

Nurminen Logistics

Yhtiöraportti

1/2018

**inde
res.**

Tuloskäänne on jo hinnassa

Aloitamme Nurminen Logisticsin seurannan 0,56 euron tavoitehinnalla ja vähennäsuositukselle. Näkemyksemme mukaan merkittävän liikevaihdon kasvun kautta syntyvä tuloskäänne on jo hinnoiteltu osakkeeseen. Kurssinousun jatkuminen vaatisikin mielestämme ennusteitamme kovempaa nettotuloksen kasvua vuosina 2018 ja 2019.

Nurminen Logistics on logistiikka-alan palveluyhtiö

Nurminen Logistics on Suomessa, Venäjällä ja sen läntisissä naapurimaissa toimiva logistiikka-alan palveluyritys. Yhtiön toiminta-ajatus on tarjota ja tuottaa korkealaatuisia logistiikkapalveluja, jotka hinnoitellaan laatutekijöiden vuoksi preemiohinnoittelulla. Yhtiön liiketoiminta-alueet ovat Terminaalipalvelut, Huolinta, Rautatiekuljetukset ja Projektilogistiikka, jotka kuitenkin raportoidaan yhtenä kokonaisuutena. Vuonna 2016 yhtiö teki 50 MEUR:n liikevaihdolla 0,9 MEUR:n liiketappion. Vuonna 2017 yhtiö järjesteli rahoitustaan uudelleen, minkä myötä yhtiön rahoitusasema on nyt selkeästi aiempaa kestävämmällä pohjalla. Näin ollen yhtiö voi keskittyä lähivuosina operatiivisen liiketoiminnan käännteeseen ilman aikaisemman kaltaisia huolia rahoitustilanteesta.

Liikevaihdon kasvu ajaa kannattavuuskäännettä

Rahoitusjärjestelyn lisäksi yhtiö on vähentänyt taseen Venäjä-painoa, mikä yhdessä parantuneen markkinatilanteen kanssa laskee riskiprofiilia. Tuloksellisesti yhtiön näkymät ovat aiempia vuosia selkeästi valoisammat, kun yhtiön keskeisten markkinoiden vienti ja tuontinäkymät ovat hyvällä tasolla ja toisaalta yhtiö on saanut laskettua organisaation kustannustasoa. Markkinoiden pirteä kehitys on ajanut vuoden 2017 kasvua ja yhtiö on ohjeistanut sen liikevaihdon kasvavan merkittävästi verrattuna vuoteen 2016 ja liiketuloksen kasvavan selvästi vuoteen 2016 verrattuna ja olevan selkeästi positiivinen. Odotammekin yhtiöltä vuodelta 2017 67,9 MEUR:n liikevaihtoa (kasvu 35,9 %) ja 2,2 MEUR:n liikevoittoa. Baltian yhtiöiden merkittävän tulosvaikutuksen myötä osa tuloksesta valuu kuitenkin vähemmistöille ja odotamme tämän huomioivan osakekohtaisen tuloksen olevan negatiivinen vielä vuonna 2017. Ennustamme yhtiön liikevaihdon ja tuloskasvun jatkuvan vuosina 2018 ja 2019, minkä myötä liikevaihto nousee vuonna 2019 79 MEUR:oon (2017-2019 CAGR kasvu-% 8 %) ja osakekohtainen tulos 0,04 euroon. Osinkoa emme odota yhtiön maksavan lähivuosina, sillä pääomia allokoidaan ensisijaisesti kasvuhankkeisiin.

Voimakas käänne heijastuu jo osakkeen hinnoitteluun

Vähemmistöjen omistusosuuksien merkittävyyden vuoksi tulos pohjaisesti arvostamme yhtiötä pääasiassa P/E-luvun kautta. Lisäksi tarkastelemme arvostusta P/E-luvulla suhteessa verrokkeihin. Vuoden 2019 P/E-kerroin on 14x, missä ei mielestämme ole nousuvaraa. P/E-kerroin on alle verrokkien historiallisen tason, joka on ollut pitkällä aikavälillä 15-16x. Tämä on mielestämme kuitenkin perusteltua Nurminen selkeästi pienempi koko ja track-record huomioiden. Myös käyttämämme osien summa -laskelma ja kassavirtamalli tukevat näkemystämme täyteen hinnoittelusta. Näin ollen osakkeen nousuvara vaatisi ennusteidemme ylitystä, mistä odotamme yhtiöltä näyttöjä.

Analytikko

Petri Gostowski
+358 40 821 5982
petri.gostowski@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: -



0,56 EUR

Edellinen: - euroa

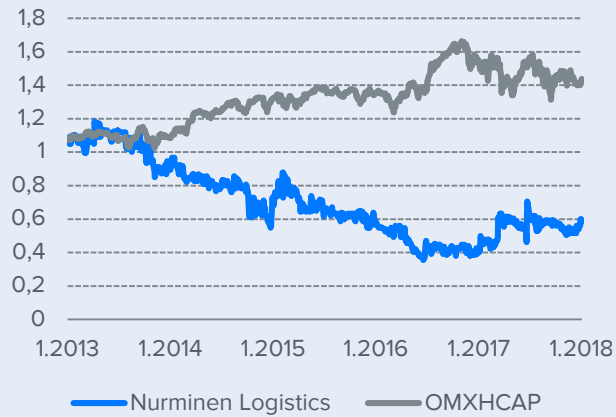
Osakekurssi: 0,58 EUR

Potentiaali: -3,8 %

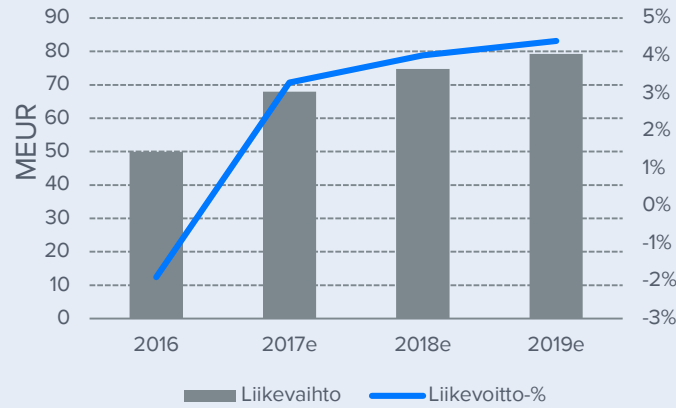
Avainluvut

	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	50	67,9	74,7	79,2
kasvu-%	-0,9 %	35,9 %	10,1 %	6 %
EBIT	-0,9	2,2	3,3	4,6
EBIT-%	-1,9 %	3,3 %	4,5 %	5,8 %
Tulos ennen veroja	-2,5	0,5	2,0	3,3
EPS oik. (EUR)	-0,24	-0,01	0,02	0,04
Osinko (EUR)	0	0	0	0
P/E (oik.)	neg.	neg.	29,6	14
P/B	1,5	1,7	1,6	1,5
EV/S	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	>50	9,7	7,7	5,8
Osinkotuotto-%	0 %	0 %	0 %	0 %

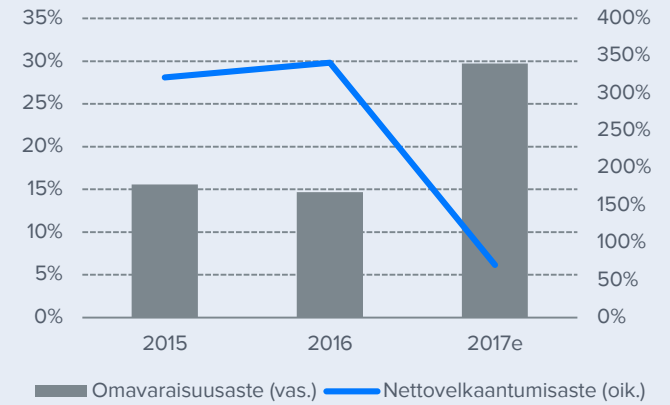
Kurssikehitys



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Taseen avainluvut



Arvoajurit

- Talouden vahva kehitys ja tuloskäännö
- Käyttöasteiden nousu
- Yritysjärjestelyt ja kohdenneet investointipanostukset
- Kustannustason lasku



Riskitekijät

- Suhdanteen heikkeneminen ja asiakasalojen syklisyys
- Kustannusrakenne ei juuri joustaa alaspäin
- Suomen viennin kilpailukyky pitkällä aikavälillä



Arvostus

- Vähemmistöjen takia P/E-kerroin on relevantein arvostusmittari
- Kaikki arvostusmenot osoittavat käänteen olevan jo hinnoiteltu osakkeeseen
- Arvostus ei saa tukea osingosta

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-6
Liiketoimintamalli	s. 7-11
Sijoitusprofiili	s. 12-14
Strategia ja taloudellinen potentiaali	s. 15-19
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	s. 20-22
Markkinat ja kilpailukenttä	s. 23-24
Ennusteet	s. 25-28
Arvonmääritys ja suositus	s. 29-30
Taulukot	s. 32-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 37

Yhtiökuvaus (1/2)

Palveluyhtiö Nurminen Logistics

Nurminen Logistics on logistiikkapalveluja tarjoava yritys, joka toimii Suomessa, Venäjällä ja sen läntisissä naapurimaissa. Yhtiö tavoittelee luotettavinta ja laadukkainta logistiikkapalvelua kaikilla sen liiketoimintasegmenteillä ja -alueilla. Vuonna 2016 yhtiön 50,5 MEUR:n liikevaihdosta noin 58 % tuli Suomesta, Baltian maiden osuus oli 30 % ja Venäjän osuus oli vastaavasti 12 %. Nurminen Logistics -konserni toimii Suomessa ja Venäjällä sen 100 %:sti omistamien yhtiöiden kautta. Vastaavasti Latviassa, Liettuassa ja Virossa konserni toimii 51 %:sti omistamiensa tytäryhtiöiden kautta. Lisäksi konsernirakenteeseen kuuluu yhtiön 51 %:sti omistama NR Rail Oy, joka toimii Suomen ja Venäjän välisessä veturiliiketoiminnassa. Tämä on strateginen yhteistyöhanke venäläisen Rustranscom-konsernin kanssa.

Vuonna 1886 perustetulla Nurmisella on pitkä historia logistiikka-alalta ja sen toiminta koostuu tällä hetkellä neljästä toisiaan tukevasta liiketoiminnan osa-alueesta. Yhtiö kuitenkin raportoi taloudellisesta kehityksestään nykyään yhtenä kokonaisuutena konsernitasolla:

- **Terminaalipalvelut** kattavat mm. tavaransiirron jatkokuljetuksia varten terminaalissa Vuosaaren, Kotkan ja Haminan satamissa sekä Luumäellä, Niiralassa ja Vainikkalassa, jotka ovat Venäjän raja-asemien läheisyydessä junaratojen varressa. Lisäksi yhtiö tarjoaa terminaalissa lisäpalveluita, kuten varastointia, pakkausta ja näytteenottoa. Alhaisten käyttöasteiden ja toisaalta korkean kustannusrakenteen vuoksi terminaalipalveluiden kannattavuus on ollut historiallisesti heikko ja arvioimme sen

painavan koko konsernin marginaaleja.

- **Huolinta** on vienti- ja tuontitullausta sekä transitiotullausta. Huolintapalveluissa yhtiö hoitaa asiakkaan kaikki dokumentointitarpeet kansainvälisessä kaupassa. Huolinnan kannattavuudesta historiallista tietoa ei ole saatavilla, mutta arvioimme sen olevan, suhteessa muihin aloihin, selkeästi kannattavin. Kasvaessaan huolinta tukisi kannattavuutta konsernitasoon viime vuosien marginaaleihin nähden selvästi.
- **Rautatiekuljetukset** ovat pääsääntöisesti Suomen ja Venäjän sekä muiden Baltian maiden välistä rautatieliikennettä. Yhtiö hoitaa niin vienti- kuin tuontikuljetuksia rautateitse sen päämarkkina-alueilla 350 omistamallaan rautatievaunulla. Lisäksi yhtiö operoi myös yhteistyökumppaneiden omistamia vaunuja, jos lisäkapasiteetille on tarvetta. Historiallisesti segmentti on ollut kannattavin liiketoiminta-alue, ja sen marginaalipotentialiaali on arvioimme mukaan korkein etenkin vetopalveluiden vuoksi. Vuonna 2013 sen liikevoitto-% ylsi 17,9 %:iin. On kuitenkin huomioitava, että myös rautatiekuljetukset vaativat tietyn liikevaihtokuorman ollakseen kannattavaa, sillä vuonna 2015 myös tämä segmentti painui tappiolle, kun sen liikevaihto yli puolittui vuoden 2013 tasosta 12,3 MEUR:oon Venäjän kriisin takia.
- **Projektilogistiikka** kattaa asiakkaiden yksilöllisten tarpeiden mukaiset projektikuljetuspalvelut, minkä lisäksi palveluun voidaan liittää tarvittavien asiakirjojen hoitaminen ja koko projektin hallinta. Projektilogistiikassa yhtiö hyödyntää

myös laajaa yhteistyökumppaniverkostoaan ja niiden kalustoa. Projektit muodostavat vain pienen kokonaisuuden liikevaihdosta ja sen vuosien 2012-2015 liikevoittomarginaali on ollut noin 2 %:n tasolla. Projekteja tarjotaan alihankintapohjalta, kysynnän mukaan. Niiden matala riskitaso heijastuu siten myös konsernitasolla alhaisempina marginaaleina.

Vähemmistöt syövät osakkeenomistajien tulosta

Nurmisen osakkeenomistajien kannalta konsernirakenne olennainen tekijä, sillä vähemmistöt (paikallinen toimiva johto) omistavat lähes puolet Latvian, Liettuan, Viron ja NR Railin liiketoiminnoista. Nurminen kirjaa osittain omistamiensa tytäryhtiöiden koko liikevaihdon, käyttökatteen ja liikevoiton tulokseensa konsernitilinpäätöksen periaatteiden mukaisesti, mutta vähemmistöomistajille kuuluva osuus vähennetään Nurmisen omistajille kuuluvasta tulososuudesta ennen nettotulosta. Poikkeus tähän on kuitenkin NR Rail, jonka nettotulos konsolidoidaan ennen liikevoittoriviä tuloslaskelmassa. Näin ollen sen tulosvaikutus ei heijastu vähemmistöosuuksiin.

Vähemmistöyhtiöiden rautatieliiketoimintojen kannattavuus on arvioimme mukaan konsernin muuhun liiketoimintaan nähden korkea ja siten näiden hyvin kannattavien tytäryhtiöiden tuloksesta lähes puolet valuu tuloslaskelman alemmilla riveillä vähemmistöomistajille. Tämä painaa Nurmisen osakkeenomistajille kuuluvaa tulosta, mikä on ehdottomasti huomioitava myös osakkeen arvonnäilyksessä käyttämällä Nurmisen arvottamisessa etenkin nettotulokseen pohjautuvia arvostusmenetelmiä.

