisen hyvin ja myös Volvolle tapahtuvan NorrDigi MCC –valmistuksen aikataulu on nyt selvillä vaikkakin myöhemmin kuin aluksi odotimme.

Vaikka NorrDigin kaupallistaminen tapahtuu viiveellä suhteessa aiempaan arvioomme ja tämä näkyy edellä käsitellyissä vuosien 2025-2026 ennuste-

muutoksissamme, on NorrDigin riskiprofiili mielestämme alentunut selvästi. Kuten tähänkin asti, vaaditaan Norrhydron osakkaalta edelleen kärsivällisyyttä, mutta osakkeen fundamenttiarvostus on edullinen ja odotamme 6...12 kuukauden sisällä lisää positiivisia NorrDigi-uutisia tukemaan kurssia. Koska emme kuitenkaan ennakoiv näiden ajureiden vielä kokonaan poistavan aliarvostusta vaan tähän vaaditaan myös tulospäättyjä, säilytämme osakkeen suosituksen lisää-tasolla.

Sen vuoksi, että ennusteileikkauksissamme on kyse lähes yksinomaan noin yhden vuoden lykkäyksestä ja riskiprofiili on samalla alentunut, säilytämme aiemman 2,10 euron tavoitehintamme osakkeelle. Tavoitehintaa vastaa tilannetta, jossa vajaa 40 % nykykurssin (n. 1,7 euroa) ja edellä mainitun perustellun arvon (n. 2,7 euroa) välisestä nousuvarasta on realisoitunut. Norrhydron sijoitustarinan pitkä tähtäin huomioiden pidämme oletusta riittävän varovaisena. Viitteenomaisesti voidaan todeta, että tavoitehinnallamme Norrhydron vuoden 2026 EV/EBITDA-kerroin olisi noin 8x eli diskontto verrokiryhmän arvioituun mediaaniin olisi vain -5...-10 %. Olemme kuitenkin aiemmin todenneet pelkästään lähivuosien kertoimiin perustuvan verrokkiarvostuksen rajoitteet. Norrhydron arvostuskertoimet suuntaavat vuoden 2026 jälkeen jyrkästi alaspäin, mutta näiden vuosien tulospäättyisiin liittyy ymmärrettävästi paljon epävarmuutta.

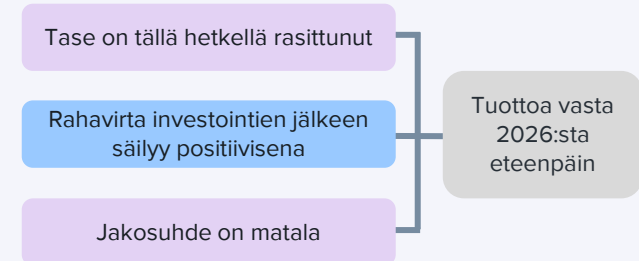
Osaketuoton ajurit 2024e-2027e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

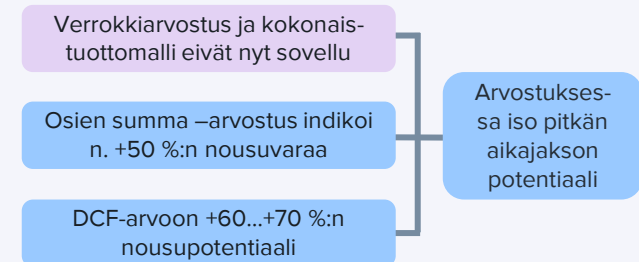
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

