

# Nurminen Logistics

Laaja raportti

19.11.2021 8:00



**Aapeli Pursimo**  
+358 40 719 6067  
aapeli.pursimo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Käänteen myötä vaihdetaan kasvuraiteille

Viimeisen vuoden aikana tapahtunut voimakas kasvu, kannattavuuskäännne sekä vahvistunut taloudellinen tilanne ovat laskeneet Nurminen Logisticsin riskiprofiilia selvästi. Yhtiöllä on mielestämme erinomaiset edellytykset jatkaa tuloskasvua Kiinan ja Aasian rahtijunan kiihdyttäessä vauhtia, vaikka kasvun kulmakertoimeen liittyy epävarmuutta markkinan varhaisesta kehitysvaiheesta johtuen. Epävarmuudesta huolimatta pidämme osakkeen riski/tuotto-suhdetta houkuttelevana tekemiemme merkittävien positiivisten ennustemuutosten jälkeen. Täten nostamme Nurmisen suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tarkistamme tavoitehintamme 1,70 euroon (aik. 1,10 euroa).

## Yhtiön suunta on kääntynyt nopeasti

Nurminen on monipuolinen logistiikkapalveluyhtiö, jonka palveluihin kuuluvat nykyisin rautatiekuljetukset Aasian ja Suomen välillä sekä Baltian alueella. Lisäksi yhtiö tarjoaa erilaisia terminaali- ja huolintapalveluita. Viime vuosina yhtiö paini merkittävien kannattavuushaasteiden kanssa, jotka liittyivät etenkin kalliisiin terminaaliinenteistöjen vuokrasopimuksiin. Tämän ongelman yhtiö sai ratkaistua viime vuoden vaihteessa hankkimalla enemmistön Vuosaaren terminaaliinenteistöstä. Samalla yhtiö on yltänyt vahvaan kasvuun suotuisan markkinatilanteen myötä ja yhtiön kasvukärjen Aasian ja Kiinan konttijunan kasvun kiihtyessä. Arvioimme Aasian konttijunalla olevan merkittävää kasvupotentiaalia myös jatkossa sen nopeuden ja kasvavien ympäristövaatimusten myötä. Tähän kasvukuvaan liittyy kuitenkin vielä paljon epävarmuutta markkinan varhaisesta vaiheesta johtuen. Myös junarahdin päakilpailijan eli perinteisen merirahdin markkinatilanteen normalisoituminen voi muuttaa kilpailuasetelmaa.

## Odotamme Kiinan ja Aasian junayhteyden vetävän yhtiön kasvua lähivuosina

Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun olevan tänä vuonna kovalla 66 %:n tasolla etenkin Kiinan ja Aasian junayhteyden sekä Baltian liiketoimintojen voimakkaan kasvun myötä. Arvioimme Aasian junayhteyden volyymin kasvun jatkuvan myös lähivuosina väkevänä ja toisaalta hintatason normalisoitumisen leikkaavaan kasvun kulmakerronta. Konsemitasolla lähivuosien kasvua leikkaa erityisesti Baltian liiketoimintojen ennustamamme liikevaihdon palautuminen tavanomaisemmalle tasolle hintojen lasiessa. Tätä kokonaiskuva peilaten arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvun asettuvan keskimäärin hieman alle 4 %:iin vuosina 2022-2024. Täten emme odota yhtiön yltävän keskipitkän aikavälin taloudellisiin tavoitteisiinsa liikevaihdon osalta ilman kasvua tukevia yritysostoja (vrt. 2023e liikevaihto: 146 MEUR vs. liikevaihtotavoite 2023: 200 MEUR). Luottamuksemme yhtiön kannattavuuskäänteen pysyvyyteen on kuitenkin noussut Aasian junayhteyden kasvun johdosta ja odotammekin yhtiön yltävän kannattavuuden osalta taloudellisiin tavoitteisiinsa jo ensi vuonna (2022e EBIT-%: 9,4 % vs. taloudellinen tavoite EBIT-% yli 9%). Näin ollen odotammekin yhtiön tuloskasvun olevan voimakasta lähivuosina.

## Lähivuosien tuotto-odotus ja pitkän aikavälin potentiaali houkuttelevat hypäämään osakkeen kyytiin

Ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 17x ja 12x. Tulos pohjaisesti yhtiön arvostus näyttääkin ensi vuoteen katsottuna houkuttelevalta ennustamamme tuloskasvun toteutuessa. Myöskään osien summa -laskelmamme indikoiman arvon (1,4-1,8 euroa osakkeelta) perusteella osake ei ole erityisen vaativasti hinnoiteltu. Tätä kokonaiskuva tukee myös selvästi nykykurssia korkeammalla oleva DCF-laskelmamme, joka huomioi myös Aasian junayhteyden pitkän ajan potentiaalin parhaiten. Lähivuosien ennustamamme tuloskasvun, nousevan noin 1-3 %:n osinkotuoton sekä riskiprofiilin laskun myötä näemme osakkeen riskikorjatun tuotto-odotuksen houkuttelevana.

## Suositus

### Lisää

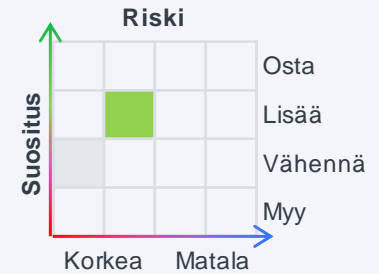
(aik. Vähennä)

**1,70 EUR**

(aik. 1,10 EUR)

**Osakekurssi:**

1,53



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	80,7	134	146	146
<b>kasvu-%</b>	16 %	66 %	8 %	1 %
<b>EBIT oik.</b>	0,4	11,2	13,8	14,0
<b>EBIT-% oik.</b>	0,5 %	8,4 %	9,4 %	9,5 %
<b>Nettotulos</b>	-4,2	4,3	8,4	8,8
<b>EPS (oik.)</b>	-0,08	0,09	0,13	0,14

<b>P/E (oik.)</b>	neg.	17,4	11,6	11,0
<b>P/B</b>	5,0	8,2	5,5	4,2
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	1,3 %	2,0 %	2,6 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	>100	14,7	11,4	10,6
<b>EV/EBITDA</b>	21,8	13,4	9,5	9,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,3	1,2	1,1	1,0

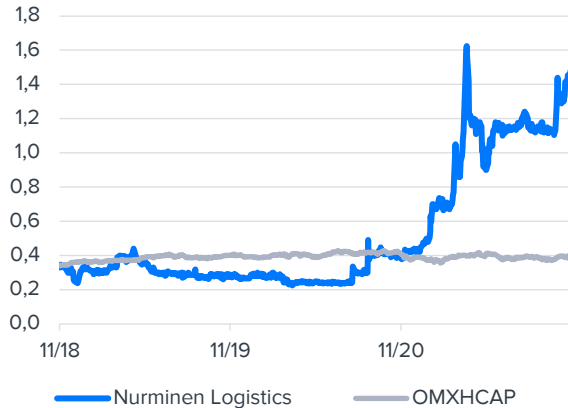
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

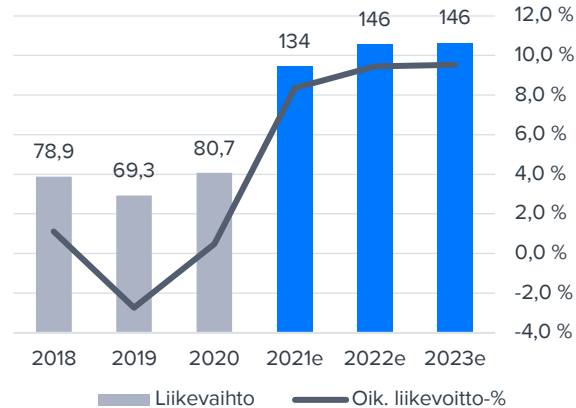
Nurminen Logistics odottaa, että liikevaihto (2020: 80,7 MEUR) ja liike-tulos (2020 raportoitu EBIT: -0,2 MEUR) kasvavat merkittävästi vuonna 2021.

## Osakekurssi



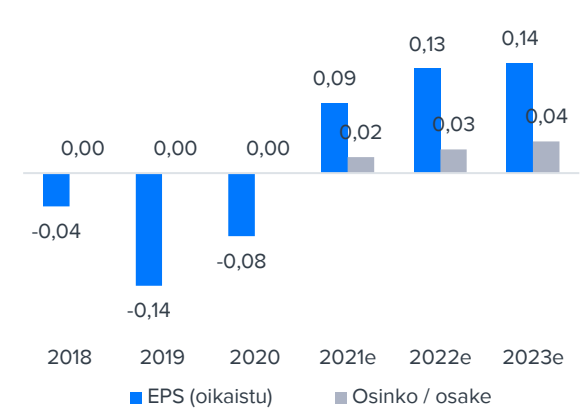
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Kiinan ja Aasian junayhteyden kasvu
- Kannattavuuden kestävä parantuminen
- Arvostuskuvan muutos käänneyhtiöstä kasvuyhtiöksi
- Yritysjärjestelyt



## Riskitekijät

- Aasian junayhteyden kasvun tyrehtyminen
- Hintojen todennäköinen laskupaine markkinan palautuessa tasapainoon
- Baltian liiketoimintojen ja Vuosaaren terminaalin omistusrakenteiden myötä operatiivisesta tuloksesta valuu toistaiseksi merkittävä osuus vähemmistöille
- Kokonaisvaltaisesta logistiikka-alan osaamisesta pulaa työmarkkinoilla

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	1,53	1,53	1,53
Osakemäärä, milj. kpl	77,1	77,1	77,1
Markkina-arvo	118	118	118
Yritysarvo (EV)	165	157	149
P/E (oik.)	17,4	11,6	11,0
P/E	10,1	14,0	13,3
P/B	8,2	5,5	4,2
P/S	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (oik.)	13,4	9,5	9,0
EV/EBIT (oik.)	14,7	11,4	10,6
Osinko/tulos (%)	13,2 %	27,4 %	34,9 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	2,0 %	2,6 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-12</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>13-14</b>
Markkinat ja kilpailukenttä	<b>15-18</b>
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	<b>19-21</b>
Ennusteet	<b>22-26</b>
Sijoitusprofiili	<b>27-28</b>
Arvonmääritys	<b>29-31</b>
Taulukot	<b>32-35</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>36</b>

# Nurminen Logistics lyhyesti

Nurminen Logistics on logistiikkapalveluita tarjoava yhtiö. Sen palvelutarjoomaan kuuluu mm. rautatielogistiikka sekä terminaali- ja huolintapalveluita.

**1886**

Perustamisvuosi

**2008**

Listautuminen

**107 MEUR**

Liikevaihto H1'21 (TTM)

**5,5 MEUR**

Oikaistu liikevoitto H1'21 (TTM)

**56 % / 23 % / 12 % / 9 %**

Baltian liiketoiminnan / Kiinan ja Aasian junayhteyden / Terminaalipalveluiden / Huolinnan osuus liikevaihdosta H1'21:llä

**145**

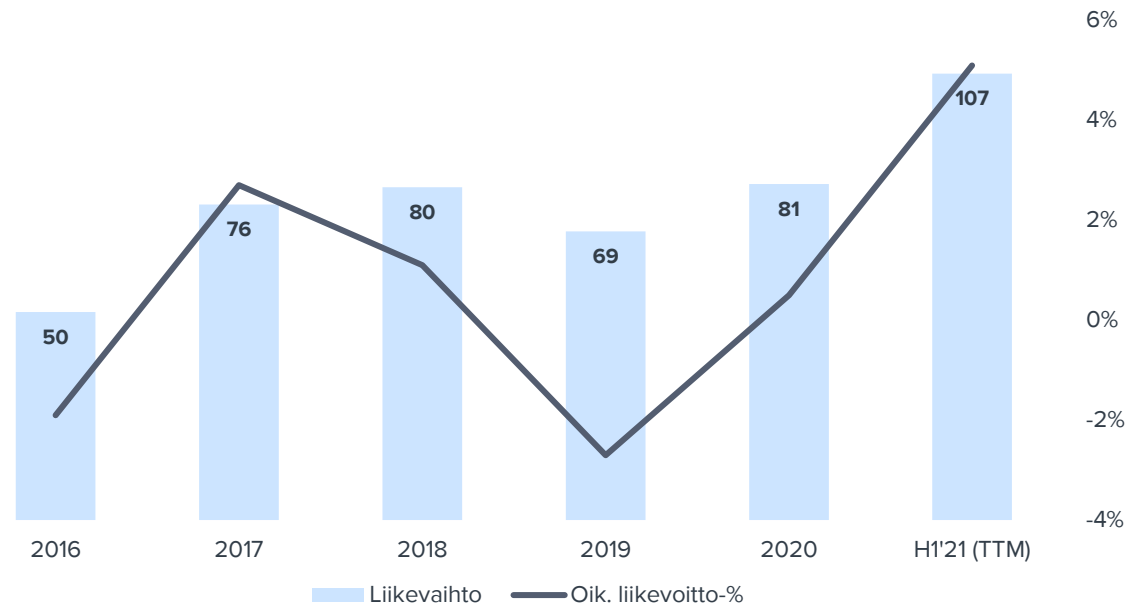
Henkilöstö H1'21:n lopussa

## 2016-H1'20

- Nurminen lanseeraa Kiinan ja Aasian junayhteyden, jota lähdetään rakentamaan käytännössä tyhjistä
- Yhtiö luopuu rautatieoperoinnista omista vaunuistaan ja Venäjän operaatioiden osuus laskee tämän myötä selvästi
- Yhtiöllä useita pitkiä kiinteistöjen vuokrasopimuksia selvästi markkinahintoja korkeammilla tasoilla (etenkin Vuosaaren terminaalkiinteistö), jotka painavat kannattavuutta usean vuoden ajan
- Oma pääoma valui negatiiviseksi H1'20:n lopussa

## H2'20-2021

- Yhtiö tekee suunnatun osakeannin oman pääoman parantamiseksi sekä Vuosaaren terminaalkiinteistön hankinnan rahoittamiseksi
- Yhtiö tekee myös muita kiinteistöjärjestelyjä ja tehostustoimia, joiden avulla kulurakenne tervehtyy selvästi
- Kiinan ja Aasian junayhteys kiihdyttää voimakkaaseen kasvuun pitkäjänteisen työn ja merirahdin ongelmien myötä
- Yhtiö yltää konsernitasolla vahvaan kasvuun, joka siivittää myös kannattavuutta paremmalle tasolle



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Kansainvälinen logistiikkapalveluyhtiö

Nurminen Logistics on logistiikkapalveluja tarjoava yhtiö, joka toimii Suomessa, Baltiassa ja Venäjällä sekä Aasian ja Euroopan välisellä junarahtimarkkinalla. Yhtiö tavoittelee luotettavinta ja laadukkainta logistiikkapalvelua kaikilla sen liiketoimintasegmenteillä ja -alueilla. Vuonna 2020 yhtiön liikevaihto oli 80,7 MEUR (2019: 69,3 MEUR) ja oikaistu liikevoitto 0,4 MEUR (2019: -1,9 MEUR).

Nurminen on logistiikka-alan luonteen mukaisesti palveluyhtiö, jonka liiketoimintana on tuottaa sen asiakkaille (kokonaisvaltaisia) logistiikkaratkaisuja tuotteiden siirtämiseen ja tähän liittyvään hallinointiin liittyen. Näin ollen yhtiön organisaatorakenne on kevyt ja yksinkertainen ja koostuukin pitkälti myynti- ja toimihenkilöistä, sillä yhtiö käyttää palveluiden tuottamisessa paljon alihankintaa. H1'21:llä yhtiön palveluksessa työskenteli keskimäärin 145 henkilöä, joista 32 Suomen ulkopuolella.

## Liiketoiminnot tukevat hyvin toisiaan

Nurmisella on pitkä historia logistiikka-alalta ja sen toiminta koostuu tällä hetkellä viidestä toisiaan tukevasta liiketoiminnosta. Yhtiö kuitenkin raportoi taloudellisesta kehityksestään yhtenä kokonaisuutena konsernitasolla liikevaihtoa lukuun ottamatta. Yhtiön nykyiset liiketoiminnot ovat:

**Kiinan ja Aasian rahtijunaliiketoiminta** sisältää yhtiön säännöllisen rahtijunaliikenteen Suomen ja Kiinan ja Aasian eri kaupunkien välillä. Rahtijuna tarjoaa perinteistä merirahtia nopeamman ja ympäristöystävällisen kuljetusvaihtoehdon asiakasyrityksille. Nurminen käyttää palvelun tuottamisessa hyödykseen paljon laajaa kumppanuusverkostoaan ja tämän myötä

alihankinnan määrä kokonaispalvelusta on huomattava. Nurmisen oma toiminta keskittyy etenkin asiakaspalveluun ja -hallintaan. Suuren alihankinnan osuuden myötä liiketoiminnan suhteellinen kate ei ole suuri, mutta toisaalta liiketoimintamalli sitoo hyvin vähän yhtiön omia resursseja henkilöstöön ja kiinteään omaisuuteen, mikä mahdollistaa varsin hyvän pääoman tuoton. Yhtiö lanseerasi Aasian rahtijunaliiketoiminnan jo useampi vuosi sitten, mutta se on lähtenyt selvästi kiihdyttämään vauhtia viimeisen vuoden aikana. Yhtiö ei ole raportoinut liiketoimintojen liikevaihtoja vuositasolla, mutta Aasian junayhteyden liikevaihto kasvoi H1'21:llä vertailukaudesta peräti 255 % 14,5 MEUR:oon, mikä vastasi 23 % koko konsernin liikevaihdosta.

**Terminaalipalvelut** kattavat mm. vientiliikenteen kontitukuksia ja tuontiliikenteen käsittelyä yhtiön terminaaleissa Vuosaaren ja Kotkan satamissa sekä Vainikkalassa, joka on Venäjän raja-aseman läheisyydessä junaradan varressa. Lisäksi yhtiö tarjoaa terminaaleissa lisäpalveluita, kuten vaarallisten kemikaalien varastointia (Kotka), uudelleenpakkausta ja näytteenottoa. Terminaalipalveluissa korkea käyttöaste on liiketoiminnan elinehto korkean kiinteän kulurakenteen takia. Viime vuosina Terminaalipalvelut ovat kärsineet heikosta kannattavuudesta sen kulurakenteelle liian alhaisesta käyttöasteesta johtuen, mikä on painanut myös konsernin kannattavuutta. Kuitenkin yhtiön tekemien tehostustoimien myötä sen kannattavuus nousi H1'21:llä pitkästä ajasta selkeästi voitolliseksi. H1'21:llä Terminaalipalveluiden osuus koko konsernin liikevaihdosta oli 12 %.

