

Nurminen Logistics

Laaja raportti

23.10.2023 8:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Juna kulkee haastavammassakin markkinassa

Nurminen on virittänyt tuloskuntonsa vahvaan iskuun hidastuneesta maailmantaloudesta huolimatta alkuvuodesta tehdyn North Rail -hankinnan tukemana. Vaisuja talouden näkymiä peilaten olemme kuitenkin laskeneet ennusteitamme, mutta odotamme yhtiön tulostason kasvavan ja pysyvän korkealla tasolla lähivuosina. Ennustamastamme tuloskasvusta sekä arvostuksen nousuvarasta muodostuva tuotto-odotus on mielestämme erittäin houkutteleva. Siten toistamme osta-suosituksemme, mutta negatiivisia ennustemuutoksia peilaten laskemme tavoitehintamme 1,25 euroon (aik. 1,4 €).

Rautatielogistiikan ympärille profiloituva kansainvälinen logistiikkapalveluyhtiö

Nurminen on monipuolisia kansainvälisiä logistiikkapalveluita tarjoava yhtiö. Sen liiketoiminta profiloituu etenkin rautatiepalveluiden ympärille, joihin myös sen merkittävimmät kasvuaihiot keskittyvät (mm. Euroopan ja Aasian sekä Pohjoismaiden välinen liikenne). Lisäksi sen tarjoamaan kuuluu myös erilaisia terminaali- ja huolintapalveluita. Yhtiön aikaisempi kasvukärki eli Suomen ja Kiinan välinen suora konttijunayhteys on ollut keskeytyneenä Ukrainan sodan seurauksena, mistä huolimatta sen tulos nousi ennätystasolle H1'23:lla. Taustalla oli alkuvuodesta tehty rautatieyhtiö North Railin hankinta ja sen erinomainen kehitys. Lisäksi yhtiö on ajanut ylös Keski-Aasiaan fokusoituvaa Trans-Kaspianin konttijunayhteyttä, mutta reitin monimutkaisuuden (ml. kesto) takia arvioimme sen potentiaalin olevan huomattavasti suoraa reittiä rajallisempi. Arvioimme yhtiön tekemien myyntipanostusten, kasvaneen markkina-alueen sekä North Railin tarjoavan huomattavia mahdollisuuksia tulevaisuudessa Euroopan ja Aasian väliseen konttijunaliiketoimintaan. Tämä on riippuvaista epävarman geopolittisen tilanteen kehityksestä.

Tulostaso nousut uudelle tasolle alkuvuodesta tehdyn yritysoston myötä

Nurmisen tuloskehityksen kannalta merkittävimpien liiketoimintojen (Rautatie, Baltia) kysyntänäkymät ovat käsittääksemme suhteellisen hyvät talouden hidastumisesta huolimatta. Tätä peilaten olemme tehneet kuluvan vuoden ennusteisiimme ainoastaan pieniä tarkistuksia ja odotamme liikevaihdon asettuvan 132 MEUR:oon (aik. 133 MEUR) ja oikaistun liikevoiton 20,4 MEUR:oon (aik. 20,6 MEUR). Ennustamme liikevaihdon olevan nykyohjeistuksen alarajalla, emmekä pidä lievää ohjeistuksen laskua poissuljettuna. Sen sijaan tulosoheistuksessa emme näe vastaavaa riskiä North Railin korkeiden marginaalien vuoksi. Vaisuja talouskasvunäkymiä peilaten laskimme kuitenkin lähivuosien kasvun (3-7 %) ja liikevoiton (4-11 %) ennusteita. Yhtiön on mahdollista kiihdyttää kasvuaan myös strategianmukaisilla yritysostoilla, mutta arvioimme lyhyen aikavälin fokuksen olevan North Rail -hankinnan velan sulattelussa. Pääriskinä yhtiölle näemme pakotteiden leviämisen koskemaan North Railin tai Baltian kuljettamia hyödykkeitä (mm. metallit, lannoitteet).

Osake on arvostuksen puolesta alellaarissa

Päivitettyillä ennusteillamme osakkeen oikaistun P/E-luvut vuosille 2023 ja 2024 ovat noin 7x ja 5x. Siten osakkeen tulosperustainen arvostus on varsin halpa nykyiseen tuloskasvunäkymään peilattuna ja näemme arvostuksessa selvää nousuvaraa etenkin ensi vuoteen katsottaessa. Osakkeen nykyhinnalla sijoittaja saa myös kaupan päälle option tulospotentiaallistaan merkittävän pohjoisen reitin palautumisesta pidemmällä aikavälillä. Ilman tätäkin haarukoimamme lähivuosien kokonaistuotto-odotus nousee reippaalla marginaalilla yli tuottovaatimuksemme, mikä tukee vahvaa positiivista näkemystämme osakkeesta. Myös nykyiseen tulostasoon nähden konservatiivinen DCF-laskelmamme indikoima ~1,8 euron osakekohtainen arvo tukee näkemystämme reippaasta potentiaalista.

Suositus

Osta

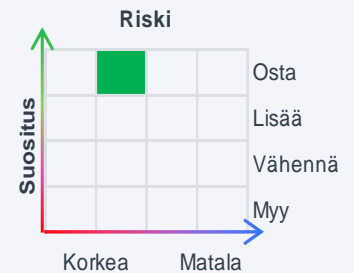
(aik. Osta)

1,25 EUR

(aik. 1,40 EUR)

Osakekurssi:

0,85



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	122,5	132	151	159
kasvu-%	-13 %	7 %	14 %	6 %
EBIT oik.	6,9	20,4	22,0	22,1
EBIT-% oik.	5,6 %	15,5 %	14,6 %	13,9 %
Nettotulos	-1,0	8,6	12,1	11,8
EPS (oik.)	0,03	0,11	0,16	0,15
P/E (oik.)	19,2	7,4	5,4	5,6
P/B	3,6	2,9	2,0	1,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,5 %	5,9 %	7,1 %
EV/EBIT (oik.)	12,8	6,2	5,4	4,9
EV/EBITDA	14,1	5,1	4,4	4,0
EV/Liikevaihto	0,7	1,0	0,8	0,7

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

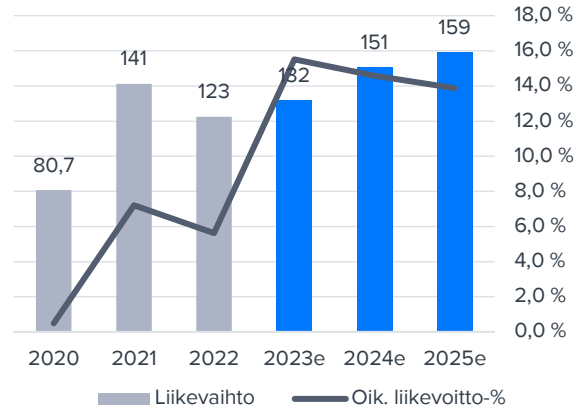
Yhtiö odottaa vuoden 2023 liikevaihdon olevan 132-148 MEUR (2022: 122,5 MEUR) ja vertailukelpoisen liikevoiton olevan 18-21 MEUR (2022: 3,4 MEUR). Lisäksi vertailukelpoisen käyttökatteen yhtiö odottaa olevan 23-26 MEUR (2022: 6,2 MEUR).

Osakekurssi



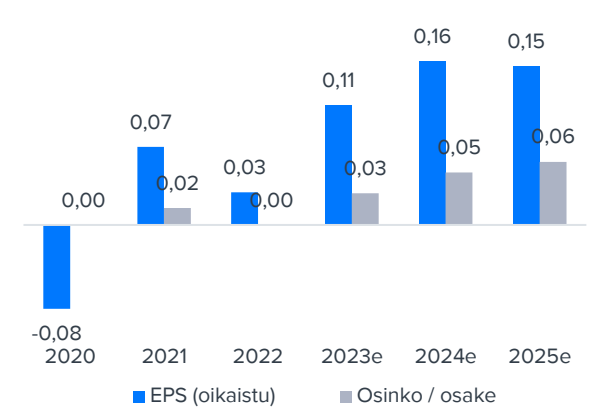
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- EU:n ja Keski-Aasian / Kiinan välisen liikenteen kasvu
- Asiakaskunnan laajentaminen voimakkaammin Keski-Eurooppaan
- North Railin liiketoiminnan kasvu
- Pohjoisen reitin mahdollinen normalisoituminen keskipitkällä - pitkällä aikavälillä
- Kannattavuuden kestävä parantuminen
- Arvostuskuvan muutos käänneystiöstä kasvuyhtiöksi
- Palvelutarjoaman kasvattaminen
- Yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Geopoliittiset riskit liittyen Venäjän ja Ukrainan sotaan (pakotteet ja vastapakotteet, asiakaskäyttäytymisen muutos)
- Aasian junayhteyksien kasvun tyrehtyminen
- Logistiikkahinnat (+/-)
- Maailmantalouden pidempiaikainen negatiivinen kehitys
- Baltian liiketoimintojen, Vuosaaren terminaalin sekä North Railin omistusrakenteiden myötä operatiivisesta tuloksesta valuu myös vähemmistöille tuntuva osuus
- Kokonaisvaltaisesta logistiikka-alan osaamisesta pulaa työmarkkinoilla

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,85	0,85	0,85
Osakemäärä, milj. kpl	78,1	78,1	78,1
Markkina-arvo	66	66	66
Yritysarvo (EV)	127	119	107
P/E (oik.)	7,4	5,4	5,6
P/E	7,7	5,4	5,6
P/B	2,9	2,0	1,6
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	5,1	4,4	4,0
EV/EBIT (oik.)	6,2	5,4	4,9
Osinko/tulos (%)	27,2 %	32,2 %	39,8 %
Osinkotuotto-%	3,5 %	5,9 %	7,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	15-17
Markkinat ja kilpailukenttä	18-22
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	23-26
Ennusteet	27-31
Sijoitusprofiili	32-33
Arvonmääritys	34-37
Taulukot	38-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

Nurminen Logistics lyhyesti

Nurminen Logistics on suomalainen kansainvälisiä logistiikkapalveluita tuottava ja tarjoava yhtiö. Sen palvelutarjoamaan kuuluu mm. rautatielogistiikka sekä terminaali- ja huolintapalveluita.

1886

Perustamisvuosi

2008

Listautuminen

107 MEUR

Liikevaihto H1'23 (TTM)

11,5 MEUR

Oikaistu liikevoitto H1'23 (TTM)

54 % / 19 % / 18 % / 9 %

Baltian liiketoiminnan / Cargo-liiketoiminnan / Rautatieliiketoiminnan / Multimodal Forwarding -liiketoiminnan osuus liikevaihdosta H1'23:lla

195

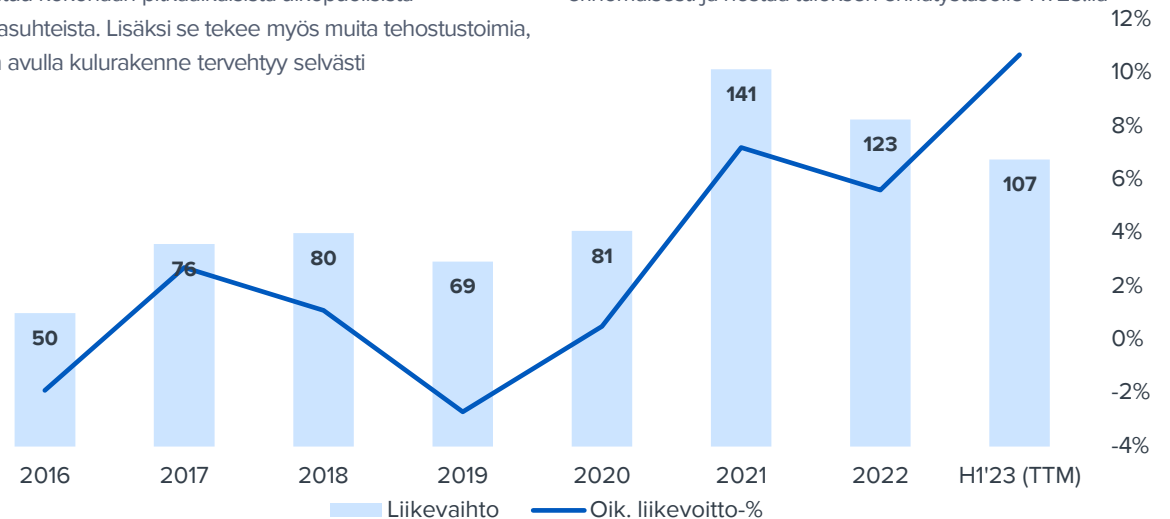
Henkilöstö H1'23:n lopussa

2016-2020

- Nurminen lanseeraa Kiinan ja Aasian junayhteyden, jota lähdetään rakentamaan käytännössä tyhjästä
- Yhtiö luopuu rautatieoperoinnissa omista vaunuistaan ja Venäjän operaatioiden osuus laskee selvästi
- Useita pitkiä kiinteistöjen vuokrasopimuksia selvästi markkinahintoja korkeammilla tasoilla (etenkin Vuosaari), jotka painavat kannattavuutta usean vuoden ajan vuoteen 2020 asti
- Oma pääoma valui negatiiviseksi H1'20:n lopussa, jonka ratkaisemiseksi yhtiö teki suunnatun osakeannin oman pääoman parantamiseksi sekä Vuosaaren terminaalkiinteistön enemmistöosuuden hankkimiseksi
- Yhtiö tekee myös muita kiinteistöjärjestelyjä, joiden myötä se vapautuu kokonaan pitkäaikaisista ulkopuolisista vuokrasuhteista. Lisäksi se tekee myös muita tehostustoimia, joiden avulla kulurakenne tervehtyy selvästi

2021-

- Kiinan ja Aasian konttijunayhteys kiihdyttää voimakkaaseen kasvuun pitkäjänteisen työn ja merirahdin ongelmien myötä vuonna 2021, joka siivittää kannattavuuden hyvälle tasolle
- Samalla yhtiön kansainvälinen liiketoiminta kasvaa merkittävästi vuonna 2021
- Venäjän hyökkäyssodan myötä Suomen ja Kiinan välinen suora junayhteys katkeaa vuoden 2022 aikana, jonka seurauksena liikevaihto ja kannattavuus laskevat
- Yhtiö reagoi tilanteeseen nopeasti avaamalla uuden Venäjän kiertävän konttijunayhteyden Trans-Kaspian-reitin kautta, joka fokuusoituu etenkin Keski-Aasian markkinoille
- Yhtiö hankkii rautatieyhtiö North Railin (aik. Operail Finland) alkuvuodesta 2023. Uuden liiketoiminnan ylösajo sujuu erinomaisesti ja nostaa tuloksen ennätystasolle H1'23:lla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Kansainvälinen logistiikkapalveluyhtiö

Nurminen Logistics on logistiikkapalveluja tarjoava yhtiö, joka toimii Suomessa ja Baltiassa sekä junarahtimarkkinalla Pohjoismaissa sekä Aasian ja Euroopan välisessä liikenteessä. Yhtiö pyrkii toimimaan asiakkaidensa kokonaisvaltaisena kumppanina ja tavoittelee luotettavinta sekä laadukkainta logistiikkapalvelua kaikilla sen liiketoimintasegmenteillä ja -alueilla. Edellisen 12 kuukauden (TTM) liikevaihto sillä oli H1'23:n lopussa 107 MEUR ja oikaistu liikevoitto 11,5 MEUR.

Logistiikka-alan luonteen mukaisesti Nurminen on palveluyhtiö, jonka liiketoimintana on tuottaa sen asiakkaille (kokonaisvaltaisia) logistiikkaratkaisuja tuotteiden siirtämiseen ja tähän liittyvään hallintointiin liittyen. Näin ollen yhtiön organisaatorakenne on kevyt ja yksinkertainen, ja koostuukin pitkälti myynti- ja toimihenkilöistä, sillä yhtiö käyttää palveluiden tuottamisessa myös paljon kumppaneitaan. H1'23:n lopussa Nurmisen palveluksessa työskenteli 195 henkilöä, joista 38 Suomen ulkopuolella.

Liiketoiminnot tukevat hyvin toisiaan

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

Rautatieliiketoiminta sisältää yhtiön konttijunaliiketoiminnan sekä rautatiekuljetukset,

jotka tulivat osaksi yhtiön palvelutarjoamaa alkuvuonna 2023 tehdyn North Rail -yrityskaupan kautta (aik. Operail Finland).

Konttijunaliiketoiminnassa yhtiö fokusoituu Euroopan ja Aasian eri kaupunkien väliseen liikenteeseen sekä Pohjoismaiden (etenkin Norja ja Ruotsi) väliseen liikenteeseen Nordic Hub -palvelukonseptinsa kautta. Yhtiö operoi Euroopan ja Aasian välistä liikennettä nykyisin Trans-Kaspian reitin kautta sen keskeytettyä aikaisemman kasvukärjen eli Venäjän läpi menneen Suomen ja Kiinan sekä muun Aasian välisen suoran junayhteyden Ukrainan sodan myötä. Nordic Hub -palvelukokonaisuus yhdistää myös Pohjoismaiden liikenteen Aasian ja Euroopan väliseen liikenteeseen ja yhtiö olikin H1'23:n aikana aloittanut säännöllisen liikenteen suoraan Ruotsista Keski-Aasiaan.

Konttijuna tarjoaa perinteistä merirahtia nopeamman ja ympäristöystävällisen kuljetusvaihtoehdon asiakasyrityksille. Nurminen myy, suunnittelee ja hallinnoi palvelua, minkä myötä sen oma toiminta keskittyy etenkin asiakaspalveluun ja -hallintaan. Puolestaan palvelun tuottamisessa se käyttää paljon laajaa kumppanuusverkostoaan ja tämän myötä alihankinnan määrä kokonaispalvelusta on huomattava. 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.

Nurminen Logistics ▶▶▶

Yhtiön pääpalvelut:



- Rautatiekuljetukset Aasian ja Euroopan välillä, Pohjoismaissa sekä Baltiassa



- Terminaalipalvelut

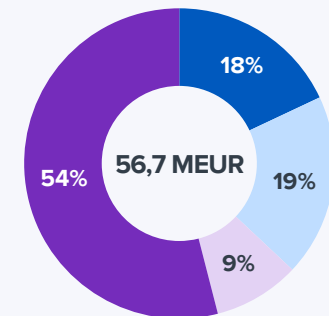


- Huolintapalvelut



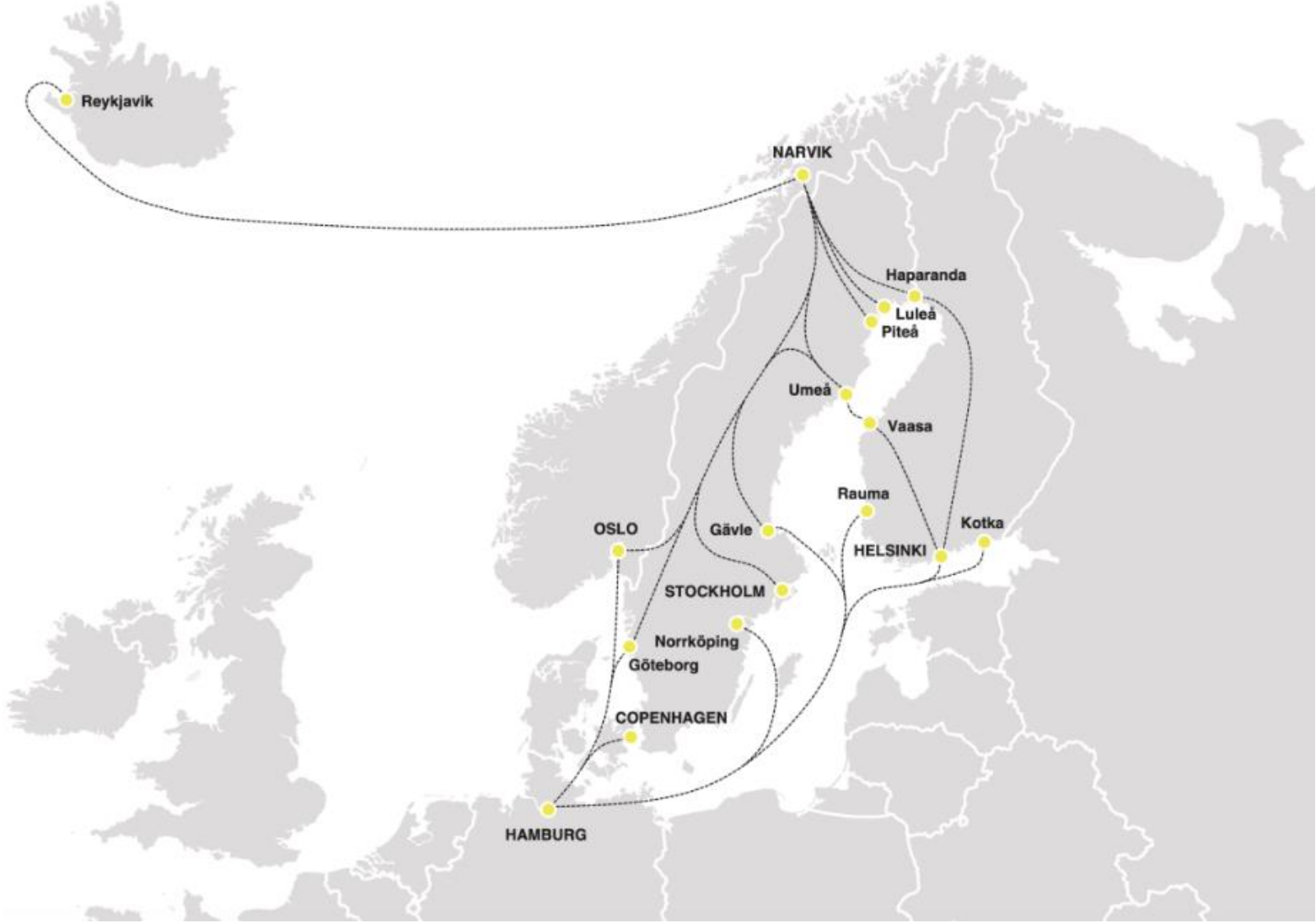
- Multimodal-palvelut

Liikevaihdon jakauma liiketoiminnoittain H1'23:lla

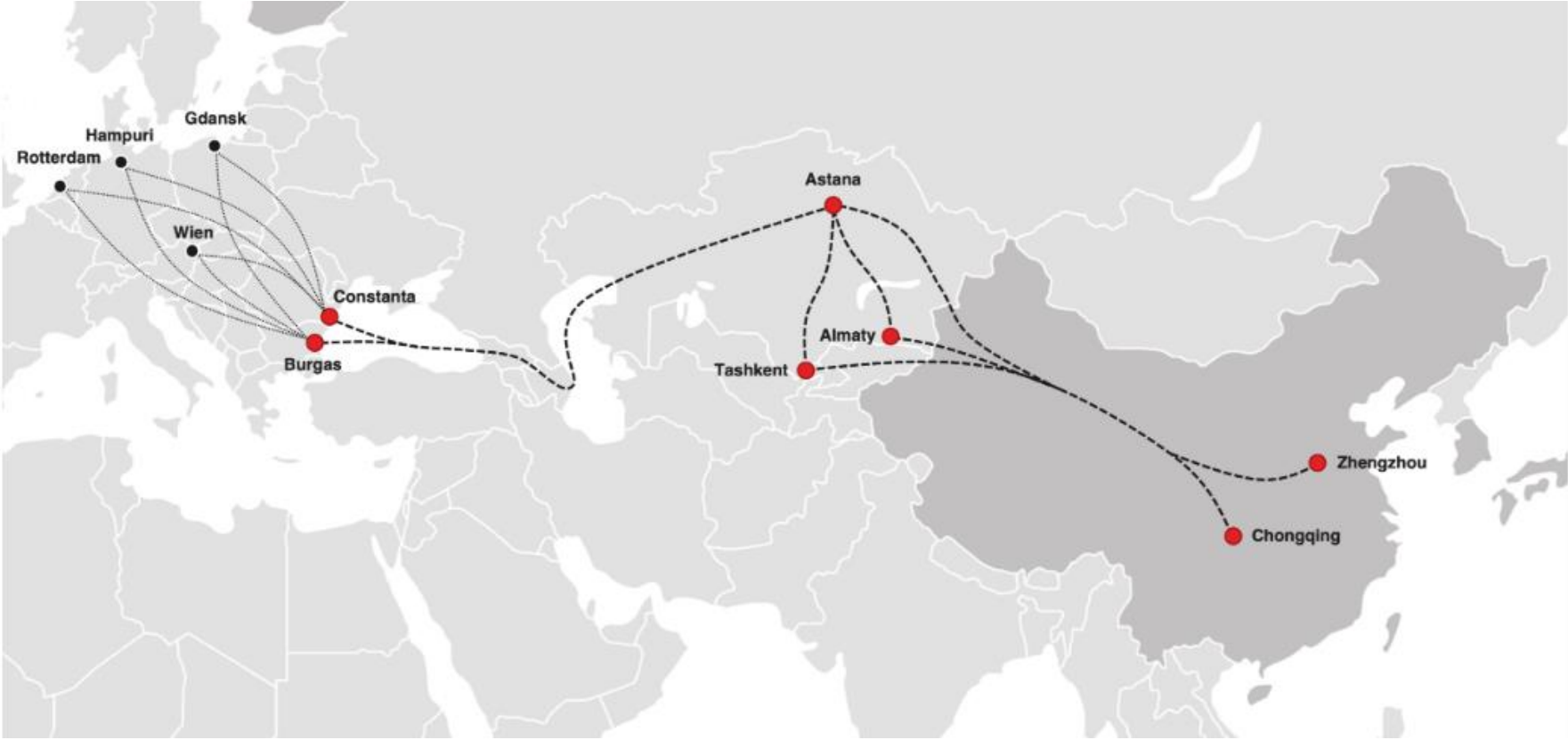


■ Rautatie ■ Cargo ■ Multimodal Forwarding ■ Baltia

Nurmisen Nordic Hub -palvelukokonaisuus ja reitit



Nurmisen Trans-Kaspian -konttijunayhteys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

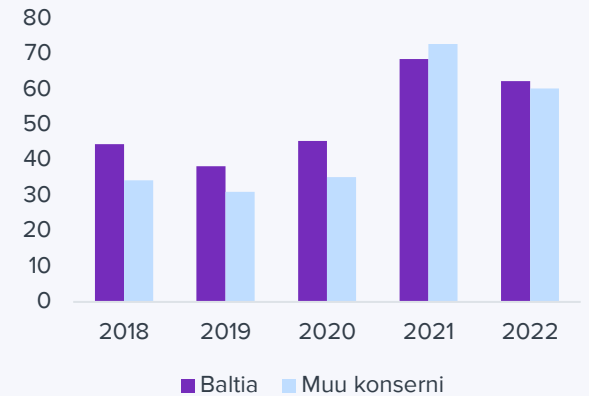
Vastaavasti rautatiekuljetuksissa liiketoiminta muodostuu nykyisin suomalaisten ja länsimaisten asiakasyhtiöiden Venäjältä hankkimien tavaravirtojen Suomen puolen kuljetuksista. Käsitksemme mukaan North Railin kuljettama rahti koostuu pitkälti maailman ruokahuollon kannalta kriittisistä lannoitteista sekä vihreän siirtymän vaatimista metalleista, joita se kuljettaa itärajalta kotimaisille asiakkaille tai vastaavasti Kotkan sataman kautta ulkomaille. Kuljetuksissa se käyttää omistamaansa veturikalustoa (yhteensä 10 omaa veturia ja 2 vuokrattua osto-oikeudella). Arviomme liiketoiminnan katerakenteen olevan nykyisellään erittäin vahva, kun huomioidaan VR:n vetäytyminen idän tavaraliikenteestä, minkä myötä arviomme yhtiön päässeen neuvottelemaan sopimuksia erittäin suotuisassa tilanteessa. Lisäksi yrityskaupan myötä yhtiöllä on tulevaisuudessa mahdollisuus kasvattaa omaa osuuttaan suoran Kiinan junayhteyden arvoketjusta geopolitiittisen tilanteen (ml. asiakaskäyttäytyminen) niin sallissa. Rautatieliiketoiminnan liikevaihto vastasi H1'23:lla 18 % konsernin liikevaihdosta.

Cargo-liiketoiminta (ts. terminaalipalvelut) kattaa mm. vientiliikenteen kontituksia ja tuontiliikenteen käsittelyä yhtiön omistamissa terminaleissa Vuosaaren ja Kotkan satamissa sekä Vainikkalassa, joka on Venäjän raja-aseman läheisyydessä junaradan varressa. Lisäksi yhtiö tarjoaa terminaleissa lisäpalveluita, kuten vaarallisten kemikaalien varastointia (Kotka), uudelleenpakkausta ja näytteenottoa. Yhtiö on saanut viime vuosina tehostettua selvästi terminaaliliiketoimintojaan (mm. tavaroiden läpivirtauksen nopeutta saatu nostettua) ja

kasvatettua lisäarvopalveluiden osuutta liikevaihdosta, mikä on nostanut liiketoiminnan kannattavuuden toimialan mittakaavassa varsin hyvälle tasolle (2022 EBIT-% > 10 %). Heikentyvän suhdanteen myötä volyymeissä saattaa olla kuitenkin lyhyellä aikavälillä painetta, mikä arviomme mukaan tulee näkymään myös osin kannattavuudessa, vaikka odotamme liiketoiminnan kannattavuuden pysyvän edelleen hyvällä tasolla. Terminaalipalveluiden osuus konsernin liikevaihdosta oli 19 % H1'23:lla.

Multimodal Forwarding sisältää yhtiön huolinta- ja multimodaalipalvelut. Käytännössä yhtiön huolintapalvelut sisältävät vienti- ja tuontitullausta sekä transitotullausta. Huolintapalveluissa yhtiö hoitaa asiakkaan kaikki dokumentointitarpeet kansainvälisessä kaupassa. Multimodaalipalveluissa yhtiö vastaavasti toteuttaa useammasta kuljetusmuodosta koostuvia kuljetuksia (esim. juna-laiva-rekka). Multimodaalipalveluita ovat esimerkiksi yhtiön Trans-Kaspian reitin konttijunarahdin laiva- ja rekkakuljetusosuudet. Multimodal Forwardingin kannattavuudesta ei ole saatavilla tietoa, mutta arviomme sen olevan kannattavuusrakenteeltaan varsin terveellä tasolla. Segmentin huolintaliiketoimintaan on vaikuttanut negatiivisesti Venäjän liikenteen vähentyminen Ukrainan sodan myötä, mutta toisaalta arviomme tätä jatkossa tukevan North Railin kasvaneet volyymit. Puolestaan multimodaalipalveluilla näemme hyvät kasvuedellytykset, mikäli yhtiö onnistuu etenkin Euroopan ja Keski-Aasian välisen liikenteen kasvattamisessa. Multimodal Forwardingin osuus konsernin liikevaihdosta oli 9 % H1'23:lla.

Baltian liiketoimintojen osuus konsernin liikevaihdosta (MEUR)



Raportoidun tuloksen jakautuminen*



* Raportoituun tulokseen on viime vuosina sisällytetty suurempia kertaluontoisia positiivisia sekä negatiivisia kertaeriä, mitkä osaltaan sekoittavat lukujen tulkintaa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Baltian liiketoiminnot sisältävät paikallista rautatietologistiikan hallintaa eli samantyyppistä liiketoimintaa, mitä yhtiö tekee myös Euroopan ja Aasian välillä. Tämän lisäksi yhtiö toimii laivausagentteina isoille varustamoille (sis. isojen varustamojen edustaminen, konttiliikenteen hallinnointi ja myynti). Nurmisen omistusosuus Baltian toiminnoista on 51 % ja merkittävänä vähemmistönä toimii paikallinen johto 49 %:n osuudella. Viime vuosina segmentti on tuonut arviomme mukaan keskimäärin suurimman osan Nurmisen tuloksesta. H1'23:lla Baltian liiketoiminnot oli myös selvästi suurin liiketoiminto liikevaihdolla mitattuna vastaten 54 %:sta konsernin liikevaihdosta.

Vähemmistöille merkittävä siivu tuloksesta

Nurmisen osakkeenomistajien kannalta konsernirakenne onkin olennainen tekijä, sillä Baltian liiketoiminnoissa paikallisen johdon omistamat vähemmistöt ovat edellä kuvatusti merkittävät. Viime vuosina Baltian liiketoiminnot ovatkin tuoneet valtaosan konsernin tuloksesta ja tästä johtuen lähes puolet näistä voitoista ja merkittävä osuus kassavirroista (huom. Baltiassa ei ole käytännössä kiinteää omaisuutta ja tämän myötä poistoja, joten sen osuus liiketoiminnan kassavirrasta on tulosta pienempi muiden liiketoimintojen kehittyessä positiivisesti) on valunut Nurmisen osakkeenomistajien ulkopuolelle.

Lisäksi vähemmistöjä kasvatti North Railin hankinta, josta Nurminen omistaa noin 80 % ja muiden suomalaisten sijoittajien osuus on noin 20

%. Siten nykyisellään vahvassa tuloskunnossa olevan liiketoiminnan tuloksesta ja kassavirrasta noin viidesosa kuuluu vähemmistöille. On myös hyvä huomata, että Vuosaaren kiinteistöyhtiössä Ilmarisella on merkittävä vähemmistöomistus (49 %). Tämän merkitys tuloksen jakautumisen kannalta on kuitenkin hyvin vähäinen. Sen sijaan tämä on hyvä havaita Vuosaaren kiinteistön varojen ja velkojen rakenteen osalta.

Logistiikan arvoketju

Logistiikkaprosessi voidaan jakaa eri osiin, joista Nurminen operoi osaa itse ja osan se hoitaa kumppaneiden kautta. Yhtiön 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 varastoinnin, ylläpidon, huollinnan sekä mahdollisia lisäpalveluita (mm. laadunvarmistusta). Olennainen osa keskimmaisessa 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 tavarain käsittely ja mm. ahtaaminen. Kolmannen vaiheen lisäpalveluita ovat tyypillisesti tavaroiden seurantapalvelut ja tullaukset.

North Railin hankinnan myötä Nurmisella on jalansija kaikissa vaiheissa arvoketjua

Nurmisen palvelut kattavat North Railin mukaantulon myötä käytännössä koko edellä mainitun arvoketjun, sillä hankinnan kautta se sai haltuunsa myös arvoketjun alkupään. Samalla rautatiekuljetuksilla on mahdollista tukea keskimmaisena vaiheena liiketoimintoja (nykyisin etenkin huolintapalvelut).

Puolestaan keskimmäistä vaihetta se hallinnoi omien terminaalikiinteistöjensä kautta Vuosaarissa ja Kotkassa sekä paikkariippumattomien huolintapalveluidensa kautta. Puolestaan viimeisessä vaiheessa yhtiön kasvukärkenä toimii Euroopan ja Aasian välinen konttijunaliikenne, vaikka onkin hyvä huomata, että suoran Kiinan junayhteyden katkeamisen myötä liiketoimintasynergiat muiden toimintojen kanssa ovatkin nykyisellään vähäisempiä (vrt. suoran junayhteyden tuoma syöttöliikenne terminaalipalveluihin ja huolintaan). Toisaalta konttijunaliiketoimintaa (myös osin muita palveluita) tukee sen multimodaaliliiketoiminnot (ja vice versa). Uusien liiketoimintojen myötä yhtiöstä onkin muotoutunut varsin kokonaisvaltainen logistiikka-alan toimija ja sen eri liiketoimintojen voikin katsoa tarjoavan tukea toisilleen.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Arviomme mukaan se pyrkii pidemmällä aikavälillä kasvattamaan ennen kaikkea sen osuutta arvoketjun viimeisestä osasta Euroopan ja Aasian välisen junayhteyden myötä (etenkin Suomen ja Kiinan välisen suoran junayhteyden mahdollisen palautumisen yhteydessä). Toisaalta yhtiöllä on H1'23:n verrattuna käsityksemme mukaan vielä huomattavia kasvumahdollisuuksia myös rautatiekuljetusten osalta Suomen sisäisessä liikenteessä. Lisäksi North Railin hankinta tarjoaa arviomme mukaan Nurmiselle mahdollisuuden myöhemmin muun muassa laajentua toimimaan itse veturioperaattorina Suomen puolella Suomen ja Kiinan välisen konttijunan osalta, mikäli liikenne palautuu tulevaisuudessa.

Lisäksi lisäarvopalvelut, kuten vaarallisten kemikaalien varastointi ja näytteenottopalvelut sekä raskaan tavaran käsittelymahdollisuudet mahdollistavat yhtiölle kasvumahdollisuuksia perinteisemmän terminaali palvelun ympärille Rautatieliiketoiminnan syöttöliikenteen ohella.

Asiakaskunta laajentunut, mutta painottuu korkeamman rahdin arvon toimialoille

Nurmisen asiakaskunta on käsityksemme mukaan laajentunut viime vuosina huomattavasti sen palvelutarjoaman ja etenkin Rautatieliiketoiminnan kasvun kautta, mikä on heijastunut myös osaltaan Cargo- ja Multimodal Forwarding -liiketoimintojen asiakaskuntiin (ml. uusasiakashankinta). Arvioimme asiakaskunnassa suurimpina toimialoina olevan kemian-, metalli-, kaivos-, metsä- ja konepajateollisuuden, joiden rahtimäärät ovat korkeita ja myös keskimääräinen rahdin arvokin on suhteellisen korkea. Lisäksi asiakaskuntaan kuuluu paljon pienempiä kappaletavaraa toimittavia

asiakkaita (ml. kuluttajatuotteita) sekä esimerkiksi elintarvikealan toimijoita, jotka hajauttavat asiakasportfoliota. Käsityksemme mukaan yhtiön merkittävimmät asiakkaat ovat myös keskimäärin varsin tunnettuja kansainvälisiä toimijoita, mikä laajahkon toimialahajautuksen myötä tuo vakautta liiketoimintaan. Tästä huolimatta suurimmat asiakastoimialat, kuten myös koko logistiikka-ala, ovat riippuvaisia maailmantalouden suhdanteista, mikä nostaa myös samalla hieman Nurmisen riskiprofilia. Toisaalta arvioimme esimerkiksi lannoitteiden ja metallien olevan kuitenkin suhteellisesti vähemmän riippuvaisia Suomen ja osin myös Euroopan talouskehityksestä. H1'23:lla konsernin liikevaihdosta 11 % tuli Kazzinc LTD:ltä (kaivosyhtiö Glencoren kazakstanilainen tytäryhtiö), joka on arviomme mukaan Baltian liiketoimintojen asiakas ainakin rautatiekuljetuksissa.

Arviomme mukaan asiakastoimialoissa etenkin Rautatieliiketoiminnan osalta ei ole tällä hetkellä merkittäviä kannattavuuseroja, vaikkakin mm. solmittujen asiakassopimusten pituus ja toimitusten aikataulu (esim. viime hetken varaukset kalliimpia) voivat vaikuttaa merkittävästikin hinnoitteluun. Arvioimme etenkin North Railin kysyntätilanteen ja tehtyjen asiakassopimusten tarjoavan yhtiölle jo hyvin näkyvyyttä ainakin ensi vuoden kehitykseen. Oletamme myös Baltiassa tilanteen olevan vähintäänkin kohtuullinen tästä näkökulmasta. Vastaavasti konttijunaliiketoiminnan Euroopan ja Aasian välisen liikenteen osalta arvioimme vaihteluvälin olevan vielä suhteellisen leveä sen kasvuvaiheesta ja globaalien talouden alavireestä johtuen.

Nurmisen suurimmat omistajat 30.9.2023

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Suka Invest Oy	16,2 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	14,9 %
Juha Nurminen (sis. JN Uljas Oy)	11,4 %
K. Hartwall Invest Oy Ab	9,8 %
Avant Tecno Oy	7,4 %
Olli Pohjanvirta (sis. Railcap Oy ja VGK Invest Oy)	6,4 %
Verman Group Oy	3,2 %
Pär-Gustaf Relander	2,3 %
Cyberdyne Invest Oy	2,2 %
Assai Oy	1,8 %

Esimerkkejä Nurmisen asiakkaista



Metso:Outotec



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Puolestaan terminaalipalveluissa yhtiö on saanut käsityksemme mukaan nostettua kiinteän hinnoittelun osuutta (ts. asiakas maksaa tilasta, vaikkei käyttäisi) liikevaihdosta, mikä osaltaan laskee liikevaihdon heilahtelua. Tämän lisäksi yhtiöllä on kuitenkin arviomme mukaan asiakassopimuksia, jotka eivät sisällä volyyymiin tai arvoon sidottuja ehtoja. Siten koko sopimuskanta ei tuo 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. Vastaavasti yhtiön viime vuosina tekemät tehostustoimet tavaroiden läpimenoaikaan on arviomme mukaan myös osaltaan nostanut liiketoiminnan katerakennetta. Yleisellä tasolla terminaaliliiketoiminta on kuitenkin ennen kaikkea volyymivetoista liiketoimintaa, missä kriittistä on riittävän korkea käyttöaste. Siten hidastuva talouskehitys ja sen vaikutukset Nurmisen asiakkaiden liiketoimintaan voivatkin asettaa painetta liiketoiminnan kannattavuuteen viime vuosien tasoilta.

Kulujen joustavuus vaihtelee liiketoiminnoittain

Nurmisen kustannusrakenne on yksinkertainen ja arviomme mukaan yhtiön kokonaiskustannuksista noin 75 % on muuttuvia kuluja ja kiinteiden kustannusten osuus on noin 25 %. Kiinteiksi kustannuksiksi etenkin lyhyellä aikavälillä voidaan

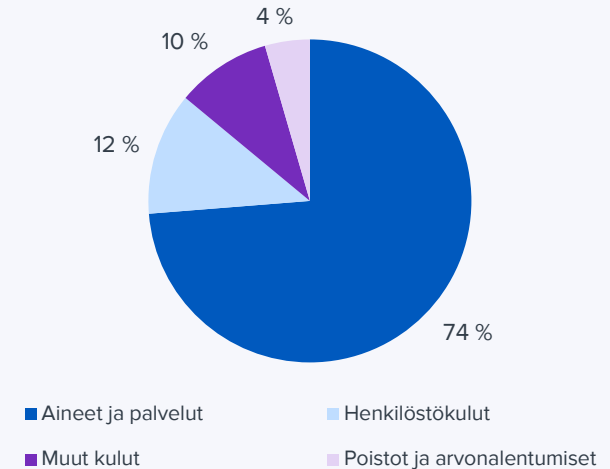
katsoa henkilöstökulut, muut kulut ja poistot, jotka vastasivat H1'23:lla noin 25 % yhtiön kokonaiskustannuksista. Muuttuviin kustannuksiin voidaan sen sijaan lyhyellä aikavälillä katsoa kuuluvan aineet ja palvelut. Kulurakenteen kiinteät osuudet tarjoavatkin yhtiölle kohtalaista operatiivista tulosvipua.

Arviomme mukaan yhtiön kustannusrakenteen joustavuus vaihtelee hyvin paljon liiketoiminnoittain. Esimerkiksi terminaalipalveluissa tai rautatiekuljetuksissa (ts. North Rail) kulurakenne on huomattavasti jäykempi, sillä kuluista merkittävä osuus muodostuu kiinteistöön/kalustoon sekä henkilöstöön liittyvistä kustannuksista. Sen sijaan esimerkiksi konttijunaliiketoiminnan tai Baltian liiketoimintojen osalta merkittävä osa kustannuksista muodostuu alihankintana hankituista palveluista, joiden määrä vaihtelee käytännössä suoraan myyntivolyyymien mukaan. Näissä kiinteät kustannukset muodostuvatkin pääosin henkilöstökuluista sekä myynti- ja markkinointipanostuksista. Tämä yhtälö puolestaan mahdollistaa yhtiölle suhteellisen tehokkaan pääoman käytön ja antaa sille edellytykset tehdä korkeaa pääoman tuottoa.