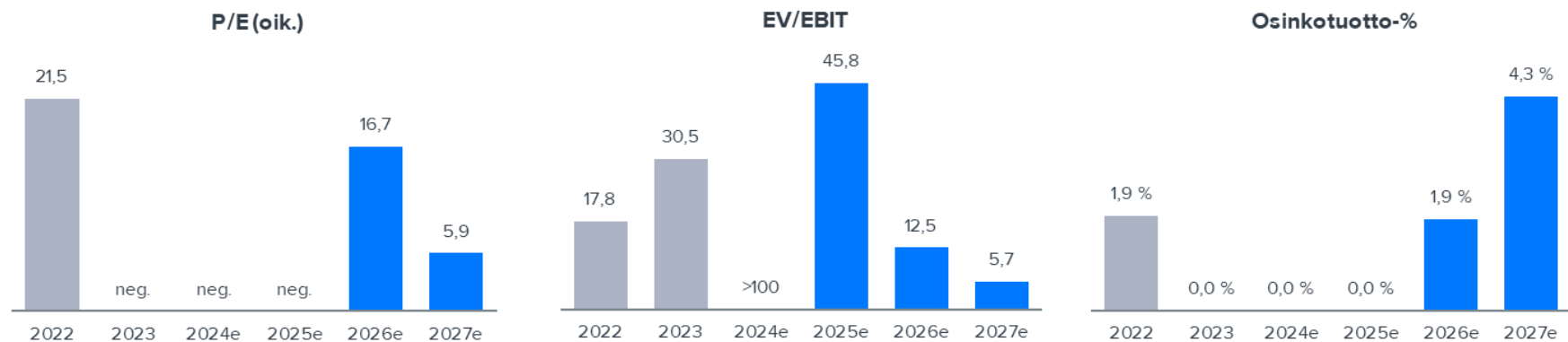


Mittava kurssinousuvara, mutta sen realisoituminen vaatii vielä lisänäyttöjä

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	4,32	3,13	2,07	1,72	1,72	1,72	1,72
Osakemäärä, milj. kpl	8,46	10,9	10,9	11,0	11,0	11,7	11,7
Markkina-arvo	47	34	23	19	19	19	19
Yritysarvo (EV)	47	42	32	29	30	27	25
P/E (oik.)	23,2	21,5	neg.	neg.	neg.	16,7	5,9
P/E	>100	>100	neg.	neg.	neg.	17,3	6,0
P/B	4,2	3,2	2,5	2,3	2,4	1,8	1,4
P/S	1,9	1,1	0,7	0,7	0,6	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	1,9	1,4	1,1	1,0	0,9	0,7	0,5
EV/EBITDA	15,9	19,7	29,4	17,0	13,8	7,3	4,2
EV/EBIT (oik.)	21,8	17,8	30,5	>100	45,8	12,5	5,7
Osinko/tulos (%)	185,1%	1521,2%	0,0%	0,0%	0,0%	30,1%	24,3%
Osinkotuotto-%	1,4%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%	4,3%

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Kesla Oyj	13	25	25,4	12,7	8,5	6,3	0,6	0,5	26,7	10,4	1,9	4,3	1,0
Robit Plc	34	51	10,1	7,2	5,6	4,6	0,5	0,5	11,4	8,0	3,1	5,0	0,7
Ponsse Oyj	613	662	22,4	12,6	10,4	7,7	0,9	0,9	54,3	16,3	2,1	3,0	1,9
Kalmar	1808	2054	11,0	9,7	8,0	7,6	1,2	1,2	12,4	11,7	3,8	4,1	2,6
Cargotec Corp	3210	3221	11,1	11,1	9,3	9,4	1,2	1,3	14,8	15,2	2,8	3,1	2,7
Metso Corp	7590	8630	11,5	10,4	9,5	8,8	1,7	1,6	14,4	13,1	3,7	4,3	2,9
Sandvik AB	23755	28186	15,1	13,0	11,2	10,2	2,6	2,5	18,5	15,4	2,6	2,9	2,9
Kongsberg Gruppen ASA	16795	16611	31,5	26,5	25,6	22,0	4,1	3,6	39,0	32,8	1,3	1,5	10,8
Enerpac Tool Group Corp	2149	2174	18,6	15,5	15,8	13,7	4,0	3,7	24,6	19,8			4,6
Interpump Group SpA	4434	4960	13,6	12,6	10,3	9,6	2,4	2,2	18,0	16,4	0,8	0,8	2,3
Parker-Hannifin Corp	75393	84720	22,0	19,6	18,8	17,5	4,7	4,5	25,7	23,8	0,9	1,0	6,8
Donaldson Company Inc	8117	8397	16,8	15,7	14,0	13,2	2,5	2,5	21,9	20,4	1,4	1,5	5,6
SMC Corp	26041	22520	15,0	12,9	15,2	13,7	4,7	4,4	23,0	21,4	1,4	1,6	2,2
Norrhydro (Inderes)	19	29	107,9	45,8	17,0	13,8	1,0	0,9	neg.	neg.	0,0	0,0	2,3
Keskiarvo			17,1	13,7	12,7	11,3	2,6	2,4	23,4	17,6	2,1	2,7	3,5
Mediaani			15,0	12,8	10,8	9,9	2,5	2,3	22,4	16,3	1,9	2,9	2,6
Erotus-% vrt. mediaani			618 %	259 %	57 %	40 %	-59 %	-63 %			-100 %	-100 %	-13 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