## Nurminen Logistics ▶▶▶

### Yhtiön pääpalvelut:



- Rautatiekuljetukset Aasian ja Suomen välillä sekä Baltiassa



- Terminaalipalvelut

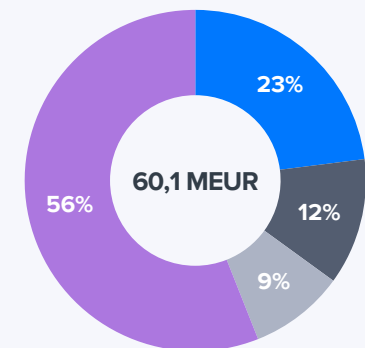


- Huolintapalvelut



- Ulkoistuspalvelut

### Liikevaihto H1'21 liiketoiminnoittain



■ Aasian rahtijuna ■ Terminaali ■ Huolinta ■ Baltia

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

**Huolinta** on vienti- ja tuontitullausta sekä transiitotullausta. Huolintapalveluissa yhtiö hoitaa asiakkaan kaikki dokumentointitarpeet kansainvälisessä kaupassa. Huolinnan kannattavuudesta ei ole saatavilla tietoa, mutta arviomme sen olevan suhteellisesti yhtiön kannattavin liiketoiminto. Käsityksemme mukaan yhtiön tarkoituksena on kasvattaa huolinnan digitalisaatioastetta ja siinä käytettävää robotiikkaa, mikä arviomme mukaan tukee liiketoiminnan marginaaleja myös jatkossa. Huolintaliiketoiminnan osuus konsernin liikevaihdosta oli 9 % H1'21:llä.

**Baltian liiketoiminnot** sisältävät paikallista rautatielogistiikan hallintaa eli samantyyppistä liiketoimintaa, mitä yhtiö tekee myös Aasiaan. Nurmisen omistusosuus Baltian toiminnoista on 51 %, kun merkittävänä vähemmistönä toimii puolestaan paikallinen johto 49 %:n osuudella. Viime vuosina segmentti on tuonut arviomme mukaan suurimman osan Nurmisen tuloksesta. H1'21:llä Baltian liiketoiminnot olivat selvästi suurin liiketoiminto myös liikevaihdolla mitattuna vastaten 56 %:sta konsernin liikevaihdosta.

**Ulkoistuspalvelut** on yhtiön uusi huhtikuussa 2021 lanseerattu palvelu, joka on kohdistettu etenkin Suomen PKT-sektorin ulkomaankauppaa harjoittaville yhtiöille. Palvelun kautta yhtiöiden on mahdollista ulkoistaa kansainväliseen logistiikkaan liittyviä toimintoja Nurmiselle ja toisaalta se tarjoaa Nurmiselle mahdollisuuksia rakentaa pidempiä arvoketjuja asiakkaan hyödyksi käyttämällä omaa monipuolista osaamistaan, kuten rautatie-, terminaali- ja huolintaosaamista. Palvelu on vielä alkuvaiheessa ja sen merkitys Nurmiselle on siksi toistaiseksi vähäinen.

## Viime vuosien kehitys

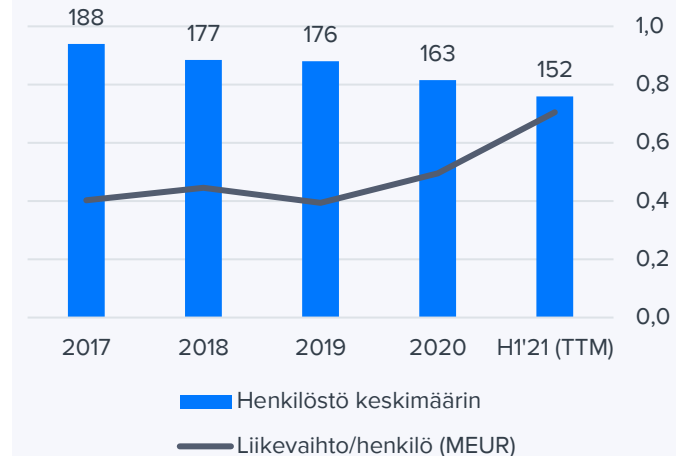
Logistiikka on suhdanneherkkä toimiala ja siten myös Nurmisen historialliseen kehitykseen on heijastunut vahvasti yleisen talouden suhdanteet ja sen päämarkkinoiden viennin ja tuonnin lasku sekä nousu. Viimeisten vuosien murheenkryyniksi yhtiölle muodostui erittäin kalliit terminaali-kiinteistöjen vuokrasopimukset, joista merkittävin oli Vuosaaren terminaalin vuokrasopimus. Tämän yhtiön kannattavuutta pitkään rasittaneen ongelman – joka vei myös viime vuonna taseen oman pääoman hetkellisesti miinukselle – yhtiö sai ratkaistua vuoden 2020 lopussa toteuttamalla suunnatun annin kotimaisille sijoittajille. Annin avulla yhtiö hankki enemmistöosuuden Vuosaaren terminaali-kiinteistöjen omistavasta kiinteistöosakeyhtiöstä Ilmariselta. Tämän ja uuden vuokrasopimuksen myötä yhtiön vuotuiset vuokratulot laskivat merkittävästi ja toisaalta annilla saatiin myös paikattua tasetta. Järjestelyn myötä Nurmisen osuus kiinteistöyhtiöstä on 51 % ja Ilmarisen 49 %. Arviomme mukaan Vuosaaren onnistuneen järjestelyn taustalla oli osittain Ilmarisen suuri omistusosuus Nurmisessa (2020 lopussa 11,8 %). Ilmarinen kasvatti omistusosuuttaan yhtiössä myös alkukesästä 2021 konvertoimalla 1,25 MEUR:n hybridilainan yhtiön osakkeiksi.

Lisäksi yhtiön aikaisemmat vuokrasopimukset Kotkassa ja Haminassa ovat päättyneet, jotka laskivat entisesti toimitiloihin liittyviä vuokratuloja. Käsityksemme mukaan yhtiön ei ole myöskään tarkoitus enää hankkia vuokratiloja, vaan toimia jatkossa omistamissaan kiinteistöissä.

## Merkittäviä tapahtumia H1'20:n jälkeen

- Oma pääoma valui negatiiviseksi H1'20-tuloksen yhteydessä
- Yhtiön pitkäaikainen vuokrasopimus Kotkan terminaaliin päättyi loppusyksystä 2020, jonka jälkeen toiminta keskitettiin yhtiön omiin tiloihin
- Yhtiö järjesti suunnatun osakeannin taseasemansa parantamiseksi sekä Vuosaaren kiinteistöjen hankinnan rahoittamiseksi
- Haminan terminaalin vuokrasopimus purettiin H2'20:n aikana ja toiminta siellä loppui keväällä 2021
- Luumäen terminaali- ja toimistokiinteistö vuokralle (kokonaisvaikutus vähäinen)
- Ilmarinen konvertoi 1,25 MEUR:n hybridilainan yhtiön osakkeiksi loppukeväästä 2021
- Kiinan ja Aasian junayhteyden voimakas kasvu pitkäjänteisen työn ja merirahdin ongelmien myötä

## Henkilöstömäärän ja tuottavuuden kehitys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Yhtiö on tehnyt viime aikoina myös merkittäviä tehostustoimenpiteitä operatiiviseen toimintaan, minkä myötä yhtiön oman henkilöstön määrä on laskenut viimeisen vuoden aikana (H1'21 lopussa 145 hlöä vs. H1'20 171 hlö). Lisäksi yhtiö on tehnyt viime aikoina strategisia valintoja, joilla se tähtää toiminnan tehostamiseen, kuten Terminaalipalvelujen siirtyminen kohti lisäarvopalveluita. Tehdyt tehostustoimet, kiinteistöjärjestelyt sekä kovaan kasvuvauhtiin yltänyt Aasian junarahtiliiketoiminta ovat heijastuneet yhtiön operatiiviseen toimintaan ja nostaneet yhtiön kannattavuutta selvästi.

## Logistiikan arvoketju

Logistiikkaprosessi voidaan jakaa eri osiin, joista Nurminen operoi osan itse ja osan se hoitaa yhteistyökumppaneiden kautta. Nurmisen liiketoiminnan kannalta olennainen arvoketju voidaan jakaa kolmeen osaan:

**Pre-terminal palvelut:** Tämä on tavaravirtojen ensimmäinen vaihe, jossa ne lähtevät tuotantokohteesta. Osa-alueen ydintoimintoja on materiaalien ja tuotteiden kuljetukset joko kotimaan asiakkaille tai terminaaleihin ja satamiin. Tämä toimii syöttöliikenteenä ja mahdollistaa muiden arvoketjun palveluiden tuottamisen.

**Terminaalipalvelut:** Nämä kattavat tyypillisesti tavaroiden varastointiin, ylläpidon, huolinnan sekä mahdollisesti lisäpalveluita, kuten laadunvarmistusta. Olennainen osa arvoketjun keskeisessä vaiheessa on myös tavaroiden valmistelu jatkokuljetuksiin, kuten pakkaaminen ja lastaaminen.

**Post-terminal palvelut:** Nämä käsittävät palvelut sen jälkeen, kun tavarat ovat jo lähteneet terminaalista ja ne etenevät seuraavaan kuljetukseen ja itse kuljetuksen (esim. rahtialukset tai Nurmisen operoima rahtijuna). Satamassa suoritettavia palveluita ovat tavarankäsittely ja mm. ahtaaminen. Kolmannen vaiheen lisäpalveluita ovat tyypillisesti tavaroiden seurantapalvelut ja tullaukset.

## Kasvu keskittyy arvoketjun loppupäähän

Nurmisen kasvustrategian pääkohtana on keskittyä kasvattamaan ennen kaikkea sen osuutta arvoketjun viimeisestä osasta Kiinan ja Aasian junayhteyden myötä. Aasian junayhteyden kasvu heijastuu myös yhtiön arvoketjun keskeisessä vaiheessa muiden palveluiden (huolinta ja terminaalipalvelut) syöttöliikenteen kasvuna, joka tukee yhtiön tavoitetta toimia asiakasyritystensä kokonaisvaltaisena kumppanina. Toisaalta on myös hyvä huomata, että ilman yhtiön vahvaa palveluosaamista muista liiketoiminnoista sen olisi huomattavasti vaikeampaa operoida Aasian junareitillä, joten liiketoimintojen voikin katsoa tukevan toisiaan.

Lisäksi yhtiön lisäarvopalvelut, kuten vaarallisten kemikaalien varastointi ja näytteenottopalvelut sekä raskaan tavarankäsittelymahdollisuudet mahdollistavat yhtiölle kasvumahdollisuuksia perinteisemmän terminaalipalvelun ympärille junayhteyden syöttöliikenteen ohella. Yhtiön tuloskasvua näiden ohella tukee toiminnan tehostamiseen liittyneet toimenpiteet, joissa mm. luovuttiin valtaosin varastointipalveluista, jonka

avulla pyritään parantamaan terminaali-liiketoiminnan tavaravirtojen kiertonopeutta.

## Kiinan ja Aasian junayhteys yhtiön kasvukärki

Nurmisen kasvustrategian merkittävimpana osana on yhtiön operoima Aasian junayhteys, mikä onkin yltänyt viimeisen vuoden aikana kovaan kasvuun, etenkin H1'21:n aikana. Alkuvuoden todella voimakkaan kasvun taustalla oli sekä hyvä volyymikehitys että merirahdin voimakas hintojen nousu, mikä heijastui myös junarahdin hintoihin. Käsityksemme mukaan tämä oli kuitenkin maltillisempaa kuin suurista pullonkauloista kärsineen merirahdin hintojen kehitys.

Nurminen on tällä hetkellä ainoa toimija, jolla on säännöllistä aikataulutettua rahtijunaliikennettä Pohjoismaiden ja Aasian välillä. Näin ollen myös merirahdin haasteet ovat sataneet yhtiön laariin hyvin suoraan ja lisänneet vielä suhteellisen alkuvaiheessa olleen vaihtoehdon tunnettuutta ja kilpailukykyä toimijoiden keskuudessa. Käsityksemme mukaan yhtiöllä on tällä hetkellä noin viikoittaisia yhteyksiä yhtiön Helsingin Vuosaaren satamaterminaalin ja eri Kiinan kaupunkien välillä sekä pienemmissä määrin Trans-Siberian reitin kautta muualle Aasiaan. Lisäksi yhtiön Kotkan terminaalin ja itä-Aasian välillä on myös yhteyksiä Trans-Siberian kautta. Yhtiö on myös viestittänyt, että se tavoittelee säännöllisten yhteyksien merkittävää kasvattamista tulevaisuudessa. Se pystyy hoitamaan myös rahdin jakelun molemmissa päissä tarvittavilta osin.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Nurminen onkin käytännössä luomassa uutta markkinaa perinteiselle toimialalle. Yhtiö pyrkii omalla palvelullaan parantamaan sen asiakkaiden kilpailukykyä mahdollistamalla niille lyhyemmät tilaus- ja/tai toimitusajat, mikä puolestaan mahdollistaa tuotannon läpimenoaikojen supistamisen sekä käyttöpääoman vapautumisen. Toisaalta myös asiakkaiden omien varastotilojen tarve vähenee, kun tavaran liikuttelu nopeutuu. Tämä mahdollistaa entistä pienempien yritysten kasvun, sillä siten ne eivät tarvitsisi käyttöpääoman rahoittamiseen kallista rahoitusta.

Myös regulaation (EU:n taksnomia, EU:n NFR-direktiivin Scope 3 -päästöjen raportointivaatimukset) ulottaminen yritysten hankinta- ja toimitusketjuihin asti lähitulevaisuudessa tukee yhtiön kasvua, sillä nykyisistä kuljetusmuodoista junarahti on muita vaihtoehtoja ympäristöystävällisempi. Lisäksi se on huomattavasti perinteistä merirahtia nopeampi vaihtoehto, vaikkakin normaalioloissa arviomme mukaan selvästi kalliimpi vaihtoehto. Tämän takia palvelu kohdistuukin arvokkaamman rahdin kuljetukseen (kontin arvo useita kymmeniä tuhansia). Toisaalta junarahdin käyttö voidaan nähdä myös riskienhallinnallisena hajautuksena eri kuljetusvaihtoehtojen välille, jos merirahdin kanssa tulisi ongelmia, kuten esim. Suezin kanavan tukkeutumisen yhteydessä viime keväänä.

## Asiakaskunta laajentunut, mutta painottuu korkeamman rahdin arvon toimialoille

Nurmisen asiakaskunta on käsityksemme mukaan laajentunut Aasian junayhteyden kasvaessa. Arviomme mukaan asiakaskunnasta kuitenkin suurimpina ovat säilyneet metsä-, kemian- ja konepajateollisuus, joiden keskimääräinen rahdin

arvo on myös korkea. Lisäksi asiakaskuntaan kuuluu paljon pienempiä kappaletavaraa toimittavia asiakkaita, jotka hajauttavat asiakasportfoliota. Toisaalta arviomme mukaan tämän hetken suurimmat asiakastoimialat ja myös koko logistiikka-ala on hyvin riippuvainen maailmantalouden suhdanteista, joka nostaa yhtiön riskiprofilia jonkin verran.

Arviomme mukaan asiakastoimialoissa etenkin rahtijunaliikenteen osalta ei ole merkittäviä kannattavuuseroja, vaikkakin mm. solmittujen asiakassopimusten pituus ja toimitusten aikataulu (esim. viime hetken varaukset kalliimpia) voivatkin vaikuttaa merkittävästikin hinnoitteluun. Käsityksemme mukaan tämän hetken vahva kysyntätilanne rahtijunan osalta tarjoaa yhtiölle jokseenkin näkyvyyttä jo ensi vuoteen varauksien ollessa hyvä.

Puolestaan terminaalipalveluissa asiakassopimukset eivät käsityksemme mukaan sisällä volyyymiin tai arvoon sidottuja ehtoja. Siten sopimuskanta ei tuo yhtiölle varsinaista taattua liikevaihtokuormaa, vaikka pitkät sopimukset tuovat tiettyä jatkuvuutta asiakaskuntaan. Arviomme mukaan pienempien kappaletavaraa toimittavien toimijoiden hintasensitiivisyys on vähäisempää, kuin suurten toimijoiden keskuudessa, joilla hintapaine korostuu normaalioloissa etenkin bulkkituotteista, kuten sellussa, paperissa ja kartongissa. Yksittäisissä pienemmissä tai erikoiskuljetuksissa katetasot ovat arviomme mukaan paremmat, koska niihin on mahdollista myydä myös lisäpalveluita enemmän. Kokonaisuutena terminaaliliiketoiminta on kuitenkin ennen kaikkea volyyminvetoista liiketoimintaa, missä kriittistä on korkea käyttöaste.

## Nurmisen suurimmat omistajat 31.10.2021

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Suka Invest Oy	15,8 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	15,1 %
Juha Nurminen	12,8 %
K. Hartwall Invest Oy Ab	10,5 %
Avant Tecno Oy	7,4 %
Olli Pohjanvirta	6,7 %
Verman Group Oy	3,3 %
Assai Oy	2,5 %
H.G. Paloheimo Oy	2,3 %
Pär-Gustaf Relander	2,3 %

## Esimerkkejä Nurmisen asiakkaista



Metso:Outotec



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

## Kulujen joustavuus vaihtelee liiketoiminnoittain

Nurmisen kustannusrakenne on yksinkertainen ja arviomme mukaan yhtiön kokonaiskustannuksista noin 80 % on muuttuvia kuluja ja kiinteiden kustannusten osuus on noin 20 %. Kiinteiksi kustannuksiksi etenkin lyhyellä aikavälillä voidaan katsoa henkilöstökulut, muut kulut ja poistot, jotka vastasivat H1'21:llä vajaata 20 % yhtiön kokonaiskustannuksista. Muuttuviksi kustannuksiksi laskettavissa olevat aineet ja palvelut sen sijaan käsittivät kuluista noin 80 %. Kulurakenteen kiinteät osuudet tarjoavatkin yhtiölle kohtalaista operatiivista tulosvipua.

Arviomme mukaan yhtiön kustannusrakenteen joustavuus vaihtelee hyvin paljon liiketoiminnoittain. Esimerkiksi Terminaalipalveluissa kulurakenne on huomattavasti jäykempi tehdyistä sopeutustoimista huolimatta, sillä kuluista merkittävä osuus muodostuu kiinteistöön ja kalustoon sekä henkilöstöön liittyvistä kustannuksista. Sen sijaan esimerkiksi Aasian rahtijunan osalta valtaosa kustannuksista muodostuu alihankintana hankituista palveluista, joiden määrä vaihtelee käytännössä suoraan myyntivolyymien mukaan. Tämä puolestaan mahdollistaa yhtiölle tehokkaan pääoman käytön ja antaa yhtiölle edellytykset tehdä korkeaa pääoman tuottoa.