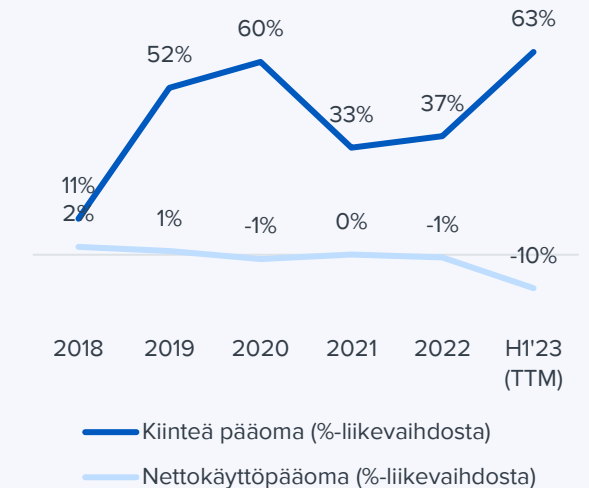
Investoinnit ovat maltilliset, eikä käyttöpääomaa sitoudu olennaisesti

Nurmisen liiketoimintamalli sitoo konsernitason kiinteää pääomaa merkittävässä määrin terminaalikiinteistöihin sekä näihin liitännäisiin maa-alueisiin ja kalustoon. Lisäksi North Rail -hankinnan myötä kiinteän pääoman määrä on kasvanut hankitun veturikaluston myötä.

H1'23:n kustannusrakenne



Pääomien sitoutuminen



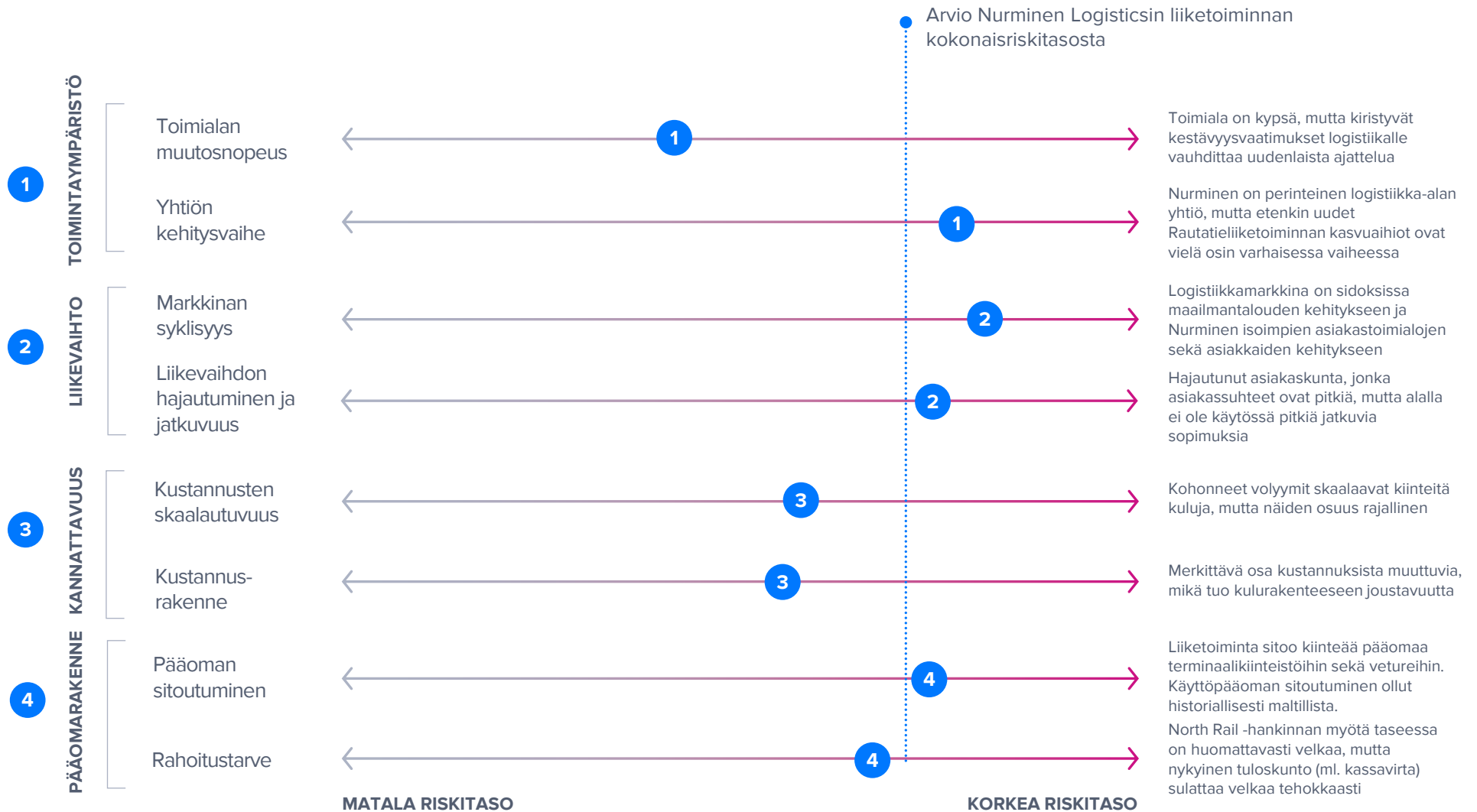
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Nämä ovat kuitenkin mielestämme kokonaisvaltaisen palvelukonseptin ja liiketoimintamallin kannalta välttämättömiä. Lisäksi nykyisessä heikkenevässä markkinassa arvioimme yhtiön hyötyvän terminaalikiinteistöjen omistamisesta kustannuskilpailukyvyyn osalta (vrt. vuokratilat laskevilla käyttöasteilla), vaikkakin tämän vastapainona ne sitovat huomattavasti pääomia. Toisaalta arvioisimme sillä olevan mahdollisuuksia vapauttaa pääomia veturikaluston mahdollisten leasing-sopimusten (vrt. lentokoneet, laivat) tai Vuosaaren terminaalikiinteistön myynnin kautta (kts. tarkemmin Taloudellinen tilanne - kappale), mutta näiden todennäköisyyttä on vaikea arvioida ja pidämmekin niitä nykyisellään lähinnä optioina.

Muilta osin nykyinen liiketoiminta on palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan kevyttä eikä käsittääksemme vaadi merkittäviä investointeja lähitulevaisuudessa, sillä terminaalikiinteistöt ja veturit ovat verrattain uusia. Käytännössä investoinnit kohdentuvatkin käsityksemme mukaan IT-järjestelmiin sekä pienemmissä määrin mm. kalustohankintoihin (esim. trukit) tai oman konttikapasiteetin kasvattamiseen konttijunaliiketoiminnan kasvaessa tavoitellusti. Konttien osalta on hyvä huomata, että yhtiö käyttää toiminnassaan merkittävässä määrin myös kumppaneiden kautta vuokrattuja kontteja. Tämän myötä mahdollinen volyymikasvu Euroopan ja Aasian välisellä junareitillä ei vaatisi juurikaan investointeja ja toisaalta konttijunaliikenteen kasvu mahdollistaisi tehokkaamman liiketoimintaan sitoutuvan pääoman (konttien) kiertonopeuden.

Kasvu sitoisi arviomme mukaan kuitenkin käyttöpääomaa kasvuvaiheessa.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategian keskiössä kansainvälisen palveluverkoston kasvattaminen

Nurminen päivitti alkusyksystä konsernitason strategiaansa, jonka tärkeimpänä tavoitteena on jatkaa kansainvälisen palveluverkoston kasvattamista Euroopassa ja Aasiassa. Samalla yhtiö jatkaa panostamista asiakaskokemuksen, vastuullisuuden ja digitaalisten palveluiden kehittämiseen. Tavoitteena sillä on myös tukea sen asiakkaiden vastuullisuustavoitteita ja kilpailukykyä tarjoamalla rautatieoperoinnin ratkaisuja logistiikan CO2-päästöjen alentamiseen.

Strategian ytimessä ovat etenkin ympäristöstävälliset rautatiepalvelut Pohjoismaiden, Euroopan ja Aasian markkinoilla, joiden kysyntää tukee kasvava ympäristötietoisuus ja kiristyvät päästöraportointiin vaatimukset (esim. Scope 3 -päästöt). Lisäksi yhtiön mukaan sen taloudellinen asema mahdollistaa strategiakauden (2023-2025) aikana myös yritysostot.

Rautatieliiketoiminta on yhtiön kasvukärki

Mielestämme strategia on varsin looginen, sillä Nurminen on jo pidempään fokusoitunut liiketoiminnassaan rautatiepalveluiden ympärille, mihin myös sen merkittävimmät kasvuaihiot keskittyvät (mm. Euroopan ja Aasian sekä Pohjoismaiden välinen konttijunaliikenne Nordic Hub -palvelukonseptin kautta, North Rail). On myös hyvä huomata, että yhtiön muiden liiketoimintojen kasvunäkymät ovat orgaanisesti huomattavasti rajallisemmat, vaikka

rautatiepalveluiden kautta mahdollisesti kasvava syöttöliikenne tukee osittain niiden kasvua.

Omilla konttijunapalveluillaan yhtiö pyrkii parantamaan sen asiakkaiden kilpailukykyä mahdollistamalla niille lyhyemmät tilaus- ja/tai toimitusajat, mikä puolestaan mahdollistaa tuotannon läpimenoaikojen supistamisen sekä käyttöpääoman vapautumisen (ml. käyttöpääoman rahoittaminen). Toisaalta samalla myös asiakkaiden omien varastotilojen tarve vähenee, kun tavaroiden liikuttaminen nopeutuu verrattuna perinteiseen merirahtiin.

Toisaalta yhtiön kasvumahdollisuuksia rajoittaa ainakin toistaiseksi Suomen ja Kiinan välisen suoran junayhteyden poissaolo. Geopoliittisen tilanteen takia yhteyden palautumisen aikatauluun on kuitenkin käytännössä mahdotonta ottaa kantaa, mutta lyhyellä tai edes keskipitkällä aikavälillä tämä vaikuttaa mielestämme nykytilanteessa epätodennäköiseltä, kun huomioidaan myös asiakaskäyttäytymisen muutokset.

Sen sijaan yhtiön tekemä työ Pohjoismaiden ja Keski-Euroopan asiakashankinnan osalta on käsittääksemme alkanut pikkuhiljaa tuottamaan tulosta. Tämä on puolestaan heijastunut Trans-Kaspian reitillä hiljalleen kasvaneina volyymeinä, jotka ovat kuitenkin vielä kaukana suoran Suomen ja Kiinan välisen junayhteyden tasosta. Emme myöskään kokonaisuutena usko Trans-Kaspian-reitin omaavaan vastaavaa potentiaalia suoraan junayhteyteen verrattuna jo sen monimutkaisuuden ja rajallisemman nopeuden

takia. Myös esimerkiksi hidastuneen maailmantalouden takia merirahdin hinnat ovat laskeneet voimakkaasti, minkä takia vaihtoehto ei ole kovinkaan houkutteleva paikkoihin minne merirahti on mahdollista (mm. Kiina). Sen sijaan Keski-Aasian markkinoille (esim. Kazakstan ja Uzbekistan), mihin ei ole suoraa meriyhteyttä, tarjoaa reitti huomattavasti merirahtia nopeamman vaihtoehdon. Tämän myötä myöskään merirahti ei ole näille markkinoille suora kilpailija, joka arviomme mukaan tukee myös Nurmisen hinnoittelumahdollisuuksia.

Puolestaan pidemmällä aikavälillä näemme yhtiön tekemien myyntipanostusten ja kasvaneen markkina-alueen (Keski-Eurooppa) tarjoavan huomattavia mahdollisuuksia Euroopan ja Aasian väliseen konttijunaliikenteeseen. Näemmekin yhtiölle mahdollisuuksia avata suoria konttijunareittejä Keski-Euroopan ja Aasian välille tulevaisuudessa, mikäli se onnistuu kasvattamaan Keski-Euroopan asiakashankinnassaan. Tämänkin realisoituminen toki edellyttäisi geopoliittisen tilanteen normalisoitumista. Lisäksi arvioimme yhtiön pyrkivän avaamaan uusia reittejä osin Manner-Euroopan sisällekkin (vrt. Pohjoismaiden välinen konttijunaliikenne).

Vastaavasti North Railin osalta odotamme Nurmisen pyrkivän sementoimaan asemansa nykyisillä reiteillä sekä hiljalleen kasvattavan osuuttaan myös Suomen sisäisessä liikenteessä, mikäli yhtiö löytää houkuttelevia markkinataskuja.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Yritysosot osana kasvustrategiaa

Yhtiö vihjaili jo H1-tuloksen yhteydessä, että sen nykyinen kannattavuus ja kasvanut markkinatuntemus mahdollistaa sille liiketoiminnan laajentamisen Pohjoismaissa myös yrityskauppojen avulla. Tässä kohtaa mahdollisten tulevien yrityskauppojen profiileja on kuitenkin vaikea määrittää, sillä arviomme mukaan yhtiö tutkii potentiaalisia kohteita varsin laaja-alaisesti (vrt. North Rail). Arviomme mukaan nämä tulisivat kuitenkin keskittymään kansainvälisen liiketoiminnan kasvun tukemiseen.

Lyhyellä aikavälillä Nurmisella on kuitenkin vielä sulateltavaa North Rail -hankinnan osalta (H1'23 korollinen nettovelka ml. IFRS 16: 47,7 MEUR, nettovelkaantumisaste ml. IFRS 16: 163 %), mutta sen nykyinen tuloskuunto (ml. kassavirta) sulattaa velkaa varsin tehokkaasti. Arviomme mukaan nykyinen velkaantuneisuus rajoittaa kuitenkin ainakin isompia kauppvoja pitkälle vuoden 2024 puolelle.

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Nurminen julkaisi samalla päivitettyt pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteensa vuosille 2023-2025, jotka ovat:

- **Kannattavuus:** Liikevoitto (EBIT) % yli 13 %
- **Tase- ja rahoitusrakenne:** Omavaraisuusaste yli 40 %, nettovelkaantumisaste alle 80 %, nettovelat / käyttökate alle 2,0x
- **Osinkopolitiikka:** Kasvava euromääräinen osinko

Tavoitteissa on yhtiön mukaan otettu huomioon

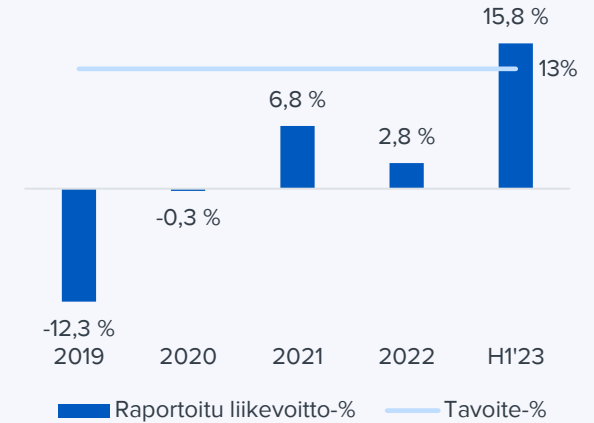
omistaja-arvon kestävä kasvu. Lisäksi niissä on huomioitu Suomen sisäiset ja kansainväliset kasvunäkymät sekä valmiudet yritysostoihin Suomessa ja ulkomailla. Isot yrityskaupat tai investoinnit saattavatkin sen mukaan hetkellisesti heikentää tase- ja rahoitusrakenteeseen liittyviä tunnuslukuja.

Arviomme mukaan tavoitteet kuvastavat myös North Railin mukaantulon myötä muuttunutta liiketoimintarakennetta (sis. arvioimamme North Railin nykyinen erittäin korkea kannattavuus). Puolestaan kasvutavoitteen puuttumista arviomme selittävän sen, että yhtiö pyrkii kasvamaan strategiakaudellaan yrityskauppojen kautta, minkä myötä esimerkiksi vuositason kasvun ennakoiminen on haastavaa.

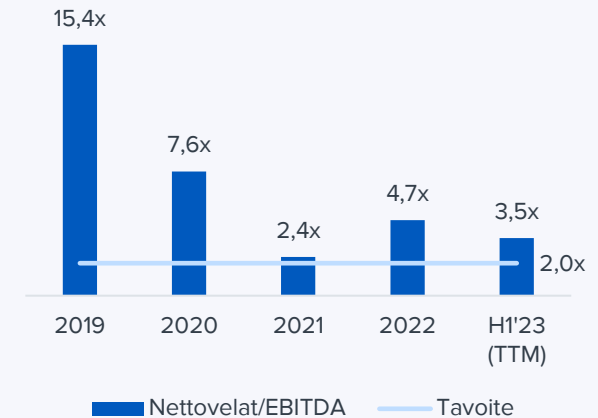
Kannattavuustavoitteessa huomioitu liiketoiminnan kasvu ja mahdolliset yritysostot

Nurmisen nykyiseen tuloskuuntoon peilattuna kannattavuustavoitetta ei voi pitää erityisen haastavana ja alkuvuonna yhtiö ylittikin selvästi päivitetyn tavoitteen (H1'23 oik. EBIT-%: 16,3 %). On kuitenkin hyvä huomioida, että alkuvuonna yhtiön liikevaihtotaso (H1'23: 56,7 MEUR) oli suhteellisen maltillinen kuluvaan vuoteen ohjeistukseenkin peilattuna (132-148 MEUR), jonka myötä arviomme liikevaihtorakenteen tukeneen yhtiön kannattavuutta H1:llä (ts. North Railin osuus suurempi). Odotamme North Railin kasvun jatkuvan myös loppuvuonna, mutta arviomme sen suhteellisen osuuden liikevaihdosta kuitenkin laskevan, minkä arviomme hieman dilutoivan marginaaleja H2:n aikana.

Raportoidun liikevoitto-%:n kehitys ja tavoitetaso



Nettovelat/EBITDA kehitys ja tavoitetaso



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Arvioimmekin päivitetyn tavoitteen ottavan huomioon sen, että yhtiön muut liiketoiminnot ovat katerakenteeltaan hyvin erilaisia North Railiin verrattuna ja niiden marginaalipotentiali (etenkin myyntikate) on myös rajallisempi. Tätä kautta etenkin kansainvälisen konttijunaliiketoiminnan suhteellinen kasvu liikevaihdosta tulisi arviomme mukaan dilutoimaan marginaalipotentialia, vaikka kasvun toteutuminen nostaisikin absoluuttista tulosta. Pidämme tavoitetta kuitenkin realistisena ja nykyisillä ennusteillamme odotamme yhtiön yltävän kannattavuustavoitteeseen strategiakauden jokaisena vuotena. Tämä kuitenkin luonnollisesti vaatii taakseen, ettei North Railin liiketoiminnassa tapahdu suurempia muutoksia, sillä arviomme mukaan muiden liiketoimintojen kannattavuuspotentiali on sen nykyistä tasoa merkittävästi rajallisempi. Toisaalta tämä myös edellyttää, että muiden liiketoimintojen kannattavuustasoissa ei tapahdu oleellisia heikkenemisiä esimerkiksi volyymien laskiessa makrotalouden jarruttaessa.

Pidämme myös todennäköisenä, että mahdolliset yritysostot olisivat kannattavuusrakenteeltaan lähempänä muiden liiketoimintojen katerakenteita, mikä on myös otettu huomioon tavoiteasetannassa.

Nykyinen tulokunto vahvistaa tasetta nopeasti

Vastaavasti tase- ja rahoitusrakenteen osalta tavoitteet ovat mielestämme yleisesti varsin järkevällä tasolla. Nykyisillä ennusteillamme odotamme yhtiön myös yltävän tavoitteisiin varsin nopeasti ja sen saavuttavan tavoitteen

nettovelat/käyttökatteen osalta vuoden 2023 lopussa. Vastaavasti omavaraisuusaste- ja nettovelkaantumistavoitteiden odotamme toteutuvan melko selvästi vuonna 2024. Ennusteamme eivät kuitenkaan sisällä mahdollisten yritysostojen vaikutusta.

Yhtiöllä edellytykset kasvavaan voitonjakoon

Puolestaan nykyinen sekä ennustamamme tulokunto ja kassavirta sekä nykyliiketoiminnan vaatimat suhteellisen maltilliset investointitarpeet (veturit ovat uusia ja Vuosaaren kiinteistö on myös suhteellisen tuore) huomioiden yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset kasvavaan voitonjakoon. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että nykyinen North Railin -hankinnan myötä tullut velan sulattelu sekä epäorgaaniset kasvutavoitteet voivat hieman rajata voitonjaon lähtötasoa. Tähän toki vaikuttaa myös mahdollisten yritysostojen kokoluokka.

Käsityksemme mukaan kasvavalla euromääräisellä osingolla viitataan yhtiön maksamien absoluuttisten osinkojen kokonaismäärään. Tämän taustalla arviomme olevan puolestaan olevan mahdolliset suuremmat yrityskaupat ja näiden myötä mahdollinen osakemäärän kasvu (sis. oman osakkeen käyttö maksuvälineenä / mahdollinen oman pääoman kerääminen), mutta tämän todennäköisyyttä on vaikea arvioida tässä kohtaa.

Markkinat ja kilpailukenttä 1/5

Potentiaalinen markkina on yhtiön kokoon nähden suuri

Nurmiselle olennaisten markkinoiden eli Suomen (sis. vienti Suomesta ja tuonti Suomeen sekä transitoliikenne), Baltian ja muiden lähialueiden (ml. Pohjoismaat ja Keski-Eurooppa) logistiikkamarkkinoiden koko on yhtiön mittakaavassa suuri. Markkinan kokoa heiluttaa kuitenkin merkittävästi yleinen talouden kehitys, joka heijastuu maailmankaupan myötä viennin ja tuonin volyymeihin.

Tullin mukaan Suomen tavaraviennin ja -tuonin yhteisarvo oli vuonna 2022 noin 174 miljardia euroa, joka kasvoi selvästi edellisvuoden noin 141 mrd. euron tasosta etenkin inflaation myötä nousseiden hintojen takia volyymikehityksen oltua suhteellisesti maltillisempaa. Logistiikan osuus tästä kokonaismarkkinasta on kuitenkin rajallinen ja riippuvainen laskutavasta. Tämä antaa kuitenkin kuvaa markkinan suuruudesta, vaikka kuluvana vuonna tuonti- ja vientivolyyymeissä on luultavasti painetta alaspäin makrotalouden jarruttaessa.