Yhtiökuvaus (2/2)

Historiallinen kehitys

Pitkän historiansa aikana Nurminen on toiminut myös muilla liiketoimialoilla, mutta 2000-luvulla yhtiö on keskittynyt täysin logistiikkaan. Vuonna 2008 yhtiö myi sairaankuljetusliiketoiminnan ja näin muodostui pitkälti nykymuotoinen Nurminen Logistics.

Logistiikka on suhdanneherkkä toimiala ja siten myös Nurmisen historialliseen kehitykseen on heijastunut vahvasti yleisen talouden suhdanteet ja sen päämarkkinoiden viennin ja tuonnin lasku sekä nousu. Viimeisen kymmenen vuoden liikevaihdon huippu osui vahvan talouskehityksen myötä vuoteen 2008, minkä jälkeen heikko taloustilanne painoi liikevaihdon selvään laskuun. Liikevaihdon laskua on myös korostanut tiettyjen läpilaskutettavien erien poistuminen alan käytäntöjen muutoksien takia. Yhtiö onnistui kääntämään liiketoiminnan kasvuun jälleen vuonna 2010, mutta eurokriisin ja sen jälkeisen Venäjän talouden sakkauksen (ml. itäviennin ja -tuonnin romahdus) myötä liikevaihto kääntyi jälleen laskevalle trendille vuoden 2012 jälkeen ja on painunut vuoden 2012 78,4 MEUR:sta vuoden 2016 noin 50 MEUR:n tasolle. Venäjän liikevaihdon laskun taustalla on kuitenkin huomioitava myös merkittävä ruplan heikentyminen suhteessa euroon, joka on vaikuttanut euromääräisen liikevaihdon laskuun.

Liikevaihdon rajut heilahtelut ovat myös heijastuneet yhtiön tulokuntoon. Viimeisen kymmenen vuoden aikana liikevoittotasolla yhtiö on painunut tappiolle vuonna 2010 ja vuosina 2015 ja 2016. Heikko tulokunto heijastui myös yhtiön taseeseen. H1'17:n lopussa yhtiön omavaraisuus oli vain 13 %:iin ja

nettovelkaantumisaste erittäin korkea 352 %.

Pääomarakenteen järjestelyn jälkeen lähtökohdat ovat aiempaa paremmat

Kestämättömäksi ajautuneen pääomarakenteen korjaamiseksi Nurminen toteutti heinäkuussa 2017 mittavia rahoitusjärjestelyjä. Yhtiö järjesteli rahoitustaan katsauskauden jälkeen merkintäoikeusannilla, jossa yhtiö sai 5,3 MEUR:n nettovarant kassaan. Osana järjestelyä yhtiö toteutti myös konversioannin, jossa 2,4 MEUR yhtiön maksuveltoitteita konvertoitiin omaksi pääomaksi (ts. osakkeiksi). Konversioannista ei kertynyt yhtiölle käteisvaroja. Lisäksi Nurminen Logistics ja Ilmarinen sopivat järjestelystä, jossa yhtiön maksuveltoitteita 1,5 MEUR:n edestä muutettiin hybridilainaksi, joka voidaan lainaehtojen mukaisesti vaihtaa osakkeiksi (vaihtovelkakirjalaina).

Nurminen maksaa lainalle 4 %:n kiinteää korkoa vuoden 2020 loppuun asti, jonka jälkeen korko nousee 8 %:iin. Lainalla ei ole eräpäivää, mutta yhtiöllä on oikeus lunastaa se takaisia vuoden 2021 alusta alkaen. Ilmarisella on taas oikeus konvertoida laina osakkeiksi 1/2018-12/20 välisenä aikana vaihtokurssilla 0,364 euroa per osake (ensimmäinen vaihto aika) tai 1/21-6/22 välisenä aikana vaihtokurssin noustessa 0,448 euroon (toinen vaihto aika).

Toteutettujen järjestelyjen myötä Nurmisen oma pääoma kasvoi 9,3 MEUR ja sen pitkäaikaiset velat vähenivät 3,95 MEUR. Yhtiön osakemäärä myös kasvoi 29,3 miljoonalla uudella osakkeella, minkä lisäksi Nurminen toteutti maksuttoman suunnatun 0,35 miljoonan osakkeen annin yhtiölle itselleen. Yhtiön osakemäärä on kasvanut siten 44,25 miljoonaan osakkeeseen, minkä seurauksena yhtiön tase vahvistui ja

rahoitusasema on nyt terveellä pohjalla, sillä ennustamme yhtiön omavaraisuusasteen olevan rahoitusjärjestelyiden ja kuluvan vuoden tulosparannuksen jäljiltä noin 28 %:ssa ja nettovelkaantumisasteen hieman yli 70 %:ssa. Nämä ovat karkeasti logistiikka-alalla toimivien verrokkien tasoilla, joten velkamäärä ei kohota enää osakkeen riskiprofiilia olennaisesti suhteessa verrokkeihin. Taseen vahvistuminen luo liiketoiminnalle ja sen kehittämiseksi kestävä pohjan. Lisäksi odotamme kohentuvan tuloskehityksen tukevan tasetta lähivuosina.

Omistajarakenne ja hallitus

Osana rahoitusjärjestelyä toteutetun osakeannin myötä Nurmisen perheen merkittävä omistus yhtiöstä laski selkeästi, mutta kokonaisuutena heillä on yhä vahva ote yhtiöstä, kun huomioidaan noin 23,8 %:n omistus ja hallitustehtävät. Nykyisestä hallituksesta vain yksi neljästä jäsenestä on varsinaisesti riippumaton merkittävistä yhtiön omistajista eikä tämä rakenne ei ole sijoittajien kannalta mielestämme täysin optimaalinen. Sijoitus Nurmiseen vaatiikin sijoittajilta luottamusta merkittävän osuuden omistavien hallitusjäsenien kykyyn luotsata yhtiötä oikeaan suuntaan.

Yhtiön 10 suurinta omistajaa omistaa yhtiöstä 77,3 %. Omistuksen keskittyminen heijastuu pienenä vapaasti vaihdettavien osakkeiden määränä (free-float) ja sitä kautta rajallisena osakkeen likviditeettinä olettaen, että pääomistajat eivät ole luopumassa omistuksistaan. Tästä syystä yhtiöltä pitää mielestämme toistaiseksi vaatia arvonmäärityksessä likviditeettipreemiota.

Nurminen Logistics lyhyesti

Nurminen Logisticsin toiminta-ajatuksena on tarjota ja tuottaa korkealaatuisia logistiikkapalveluja.

1886

PERUSTAMISVUOSI

**4 liiketoiminta-
aluetta**

Suomi ja

Suomen vientiteollisuuden kohdemarkkinat

Päämarkkinat

59,9 MEUR

LIKEVAIHTO (6/2017 LTM)

3,0 MEUR (5,0 % lv:sta)

KÄYTTÖKATE (6/2017 LTM)

198

HENKILÖSTÖ H1'17
LOPUSSA

350

omaa vaunua

2007-2009

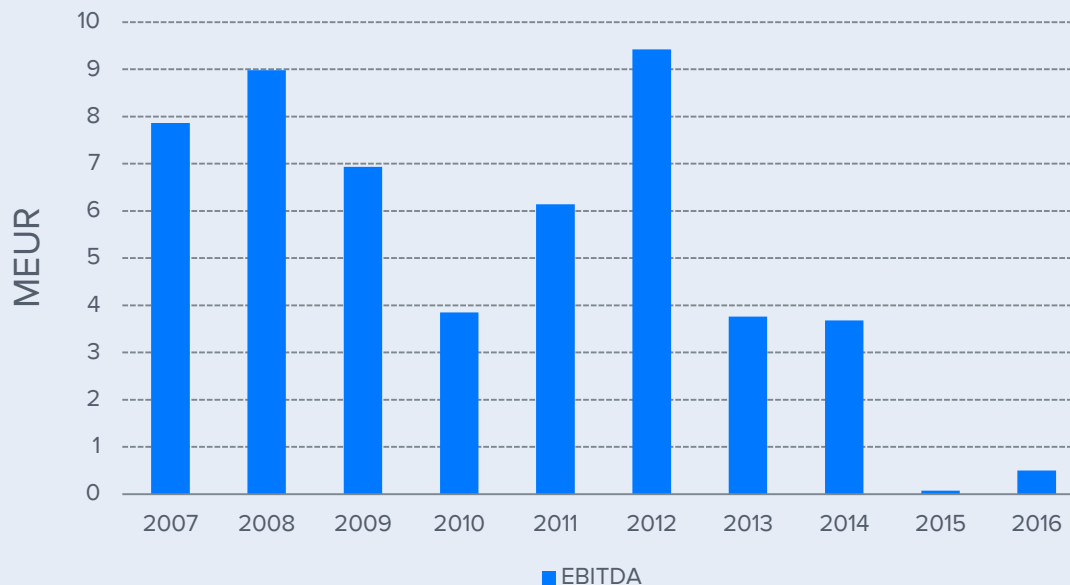
Talouden vahva kehitys
tukee liikevaihtoa ja
kannattavuutta, jotka
ovat lähihistorian
korkeimmilla tasoillaan

2010-2012

Kotimarkkinoiden
heikkoudesta huolimatta
Venäjän ja sen
lähialueiden hyvä
kehitys kannattelee
yhtiötä

2013-2016

Vaimeana pysyneen
kotimarkkinan lisäksi
Venäjän kauppa laskee
ja painaa rautatie-
liiketoimintaa



Liiketoimintamalli (1/2)

Nurminen on palveluyhtiö

Logistiikka-alan luonteen mukaisesti myös Nurminen on käytännössä palveluyhtiö. Yhtiön liiketoimintana on yksinkertaisesti tuottaa asiakkaille (kokonaisvaltaisia) ratkaisuja tuotteiden siirtämiseen. Näin ollen yhtiön organisaatorakenne on yksinkertainen sekä kevyt ja se koostuukin pitkälti myynti- ja toimihenkilöistä. Palveluyhtiönä Nurminen kyky ratkaista asiakkaan logistiset haasteet on liiketoiminnan ydintä. Koko logistiikkaprosessi voidaan jakaa paloihin ja yhtiö operoi osan niistä itse ja hoitaa osan yhteistyökumppaneiden välityksellä.

Nurmisen liiketoiminnan kannalta olennainen arvoketju voidaan jakaa kolmeen osaan:

- **Pre-terminal palvelut:** Tämä on tavaravirtojen ensimmäinen vaihe, jossa ne lähtevät tuotantokohteesta. Osa-alueen ydintoimintoja on materiaalien ja tuotteiden kuljetukset joko kotimaan asiakkaille tai terminaaleihin ja satamiin. Tämä toimii syöttöliikenteenä ja mahdollistaa muiden arvoketjun palveluiden tuottamisen.
- **Terminaalipalvelut:** Nämä kattavat tyypillisesti tavaroiden varastoinnin, ylläpidon, huollon sekä mahdollisesti lisäpalveluita, kuten laadunvarmistusta. Olennainen osa arvoketjun keskeisessä vaiheessa on myös tavaroiden valmistelu jatkokuljetuksiin, kuten lastaaminen ja pakkaaminen.
- **Post-terminal palvelut:** Nämä käsittävät palvelut sen jälkeen, kun tavarat ovat jo lähteneet terminaalista ja ne etenevät seuraavaan kuljetukseen ja itse kuljetuksen. Satamassa suoritettavia palveluita ovat

tavarain käsittely ja mm. ahtaaminen. Kolmannen vaiheen lisäpalveluita ovat tyypillisesti tavaroiden seurantapalvelut ja tullaukset.

Ydinliiketoiminta on arvoketjun keskiosassa

Nurminen operoi vahvimmin arvoketjun keskeisessä osassa eli tuottaa terminaalipalveluita, mitä tukee myös yhtiön rautatiekuljetusliiketoiminta. Terminaalipalveluja yhtiö tuottaa Vuosaaren, Kotkan ja Haminan satamissa sekä Luumäellä. Terminaalipalveluissa yhtiön liiketoiminta rakentuu varastotilojen ympärille, mikä mahdollistaa suurten tavaravirtausten synnyttämien liiketoimintamahdollisuuksien hyödyntämisen. Varastoinnin ympärillä yhtiö tuottaa lisäarvopalveluita, jotka syntyvät eri tavaralajeista riippuen. Nämä voivat olla esimerkiksi kemianteollisuudelle tarpeellisia näytteenottoja tai elintarviketeollisuudelle tarpeellisia erikoissäilytystiloja.

Rautatielogistiikan operoinnin myötä Nurminen toimii myös terminaalipalvelujen ulkopuolella ja yhtiöllä on 350 vaunua, jotka toimivat Suomen ja Venäjän sekä lähialueiden maiden välisessä liikenteessä. Omien vaunujen lisäksi yhtiö voi myös operoida yhteistyökumppaneiden vaunuja tarvittaessa.

Asiakaskunta painottuu kolmeen alaan

Nurmisen asiakaskunta painottuu kolmeen alaan, kun sen suurimmat asiakastoimialat ovat metsä-, kemian- ja konepajateollisuus. Lisäksi asiakaskuntaan kuuluu paljon pienempiä kappaletavaraa toimittavia asiakkaita, jotka hajauttavat asiakasportfoliota. Yhtiön 10 suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta on

noin 80 %, mutta kokonaisuutena arvioimme asiakaskuntaan lukeutuvan useita kymmeniä yhtiöitä. Näin ollen yhtiön asiakasportfolio on keskittynyt ja suuren asiakkaan menettäminen aiheuttaisi suurella todennäköisyydellä liikevaihtoon ja tulokseen loven, jota yhtiön olisi vaikea paikata nopeasti. Tämä nostaa yhtiön riskiprofiilia jossain määrin.

Arvioimme mukaan asiakastoimialoissa ei ole merkittäviä kannattavuuseroja ja suurien toimijoiden hintatietoisuus on korkea ja neuvotteluasema vahva, mikä rajaa asiakkuuksien kannattavuuspotentiaalia. Tyypillisesti pidemmällä aikavälillä suurien ja noin 2-3 vuoden välein neuvoteltavien asiakassopimuksien hintatasoissa on painetta alaspäin, kun vientiyritykset taistelevat kilpailukyvästään globaaleilla markkinoilla. Hintapaine korostuu ns. bulkkituotteissa (esim. sellu, paperi ja kartonki), jonka käsittely on keskimääräistä helpompaa.