## Investoinnit ovat maltilliset, eikä käyttöpääomaa sitoudu olennaisesti

Nurmisen liiketoimintamalli sitoo konsernitasolla kiinteää pääomaa merkittävässä määrin terminaalikiinteistöihin sekä näihin liitännäisiin maa-alueisiin ja kalustoon. Nämä ovat kuitenkin

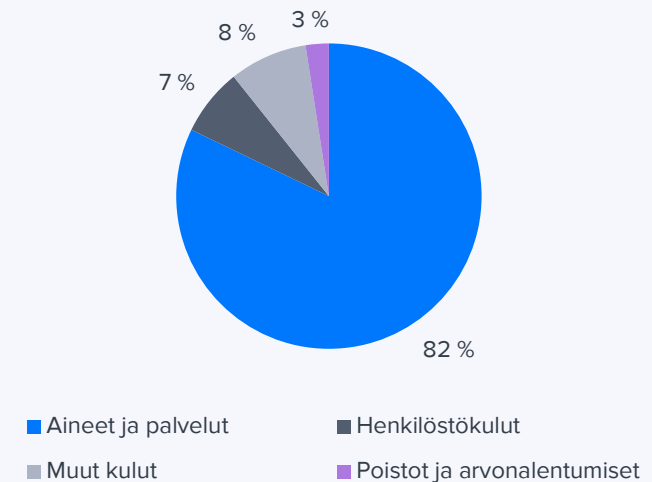
mielestämme yhtiön kokonaisvaltaisen palvelukonseptin ja liiketoimintamallin kannalta välttämättömiä. Muilta osin yhtiön nykyinen liiketoiminta on palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan kevyttä, eikä käsittääksemme vaadi merkittäviä investointeja lähitulevaisuudessa. Käytännössä investoinnit kohdentuvat tällä hetkellä käsityksemme mukaan IT-järjestelmiin sekä pienemmissä määrin omien konttien hankkimiseen sekä kalustohankintoihin, kuten trukkeihin. Konttien osalta on hyvä huomata, että yhtiö käyttää toiminnassaan merkittävässä määrin kumppaneiden kautta vuokrattuja kontteja, mutta kasvun tukemiseksi ja konttien saatavuuden varmistamiseksi Nurminen investoi myös pienissä määrin omiin uusiin kontteihin. Tämän myötä yhtiön volyymin kasvu Kiinan ja Aasian junareitillä ei vaadi juurikaan investointeja ja toisaalta rahtijunaliikenteen kasvu mahdollistaa yhtiölle tehokkaamman liiketoimintaan sitoutuvan pääoman (konttien) kiertonopeuden. Kasvu sitoo kuitenkin käyttöpääomaa kasvuvaiheessa.

## Vähemmistöt syövät osakkeenomistajien tulosta

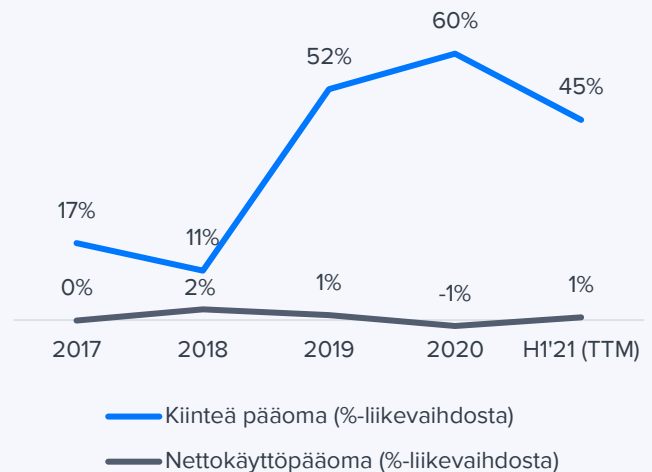
Nurmisen osakkeenomistajien kannalta konsernirakenne on olennainen tekijä, sillä Baltian liiketoiminnoissa paikallisen johdon omistamat vähemmistöt ovat merkittävät (49 %). Viime vuosina Baltian liiketoiminnot ovat tuoneet valtaosan yhtiön tuloksesta ja tästä johtuen lähes puolet näistä voitoista on valunut Nurmisen osakkeenomistajien ulkopuolelle.

Vähemmistöosuuksia kasvatti myös yhtiön viime vuodenvaihteessa tekemä Vuosaaren terminaalin kiinteistöjärjestely, jonka kautta Nurminen hankki kiinteistöä enemmistöosuuden (51 %).

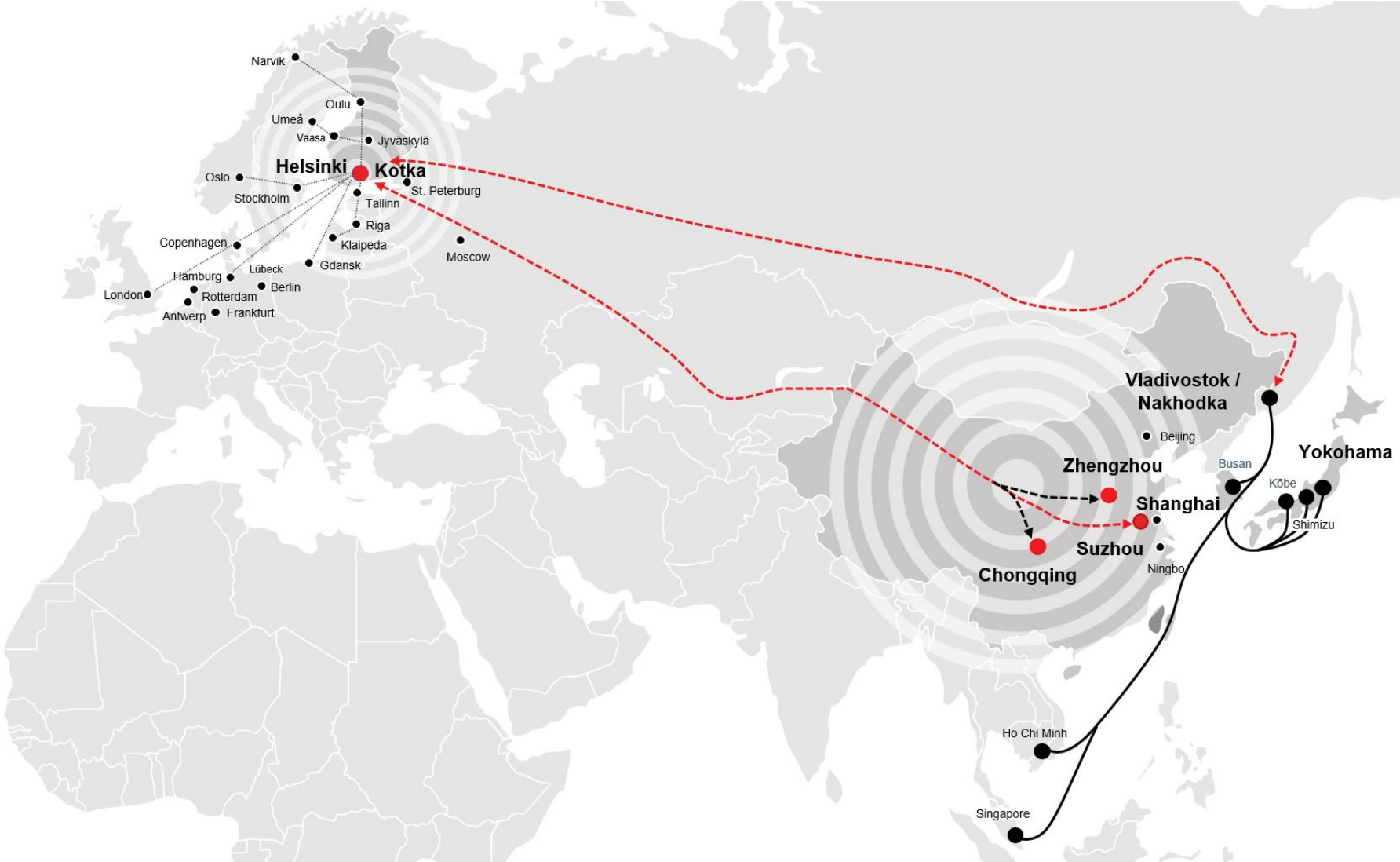
H1'21 kustannusrakenne



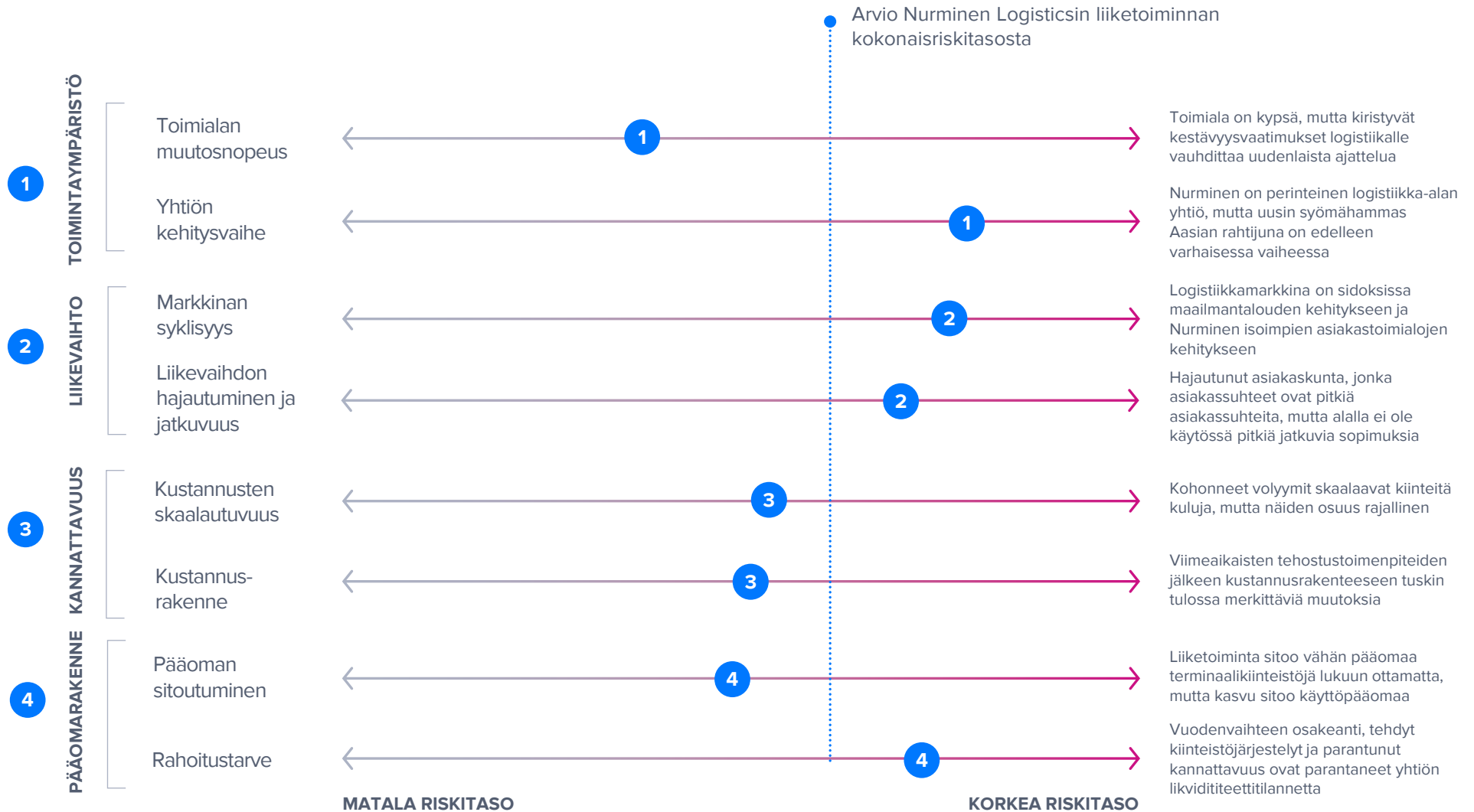
Pääomien sitoutuminen



# Nurmisen Kiinan ja Aasian rahtijunaliikenne



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Nurminen Logistics julkisti alkusyksystä 2021 uuden strategiansa mukaiset keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet vuosille 2021-2023. Konsernitason taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- Liikevaihto 200 MEUR
- Liikevoitto-% vähintään 9 %
- Omavaraisuusaste vähintään 33 %
- Nettovelkaantumisaste alle 100 %
- Nettovelat/käyttökate alle 2,5x
- Kasvava osingonjako, joka 33-50 % tuloksesta

Tavoitteissa on yhtiön mukaan otettu huomioon omistaja-arvon kestävä kasvu. Lisäksi tavoitteissa on huomioitu nykyinen yhtiörakenne, joka sisältää Vuosaaren terminaalikiinteistön omistuksen, mikä puolestaan mahdollistaa yhtiön mukaan normaalia korkeamman velkaantuneisuuden.

Strategiastaan yhtiö kertoi taloudellisten tavoitteiden julkaisemisen yhteydessä, että se jatkaa kansainvälisen palveluverkoston kasvattamista Euroopassa ja Aasiassa. Lisäksi se panostaa asiakashallinnan- ja palvelun digitaalisiin alustoihin. Tavoitteena yhtiöllä on tukea sen asiakkaiden vastuullisuustavoitteita ja vahvistaa niiden kilpailukykyä tarjoamalla rautatieoperoinnin ratkaisuja asiakasyritysten CO2-päästöjen alentamiseksi.

Lisäksi yhtiön mukaan sen strategiakauden aikana paraneva taloudellinen asema mahdollistaa sille

kasvun kiihdyttämisen yrityskauppojen avulla, joita tavoitteellaan etenkin Kiinasta. Yrityssostot on yhtiön mukaan tarkoitus toteuttaa tulorahoituksella. Arviomme mukaan yritysostoilla yhtiö pyrkisi vahvistamaan paikallista operointi- ja myyntiorganisaatiotaan, minkä kautta se saisi laajennettua kontaktiverkostoaan uusiin asiakkuuksiin. Pidämme myös mahdollisena, että yhtiö pyrkii vahvistamaan huolintaosaamistaan yritysostojen kautta.

## Liiketoimintojen tavoitteet

Konsernitason taloudelliset tavoitteet perustuvat puolestaan liiketoimintojen vastaavan ajanjakson tavoitteisiin, jotka ovat seuraavaksi esitettyinä liiketoimintoittain.

**Kiinan ja Aasian rahtijunaliiketoiminnassa** yhtiön tavoitteena on nousta rautatieoperoinnin markkinaykköseksi Kiinan, muun Aasian ja Pohjois-Euroopan välillä. Päämääränä Nurmisella on kasvattaa yhtiöstä pohjoismaisen logistiikkahubin keskeisin toimija hyödyntämällä yhtiön vahvaa markkina-asemaa, rautatienjalikenteen sijainteja ja liikennetiheyttä. Kasvua tukee myös Suomen erinomainen logistinen sijainti Aasian ja Euroopan välillä sekä yhtiön rautatieyhteyksillä varustetut satamaterminaalit Vuosaaressa ja Kotkassa, jotka mahdollistavat rahdin nopean jatkokuljetuksen Eurooppaan.

Taloudellisena tavoitteena yhtiöllä on moninkertaistaa liiketoiminnan liikevaihto strategiakaudella, jonka jälkeen se tavoittelee markkinaa nopeampaa kasvua paranevalla

kannattavuudella. Kasvua yhtiön mukaan tukee mm. sen vahva asiakaspalveluosaaminen, skaalautuva liiketoimintamalli sekä ainutlaatuinen kumppanuusverkosto. Lisäksi kasvua tukee markkina-alueen ja asiakaskunnan nopea kasvattaminen Pohjoismaissa, Saksassa, Hollannissa ja Englannissa sekä toimipisteiden lisääntyminen Kiinassa.

**Huolintaliiketoiminnassa** tavoitteena strategiakaudella on Suomen markkinaa nopeammin kasvava liikevaihto ja liikevoitto. Tähän yhtiö pyrkii hyödyntämällä prosessiautomaatiota ja robotiikkaa.

**Terminaalipalveluissa** yhtiö tavoittelee markkinaa nopeampaa ja vähintään 10 %:n kasvua vuositasona. Tähän pyritään keskittymällä tuottamaan palveluita yhtiön rautatie-, kemikaali- ja raskaan tavarantoimintaterminaaleissa, joissa markkina kasvaa ja yhtiöllä on hyvä kilpailuasema. Merkittävänä kasvun ajurina toimii Aasian junaliikenteen syöttövaikutus terminaaleihin. Kasvua tukee myös projektilogistiikan kasvu IVY-maihin suuntautuvissa rautatiekuljetuksissa. Yhtiö tavoittelee lisäksi kannattavuuden selkeää parantamista asiakas- ja palvelukokemuksen kehittämisellä.

**Ulkoistuspalveluissa** tavoitteena on voimakas kasvu ja liikevaihdon nostaminen 3-5 MEUR:oon vuositasona. Liiketoiminnassa yhtiön tavoitteena on profiloitua Suomen PKT-sektorin ulkomaankauppaa harjoittavien yritysten kansainvälisen logistiikan ulkoistajaksi ja kehittäjäksi.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

**Baltian** osalta tavoitteena on sen sijaan nykyisen markkina-aseman ja kannattavuuden säilyttäminen sekä yhtiön Aasian junayhteyksien hyödyntäminen Nordic Hub -palvelun avulla.

## **Kasvutavoite on kunnianhimoinen, mutta Aasian junayhteyden läpilyönnillä saavutettavissa**

Kasvutavoitteen saavuttaminen edellyttää käytännössä liikevaihdon tuplaamista lähivuosina suhteessa viimeisen 12 kuukauden tasoon (H1'21 TTM liikevaihto: 107 MEUR) tai noin 28 %:n vuotuista kasvua (H1'21-2023). Näkemyksemme mukaan keskipitkän aikavälin tavoitteista nimenomaan yhtiön liikevaihtotavoite on kunnianhimoisin. Arviomme mukaan sen saavuttaminen edellyttää Aasian junayhteyden läpimurtoa ja liiketoiminnan liikevaihdon moninkertaistamista, sillä muissa liiketoiminnoissa kasvunäkymät ovat selvästi rajallisemmat.

Aasian junayhteyden kasvutavoitteiden saavuttamiseksi junayhteyden täytyy arviomme mukaan nousta kilpailukykyiseksi vaihtoehdoksi laaja-alaisesti eri toimialoilla, joissa rahdin arvo on merkittävä ja merirahti on ollut perinteisin kuljetusmuoto. Arviomme mukaan kasvutavoite vaatii myös yhtiön onnistumista sen tavoittelemassa markkina-alueen kasvattamisessa. Lisäksi viime aikoina saatujen asiakkaiden säilyttäminen on tärkeää, kun globaali merirahtiliikenne palautuu normaalimpaan tilaan (sis. hinta ja saatavuus) strategiakauden aikana. Kokonaisuutena pidämme liikevaihtotavoitetta kunnianhimoisena, mutta emme mahdollisena, etenkin mahdollisten pienten/keskisuurten

yrittösten turvin.

Näkemyksemme mukaan Kiinan ja Aasian junayhteyden ripeän kasvun jatkuminen on edellytys tavoitellun kannattavuustason saavuttamiseen. Arviomme mukaan tavoiteltu kannattavuustaso on saavutettavissa strategiakauden aikana junayhteyden kasvaessa jo tavoitetasoa alemmalla liikevaihtotasolla (meidän nykyisissä ennusteissamme vuonna 2022). Toisaalta tämä myös edellyttää, että muiden liiketoimintojen kannattavuustasoissa ei tapahdu oleellisia heikkenemisiä esimerkiksi nykyisten hintatasojen ja/tai volyymien laskiessa tai kulupaineiden noustessa inflaation seurauksena.

## **Kohoava kannattavuus paikkaa tasetta**

Pidämme Nurmisen taserakenteen ja velkaantuneisuuden tavoitteita asianmukaisina liiketoiminnan rakenne huomioiden. Uskomme yhtiöllä olevan edellytykset saavuttaa ne myös melko lyhyellä aikavälillä parantuneen kannattavuuden ja tehtyjen omistusjärjestelyiden myötä (sis. Vuosaaren kiinteistö ja tähän liittynyt osakeanti).