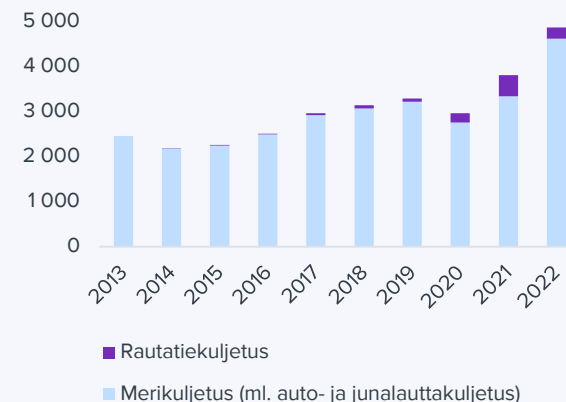
Yhtiön potentiaalista markkinaa kasvattaa myös merkittävästi Euroopan ja Aasian välinen konttijunaliikenne. Nurminen on esimerkiksi itse aikaisemmin arvioinut, että sen rahtijunayhteyden relevantin Euroopan markkina-alueen (Pohjoismaat, Pohjois-Saksa sekä osa Pohjois-Euroopasta) välinen kaupankäynti Kiinan kanssa vuositasolla olisi ollut noin 70 mrd. euroa (ennen voimakasta inflaatiota). Tästä arvosta puolestaan merkittävä osa kuljetetaan konteilla (arviolta 40-50 mrd. euroa) ja yhtiön mukaan rautateitse kuljetettavan rahdin osuus tästä oli useita

miljardeja (ennen Ukrainan sodan syttymistä). Yhtiö arvioi myös aikaisemmin rautatierahdin osuuden ja arvon kasvavan useita kymmeniä prosentteja vuodessa megatrendien tukemana (mm. vastuullisuusvaatimukset) ja siten rautatierahdilla voitaisiin pystyä kuljettamaan arviolta 5-10 % merirahdin määrästä Euroopan ja Kiinan välisellä reitillä. Arvioimme kasvukuvan kuitenkin muuttuneen merkittävästi ainakin toistaiseksi Ukrainan sodan myötä. Nykyistä Euroopan ja Aasian (ml. Keski-Aasia) välistä junarahdin markkinakokoa onkin erittäin vaikea arvioida, mutta arviomme mukaan se on murto-osa merirahdistä.

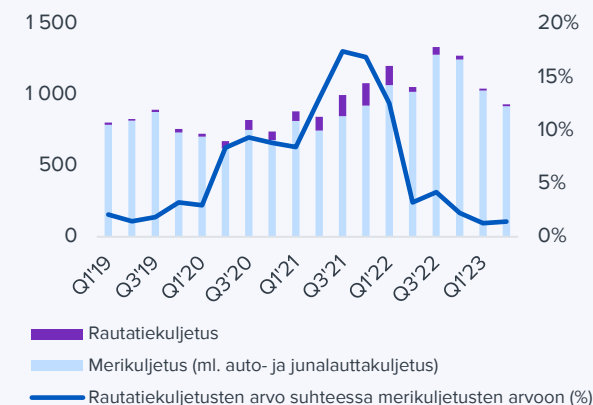
Arviomme mukaan myös logistiikan osuus tästä Kiinan ja Euroopan välisestä konttiliikenteestä lasketaan miljardeissa euroissa. Lisäksi markkinaa kasvattaa vielä etenkin Nurmisen viime vuosien maantieteellinen laajentuminen Pohjoismaiden väliseen konttijunaliikenteeseen sekä laajentuminen vahvemmin Keski-Euroopan markkinoille sekä North Railin mukaantulo.

Siten kokonaismarkkinan koko ei tulekaan rajaamaan Nurmisen kasvumahdollisuuksia vielä pitkään aikaan. Yhtiön kasvu ei ole myöskään pidemmällä aikavälillä sidoksissa Suomen tuonin ja viennin kasvuun Rautatieliiketoiminnassa, vaan markkinaosuuden voittamiseen perinteisemmältä merirahdilta sekä uusien reittien avaamiseen. Kasvukuvan realisoituminen on kuitenkin ainakin osin sidoksissa geopoliittisen tilanteen kehitykseen (ml. Ukrainan sota sekä yleisesti kasvaneet poliittiset jännitteet). Vastaavasti Suomen tuonnilla ja viennillä on vaikutusta terminaali- ja huolintapalvelujen kehitykseen.

Kiinan ja Suomen välisen konttirahdin kuljetusten tilastoarvot (MEUR)



Kiinan ja Suomen välisen juna- ja merikonttirahdin kuljetusten tilastoarvot (MEUR)



Markkinat ja kilpailukenttä 2/5

Suomen ja Kiinan välisen konttirahdin arvo kasvanut melko tasaisesti ennen inflaatiota

Olemme tarkastelleet Suomen ja Kiinan välisen konttirahdin kehitystä (kts. myös edellisen sivun graafit), sillä Kiina oli Nurmisen aikaisemman kasvukärjen eli Suomen ja Aasian välisen suoran konttijunaliikenteen päämarkkina. Siten tämä mielestämme kuvastaa parhaiten myös Nurmisen pidemmän aikavälin potentiaalia geopolittisen tilanteen mahdollisesti normalisoituessa.

Tullin tilastojen mukaan Kiinan ja Suomen välisen konttirahdin (sis. meri- ja rautatierahti) kuljetusten tilastoarvo on vuosina 2011-2020 ollut 2,2-4,9 mrd. euron välissä. Konttirahdin arvo oli 2010-luvun loppupuolella nousujohteista ennen koronapandemian sotkemaa vuotta 2020. Sen sijaan vuonna 2021 ja etenkin vuonna 2022 tilastoarvot kääntyivät jälleen nousuun, jota viime vuonna tuki etenkin voimakkaan inflaation myötä nousseet tuotteiden hinnat.

Konttirahdiliikennettä on historiallisesti dominoinut perinteinen merirahti. Vasta viime vuosina rautatiekuljetukset nostivat päätään ja etenkin vuosina 2020-2021 markkina oli voimakkaassa kasvussa, jonka taustalla arvioimme olleen Nurmisen Kiinan junayhteyden avaamisen. Arviomme mukaan kuljetusmuotoa tuki vuonna 2021 myös osin merirahdin logistiset haasteet. Sen sijaan Ukrainan sodan syttymisen jälkeen junarahdin volyymit ovat laskeneet varsin nopeasti erittäin mataliksi.

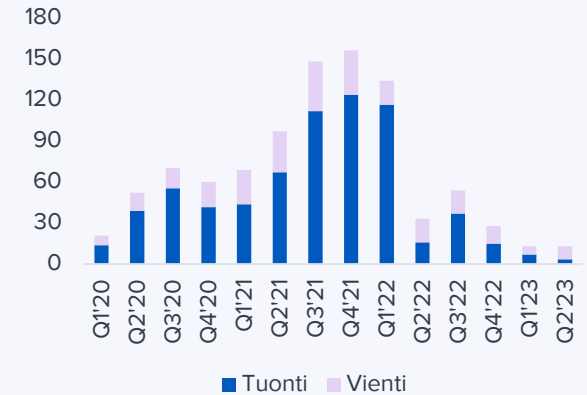
..

Junarahdin merkittävin kilpailija on merirahti

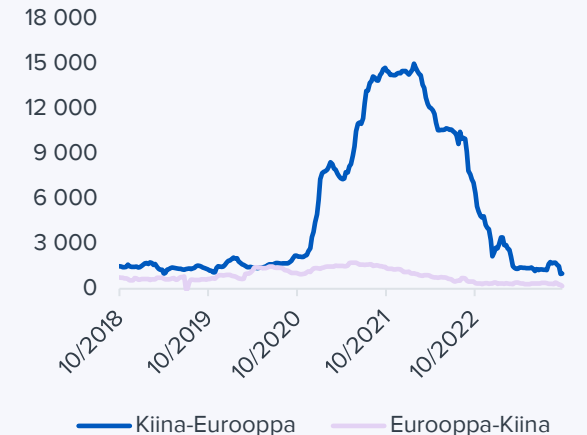
Etenkin Euroopan ja Aasian välisen junarahdin merkittävin kilpailija on perinteinen merirahti. Pienemmissä määrin junarahti kilpailee myös lentorahdin kanssa, mutta lentorahdattava tavara yleensä vaatii luonteensa tai toimitusajan puolesta erikoiskäsittelyä. Puolestaan Nurmisen aikaisemman suoran junayhteyden näkökulmasta suorien kilpailijoiden määrä oli hyvin vähäinen, koska yhtiö käytännössä loi uutta markkinaa etenkin Kiinasta (ja vähemmissä määrin muualta Aasiasta) Suomeen ja myös osin Pohjois-Eurooppaan suuntautuvalla liikenteellä. Käsitksemme mukaan Euroopan ja Aasian välisessä rahtijunaliikenteessä on kuitenkin muutamia toimijoita (esim. Maersk), mutta yleisesti markkina on vielä varhaisessa vaiheessa ja kehitystä todennäköisesti jarruttaa myös nykyinen geopolittinen tilanne, mikä osaltaan rajaa kaikkien toimijoiden kasvupotentiaalia. Uusien toimijoiden murtautuminen markkinoille on myös hankalaa pienellä kapasiteetilla, sillä kannattavuus vaatii taakseen volyymejä. Lisäksi kumppanuusverkostojen ja etenkin asiakassuhteiden rakentaminen vaatii aikaa.

Junarahti on kuitenkin arviomme mukaan selvästi perinteistä merirahtia kalliimpi vaihtoehto normaalioloissa, minkä takia palvelu kohdistuukin arvokkaamman rahdin kuljetukseen (kontin arvo useita kymmeniä tuhansia euroja). Normaalioloissa hintaerosta johtuen bulkkituotteiden (mm. sellun) kuljettaminen junarahdilla ei olekaan taloudellisesti järkevää. Tästä johtuen junarahdin kohderyhmänä on arvokkaamman sisällön kuljetukset (esim. teollisuuden koneet).

Kiinan ja Suomen välisen junarahtikonttien arvonkehitys (MEUR)



Merikonttien hintakehitys (FEU, USD)



Markkinat ja kilpailukenttä 3/5

Nykyisellään junarahti ei kuitenkaan normaalioloissa pysty kilpailemaan hintaperusteisesti merirahdin kanssa, vaan esimerkiksi Nurminen pyrkii voittamaan markkinaosuutta näissä kohderyhmissä merirahdilta etenkin toimitusnopeuden ja -varmuuden parantamisen kautta. Toisaalta on myös 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 10-15 000 konttia.

Nurminen voi myös tulevaisuudessa osaltaan voittaa markkinaosuutta lentorahdilta tietyissä segmenteissä, kuten tiettyjen elintarvikkeiden kuljetusten osalta lämpösäädeltujen konttien ansiosta (mm. sopimus Narvikin sataman kanssa). On myös hyvä huomata, että nykyisistä pidempien matkojen kuljetusmuodoista (lento-, meri-, junarahti) junarahti on muita vaihtoehtoja ympäristöystävällisempi vaihtoehto ja siten kiristyvän regulaation pitäisi käytännössä tukea kuljetusmuodon kehitystä.

Nurmisella voidaan periaatteessa nähdä olevan luontainen kilpailuetu Pohjois-Euroopan ja Aasian välisessä rahtijunaliikenteessä Suomen rataverkon kuuluessa käytännössä samaan 1520 (Suomessa 1524 mm) raideleveyteen Venäjän ja Kazakstanin kanssa (raideleveys vaihtuu Kiinan rajalla). Tämä puolestaan tekee reitistä nopeamman ja edullisemman, kuin Keski-Euroopasta tullessa (raideleveys vaihtuu kaksi kertaa). Lisäksi on hyvä huomata, että Suomeen merirahti kulkee tyypillisesti Euroopan suurten satamien kautta selvästi valtamerilaivoja pienemmillä rahtilaivoilla,

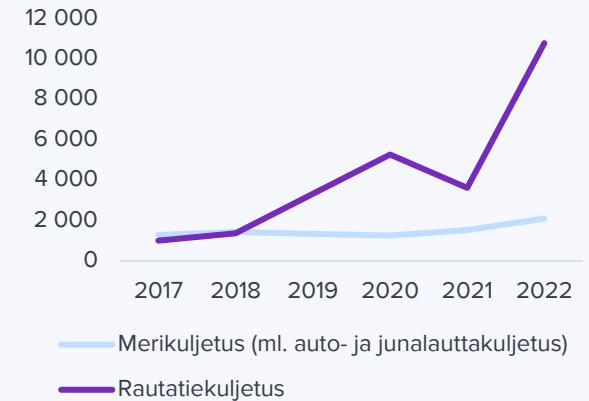
mikä osaltaan myös vaikuttaa kuljetusaikaan. Yhtiö ei kuitenkaan nykyisen geopoliittisen tilanteen takia pysty hyödyntämään tätä liiketoiminnassaan nykyisellään ja reitin palautumisen ajankohtaan ja toiselta kuljetusmuodon suosioon tällöin on erittäin vaikea ottaa kantaa.

Suomen rautatiekuljetusten markkina

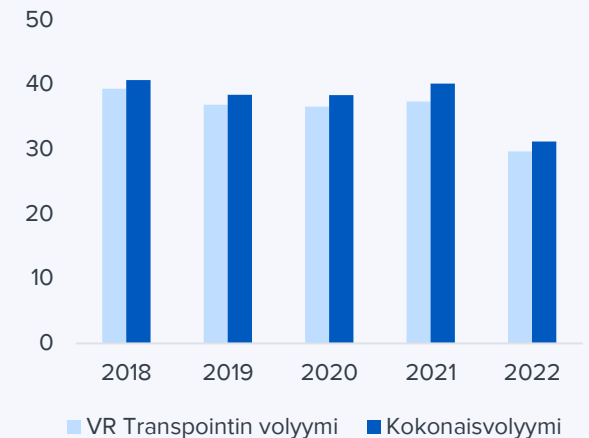
Väyläviraston mukaan Suomen rautateiden tavaraliikenteen kuljetusten vuotuinen tonnimäärä pyöri vuosina 2018-2021 noin 40 miljoonassa tonnissa, kun taas viime vuonna volyymit laskivat noin 31 miljoonaan tonniin VR:n irtaannuttua idän tavaraliikenteestä kokonaan vuoden 2022 aikana. Puolestaan suhteuttamalla tämä VR:n raportoitujen rautatiekuljetusten kokonaisvolyymeihin, olisi VR Transpointin markkinaosuus kuljetuksista ollut viime vuosina peräti noin 95 %. Vastaavasti VR Transpointin liikevaihto pyöri viime vuosina ennen inflaation kiihtymistä noin 400 MEUR:ssa (vuonna 2022 noin samalla tasolla, vaikka rautatiekuljetusvolyymit laskivat 20 %), mutta on hyvä huomata, että noin 10 % VR Transpointin kokonaisvolyymeistä muodostui maantiekuljetuksista. Kokonaisuutena tämä antaa kuitenkin mielestämme kuvaa kokonaismarkkinan koosta yhtiön historiallisen hallitsevan markkinaosuuden kautta.

Puolestaan VR:n vuoden 2022 vuosikertomuksen mukaan Transpointin rautatiekuljetusvolyymeistä noin kolmannes (ts. karkeasti noin 12 miljoonaa tonnia viime vuosien volyymeihin peilaten) on ollut idänliikennettä eli vienti-, tuonti- ja transitokuljetuksia Suomessa.

Kiinan ja Suomen välisen meri- ja junarahdin kuljetusten arvonkehitys (€/tn)



Suomen rautateiden tarvaliikenne (miljoona tonnia)



Markkinat ja kilpailukenttä 4/5

Kyseessä on myös markkina, johon North Rail on tällä hetkellä keskittynyt. Siten, vaikka yhtiö ei toimikaan Venäjälle suuntautuvassa vienti- tai transitokuljetuksissa, on markkinan koko arviomme mukaan huomattava. Nurminen kertoi North Rail -hankinnan yhteydessä hankkineensa 9 voimakasta linjaveturia sekä ratapihaveturia, joilla voidaan kuljettaa Suomessa noin 5 miljoonaa tonnia rautatierahtia vuodessa. Tämän jälkeen yhtiö on edelleen kasvattanut veturikapasiteettiaan (nykyisin 12 veturia) asiakastarpeen kasvettua elokuussa 2023, jonka myötä sen vetokapasiteetti on edelleen kasvanut. Olettamalla, että Suomen rautateiden tavaraliikenteen volyymit ovat ainakin toistaiseksi laskeneet idän tavaraliikenteen laskeneiden volyymien takia, voisi North Railin markkinaosuuden arvioida olevan täydellä kapasiteetilla karkeasti 15-20 %. North Railin kapasiteetin käyttöasteita on kuitenkin yhtiön ulkopuolelta erittäin vaikea arvioida.

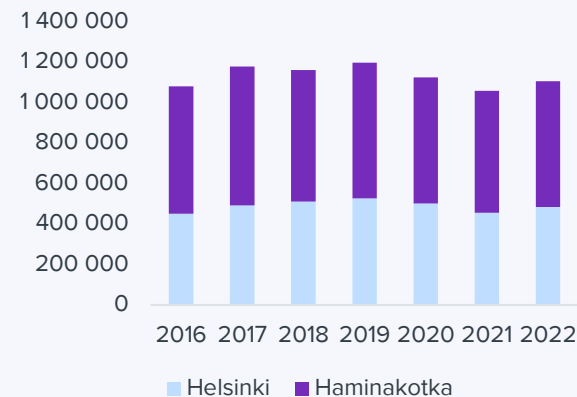
Puolestaan kilpailutilanteen osalta yhtiö on kommentoinut, että North Railin veturien vetokapasiteetti on selkeästi muita Suomen markkinatoimijoita (VR Transpoint, Fenniarail) suurempi, mikä antaa sen mukaan sille kestävästä kilpailuetua. Lisäksi alalle tulon kynnyksiä kasvattavat toiminnan ylösajon korkeat kustannukset (veturit), tarvittavien lupien saanti (arviomme mukaan useampi vuosi), osaavan henkilökunnan saaminen sekä asiakashankinta. Tässä mielessä North Rail onkin tällä hetkellä asemoitunut markkinaan arviomme mukaan erittäin hyvin.

Sen sijaan riskeinä liiketoiminnalle voidaan nähdä mahdollinen idän tavaraliikenteen volyymien lasku

esimerkiksi pakotteiden/vastapakotteiden mahdollisen laajentumisen kautta koskemaan yhtiön käsittelemiä tuoteryhmiä (mm. vihreän siirtymän vaatimat metallit ja lannoitteet). Tämä vaikuttaa mielestämme kuitenkin melko epätodennäköiseltä enää tässä vaiheessa ilman tilannekuvan suurempaa muutosta. Lisäksi volyymien vähentymiseen voisi luonnollisesti vaikuttaa, mikäli tuotteita alettaisiin kuljettamaan suuremmissa määrin vaihtoehtoisia reittejä pitkin (esimerkiksi Venäjän satamien kautta), mutta ainakin toistaiseksi tämäkin vaikuttaa melko epätodennäköiseltä. Käsitksemme mukaan yhtiöllä onkin pitkiä sopimuksia kuljetusten osalta, minkä pitäisi rajoittaa tätä riskiä ainakin keskipitkällä aikavälillä ja toisaalta tuoda liiketoimintaan vakautta myös maailmantalouden viilentyessä. Lisäksi se kertoi H1:n yhteydessä volyymiensa olevan kasvussa, minkä pitäisi tukea myös liiketoiminnan kehitystä.

Vastaavasti kilpailullisesta näkökulmasta emme näe North Raililla toistaiseksi suurempaa uhkaa, sillä arviomme mukaan uusien toimijoiden tulo markkinaan vaikuttaa epätodennäköiseltä. Taas toisaalta emme arvioi VR:n olevan palaamassa markkinaan ainakaan lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä viime vuonna tehdyn päätöksen takia. Lisäksi arvioimme päätöksen todennäköisesti vaikuttaneen myös ainakin osaan sen asiakassuhteista, mikä vaikeuttaisi myös nopeaa paluuta markkinaan, mikäli North Rail onnistuu omassa palvelun tuottamisessaan. Sen sijaan pidemmällä aikavälillä ja liikenteen mahdollisesti normalisoituessa voi hintakilpailukin nostaa ainakin tietyissä tavararyhmissä jälleen päätään enemmän.

Helsingin ja HaminaKotka satamien konttiliikenne (sis. tuonti ja vienti, TEU)



Suomen huolinta-alan kokonaisliikevaihdon kehitys (MEUR)



Markkinat ja kilpailukenttä 5/5

Muissa liiketoiminnoissa kasvu on riippuvaista ulkomaankaupasta ja kilpailutilanne vaihtelee

Yhtiön muut Suomen liiketoiminnot ovat puolestaan pitkälti riippuvaisia Suomen ulkomaankaupan määrästä. Nurmiseen vaikuttaakin 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. Arviomme mukaan maailmantalouden jäähtyminen kuitenkin vaikuttaa lyhyellä aikavälillä negatiivisesti yleiseen volyymikehitykseen. Suhteellisen vakaan volyymikehityksen jatkuminen mahdollistaisi kuitenkin yhtiölle terminaalipalveluiden kannattavuuden säilyttämisen hyvällä tasolla toimialaan nähden yhtiön tarjoamien lisäpalvelujen kautta.