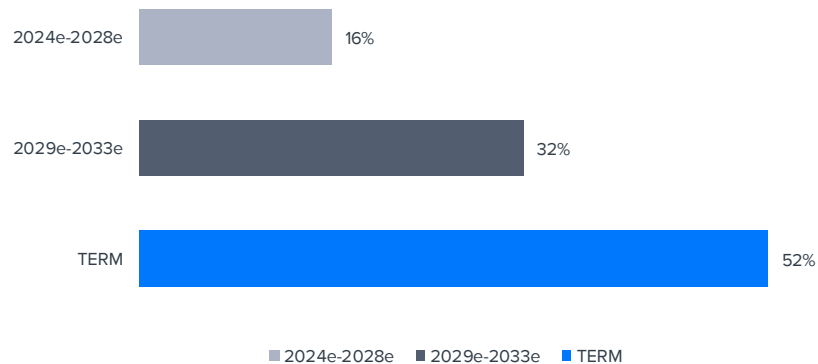
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,2 %	-6,7 %	18,8 %	19,1 %	20,8 %	26,4 %	21,6 %	15,6 %	9,5 %	3,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	-0,8 %	0,8 %	1,8 %	5,4 %	9,1 %	10,9 %	12,9 %	11,4 %	10,0 %	8,6 %	8,6 %	8,6 %
Liikevoitto	-0,3	0,2	0,6	2,2	4,4	6,7	9,6	9,8	9,4	8,3	8,5	
+ Kokonaispoistot	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-1,2	-1,8	-1,8	-1,7	-1,5	-1,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
- Käyttöpääoman muutos	0,3	0,3	-0,6	-0,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,3	-0,9	-0,4	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	1,4	1,9	1,5	3,0	4,9	5,8	8,0	8,4	8,5	8,2	8,5	
- Bruttoinvestoinnit	-1,5	-1,2	-1,3	-1,4	-1,8	-2,0	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,1	0,7	0,2	1,6	3,1	3,9	5,8	6,2	6,2	5,9	6,2	
Vapaa kassavirta	-0,1	0,7	0,2	1,6	3,1	3,9	5,8	6,2	6,2	5,9	6,2	63,4
Diskontattu vapaa kassavirta		0,7	0,2	1,2	2,1	2,4	3,1	3,0	2,7	2,3	2,1	21,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		41,3	40,6	40,4	39,2	37,0	34,7	31,5	28,6	25,9	23,6	21,5
Velaton arvo DCF		41,3										
- Korolliset velat		-11,0										
+ Rahavarat		1,4										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		31,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,9										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,4 %
Yrityksen Beta	2,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	14,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,5 %

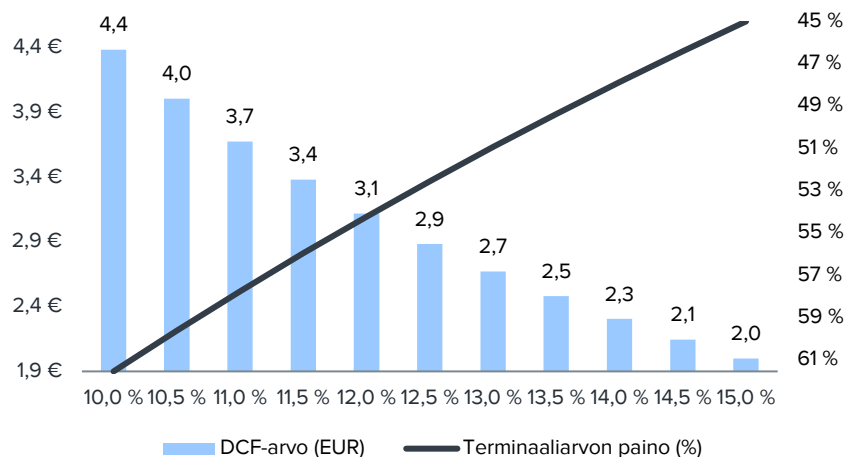
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