Periaatteessa Nurmisen vähän pääomia sitova ja maltillisia investointeja vaativa liiketoimintamalli mahdollistaa yhtiölle hyvät edellytykset velkojen lyhennykselle ja voitonjaolle. Tavoiteltu osingonjakosuhde vaatii kuitenkin arviomme mukaan taakseen sekä kannattavuuden että taseaseman parantumisen ja toisaalta myös ainakin osittaista lainojen uudelleenjärjestelyä (kts.

Taloudellinen tilanne -kappale). Myöskin yhtiön epäorgaaniset kasvutavoitteet leikkaavat mielestämme aavistuksen yhtiön osingonjakovaraa ja odotammekin mahdollisen voitonjaon yhteydessä osingonjakosuhteen olevan todennäköisemmin lähempänä tavoitehaarukan alarajaa lähivuosina.



# Markkinat ja kilpailukenttä 1/4

## Potentiaalinen markkina on yhtiön nykyiseen kokoon nähden suuri

Nurmiselle olennaisten markkinoiden eli Suomen (sis. vienti Suomesta ja tuonti Suomeen sekä transitioliikenne), Baltian ja muiden lähialueiden logistiikkamarkkinoiden koko on yhtiön mittakaavassa suuri. Markkinan kokoa heiluttaa kuitenkin merkittävästi yleinen talouden kehitys, joka heijastuu maailman kaupan myötä viennin ja tuonnin volyymeihin. Yhtiön potentiaalinen markkina on kasvanut merkittävästi viimeisten vuosien aikana, kun yhtiön Kiinan ja Aasian junayhteys on lähtenyt liikkeelle kiihtyvällä vauhdilla. Tällä hetkellä yhtiö tavoittelee kasvua Suomen ohella etenkin Ruotsista ja Norjasta.

Tullin mukaan vuonna 2020 Suomen tavaraviennin ja -tuonnin yhteisarvo oli noin 117 miljardia euroa, joka laski selvästi edellisvuoden 131 miljardin euron tasosta koronapandemian sekoittaessa markkinoita. Oletammekin vuoden 2019 lukujen kuvastavan paremmin markkinan kokoa toimintaympäristön normalisoituessa. Logistiikan osuus tästä kokonaismarkkinasta on kuitenkin rajallinen ja riippuvainen laskutavasta, mutta antaa kuvaa markkinan suuruudesta, vaikkakaan koko logistiikan markkina ei ole Nurmisen kannalta relevantti.

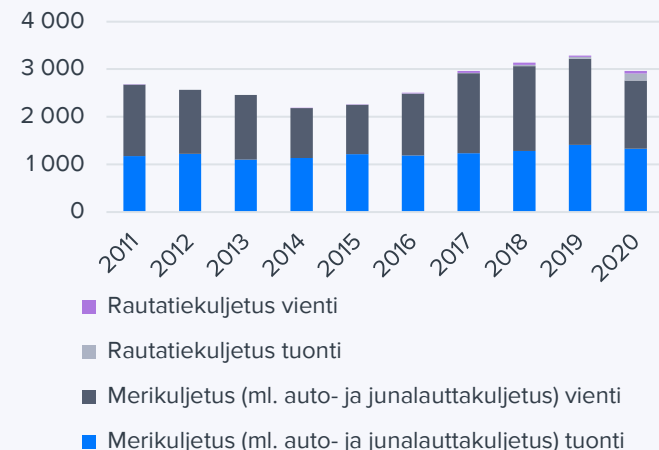
Nurminen on itse arvioinut, että sen rahtijunayhteyden relevantin Euroopan markkina-alueen (Pohjoismaat, Pohjois-Saksa sekä osa Pohjois-Euroopasta) välinen kaupankäynti Kiinan kanssa vuositasolla noin 70 mrd. euroa. Tästä arvosta puolestaan merkittävä osa kuljetetaan konteilla (arviolta 40-50 mrd. euroa). Yhtiön mukaan rautateitse kuljetettavan rahdin osuus

tästä arvosta on useita miljardeja. Lisäksi yhtiö arvioi rautateiden osuuden ja arvon kasvavan useita kymmeniä prosentteja vuodessa ilmasto- ja nopeusvaateiden mukaisten megatrendien tukemana. Arviomme mukaan myös logistiikan osuus tästä Kiinan ja Euroopan välisestä konttiliikenteestä lasketaan miljardeissa euroissa. Tämä markkinan koko ja sen kasvunäkymät kuvastavatkin hyvin liiketoiminnan valtavaa potentiaalia, mitä markkinan koko ei rajoita pitkään aikaan. Luvut eivät myöskään sisällä muiden Aasian maiden kanssa käytävää kauppaa, mutta arviomme mukaan näiden merkitys on ainakin toistaiseksi rajallisempi ennen uusia reittiavauksia, joten keskitymme toistaiseksi seuraamaan etenkin Kiinan kehitystä. Yhtiön kasvu junarahdin osalta ei ole myöskään nykyisin sidottua suoraan tuonnin ja viennin kasvuun, vaan etenkin markkinaosuuden voittamiseen perinteisemmältä merirahdilta.

## Suomen ja Kiinan välinen konttirahdin arvo on ollut lievässä kasvussa viime vuosina

Tullin tilastojen mukaan Kiinan ja Suomen välisen konttirahdin (sis. meri- ja rautatierahdi) kuljetusten arvo on vuosina 2011-2020 ollut 2,2-3,3 mrd. euron välissä. Konttirahdin arvo on viime vuosina ollut nousujohteinen ennen koronapandemian sotkemaata vuotta 2020. Konttirahtiliikennettä on dominoinut perinteinen merirahdi viimeisen vuosikymmenen aikana. Vasta aivan viime vuosina rautatiekuljetukset ovat nostaneet hieman päätään kuljetusmuotona, jonka oletamme olevan johdannainen Nurmisen Kiinan junayhteyden avaamiseen. Vuonna 2020 junarahdin arvo suhteessa merirahdiin Kiinan ja Suomen välillä nousi selvästi aikaisemmista vuosista ja oli noin 7 % (2018-2019: ~2 %).

## Kiinan ja Suomen välisen konttirahdin kuljetusten arvon kehitys (MEUR)



## Kiinan ja Suomen välisen juna- ja merikonttirahdin kuljetusten arvon kehitys sis. tuonnin ja viennin (MEUR)



# Markkinat ja kilpailukenttä 2/4

## Junarahdin vahva kehitys jatkuu tänä vuonna

Tullin tilastojen mukaan rautatiekuljetusten hyvä vire jatkui alkuvuoden aikana ja jatkoi kasvuaan suhteessa merirahtiin (Q1-Q2'21: 8-13 %), mikä uskoaksemme näkyi myös Nurmisen vahvana kasvuna H1:llä. Kehitys on ollut vahvaa myös kuukausitasolla katsottuna alkuvuoden hiljaisempien kuukausien jälkeen ja kuljetusten arvot ovat loppukevään ja kesän aikana olleet uusilla ennätystasoilla, mikä arviomme lupaa Nurmisen kannalta hyvää loppuvuodelle.

## Merirahdin hinnat nousseet merkittävästi vuodessa

Viimeisen vuoden aikana merirahdin hinta on pompannut globaalisti merkittävästi etenkin satamien ruuhkautumisen ja tästä liitännäisen konttipulan takia. Konttien hinnat ovat kohooneet etenkin Kiinasta ulospäin suuntautuvan rahdin osalta ja Freightosin tilastojen mukaan Nurmisen kannalta relevantin Kiinasta ja Itä-Aasiasta Pohjois-Eurooppaan suuntautuvien merikonttien hinnat ovat moninkertaistuneet (6-7x) vuoden takaiseen verrattuna. Sen sijaan toiseen suuntaan matkaavien konttien hinnat ovat pysyneet Freightosin mukaan melko vakaina. Tähän osaltaan vaikuttaa, että tätä kautta kontit saadaan palautettua tehokkaammin pullonkaula-alueelle.

Uskomme tämän osaltaan tukeneen myös Nurmisen kasvua, sillä tämän myötä yhtiön normaalioloissa selvästi merirahtia kalliimpi junayhteys on näyttäytynyt erittäin kilpailukykyisenä vaihtoehtona myös sen selvästi nopeamman toimitusajan myötä. Käsityksemme mukaan myös yhtiön hintatasot eivät ole nousseet läheskään merirahtia vastaavalla tavalla,

vaikka yhtiö onkin voinut hyödyntää kohoavaa merirahdin hintaa omassa hinnoittelussaan. Tällä hetkellä merirahdin ongelmien odotetaan jatkuvan myös pitkälle ensi vuoteen, mikä arviomme mukaan pitää konttien hintapainetta yllä ja toisaalta tukee Nurmisen kehitystä.

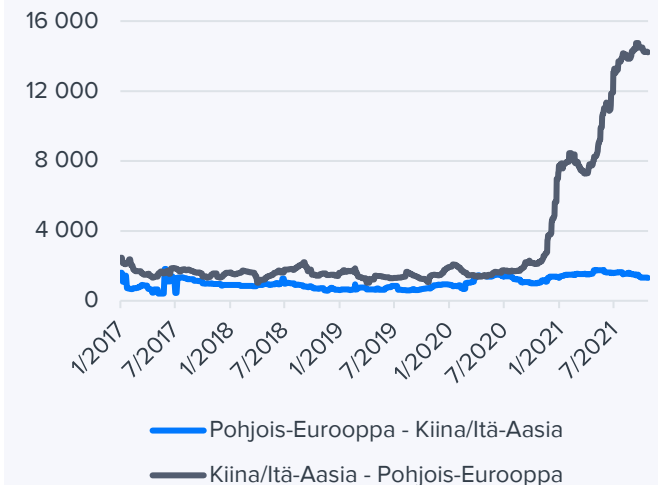
## Junarahdin merkittävin kilpailija on merirahti

Tällä hetkellä Nurmisen Kiinan ja Aasian junayhteyden merkittävin kilpailija on etenkin perinteinen merirahti, joka vastaa edelleen valtaosasta konttirahdin arvosta. Pienemmissä määrin junarahti kilpailee myös lentorahdin kanssa, mutta lentorahdattava tavara yleensä vaatii luonteensa tai toimitusajan puolesta erikoiskäsittelyä. Puolestaan junarahdin näkökulmasta suorien kilpailijoiden määrä on hyvin vähäinen, koska yhtiö käytännössä luo uutta markkinaa etenkin Suomeen ja Pohjois-Eurooppaan suuntautuvalla liikenteellä. Yhtiö onkin ainoa säännöllistä konttijunaliikennettä harjoittava taho Suomen ja Aasian välillä. Puolestaan Keski-Euroopan ja Aasian välisessä konttijunaliikenteessä on käsityksemme mukaan muutama toimija, kuten suuri globaali logistiikkatoimija Maersk, joilla on Kiinan ja Euroopan välistä liikennettä. Yhtiön junaliiketoiminnan nykykoon haarukointi on kuitenkin hankalaa ja arviomme mukaan se on murto-osa yhtiön merirahdin osuudesta. Uusien toimijoiden murtautuminen markkinoille on myös hankalaa pienellä kapasiteetilla, sillä kannattavuus vaatii taakseen volyyymiä. Lisäksi, kuten Nurmisen oman reitin ylösajon kohdalla havaittiin, vievät kumppanuusverkostojen ja etenkin asiakassuhteiden rakentaminen aikaa.

Kiinan ja Suomen välisen junakonttirahdin kuljetusten arvonkehitys (MEUR, kuukausi)



Merikonttien hintakehitys (FEU, USD)





# Markkinat ja kilpailukenttä 3/4

Merirahdin hinnat ovat nousseet viimeisen vuoden aikana merkittävästi, mutta tätä aikaisemmin hinnat ovat pysyneet suhteellisen stabiilina viime vuosien aikana. Pidämme varsin todennäköisenä, että merirahdin hinnat tulevat laskemaan selvästi keskipitkällä aikavälillä, mutta tämän aikataulua ja laskun tasoa on vaikea arvioida. Tämän seurauksena uskomme, että juna- ja merirahdin hintasuhde palautuu ja näin ollen rahtimuodot alkavat kilpailemaan myös enemmän hintaperusteisesti.

Normaalioloissa hintaerosta johtuen bulkkituotteiden (mm. sellun) kuljettaminen junarahdilla ei olekaan taloudellisesti järkevää. Tästä johtuen junarahdin kohderyhmänä onkin arvokkaamman sisällön kuljetukset (esim. teollisuuden koneet), joissa se pyrkii voittamaan markkinaosuutta merirahdilta etenkin toimitusnopeuden ja -varmuuden parantamisen kautta. Toisaalta tässä yhteydessä on huomioitava, että junarahdilla ei myöskään voida nykykapasiteetilla kuljettaa tavaraa kuin rajallisesti merirahtiin verrattuna, sillä yhteen junaan menee keskimäärin noin 50 konttia (FEU) ja rahtilaivaan keskimäärin 10 000 konttia.

Nurminen voi myös osaltaan voittaa markkinaosuutta lentorahdilla tietyissä segmenteissä, kuten tiettyjen elintarvikkeiden kuljetuksen osalta, missä se pystyy hyödyntämään yhtiön lämpösäädetyjä kontteja. Yhtiö onkin tehnyt sopimuksen Narvikin sataman kanssa kalanjalostuksen tuotteiden kuljettamisesta, mutta koronapandemian aiheuttamat rajoitukset ovat

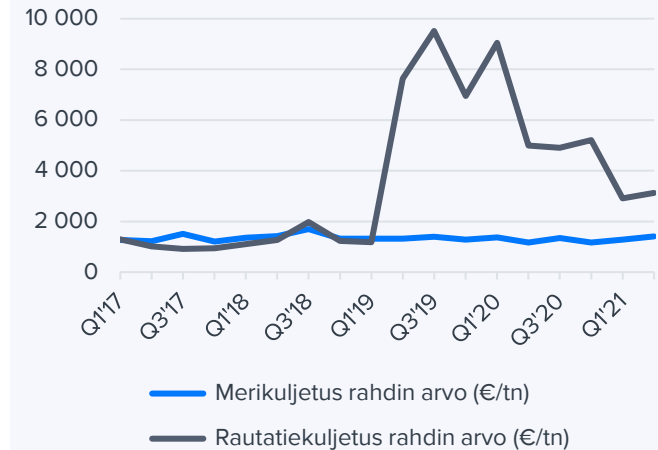
toistaiseksi laittaneet tämän suunnitelman jäihin.

Yhtiön kilpailuetuna voidaan pitää Kiinan ja Aasian sekä Pohjois-Euroopan välisessä rautatieoperoinnissa Suomen rataverkon kuulumista samaan 1520 raideleveyteen Venäjän ja Kazakstanista kanssa (raideleveys vaihtuu Kiinan rajalla). Tämä tekee reitistä nopeamman ja edullisemman, kuin Keski-Euroopasta tullessa (raideleveys vaihtuu kaksi kertaa). Lisäksi yhtiötä tukee junaliikenteen muihin kuljetusmuotoihin verrattuna alhaisemmat CO<sub>2</sub>-päästöt sekä kiristytvä regulaatio. Nurminen pystyy tarjoamaan myös kuljetuksia kappaletavarasta kokojuniin sekä reaaliaikaista seurantaa kuljetuksilleen.

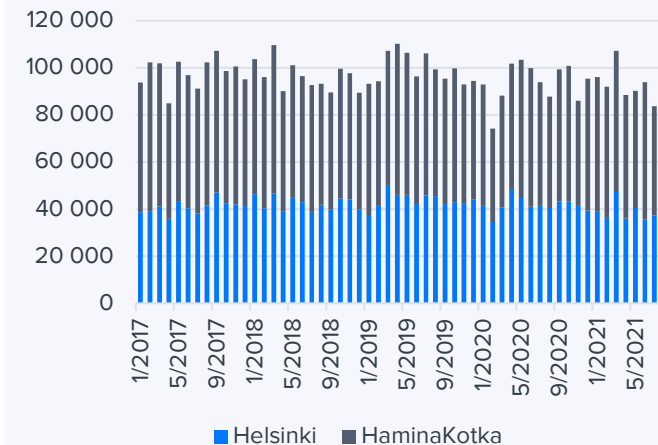
## Muissa liiketoiminnoissa kasvu on riippuvaista ulkomaankaupasta ja kilpailutilanne vaihtelee

Yhtiön muut Suomen liiketoiminnot ovat puolestaan pitkälti riippuvaisia Suomen ulkomaankaupan määristä. Nurmiseen vaikuttaa etenkin Vuosaaren ja Kotkan satamien volyymit sen terminaalien sijaintien johdosta. Tilastokeskuksen lukujen perusteella volyymit ovat pysyneet suhteellisen stabiileina viime vuosina, vaikka tilastoista ei pystykään päättämään yhtiökohtaisia volyymejä. Vakaan volyymitason jatkuminen mahdollistaisi arviomme mukaan myös yhtiölle Terminaalipalvelujen kannattavuuden säilyttämisen voitollisella tasolla.

## Kiinan ja Suomen välisen meri- ja junakonttien kuljetusten arvonkehitys



## Helsingin ja HaminaKotka satamien konttiliikenne sis. tuonnin ja viennin (TEU)



# Markkinat ja kilpailukenttä 4/4

Yhtiön relevantti kilpailukenttä vaihtelee sen muissa liiketoiminta-alueissa. Osalla liiketoiminta-alueista yhtiöllä on kilpailijoita, jotka toimivat sen kanssa osassa palveluista, mutta eivät koko kilpailukentässä. Sen kilpailijat saattavat myös hyödyntää Nurmisen logistiikkaosaamista tietyissä osissa kuljetusta, mikä konkretisoituu etenkin volyymeinä Nurmisen terminaaleissa. Puolestaan Baltian liiketoiminnoissa yhtiöllä on käsityksemme mukaan vahva markkina-asema.

## Huolintamarkkina on hyvin hajautunut

Suomen huolinta- ja logistiikkaliiton (SHLL) tuoreen (10/2021) raportin mukaan huolintayrityksiä Suomessa on noin 300 kappaletta, vaikkakin tarkkaa lukumäärää on vaikea mitata toimialaluokitusten osittaisten päällekkäisyyksien sekä epäaktiivisten yhtiöiden takia. SHLL:n mukaan vuonna 2019 (uusin raportti ei sisältänyt vuoden 2020 lukua näiltä osin) huolitsijat käsittelivät tavaraviennin ja -tuonnin 131 mrd. euron kokonaisarvosta 68-103 miljardin osuutta.

Puolestaan SHLL:n mukaan sen jäsenyritysten yhteenlaskettu huolintatoimintojen liikevaihto oli vuonna 2020 arvioilta 1,8 mrd. euroa (2019: 1,8 mrd. euroa), mikä vastaa noin 84 % huolinta-alan kokonaisliikevaihdosta (2019: 83 %). Tämä puolestaan tarkoittaisi, että Suomen kokonaismarkkina olisi viime vuosina ollut noin 2,1-2,2 mrd. euroa.