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

Huolintamarkkina on varsin hajautunut Suomessa

Suomen huolinta- ja logistiikkaliiton (SHLL) viimeisimmän raportin (11/2022) mukaan huolintayrityksiä Suomessa oli 276 kappaletta vuonna 2021. Puolestaan SHLL:n mukaan sen jäsenyritysten (71 kpl) yhteenlaskettu liikevaihto oli vuonna 2021 noin 2,7 mrd. euroa (2020: 2,2 mrd. euroa), mikä vastaa noin 82 % huolinta-alan kokonaisliikevaihdosta (2020: 81 %). Tämä puolestaan tarkoittaisi, että Suomen kokonaismarkkina olisi viime vuosina ollut noin 2,7-3,3 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 koko huolinta-alan keskimääräinen liikevoitto oli noin 3,6 % (2020: 2,6 %). Tähän on johtanut se, että huolinta ei ole vastaavalla lailla sijaintiin sidottua, kuten esimerkiksi terminaalipalveluissa. Huolintaa voidaan 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 voisi osaltaan kiihdyttää alan konsolidaatiota (vrt. tilitoimistot). Konsolidaatiota voi lisätä myös nykyinen maailmantalouden jäähtyminen, mikä luonnollisesti vaikuttaa huolinta-alan yritysten liiketoimintaan negatiivisesti tavaravirtojen vähentyessä.

Terminaalipalvelut ovat sidottuja sijaintiin

Terminaalipalveluissa puolestaan alhaista alalle tulon kynnystä kasvattaa pääomavaatimukset ja sijaintikeskeisyys, sillä keskeisissä tavaraliikenteen solmukohdissa (esim. Vuosaari) liiketoimintamahdollisuuksia rajaa etäisyydet tavaraliikenteen jatkoysteiksiin. Kokonaisuutena tyypillisen palvelualan tapaan myös terminaaliliiketoiminta on kuitenkin kilpailtu ja merkittäviä kilpailuetuja on vaikea synnyttää. Terminaalipalveluiden kannattavuus onkin pitkälti riippuvaista volyymeistä ja operatiivisesta tehokkuudesta sekä lisäpalvelumyynnistä. Yleisellä tasolla liiketoiminnan marginaalit ovat suhteellisen matalat vaadittavan pääoman ja hintakilpailun takia. Sinällään Nurmisen Rautatieliiketoiminnan tarjoaman potentiaalisen syöttöliikenteen voidaan nähdä tuovan tiettyä kilpailuetua yhtiölle (ts. suoran Aasian junayhteyden palautuminen ja sen tuomat volyymit tulevaisuudessa).

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/3

Kustannusrakenne tavanomainen palveluyhtiölle

Nurmisen kustannusrakenne on palveluyhtiön liiketoimintamallia heijastellen suhteellisen yksinkertainen, vaikka North Rail -hankinta rakennetta hieman muuttikin.

Kustannusrakenteessa on neljä olennaista erää, jotka ovat materiaalit ja palvelut, henkilöstökulut, muut kulut ja poistot, jotka ovat kasvussa veturikaluston mukaantulon myötä (4 % liikevaihdosta H1'23:lla). Kuluista ainoastaan ensimmäisen voidaan katsoa olevan muuttuva erä, kun taas muut kulut ja myös henkilöstökulut ovat lyhyellä aikavälillä kiinteitä.

Vuosina 2018-2022 yhtiön myyntikate-% on ollut 18-28 %. Arviomme mukaan myyntikatteen heilunta johtui myynnin jakauman vaihtelusta, mihin on vaikuttanut mm. terminaalipalvelujen eri tavaralajien vaihtelevat katerakenteet sekä Kiinan ja Aasian rahtijunaliikenteen nopea kasvu ja lasku. Puolestaan H1'23:lla myyntikate nousi peräti 38 %:iin, minkä taustalla arviomme olleen etenkin North Railin mukaantulon sen erilaisen katerakenteen myötä (ts. materiaalien ja palvelujen osuus suhteellisesti pienempi). Toisaalta arvioimme North Railin päässeen neuvottelemaan sopimuksia idän tavaraliikenteestä erittäin suotuisassa markkinatilanteessa (ts. merkittävien kilpailijoiden puute VR:n vetäytyttyä markkinasta), minkä myötä yhtiön hinnoitteluvoima oli poikkeuksellisen vahva.

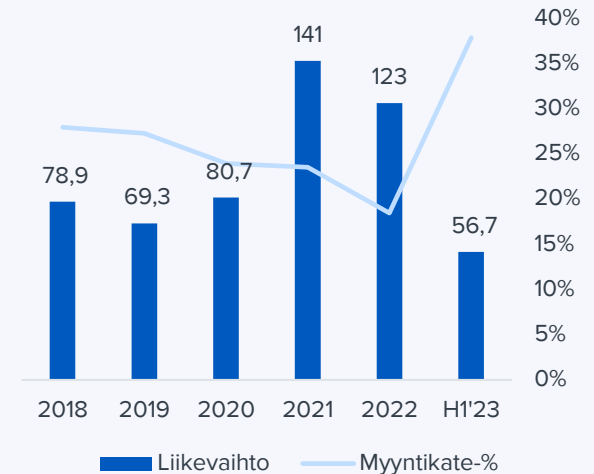
Vastaavasti henkilöstökulut ovat olleet viime vuosina 6-14 % liikevaihdosta. Viime vuosina tehtyjen tehostustoimenpiteiden ja

Rautatieliiketoiminnan kasvun myötä myös yhtiön tuottavuus (liikevaihto/henkilö) onkin noussut historiallisilta tasoilta. Toisaalta suoran Suomen ja Kiinan välisen konttijunaliiketoiminnan liikevaihdon lasku on ainakin hetkellisesti vaikuttanut tuottavuuden kehitykseen (kts. tarkemmin seuraava sivu). Käsitksemme mukaan yhtiöllä on myös kyvykkyyttä kasvaa nykyisen henkilöstömäärän puitteissa ja siten yhtiön onkin edellytyksiä painaa suorien henkilöstökulujen suhdetta liikevaihtoon alaspäin kasvun toteutuessa.

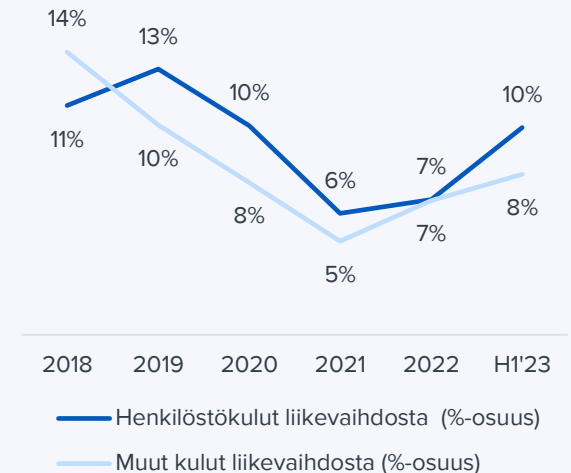
Muut kulut koostuvat puolestaan tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista, kuten myynnin ja markkinoinnin kuluista, pienemmistä vuokrakuluista ja ICT-kehityskuluista. Vuosina 2019-H1'23 (IFRS 16 -standardin aikana, kun kiinteistöjen vuokratulot eivät ole rasittaneet erää) muut kulut ovat olleet 5-10 % liikevaihdosta. Sekä henkilöstökulujen että muiden kulujen suhteellinen vaihtelu selittyy myös liikevaihdon heilahteluilla absoluuttisten kulutasojen oltua suhteellisen vakaalla tasolla.

Toisaalta historiallista (ml. H1'23) vertailua tulevaan vaikeuttaa etenkin konttijunaliiketoiminnan tuleva kehitys (ts. EU:n ja Keski-Aasian tai Kiinan välisen liikenteen) sekä North Railin mukaantulo. Konttijunaliiketoiminnan kasvu tulisi arviomme mukaan laskemaan myyntikatemarginaalia lähemmäksi historiallisia tasoja, mutta toisaalta skaalaamaan kiinteiden kulujen osuutta. Tämän taustalla on, että käsitksemme mukaan suurin osa konttijunaliiketoiminnan kuluista (kalustovuokrat, alihankinta, ratatariffit) sisältyy myyntikatteeseen.

Liikevaihto ja myyntikate-%



Henkilöstökulut ja muut kulut



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/3

Puolestaan vuokrattavan kaluston ja ratatariffien hinnat ovat markkinaehtoisia ja joustavia hinnanmuutoksille (tariffien osalta hieman hitaampia, kuin vaunut). North Railin mukaantulon myötä näemme myyntikatemarginaalitason nousseen kuitenkin viime vuosia korkeammalle tasolle, vaikka pidemmällä aikavälillä liiketoiminnan katteissa onkin todennäköisesti jonkin verran painetta alaspäin nykyisiltä korkeilta tasoilta. Kuten aikaisemmin todettua käsityksemme mukaan nykyisten liiketoimintojen kasvu ei vaadi lyhyellä aikavälillä myöskään merkittäviä lisäpanostuksia organisaatioon, minkä myötä liikevaihdon kasvun tulisi tukea myös absoluuttista liikevoittoa. Sen sijaan H1'23:n myyntimixiä matalakatteisempi lisämyynti (ts. konttijunaliiketoiminnan kasvu) arviomme mukaan dilutoisi myös myyntikatetta alempien tulosrivien marginaaleja. Pidemmällä aikavälillä kasvun jatkaminen todennäköisesti vaatisi kuitenkin palkkauksia myynti- ja tukitoimintoihin.

Suuriosa varoista liittyy Vuosaaren kiinteistöön ja vetureihin

Nurmisen taseen loppusumma H1'23:n lopussa oli 104 MEUR (2022: 70 MEUR). Pitkäaikaisista varoista 67,4 MEUR muodostui aineellisesta omaisuudesta (sis. käyttöoikeusomaisuus). Erä muodostuu suurelta osin Vuosaaren kiinteistöistä ja siihen liittyvästä vuokratusta maa-alueesta (käyttöoikeusomaisuus) sekä North Railin hankinnan kautta tulleista uusista vetureista. Pitkäaikaisissa varoissa yhtiöllä oli myös 9,4 MEUR laskennallisia verosaamisia, joista 6,7 MEUR koostuu yhtiön Suomen liiketoimintojen aikaisempien vuosien käyttämättömistä verotuksellisista tappioista. Lyhytaikaisissa

varoissa pääerät olivat puolestaan noin 14,0 MEUR:n saamiset sekä 8,6 MEUR:n kassa.

Taseessa on vielä paljon velkaa

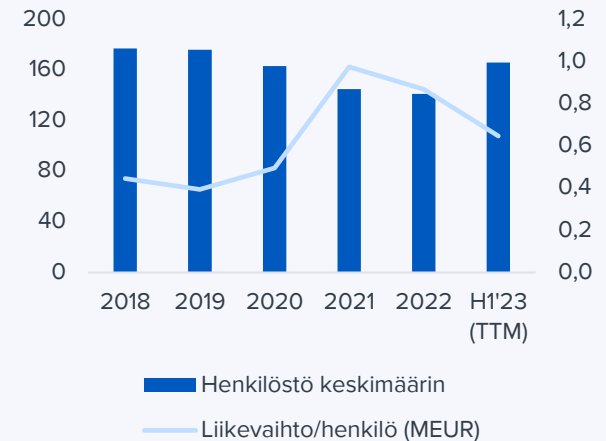
Nurmisen emoyhtiön omistajille kuuluva oma pääoma oli H1'23:n lopussa noin 16,3 MEUR. Sen sijaan vähemmistöosuuksia taseessa oli yhteensä noin 13,1 MEUR, jotka liittyvät Baltian ja North Railin liiketoimintoihin sekä Vuosaaren kiinteistöyhtiöön.

H1:n lopussa Nurmisella oli korollista vierasta pääomaa (sis. vuokrasopimusvelat) 56,3 MEUR, josta pitkäaikaisia velkoja oli 36,9 MEUR. Korollista nettovelkaa yhtiöllä oli tämän myötä H1:n lopussa 47,7 MEUR. Nettovelkojen rakenteesta on hyvä huomioida, että ilman Nurmisen 51 %:sti omistamaa Vuosaaren kiinteistöosakeyhtiötä nettovelka olisi H1'23 lopussa ollut 27,4 MEUR. Vastaavasti korottomia velkoja taseessa oli H1'23:n lopussa 18,1 MEUR.

Velkojen rakenne on ensisilmäystä suotuisampi ja nykyinen kassavirta sulattaa velkaa nopeasti

Vuosaaren terminaali kiinteistön yhtiöittämisen myötä Nurmisen 51 %:sti omistama kiinteistöosakeyhtiö vastaa sen veloista. Yhtiön mukaan sen vuokratuotot kattavat velkojen lyhennykset ja rahoituskustannukset. Siten kiinteistöyhtiöön kohdistuvat velkojen lyhennykset rullaavat velkojen juoksuaikana omalla painollaan huolimatta korkotason noususta. Lisäksi kiinteistöyhtiön vastuita turvaa yhtiön mukaan markkina-arvoltaan huomattavasti arvokkaampi kiinteistökokonaisuus, jota tukee myös meidän arviomme. Tämän myötä yhtiön taseen velkaantuneisuus onkin ensisilmäystä rajallisempi.

Henkilöstömäärän ja tuottavuuden kehitys



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 3/3

Lisäksi velkaantuneisuutta nostaa Vuosaaren kiinteistöosakeyhtiön IFRS 16 -mukaiset maavuokravastuut (6,7 MEUR), joka on erittäin pitkäaikainen vastuu eikä näin tavallinen operatiivinen vuokravastuu. Käytännössä Nurmisen olisikin mahdollista vähentää velkaantuneisuutta nopeasti myymällä osuutensa kiinteistöstä ja siirtymällä takaisin vuokralaiseksi. Historiassa yhtiön murheenkryyniksi muodostui kuitenkin etenkin Vuosaaren terminaali kiinteistön erittäin kallis vuokrasopimus, jonka myötä osuuden myynnin taloudellisen järkevyyden kannalta keskiössä olisikin mahdollinen vuokrataso. Siten pidämme myyntiä nykytiedoin lähinnä optiona, mutta emme täysin poissuljettuna.

Tämän lisäksi veloista on hyvä huomata, että korollisista lyhytaikaisista veloista 9,0 MEUR muodostui Operail Holding Oü:lle North Rail -yrityskauppaan liittyen, jotka esitettiin H1-raportilla osana ostovelkoja ja muita velkoja sen luonteen vuoksi (yrityskauppaan liittyvä vendor note, ei tavallinen rahalaitoslaina).

Yhtiöllä oli kuitenkin H1:n yhteydessä erääntymässä velkoja seuraavan 12 kuukauden aikana 19,5 MEUR, joten arvioimme mukaan lyhyellä aikavälillä sen täytyy ohjata suurin osa vuolaasta kassavirrasta velkojen lyhentämiseen. Pidämme myös mahdollisena, että yhtiö saattaa tulla järjestelemään osaa lainojen maturiteetista myös uudelleen taloudellisen liikkumatilan kasvattamiseksi. Toisaalta taseen vahvistumisen ja lainalyhennysten myötä arvioimme yhtiöllä olevan

myös mahdollisuuksia uusiin mahdollisesti edullisempiin rahoitusjärjestelyihin.

Nurmisen liiketoiminnan rahavirta oli H1:llä peräti 20,5 MEUR ja vapaa kassavirtakin 19,3 MEUR (North Rail -hankinnan vaikutukset näkyivät lähinnä rahoituksen rahavirrassa). Tämän taustalla oli etenkin käyttöpääoman muutos (11,9 MEUR), joka johtui käsityksemme myös vahvasti North Railin mukaantulosta (ml. vendor note). Myös yhtiö kommentoi tason olevan normaalia korkeampi ja siten jääme seuraamaan H2:n kassavirran kehitystä. On myös hyvä huomata, että osa kassavirrasta kuuluu Baltian ja North Railin liiketoimintojen vähemmistöomistajille.

Nurmisen omavaraisuusaste oli H1'23:n lopussa kohtuullisella 30 %:n tasolla, kun taas nettovelkaantumisaste vuokravastuuvelat huomioiden oli suhteellisen korkealla 163 %:ssa (ilman IFRS 16 -vastuita 128 %). Yhtiön H1'23:n lopun korollisten velkojen (ml. Vuosaaren kiinteistö) ja vuoden 2023 käyttökate-ennusteemme suhde on kuitenkin vain ~1,9x ja siten yhtiö kykeneekin sulattelemaan kasvaneen velkamäärän nykyennusteillamme varsin nopeasti. Rahoitusasemaa voikin pitää nykytilanteessa kohtuullisena, kunhan kassavirta rullaa noin ennusteidemme mukaisesti.

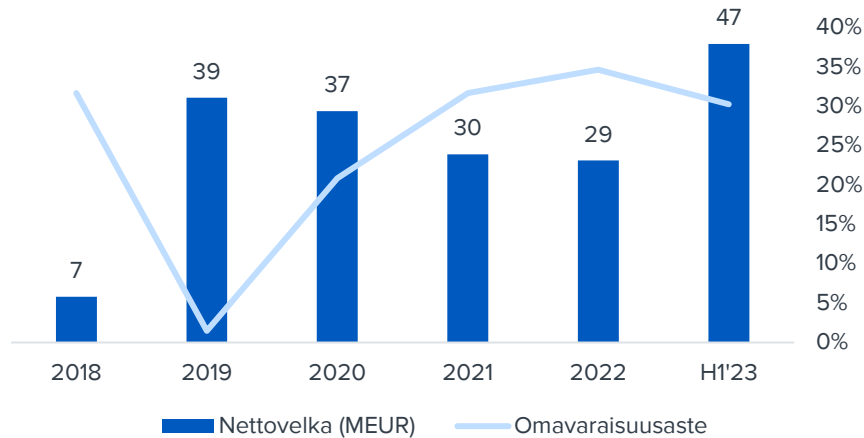
Yhtiöllä on verotuksessa hyödynnettäviä tappioita

Kuten aikaisemmin todettu oli yhtiöllä taseessa H1'23:n lopussa taseella yhteensä 6,7 MEUR:n edestä käyttämättömiä verotuksellisia tappioita Suomen liiketoimintoihin liittyen. Tämän lisäksi

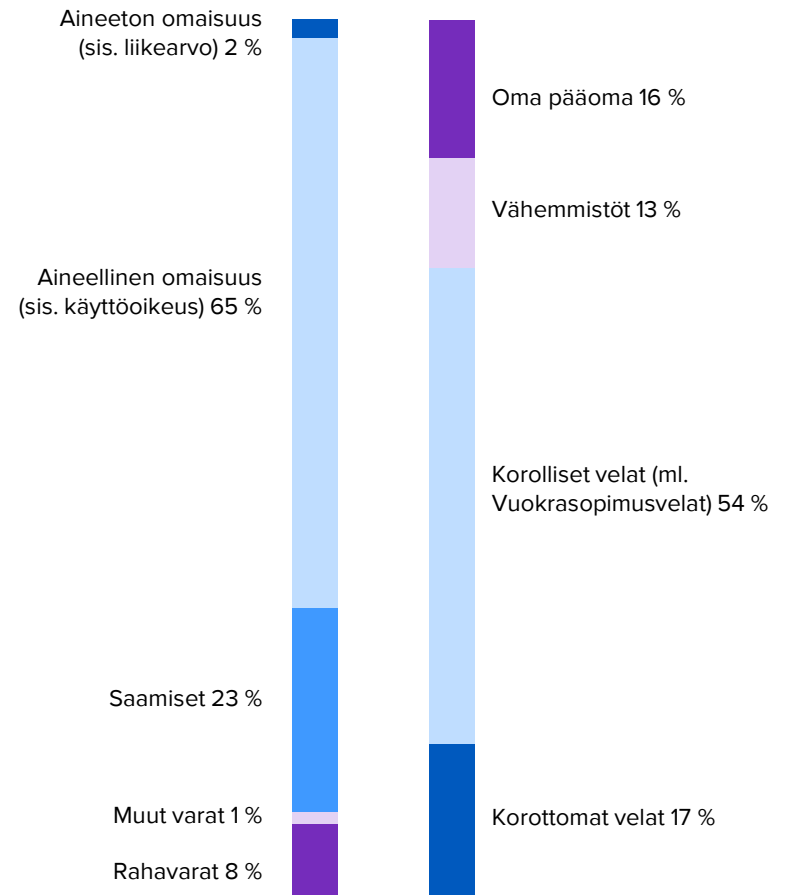
yhtiöllä on vielä taseeseen kirjaamattomia laskennallisia verosaamia aikaisempiin tappioihin noin 3,0 MEUR:n edestä. Siten yhtiön ei tarvitsekaan lähtökohtaisesti maksaa veroja Suomen liiketoimintoihin liittyen lähivuosina. Yhtiö on itse arvioinut, että taseeseen kirjatut laskennalliset verosaamiset tullaan käyttämään vuoden 2026 loppuun mennessä ja taseeseen kirjaamattomat vuoden 2027 loppuun mennessä. Käsityksemme mukaan luvut eivät myöskään sisältäneet vielä North Railin historiallisia käyttämättömiä tappioita, joiden hyväksyntäprosessi oli vielä kesken verottajalla, eikä yhtiö ole vielä tiedottanut asian tiimoilta, joten jääme seuraamaan tämän kehitystä.

Taloudellinen tilanne

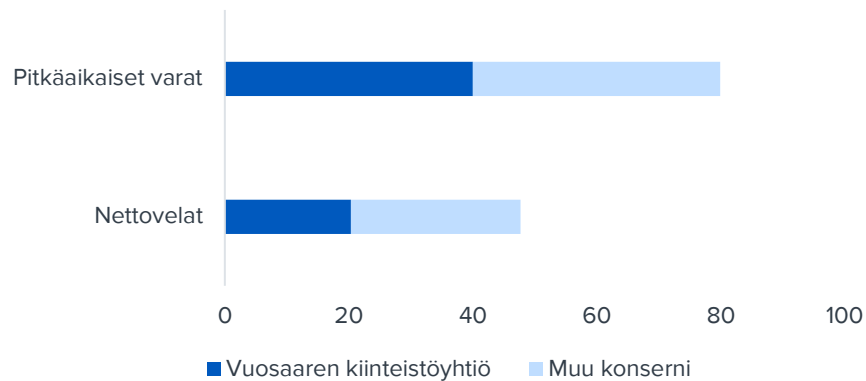
Taseaseman kehitys



Nurmisen tase H1'23 lopussa (104 MEUR)



Havainnollistus pitkäaikaisten varojen ja nettovelkojen jakaantumisesta (MEUR)*



*Nettovelat ja pitkäaikaisten varojen kokonaissumma on esitetty H1'23:n lopun mukaan. Sen sijaan Vuosaaren kiinteistön pitkäaikaiset varat on esitetty vuoden 2022 tilinpäätöksen mukaan, sillä näitä ei ollut eroteltu H1-raportilla. Emme usko Vuosaaren kiinteistön pitkäaikaisissa varoissa tapahtuneen kuitenkaan oleellista muutosta alkuvuoden aikana.