Asiakassopimukset eivät tyypillisesti sisällä volyyymiin tai arvoon sidottuja ehtoja. Siten sopimuskanta ei tuo yhtiölle varsinaista taattua liikevaihtokuormaa, vaikka pitkät sopimukset tuovat tiettyä jatkuvuutta asiakaskuntaan. Arvioimme mukana pienempien esimerkiksi kappaletavaraa toimittavien toimijoiden hintasensitiivisyys on vähäisempää ja yksittäisissä pienemmissä ja/tai erikoiskuljetuksissa on paremmat katetasot, kun niihin voidaan myydä myös lisäpalveluita enemmän kuin ns. perusteollisuuden volyymituotteisiin. Kokonaisuutena terminaaliliiketoiminta on kuitenkin ennen kaikkea volyymivetoista liiketoimintaa, missä kriittistä on korkea käyttöaste

Liiketoimintamalli (1/2)

Kustannusrakenne skaalautuu osin kapasiteetin käyttöasteen rajoissa

Yhtiön kustannusrakenne on lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä pitkälti kiinteä muiden kulujen ja isolta osin myös henkilöstökulujen osalta, kun taas materiaalit ja palvelut erä joustaa kysynnän mukaan. Tätä heijastellen yhtiön kustannusrakenne on mielestämme yhtiön nykyiselle liiketoiminnan koolle korkeahko, mikä on arviomme mukaan keskeinen tekijä edellisten vuosien tappioiden taustalla. Tämä korostaa myös kasvun tärkeyttä Nurmisen lähivuosien kehityskaaren kannalta.

Korkean kustannusrakenteen taustalla ovat suurelta osin terminaalien pitkät vuokrasopimukset, jotka pitävät muut kulut korkeana ja alaspäin joustamattomina (muut liiketoimintakulut 25 % liikevaihdosta v. 2016). Käänteisesti liikevaihdon (volyymien) kasvu ei nykyisillä käyttöasteilla vaadi välittömästi lisää terminaalilaa, mikä on kannattavuuskäänteen kannalta positiivista. Satamaterminaalien käyttöasteiden arvioimme olevan kuitenkin jo melko hyvällä käyttöastetasolla ja suurin potentiaali on raja-asemien yhteydessä olevilla terminaaleilla. Keskipitkällä aikavälillä positiivista on myös, että terminaalien (pl. Vuosaari) vuokrasopimukset ovat päättymässä 2-3 vuoden sisällä, mikä mahdollistaa niiden uudelleen hinnoittelun tulevaisuudessa todennäköisesti alemmille tasoille markkinavuokrien kehitystä heijastellen. Suurin kuluerä (58 % liikevaihdosta v. 2016) on materiaalit ja palvelut, koostuu suurelta osin ostopalveluista ja alihankinnasta, mikä tuo kustannusrakenteeseen tiettyä joustovaraa molempiin suuntiin.

Kokonaisuutena liikevaihdon kasvaessa yhtiön kustannukset nousevat maltillisemmin nykytasolta vuokratilojen kapasiteetin asettamissa rajoissa. Näin ollen yhtiössä pitäisi olla mielestämme kohtuullinen tulosvipu. Keskeistä on kuitenkin se, miltä alalta kasvu tulee, sillä muut kulut skaalautuvat parhaiten terminaalien volyymikasvun kautta, kun taas rautatiekuljetuksien kasvaessa myös osto- palveluiden lisääntyminen nostaa kustannuksia.

Investoinnit maltilliset, eikä käyttöpääomaa sitoudu merkittävästi

Nurmisen liiketoimintamalli on palveluyhtiölle tyypillisesti vaadittavan pääoman suhteen kevyt, sillä liiketoiminta ei välttämättä vaadi merkittäviä investointeja. Käytännössä investoinnit kohdentuvat varastotiloihin (olettaen, että vuokrajärjestelyjä ei käytetä), mikä on pitkälti rakennuksien investointikustannuksia. Erilaiset lisäpalvelujen edellyttämät investoinnit ovat nekin maltillisia, vaikkakin erikoistilat vaativat tyypillisesti perinteistä varastotilaa suurempia investointeja. Suurimmat ylläpitoinvestoinnit kohdistuvat rautatiekalustoon. Mahdolliset uudet veturitulaukset ovat yhtiön mittakaavassa merkittäviä ja arvioimme mukaan jo yhden veturin tilaus olisi karkeasti kaksinkertainen vuoden 2017 ennustamaamme investointien tasoon (2017e 1,1 MEUR). Näitä yhtiön ei tarvitse tehdä, jos investoinneille ei ole markkinoilla kysyntää (ts. sitovaa asiakassopimusta, joka varmistaisi vähintään investoinnin takaisinmaksun).

Liiketoiminnan käyttöpääoman sitoutumista laskee myös merkittävästi se ettei yhtiöllä käytännössä ole varastoa lainkaan. Näin ollen

käyttöpääomaa sitoutuu pitkälti vain rautateiden tariffimaksuihin, mutta tätä kompensoi osin ostovelkojen kasvu. Kokonaisuutena liiketoiminnan kasvattaminen ei sido juurikaan pääomaa ja siten orgaanisen kasvun rahoittaminen ei koidu yhtiölle suureksi haasteeksi hyvässä kasvuvaiheessa.

Maltillisen pääoman sitoutumisen haittapuolena on se, että matalien alkuinvestointien vuoksi alalle tulon esteitä ei synny korkeista pääomavaatimuksista. Matalin kynnys on alhaisimman investointitason huolinta-liiketoiminnassa. Terminaalipalveluissa alhaista kynnystä kasvattaa kuitenkin sijaintikeskeisyys, sillä keskeisissä tavaraliikenteen solmukohtissa (esim. Vuosaari) liiketoimintamahdollisuuksia rajaa etäisyydet tavaraliikenteen jatkoyhteyksiin.

Kokonaisuutena tyypillisen palvelualan tapaan ala on kuitenkin erittäin kilpailtu ja merkittäviä kilpailuetuja on todella haastavaa synnyttää. Näin ollen erottautuminen kilpailussa on pitkälti hinta/laatu-tekijöistä kiinni. Nurminen positioituu tässä vertailussa selkeästi korkeamman laadun ja hinnan kategoriaan eikä yhtiö ole käytännössä koskaan halvin vaihtoehto asiakkailleen. Yhtiön toiminnassa korostuukin toimitusvarmuus ja -täsmällisyys, millä yhtiö perustelee preemiohinnoittelun alan keskimääräisiin hintatasoihin. Premio voi kuitenkin parhaimmillaankin olla vain joitakin prosentteja alan kireän kilpailun takia. Yhtiön korkeahkon kustannusrakenteen takia preemiohinnoittelun saavuttaminen on kannattavuuden kannalta mielestämme myös kriittistä.

Kumppanit



Muut logistiikka-alan toimijat



Alihankkijat, resurssivuokraajat

Liiketoiminta-alueet

Terminaalipalvelut



Huolinta



Rautatiekuljetukset



Projektilogistiikka



Liiketoimintaidea

Nurmisen tavoitteena on olla luotettavin ja laadukkain logistiikkatoimija valitsemillaan liiketoimintasegmenteillä ja -alueilla

Monipuolinen kalusto

Lisäarvopalvelut

Nurminen Logistics >>>

Laaja yhteistyökumppaniverkosto

Projektsuunnittelu

Liikevaihto 50 m€
EBITDA 0,5 m€ (2016)

Vahvuudet



Toimitusvarmuus



Pitkät asiakassuhteet

Kustannusrakenne

198 hlö (H1'17)

49,8 m€ (2016)



Henkilöstökulut
(17 %)



Materiaalit ja palvelut
(58 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(25 %)

Asiakkaat

PONSSE



metso

Merkittävät Suomessa toimivat vientiyritykset



SANDVIK

MetsäBoard

Outotec

Lukuisia pieniä vientiä ja tuontia harjoittavia yrityksiä

Suurimmat asiakasalat

10 suurinta asiakasta tuo yli 80 % liikevaihdosta



Konepajat

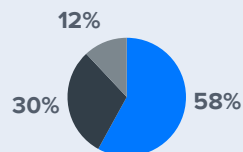


Kemianala

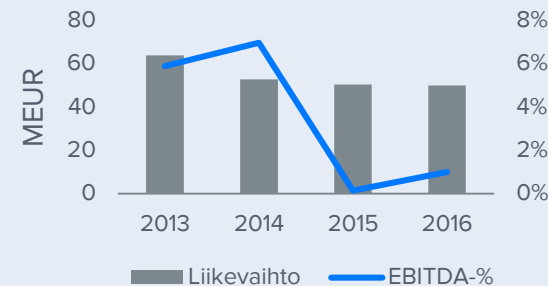


Metsä

Tulovirrat

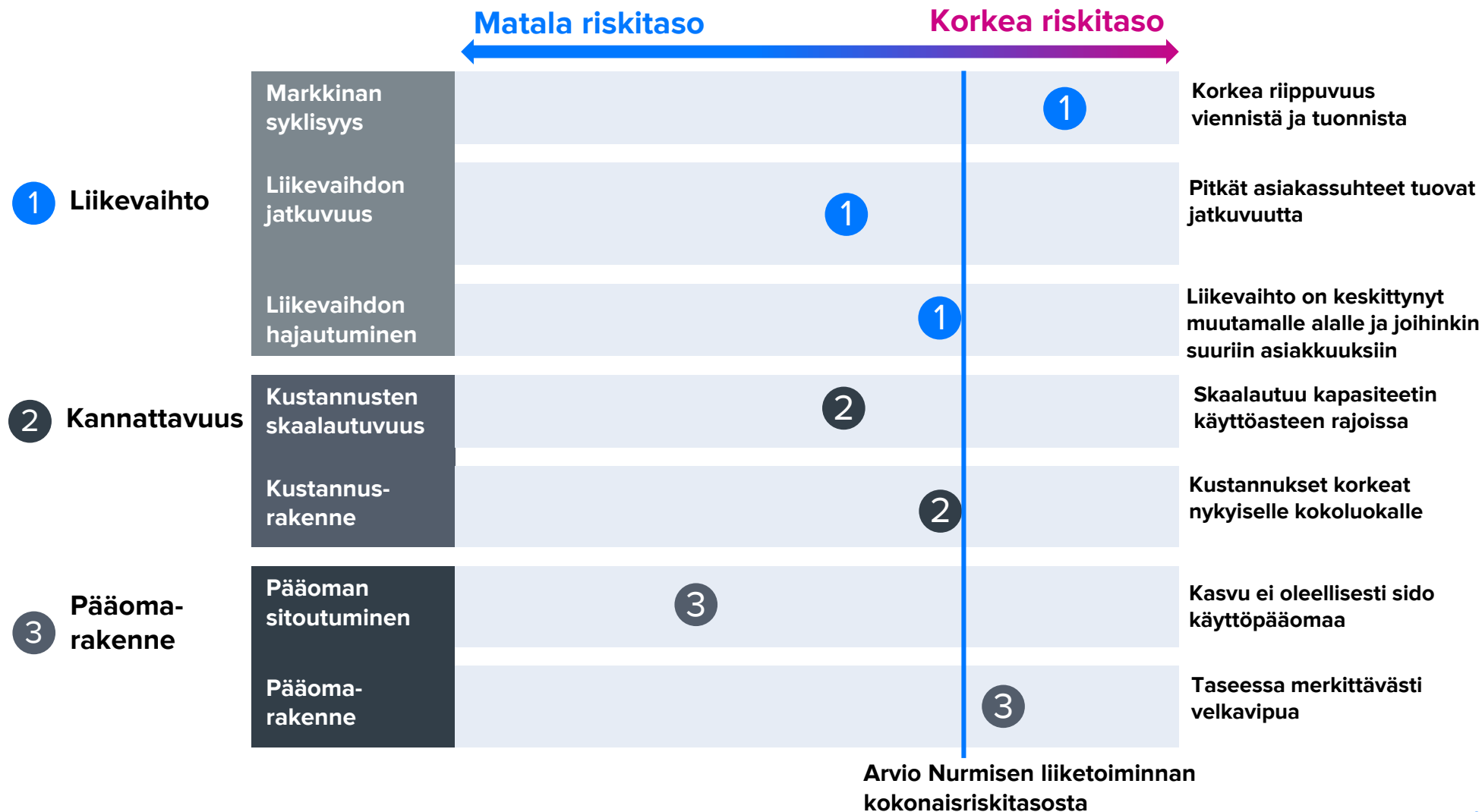


■ Suomi ■ Baltia ■ Venäjä



Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

Lyhyellä tähtämellä Nurminen profiloituu käännetyhtiöksi

Nurminen profiloituu lyhyellä tähtämellä selkeästi käännetyhtiöksi. Useamman vuoden tappioiden jälkeen yhtiön käänne saa myötätuulta sekä sisäisten toimien että ulkoisen markkinaympäristön paranemisen kautta. Yhtiö on karsinut kulurakennettaan merkittävästi etenkin Suomessa. Vastaavasti Venäjällä yhtiön on pienentänyt tasetta ja nyt Nurminen altistuu ruplan arvonmuutoksille selkeästi aiempaa vähemmän. Kokonaisuutena nykyinen kulurakenne on liiketoiminnan volyyymiin suhteutettuna selkeästi terveämmällä pohjalla ja mahdollistaa kannattavuuskäänteen liikevaihdon kasvaessa kulurakennetta nopeammin.

Laskeneen kulurakenteen lisäksi myötätuulta tuo selkeästi positiivisemmaksi muuttunut liiketoimintaympäristö, josta on saatu viitteitä jo yhtiön H1'17:n numeroissa. Nurmisen kannalta keskeinen tekijä on Suomen viennin ja tuonnin volyymit, jotka ovat kasvussa sekä globaalisti että lokaalisti positiivisen taloussuhdanteen ansiosta. Lisäksi keskeistä on Suomen ja Venäjän välinen kauppa joka on sekin toipunut, vaikkakin se on vielä selkeästi alle vuosikymmenen alussa nähdyn tason.

Markkinaympäristön tervehtymisen myötä Nurmisen terminaalin volyymitasot ovat nousseet, mikä mahdollistaisi jatkuessaan asiakaskunnan optimoinnin. Aikaisemmin, alhaisen volyymien aikaan, yhtiö on joutunut ottamaan lähes kaiken saatavan volyymin katetasosta riippumatta, jotta liiketoiminnan kokoluokan edellyttämää liikevaihtotasoa on voitu ylläpitää. Korkeamman volyymin mahdollistaman hyödyn arvioimme kuitenkin konkretisoituvan lyhyellä tähtämellä etenkin

suuremmassa Vuosaaren terminaalissa, sillä sen kautta kulkevan viennin volyymitaso on arviomme mukaan vahvassa kasvussa tällä hetkellä.