Markkinan hajautuminen monelle toimijalle (ts. markkinan koko/toimijat suhde) kuvastaa hyvin

matalia alalle tulon esteitä, mikä on johtanut kireään kilpailuun. SHLL:n mukaan vuonna huolintayhtiöiden keskimääräinen käyttökate oli noin 3,2 % (SHLL:n mukaan pitkän aikavälin keskiarvoa korkeammalla tasolla). Tähän on johtanut se, että huolinta ei ole vastaavalla lailla sijaintiin sidottua, kuten esimerkiksi terminaali palveluissa. Huolintaa voidaankin harjoittaa erillään tavaravirroista, minkä takia kilpailu on kireämpää ja jakautuu toistaiseksi suurelle määrälle toimijoita. Käsityksemme mukaan työ on vielä pitkälti manuaalista ja prosesseja pyritäänkin tällä hetkellä automatisoimaan, mikä voi myös osaltaan kiihdyttää alan konsolidaatiota (vrt. tilitoimistot).

## Terminaalipalvelut ovat sidottuja sijaintiin

Terminaalipalveluissa puolestaan alhaista alalle tulon kynnystä kasvattaa pääomavaatimukset ja sijaintikeskeisyys, sillä keskeisissä tavaraliikenteen solmukohtissa (esim. Vuosaari) liiketoimintamahdollisuuksia rajaa etäisyydet tavaraliikenteen jatkoyhteyksiin.

Kokonaisuutena tyypillisen palvelualan tapaan myös terminaali liiketoiminta on erittäin kilpailtu ja merkittäviä kilpailuetuja on vaikea synnyttää. Tässä mielessä Nurmisen Aasian junayhteys voidaankin nähdä selvänä kilpailuetuna jatkukuljetusten tai tavarantoiminnan osalta. Terminaali liiketoiminnan kannattavuus on kuitenkin pitkälti riippuvainen volyymeisterä ja marginaalit liiketoiminnassa ovat suhteellisen matalat vaadittavan pääoman ja hintakilpailun takia.

# Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/2

## Kustannusrakenne tavanomainen palveluyhtiölle

Nurmisen kustannusrakenne on yksinkertainen palveluyhtiön liiketoimintamallia heijastellen ja sisältää kolme olennaista erää, jotka ovat materiaalit ja palvelut, henkilöstökulut sekä muut kulut. Näistä ainoastaan ensimmäisen voidaan katsoa olevan muuttuva erä, kun taas muut kulut ja myös henkilöstökulut ovat (lyhyellä aikavälillä) kiinteitä kuluja. Vuosina 2018-2020 yhtiön myyntikate-% on ollut 24-28 %. Arviomme mukaan myyntikatteen heilunta on johtunut myynnin jakauman vaihtelusta, mihin on vaikuttanut mm. terminaalipalvelujen eri tavaralajien vaihtelevat katerakenteet sekä Kiinan ja Aasian rahtijunaliikenteen kasvu.

Vastaavasti henkilöstökulut ovat olleet viime vuosina 10-13 % liikevaihdosta. Muut kulut koostuvat tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista, kuten myynnin ja markkinoinnin kuluista, pienemmistä vuokratuluisista ja ICT-kehityskuluista. Vuosina 2019-2020 (IFRS 16 -standardin aikana, kun kiinteistöjen vuokratulut eivät ole rasittaneet erää) muut kulut ovat olleet 8-10 % liikevaihdosta.

Toisaalta tätä historiallista vertailua tulevaan vaikeuttaa osittain Aasian junayhteyden kasvu, joka arviomme mukaan tulee laskemaan yhtiön myyntikate-%, mutta toisaalta skaalaamaan kiinteiden kulujen osuutta. Tämä johtuu siitä, että käsityksemme mukaan lähes kaikki Aasian junayhteyden kulut (kalustovuokrat, alihankinta, ratatariffit) ovat mukana myyntikatteessa.

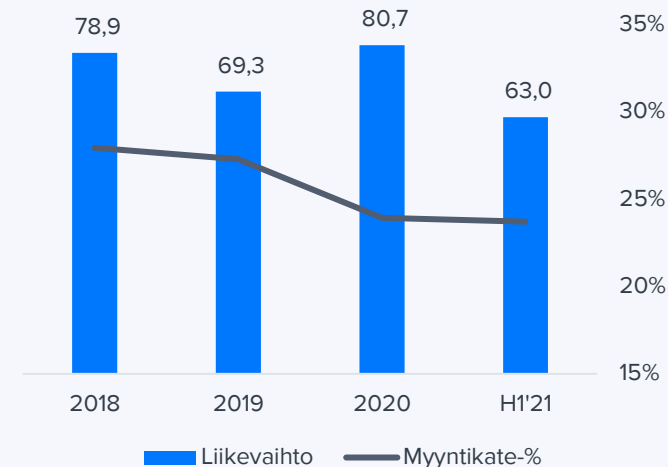
Ymmärtääksemme vuokrattavan kaluston ja ratatariffien hinnat ovat markkinaehtoisia ja joustavia, kun hinnat nousevat/laskevat varsin nopeasti (tariffien osalta hieman hitaammin, kuin vaunujen). Liiketoiminnan kasvu ei käsityksemme mukaan nykyisellään vaadi yhtiöltä merkittävästi lisää omaa henkilöstöä, mikä tarjoaakin tulosvipua yhtiölle. Yhtiön pitkän aikavälin kasvutavoitteiden saavuttaminen vaatii kuitenkin arviomme mukaan palkkauksia myynti- ja tukitoimintoihin.

Yhtiön viime vuonna tekemät tehostustoimet Terminaalipalveluihin ovat käsityksemme mukaan parantaneet yhtiön tehokkuutta ja käyttöasteita. Siten emme odota merkittäviä muutoksia Terminaalipalveluiden kustannusrakenteeseen lyhyellä aikavälillä. Lisäksi uskomme robotiikan ja digitalisaatioasteen mahdollistavan kustannusten skaalautuvuuden Huolinnassa, mikäli yhtiö saa volyymikasvua. Kokonaisuutena on kuitenkin hyvä huomata, että merkittävin muuttuja yhtiön kulurakenteelle lähivuosina on Aasian ja Kiinan junayhteyden kasvu ja sen kulmakerroin.

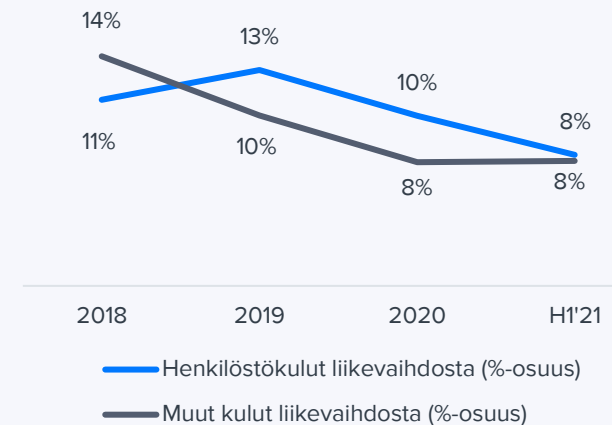
## Suuriosa varoista liittyy Vuosaaren kiinteistöön

Nurmisen taseen loppusumma H1'21:n lopussa oli 71,1 MEUR (2020: 66,2 MEUR). Vastaavaa-puolen pitkäaikaisista varoista 47,9 MEUR muodostui aineellisesta omaisuudesta (sis. käyttöoikeusomaisuus), joka muodostuu suurelta osin Vuosaaren kiinteistöistä sekä siihen liittyvästä vuokratusta maa-alueesta (käyttöoikeusomaisuus). Lyhytaikaisissa varoissa pääerät olivat noin 16,0 MEUR:n saamiset sekä 4,5 MEUR:n likvidit varat.

## Liikevaihto ja myyntikate-%



## Henkilöstökulut ja muut kulut



# Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

## Taseessa on vielä paljon velkaa

Nurmisen emoyhtiön omistajille kuuluva oma pääoma oli H1'21:n lopussa noin 5,6 MEUR, mikä sisälsi 1,3 MEUR:n hybridilainan Ilmariselta, jonka se konvertoi osakkeiksi heinäkuussa 2021. Sen sijaan vähemmistöosuuksia taseessa oli yhteensä noin 9,8 MEUR, jotka liittyvät Baltian liiketoimintoihin sekä Vuosaaren kiinteistöyhtiöön.

H1:n lopussa Nurmisella oli korollista vierasta pääomaa (sis. vuokrasopimusvelat) 40,1 MEUR, josta pitkäaikaisia velkoja oli 37,8 MEUR. Korollista nettovelkaa yhtiöllä oli tämän myötä H1:n lopussa 35,6 MEUR. Vastaavasti korottomia velkoja yhtiön taseessa oli H1'21:n lopussa 15,7 MEUR, joista lyhytaikaisten velkojen osuus oli 15,5 MER. Yhtiön korollisten velkojen rakenteesta sijoittajan on hyvä huomioida, että pitkäaikaisista lainoista 15,3 MEUR sisältyy Nurmisen 51 %:sti omistamaan Vuosaaren kiinteistöosakeyhtiöön. Puolestaan loput pitkäaikaista lainoista muodostuu 13 MEUR:n lainoista Ilmariselle, jotka erääntyvät kesäkuussa 2023. Vuokrasopimusvelkoja (IFRS 16) yhtiöllä on 9,5 MEUR, joista valtaosa (7,2 MEUR) muodostuu Vuosaaren kiinteistöosakeyhtiön maavuokravastuista, joka on erittäin pitkäaikainen vuokravastuu (useamman kymmentä vuotta) eikä näin ollen tavallinen operatiivinen vuokravastuu.

## Velkojen rakenne on kuitenkin yhtiön kannalta suotuisa

Vuosaaren terminaalikiinteistön yhtiöittäminen myötä Nurmisen 51 %:sti omistama kiinteistöosakeyhtiö vastaa sen veloista. Yhtiön mukaan sen vuokratuotot kattavat velkojen

lyhennykset ja rahoituskustannukset. Siten kiinteistöosakeyhtiöön kohdistuvat velkojen lyhennykset rullaavat velkojen juoksuaikana omalla painollaan. Lisäksi kiinteistöyhtiön vastuita turvaa yhtiön mukaan markkina-arvoltaan huomattavasti arvokkaampi kiinteistökokonaisuus, jota tukee myös meidän arviomme. Tämän myötä yhtiön taseen velkaantuneisuus onkin ensisilmäystä rajallisempi. Nurmisen olisi myös periaatteessa mahdollista vähentää taseen velkaisuutta nopeasti myymällä osuutensa kiinteistöstä, mutta emme usko tämän tapahtuvan kannattavuuskäänteen jatkuessa.

Vastaavasti Ilmarisen 13 MEUR:n velkoja lyhentääkseen Nurmisen tulisi vahvistaa vapaata rahavirtaa selvästi. Yhteensä 13 MEUR:n lainoista 8 MEUR muodostuu seniorilainasta, jonka osalta yhtiö on sopinut ennaikaisesta takaisinmaksusta vapaan kassavirran perusteella. Sopimuksen mukaan yhtiö maksaa 30 % vapaasta kassavirrasta lyhennyksinä. Vastaavasti pienemmän 5 MEUR:n juniorilainan osalta on sovittu voitto-osuusehdosta, jonka mukaan yhtiö maksaa voitto-osuuden (20 %) Ilmariselle kunkin tilikauden tuloksesta. Lainan ollessa täysimääräinen osuus on 20 % ja pienenee lineaarisesti lainapääoman pienentyessä.

Arviomme mukaan Ilmarisen lainoja yhtiö ei vapaan rahavirtansa turvin pysty täysimääräisesti lyhentämään eräpäivään mennessä, kun huomioidaan Kiinan ja Aasian yhteyden ennustettu kasvu ja siihen sitoutuva käyttöpääoma, sekä muut kassavirtaa ulospäin vievät erät (mm. vähemmistöt, yritysostot ja

voitonjako). Ilmarisen suuri omistusosuus huomioiden odotamme kuitenkin lainojen uudelleenjärjestelyn onnistuvan, emmekä pidä maksukykyyn liittyviä riskejä merkittävänä. Yhtiön taloustilanteen parantuessa yhtiöllä on arviomme mukaan myös mahdollisuus kilpailuttaa lainojaan.

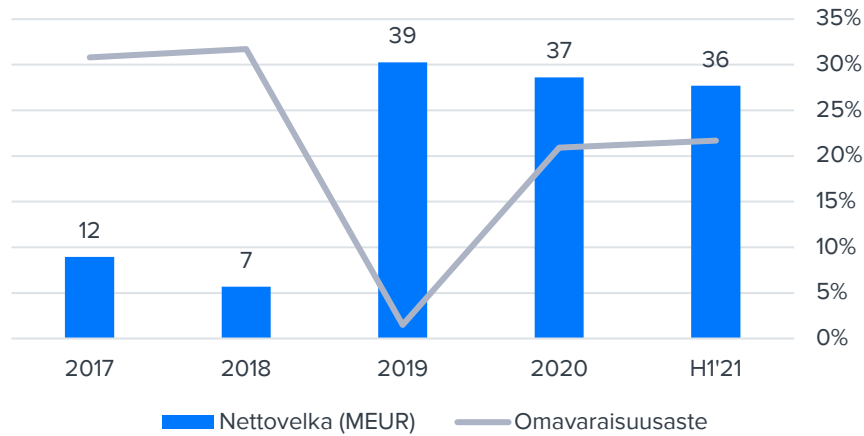
## Laskennallisen verosaamisen tulouttaminen parantaa taseen tunnuslukuja

Nurmisen omavaraisuusaste oli H1'21:n lopussa matalahkolla 22 %:n tasolla, jonka lisäksi nettovelkaantumisaste vuokravastuuvelat huomioiden oli korkealla 231 %:ssa (ilman IFRS 16 - vastuita 165 %).

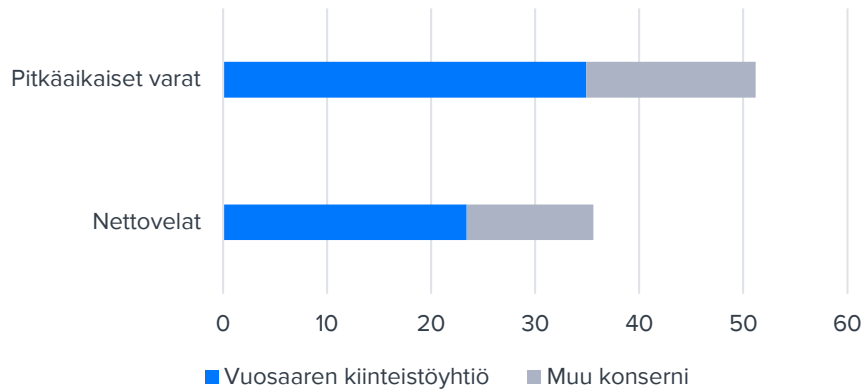
Yhtiö tiedotti marraskuussa 2021 tulouttavansa tänä vuonna laskennallisen verosaamisen liittyen aikaisempien vuosien vahvistettuihin tappioihin, millä on 7,4 MEUR:n positiivinen vaikutus tilikauden tulokseen. Kyseisellä kirjauksella ei ole kuitenkaan kassavirtavaikutusta, eikä näin vaikutusta myöskään yhtiön nettovelkaan. Kirjauksella ei ole myöskään yhtiön kassavaikutteisiin veroihin Suomen liiketoimintojen (pl. Vuosaaren kiinteistöyhtiö) osalta, jotka käsityksemme mukaan tulevat olemaan nolliassa, kunnes vahvistetut taseeseen kirjatut ja kirjaamattomat tappiot (2,5 MEUR) ovat hyödynnetty. Tämä kuitenkin nostaa yhtiön omaa pääomaa ja samalla parantaa yhtiön taseasemaa merkittävästi jo vuoden loppuun mennessä (2021e omavaraisuusaste: 30 %, nettovelkaantumisaste: 140 %). Taloudellisiin tavoitteisiinsa odotamme yhtiön yltävän vuonna 2022. Lisäksi tunnuslukuja tulkittaessa on muistettava, että lähes 60 % korollisista veloista liittyy Vuosaaren kiinteistöön.

# Taloudellinen tilanne

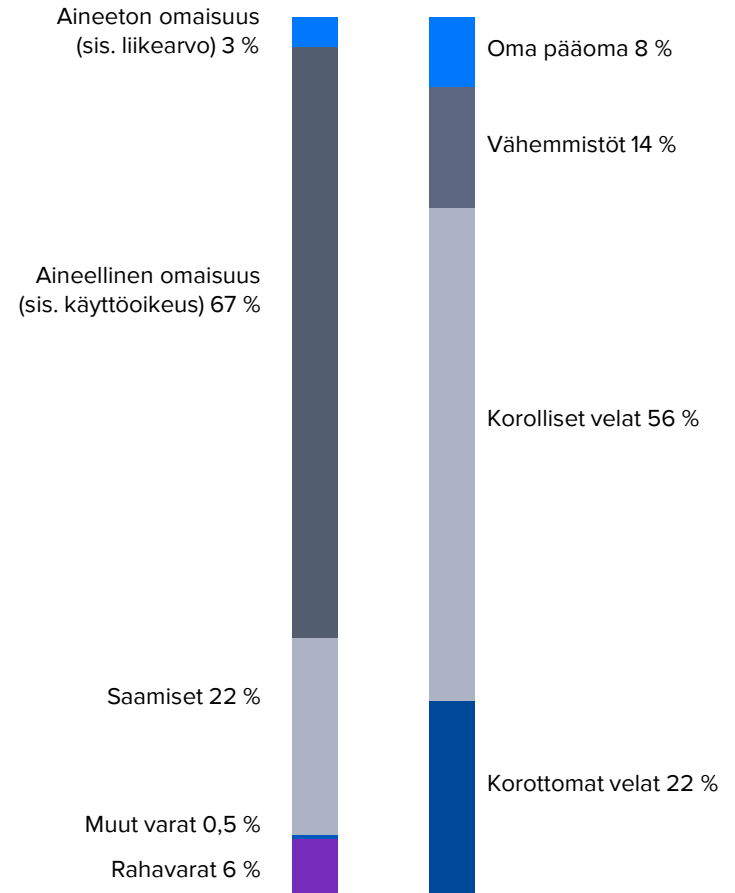
Taseaseman kehitys



Havainnollistus pitkäaikaisten varojen ja nettovelkojen jakaantumisesta (MEUR)\*



Yksinkertaistettu taserakenne H1'21 lopussa (71 MEUR)



\*Nettovelat on esitetty H1'21:n lopun mukaan. Sen sijaan pitkäaikaiset varat on esitetty vuoden 2020 tilinpäätöksen mukaan, sillä yhtiö ei ollut erottellut näitä H1-katsauksessa. Emme usko näissä tapahtuneen kuitenkaan oleellista muutosta.

# Ennusteet 1/3

## Makrotalouden ennusteet

Tällä hetkellä voimakkain globaalien talouden elpyminen koronapandemian jäljiltä on alkanut hidastumaan, mutta useampien ennusteiden mukaan kehitys jatkuu logistiikan näkökulmasta suotuisana myös ensi vuonna. Etlan ennusteiden mukaan Suomen tavaraviennin odotetaan kasvavan ensi vuonna 4,9 % ja vuonna 2023 edelleen 2,2 %. Lisäksi IMF ennustaa maailman tavarakaupan kasvavan tänä vuonna 11 % ja jatkavan vahvaa kasvua myös ensi vuonna (enn. +7 %). Nurmisen junayhteyden kasvun osalta kyseiset ennusteet ovat lupaavia ja odotammekin junayhteyden kasvavan ensi vuonna selvästi tätä nopeammin. Suomen talouskasvun osalta VM odottaa puolestaan BKT:n kasvavan ensi vuonna 2,9 % ja rauhoittuvan 1,4 %:iin vuonna 2023.