Ennusteet 1/4

Makrotalouden ennusteet

Maailmantaloudessa ja etenkin Euroopan taloudessa on nähty huomattavaa hidastumista viimeisen reilun vuoden aikana inflaation sekä korkotasojen nousun myötä. Myös logistiikan osalta näkymät ovat viime vuosia vaisummat, sillä esimerkiksi Etna ennusti syksyllä, että Suomen tavaroiden tuonti laskee 8 %:lla kuluvana vuonna samaan aikaan kun tavaroiden vienti pysyisi noin vertailukauden tasolla. Vastaavasti lähivuosina Etna odotti tavaroiden viennin ja tuonin lähtevän kasvu-urille (2024e-2025e: ~3-6 %), mutta etenkin Euroopan viimeaikaisten heikohkojen makrotalustojen (mm. teollisuuden ostopääliikköindeksit) myötä tilanne voi olla ainakin ensi vuoden alkupuoliskon osalta tätä heikompi. Vastaavasti IMF ennustaa maailman tavarakaupan laskevan tänä vuonna 0,3 %, mutta elpyvän ensi vuonna 3,2 %:n kasvuun.

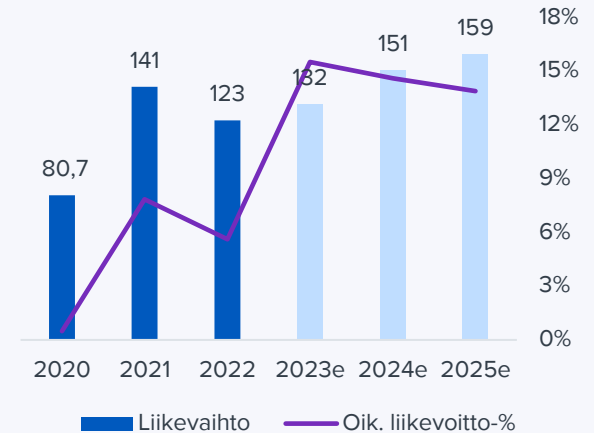
Tätä kokonaisuutta peilaten markkinatilanne ei ole myöskään optimaalinen Nurmisen kannalta, mutta makrotalouden ennusteiden osalta on kuitenkin huomioitava, että etenkin North Railin kasvu ei ole suoraan liitännäinen niihin pidempien asiakassopimusten myötä. Emme oleta myöskään konttijunaliiketoiminnan olevan täysin riippuvaista talousympäristön kehityksestä sen rajallisen markkinaosuuden takia. Positiivisessa talousympäristössä kauppamäärät kuitenkin nousevat, mikä tukee myös kokonaisrahtimäärien kehitystä. Tällöin myös volyymien kasvattaminen on Nurmisen kannalta helpompaa, kun asiakkaat ovat valmiita kokeilemaan uusia vaihtoehtoja herkemmin taloudellisen tilanteen ollessa vakaampi. Sen sijaan muiden yhtiön liiketoimintojen arvioimme olevan vahvemmin

kiinni yleisessä talouskehityksessä, vaikka tässäkin on arvioimme mukaan merkittäviä asiakaskohtaisia eroja liiketoimintojen sisällä (mm. Cargo-liiketoiminta tai Baltia). Kokonaisuutena yhtiön tuloksen kannalta merkittävimmät tavaravirrat (North Rail, Baltia) vaikuttavat olevan nykyisellään kuitenkin suhteellisen vakaita ja kasvavia (vrt. liikevaihdon kehitys H2'22-H2'23e) heikkenevässäkin markkinassa, minkä arvioimme vahvistavan Nurmista suhteellisesti toimialalla (ml. yritysostovalmius). Tästä huolimatta Suomen ja globaalin talouskasvun merkitystä ei sovi aliarvioida yhtiön kehityksen kannalta pidemmällä aikavälillä.

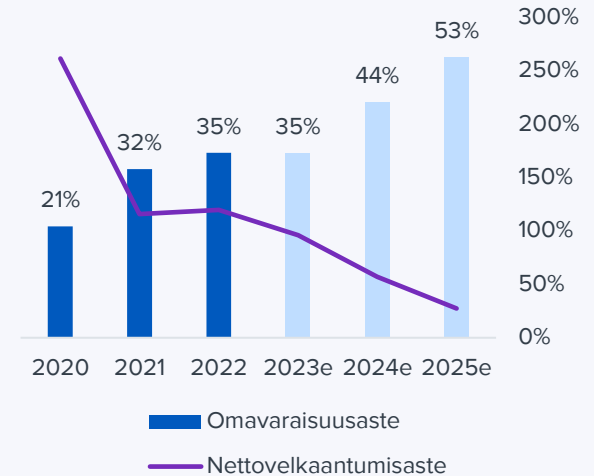
Tuloksessa hyppäys uuteen kokoluokkaan kuluvana vuonna

Nurminen on ohjeistanut, että se odottaa liikevaihtonsa olevan kuluvana vuonna 132-148 MEUR (2022: 123 MEUR) ja vertailukelpoisen liikevoittonsa 18-21 MEUR (2022: 3,4 MEUR). Lisäksi vertailukelpoisen käyttökattensa se odottaa olevan 23-26 MEUR (2022: 6,2 MEUR). H1:n jälkeen yhtiöllä on kasassa liikevaihtoa 57 MEUR ja vertailukelpoista liikevoittoa 9,2 MEUR. Olemme tehneet hyvin pieniä muutoksia kuluvan vuoden ennusteisiimme raportin yhteydessä. Olemme laskeneet hieman lähivuosien kasvuennusteitamme maailmantalouden ja etenkin Euroopan teollisuuden hidastuneita näkymiä peilaten, joiden odotamme heijastuvan Cargo-liiketoimintaan sekä myös konttijunaliiketoiminnan kasvun kulmakertoimeen. Tätä peilaten myös lähivuosien tulosten ennusteemme ovat laskeneet. Lähivuosien ennustemuutokset ovat nähtävillä tarkemmin sivulla 31.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 2/4

Emme ole sisällyttäneet nykyisiin ennusteisiimme odotuksia suoran Suomen ja Kiinan välisen junayhteyden palautumisesta. Jäämmekin odottamaan reitin mahdollista palautumista, minkä aikatauluun tai kulmakertoimeen (ml. asiakaskäyttäytyminen) on nykyisellään erittäin vaikea ottaa kantaa. Ennusteemme eivät sisällä myöskään melko todennäköisiä yritysostoja, sillä näiden mallintaminen on käytännössä mahdotonta ja ne ovat myös osaltaan riippuvaisia siitä, että yhtiön tuloskunto pysyy vähintään nykyisellään.

Odotamme nyt yhtiön liikevaihdon jatkavan kasvutrendillä ja nousevan kuluvana vuonna 132 MEUR:oon, mikä on nykyisen ohjeistuksen alarajalla. Siten emme pidä poissuljettuna, että yhtiö joutuisi vielä laskemaan liikevaihto-ohjeistustaan loppuvuoden aikana. Tämän taustalla on lähinnä talouden hidastuminen, jonka arvioimme vaikuttavan ainakin Cargo-liiketoiminnan kehitykseen negatiivisesti. Lisäksi tällä voi arviomme mukaan olla vaikutuksia konttijunaliiiketoimintaan. Arvioimme kuitenkin, että mahdollinen liikevaihto-ohjeistuksen lasku olisi varsin maltillinen ennusteeseemme nähden (1-5 %).

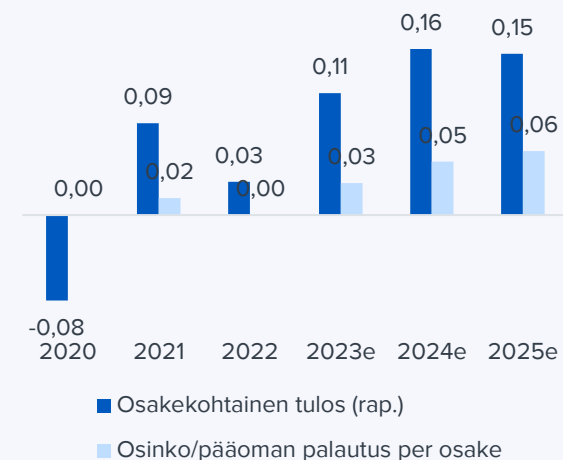
Kasvua H2:lla odotamme kuitenkin tukevan etenkin North Railin mukanaolon koko katsauskauden ajan sekä myös konttijunaliiiketoiminnan kasvu arvioimiltamme melko matalilta tasoilta. Tämän lisäksi ennustamme North Railin sekä konttijunaliiiketoiminnan kasvavien volyymien tukevan myös Multimodal-liiketoimintaa, vaikkakin hidastuva talouskehitys osaltaan heijastuu negatiivisesti huolintaliiiketoimintaan. Lisäksi

odotamme vahvaan vireeseen yltäneen Baltian liiketoiminnan jatkavan kasvupolulla H2:lla. Vastaavasti Cargo-liiketoiminnan liikevaihdon ennakoimme laskevan hiljalleen ja olevan H1:tä matalammalla tasolla, mutta koko vuoden tasolla hieman vertailukauden yläpuolella.

Liikevaihdon kasvun ja sen suosiollisen rakenteen (ts. North Railin mukaantulo) myötä odotamme oikaistun liiketuloksen olevan vahvalla tasolla 20,4 MEUR:ssa kuluvana vuonna. Siten tulosennusteemme on ohjeistushaarukan yläosassa, emmekä nykyisellään näe mahdollisen liikevaihto-ohjeistuksen laskun aiheuttavan painetta tulosohjeistukseen. Ennustammekin yhtiön operatiivisen kannattavuuden olevan erittäin korkealla tasolla (oik. EBIT-% 15,5 %) koko vuoden osalta North Railin erittäin korkeiden marginaalien tukemana. Odotamme myös muiden liiketoimintojen kannattavuuden säilyvän hyvällä tasolla, vaikkakin arvioimme Cargo-liiketoiminnan laskevien volyymien heijastuvan sen kannattavuuteen hienoisesti. Siten arvioimme konsernin kannattavuuden ylittävän myös yhtiön tavoitetason selvällä marginaalilla.

Tuloslaskelman alemmilla riveillä odotamme nettorahoituskulujen olevan koko vuoden osalta 3,6 MEUR:ssa ja tuloksen ennen veroja näin 16,5 MEUR. Vastaavasti verojen ennustamme olevan koko vuodelta 1,9 MEUR Suomen liiketoimintojen vähennyskelpoisia tappioita peilaten. Olemme myös olettaneet, että yhtiö kykenee hyödyntämään North Railin aikaisempia tappioita verotuksessa.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Ennusteet 3/4

Tämän osalta yhtiö ei ole kuitenkaan vielä tiedottanut verottajan päätöksestä. Siten veroennusteisiin liittykin epävarmuutta molempiin suuntiin, sillä käsittääksemme myönteisen päätöksen myötä yhtiö tulisi kirjaamaan H2:lle positiivisia verovaikutuksia alkuvuonna North Railiin kirjattujen verojen oikaisun takia ja tuleamme tarkentamaan ennusteitamme päätöksen myötä. Tätä kokonaiskuvaa peilaten emme odota Nurmisen kirjaavan veroja H2:lle kuin Baltian liiketoimintojen vähemmistöosinkoon liittyen.

Osakkeenomistajien tulosta nakertaa myös kovassa vireessä olevien Baltian liiketoimintojen ja North Railin vähemmistöosuudet sekä Vuosaaren kiinteistöyhtiön pienemmät vähemmistöosuudet. Kokonaisuutena arvioimme vähemmistöosuuksien olevan kuluvana vuonna 6,0 MEUR, kun taas osakkeenomistajille kuuluvan raportoidun nettotuloksen 8,6 MEUR. Tätä kokonaiskuvaa peilaten raportoitu osakekohtainen tulos asettuu ennusteissamme 0,11 euroon. Osinkoa odotamme yhtiön maksavan tuloksestaan 0,03 euroa osakkeelta, mutta nykyistä velkojen rakennetta peilaten odotamme osinkojen maksun tapahtuvan vasta H2'24:llä.

Vahvaa tulostuntoa heijastellen odotamme Nurmisen kassavirran olevan myös kovalla tasolla, vaikkakin arvioimme käyttöpääomatilanteen normalisoituvan ainakin osin H2:n aikana. Arvioimme myös North Rail -hankinnan kokonaisuutena hieman sekoittavan kassavirtalaskelman luettavuutta kuluvana vuonna ja H1:ltä raportoitujen lukujen perusteella vertailukelpoisen liiketoiminnan tai vapaan

kassavirran laskeminen on käytännössä mahdotonta. Lisäksi on hyvä muistaa, että osa yhtiön kassavirrasta kuuluu vähemmistöomistajille. Vuolasta kassavirtaa peilaten odotamme Nurmisen taseaseman myös paranevan edelleen vuoden loppua kohden, vaikka emme odota sen vielä yltävän taloudellisiin tavoitteisiin tase- ja rahoitusaseman osalta kuin nettovelat/käyttökate-tunnusluvun tiimoilta.

Vuosien 2024 ja 2025 ennusteet

Nykyistä vaisua globaalia talousnäkymää (etenkin Euroopan teollisuus) peilaten odotamme Nurmisen orgaanisen kasvun olevan hyvin maltillisella tasolla H2'23:een verrattuna. Odotamme koko vuoden kasvua kuitenkin tukevan North Railin mukanaolon koko vuoden osalta sekä Trans-Kaspian-reitin kuljetusmäärien kasvu etenkin H1'23:n verrattuna. Sen sijaan pienemmässä Cargo-liiketoiminnassa odotamme laskevien tavaravirtojen painavan sen kehitystä. Puolestaan Baltian kehityksen odotamme säilyvän vakaalla tasolla, vaikka senkin kehitykseen liittyy tiettyjä riskejä talouden hiljentymistä peilaten. Tätä kokonaiskuvaa heijastellen odotamme Nurmisen liikevaihdon kasvavan ensi vuonna noin 14 % ja asettuvan 151 MEUR:oon. Puolestaan vuonna 2025 odotamme globaalin taloustilanteen piristyvän hiljalleen, minkä odotamme heijastuvan myös Nurmisen käsittelemiin volyymeihin ja liikevaihdon kasvavan noin 6 % 159 MEUR:oon. Kokonaisuutena näkyvyys yhtiön kehitykseen näin pitkälle on kuitenkin varsin rajallinen mm. Rautatieliiketoiminnan kehityksen epävarmuuden (sis. konttijunaliiketoiminnan ja North Railin

kehitys) tai mahdollisten uusien palvelulanseerausten myötä.

Yhtiön kannattavuuden (EBIT-% 2024e-2025e: 13,9-14,6 %) odotamme myös pysyvän korkealla tasolla lähivuosina North Railin pitkien sopimusten myötä. Arvioimme kuitenkin sopimuksissa (ml. uudet sopimukset) olevan hieman painetta alaspäin nykytasoilta. Lisäksi arvioimme, että myös muissa liiketoiminnoissa kannattavuuden osalta nähdään hieman tasaantumista nykyisiltä erittäin korkeilta tasoilta, vaikka yhtiö onkin viime vuosina osoittanut nopeaa reagointikykyä toimintaympäristön muutosten yhteydessä kulurakenteen sopeuttamisen kautta. Ennustamaamme liikevaihto- ja kannattavuuskehitystä peilaten odotamme yhtiön liikevoiton olevan vuosina 2024-2025 vakaalla noin 22 MEUR:n tasolla.

Rahoituskulujen odotamme laskevan lähivuosina vahvan tulostunnon ja kassavirran avulla pienenevän velkakuorman myötä. Vastaavasti verorasituksen odotamme ensi vuoden osalta olevan vielä erittäin matala, mutta vuodesta 2025 efektiivisen veroasteen nousevan hiljalleen North Railin vahvaa tulostuntoa ja verotuksessa hyödynnettävien tappioiden päättymistä peilaten (muissa Suomen liiketoiminnoissa verotuksessa hyödynnettäviä tappioita edelleen jäljellä). Vähemmistöosuuksien odotamme sen sijaan olevan edelleen korkealla tasolla lähivuosina Baltian ja North Railin vahvoja tulostuntoja sekä Vuosaaren kiinteistöyhtiön osuuksia heijastellen.

Ennusteet 4/4

Täten odotamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,15-0,16 euroon osakkeelta. Odotamme yhtiön maksavan myös kasvavaa osinkoa (0,05-0,07 euroa osakkeelta) tuloksestaan. Voitonjakoon voi vaikuttaa kuitenkin merkittävästi mahdolliset yrityskaupat.

Oletammekin tätä kokonais kuvaa heijastellen myös yhtiön operatiivisen kassavirran pysyvän erittäin vahvalla tasolla lähivuosina. Puolestaan maltillisia investointitarpeita heijastellen odotamme myös sen taseaseman vahvistuvan nopeasti ja yhtiön yltävän taloudellisiin tavoitteisiinsa tase- ja rahoitusaseman osalta vuoden 2024 lopussa.

Nykyinen erittäin korkea kannattavuus mahdollistaa arviomme mukaan myös korkean pääoman tuottokyvyn lähivuosina (2023e-2025e ROE-%: 32-48 %, ROI-%: 28-30 %). On kuitenkin hyvä huomata, että oman pääoman tuottolukuja tukee suhteellisen matalalta tasolta ponnistava absoluuttinen oman pääoman määrä.

Pitkän aikavälin ennusteet

Näkemyksemme mukaan pidemmällä aikavälillä Nurmisen orgaaninen kasvu tulee olemaan pitkälti riippuvaista Rautatieliiketoiminnan kehityksestä, mutta näkyvyys tähän on varsin rajallinen osin myös geopolitiittisen tilanteen sekä mahdollisten uusien reittien avausten kehityksen suhteen. Esimerkiksi jo pelkästään suoran Kiinan ja Aasian junayhteyden palautumisella olisi todennäköisesti huomattava vaikutus pidemmän aikavälin ennusteiden kannalta. Tällä hetkellä odotamme

konsernin kasvavan kuitenkin pitkällä aikavälillä hieman yleistä talouskasvua nopeammin (2026e-2032e CAGR: ~3,6%) Rautatieliiketoiminnan kasvuajurien (mm. vastuullisuus) tukemana. Myös pidemmän aikavälin kasvua yhtiö voi arviomme mukaan kiihdyttää nykyisen strategian mukaisilla yritysostoilla.

Sen sijaan yhtiön kannattavuuden odotamme painuvan hiljalleen nykyisiltä erittäin korkeilta tasoilta kilpailun kiristymisen myötä ja esimerkiksi North Railin nykyisten sopimusehtojen hiljalleen heikentyessä ja laskevan nykyisten taloudellisten tavoitteiden alapuolelle (2026e-2032e EBIT-%: 7,5-12,5 %). Tämän osalta jäämmekin seuraamaan millaisilla ehdoilla yhtiö onnistuu uusimaan sopimuksensa tulevaisuudessa. Kokonaisuutena Nurmisen näkymät ovat mielestämme pidemmälle aikavälillekin kohtuullisen hyvät kasvavien nopeus- ja vastuullisuusvaatimusten myötä.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	141	71,7	50,8	123	56,7	75,0	132	151	159	169
Konserni	141	71,7	50,8	123	56,7	75,0	132	151	159	169
Käyttökate	12,6	3,8	2,4	6,2	11,1	13,6	24,7	26,9	26,9	25,8
Poistot ja arvonalennukset	-3,0	-1,4	-1,4	-2,8	-2,1	-2,4	-4,6	-4,9	-4,8	-4,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,1	4,6	2,2	6,9	9,2	11,2	20,4	22,0	22,1	21,1
Liikevoitto	9,6	2,4	1,0	3,4	8,9	11,2	20,1	22,0	22,1	21,1
Konserni	9,6	2,4	1,0	3,4	8,9	11,2	20,1	22,0	22,1	21,1
Nettorahoituskulut	-1,8	-0,6	-0,9	-1,5	-1,8	-1,8	-3,6	-2,8	-2,4	-2,2
Tulos ennen veroja	7,8	1,8	0,1	1,9	7,1	9,4	16,5	19,2	19,7	18,9
Verot	-1,6	0,0	-0,4	-0,5	-1,1	-0,8	-1,9	-1,0	-2,4	-2,6
Vähemmistöosuudet	-2,0	-0,9	-1,6	-2,5	-2,9	-3,2	-6,0	-6,0	-5,6	-4,9
Nettotulos	4,3	0,9	-1,9	-1,0	3,2	5,4	8,6	12,1	11,8	11,3
EPS (oikaistu)	0,09	0,04	-0,01	0,03	0,04	0,07	0,11	0,16	0,15	0,15
EPS (raportoitu)	0,15	0,01	-0,02	-0,01	0,04	0,07	0,11	0,16	0,15	0,15

Tunnusluvut	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	75,0 %	13,9 %	-35,1 %	-13,3 %	-21,0 %	47,7 %	7,5 %	14,4 %	5,8 %	6,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	2714,7 %	0,5 %	-65,4 %	-37,9 %	99,0 %	399,5 %	196,9 %	7,5 %	0,7 %	-4,5 %
Käyttökate-%	8,9 %	5,3 %	4,8 %	5,1 %	19,5 %	18,2 %	18,8 %	17,8 %	16,9 %	15,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,9 %	6,5 %	4,4 %	5,6 %	16,3 %	14,9 %	15,5 %	14,6 %	13,9 %	12,5 %
Nettotulos-%	8,4 %	1,3 %	-3,8 %	-0,8 %	5,6 %	7,3 %	6,5 %	8,1 %	7,4 %	6,7 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2023e		Muutos %	2024e		Muutos %	2025e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	133	132	-1 %	155	151	-3 %	171	159	-7 %
Käyttökate	24,9	24,7	-1 %	27,8	26,9	-3 %	29,6	26,9	-9 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	20,6	20,4	-1 %	22,9	22,0	-4 %	24,9	22,1	-11 %
Liikevoitto	20,3	20,1	-1 %	22,9	22,0	-4 %	24,9	22,1	-11 %
Tulos ennen veroja	16,7	16,5	-1 %	20,3	19,2	-6 %	22,5	19,7	-12 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,12	0,11	-2 %	0,17	0,16	-8 %	0,19	0,15	-22 %
Osakekohtainen osinko	0,030	0,030	0 %	0,050	0,050	0 %	0,060	0,060	0 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

Yhtiö profiloituu Rautatieliiketoiminnan ympärille

Viime vuosien turbulentin toimintaympäristön myötä Nurmisen liikevaihto- ja tulostaso on vaihdellut huomattavasti, mikä on myös heijastunut arviomme mukaan osakkeen arvostukseen. Toimintaympäristön haasteet ovat myös edellyttäneet yhtiöltä reagointikykyä muutoksiin (mm. Ukrainan sota), missä se on mielestämme onnistunut toistaiseksi erinomaisesti (mm. H1'23:lta ennätystulos). Tämä on kuitenkin arviomme mukaan rajannut sen lyhyen aikavälin kasvupotentiaalia huomattavasti Kiinan ja Euroopan välisen konttijunaliikenteen katkeamisen myötä. Toisaalta geopolittisen tilanteen heijastevaikutuksena yhtiölle tarjoutui mahdollisuus hankkia North Rail, joka on nostanut sen kannattavuuspotentiaalia huomattavasti aikaisempaan verrattuna.