Pidemmällä aikavälillä Nurmisen on potentiaalia kasvuyhtiöksi. Markkinafundamenttien valossa yhtiön kasvuprofiili nojaa näkemyksemme mukaan vahvasti uusiin markkinoihin ja epäorgaaniseen kasvuun, mikä nostaa mielestämme kasvun riskiprofiilia. Painopiste on kuitenkin tällä hetkellä kannattavuuskäänteessä, joten kasvuyhtiöprofiiliin on vielä toistaiseksi matkaa.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Nurmisen keskeiset arvoajurit ovat:

- **Tuloskäännä ja arvostuskertoimien nousu:** Nurmisen kannattavuuskäänteen näytöt ovat vielä lyhyet, mutta yhtiöllä on tarvittavat ajurit tuloskäänteelle. Onnistuneen kustannusten alentamisen ja rahoitusjärjestelyn myötä johdon fokus voi painottua aiempaa enemmän kannattavuuteen ja kasvuun. Näkemyksemme mukaan yhtiön kannattavuuskäännä on nyt selkeästi tukevammalla pohjalla ja yhtiön on mahdollista yltää kestävästi voitolliseksi. Vahvempi track-record ja tuloskäänteestä seuraava taseen vahvistuminen myös tukisi yhtiölle hyväksyttävää arvostustasoa markkinoiden luottamuksen parantumisen ja riskiprofiiliin laskun kautta.
- **Kasvupanostukset:** Nurminen on nimennyt selkeät strategiset tavoitteet kasvuille ja kannattavuudelle. Markkinapotentiaalain ja yrityskauppavetoisen kasvun kautta yhtiöllä on edellytykset sekä kasvattaa nykyistä

liikevaihdon kokoluokkaa että nostaa kannattavuuttaan korkeamman katteen liiketoiminnan osuuden kasvattamisen avulla (ts. myyntimixin paranemisella). Lisäksi yhtiön uudistettu toiminnanohjausjärjestelmä mahdollistaa valmistuessaan kulurakennetta nopeamman kasvun toiminnan tehostumisen kautta.

- **Yritysjärjestelyt:** Johto on viestinyt yhtiön hakevan arvoketjun laajentamista ja maininnut yhdeksi keinoksi yritysostot. Yritysostoja tulee arvioida mielestämme tapauskohtaisesti niiden arvonluontipotentiaalain kautta, mikä on vahvasti riippuvainen maksetusta kauppahinnasta ja ostetun liiketoiminnan laadusta. Vaikkakin yritysjärjestelyt toisivat yhtiölle tarvittavaa kasvua, liittyy niihin aina olennaisesti riskejä, missä keskeinen tekijä on hinta. Näin ollen järjestelyt voidaan nähdä sekä potentiaalisena arvoajurina että mahdollisena riskinä.
- **Vuokrasopimuksien hinnoittelu:** Yhtiön terminaalien nykyiset vuokrasopimukset (tehty vuosina 2007-2009 kiinteillä hinnoilla 10-15 vuodeksi) ovat arviomme mukaan kalliita suhteessa nykyisiin markkinahintoihin. Markkinahintojen laskun taustalla on arviomme mukaan heikosta talouden kehityksestä aiheutunut ylikapasiteetti. Nykyisten sopimusten päätyttyä näemme kustannusrakenteessa laskuvaraa asteittain lähivuosina. Merkittävimmän potentiaalain arvioimme olevan Vuosaaren terminaalin hinnoittelussa, mutta sen sopimuksen päätyminen on ajankohtainen vasta 2020-luvulla, joten lyhyellä tähtämellä sen kustannus ei jousta.

Sijoitusprofiili

Riskit

Sijoittajan kannalta merkittävämät riskit ovat mielestämme:

- **Markkinariski:** Yhtiön volyymit on vahvasti sidoksissa viennin ja tuonnin kehitykseen, jotka ovat taas yleisesti melko vahvasti yleiseen taloustilanteeseen (BKT-kehitykseen) liitännäisiä asioita. Äkilliset ja suuret keskeisten markkinoiden volyymitasojen muutokset heijastuvat siten ripeästi liikevaihtoon ja sitä kautta tulokseen, sillä yhtiön kustannusrakenne ei oleellisesti jousta alaspäin nykyiseltä tasolta. Markkinariskiksi voidaan lukea myös ahtaajien mahdolliset työtaistelut, joilla olisi merkittävä vaikutus satamien operointiin. Työtaistelulla voi olla merkittäviä negatiivisia vaikutuksia Nurmisen liiketoimintaan, josta iso osa tulee satamien terminaalipalveluista. Kokonaisuutena markkinariskit, joita yhtiö voi hallita itse vain rajallisesti, ovat siten korkeita.
- **Asiakasriski:** Noin 10 suurinta asiakasta tuo karkeasti 4/5 Nurmisen liikevaihdosta ja näin ollen liiketoiminta on vahvasti riippuvainen näiden asiakkaiden liiketoiminnan kehityksestä. Merkittävästi kemianteollisuuden, metsäteollisuuden ja konepajojen viennin ja tuonnin volyymiin nojaava liikevaihto on hyvän yleisen talouden vireen aikana liiketoimintaa kasvattava. Korkea riippuvuus näistä luonteeltaan syklisistä aloista voi kuitenkin heijastua arviomme mukaan vahvasti myös heikkenevässä talousympäristössä. Osittain tätä riskiä kuitenkin vaimentaa kappaletavaran (ts. vain kontista osan per asiakas vievä kokoluokka) tuonti ja vienti,

joka hajauttaa toimialakohtaista riippuvuutta hieman.

- **Kilpailutilanne:** Logistiikka-alan matalien alalle tulon esteiden vuoksi alalla on paljon kilpailua. Kireä kilpailu tekee orgaanisesta kasvusta haastavaa ja samalla luo painetta hintatasoon, mikä yhdessä suurien ja globaaleilla markkinoilla kilpailevien asiakkaiden luoman kroonisen hintapaineen kanssa pitää orgaanisen kasvupotentiaalin terminaali- ja huolintaliiketoiminnassa alhaisena pitkällä aikavälillä. Yhtiön tulisi arviomme mukaan voittaa markkinaosuutta selkeästi näillä aloilla, jotta orgaaninen kasvu tukisi tulostäännettä. Pidämme tätä yhtiön hinnoittelu huomioiden haastavana ja se kasvattaa epävarmuutta tulostäännteen osalta, joka taas vaatii liikevaihdon kasvua nykyisellä kustannusrakenteella.
- **Kulurakenne:** Nurminen on viimeisten vuosien aikana sopeuttanut kulurakennettaan ja arviomme mukaan nykyinen kulurakenne ei sisällä enää olennaista joustovaraa alaspäin. Kulurakennetta pitää lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä kiinteänä etenkin pitkät vuokrasopimukset terminaaleissa, joita yhtiö pääsee uusimaan asteittain ja merkittävimmän eli Vuosaaren sataman osalta vasta 2020-luvulla. Kustannusrakenne voisi heikossa suhdanteessa painaa yhtiön kannattavuutta selkeästi, sillä asiakassopimukset eivät pituudesta huolimatta ole sidottuja volyymeihin. Yhtiöllä ei siten ole pidemmällä tähtäimellä ns. taattua jatkuvaa liikevaihtokuormaa korkeahkon kiinteän kulumassan vastineeksi.

- **Suomen vientiteollisuuden kilpailukyky:** Viime kehityksen vuosien valossa Suomen vientiteollisuuden kilpailukyky ei ole rohkaiseva ja se on keskeisiä kilpailijamaita heikompi muutamista viime aikoina toteutetuista uudistuksista alllen (myös viime aikoina nähty elpyminen Suomen viennissä ja tuonnissa on johtunut pääosin syklisistä syistä). Näin ollen volyymien pohjalta arvioitu kasvunäkymä ei ole erityisen vahva, kun huomioidaan Suomen pidemmän aikavälin BKT:n kasvupotentiaali. Rakenteelliset ongelmat Suomen kilpailukyvyssä heikentävät vientiä ja tuontia, mikä heijastuu olennaisesti Nurmisen markkinoiden volyymeihin heikentäen yhtiölle potentiaalisen markkinan kokoa. Riski on yhtiölle ulkoinen haaste, johon se ei voi vaikuttaa, mutta se on keskeinen tekijä Nurmisen pitkän aikavälin kehityskaaren kannalta..

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Kannattavan kasvun track-record tukisi arvostuskertoimia
- Kulurakenne kasvaa liikevaihtoa hitaammin
- Kasvu ei sido merkittävästi pääomaa

Riskit

- Nykyinen kulurakenne joustaa heikosti alaspäin
- ERP-järjestelmän implementointi
- Suhdanteen kääntyminen rajaisi kasvupotentiaalia

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/3)

Strategiassa avainasemassa sijainti

Nurmisen vahvasti kasvuun nojaavan strategian kannalta keskiössä on maantieteellinen positioituminen, mikä on täysin luontevaa alan liiketoimintalogiikka huomioiden. Yhtiön palvelukeskusten tulee olla sijoittunut tavaravirtojen äärelle, jotta ne voivat tarjota kilpailukyysisiä logistiikkaratkaisua. Nykyisten terminaalien osalta tämä kriteeri täyttyy mielestämme hyvin, sillä Kotkan/Haminan ja etenkin Vuosaaren terminaalit sijoittuvat meriliikenteen kannalta tärkeisiin lokaatioihin. Vastaavasti itärajan tuntumaan sijoittuvat terminaalit ovat Venäjän ja sen lähialueiden suuntaan kulkevan raideliikenteen kannalta keskeisten rajanylityspaikkojen tuntumassa.

Sijaintikeskeisyyden vuoksi Länsi-Suomen satamiin laajentuminen tarjoaisi yhtiölle kasvupotentiaalia terminaalipalveluissa. Emme kuitenkaan näe sinne laajentumista yhtiölle houkuttelevan vaihtoehdona, kun huomioidaan liiketoiminnan suhteellisen alhainen marginaalipotentiali sekä alhaiset synergiat nykyisten toimintojen kanssa. Laajentuminen olisi huolintaliiketoiminnan kannalta positiivista korkeampien potentiaalisten volyymien takia (ristiin myynti), mutta kokonaisuutta se ei mielestämme riitä nostamaan houkuttelevaksi.

Kasvua orgaanisesti ja etenkin valikoitujen hankkeiden kautta

Nurmisella on kolme strategista tavoitetta vuoteen 2020 tähtäävällä strategiakaudellaan:

1. **Kasvu valikoitujen hankintojen ja hankkeiden kautta**
2. **Kannattavuuden parantaminen**

3. Rautatielogistiikan palvelujen kehittäminen

Arvioimme yhtiön hakevan kasvua sekä omien investointien että yritysostojen avulla. Jo tiedossa olevia kasvuhankkeita rautatielogistiikassa on viime vuonna perustettu NR Rail, joka pyrkii hyödyntämään avautuneen Suomen ja Venäjän yhdyshäilynteen luoman mahdollisuuden. Hanke on vielä alkutekijöissä eikä yhtiö ole vielä tilannut vetureita, jotka ovat liikennöinnin edellytys. Arvioimme mukaan yhtiöllä on kuitenkin neuvotteluja potentiaalisten asiakkaiden kanssa. Sitovien ja pitkien asiakassopimuksien jälkeen yhtiö voisi tehdä veturitalauksia ja olisi junat olisivat liikennöitävissä arviolta noin 9-12 kk:n sisällä tilauksista. Suhtaudumme raideliikenteen kasvattamiseen lähtökohtaisesti positiivisesti sen selkeästi yhtiön keskimääräistä liiketoimintaa korkeamman marginaalipotentialin takia.

Toinen merkittävä, mutta vielä alkuvaiheessa oleva hanke, on yhtiön tähtäjä pitkän matkan rautatieyhteys Kiinaan. Yhtiö on aloittanut valmistelut operoinnille kuluvan vuoden aikana ja tavoitteena on, että vuoteen 2022 mennessä yhtiöllä on viikoittain kulkevia junayhteyksiä 6 provinssiin Kiinassa. Kiinan junayhteyden operointi järjestetään osittain alihankintana ja Nurminen on asiakkuuden omistaja. Raideliikenne tarjoaa selkeästi nopeamman vaihtoehdon verrattuna meriliikenteeseen, sillä sen matka kestää noin kaksi viikkoa, kun taas meriliikenteellä kestää kuudesta kahdeksaan viikkoa Suomesta Kiinaan. Arvioimme mukaan vain asiakkuuden omistaminen rajoittaa liiketoiminnan kannattavuuspotentialia yhtiön kannalta ja sen suora marginaalipotentiali on alhainen. Kiina-yhteys voi kuitenkin olla

asiakashankinnan kannalta tulevaisuudessa olennainen ja lisäksi arvioimme sen tuovan yhtiölle ristiin myyntipotentialiaalia esimerkiksi huolinnan ja terminaalipalveluiden osalta. Tämä mahdollistaisi käyttöasteiden kasvun, mikä on yhtiön kannattavuuden kannalta kriittistä ja siten kokonaisuutena avaus on mielestämme positiivinen yhtiön tulevaisuuden näkymien kannalta.

Edellä mainittujen hankkeiden lisäksi arvioimme yhtiön pyrkivän laajentamaan positioitumista arvoketjussa lisäpalveluiden kautta. Vertikaalisen integraation laajentaminen toisi liiketoimintaan sekä skaalautuja että synergioita. Lisäksi yhtiön kattavampi palvelutarjonta voisi arvioimme mukaan olla houkutteleva laajemmalle asiakaskunnalle, mikä nostaisi sen kilpailukykyä kokonaisvaltaisempana toimijana kireän kilpailun logistiikka-alalla.

Onnistunut strategian toteutus veisi yhtiötä oikeaan suuntaan

Yhtiön historialliseen kehitykseen peilaten ovat strategian pääkohdat mielestämme oikeat yhtiön tulevaisuuden tulospotentialin kannalta. Lisäksi, kun huomioidaan perinteisten logistiikkapalvelujen (varastointi ja kuljetus) kannattavuuspotentiali ja toisaalta riippuvaisuus yleisestä taloudellisesta kehityksestä (vientä ja tuonti) on yhtiön kannattavuuden parantamisen kannalta oleellista, että yhtiö pystyy laajentamaan tarjontaansa niin palveluiden kuin markkinoiden osalta ja painottamaan korkeampikatteisia liiketoimintoja.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/3)

Pitkän tähtäimen taloudelliset tavoitteet

Nurmisella on pitkän tähtäimen taloudelliset tavoitteet sekä kasvun että kannattavuuden osalta ja osingonjakopolitiikka.

- **Kasvu:** Yhtiö kasvaa nopeammin kuin markkinat ja vuosittain keskimäärin yli 15 %. Lisäksi yhtiö tavoittelee yli 50 % liikevaihdosta Venäjän ja muun IVY-alueen kasvumarkkinoilta.
- **Kannattavuus:** Yhtiö parantaa kannattavuuttaan saavuttaen 15 %:n liikevoittotason ja 20 %:n oman pääoman tuoton.
- **Osinkopolitiikka:** Yhtiö pyrkii jakamaan osinkoa vuosittain noin kolmanneksen tuloksestaan rahoitusaseman niin salliessa

Kasvutavoite edellyttää tarjonnan ja markkinoiden laajentamista

Erittäin vahvan alkuvuoden 2017 kasvun, markkinaympäristön kehityksen ja ennusteidemme valossa odotamme lyhyellä tähtämellä yhtiön yltävän yli 15 %:n kasvun tavoitteeseensa. Pidemmällä aikavälillä on ilmeistä, että yhtiön tulee onnistua keskipitkän aikavälin kasvuihoinneissa ja -aihoissa, jotta kasvutavoite olisi saavutettavissa. Huomautamme myös, että viennin ja tuonnin suhdanneherkkyys vaikuttaa olennaisesti kasvumahdollisuuksiin ja siten strategian toteutuksessa on olennaista seurata kasvuvauhtia pidemmällä aikavälillä kuin vuoden tasolla.