Makrotalousennusteiden osalta on kuitenkin huomioitava, että Nurmisen Aasian junayhteyden kasvu ei ole suoraan liitännäinen niihin, sillä sen kasvu on enemmän sidoksissa junayhteyden kilpailukykyyn ja markkinaosuuden voittamiseen suhteessa merirahtiin, koska sen markkinaosuus on vielä niin matala. Kuitenkin positiivisessa talousympäristössä kauppamäärät nousevat, joka tukee kokonaisrahtimääriä, jolloin myös Nurmisen volyymien kasvattaminen on arviomme mukaan helpompaa. Toisaalta yhtiön muut liiketoiminnot – joiden osuus on vielä merkittävä yhtiön liikevaihdosta – ovat arviomme mukaan enemmän kiinni yleisessä talouskehityksessä ja näin ollen Suomen ja globaalien talouskasvun merkitys yhtiölle on suuri. Aasian junayhteyden tuoma syöttöliikenne voi kuitenkin kasvaessaan tukea myös muita yhtiön liiketoimintoja ja vähentää osittain niiden suhdanneherkkyyttä.

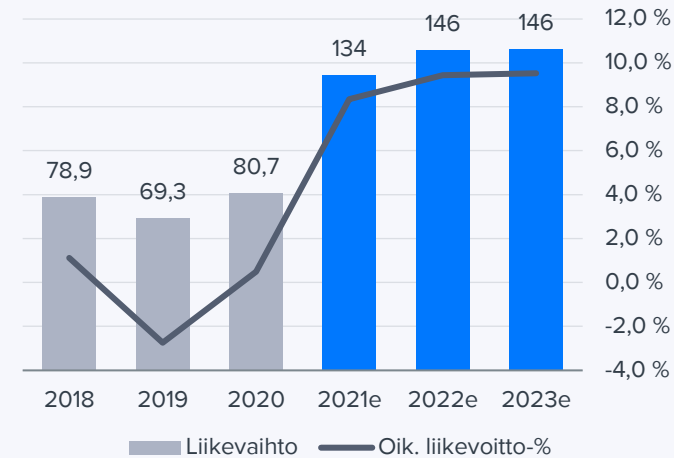
## Voimakkaan kasvun vuosi 2021

Ohjeistuksessaan Nurminen odottaa, että sen liikevaihto (2020: 80,7 MEUR) ja liikevoitto kasvavat merkittävästi vuonna 2021 (2020 rap. EBIT: -0,2 MEUR). Vuoden 2021 H1:n jälkeen yhtiöllä on kasassa 63,0 MEUR liikevaihtoa (H1'20: 36,5 MEUR) ja raportoitua liikevoittoa 3,7 MEUR (H1'20: -0,5 MEUR).

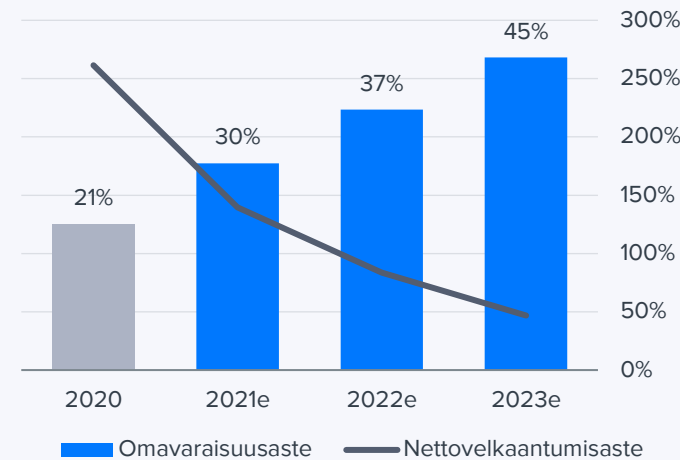
Koko vuoden osalta odotamme yhtiön jatkavan voimakasta kasvua ja yltävän koko vuoden osalta 134 MEUR:n liikevaihtoon. Kasvua vetää H2:lla arviomme mukaan alkuvuoden tapaan etenkin Aasian junayhteyden kasvu ja etenkin ennustamamme volyyymimäärien voimakkaana jatkuva kasvu. Lisäksi liiketoiminto saa tulitukea korkealla säilyneistä merirahdin hinnoista, joita uskomme yhtiön saaneen yhä paremmin siirrettyä myös omaan hinnoitteluunsa (ei kuitenkaan läheskään samassa suhteessa kuin merirahdissa on käynyt). Lisäksi odotamme Baltian liiketoimintojen kasvavan H2:lla vertailukaudesta, vaikkakin Valko-Venäjälle asetuvat pakotteet vaikuttavatkin käsityksemme mukaan H2:lla Liettuan liiketoimintojen kehitykseen. Odotamme myös Huolinta- ja Terminaaliliiketoimintojen orgaanisen kasvun olevan hyvällä tasolla H2:lla. Emme oleta Ulkoistuspalvelujen tuovan oleellista liikevaihtoa vielä tämän vuoden puolella.

Voimakkaan liikevaihdon kasvun seurauksena uskomme yhtiön kannattavuuden nousevan huomattavasti ja ennustamme yhtiön raportoidun liikevoiton olevan 9,4 MEUR vuonna 2021. Näin ollen ennusteemme ovat myös linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa. Ennustamamme liikevoittotaso vastaa koko vuoden osalta

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Taseen avainlukujen kehitys



## Ennusteet 2/3

7,0 %:n liikevoittomarginaalia. Raportoituun liikevoittoon vaikuttavat kuluvaan vuonna johdon kannustinpalkkioihin liittyvät kulut. Näkemyksemme mukaan kannustinpalkkiot ovat yleisesti osa operatiivista liiketoimintaa (ts. ei oikaistavia eriä), mutta yhtiön kehitysvaihe eli merkittävä tuloskäännös ja poikkeuksellinen vuosi 2021 huomioiden, emme odota palkkioiden olevan jatkossa samassa kokoluokassa ja olemmekin tämän vuoden osalta oikaisseet kulut. H1:n osalta yhtiö kirjasi kannustinpalkkioihin liittyviä kuluja peräti 0,9 MEUR ja odotamme kulujen olevan koko vuoden osalta 1,8 MEUR. Tämän myötä yhtiön oikaistu liikevoitto nousee koko vuoden osalta 11,2 MEUR:oon, mikä vastaa 8,4 %:n oikaistua liikevoitto-% ja yltää jo lähelle yhtiön taloudellisia tavoitteita.

Tuloslaskelman alemmilla riveillä odotamme nettorahoituskulujen olevan koko vuoden osalta 1,8 MEUR:ssa ja tuloksen ennen veroja olevan näin 8,9 MEUR. Alemmilla riveillä raportoitua tulosta nostaa yhtiön marraskuussa tiedottama 7,4 MEUR:n kertaluontoinen ei-kassavirtavaikutteinen laskennallisen verosaamisen tulouttaminen. Alariveillä tulosta rasittaa puolestaan Baltian liiketoimintojen vahva vire ja ennustammekin vähemmistöosuusosuuksien olevan 2,0 MEUR tuloksesta. Tätä kokonaiskuvaava peilaten raportoitu osakekohtainen tulos asettuu ennusteissamme 0,15 euroon osakkeelta. Johdon kannustinpalkkioista ja verosaamisen tuloutuksesta oikaistua osakekohtaista tulosta odotamme yhtiön tekevän sen sijaan 0,09 euroa.

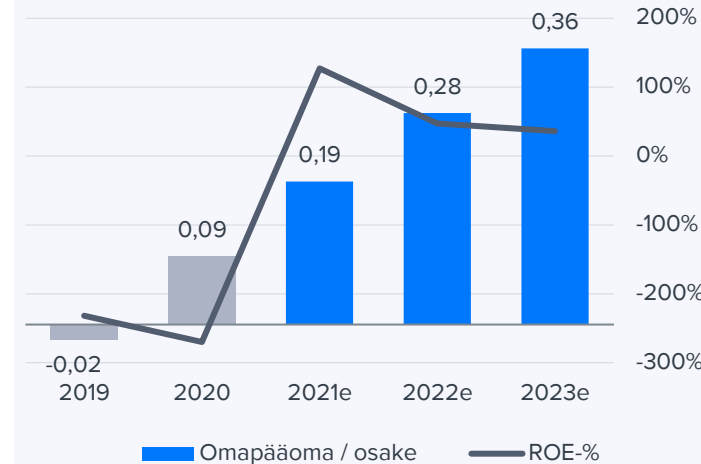
Kuluvan vuoden myönteisen kehityksen ja laskennallisen verosaamisen tulouttamisen myötä odotamme yhtiön tasetilanteen paranevan selvästi,

vaikka yhtiö ei vielä taloudellisiin tavoitteisiinsa ylläkkään. Vakaantuneen tasetilanteen ja positiivisten näkymien johdosta odotamme yhtiön palaavan osingonmaksajaksi ensi keväänä taloudellisten tavoitteiden mukaisesti. Ennustamme yhtiön jakavan keväällä 0,02 euron osakekohtaisen osingon, minkä myös kassatilanne ja emoyhtiön jakokelpoinen oma pääoma mahdollistavat (2020: 25,8 MEUR) huolimatta Aasian junayhteyden sitomasta käyttöpääomasta sekä Ilmarisen velkojen lyhennyksistä.

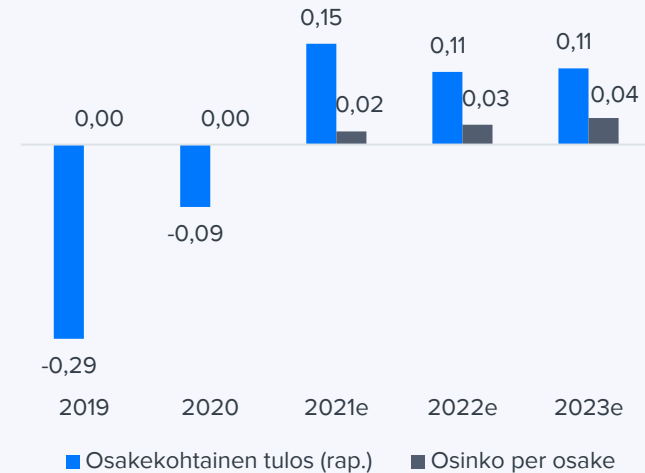
### Vuosien 2022-2023 ennusteet

Yleisen talouskehityksen sekä tavarakaupan kehityksen luoman suotuisan markkinaympäristön tukemana odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan ensi vuonna reilut 8 % 146 MEUR:oon Aasian junayhteyden puksuttaessa voimakkaasti eteenpäin. Arviomme mukaan Aasian junayhteys saa tukea edelleen kasvavista volyymeistä sekä hinnoista ainakin alkuvuonna, sillä merirahdin ongelmien ratkeaminen venyy luultavasti pitkälle ensi vuoden puolelle. Odotamme hintojen kuitenkin tasoittuvan vuoden edetessä, mikä osaltaan loiventaa nousukulmaa. Huomautamme kuitenkin, että sekä junarahdin volyymien että hintojen kehitykseen liittyy vielä merkittävää epävarmuutta näkyvyyden ollessa näihin suhteellisen heikko. Sen sijaan odotamme Baltian liiketoimintojen liikevaihdon kääntyvän voimakkaaseen laskuun tämän vuoden korkeilta tasoilta markkinaympäristön ja -hintojen rauhoittuessa. Huolinta- ja Terminaalipalveluiden kasvun odotamme seuraavan jokseenkin Suomen tavaraviennin ennustettua kehitystä. Ulkoistuspalveluiden osalta odotamme kasvua, mutta absoluuttisen tason olevan vielä matala.

### Oma pääoma / osake ja ROE-%



### Osakekohtainen tulos ja osinko





# Ennusteet 3/3

Etenkin vuoteen 2023 ja siitä eteenpäin katsottaessa ennusteriskit nousevat selvästi. Vuonna 2023 odotamme Nurmisen liikevaihdon pysyvän stabiilina, minkä taustalla on etenkin Baltian liiketoiminto, jonka liikevaihtotason odotamme jatkavan palautumistaan lähemmäksi aikaisempia tasojaan (vrt. H1'21: 35,3 MEUR vs. koko vuosi 2020: 45,2 MEUR) voimakkaan ja osittain hintojen tukeman kasvun jälkeen. Odotamme Aasian junayhteyden volyymikasvun kulmakertoimen jatkuvan hyvänä, mutta normalisoituva merirahtiliikenne ja tästä kumpuava hintatason lasku tasaavat kasvun kulmakerrointa. Muiden liiketoimintojen odotamme jatkavan vakaata kehitystä. Näin ollen emme odota yhtiön yltävän nykyisiin taloudellisiin tavoitteisiinsa ilman kasvua kiihdyttäviä yritysostoja. Toisaalta, jos Aasian junayhteyden volyymikasvun kulmakerroin ja/tai hintataso ylittävät tämän hetken odotuksemme esimerkiksi onnistuneen asiakashankinnan (etenkin Ruotsi) kautta, voivat nykyiset ennusteemme näyttäytyä varovaisina.

Hyvän volyymikehityksen ja toisaalta myyntijakauman muutoksen (ts. Aasian junayhteyden kasvun) seurauksena odotamme yhtiön yltävän liikevoiton osalta taloudellisiin tavoitteisiinsa vuosina 2022-2023 liikevoitto-%:n ollessa 9,4-9,5 %. Liikevoittoa rasittaa lähivuosina lähinnä kiinteistöihin kohdistuvat poistot, joiden arviomme pysyvän suhteellisen vakaalla tasolla 2,5-2,6 MEUR:ssa yhtiön maltillisen investointitarpeen johdosta.

Odotamme yhtiön rahoituskulujen olevan lähivuosina 1,3-1,4 MEUR:n tasolla tehtyjen kiinteistöjärjestelyjen myötä. Verosaamisen tuloutuksen myötä yhtiön tuloslaskelmaan

kirjaamat veroaste tulee nousemaan normaalille tasolle, mutta näistä merkittävällä osalla ei ole vaikutusta yhtiön kassavirtaan sen hyödyntäessä laskennallisia verosaamiaan Suomen liiketoimintojen osalta. Tämän takia oikaisemmekin ei-kassavirtavaikutteiset verot osakekohtaista tuloksesta. Vähemmistöosuuskien odotamme puolestaan laskevan lähivuosina 1,3-1,4 MEUR:oon Baltian liiketoimintojen volyymilaskun mukana. Tätä heijastellen odotamme yhtiön oikaistun osakekohtaisen tuloksen nousevan 0,13-0,14 euroon osakkeelta vuosina 2022-2023 (rap. EPS 2022-2023: 0,11 euroa). Ennustamme yhtiön maksavan tuloksesta kasvavaa osinkoa (2022-2023: 0,03-0,04 euroa osakkeelta).

Kannattavuuden nousun myötä Nurmisen tasetilanne kohenee nopeasti ja odotamme yhtiön täyttävän taloudelliset tavoitteensa vuonna 2022 (nettovelkaantumisasaste 2022e: 82 %, omavaraisuusaste 2022e: 37 %). Aasian junayhteyden kasvun ja kannattavuuden nousun myötä odotamme yhtiön tekevän hyvää pääoman tuottoa lähivuosina (ROI 2021e-2023e: ~19 %).

Kohoavan kannattavuutta ja matalaa investointitarvetta peilaten odotamme myös yhtiön kassavirran paranevan selvästi lähivuosina. Kassavirtaa sitoo kuitenkin Ilmarisen velkojen maksuun liittyvät erät, Aasian junayhteyden kasvun sitoma käyttöpääoma sekä suhteellisesti pienenevissä määrin Baltian vähemmistöille kuuluva osuus kassavirrasta. Tällä hetkellä emme oleta yhtiön tuottaman kassavirran riittävän edellä mainittujen erien jälkeen täysimääräisesti Ilmarisen velkojen lyhentämiseen huomioiden mm. voitonjaon odotukset. Arviomme mukaan tämä ei kuitenkaan muodostu ongelmaksi, sillä uskomme

yhtiön järjestelävän lainojaan uudelleen kohentuneen tasetilanteen ja tulostulon myötä.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Näkemyksemme mukaan myös pitkällä aikavälillä Nurmisen kasvu tulee olemaan hyvin pitkälti riippuvaista Aasian junayhteyden kasvusta. Pidemmällä aikavälillä kasvun onnistuessa on myös todennäköistä, että liikevaihto alkaa heilumaan jälleen enemmän taloussuhdanteiden mukana markkinaosuuden kasvaessa. Odotamme tällä hetkellä konsernin kasvavan pitkällä aikavälillä hieman yleistä talouskasvua nopeammin (2024e-2030e CAGR: ~3,0%) Aasian junayhteyden vetämänä, kun Baltian kysyntätilanne ja hintatasot ovat jälleen normalisoituneet. Junayhteyden suhteellisen osuuden kasvaessa koko konsernin liikevaihdosta odotamme yhtiön liikevoittomarginaalin pysyvän myös hyvällä tasolla pidemmällä aikavälillä (2024e-2030e: 7,5-9,5 %), kannattavuuden laskiessa ennustejakson loppua kohden kilpailun kiristymisen johdosta.

Huomautamme, että Aasian junayhteyden ja tämän markkinan kehitysvaihe huomioiden ennusteisiin liittyy merkittävä ennusteriski molempiin suuntiin. Mielestämme junayhteydellä on monia positiivisia ajureita, kuten sen nopeus verrattuna perinteiseen merirahtiin sekä kasvavat vastuullisuusvaatimukset, jotka antavat yhtiölle hyvät eväät lyödä ennusteemme laudalta. Emme kuitenkaan junayhteyden näin varhaisessa vaiheessa ole vielä valmiita lukitsemaan ennusteitamme tämän potentiaalin varaan, vaan jäämme seuraamaan tämän kehitystä myös logistiikkamarkkinan normalisoitumisen jälkeen.