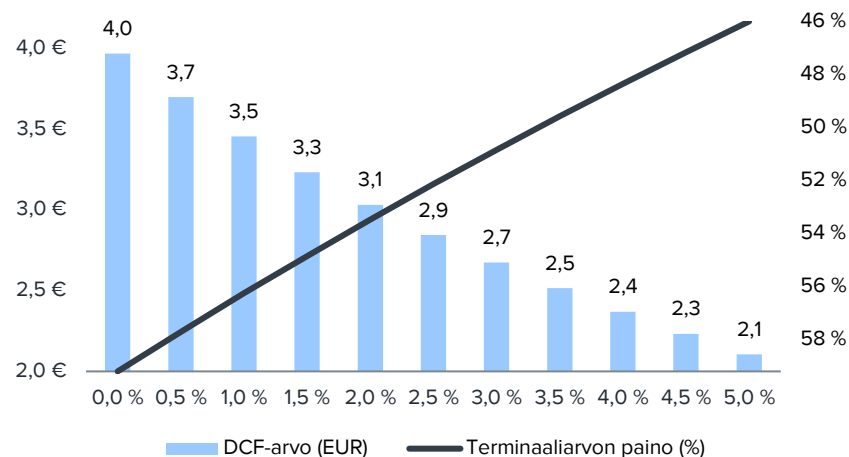


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

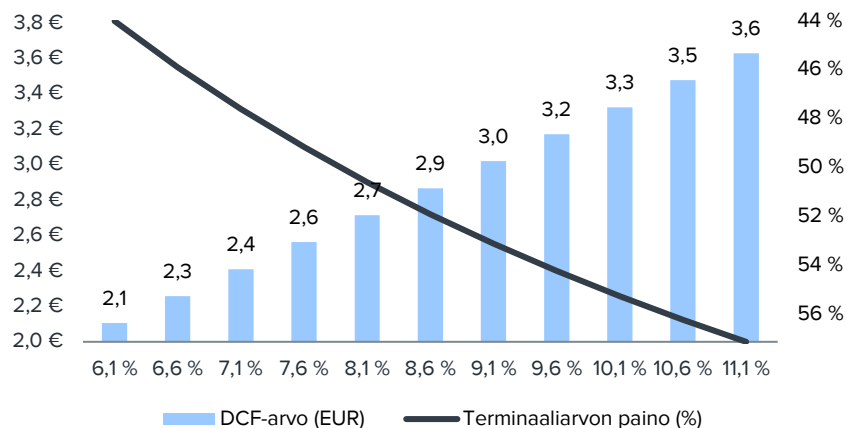
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