Kokonaisuutena Nurmisen liiketoiminta profiloituu kasvun osalta vahvasti Rautatieliiketoiminnan ympärille ja kansainvälisen liikenteen kasvuun. Arviomme yhtiön pyrkivän myös kiihdyttämään kansainvälistä kasvuaan nykystrategiaan kuuluvien yritysostojen kautta. Nykytiedon valossa myös kasvavan regulaation tulisi todennäköisesti lisätä kuljetusmuodon houkuttelevuutta vastuullisuusnäkökulma huomioiden.

Nurmisella on mielestämme myös hyvät edellytykset kasvavaan voitonjakoon lähivuosina, mikäli sen tuloskunto säilyy ennustammallamme tasolla vahvistaen sen taloudellista asemaa. Tätä tukee myös nykyliiketoiminnan suhteellisen maltilliset investointitarpeet (uudehkot veturit ja terminaali kiinteistöt). Suuremmat yrityskaupat

voivat toki muuttaa tätä näkymää.

Arvoajurit ja potentiaali

EU:n ja Keski-Aasian (sekä Kiinan) välisen liikenteen kasvu Trans-Kaspian-reitillä: Arviomme mukaan reitin volyymit ovat olleet vielä varsin maltillisia ja siten yhtiöllä on hyvät edellytykset kasvattaa liiketoimintaansa reitillä. Käsitksemme mukaan sen tekemä työ Pohjoismaiden ja Keski-Euroopan asiakashankinnan osalta on myös pikkuhiljaa alkanut tuottamaan tulosta. Siten yhtiöllä pitäisikin olla mahdollisuudet kasvuun kyseisellä reitillä, vaikka sen potentiaali onkin nähdäksemme huomattavasti suoraa Suomen ja Kiinan välistä reittiä matalampi. Puolestaan pidemmällä aikavälillä näemme myyntipanostusten ja kasvaneen markkina-alueen (Keski-Eurooppa) tarjoavan huomattavia mahdollisuuksia Euroopan ja Aasian väliseen konttijunaliikenteeseen.

North Railin liiketoiminnan kasvu: Arviomme mukaan liiketoiminnan kannattavuus ja tulos oli H1:llä erittäin korkealla tasolla, vaikka koko Rautatieliiketoiminnan liikevaihto oli suhteellisen maltillisella tasolla (H1'23: 11,3 MEUR). Siten North Railin volyymien kasvu valuisikin tulokseen varsin korkealla marginaalilla, mikäli uudet asiakassopimukset olisivat lähellä nykyisiä sopimuksia.

Palvelutarjoaman kasvattaminen: Yhtiön on mahdollista kiihdyttää kasvuaan muun muassa uusien konttijunareittien avaamisen kautta, vaikka suora Suomen ja Kiinan välinen yhteys pysyisi suljettuna. Arviomme mukaan tällaisia voisivat keskipitkällä aikavälillä olla esimerkiksi erilaiset

Euroopan sisäiset reitit (vrt. Pohjoismaiden välinen liikenne).

Yritysjärjestelyt: Yhtiö vahvisti strategiapäivityksen yhteydessä, että yritysostot kuuluvat osaksi sen työkalupakkia strategiakaudesta. Arviomme mukaan yrityskaupoilla se pyrki vahvistamaan kansainvälistä liiketoimintaansa. Tätä kautta yhtiö voisi myös kiihdyttää (tulos)kasvuaan sekä mahdollisesti kasvattaa palvelutarjoamaansa.

Arvostuskuvan muutos: Yhtiötä arvostetaan markkinoilla tällä hetkellä maltillisilla kertoimilla lyhyen aikavälin ennustettuun tulostasoon nähden. Arviomme mukaan tämän taustalla on epävarmuus tulostason kestävytydestä huomioiden myös toimintaympäristöön liittyvät riskit (mm. geopolittiset riskit) sekä toistaiseksi kohollaan oleva velkataso. Siten näemmekin arvostuksessa olevan nousuvaraa, mikäli yhtiö pystyy osoittamaan, että nykyinen tuloskunto on kestäväällä pohjalla, mikä laskisi samalla taseen velkaantuneisuutta.

Pohjoisen reitin mahdollinen normalisoituminen keskipitkällä - pitkällä aikavälillä: Nurmisen aikaisempi kasvukärki eli Suomen ja Kiinan sekä Aasian välinen konttijunaliiketoiminta pääsi vahvaan vireeseen ennen Ukrainan sodan syttymistä. Arviomme mukaan liiketoiminnan kasvua tuki hyvä volyymikehitys sekä merirahdin voimakas hintojen nousu logistiikan pullonkaulojen myötä, mikä myös osaltaan nosti esille nopeampaa kuljetusmuotoa ja sen tunnettuutta.

Sijoitusprofiili 2/2

Liiketoiminnan liikevaihto ylsikin koviin kasvulukuihin säännöllisten yhteyksien myötä (H2'21 liikevaihto: 32,0 MEUR) ja oli käsityksemme mukaan edelleen kasvussa vuoden 2022 alkupuolella ennen sodan syttymistä (vrt. H1'22: 21,5 MEUR). Tämän jälkeen liiketoiminnan volyymit hiljentyivät kuitenkin varsin nopeasti geopolittisen tilanteen myötä kevään aikana (ml. asiakaskäyttäytyminen). Mielestämme tämä kuitenkin kuvastaa liiketoiminnan huomattavaa potentiaalia geopolittisen tilanteen normalisoituessa, mihin voi kuitenkin mennä vuosia. Lisäksi arvioimme North Railin hankinnan tarjoavan yhtiölle myöhemmin mm. mahdollisuuden laajentua toimimaan itse veturioperaattoriksi Suomen puolelle Suomen ja Kiinan väliseen liikenteeseen, mikä kasvattaisi sen osuutta arvoketjusta.

Riskit ja heikkoudet

Geopoliittiset riskit: Merkittävimpänä riskinä yhtiölle lyhyellä aikavälillä näemme geopolittiset riskit liittyen Venäjän ja Ukrainan sotaan liittyen. Suurimpana riskinä olisikin mahdollisten pakotteiden/vastapakotteiden leviäminen koskemaan North Railin tai Baltian liiketoimintojen kuljettamia hyödykkeitä (mm. metallit, lannoitteet), vaikka tämä mielestämme melko epätodennäköiseltä enää tässä vaiheessa. Pidemmällä aikavälillä sodan pitkittyminen voi vaikuttaa myös pysyvästi asiakaskäyttäytymiseen, mikä puolestaan voisi hankaloittaa tai estää pohjoisen reitin palautumista. Tietynä pidemmän aikavälin riskinä näemme myös globaalien poliittisten jännitteiden lisääntymisen, mikä voi

vaikuttaa Euroopan ja Aasian välisen liikenteen potentiaaliin muun muassa tuotannon kotiuttamisen kautta.

Konttijunaliiketoiminnan kasvun tyrehtyminen:

Arviomme mukaan pidemmällä aikavälillä sijoitustarinan keskiössä on konttijunaliiketoiminnan kehitys. Täten, mikäli kuljetusmuoto ei pystyisi nousemaan kestävästi suosituksi kuljetusmuodoksi, leikkaisi se huomattavasti myös Nurmisen nykyistä orgaanista kasvupotentiaalia.

Markkinariski: Yhtiön volyymit ovat osin sidoksissa markkina-alueiden viennin ja tuonnin kehitykseen, jotka ovat vahvasti liitännäisiä globaalin talouskehityksen kanssa. Siten talouskehityksen viilentyminen vaikuttaa myös Nurmisen kehitykseen negatiivisesti etenkin perinteisemmän huolinnan ja terminaali palveluiden puolella sekä pienemmissä määrin muihin liiketoimintoihin. Lisäksi tämä voi vaikuttaa asiakkaiden halukkuuteen kokeilla uusia kuljetusvaihtoehtoja (mm. konttijuna).

Asiakasriski: Käsityksemme mukaan yhtiön liikevaihto nojaa toistaiseksi vahvasti eri teollisuuden alojen viennin ja tuonnin volyymeihin, jotka ovat osaltaan riippuvaisia yleisestä taloussuhdanteesta. Näiden toimialojen syklinen luonne heijastuu myös väistämättä Nurmisen volyymeihin sen eri liiketoiminnoissa, vaikka asiakaskunnan laajentuminen onkin arviomme mukaan tasoittanut kausivaihteluita. Arviomme mukaan myös esimerkiksi North Railin pidemmät sopimukset tasoittavat vaihtelua lyhyellä -

keskipitkällä aikavälillä.

Kilpailutilanne: Logistiikka-alalla on matalien alalle tulon esteiden vuoksi suhteellisen paljon kilpailua, etenkin huolinnan puolella. Kireä kilpailu rajoittaa yleisellä tasolla kannattavuuspotentiaalia. Siten kilpailun kiristyminen Rautatieliiketoiminnassa voisikin aiheuttaa painetta Nurmisen volyymeihin sekä kannattavuuteen. Tällä hetkellä varteenotettavia kilpailijoita on kuitenkin rajallisesti ja toisaalta uusilta toimijoilta reittien ylösajo merkittävään kokoluokkaan veisi arviomme mukaan useita vuosia.

Henkilöriskit: Yhtiön monipuolinen palvelutarjoama vaatii huomattavasti osaamista henkilöstöltä ja käsittääksemme kokonaisvaltaisesta osaamisesta on pulaa työmarkkinoilla. Tilanne korostuu etenkin Rautatieliiketoiminnan konttijunaliiketoiminnan 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 arvonmäärityksen. Käsityksemme mukaan tämän taustalla on kilpailulliset syyt, joten emme usko tässä tapahtuvan muutoksia ainakaan lyhyellä aikavälillä.

Arvonmääritys 1/4

Arvonmääritysmenetelmät

Nurminen Logisticsin osaketta arvostettaessa annamme tällä hetkellä suurimman painoarvon tulos pohjaiselle arvostukselle. Suurista vähemmistöosuuksista johtuen tällä hetkellä ainoa relevantti mittari on kuitenkin nettotulos pohjainen P/E-kerroin, sillä näkyvyys vähemmistöjen tulososuuksien ja velkarakenteiden kehitykseen on rajallinen.

Tämän lisäksi käytämme arvonmäärityksen tukena lähivuosien kokonaistuotto-odotus laskelmaa sekä kassavirtalaskelmaa (DCF). DCF-laskelmaamme tulee kuitenkin suhtautua enemmän suuntaa antavana, sillä olemme muokanneet laskelmaa, jotta merkittävät vähemmistöt sekä Vuosaaren kiinteistön arvo tulee huomioiduksi laskelmassa. 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 Nurmiseen verrattuna.

Hyväksyttävä arvostus

Kuten aikaisemmin todettua, muodostuu Nurmisen operatiivisesta tuloksesta merkittävä osuus Baltian liiketoiminnoista sekä North Railista, joissa on myös merkittävät vähemmistöt (Baltia 49 %, North Rail ~20 %). Tämän lisäksi konsernirakenteessa merkittävät vähemmistöt ovat vielä Vuosaaren kiinteistöyhtiössä (Ilmarisen osuus 49 %), joiden tulososuus ei ole kokonaisuuden kannalta merkittävä (~100 tEUR/vuosi), mutta tämä on hyvä havaita Vuosaaren kiinteistön varojen ja velkojen

rakenteen osalta

Tätä kokonaiskuvaa peilaten käytännössä ainoa relevantti arvostuksen tulos pohjainen arvostusmittari on toistaiseksi P/E-kerroin. Arviomme mukaan kuluva vuoden tilinpäätös informaation (ml. North Railin tilinpäätös) myötä myös EV-pohjaisten kertoimien käyttö ainakin suuntaa antavina menetelminä mahdollistuu eri vähemmistöjen toteutuneiden lukujen myötä, jota kautta vähemmistöosuuksille on mahdollista määrittää ainakin karkeat markkina-arvot. Nykyisellään näkyvyys kehitykseen on kuitenkin vielä liian sumuinen, jotta EV-pohjaisten kertoimien käyttö olisi mielestämme järkevää.

Aikaisemmin sijoitusprofiilin yhteydessä käytyjä teemoja peilaten, on Nurmiselle hyväksyttävä arvostushaarukka tällä hetkellä oikaistulla P/E-kertoimella mielestämme noin 8x-12x (aik. 10x-14x). Laskemmekin osakkeelle hyväksymäämme arvostusta huolimatta sen tämän vuoden erinomaisesta suorittamisesta heikentyneen markkinan keskellä. Tämän taustalla on edelleen jatkunut korkotasojen ja -odotusten nousu (vaikuttaa koko pörssin arvostukseen), osin binääriset riskit liittyen North Railin ja osin Baltian liiketoimintaan sekä tietty epävarmuus nykyisen tuloskunnan pitävyyteen maailmantalouden heikentyessä (ml. kohollaan oleva velkaantuneisuus). North Railiin liittyvien riskien realisoidumisen todennäköisyys on alhainen, mutta realisoiduessaan näiden vaikutus olisi nykyisellään arviomme mukaan erittäin merkittävä Nurmisen tuloksenteon kannalta.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,85	0,85	0,85
Osakemäärä, milj. kpl	78,1	78,1	78,1
Markkina-arvo	66	66	66
Yritysarvo (EV)	127	119	107
P/E (oik.)	7,4	5,4	5,6
P/E	7,7	5,4	5,6
P/B	2,9	2,0	1,6
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	5,1	4,4	4,0
EV/EBIT (oik.)	6,2	5,4	4,9
Osinko/tulos (%)	27,2 %	32,2 %	39,8 %
Osinkotuotto-%	3,5 %	5,9 %	7,1 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

Siten tämä painaakin mielestämme hyväksyttävää arvostusta, kun huomioidaan myös, että North Railin kassavirta on keskeinen tekijä taseen velkaantuneisuuden laskemiseksi lyhyellä aikavälillä. Lisäksi hyväksyttävää arvostusta rajaa mielestämme osaltaan heikko näkyvyys uusien kasvuaihioiden kehitykseen sekä erityisesti eri liiketoimintojen tulostasoihin, jonka myötä arvonmäärittäminen useammalla eri metodilla on haastavaa. Pidämme tätä kuitenkin ymmärrettävänä kilpailullisista tekijöistä johtuen.

Mielestämme kerroinhaarukka on kuitenkin varsin maltillinen yhtiön nykyiseen tulokuntoon peilattuna, kun huomioidaan myös ympärillä heikkenevä markkina. Lisäksi se on selvästi alle Helsingin pörssin pidemmän aikavälin keskiarvon (P/E 14x-15x), mutta edellä mainituista syistä pidämme tätä lyhyellä aikavälillä perusteltuna. Toisaalta mikäli Nurmisen tulokunto sekä kassavirta säilyvät ennustammallamme tasolla tulevaisuudessa ja samalla sen taloudellinen tilanne vahvistuu, näemme hyväksyttävässä arvostuksessa asteittaista nousuvaraa. Lisäksi tuloskasvukuvan kiihtyminen esimerkiksi konttijunaliiketoiminnan kasvun kautta voisi luonnollisesti vaikuttaa arvostukseen positiivisesti. Arviomme mukaan arvostuksen nousu esimerkiksi Helsingin pörssin historialliseen tasoon tai sen yli vaatisi kuitenkin taakseen näyttöjä North Railin kasvun ja tulostason kestävyyydestä useamman vuoden mittakaavassa (ts. nykyisten sopimusten uusimisen jälkeen) ja/tai konttijunaliiketoiminnan voimakasta kasvua (esim. pohjoisen reitin palautuminen).

Absoluuttiset arvostuskertoimet

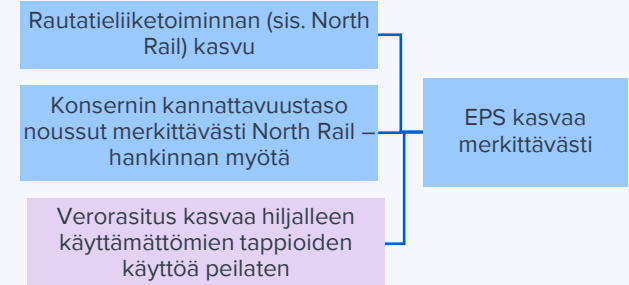
Nykyisillä ennusteillamme yhtiön oikaistut P/E-kertoimet ovat tälle ja ensi vuodelle noin 7x ja 5x. Siten osakkeen tulos pohjainen arvostus onkin lyhyellä aikavälillä varsin halpa hyväksymäämme kerroinhaarukkaan, erittäin vahvaan tulokuntoon ja tuloksenteon kannalta tärkeimpien liiketoimintojen (Baltia, Rautatieliiketoiminta) kohtuullisen vakaisiin näkyymiin peilattuna. Siten näemme arvostuksessa selvää nousuvaraa etenkin ensi vuoteen katsottaessa tuloskehityksen jatkuessa ennustamallamme polulla. Kertoimien osalta on kuitenkin hyvä huomioida, että lähivuosina ennusteitamme tukevat verojen osalta aikaisemmat vahvistetut tappiot Suomen liiketoimintojen osalta (pl. H1'23 North Railin osalta).

Samaan aikaan yhtiön näkyvyys lähiaikojen kehitykseen vaikuttaa olevan myös suhteellisen hyvä huolimatta arvioimastamme riskistä lievään liikevaihto-ohjeistuksen laskuun. Tämän taustalla arvioimme olevan, että yhtiö on onnistunut solmimaan pidempiaikaisia sopimuksia asiakkaiden kanssa (etenkin North Rail), mikä mielestämme pienentää lyhyen aikavälin ennusteriskiä tuloksen osalta. Vastaavasti ennusteriskejä molempiin suuntaan osaltaan nostaa lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä EU:n ja Keski-Aasian välisen liikenteen kehitys. Toisaalta ennusteemme eivät ole kovin aggressiiviset tältä osin ja muiden liiketoimintojen vahvaa menoa ja osakkeen nykyistä arvostusta peilaten sijoittaja ei joudukaan mielestämme kantamaan merkittävää riskiä tässä onnistumisesta (vrt. kuluvan vuoden ennustetulla tulostasolla osake olisi hyväksytyyn arvostushaarukan alapuolella).

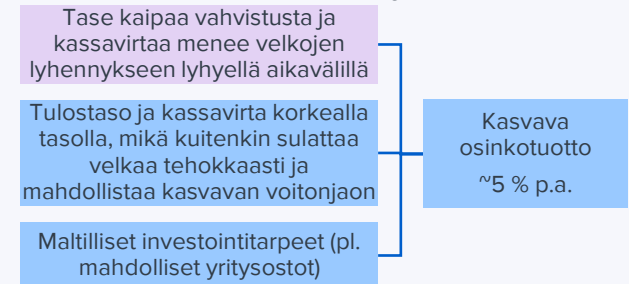
Osakkeen tuotto-odotus 2022-2025e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

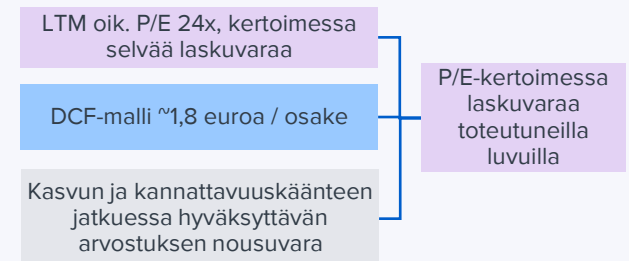
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvioimme osakkeen kokonaistuotto-odotuksen ylittävän tuottovaatimuksen reippaalla marginaalilla lähivuosina

Arvonmääritys 3/4

Siten sijoittaja saakin nykyisellä hintalapulla lähtökohtaisesti kaupan päälle option yhteyden odotuksiamme suuremmasta läpilyönnistä tai tuloksenteopotentiaaaliltaan huomattavasti suuremman pohjoisen reitin palautumisesta. Toimintaympäristön normalisoituminen pohjoisen reitin osalta on kuitenkin lyhyellä aikavälillä mielestämme epätodennäköistä ja myös tätä pidemmällä aikavälillä tähän liittyy vielä suurta epävarmuutta (ml. asiakaskäyttäytyminen). Toisaalta Nurminen on kasvattanut tarjoamaansa ja maantieteellistä peittoaan uusien palvelu-, markkina- ja reittiavausten kautta (ml. uudet asiakkuudet Keski-Euroopassa) pohjoisen reitin keskeyttämisen myötä. Tätä heijastellen näemmekin, että sen pidemmän aikavälin potentiaali positiivisessa skenaariossa (ts. pohjoisen reitin palautuminen keskipitkällä aikavälillä) on kasvanut selvästi.