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	2022	2023	2024
<b>Liikevaihto</b>	<b>34,5</b>	<b>34,8</b>	<b>69,3</b>	<b>36,5</b>	<b>44,2</b>	<b>80,7</b>	<b>63,0</b>	<b>71,4</b>	<b>134</b>	<b>146</b>	<b>146</b>	<b>149</b>
Konserni	34,5	34,8	69,3	36,5	44,2	80,7	63,0	71,4	134	146	146	149
<b>Käyttökate</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>7,1</b>	<b>12,3</b>	<b>16,5</b>	<b>16,6</b>	<b>16,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,7	-8,3	-11,0	-2,6	-2,4	-5,0	-1,4	-1,4	-2,8	-2,7	-2,6	-2,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>4,6</b>	<b>6,6</b>	<b>11,2</b>	<b>13,8</b>	<b>14,0</b>	<b>14,4</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,7</b>	<b>-6,8</b>	<b>-8,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,7</b>	<b>5,7</b>	<b>9,4</b>	<b>13,8</b>	<b>14,0</b>	<b>14,4</b>
Konserni	-1,7	-6,8	-8,5	-0,5	0,3	-0,2	3,7	5,7	9,4	13,8	14,0	14,4
Nettorahoituskulut	-1,2	-1,2	-2,4	-1,0	-1,3	-2,3	-1,1	-0,7	-1,8	-1,4	-1,3	-1,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-2,9</b>	<b>-8,0</b>	<b>-10,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>5,0</b>	<b>7,7</b>	<b>12,3</b>	<b>12,7</b>	<b>13,2</b>
Verot	-0,3	-0,3	-0,6	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-1,0	-1,4	-2,5	-2,5	-2,6
Vähemmistöosuudet	-0,8	-0,7	-1,5	-0,6	-0,7	-1,3	-1,2	-0,8	-2,0	-1,4	-1,3	-1,2
<b>Nettotulos</b>	<b>-3,9</b>	<b>-9,0</b>	<b>-12,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>1,1</b>	<b>10,6</b>	<b>11,7</b>	<b>8,4</b>	<b>8,8</b>	<b>9,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,08</b>	<b>0,03</b>	<b>0,06</b>	<b>0,09</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,15</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,09</b>	<b>0,01</b>	<b>0,14</b>	<b>0,15</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>

Tunnusluvut	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	2022	2023	2024
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	<b>-15,1 %</b>	<b>-9,1 %</b>	<b>-12,2 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>27,0 %</b>	<b>16,5 %</b>	<b>72,6 %</b>	<b>61,4 %</b>	<b>66,5 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>0,5 %</b>	<b>1,9 %</b>
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	<b>-269,4 %</b>	<b>-434,5 %</b>	<b>-316,2 %</b>	<b>-53,1 %</b>	<b>-207,3 %</b>	<b>-120,7 %</b>	<b>-1020,0 %</b>	<b>640,6 %</b>	<b>2748,0 %</b>	<b>22,6 %</b>	<b>1,4 %</b>	<b>3,3 %</b>
<b>Käyttökate-%</b>	<b>2,9 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>8,1 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>9,1 %</b>	<b>11,3 %</b>	<b>11,3 %</b>	<b>11,3 %</b>
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	<b>-3,1 %</b>	<b>-2,4 %</b>	<b>-2,7 %</b>	<b>-1,4 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>0,5 %</b>	<b>7,3 %</b>	<b>9,3 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>9,4 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>9,7 %</b>
<b>Nettotulos-%</b>	<b>-11,4 %</b>	<b>-25,8 %</b>	<b>-18,6 %</b>	<b>-6,0 %</b>	<b>-4,4 %</b>	<b>-5,2 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>14,9 %</b>	<b>8,7 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>6,3 %</b>

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>39,1</b>	<b>51,2</b>	<b>56,0</b>	<b>52,6</b>	<b>49,1</b>
Liikearvo	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Aineettomat hyödykkeet	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7
Käyttöomaisuus	35,8	48,1	46,3	44,6	43,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	6,7	5,0	3,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>13,0</b>	<b>15,0</b>	<b>25,9</b>	<b>31,0</b>	<b>35,2</b>
Vaihto-omaisuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,8	9,6	17,7	21,6	23,3
Likvidit varat	4,2	4,5	8,1	9,3	11,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>52,1</b>	<b>66,2</b>	<b>82,0</b>	<b>83,6</b>	<b>84,3</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>0,8</b>	<b>13,8</b>	<b>24,2</b>	<b>31,1</b>	<b>37,7</b>
Osakepääoma	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Kertyneet voittovarot	-35,5	-39,5	-27,8	-20,9	-14,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	1,5	1,3	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	28,9	38,0	38,0	38,0	38,0
Vähemmistöosuus	1,7	9,8	9,8	9,8	9,8
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>40,1</b>	<b>39,0</b>	<b>40,1</b>	<b>34,0</b>	<b>28,1</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	39,9	38,8	40,0	33,8	27,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>11,2</b>	<b>13,4</b>	<b>17,6</b>	<b>18,5</b>	<b>18,6</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	3,1	1,8	1,9	1,5	1,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,8	10,9	15,5	16,8	16,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	0,7	0,2	0,2	0,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>52,1</b>	<b>66,2</b>	<b>82,0</b>	<b>83,6</b>	<b>84,3</b>

# Sijoitusprofiili 1/2

## Nurminen profiloituu käänneyhtiöksi, jonka tavoitteena on muuttua kasvuyhtiöksi

Nurminen profiloituu lyhyellä tähtämellä vielä mielestämme käänneyhtiöksi. Yhtiöllä on takanaan useampi tappiollinen vuosi, mutta viimeisen reilun vuoden aikana yhtiön suunta on lähtenyt kääntymään nopeasti ja H1'21:llä yhtiön nettotulos nousi voitolle. Operatiivisella puolella tämän taustalla on etenkin ollut Terminaaliliiketoiminnan kannattavuuden nousu kiinteistöjärjestelyjen ja tehostustoimien myötä sekä kovaan kasvuvauhtiin yltenyt Aasian junayhteys, joka sai tukea sekä kasvaneista volyyeistä että nousseista rahtihinnoista. Mielestämme yhtiöllä onkin edellytyksiä muuntautua varsin nopeasti täysiveriseksi kasvuyhtiöksi tervehdetyn kulurakenteen johdosta, jos yhtiön toimintaympäristössä ei tapahdu merkittäviä muutoksia lyhyellä aikavälillä. Lisäksi yhtiön tavoitteena on tehdä yritysostoja Aasian junayhteyden tukemiseksi, minkä avulla kasvua on mahdollista kiihdyttää entisestään.

Oletamme tällä hetkellä Nurmisen sijoitustarinan keskiössä olevan Aasian junayhteyden jatkavan kasvuaan tulevaisuudessa. Kasvun kulmakertoimen arviointi on kuitenkin hyvin haastavaa, sillä yhtiö on junayhteyden kautta luomassa uutta markkinaa ja tämän markkinan kehityksen arviointi on hankalaa osittain myös pandemian sotkeman logistiikkamarkkinan takia. Lisäksi merirahdin normalisoituminen asettaa kysymysmerkkejä kasvun ylle rahtihintojen normalisoitumisen ja tästä mahdollisesti kumpuavan asiakaskäyttäytymisen johdosta.

Toisaalta nykytiedon valossa kasvava regulaatio todennäköisesti tukee yhtiön houkuttelevuutta vastuullisuuden näkökulmasta.

## Arvoajurit ja potentiaali

**Kiinan ja Aasian junayhteyden kasvu:** Tällä hetkellä yhtiön selkein kasvajuri on suuren potentiaalin omaava Kiinan ja Aasian junayhteys, jonka myötä yhtiöllä on merkittävästi kasvutilaa. Yhtiön onnistuessa kasvu- sekä kannattavuustavoitteissaan, jotka nojaavat vahvasti junayhteyden kasvuun, on sillä mahdollisuus nousta uuteen kokoluokkaan liikevaihdon osalta. Junayhteyden merkittävänä kasvujureina toimivat sen nopeus suhteessa merirahdiin sekä kasvavat vastuullisuus- ja ympäristövaatimukset (EU-taksonomia, EU:n NFR-direktiivin Scope 3 -päästöjen raportointivaatimukset).

**Kannattavuuden kestävä nousu:** Nurmisen kannattavuuskäänteen näytöt ovat vielä lyhyet, mutta edellytykset kestävään käänteeseen ovat yhtiöllä olemassa Aasian junayhteyden voimakkaan kasvun ja kulurakenteen järjestyttämisen myötä. Näkemyksemme mukaan kannattavuuskäänteeseen on suhteellisen vakaalla pohjalla, jos maailmantaloudessa ei tapahdu yllättävää ja nopeaa hidastumista. Kohentunut kannattavuus tervehdyttää yhtiön tasettakin jo melko lyhyellä aikavälillä. Tätä kokonaiskuvaa peilaten yhtiön riskitaso onkin mielestämme laskussa.

**Yritysjärjestelyt:** Yhtiö kertoi taloudellisten tavoitteidensa julkaisun yhteydessä

tarkastelevansa nykyisellä strategiakaudella yritysostomahdollisuuksia Aasian junayhteyden kasvun tukemiseksi, etenkin Kiinasta. Arviomme mukaan yrityskauppojen kautta yhtiön on mahdollista kiihdyttää kasvuaan entisestään sekä rakentaa perustaa tavoittelemaan voimakkaalle kasvulle pitkällä aikavälillä.

**Arvostuskuvan muutos:** Tällä hetkellä yhtiötä arvostetaan markkinoilla vielä käänneyhtiön kertoimilla, mutta kasvun ja tuloskäänteen jatkuessa yhtiölle voitaisiin hyväksyä korkeammat kasvuyhtiön kertoimet.

## Riskit ja heikkoudet

### Aasian junayhteyden kasvun tyrehtyminen:

Arviomme mukaan yhtiön sijoitustarinan kannalta keskiössä olevan Aasian junayhteyden kasvussa epäonnistuminen on Nurmisen suurin riski. Arvioimme Aasian junayhteyden kasvun olevan yhtiön kestävä tuloskasvun edellytys. Näin ollen kasvun hidastuminen tai tyrehtyminen leikkaisi selvästi yhtiön arvonluontipotentialia ja pahimmassa tapauksessa voisivat painaa yhtiön nettotuloksen tappiolle, jos junayhteyden volyymit lähtisivät laskuun. Tähän voisi johtaa esimerkiksi merirahdin toimintaympäristön normalisoituminen ja samalla merirahdin laskeva hintataso, joka voisi ohjata asiakkaiden kysyntää takaisin kohti normaalioloissa merkittävästi halvempaa kuljetusvaihtoehtoa. Emme pidä heikointa skenaariota todennäköisenä, mutta junayhteyden kasvun kulmakertoimeen liittyy kuitenkin vielä epävarmuutta markkinan varhaisesta kehitysvaiheesta johtuen.

# Sijoitusprofiili 2/2

**Markkinariski:** Yhtiön volyymit ovat vahvasti sidoksissa markkina-alueiden viennin ja tuonnin kehitykseen, jotka ovat vahvasti liitännäisiä globaalin talouskehityksen kanssa. Talouden viilentyminen voisi puolestaan ainakin hidastaa merkittävästi Aasian junayhteyden kehitystä, jolla olisi vaikutusta Nurmisen kasvuprofiiliin ja tätä kautta arvostukseen. Yhtiön kehitys ei ole nykyisin enää yhtä vahvasti linkittynyt Suomen viennin kehitykseen, vaan kasvun ajurina on etenkin markkinaosuuden voittaminen perinteisemmältä merirahdilta. Kuitenkin Suomen viennin kehityksellä on vaikutusta etenkin Nurmisen asiakkaista pienempien vientiyhtiöiden kilpailukykyyn.

**Asiakasriski:** Käsityksemme mukaan yhtiön liikevaihto nojaa toistaiseksi vahvasti metsäteollisuuden, konepajojen ja kemianteollisuuden viennin ja tuonnin volyymeihin, jotka ovat osaltaan riippuvaisia yleisestä taloussuhdanteesta. Näiden toimialojen syklinen luonne heijastuu myös väistämättä Nurmisen volyymeihin sen eri liiketoiminnoissa, vaikka Aasian junayhteyden kasvulla ja asiakasmäärän nousulla on mahdollista tasoittaa kausivaihtelua.

**Kilpailutilanne:** Logistiikka-alalla on matalien alalle tulon esteiden vuoksi suhteellisen paljon kilpailua, etenkin huolinnan puolella. Kireä kilpailu aiheuttaa myös painetta yhtiöiden kannattavuuksiin. Myös yhtiön houkuttelevat näkymät Aasian junareitin osalta saattavat aiheuttaa kiinnostusta kilpailevien vaihtoehtojen osalta, mikä voisi aiheuttaa painetta

yhtiön volyymeihin sekä hintatasoon. Toistaiseksi varteenotettavia kilpailijoita yhtiön operoimalla reitillä ei kuitenkaan ole ja reitin ylösajo merkittävään kokoluokkaan veisi arviomme mukaan kuitenkin useita vuosia.

**Henkilöriskit:** Yhtiön monipuolinen palvelutarjoama vaatii huomattavasti osaamista henkilöstöltä ja käsittääksemme kokonaisvaltaisesta osaamisesta on pulaa työmarkkinoilla. Tilanne korostuu etenkin yhtiön Aasian junayhteyden kohdalla, missä myös kansainväliset suhteet ovat tärkeitä. Tästä johtuen osaamisen tai suhteiden valuminen yhtiön ulkopuolelle voisi johtaa epäjatkuvuuskohtiin.

**Raportointi:** Nurminen ei ole viime vuosina raportoinut liiketoimintojensa kannattavuustasoja, mikä osaltaan vaikeuttaa yhtiön kehityksen seuraamista ja osakkeen tehokkaampaa arvonmuodostusta, sillä tämä mahdollistaisi eri liiketoimintojen paremman arvonmäärittämisen. Yhtiö ei ole myöskään raportoinut vuosina 2019-2020 liiketoimintojensa liikevaihtoja H2:n osalta, mikä hankaloittaa volyyMikehityksen seurantaa.

# Arvonmääritys 1/3

## Arvonmääritysmenetelmä

Nurminen Logisticsin osaketta arvostettaessa annamme tällä hetkellä suurimman painoarvon tulos pohjaiselle arvostukselle. Suurista vähemmistöosuuksista johtuen tällä hetkellä ainoa relevantti mittari on nettotulospohjainen P/E-kerroin. Tämän lisäksi käytämme arvonmäärityksen tukena osien summa - laskelmaamme, joka arviomme mukaan huomioi eri liiketoimintojen profiilit. Osien summa - laskelmamme haasteena on kuitenkin, että yhtiön eri liiketoimintojen viime vuosien tarkoista kannattavuuksista tai liikevaihtotasosta ei ole tietoa.

Käytämme arvonmäärityksessä tukena myös yhtiön pitkän aikavälin potentiaalın huomioivaa DCF-laskelmaa, joka on kuitenkin varsin herkkä siinä käytettäville oletuksille. Lisäksi olemme joutuneet muokkaamaan laskelmaa, jotta merkittävät vähemmistöt sekä Vuosaaren kiinteistön arvo tulee huomioiduksi laskelmassa ja laskelmaan tuleekin suhtautua enemmän suuntaa antavana. Sen sijaan suhteelliselle arvostukselle emme anna Nurmisen kohdalla juurikaan painoarvoa, sillä verrokkiryhmä koostuu pääosin selvästi suuremmista logistiikka-alan yhtiöistä, joilla on hyvin erilaiset liiketoimintaprofiilit sekä kasvuaihiot verrattuna Nurmisen Aasian junayhteyteen.

## Absoluuttiset arvostuskertoimet

Nurmisen osakkeenomistajien kannalta haasteellista on, että toistaiseksi merkittävä osuus konsernin operatiivisesta tuloksesta muodostuu Baltian liiketoiminnoista, joissa on merkittävät

vähemmistöomistajat 49 %:n osuudella liiketoiminnoista. Tämän lisäksi Vuosaaren terminaalin kiinteistöjärjestelyn jälkeisellä omistusrakenteella (Nurminen omistaa 51 %) vähemmistöille kuuluva tulososuus kasvaa edelleen.

Tästä johtuen käytännössä ainoa relevantti arvostuksen tulos pohjainen arvostusmittari on toistaiseksi P/E-kerroin. Aasian junayhteyden tulososuuden kasvun jatkuessa myös muut tulos pohjaiset arvostuskertoimet voivat nousta merkittävimmiksi. Mielestämme yhtiölle hyväksyttävä arvostushaarukka tällä hetkellä on oikaistulla P/E-kertoimella noin 11-14x. Kiinan ja Aasian junayhteyden kasvunäkymä ja -potentiaali huomioiden kerroin haarukka ei ole arviomme mukaan kohtuuton. Tällä hetkellä arvostusta painaa kuitenkin osaltaan vielä muiden liiketoimintojen merkittävä osuus sekä logistiikkamarkkinan poikkeuksellinen tilanne sekä kysynnän että hintojen osalta, joka on heijastunut myös vahvasti yhtiön viimeaikaiseen kasvuun. Edellä mainittujen syiden takia osaketta on mielestämme perusteltua arvostaa vielä alennuksella suhteessa Helsingin pörssin pidemmän aikavälin keskiarvoon. Siten emme lähde tässä vaiheessa venyttämään hyväksyttävää arvostusta, vaan jäämmekin seuraamaan miten yhtiön liiketoiminnot kehittyvät toimintaympäristön normalisoituessa vaiheittain. Yhtiön taloudellisen tilanteen parantumisen, mutta vielä toistaiseksi melko lyhyen kannattavuuskäanteen johdosta näemme tässä kerroin haarukassa kuitenkin asteittaista nousuvaraa, jos Aasian junayhteyden kasvutarina pysyy raiteillaan.

## Nurminen Logisticsin arvostuskertoimet

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	1,53	1,53	1,53
Osakemäärä, milj. kpl	77,1	77,1	77,1
Markkina-arvo	118	118	118
Yritysarvo (EV)	165	157	149
P/E (oik.)	17,4	11,6	11,0
P/E	10,1	14,0	13,3
P/B	8,2	5,5	4,2
P/S	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (oik.)	13,4	9,5	9,0
EV/EBIT (oik.)	14,7	11,4	10,6
Osinko/tulos (%)	13,2 %	27,4 %	34,9 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	2,0 %	2,6 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 2/3

Nykyisillä ennusteillamme yhtiön oikaistut P/E-kertoimet ovat tälle ja ensi vuodelle noin 17x ja 12x. Tulos pohjaisesti yhtiön arvostus on tämän vuoden osalta hieman koholla, mutta näyttää jo houkuttelevalta ensi vuoden ennustamamme tuloskasvu huomioiden. Myös markkinoilla hinnoittelussa aletaan tässä kohtaa vuotta katsomaan jo enemmän ensi vuoden tulosodotuksia, johon myös ennustamamme Aasian junayhteyden vahvana jatkuva kasvu heijastuu konkreettisemmin.

Ensi vuoden ennusteillamme neutraali arvostus yhtiön osakkeelle olisikin mielestämme 1,4-1,8 euroa osakkeelta. Tämän hetkinen osakkeen 1,53 euron markkinahinta on haarukan keskikohdan alapuolella ja mielestämme osake tarjoaakin nousuvaraa ensi vuoteen katsottaessa. Odotamme sijoittajien saavan myös noin 1-3 %:n kasvavaa pohjatuottoa osingosta lähivuosina.

## Osien summa -laskelma

Mielestämme Nurmisen arvonmääritykseen sopii hyvin osien summa -laskelma, sillä se huomioi yhtiön liiketoimintojen liiketoimintojen erilaiset pidemmän tähtäimen kasvu- ja kannattavuusnäkökulmat. Mallin käytöstä tekee kuitenkin haastavaa se, ettei eri liiketoiminta-alueiden kannattavuuksista tai viime vuosien liikevaihtoista ole tarkkaa tietoa.