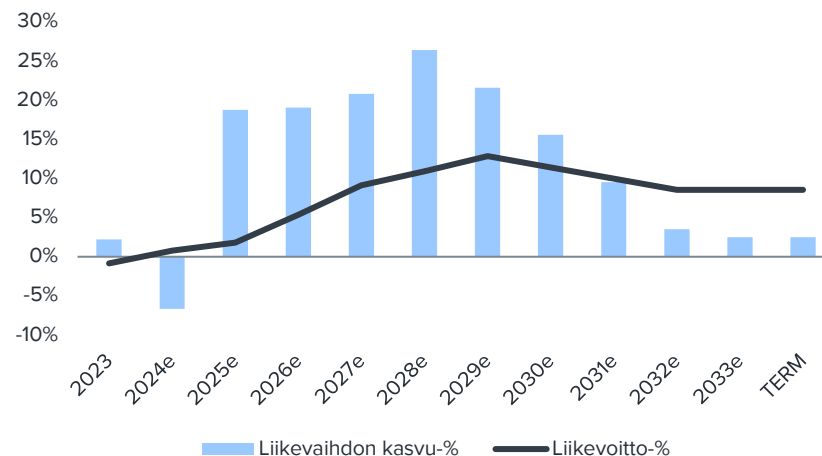
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	24,7	29,7	30,4	28,3	33,7	EPS (raportoitu)	0,04	0,00	-0,13	-0,08	-0,04
Käyttökate	3,0	1,7	1,1	1,7	2,1	EPS (oikaistu)	0,19	0,15	-0,01	-0,08	-0,04
Liikevoitto	2,2	0,8	-0,3	0,2	0,6	Operat. kassavirta / osake	0,22	0,01	0,13	0,18	0,14
Voitto ennen veroja	0,4	0,2	-1,4	-0,9	-0,5	Vapaa kassavirta / osake	0,91	-0,60	-0,01	0,06	0,02
Nettovoitto	0,4	0,0	-1,4	-0,9	-0,5	Omapääoma / osake	1,34	0,98	0,81	0,76	0,71
Kertaluontoiset erät	0,0	-1,5	-1,3	0,0	0,0	Osinko / osake	0,06	0,06	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	22,7	27,9	25,4	25,1	26,8	Liikevaihdon kasvu-%	24 %	20 %	2 %	-7 %	19 %
Oma pääoma	11,3	10,7	8,9	8,3	7,9	Käyttökateen kasvu-%	-21 %	-43 %	-35 %	54 %	26 %
Liikearvo	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-28 %	9 %	-55 %	-75 %	143 %
Nettovelat	0,3	8,0	9,6	9,7	10,6	EPS oik. kasvu-%	-22 %	-22 %	-108 %	579 %	-50 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	12,0 %	5,7 %	3,6 %	6,0 %	6,3 %
Käyttökate	3,0	1,7	1,1	1,7	2,1	Oik. Liikevoitto-%	8,8 %	8,0 %	3,5 %	0,9 %	1,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,0	-1,3	0,3	0,3	-0,6	Liikevoitto-%	8,8 %	2,8 %	-0,8 %	0,8 %	1,8 %
Operatiivinen kassavirta	1,9	0,1	1,4	1,9	1,5	ROE-%	4,4 %	0,4 %	-14,8 %	-10,7 %	-6,0 %
Investoinnit	-2,2	-6,6	-1,5	-1,2	-1,3	ROI-%	14,6 %	4,8 %	-1,2 %	1,2 %	3,1 %
Vapaa kassavirta	7,7	-6,5	-0,1	0,7	0,2	Omavaraisuusaste	50,7 %	38,3 %	35,0 %	33,2 %	29,3 %
						Nettovelkaantumisaste	2,6 %	74,7 %	108,6 %	116,3 %	134,4 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto		1,4	1,1	1,0	0,9						
EV/EBITDA		19,7	29,4	17,0	13,8						
EV/EBIT (oik.)		17,8	30,5	>100	45,8						
P/E (oik.)		21,5	neg.	neg.	neg.						
P/B		3,2	2,5	2,3	2,4						
Osinkotuotto-%		1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

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

Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.12.2021	Myy	3,60 €	4,14 €
16.12.2021	Vähennä	3,60 €	3,58 €
23.12.2021	Vähennä	3,85 €	4,20 €
14.2.2022	Vähennä	4,00 €	3,76 €
21.4.2022	Vähennä	4,10 €	3,77 €
19.8.2022	Vähennä	4,10 €	3,85 €
14.11.2022	Lisää	3,70 €	3,19 €
20.2.2022	Lisää	3,90 €	3,49 €
31.5.2023	Vähennä	3,20 €	3,02 €
8.8.2023	Lisää	2,60 €	2,22 €
14.8.2023	Lisää	2,80 €	2,53 €
10.1.2024	Lisää	2,50 €	2,20 €
25.2.2024	Vähennä	1,80 €	1,75 €
30.7.2024	Vähennä	1,60 €	1,55 €
2.8.2024	Lisää	2,10 €	1,80 €
17.10.2024	Lisää	2,10 €	1,72 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, 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.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen 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](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**