Suomessa orgaanisen kasvun ollessa alhaista keskimäärin yli 15 %:n kasvu vaatisi merkittävää markkinaosuuden voittamista ja/tai

yrityskauppoja. Vaikka arvioimme Nurmisen kilpailukyvyyn olevan markkinoilla hyvä, on tyypillisesti keskimääräistä korkeammalla hintatasolla merkittävän markkinaosuuden voittaminen haastavaa yli ajan Suomen markkinoilla. Yhtiön pienennettyä altistumista Venäjälle arvioimme nykyisen rakenteen kasvupotentiaalin olevan tavoitetason alapuolella ja pidämme sen päivittämistä todennäköisenä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä.

Suomen markkinoilla logistiikkakustannukset ovat kansainvälisessä mittakaavassa korkealla (taustalla mm. pitkät etäisyydet), mikä luo hintatasoon kroonista laskupainetta, kun Nurmisen asiakkaat pyrkivät puolustamaan ja parantamaan kilpailukykyään globaaleilla markkinoilla. Markkinaosuuden voittaminen vaatisi arviomme mukaan jokseenkin kasvua kannattavuuden kustannuksella (ts. hinnalla kilpailulla), minkä vaihtoehtokustannus taas olisi 15 %:n kannattavuustavoitteesta jääminen. Sen sijaan Venäjän ja IVY-maiden kehittyvillä markkinoilla on arviomme mukaan mahdollista kilpailla laadulla (toimitusvarmuus), mikä perustelee korkeamman hintatason. Tätä taustaa vasten näiden markkinoiden osuuden kasvattaminen tukisi kasvu- ja kannattavuustavoitteita, mutta arvioimme yhtiön panostuksien kohdistuvan pääsääntöisesti lähitulevaisuudessa muille markkinoille, kuten yhtiön viime vuosien toimet ovat jo osoittaneet.

Kannattavuustavoite on erittäin kunnianhimoinen

Nurmisen 15 %:n liikevoittomarginaalin tavoite on mielestämme erittäin kunnianhimoinen nykyisellä liiketoiminta- ja kustannusrakenteella eikä Nurminen ole yltänyt lähellekään sitä

viimeisen viimeisen 10 vuoden aikana. Kannattavuustavoitetta voi näkemyksemme mukaan peilata paikallisten ja kansainvälisten suurten globaalien logistiikka-alan toimijoiden kannattavuuteen (s. 20), mikä kuvaa hyvin tavoitteen haastavuutta. Pienempiin markkinoihin ja marginaalipotentialiltaan houkuttelevampiin palveluihin jokseenkin fokuosoituneen Nurmisen arvioimme voivan yltää oikealla rakenteella ja liiketoiminnan painopisteellä verrokkien tason ylälaitaan tai hieman korkeammalle. Mielestämme on kuitenkin selvää, että 15 %:n tavoitetasoon yhtiö ei yllä tämän vuosikymmenen aikana ilman selkeää liiketoiminnan painopisteen muutosta, kun huomioidaan yhtiön nykyinen kustannustaso (ml. useat vuokrasopimukset markkinavuokria korkeammat).

Arvioimme kannattavuustavoitteen olevan ajalta, jolloin Venäjä oli yleisen taloudellisen kehityksen myötä selkeästi houkuttelevampi markkina. Venäjällä kannattavuuspotentiaalin (ja tuottovaatimuksen) tuli olla selkeästi korkeampi, jotta korkeamman riskiprofiilin markkinoille on perusteltua panostaa. Yhtiön painopiste on kuitenkin tällä hetkellä Suomessa ja sen viennin päämarkkinoilla, missä kannattavuuspotentiaali on tällä hetkellä mielestämme selkeästi alhaisempi heijastellen matalampaa riskiprofiilia.

Yhtiö on selkeästi pienentänyt Venäjän osuutta liiketoiminnassaan ja myös taseriskejä. Näin ollen lyhyellä ja keskipitkällä tähtämellä arvioimme Nurmisen nykyisen liiketoiminta- ja kulurakenteen mukaisen konsernitason kannattavuuspotentiaalin olevan noin 5-7 %:n tuntumassa liikevoittomarginaalilla mitattuna. Tämä on linjassa länsimaissa toimivien logistiikka-alan toimijoiden kannattavuustasojen kanssa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/3)

Pääoman tuottotavoite vaatii korkeaa velkavipua ja kannattavuuden parantumista

Yhtiön oman pääoman tuotto on isolta osin riippuvainen taserakenteesta. Nykyistä vielä korkeammalla velkavivulla yhtiön olisi mahdollista yltää 20 %:iin verrattain pienellä kannattavuusparannuksella. Arvioimme kuitenkin, että noin nykyisen tason omavaraisuusaste (2017e: 28,6 %) on yhtiön mukavuusalueella ja siten oman pääoman tuoton nousun on tultava pääosin kannattavuuden nousun kautta.

On myös huomioitava, että jotta 20 %:n ROE-% voi ylläpitää, on yhtiön joko saatava investoitua generoituvat voittovarot uudelleen vastaavalla tuotolla tai jaettava tulos kokonaan omistajille. Investointi logistiikka-alalla näin korkealla oman pääoman tuottotasolla pitkällä aikavälillä vaikuttaa mielestämme haastavalta, etenkin kun huomioidaan alan haastava arvoketjupositiio.

Alhaiset investointitarpeet tukevat osinkonäkymää

Vaikka emme odota Nurmisen painottavan osingonjakoa lyhyellä tähtäimellä pitäisi yhtiön liiketoiminnan tukea suotuisaa osinkoprofiilia pidemmällä aikavälillä. Lähivuosina odotamme yhtiön painottavan kasvuinvestointeja ja taseen vahvistamista nykyiseltä tasoltaan osingonjaon kustannuksella. Siten lyhyellä tähtäimellä mahdollinen yrityskauppavetoinen kasvu sekä investoinnit rajaavat osinkoa ja heijastuu lähivuosien osinkoennusteisiimme.

Pitkällä tähtäimellä liiketoiminnan pitäisi kuitenkin tukea yhtiön osinkotavoitetta, sillä liiketoiminta ei edellytä mittavia investointeja,

mikäli kasvu nojaa orgaaniseen kasvuun. Orgaanisella kasvulla 15 %:n taso on kuitenkin arviomme mukaan erittäin haastava saavuttaa yli ajan, joten pääoman allokoinnissa yhtiön tulee tasapainotella kasvuinvestointien ja osinkojen välillä.

Kasvu ei sido myöskään merkittävästi käyttöpääomaa kasvu varastojen ollessa nollassa, joten yhtiön rahavirran pitäisi seurata tuloskehitystä hyvässä suhteessa. Rahavirran turvin arviomme Nurmisella olevan kaikki edellytykset jakaa osinkopolitiikkansa mukaista osinkoa nykyisen investointivaiheen jälkeen, kun investointitarpeet normalisoituvat matalien ylläpitoinvestointien tasolle.

Yrityskaupat keskeisessä roolissa kasvutavoitteen kannalta

Yrityskaupat ovat yhtiön kasvuvetoisessa pitkänaikavälin strategiassa keskeisessä roolissa ja niiden onnistuminen on erittäin olennaista yhtiön kannattavan kasvun kannalta. Onnistuneiden yrityskauppojen keskeisiä kriteereitä yhtiön kannalta ovat niiden strateginen yhteensopivuus sekä maksettu hinta.

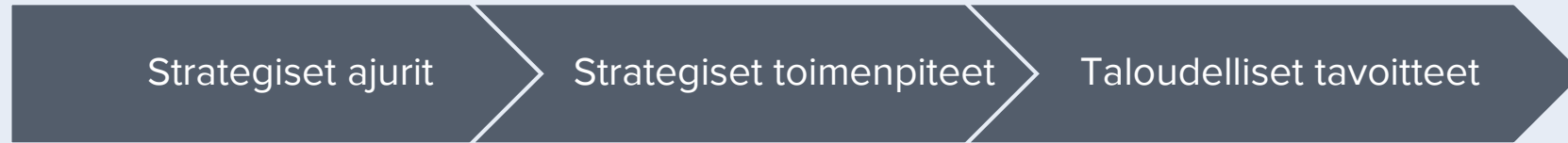
Nurmisen pyrkimykset laajentaa arvoketjua vertikaalisesti ovat mielestämme tietyiltä osin houkuttelevia, sillä arviomme mukaan lisäpalveluiden kasvattaminen kasvattaisi yhtiön houkuttelevuutta kokonaisvaltaisena logistiikan palvelun tarjoajana ja ne myös sisältävät korkeamman marginaalipotentialin. Olennaisena näemme myös ristiin myyntipotentialin, jonka tulisi korostua yritysostoissa, sillä ne tarjoaisivat liiketoiminnalle keskeistä skaalautuvuuspotentialia. Lisäksi

keskeistä on, että olennaisia päällekkäisyyksiä liiketoiminnat eivät sisällä, sillä nykyisen kapasiteetin käyttöasteiden valossa nykyisellä liiketoiminnalla on vielä kasvuvaraa.

Yritysostojen potentiaalain vaikuttavat hintatasot, jotka ovat nykyisessä markkinaympäristössä koholla ja muodostavat lyhyellä tähtäimellä haasteen. Näkemysmme mukaan yhtiön tulisi saada potentiaaliset ostokohteet selkeästi omia kertoimia alhaisemmalla arvostuksella, jotta yritysostoilla voidaan luoda omistaja-arvoa. Tätä taustaa vasten noin 4-5x EV/EBITDA -kerroin on mielestämme taso, joka mahdollistaisi arvonluonnin. Hinta on kuitenkin riippuvainen ostettavan kohteen kannattavuudesta, johon se tulee lopulta suhteuttaa.

Nykyisellä taserakenteella yhtiöllä on karkeasti kassavarojensa puitteissa 1-6 MEUR käytettävissä yritysostoihin sillä merkittävää lisävelkaantumista taserakenne ei mielestämme kestä. Rahoitusasema siten jokseenkin rajaa epäorgaanista kasvupotentiaalia lyhyellä tähtäimellä ellei yhtiö hae markkinoilta lisää omaa pääomaa tai laske liikkeelle uusia osakkeita, joiden arviomme olevan yksi vaihtoehtoisista keinoista rahoittaa kasvua. Oman pääoman lisäksi yhtiön tulisi kuitenkin käyttää myös yritysostoissa velkavipua, sillä se mahdollistaisi pääoman tuoton nostamisen alan tyyppisesti alhaiselta tasolta yli pääoman kustannuksen.

Nurminen Logisticsin strategian yhteenveto



Kasvu palveluja kehittämällä

Epäorgaaninen kasvu

Raideliikenteen vapautus

- Lisäarvopalveluiden lisääminen kasvattamalla terminaalien tarjoamaa
- Kiinan Silkkitie-liikenteen avaus ja kasvattaminen
- Vertikaalisen integration kasvattaminen leventämällä arvoketjupositiota
- Investoinnit veturikalustoon

- Liikevaihdon markkinoita nopeampi kasvu, keskimäärin yli 15 % vuodessa ja yli 50 % liikevaihdosta Venäjän ja muun IVY-alueen kasvumarkkinoilta
- 15 %:n liikevoittomarginaalitaso
- 20 %:n oman pääoman tuotto
- Osinko noin kolmannes tuloksesta

➤ Yhtiö tarkastelee mahdollisuuksia laajentaa asemaansa arvoketjussa vertikaalisesti

➤ Talouden kehitys antaa nyt olennaista tukea yhtiölle

➤ Markkinoiden avautuminen on iso mahdollisuus yhtiön kokoon nähden

➤ Lisäarvopalvelut ovat marginaalipotentialin kannalta houkuttelevia

➤ Yhtiö on positioitunut keskeisille paikoille tavaravirtojen äärelle

➤ Keskiössä on asiakassuhteiden voittaminen kilpaillussa markkinassa

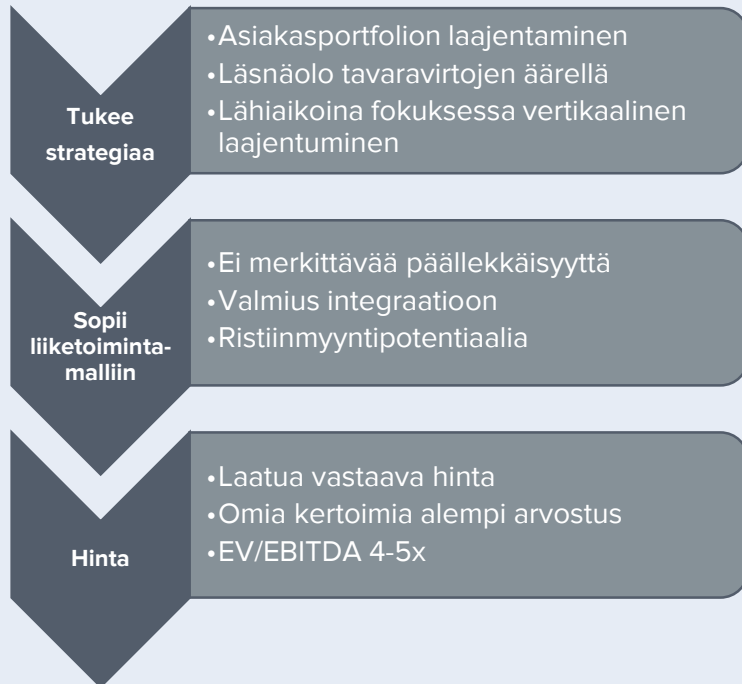
➤ Kasvutavoite on kunnianhimoinen ja vaatii epäorgaanista kasvua pitkällä aikavälillä

➤ Kannattavuustavoite ei ole saavutettavissa tämän vuosikymmenen puolella

➤ Lyhyellä tähtäimellä investointeja priorisoidaan ennen osinkoja

Nurmisen yritysostostrategia

Nurmisen kriteeristö yritysostoille



Omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne (1/2)

Yksinkertainen liiketoimintamalli heijastuu kustannusrakenteeseen

Nurmisen kustannusrakenne on hyvin yksinkertainen palveluyhtiön liiketoimintamallia heijastellen ja se sisältää käytännössä ainoastaan kolme merkittävää erää, jotka ovat materiaalit ja palvelut, henkilöstökulut sekä muut kulut. Näistä ainoastaan ensimmäisen voidaan katsoa olevan muuttuva erä, kun taas etenkin muut kulut ja myös henkilöstökulut (lyhyellä aikavälillä) ovat kiinteitä kuluja. Kulurakenteen pitkän aikavälin tarkastelua suhteutettuna liikevaihtoon hankaloittaa yhtiön viime vuonna ilmoittamat aiempien vuosien virheet liikevaihdon raportoinnissa, joten track-record suhteellisista luvuista on lyhyt.