Lähivuosien kokonaistuotto-odotus

Olemme tarkastelleet sijoittajan lähivuosien tuotto-odotusta myös yksinkertaistamalla hyväksyttävän arvostuksen (P/E-kerroin 8x-12x) ja vuoden 2025 tulosennusteidemme kautta. Nykyennusteillamme osaketta voitaisiinkin arviomme mukaan hinnoitella vuoden 2025 lopussa noin 1,2-1,8 euroon osakkeelta. Nykyisellä 0,85 euron kurssitasolla vuosittainen tuotto-odotus nousisi 18-41 %:iin, mikä ylittää keskimäärin kirkkaasti 10,7 %:n oman pääoman tuottovaatimuksemme. Tämän päälle arvioimme sijoittajan saavan nousevaa ja keskimäärin ~5 %:n osinkotuottoa osakkeesta. Siten vuosittainen kokonaistuotto-odotus ylittääkin erittäin reilulla marginaalilla käyttämämme oman pääoman

kustannuksen ja puoltaa vahvaa positiivista näkemystä osakkeessa.

On myös hyvä huomata, että olettamalla ettei osakkeen hinnoittelussa tapahtuisi ajanjakson aikana muutoksia (2023e P/E 7,4x) olisi lähivuosien vuosittainen kokonaistuotto-odotus silti vajaat 20 %. Siten kokonaistuotto-odotus olisikin myös tässä skenaariossa (esim. korkotasojen nousun jatkuminen), edelleen houkutteleva tuottovaatimukseemme peilattuna.

Aikaisemmin todetusti Nurmisen hyväksyttävässä arvostuksessa olisi mielestämme nousuvaraa, mikäli sen tulostaso vakiintuisi odottamallemme tasolle lähivuosina olettaen ettei tässä olisi myöskään näköpiirissä suurempia muutoksia. Hyväksyttävään arvostukseen luonnollisesti vaikuttaisi huomattavasti myös Nurmisen sen hetkiset kasvunäkymät, joita on vielä tässä vaiheessa erittäin vaikeaa ennustaa geopolitiittisen tilanteen kehityksen ja mahdollisten yritysostojen vaikutusten myötä. Kokonaisuutena näemme kuitenkin, ettei hyväksyttävässä arvostuksessa ole merkittävää painetta alaspäin ilman toimintaympäristön merkittäviä muutoksia (esim. korkotasojen voimakas nousu).

DCF-laskelma

Mielestämme kassavirtamalli ei ole Nurmiselle erityisen hyvä arvonmääritysmenetelmä sen nykyisessä kehitysvaiheessa eri liiketoimintojen kasvuun ja kannattavuuksiin liittyvien epävarmuuksien takia. Oletettavasti eri liiketoimintojen suhteelliset osuudet tulevatkin elämään merkittävästi ennustejakson aikana. DCF-malli on myös hyvin herkkä terminaalijakson

ennusteille ja etenkin Rautatieliiketoiminnan ennusteissa on pidemmällä aikavälillä paljon epävarmuutta.

Malli ei ota myöskään täysimääräisesti huomioon vähemmistöosuuksia Baltian ja North Railin liiketoiminnoissa, mikä nykyisestä konsernirakenteesta ja tuottojen jakaumasta johtuen aiheuttaakin haasteita laskelman käyttökelpoisuudelle. Laskelma ei myöskään suoraan huomioi Vuosaaren kiinteistön arvoa tai sen tuloksen pienempiä vähemmistöosuuksia. Käytämme kuitenkin muokkaamaamme suuntaa antavaa DCF-laskelmaa arvonmäärityksen tukena, sillä mielestämme se tuo parhaiten esiin osakkeeseen ladatut odotukset pidemmältä aikaväliltä. Huomautamme kuitenkin, etteivät tekemämme muutoksetkaan täysin poissulje konsernirakenteeseen liittyviä haasteita.

Muokatussa DCF-mallissa olemme arvostaneet Baltian sekä North Railin vähemmistöt markkina-arvoperusteisesti ja Vuosaaren kiinteistön arvon arvioimme vastaavan siihen kohdistuvia velkoja (ml. vuokravastuut). Baltian vähemmistöjen markkina-arvon olemme määrittäneet käyttämällä vuoden 2022 Baltian vähemmistöjen tulososuutta (~2,4 MEUR), mikä vaikuttaa nykyisellään kestävältä tasolta pidemmälle aikavälille (lyhyellä aikavälillä tulostaso voi olla korkeampi/matalampi). Olemme puolestaan arvottaneet tämän Nurmisen hyväksyttävän arvostushaarukan alalaitaan (P/E 8x) liiketoiminnan rajallisempia pidemmän aikavälin kasvunäkymiä, syklisyyttä sekä omistusrakennetta (ml. henkilöriskit, potentiaalisten ostajien määrä rajallinen) peilaten.

Arvonmääritys 4/4

Vastaavasti North Railin vähemmistöjen (~20 %) arvon olemme toistaiseksi määrittäneet hyvin karkeasti 10 MEUR:oon yrityskaupan velatonta kauppahintaa (27,7 MEUR, ts. karkea arvio veturien arvosta) ja liiketoiminnan nykyistä arvioimaamme erittäin vahvaa tuloskuntoa, mutta toisaalta suhteellisen korkeaa velkamäärää peilaten. Tulemme päivittämään tätä arviotamme tilinpäätöstietojen valmistumisen myötä.

Tämän lisäksi olemme huomioineet Vuosaaren omistusrakenteen lisäämällä vähemmistöille kuuluvaa osuutta arvioimallamme noin 1 MEUR:lla (2021-2022 vähemmistöjen tulososuus keskimäärin noin 0,1 MEUR). Nettovelkojen osalta olemme käyttäneet puolestaan vuoden 2023 lopun ennustettamme, jota olemme oikaisseet Vuosaaren kiinteistöyhtiön H1'23:n lopun veloilla (20,3 MEUR) sekä lisänneet nettovelkoihin Operail Holding Oü:lle olevan 9,0 MEUR:n lainan (esitetty taseessa muissa veloissa).

Suuntaa antavan DCF-laskelmamme indikoima arvo Nurmisen osakkeelle on noin 1,8 euroa osakkeelta, mikä on huomattavasti nykykurssin yläpuolella. Siten DCF-mallimme indikoima arvo tukeekin näkemystämme osakkeen reippaasta potentiaalista.

DCF-mallimme pohjana olemme käyttäneet Ennusteet-kappaleessa läpi käytyjä pitkän aikavälin oletuksiamme. Terminaalijakson liikevaihdon kasvun odotus on aikaisemmin todetusti 2 % ja EBIT-marginaalin olemme asettaneet 7,5 %:iin, mitä voi pitää suhteellisen konservatiivisena nykytasoon peilattuna. Mallissa terminaalijakson painoarvo on 42 %, ja siten malli ei ole mielestämme kovinkaan aggressiivinen

pitkän aikavälin odotusten suhteen.

Olemme nostaneet tuottovaatimustamme aavistuksen korkokehitystä ja -odotuksia peilaten. Nykyisellään soveltamamme pääoman kustannus (WACC-% 9,4 % ja CoE 10,7 %, aik. WACC-% 9,0 % ja CoE 10,5 %) on arvioimme mukaan noin pörssin mediaanin nykyisen tuottovaatimuksen tasolla tai hieman sen yläpuolella. Mielestämme tuottovaatimuksessa voisi olla pientä laskuvaraa, mikäli yhtiö onnistuu osoittamaan nykyisen tulostasonsa kestäväksi pidemmällä aikavälillä ja/tai korkotason laskun myötä.

Suhteellinen arvostus ei ole relevantti

Suhteellisen arvostuksen käytettävyyttä heikentää huomattavasti se, ettei Nurmiselle ja sen liiketoimintaprofiilille (ml. kasvuprofiili) ole käytännössä löydettävissä verrokkeja samalta markkinalta. Käyttämämme verrokkiryhmä koostuuakin pääosin selvästi suuremmista logistiikka-alan yhtiöistä, joilla on hyvin erilaiset liiketoimintaprofiilit sekä kasvuaihiot Nurmiseen verrattuna, minkä takia emme näe suhteellista arvostusta relevanttina Nurmisen kannalta. Yleisellä tasolla vertailtavuutta heikentäisi myös EV-pohjaisten kertoimien heikko käytettävyyttä.

P/E-kertoimella katsottuna Nurminen on kuitenkin arvostettu huomattavalla alennuksella verrokkeihin nähden. Mielestämme tätä ei voida kuitenkaan pitää perusteltuna huolimatta verrokkien selvästi suuremmasta kokoluokasta ja vahvemmassa historiasta, kun huomioidaan Nurmisen nykyinen ja ennustamamme tulostaso. Mielestämme tämä tukee kokonaisuutena näkemystämme Nurmisen osakkeen arvostuksen

nousuvarasta.

Tavoitehintaa ja suositus

Toistamme Nurmisen osta-suosituksen, mutta laskemme tavoitehintamme pieniä negatiivisia ennustemuutoksia sekä hyväksytyyn arvostukseen tekemiämme tarkistuksia peilaten 1,25 euroon (aik. 1,4 euroa).

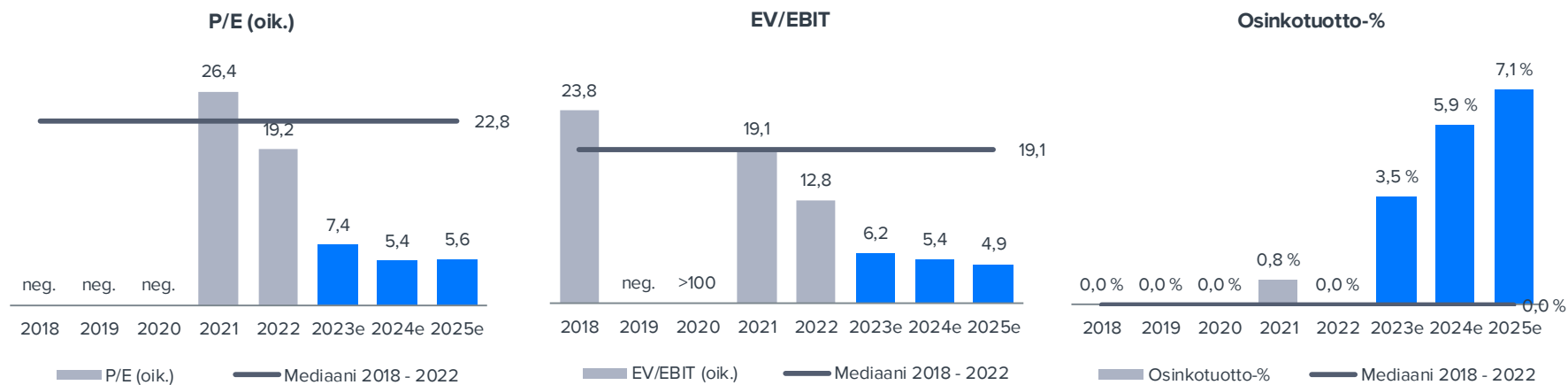
Mielestämme osakkeen arvostus on kuitenkin hyvin edullinen nykyiseen ja ennustettuun tulostasoon peilattuna ja näemmekin arvostuksessa selvää nousuvaraa ensi vuoteen katsottaessa. Tätä mielestämme konkretisoi myös nykyinen tavoitehintamme, joka vastaa ensi vuoden ennusteillamme hyväksymämme arvostushaarukan alalaitaa (P/E 8x). Sen sijaan arvostuskertoimien nousu absoluuttisella tasolla esimerkiksi Helsingin pörssin pitkän aikavälin tasolle vaatii arviomme mukaan yhtiöltä vielä lisänäyttöjä nykyisen tulostason kestävydestä useamman vuoden mitassa.

Näkemystämme vahvasta positiivisesta suosituksesta tukevat lisäksi keskipitkän aikavälin kokonaistuotto-odotus, joka nousee selvästi tuottovaatimuksemme yläpuolelle sekä nykyiseen kannattavuustasoon nähden konservatiivinen DCF-mallimme. Lisäksi sijoittaja saa nykyhinnalla mielestämme ilmaisen option potentiaaliltaan huomattavan pohjoisen reitin palautumisesta keskipitkällä - pitkällä aikavälillä. Arvioimme yhtiön myös pyrkivän kiihdyttämään kasvuaan lähivuosina yritysostojen kautta, mutta näiden arvonluontipotentialiin on vielä tässä vaiheessa liian varhaista ottaa kantaa, vaikka North Rail -hankintaa voi ainakin toistaiseksi pitää erinomaisena.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,25	0,27	0,45	1,96	0,60	0,85	0,85	0,85	0,85
Osakemäärä, milj. kpl	44,3	44,3	44,6	77,1	78,0	78,1	78,1	78,1	78,1
Markkina-arvo	11	12	20	151	47	66	66	66	66
Yritysarvo (EV)	21	30	106	194	88	127	119	107	101
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	26,4	19,2	7,4	5,4	5,6	5,8
P/E	neg.	neg.	neg.	12,8	neg.	7,7	5,4	5,6	5,8
P/B	0,9	neg.	5,0	10,0	3,6	2,9	2,0	1,6	1,4
P/S	0,1	0,2	0,2	1,1	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	1,3	1,4	0,7	1,0	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	10,5	11,7	22,1	15,4	14,1	5,1	4,4	4,0	3,9
EV/EBIT (oik.)	23,8	neg.	>100	19,1	12,8	6,2	5,4	4,9	4,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	10,5 %	0,0 %	27,2 %	32,2 %	39,8 %	48,3 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,8 %	0,0 %	3,5 %	5,9 %	7,1 %	8,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Kuehne + Nagel	32073	31809	15,3	16,9	10,9	11,7	1,2	1,2	20,8	23,3	3,7	3,4	8,0
DSV	33167	37139	15,4	15,9	12,0	12,1	1,8	1,7	19,0	18,9	0,7	0,7	3,5
Hapag Lloyd	27946	24167	7,7	25,5	4,8	8,5	1,3	1,5	8,4	40,2	6,5	2,9	1,4
Id Logistics	1479	2548	20,8	18,3	6,1	5,6	0,9	0,9	25,8	21,2			3,3
Nurminen Logistics (Inderes)	66	127	6,2	5,4	5,1	4,4	1,0	0,8	7,4	5,4	3,5	5,9	2,9
Keskiarvo			14,8	19,2	8,4	9,5	1,3	1,3	18,5	25,9	3,6	2,3	4,1
Mediaani			15,3	17,6	8,5	10,1	1,2	1,3	19,9	22,2	3,7	2,9	3,4
Erotus-% vrt. mediaani			-59 %	-69 %	-40 %	-56 %	-22 %	-41 %	-63 %	-76 %	-5 %	107 %	-14 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

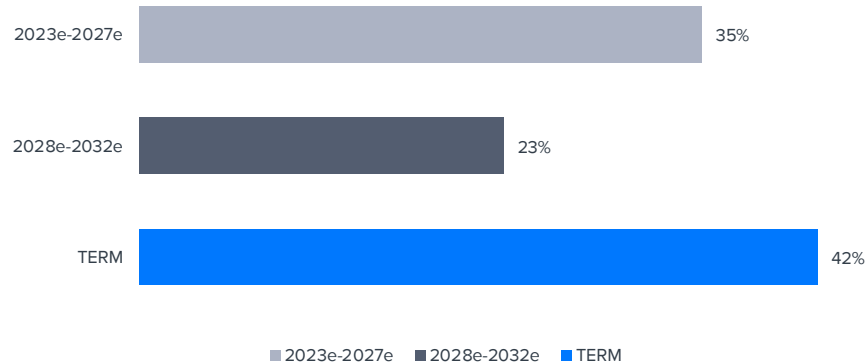
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-13,3 %	7,5 %	14,4 %	5,8 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	2,8 %	15,3 %	14,6 %	13,9 %	12,5 %	11,5 %	10,5 %	9,0 %	8,0 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %
Liikevoitto	3,4	20,1	22,0	22,1	21,1	20,4	19,4	17,1	15,6	15,0	15,3	
+ Kokonaispoistot	2,8	4,6	4,9	4,8	4,7	4,7	4,6	4,5	4,2	4,0	3,8	
- Maksetut verot	-0,6	-1,9	-1,0	-2,4	-2,6	-3,8	-3,6	-3,2	-2,9	-2,8	-2,8	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,4	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-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	1,0	6,9	-4,9	0,2	-1,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	
Operatiivinen kassavirta	6,2	29,4	20,8	24,4	21,3	20,9	20,0	18,0	16,5	15,8	16,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,0	-28,7	-1,5	-1,5	-3,0	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-3,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,3	0,7	19,3	22,9	18,3	19,4	18,5	16,5	15,0	14,3	12,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	5,3	0,7	19,3	22,9	18,3	19,4	18,5	16,5	15,0	14,3	12,7	176
Diskontattu vapaa kassavirta		0,6	17,4	18,8	13,8	13,3	11,6	9,5	7,9	6,9	5,6	77,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		182	182	164	146	132	119	107	97,4	89,5	82,7	77,1
Velaton arvo DCF		182										
- Korolliset velat		-18										
-Vähemmistöosuus		-28										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		137										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,8										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	8,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	55,8	54,2	78,3	74,9	71,6
Liikearvo	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Aineettomat hyödykkeet	1,2	0,9	1,9	1,9	1,9
Käyttöomaisuus	46,8	44,9	68,0	64,7	61,4
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	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	6,7	6,9	6,9	6,9	6,9
Vaihtuvat vastaavat	25,9	15,5	25,0	28,6	30,3
Vaihto-omaisuus	0,1	0,2	1,3	1,5	1,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	18,7	9,1	17,1	19,6	20,7
Likvidit varat	7,0	6,1	6,6	7,5	8,0
Taseen loppusumma	81,7	69,7	103	104	102

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	25,8	24,1	35,8	45,6	53,5
Osakepääoma	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Kertyneet voittovarat	-28,4	-29,4	-20,7	-10,9	-3,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	39,3	38,0	39,3	39,3	39,3
Vähemmistöosuus	10,7	11,3	13,1	13,1	13,1
Pitkäaikaiset velat	34,4	24,6	36,0	27,0	17,9
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	34,3	24,5	35,9	26,9	17,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	21,5	20,9	31,5	30,9	30,5
Korolliset velat	2,6	10,6	5,1	6,8	4,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	18,6	10,3	26,3	24,1	25,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	81,7	69,7	103	104	102

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	80,7	141,3	122,5	131,7	150,6	EPS (raportoitu)	-0,09	0,15	-0,01	0,11	0,16
Käyttökate	4,8	12,6	6,2	24,7	26,9	EPS (oikaistu)	-0,08	0,07	0,03	0,11	0,16
Liikevoitto	-0,2	9,6	3,4	20,1	22,0	Operat. kassavirta / osake	0,15	0,04	0,08	0,38	0,27
Voitto ennen veroja	-2,5	7,8	1,9	16,5	19,2	Vapaa kassavirta / osake	-0,24	0,12	0,07	0,01	0,25
Nettovoitto	-4,2	11,8	-1,0	8,6	12,1	Omapääoma / osake	0,09	0,20	0,17	0,29	0,42
Kertaluontoiset erät	-0,6	-0,6	-3,5	-0,3	0,0	Osinko / osake	0,00	0,02	0,00	0,03	0,05
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	66,2	81,7	69,7	103,3	103,5	Liikevaihdon kasvu-%	16 %	75 %	-13 %	7 %	14 %
Oma pääoma	13,8	25,8	24,1	35,8	45,6	Käyttökateen kasvu-%	89 %	162 %	-51 %	297 %	9 %
Liikearvo	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	-121 %	2482 %	-32 %	197 %	8 %
Nettovelat	36,1	29,9	28,9	34,4	26,1	EPS oik. kasvu-%	-44 %	-193 %	-58 %	266 %	36 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	6,0 %	8,9 %	5,1 %	18,8 %	17,8 %
Käyttökate	4,8	12,6	6,2	24,7	26,9	Oik. Liikevoitto-%	0,5 %	7,2 %	5,6 %	15,5 %	14,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,8	-1,1	1,0	6,9	-4,9	Liikevoitto-%	-0,3 %	6,8 %	2,8 %	15,3 %	14,6 %
Operatiivinen kassavirta	6,6	2,9	6,2	29,4	20,8	ROE-%	-269,9 %	123,5 %	-7,4 %	48,4 %	43,9 %
Investoinnit	-17,1	-0,9	-1,0	-28,7	-1,5	ROI-%	-0,4 %	16,4 %	5,6 %	29,6 %	28,1 %
Vapaa kassavirta	-10,5	9,4	5,3	0,7	19,3	Omavaraisuusaste	20,9 %	31,6 %	34,7 %	34,7 %	44,1 %
						Nettovelkaantumisaste	261,4 %	115,9 %	119,8 %	96,1 %	57,3 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	1,3	1,4	0,7	1,0	0,8						
EV/EBITDA (oik.)	22,1	15,4	14,1	5,1	4,4						
EV/EBIT (oik.)	>100	19,1	12,8	6,2	5,4						
P/E (oik.)	neg.	26,4	19,2	7,4	5,4						
P/B	5,0	10,0	3,6	2,9	2,0						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,8 %	0,0 %	3,5 %	5,9 %						

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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

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

Suositus historia (>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>Analyytikko vaihtuu</i>			
19.11.2021	Lisää	1,70 €	1,53 €
4.3.2022	Lisää	1,25 €	1,10 €
19.4.2022	Vähennä	1,25 €	1,28 €
5.8.2022	Lisää	1,00 €	0,83 €
16.11.2022	Vähennä	0,70 €	0,73 €
15.2.2023	Lisää	1,10 €	0,98 €
2.3.2023	Lisää	1,10 €	0,91 €
29.5.2023	Osta	1,40 €	1,04 €
4.8.2023	Osta	1,40 €	0,99 €
23.10.2023	Osta	1,25 €	0,85 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**