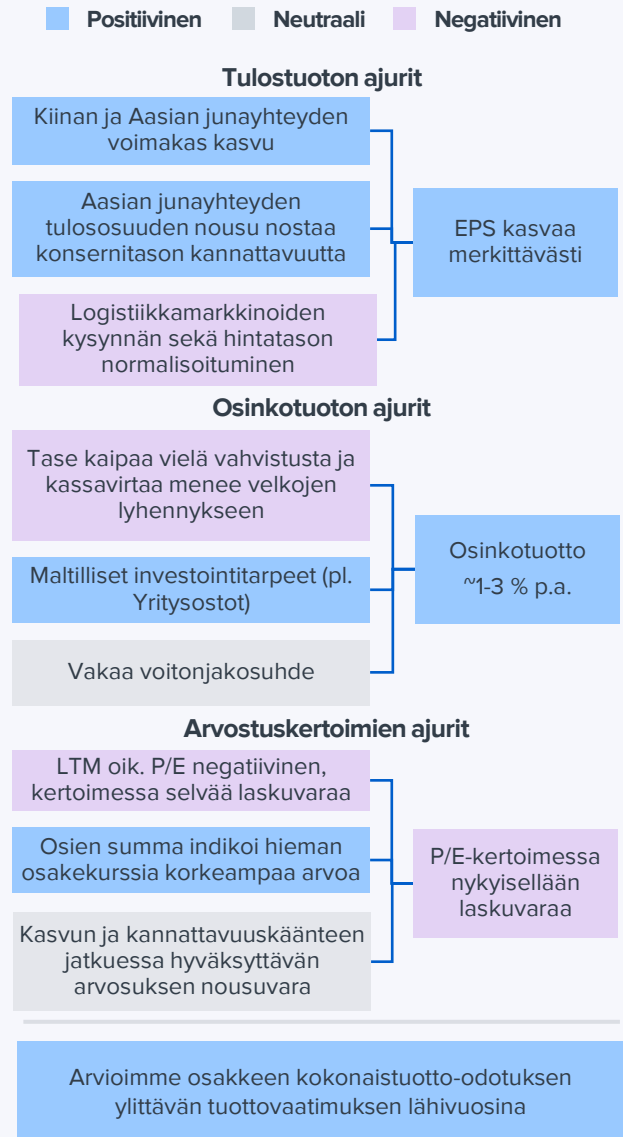
Karkeassa osien summa -laskelmassamme hinnoittelimme Baltian liiketoimintoja sekä Huolintaliiketoimintaa 1,0x EV/S-kertoimella, kun taas parempien kasvunäkymien Kiinan ja Aasian junayhteyden kertoimina käytämme 1,5x-2,0x

kertoimia. Sen sijaan Terminaaliliiketoiminnalle sovellamme 0,5x kerrointa. Ulkoistuspalveluilla ei sen varhaisen vaiheen johdosta ole juurikaan merkitystä laskelmalle.

Osien summa -laskelmassa käytämme vuosien 2021-2022 liikevaihtoennusteitamme. Baltian osalta käytämme alarajana kuitenkin vuoden 2020 toteutunutta liikevaihtoa (ainoa segmentti, jonka vuoden 2020 liikevaihto on raportoitu), johon kohonneet hinnat eivätkä poikkeuksellisen kova kysyntä vielä heijastuneet. Tätä sekä Aasian junayhteyden eri arvostuskertoimia soveltamalla saamme osien summa -laskelman yritysarvoksi 120-153 MEUR, josta Baltian vähemmistöosuus on jo poistettu. Kun tästä vähennetään yhtiön H1'21:n lopun 12,2 MEUR:n korollinen nettovelka ilman Vuosaaren kiinteistöosakeyhtiötä saamme yhtiön markkina-arvoksi 108-140 MEUR tai noin 1,4-1,8 euroa osakkeelta. Oletamme mallissamme kiinteistöosakeyhtiön omistaman kiinteistön arvon vastaavan siihen kohdistuvia vuokratavastuita ja muita velkoja.

Puutteellisten tietojen vuoksi osien summa -laskelma on mielestämme vain suuntaa antava, mutta toisaalta se mielestämme osoittaa yhtiön tämän vuoden kurssinousun perustelluksi, mikäli luotamme Aasian junayhteyden voimakkaan kasvun jatkuvan tulevaisuudessa ja yhtiön kannattavuuskäänteen olevan ajan yli kestävä. Suhtaudumme molempiin asioihin luottavaisesti, sillä uskomme junayhteyden kilpailukykyyn ja toisaalta kestäväen kannattavuuskäänteen osalta merkittävin askel otettiin Vuosaaren kiinteistöyhtiön hankinnan yhteydessä.

## Osakkeen tuotto-odotus 2021-2023



# Arvonmääritys 3/3

## DCF-laskelma

Mielestämme kassavirtamalli ei ole Nurmiselle erityisen hyvä arvonmääritysmenetelmä yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa, jossa eri liiketoimintojen suhteelliset osuudet tulevat oletettavasti muuttumaan merkittävästi ennustejakson aikana. DCF-malli on hyvin herkkä terminaalijakson ennusteille ja etenkin Aasian junayhteyden ennusteissa on pitkällä aikavälillä todella paljon epävarmuutta. Malli ei ota myöskään täysimääräisesti huomioon merkittäviä vähemmistöosuuksia Baltian liiketoiminnoissa sekä Vuosaaren kiinteistöissä, mikä Nurmisen nykyisestä konsernirakenteesta ja tuottojen jakaumasta johtuen aiheuttaa haasteita laskelman käyttökelpoisuudelle. Käytämme kuitenkin muokkaamaamme suuntaa antavaa DCF-laskelmaa arvonmäärityksen tukena, sillä mielestämme se tuo parhaiten esiin junayhteyden pitkän aikavälin potentiaalin, vaikkakaan tekemämme muutoksetkaan eivät täysin huomioi konsernirakenteeseen liittyviä haasteita.

Muokatussa DCF-mallissa olemme arvostaneet Baltian vähemmistöt markkina-arvoperusteisesti ja Vuosaaren kiinteistöä käsittelemme, kuten osien summa -laskelmassakin (Vuosaaren kiinteistön arvo vastaa siihen kohdistuvia velkoja). Baltian vähemmistöjen markkina-arvon olemme määrittäneet käyttämällä vuoden 2020 vähemmistöjen tulososuutta – mitä kohti odotamme osuuden myös palaavan – jonka olemme arvottaneet P/E-kertoimella 10x liiketoiminnan rajallisista pidemmän aikavälin kasvunäkymistä sekä korkeasta riskiprofilista

(syklisyys, omistusrakenne, henkilöriskit) johtuen. Tämän lisäksi olemme huomioineet Vuosaaren omistusrakenteen lisäämällä vähemmistöille kuuluvaa osuutta arvioimallamme noin 3 MEUR:illa (emme tiedä tarkkaa tulososuutta, mutta oletamme kiinteistöyhtiöön liittyvien vähemmistöjen tulososuuden olevan hyvin pieni vuositasolla). Nettovelkojen osalta olemme käyttäneet puolestaan H1'21:n lopun tilannetta ilman Vuosaaren kiinteistöyhtiötä (12,2 MEUR).

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu asettuu pitkällä aikavälillä noin 3 %:iin, liikevoittomarginaalin ollessa 7,5-9,5 %. Terminaalikasvun olemme asettaneet 2 %:iin ja kannattavuuden 7,5 %:iin. DCF-mallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,4 % ja oman pääoman kustannus 10,0 % heijastellen vielä lyhytikäistä kannattavuuskäännettä ja Aasian junayhteyden kasvuun liittyviä epävarmuustekijöitä. DCF-mallimme indikoima arvo on noin 1,8 euroa osakkeelta ja terminaalijakson painoarvo kassavirroista puolestaan maltillisella tasolla 48 %:ssa. Näin ollen malli ei ole mielestämme kovinkaan aggressiivinen ja tukeekin näkemystämme yhtiön pitkän aikavälin potentiaalista huomioiden vielä sen, että meidän nykyiset keskipitkän aikavälin kasvuennusteemme ovat selvästi yhtiön taloudellisten tavoitteiden alapuolella.

## Suhteellinen arvostus ei ole relevantti

Suhteellisen arvostuksen vertailukelpoisuutta heikentää merkittävästi EV-pohjaisten kertoimien huono vertailukelpoisuus. Myös verrokkiryhmän

arvostuksen hajautuneisuus aiheuttaa ongelmia verrokkiryhmän käytölle, vaikka yhtiöt toimivatkin jokseenkin samoissa logistiikkamarkkinan taskuissa. P/E-kertoimella katsottuna Nurminen on arvostettu selvällä alennuksella verrokkeihin nähden, mutta tämä on kuitenkin osaltaan perusteltua verrokkien selvästi suurempi kokoluokka ja vahvempi historia huomioiden. Toisaalta verrokkiryhmän arvostus kuitenkin osaltaan tukee myös arviotamme hyväksyttävän arvostuksen nousuvarasta kannattavuuskäänteen ja Aasian junayhteyden kasvun jatkuessa.

## Tavoitehintaa ja suositus

Nostamme Nurminen Logisticsin tavoitehinnan 1,70 euroon (aik. 1,10 euroa) ja nostamme suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä). Mielestämme yhtiön Aasian junayhteyden väkevä kehitys sekä viimeisen vuoden aikana toteutunut kannattavuuskäänte ja samalla parantunut taseasema tarjoavat hyvät pohjat yhtiölle viedä sen kasvutarinaa seuraavalle tasolle. Arviomme mukaan yhtiön kokonaistuotto-odotus nousee lähivuosien osalta kaksinumeroiseksi nykyisellä osakekurssilla, mikä yhdistettynä pitkän aikavälin potentiaalin kanssa houkuttelee hyppäämään yhtiön käänne- ja kasvutarinaan mukaan. Nurminen on kuitenkin kategorisesti mielestämme vielä käänneyhtiö, joten sijoittajalta vaaditaan tiettyä riskinsietokykyä yhtiöön sijoittaessaan, sillä Aasian junayhteyden kasvun mahdollisesti yskähdellessä, eivät yhtiön muut liiketoiminnot tarjoa osakkeelle samanlaista tulitukea.

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osaakekurssi	0,57	0,55	0,25	0,27	0,45	<b>1,53</b>	<b>1,53</b>	<b>1,53</b>	<b>1,53</b>
Osakemäärä, milj. kpl	14,5	43,9	44,3	44,3	44,6	<b>77,1</b>	<b>77,1</b>	<b>77,1</b>	<b>77,1</b>
Markkina-arvo	8,3	24	11	12	20	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>118</b>
Yritysarvo (EV)	31	38	19	28	105	<b>165</b>	<b>157</b>	<b>149</b>	<b>139</b>
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	<b>17,4</b>	<b>11,6</b>	<b>11,0</b>	<b>10,3</b>
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	<b>10,1</b>	<b>14,0</b>	<b>13,3</b>	<b>12,6</b>
P/B	1,5	1,8	0,9	neg.	5,0	<b>8,2</b>	<b>5,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>
P/S	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,2	0,4	1,3	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
EV/EBITDA (oik.)	62,3	10,9	9,7	11,1	21,8	<b>13,4</b>	<b>9,5</b>	<b>9,0</b>	<b>8,2</b>
EV/EBIT (oik.)	neg.	18,6	22,1	neg.	>100	<b>14,7</b>	<b>11,4</b>	<b>10,6</b>	<b>9,6</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>13,2 %</b>	<b>27,4 %</b>	<b>34,9 %</b>	<b>35,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>1,3 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>2,8 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

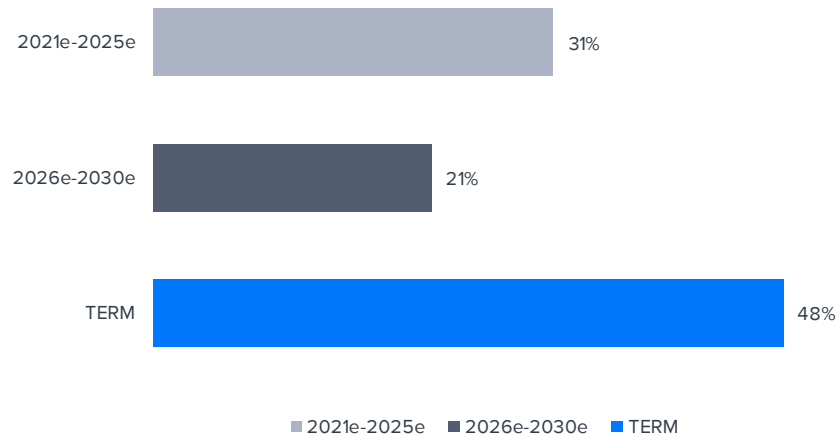
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Kuehne + Nagel	289,70	32803	33208	13,9	14,5	10,7	10,9	1,2	1,1	18,8	20,5	3,1	2,9	10,1
DSV	1542,00	49583	53227	24,4	21,0	19,1	16,5	2,2	1,9	30,5	27,3	0,5	0,5	6,1
Hapag Lloyd	211,80	37999	39053	3,6	3,9	3,1	3,1	1,5	1,3	4,2	6,8	12,7	9,2	2,6
Xpediator	58,50	100	139	13,0	11,5	6,5	6,1	0,5	0,4	13,8	13,1	2,9	3,1	
ld Logistics	332,50	1872	2338	30,2	24,8	9,2	8,1	1,2	1,1	48,3	39,4			7,4
<b>Nurminen Logistics (Inderes)</b>	<b>1,53</b>	<b>118</b>	<b>165</b>	<b>14,7</b>	<b>11,4</b>	<b>13,4</b>	<b>9,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>17</b>	<b>12</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>8,2</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>17,0</b>	<b>15,1</b>	<b>9,7</b>	<b>9,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>23,1</b>	<b>21,4</b>	<b>4,8</b>	<b>3,9</b>	<b>6,6</b>
<b>Mediaani</b>				<b>13,9</b>	<b>14,5</b>	<b>9,2</b>	<b>8,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>18,8</b>	<b>20,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>6,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>6 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>46 %</b>	<b>17 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>-8 %</b>	<b>-43 %</b>	<b>-56 %</b>	<b>-35 %</b>	<b>21 %</b>

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

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-0,2</b>	<b>9,4</b>	<b>13,8</b>	<b>14,0</b>	<b>14,4</b>	<b>14,7</b>	<b>15,3</b>	<b>15,0</b>	<b>13,8</b>	<b>13,2</b>	<b>13,5</b>	
+ Kokonaispoistot	5,0	2,8	2,7	2,6	2,5	2,3	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	
- Maksetut verot	-0,4	-8,1	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-1,4	-2,6	-2,6	-2,5	-2,5	
- verot rahoituskuluista	0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,8	-3,3	-2,5	-1,6	-0,1	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>6,6</b>	<b>0,5</b>	<b>12,9</b>	<b>14,0</b>	<b>15,9</b>	<b>16,3</b>	<b>16,3</b>	<b>14,3</b>	<b>13,0</b>	<b>12,4</b>	<b>12,6</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-17,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-2,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-10,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>11,9</b>	<b>13,0</b>	<b>14,9</b>	<b>15,3</b>	<b>15,2</b>	<b>13,1</b>	<b>11,8</b>	<b>11,2</b>	<b>10,6</b>	
+/- Muut	0,0	7,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-10,5	6,9	11,9	13,0	14,9	15,3	15,2	13,1	11,8	11,2	10,6	169
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>6,9</b>	<b>10,9</b>	<b>11,0</b>	<b>11,6</b>	<b>10,9</b>	<b>10,0</b>	<b>8,0</b>	<b>6,6</b>	<b>5,8</b>	<b>5,1</b>	<b>80,8</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		168	161	150	139	127	116	106	98,4	91,7	85,9	80,8
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>168</b>										
- Nettovelat ilman Vuosaaren kiinteistöyhtiötä		-12										
-Vähemmistöosuus		-16										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>140</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>1,8</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,30 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,0 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,4 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	78,9	69,3	80,7	134,4	145,7	EPS (raportoitu)	-0,20	-0,29	-0,09	0,15	0,11
Käyttökate	2,0	2,5	4,8	12,3	16,5	EPS (oikaistu)	-0,04	-0,14	-0,08	0,09	0,13
Liikevoitto	-6,0	-8,5	-0,2	9,4	13,8	Operat. kassavirta / osake	-0,01	0,08	0,15	0,01	0,17
Voitto ennen veroja	-7,4	-10,9	-2,5	7,7	12,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,03	0,01	-0,24	0,09	0,15
Nettovoitto	-8,8	-12,9	-4,2	11,7	8,4	Omapääoma / osake	0,27	-0,02	0,09	0,19	0,28
Kertaluontoiset erät	-6,9	-6,6	-0,6	-1,8	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	41,5	52,1	66,2	82,0	83,6	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	-12 %	16 %	66 %	8 %
Oma pääoma	13,2	0,8	13,8	24,2	31,1	Käyttökateen kasvu-%	-42 %	27 %	89 %	155 %	34 %
Liikearvo	6,0	0,9	0,9	0,9	0,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	-57 %	-316 %	-121 %	2748 %	23 %
Nettovelat	7,3	38,8	36,1	33,8	26,0	EPS oik. kasvu-%	123 %	236 %	-44 %	-210 %	50 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	2,5 %	3,7 %	6,0 %	9,1 %	11,3 %
Käyttökate	2,0	2,5	4,8	12,3	16,5	Oik. Liikevoitto-%	1,1 %	-2,7 %	0,5 %	8,4 %	9,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,0	1,1	1,8	-3,3	-2,5	Liikevoitto-%	-7,7 %	-12,3 %	-0,3 %	7,0 %	9,4 %
Operatiivinen kassavirta	-0,5	3,4	6,6	0,5	12,9	ROE-%	-69,2 %	-231,9 %	-269,9 %	127,0 %	47,2 %
Investoinnit	-0,6	-31,2	-17,1	-1,0	-1,0	ROI-%	-18,3 %	-22,4 %	-0,4 %	15,6 %	20,8 %
Vapaa kassavirta	-1,1	0,4	-10,5	6,9	11,9	Omavaraisuusaste	31,7 %	1,5 %	20,9 %	29,6 %	37,2 %
						Nettovelkaantumisaste	55,8 %	4845,8 %	261,4 %	139,6 %	83,7 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,2	0,4	1,3	1,2	1,1						
EV/EBITDA (oik.)	9,7	11,1	21,8	13,4	9,5						
EV/EBIT (oik.)	22,1	neg.	>100	14,7	11,4						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	17,4	11,6						
P/B	0,9	neg.	5,0	8,2	5,5						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	2,0 %						

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 myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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 investointipankkiliketoimintaa.

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.

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.1.2018	Vähennä	0,56 €	0,58 €
9.3.2018	Vähennä	0,52 €	0,54 €
6.6.2018	Vähennä	0,50 €	0,49 €
10.8.2018	Vähennä	0,42 €	0,45 €
19.12.2018	Vähennä	0,27 €	0,28 €
11.3.2019	Myy	0,27 €	0,35 €
7.8.2019	Myy	0,27 €	0,30 €
12.8.2019	Myy	0,25 €	0,27 €
9.3.2020	Myy	0,25 €	0,28 €
10.8.2020	Myy	0,25 €	0,34 €
8.3.2021	Myy	0,35 €	0,70 €
4.8.2021	Myy	0,45 €	1,16 €
9.8.2021	Vähennä	1,10 €	1,21 €
<i>Analyyttikko vaihtuu</i>			
19.11.2021	Lisää	1,70 €	1,53 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**