Myyntikate heiluu myyntimixin mukana

Lyhyen track-recordin pohjalta arvioitu myyntikate on heilunut H1'16:n vajaasta 44 %:sta tasosta H1'17:n vajaaseen 36 %:iin viimeisen kolmen katsauskauden aikana. Voimakas myyntikatteen heiluminen heijastelee arvioimme mukaan melko epävakaata myyntimixiä. Myyntimixin vaihtelu on kuitenkin loogista, sillä mm. terminaali palveluissa arvioimme myyntikatteen vaihteluvälin olevan suuri erilaisten tavaralajien välillä ja niiden painottuminen heiluttaa myyntikatetta. Tämän lisäksi konsernitason myyntikatetta heiluttaa eri liiketoiminta-alueiden osuoksien vaihtelu. Palvelut, joiden tuottamisessa hyödynnetään ulkoistettuja palveluja painavat luonnollisesti suhteellista myyntikatetta ja näin ollen näiden projektien osuuden kasvu liikevaihdossa heijastuu koko konsernin katetasoon.

Henkilöstökuluissa ei pitäisi olla suurta painetta ylöspäin

Kulurakenne on myös henkilöstökulujen skaalautuvuuden osalta erilainen liiketoiminta-alueittain. Arvioimme mukaan etenkin huolintapalveluissa sekä raideliikenteessä henkilöstökuluissa ei pitäisi olla nousupainetta samassa suhteessa volyymien kasvaessa. Huolinnassa IT-järjestelmät tuovat toimintaan skaalautuvuutta, kun taas raideliikenteessä kapasiteettia (yhteistyökumppanit) ja kapasiteetin käyttöastetta voidaan kasvattaa volyymien kasvaessa. Näin positiivinen tilanne ei ole terminaali palveluissa, missä arvioimme henkilöstön määrässä olevan nousupainetta laajentumisen myötä. Kokonaisuutena terminaalin käyttöasteet ovat kuitenkin arvioimme mukaan vielä maltillisella tasolla, minkä takia kulurakenteessa on tiettyä skaalautuvuutta ylöspäin. Alaspäin arvioimme henkilöstökustannusrakenteen joustavan heikosti, sillä organisaatiota on trimmattu melko voimakkaasti viime vuosina ja tietty organisaatorakenteen koko on perusedellytys liiketoiminnan jatkuvuuden kannalta.

Muut kulut muodostuvat pääosin pitkistä vuokrasopimuksista

Kolmas kuluerä, muut kulut, koostuu pääosin terminaalin vuokrauskuluista, jotka ovat keskipitkällä aikavälillä kiinteitä sopimuksien pitkien rakenteiden takia. Neljän sale & leaseback -järjestelyn mukaisen vuokrasopimuksen lisäksi muihin kuluihin heijastuu Venäjällä omistettavien vaunujen omaisuusveroja. Lisäksi arvioimme kuluerän sisältävän pienen osuuden yleiskustannuksia.

Vuokrasopimuksien hallitsema kustannuserä on liiketoiminnan kokoluokkaan suhteutettuna korkea (lähes 25 % suhteessa 2016 liikevaihtoon), mikä selittyy osittain suurella vuokratulla kiinteistömäärällä, jonka käyttöasteissa on nousuvaraa. Arvioimme kuitenkin pitkien vuokrasopimuksien markkinahintojen laskeneen sopimuskausien aikana, joten nykyiset vuokratustannukset eivät täysin heijastele markkinavuokria. Tätä taustaa vasten arvioimme kustannusrakenteessa olevan skaalautuvuutta liikevaihdon kasvaessa käyttöasteen paranemisen myötä sekä etenkin vuokrasopimuksien juoksuajan loppuessa, kun hintoja voidaan tarkastaa markkinahintojen pohjalta.

Poistojen tulorasitus kasvaa investointien myötä

Yhtiön poistotaso on ollut historiallisesti melko alhainen ja heijastaa liiketoiminnan kevyttä pääomaintensiivisyyttä. Arvioimme mukaan poistomassassa on selkeää nousupainetta lähivuosina nykyiseltä maltillisesti ylläpitoinvestoinnit ylittävältä tasolta, kun yhtiö kasvattaa liiketoimintaansa. Investoinnit kohdistunevat kuitenkin arvioimme mukaan pitkän poistoajan omaisuuteen (pääasiassa vaunut ja rakennukset), joten merkittävästi kasvavaa kulurasitetta niistäkään ei synny. Sale & Leaseback järjestelyjen kiinteistöt sisältyvät nyt yhtiön poistoihin ja mikäli yhtiö lunastaisi ne itselleen sen poistomassa pienenisi, kun niiden poisto-aika olisi taloudellisen pitoajan mukainen. Odotamme kuitenkin lähtökohtaisesti yhtiön tekevän niiden osalta uuden rahoitusjärjestelyn nykyisen sopimusten juoksuajan päättyessä.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne (2/2)

Alemmilla riveillä keskiössä on vähemmistöt

Yhtiön normalisoitujen rahoituskulujen arvioimme olevan pidemmällä tähtäimellä 1-2 MEUR:n tasossa ja laskevan kuluvan vuoden tasoilta, johon heijastuu kertaluontoiset järjestelyn kulut. Pääpiirteittäin rahoituskulut johtuvat lainojen korkokuluista, mutta pientä heiluntaa syntyy yhä myös pääasiassa ruplan kurssin vaihteluista suhteessa euroon. Pitkällä tähtäimellä yhtiön verokanta on 20 % päämarkkinoiden yhtiöverokannan mukaisesti, mutta Suomen toimintojen yltyessä voitolliseksi laskee verokanta. Tämän taustalla on aikaisempien vuosien tappiot, joita yhtiö voi vähentää verotuksessa. Suurin ”kustannus” alemmilla riveillä on vähemmistöt, jotka syövät 49 % vähemmistöyhtiöiden tuloksesta. Arvioimme vähemmistöjen negatiivisen tulosvaikutuksen kasvavan niihin kohdistuvan liiketoiminnan kasvun kanssa linjassa, mikä painaa Nurmisen osakkeenomistajille kuuluvaa tulosta.

Rahoitusjärjestelyjen myötä tase on kestävämmällä pohjalla

Olemme huomioineet H2:n alussa toteutuneen rahoitusjärjestelyn (s. 6) ennusteissamme ja ennustamme vuoden 2017 lopun omavaraisuusasteeksi 28,6 % ja nettovelkaantumisasteeksi 77,3 %. Lisäksi olemme sisällyttäneet hybridin konversion ennusteissimme, sillä toteutuessaan se kasvattaa osakemäärää nykyisestä tasosta noin 9,3 % (ensimmäinen vaihto-aika). Odotamme Ilmarisen konvertoivan lainan osakkeiksi ensimmäisen vaihtoajan lopussa perustuen selkeästi

vaihtokurssia korkeampaan osakkeen nykyhintaan. Lähivuosien tulosennusteidemme valossa on myös perusteltua olettaa vaihtokurssin olevan selkeästi alle Nurmisen pörssikurssin konversiomahdollisuuden hetkellä.

Mielestämme nykyistä omavaraisuusastetta ja nettovelkaantumisastetta voidaan pitää hyväksyttävänä tasona ja se mahdollistaa yhtiön fokuksen siirtämisen operatiivisen liiketoiminnan kehittämiseen. Tunnusluvut ovat myös laatimamme eurooppalaisista verrokeista koostuvan verrokkiryhmän keskiarvojen (k.a. omavaraisuusaste 25 % ja velkaantumisaste 70 %) kanssa linjassa. Vuoden lopun ennusteilla yhtiön velanhoidokyky on nettovelka/käyttökate -suhteella mitattuna 2,9x. Taso on mielestämme yhtiölle hyväksyttävä, mutta merkittävää kasvuvaraa emme siinä näe. Näin ollen epäorgaaninen kasvu velkarahalla vaatii oman pääoman kasvattamista ja/tai nykyisen velan lyhentämistä ja/tai käyttökateen selkeää parantamista.

Taseen suurimmat varallisuuserät ovat käyttöomaisuushyödykkeet ja saamiset

Tarkastelemme Nurmisen taserakennetta vuoden 2017 lopun ennusteidemme pohjalta, sillä loppukesän aikana toteutetun rahoitusjärjestelyn jälkeen H1'17:n lopun tase ei heijastele enää heijastele yhtiön todellista tilannetta. Pitkäaikaisten varojen puolella suurin erä muodostuu 13 MEUR:n käyttöomaisuudesta, minkä muodostaa pitkälti terminaalikalusto ja yhtiön omistamat vaunut. Lisäksi erä sisältää 9 MEUR liikearvoa, joka kohdistuu Suomen ja Venäjän liiketoimintoihin. Nykyisten

liiketoimintojen näkymien ja Venäjä-liiketoimintojen riskien pienentämisen jälkeen arvioimme liikearvon olevan aiempaa maltillisempi riskistä. On kuitenkin huomioitava, että mikäli vienti ja tuonti heikkenisi merkittävästi voi liikearvoon kohdistua alaskirjaus painetta. Tämä ei kuitenkaan ole ennusteidemme valossa lyhyen tähtäimen riski.

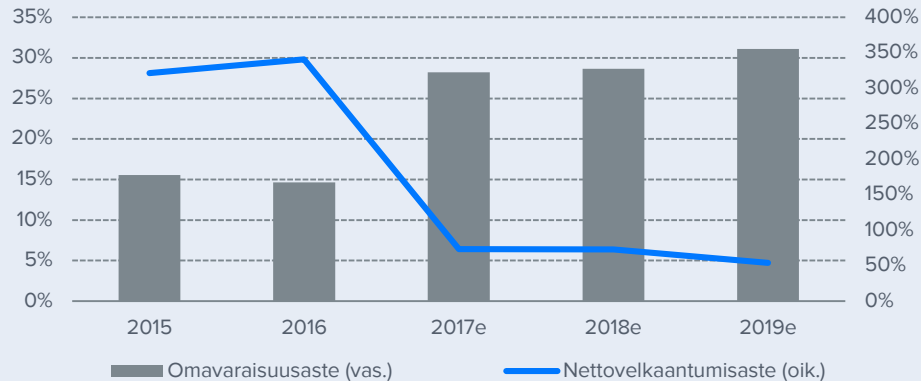
Lyhytaikaisessa omaisuudessa pääerät ovat 18 MEUR:n myyntisaamiset sekä 8 MEUR:n likvidit varat, joista suuren osan yhtiö keräsi järjestetyssä annissa. Likvidit varat ovat arvioimme mukaan selkeästi yli yhtiölle tarpeellisen tason ja arvioimme niiden laskevan investointien myötä lyhyellä tähtäimellä.

Taseessa on yhä vahvasti velkavipua

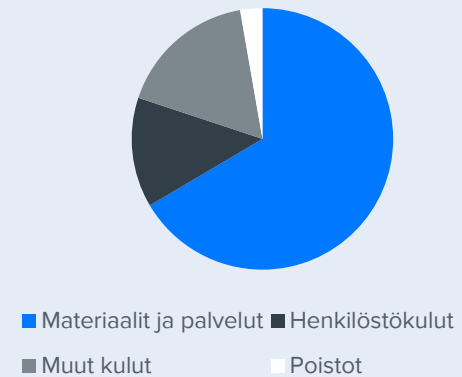
Vastuiden puolella yhtiöllä on ennusteidemme pohjalta vuoden 2017 lopussa omaa pääomaa 15 MEUR. Pitkäaikaisten velkojen pienentyminen lähes 4 MEUR:lla laskee pitkäaikaisen rahoituslainan tason 18 MEUR:oon. Korollista velkaa kasvattaa maltillisesti myös lyhytaikainen 2 MEUR:n velka, minkä lisäksi lyhytaikaisissa vastuissa on noin 17 MEUR ostovelkoja. Taseen loppusumma on ennusteemme mukaan 55 MEUR vuoden 2017 lopussa.

Taloudellinen tilanne

Taseen avainluvut



Kustannusrakenne H1'17



Suhteessa kokonaiskustannuksiin

Taserakenne 2017e

Liikearvo
9 MEUR

Käyttöomaisuus
13 MEUR

Muut pitkäaikaiset varat
7 MEUR

Myyntisaamiset
18 MEUR

Kassavarat
8 MEUR

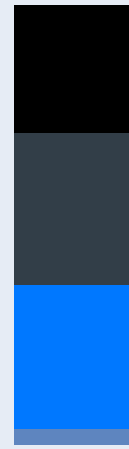


Oma pääoma 16 MEUR

Lainat rahoituslaitoksilta (pitkäaik.)
18 MEUR

Lyhytaikaiset korottomat velat
18 MEUR

Lainat rahoituslaitoksilta (lyhytaik.) ja muu lyhytaikainen velka
3 MEUR



Markkinat ja kilpailukenttä 1/2

Markkina on suuri, mutta hajautunut

Nurmiselle olennaisten markkinoiden eli Suomen (sis. vienti Suomesta ja tuonti Suomeen), Venäjän ja lähialueiden logistiikkamarkkinoiden koko on yhtiön mittakaavassa suuri. Markkinan kokoa heiluttaa kuitenkin merkittävästi yleinen talouden kehitys, joka heijastuu maailman kaupan myötä viennin ja tuonnin volyymeihin. Potentiaalinen markkina on pienentynyt viime vuosina Venäjän talouden ahdingon myötä, sillä transitoliikenne synnyttää Nurmiselle markkinoita yhdessä Suomen ja Venäjän välisen kaupan kanssa.

Logistiikkayritysten liitto edustaa Suomessa merkittävää määrää alan toimijoita ja liiton jäsenten yhteenlaskettu liikevaihto on reilu 1,4 miljardia tällä hetkellä. Arvioimme tämän heijastelevan suurta osaa markkinan koosta Suomessa, mutta se kattaa kaikkien kuljetusmuotojen markkinan, joten se on sinällään vain indikaatiivinen Nurmiselle, joka operoi vain tietyillä logistiikkamarkkinan osa-alueilla. Markkinan koon perusteella voidaan kuitenkin todeta, ettei kotimainen markkina rajoita yhtiön kasvua lähitulevaisuudessa. On kuitenkin huomioitava, että marginaalipotentialin vuoksi koko markkina ei näyttäydy yhtiölle houkuttelevana.

Huolintamarkkina jakautuu pieniin osuuksiin

Suomen huolinta- ja logistiikkaliiton (SHLL) mukaan huolintayrityksiä Suomessa on noin 350-380 kappaletta. SHLL:n arvion mukaan huolintatoiminnan markkina oli vuonna 2015 noin 1,6-1,75 miljardia euroa. Arvioimme markkinan kasvaneen Suomen vahvan taloudellisen kehityksen myötä ja olevan nyt

hieman tätä tasoa suurempi. Markkinan hajautuminen monelle toimijalle (ts. markkinan koko/toimijat suhde) kuvastaa hyvin matalia alalle tulon esteitä, mikä johtanut kireään kilpailuun. Huolintaliiketoiminta ei ole vastaavalla lailla sijaintiin sidottua, kuten esimerkiksi varastointi- ja terminaali-palvelut. Huolintaa voidaan siis harjoittaa erillään tavaravirroista, minkä takia kilpailu on kireämpää ja jakautuu suurelle määrälle toimijoita.

Potentiaaliset markkinat ovat myös suuret kasvuaihoissa

Venäjän ja Kazakstanin läpi Kiinaan kulkevan junayhteyden potentiaali on suuri, mikä pohjautuu Kiinan suureen ja kasvavaan talouteen. Avautuneen junayhteyden liikevaihto- ja tulospotentialin tulee kuitenkin ratkaisemaan hinnoittelutekijät. Käsityksemme mukaan junayhteyden hinta on selkeästi merirahtia kalliimpaa, joten huolimatta yli puolet nopeammasta toimitusajasta on sen houkuttelevuutta ja siten potentiaalia vielä vaikea kvantifioida. Arvioimme myös useille eri toimijoille hajautuvan junakuljetus ketjun marginaalipotentialin olevan alhainen ja selkeästi alle yhtiön taloudellisten tavoitteiden tason, joten Silkkitie-projektin onnistuminen on suurten volyymien varassa. Yhteyden avautuminen ja kasvu on kuitenkin positiivista myös Nurmisen terminaaleille ja ristiin myynnin mahdollisuus nostaakin kokonaisuutena sen houkuttelevuutta.

Konsolidaatio helpottaisi kilpailutilannetta, mutta akuuttia muutosta ei näkyvissä

Volyymien kasvun lisäksi alan konsolidointi vauhdittaisi yhtiön kasvua kireästi kilpaillulla

alalla. Näkemyksemme mukaan alhaiset alalle tulon esteet kuitenkin jokseenkin rajaavat konsolidaatiopainetta, ja ripeää muutosta kilpailutilanteessa ei ole mielestämme odotettavissa tulevaisuudessakaan. Yritysjärjestelyiden ajoituksen ennakoiminen on myöskin mahdotonta emmekä siten nojaa myöskään pitkän aikavälin ennusteissamme niihin.

Kilpailukenttä vaihtelee liiketoiminta-alueittain

Nurmisen kannalta relevanttia kilpailukenttää arvioitaessa on huomioitava, että kilpailukenttä vaihtelee eri liiketoiminta-alueittain. Nurmisen operoimilla liiketoiminta-alueilla on myös toimijoita, jotka kilpailevat Nurmisen kanssa vain osassa palveluista, mutta ei koko kilpailukentässä. Nurminen on myös ns. neutraali toimija markkinalla, minkä takia sen kilpailijat voivat hyödyntää Nurmista osana ns. ”logistiikkaputkea” eli koko toimitusketjua lähtöpisteestä loppusijoituspaikkaan. Tämä konkretisoituu Nurmiselle volyymeinä sen terminaaleissa.

Suomessa toimivien verrokkien kasvu on jäänyt heikoksi

Haarukoimme Nurmisen kanssa samoilla markkinoilla toimivien listaamattomien logistiikkayrityksien viimeisen neljän vuoden liikevaihdonkasvulukuja, jonka antaa indikaatiota markkinan kasvusta. Kasvu on kuitenkin olennaista suhteuttaa Suomen yleiseen taloudelliseen kehitykseen, joka on ollut tarkasteluajanjaksolla heikkoa.

Markkinat ja kilpailukenttä 2/2

Vertailuryhmän lukuja tarkastellessa on olennaista huomioida, että niiden liiketoimintakokonaisuus eroaa osin jopa merkittävästi Nurmisen vastaavasta ja siten suoraa yhteyttä niistä ei voi johtaa. Verrokkien luvut antavatkin mielestämme paremman kuvan Nurmisen terminaali- ja huolintaliiketoiminnoista ja etenkin sen kannattavuuspotentiaalista. Arvioimme Nurmisen rautatieliikenne liiketoiminnan marginaalipotentialin hieman tätä korkeammaksi, joten yhtiöllä on edellytykset vähintäänkin ryhmän keskiarvotasojen ylälaitaan tai maltillisesti sen yli nykyisellä rakenteellaan. Lisäksi on huomioitava joidenkin verrokkien epäorgaanisen kasvun vaikutukset niiden kasvulukuihin.

Tarkasteluajanjaksolla vuosien 2013-20106 välisenä aikana verrokkiryhmän vuotuisten liikevaihdon kasvun keskiarvo on jäänyt 0 %:n tuntumaan. Kasvuluvuissa on kuitenkin mm. epäorgaanisen kasvun takia suurta hajontaa (-14 %- +13,%). Kokonaisuutena ryhmän keskiarvo on kuitenkin ollut erittäin vaatimatonta ja liikevaihdot ovat heiluneet voimakkaasti. Mielestämme tämä kuvastaa koko toimialan dynamiikkaa ja riippuvuutta yleisestä taloudesta. Lisäksi se korostaa epäorgaanisen kasvun roolia liikevaihdon kasvattamisessa yli ajan.

Kerätyn kansainvälisen ja pääasiassa suurista toimijoista koostuvan verrokkiryhmän kasvun osalta luvut ovat selkeästi rohkaisevampia, kun niiden saman ajanjakson keskimääräinen vuosittainen kasvu on ollut 5,8 %. Mielestämme tämä heijastaa maltillisia koon tuomia kilpailuetuja, sillä suurten toimijoiden kehitys ei nojaa ainoastaan pienempien markkina-alueiden kehitykseen ja ne voivat laajemman verkostonsa puolesta olla houkuttelevampia kumppaneita

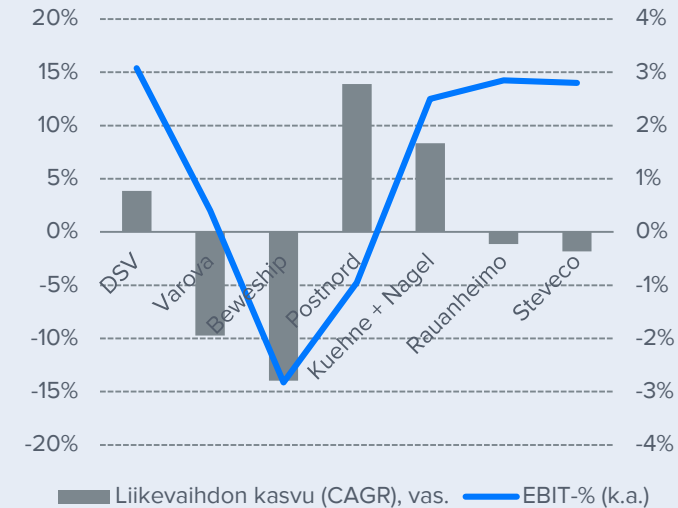
globaalissa kaupankäynnissä.

Kannattavuusmarginaalit ovat alalla matalat

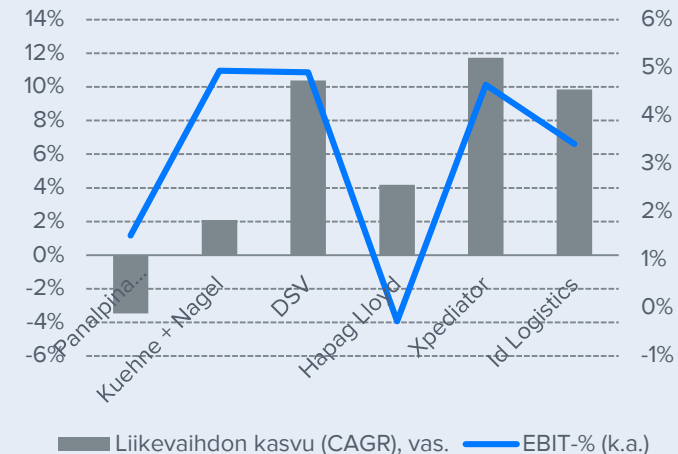
Samaisen pääasiassa Suomen, Venäjän ja Baltian markkinoilla toimivan verrokkiryhmän vuosien 2013-2016 liikevoittomarginaalit kuvastavat alan alhaisia keskimääräisiä kannattavuustasoja. Seitsemästä yrityksestä koostuvan verrokkiryhmän liikevoittomarginaalit ovat vaihdelleet -3,1 %:sta 6,4 %:iin ryhmän keskiarvon ollessa vain noin reilussa 1 %:ssa. Ryhmän heikointa kannattavuutta on keskimäärin tehnyt liikevaihdolla mitattuna pienin yhtiö, kun taas vastaavalla mittarilla suurimman yhtiön kannattavuuskehitys on ollut parhaalla tasolla. Tämä tukee näkemystämme alalla saavutettavista maltillisista mittakaava-eduista, vaikkakin arvioimme suurimman potentiaalin olevan skaalautuvuudessa käyttöasteen asettamissa rajoissa. Tätä heijastellen myös kansainvälisten ja selkeästi suurempien toimijoiden kannattavuustasot ovat Nurmisen päämarkkinoilla toimivien yhtiöiden tasoa korkeammalla. Kuuden kansainvälisen toimijan kannattavuudet ovat vaihdelleet -0,3 %:n ja 7,2 %:n välillä liikevoittomarginaalien keskiarvon ollessa 3,2 %.

Molempien verrokkiryhmien marginaalitasot ja kasvuluvuut mielestämme antavat viitteitä alan haastavasta arvoketjupositiosta, suhdanneherkkyydestä sekä korkeasta kilpailusta. Tätäkin taustaa vasten painotamme Nurmisen strategian kasvutavoitteen edellytyksenä epäorgaanista kasvua ja kannattavuustavoitteen osalta liiketoiminnan painopisteen muutosta kohti korkeampien katteiden liiketoimintaa.

Paikalliset verrokkit 2013-2016



Kansainväliset verrokkit 2013-2016



Ennusteet (1/2)

Makrotalouden ennusteet

Suomen talouskasvu on päässyt vihdoin vuoden 2017 aikana kiinni euroalueen keskimääräiseen kehitykseen ja mennyt jopa sen ohi (Q3'17 talouskasvu alustava euroalue: 2,5 % vs. Suomi 3,6 % vuodentakaiseen verrattuna). Pitkään kuluttajakysynnän varassa ollut talouskasvu on nyt saanut tukea myös viennistä sekä investoinneista matalan korkotason antaessa edelleen tukea kotitalouksien ja yritysten kysyntänäkymille.

Tämä on positiivinen asia Suomen viennille, joka on vahvasti investointi- ja raaka-ainepainotteista: investointihyödykkeiden osuus oli 2016 28 % ja raaka-aineiden sekä tuotantohyödykkeiden osuus noin puolet Suomen viennistä. Tämän kaltainen riippuvuus ja kulutustavaroiden pieni osuus (12 %) viennistä tekee Suomen taloudesta hyvin herkän maailmantalouden suhdannevaihteluille. Viennin elpyminen finanssikriisin jälkeen kesti pitkään, mutta nyt kasvu näyttää vahvalta ja euroalueen sekä ulkomarkkinan positiivisen vireen perusteella ensi vuosikin näyttää viennin osalta lupaavalta.

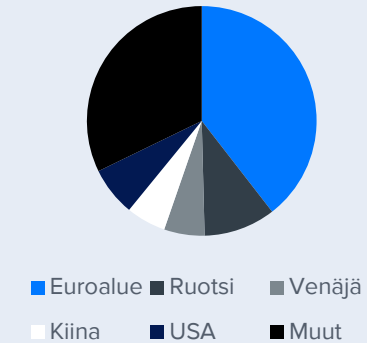
Venäjällä (viennin osuus 5,7 %) talous on vihdoin selvinnyt öljyn hinnan laskun sekä maalle asetettujen pakotteiden tuomasta sokista. Venäjän talous kasvoi tammi-syyskuussa 1,7 % vuodentakaiseen nähden ja vuodesta 2017 on tulossa kokonaisuudessaan positiivisen talouskehityksen vuosi heikkojen vuosien 2015 (BKT -2,8 %) ja 2016 (BKT -0,2 %) jälkeen. Tuotantorakenteeltaan yksipuolinen Venäjän talous (öljyn ja kaasun osuus viennistä yli 70 %) on kuitenkin edelleen herkkä etenkin muutoksille öljyn hinnassa, joka nyt tosin näyttää stabiloitumisen merkkejä 50-70 dollarin/bbl hintahaarukkaan.

Tämä on osaltaan vakauttanut muutoksia myös valuuttakurssissa ja inflaatiossa. Tosin oman lovensa etenkin ulkomaankauppaan on tehnyt toisaalta Venäjää vastaan asetetut pakotteet, joita on EU:n osalta jatkettu maaliskuuhun 2018 asti.

Suomen tuonnin rakenne eroaa viennistä mm. kuluttajatuotteiden suuremman painon vuoksi. Tammi-kesäkuussa 2017 noin 14 % tuonnista oli energiatuotteita, kun raaka-aineiden ja tuotantohyödykkeiden osuus oli noin 38 % ja runsas neljäsosa oli kulutustavaroita. Investointitavaroita on reilu viidennes tuonnista. Kotitalouksien kirkkaammat kulutusnäkyvät ovat heijastuneet tuontilukuihin, ja osaltaan ulkomailta tuotujen väli tuotteiden kysyntää tukee teollisuuden kasvanut aktiivisuus.

Odotamme ulkomaankaupan kasvun leimaavan myös Suomen talouden ensi vuotta, joskin kasvutahti voi hieman hidastua kuluva vuodesta, mutta se pysyy vahvasti positiivisena. Tämä perustuu näkemykseen siitä, että odotamme euroalueen ja USA:n talouskasvun jatkuvan vahvana ja Venäjän talouden jatkavan elpymistään. Suurimmat riskit kasvulle piilevät kiristyvässä rahapolitiikassa etenkin USA:ssa ja toisaalta kiinalaisyriyten nopeasti kiihtyneessä velkaantumisesta, mikä asettaa oman uhkansa rahoitussektorin vakaudelle ja epäsuorasti myös ulkomaankaupalle. Kokonaisuutena makrotalouden näkyvät ovat yhtiön kannalta erittäin suotuisat.

Suomen viennin rakenne



Nurmisen käänne on saanut vuonna 2017 vahvasti tuulta alleen erinomaisen liikevaihdon kasvun myötä. H1'17:lla yhtiön liikevaihto kasvoi vertailukauteen nähden peräti 43 % 33,1 MEUR:oon. Liikevaihdon vahva kasvua ajoivat kotimaassa useat palvelualueet, minkä lisäksi Baltian-yhtiöiden vahva kehitys tuki kasvua.

H1'17:lla yhtiö myös sai nostettua tuloksensa liikevoittotasolla positiiviseksi ja yhtiö ylsi 1,1 MEUR:n liikevoittoon. Kannattavuusparannusta tukivat etenkin Baltian liiketoiminta ja nousseet käyttöasteet terminaaleissa, mikä heijastelee etenkin markkinatilanteen parantumisen myötä nousseita volyymejä. Positiivinen operatiivinen kehitys nosti myös alemmilla riveillä tulosta, mutta osakkeenomistajille kuuluvaa tulosta painoi kuitenkin vähemmistöjen osuus ja ne huomioituna tulos oli -0,3 MEUR.

Ennusteet (2/2)

Uskomme yhtiön vahvan kasvun suhteessa vertailukauteen jatkuvan myös vuoden toisella puoliskolla ja ennustamme H2:n liikevaihdon kasvun yltävän katsauskaudella 30 %:iin. Vahvistuneen liikevaihtokuorman myötä yhtiön tulos yltää ennusteissamme myös H2:lla voitolle ja odotamme 1,1 MEUR:n liikevoittoa (EBIT-% 3,1 %). Alemmilla riveillä tulosta painaa rahoitusjärjestelyn myötä väliaikaisesti kasvaneet rahoituskulut, jotka ovat yli yhtiön normalisoidun tason. Lisäksi Baltian yhtiöiden hyvä kehitys heijastuu vähemmistöjen osuuteen, joten ennusteidemme mukaan osakkeenomistajille kuuluva tulos on yhä tappiolla -0,7 MEUR:ssa vuonna 2017. Vahvan kasvun ennusteitamme tukee yhtiön antama positiivinen tulosvaroitus, jonka mukaan sen 2017 liikevaihto kasvaa merkittävästi vuodesta 2016 ja liikevoitto kasvaa selvästi vuoteen 2016 verrattuna.

Liikevaihdon kasvu heijastuu tuloskasvuna 2018 ja 2019

Yleisen talouden kasvuennusteiden valossa odotamme suotuisan markkinaympäristön tukevan Nurmisen liikevaihdon kasvua myös vuonna 2018. Nykyisen liiketoiminnan kasvun lisäksi odotamme yhtiön etenevän Kiinan Silkkitie -projektin kanssa ja odotamme viikoittain kulkevan junayhteyden kontribuoivan kasvuun. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvun olevan vuonna 2018 10 %. Mikäli yhtiö etenee Vuosaaren laajennusprojektin ja/tai epäorgaanisen kasvun suhteen on ennusteissamme nousupainetta, sillä emme mallinna niitä ajoitukseen liittyvän epävarmuuden vuoksi.

Kasvun myötä emme näe lyhyellä tähtämellä

yhtiön kulurakenteessa vastaavan suuruista painetta ylöspäin ja näin ollen kannattavuuden pitäisi käyttöasteiden nousun myötä skaalautua maltillisesti ylöspäin. Odotammekin yhtiön liikevoittomarginaalin nousevan vuonna 2018 4,5 %:iin (2018e: EBIT 3,3 MEUR). Rahoituskulut laskevat vuoden 2017 tasosta rahoitusjärjestelyn kertaluonteisen erän verran 1,3 MEUR:oon. Myös verojen (2018e: 0,2 MEUR) odotamme olevan alle Suomen yhtiöverokannan (20 %) aikaisempien vuosien tappioiden vuoksi. Vähemmistöosuusien jälkeen odotamme vuodelta 2018 0,01 euron osakekohtaista tulosta. Emme odota yhtiön maksavan osinkoa vielä 2018, sillä arvioimme yhtiön allokoivan pääomiaan ensisijaisesti kasvuinvestointeihin.

Vuonna 2019 myös markkinaympäristön pitäisi tarjota kasvupotentiaalia, minkä lisäksi odotamme yhtiön ajavan Silkkitie-projektia ylös myös vuonna 2019. Kasvua tuo lisäksi Baltian alueen liiketoimintojen kasvu, minkä korkeampi kannattavuus myös tukee kannattavuutta. Tätä taustaa vasten odotamme 6 %:n liikevaihdon kasvua ja 79,2 MEUR:n liikevaihtoa vuonna 2019. Käyttöasteen nousun tuoman vipuvaikutuksen myötä odotamme kannattavuuden nousevan maltillisesti, minkä vaikutusta kuitenkin heikentää Silkkitie-projektin vaikutus, sillä arvioimme sen kannattavuuden olevan matala. Ennusteissamme vuoden 2019 EBIT-% nousee 5,8 %:iin ja liikevoitto siten 4,6 MEUR:oon.

Myös vuonna 2019 yhtiön maksamat verot jäävät yleisen verokannan alapuolelle Suomessa hyödynnettävien aikaisempien vuosien tappioiden vuoksi. Normalisoituneiden rahoituskulujen ja vähemmistön osuuksien

jälkeen odotamme vuodelta 0,04 euron osakekohtaista tulosta. Myös vuoden 2019 osinkoennusteemme on nolla, sillä arvioimme mukaan yhtiö painottaa pääomanallokoinnissa investointeja ja taseen vahvistamista.

Pitkän aikavälin ennusteet




Pitkällä aikavälillä Nurmisen kasvu tulee olemaan myös hyvin vahvasti sidoksissa yleiseen talouden kehitykseen ja etenkin viennin ja tuonnin kehitykseen. Näin ollen odotamme liikevaihdon heiluvan jatkossakin suhteellisen voimakkaasti, mutta olevan noin yleisen talouden kasvun tasolla tai hieman sen alapuolella. Kasvua painaa arvioimme mukaan alan krooninen hintapaine, kun suuret toimijat pyrkivät säästämään logistiikka-kustannuksissaan. Näin ollen arvioimme hintapaineen pitävän markkinan arvon kasvun volyymikasvua heikompana. Kaikki markkinatekijät huomioiden arvioimme kasvupotentiaalin olevan noin 1,5-2 % yli ajan ja ilman yritysostoja.

Huomautamme, että pitkällä aikavälillä näkyvyys liikevaihdon ja kannattavuuden kehitykseen on rajallinen syklisellä logistiikka-alalla. Siten pidämme pitkän tähtäimen ennusteiden merkitystä osakkeen arvon muodostuksen kannalta rajallisena, ja käytämmekin niitä lähinnä lyhyen aikavälin ennusteisiin pohjautuvan arvonmäärityksen tueksi laaditussa DCF-arvonmäärityksessä. Arvioimme myös markkinoiden edellyttävän yhtiöiltä konkreettisia näyttöjä selkeästi toimialan keskiarvoa korkeammasta kannattavuustasosta yli ajan, jotta markkinat voivat nähdä tämän potentiaalin.

Ennusteet

Tuloskehitys	2015	H1'16	H2'16	2016	H1'17	H2'17	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	50,4	23,2	26,8	50,0	33,1	34,8	67,9	74,7	79,2
<i>Group</i>	50,4	23,2	26,8	50,0	33,1	34,8	67,9	74,7	79,2
Käyttökate	0,0	-0,5	1,0	0,5	2,0	1,9	4,0	5,0	6,2
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-0,8	-0,6	-1,4	-0,9	-0,9	-1,7	-1,6	-1,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,2	-1,3	0,4	-0,9	1,1	1,1	2,2	3,3	4,6
Liikevoitto	-2,2	-1,3	0,4	-0,9	1,1	1,1	2,2	3,3	4,6
<i>Group</i>	-2,2	-1,3	0,4	-0,9	1,1	1,1	2,2	3,3	4,6
Nettorahoituskulut	-2,3	-0,6	-0,9	-1,5	-0,7	-1,0	-1,7	-1,3	-1,3
Tulos ennen veroja	-4,3	-1,9	-0,6	-2,5	0,4	0,1	0,5	2,0	3,3
Verot	-0,1	0,2	-0,8	-0,6	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3	-0,8	-0,9	-1,1
Nettotulos	-4,4	-1,7	-1,8	-3,5	-0,3	-0,3	-0,7	0,9	1,8
EPS (oikaistu)	-0,34	-0,11	-0,12	-0,24	-0,02	-0,01	-0,01	0,02	0,04
EPS (raportoitu)	-0,34	-0,11	-0,12	-0,24	-0,02	-0,01	-0,01	0,02	0,04
Tunnusluvut	2015	H1'16	H2'16	2016	H1'17	H2'17	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-4,5 %			-0,9 %	42,7 %	30,0 %	35,9 %	10,1 %	6,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	neg.	neg.	neg.	-56,0 %	neg.	207,3 %	neg.	49,2 %	38,8 %
<i>Käyttökate-%</i>	0,1 %	-2,1 %	3,7 %	1,0 %	6,1 %	5,6 %	5,8 %	6,6 %	7,9 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	-4,3 %	-5,5 %	1,3 %	-1,9 %	3,5 %	3,1 %	3,3 %	4,5 %	5,8 %
<i>Nettotulos-%</i>	-8,8 %	-7,2 %	-6,7 %	-7,0 %	-0,9 %	-1,0 %	-1,0 %	1,2 %	2,3 %

Nurmisen tulosajurit ja niiden näkymät

-  Positiivinen ajuri
-  Negatiivinen ajuri
-  Neutraali ajuri



Kilpailutilanne
Kilpailutilanne jatkuu
kroonisen kireänä



Kysyntä
päämarkkinoilla
Suhdanne tukee vientiä ja
tuontia ja siten yhtiön
volyymeja

Nurminen Logistics ▶▶▶



Palkkainflaatio
Palkkainflaatiota tuo
lievää kustannuspainetta



Operatiivinen
suorituskyky
Tehokkuus paranee
käyttöasteiden nousun
myötä

Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Tulospohjainen hinnoittelu on ensisijainen lähestymistapa

Näkemyksemme mukaan käännetyhtiö Nurminen Logisticsia tulee hinnoitella ensisijaisesti tulospohjaisin arvostuskertoimien. Ensisijaisesti arvostamme yhtiötä P/E-kertoimen kautta, mikä huomio vähemmistöjen osuuden tuloksesta. Vähemmistöjen merkittävän koon takia käyttökate- ja liikevoittopohjaiset kertoimet soveltuvat huonosti arvonmääritykseen, sillä ne antavat todellisesta osakkeenomistajien tulososuudesta liian positiivisen kuvan. Tulospohjaisen arvonmäärityksen lisäksi käytämme arvonmäärityksessä vapaan kassavirran mallia (DCF) ja suhteellista arvostusta verrokkiryhmään nähden sekä osien summa -laskelmaa.

Käänteen voimakkuuteen liittyvän epävarmuuden ja heikon track-recordin myötä on mielestämme perusteltua vaatia korkeampaa turvamarginaalia kompensatioksi käänteen onnistumiseen ja sen kulmakertoimeen liittyvistä riskeistä. Lisäksi vapaasti vaihdettavien osakkeiden (free-float) alhainen lukumäärä on perusteltua mielestämme huomioida korkeampana tuottovaatimuksena (ts. likviditeettipremiona)

Kertoimet

Ennusteidemme mukaiset P/E-kertoimet vuosille 2018 ja 2019 ovat 30x ja 14x. Ensi vuoteen katsottaessa näyttää tulospohjainen arvostus on vielä korkea. Liikevaihdon kasvun tulosvipua heijastellen vuoden 2019 ennusteilla arvostus on kuitenkin jo kohtuullinen. Mielestämme yhtiöltä on kuitenkin vaadittava lisänäyttöjä

kannattavuuskäänteestä, ennen kuin vuoden 2019 kertoimelle voidaan antaa suurempaa painoarvoa.

Mielestämme Nurmiselle hyväksyttävä P/E-kerroin on noin 12x-14x tällä hetkellä. Kertoimet ovat kansainvälisen verrokkiryhmän pitkän aikavälin kertoimien alapuolella, jotka ovat pitkällä aikavälillä olleet tasolla 15x-16x. Tämä on kuitenkin perusteltua, sillä Nurminen on selvästi verrokkiryhmää pienempi yhtiö ja siten mm. alttiimpi markkinaympäristön vaihteluille. Lisäksi kertoimia painaa yhtiön heikot historialliset näytöt tuloksentelekyyvystä ja alhainen likviditeetti.

Suhteellinen arvostus on vain osittain relevantti

Suhteellisen arvostuksen vertailukelpoisuutta heikentää merkittävästi EV/EBIT ja EV/EBITDA -kertoimien huono vertailukelpoisuus ja näin ollen näiden kertoimien osoittama selkeä alennus on harhaanjohtava. Vuoden 2019 P/E kerroin taas osoittaa maltillista suhteellista alennusta. Tämä on kuitenkin perusteltua, kun huomioidaan verrokkien selvästi suurempi kokoluokka ja vahvempi track record. Lisäksi verrokkien arvostuskertoimet ovat absoluuttisesti erittäin korkeat. Vain osittain relevantti suhteellinen arvostus kuitenkin tukee näkemystämme osakkeen täyteen hinnoittelua.

DCF-malli

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on 0,55 euroa. Mallissamme odotamme vuodesta 2021 alkaen 2 %:n pitkän aikavälin kasvua. Kasvuennusteemme laskee pitkällä aikavälillä 1

%:n tasoon, mikä heijastelee konservatiivista arviota keskipitkän aikavälin talouskasvusta ja alan kroonisista hintapaineista. Nurmisen liikevaihdon suhdanneherkkyys tekee sen ennustettavuudesta heikkoa ja malli taas on herkkä ennustemuutoksille, minkä takia sille ei mielestämme pidä antaa kovin suurta painoarvoa arvonmäärityksessä.

Käyttämässämme pääoman kustannuksessa (WACC) oman pääoman kustannus on korkea 11,9 %, mikä kuvastaa yhtiön keskimääräistä korkeampaa riskiprofiilia ja heikkoa track-recordia, minkä vuoksi näemme selkeästi keskimääräistä korkeamman tuottovaatimuksen perusteltuna. Alhaisen vieraan pääoman kustannuksen ja korkean velkavivun vuoksi koko pääoman kustannus laskee kuitenkin mallissamme 8,8 %:n tasolle.

Osien summa

Haarukoimme Nurmisen osakkeen arvoa myös osien summa -laskelman kautta, sillä mielestämme selkeästi eri kannattavuustasojen omaavia osa-alueita yhtiöstä voidaan perustellusti arvottaa eri kertoimilla. Näin ollen hinnoitlemme selkeästi kannattavampia Huolinta ja Baltian liiketoimintoja erillään heikomman kannattavuuden omaavista muista liiketoiminnoista. Lisäksi erottelemme Silkkitie-liiketoiminnan osien summa laskelmassamme. Tämä on mielestämme perusteltua, koska se ei sido olennaisesti pääomaa (ts. korkea pääoman tuotto) ja se on Nurmiselle hyvin maltillisen riskin liiketoimintaa.

Arvonmääritys ja suositus (2/2)

Hinnoittelimme Terminaalipalveluja muita osalualueita volyympipohjaisella EV/liikevaihto kertoimella sen rakenteellisen kannattavuushaasteen (korkea kustannustaso) takia, johon ei lyhyen tähtäimen ratkaisua ole tulossa Vuosaaren pitkän vuokrasopimuksen takia. Vastaavasti muita korkeamman kannattavuuden liiketoimintoja hinnoittelimme EV/EBIT-kertoimella. Lisäksi huomioimme konsernin nettovelat. Osien summa -laskelman arvon purkautuminen vaatisi konsernirakenteen purkamista, mitä ei mielestämme ole realistista odottaa. Näin ollen varsinainen arvon määritys ei pohjautu osien summaan, vaan käytämmekin sitä pääasiassa tarkastellaksemme mitä osakkeen arvoon on hinnoiteltu tällä hetkellä.

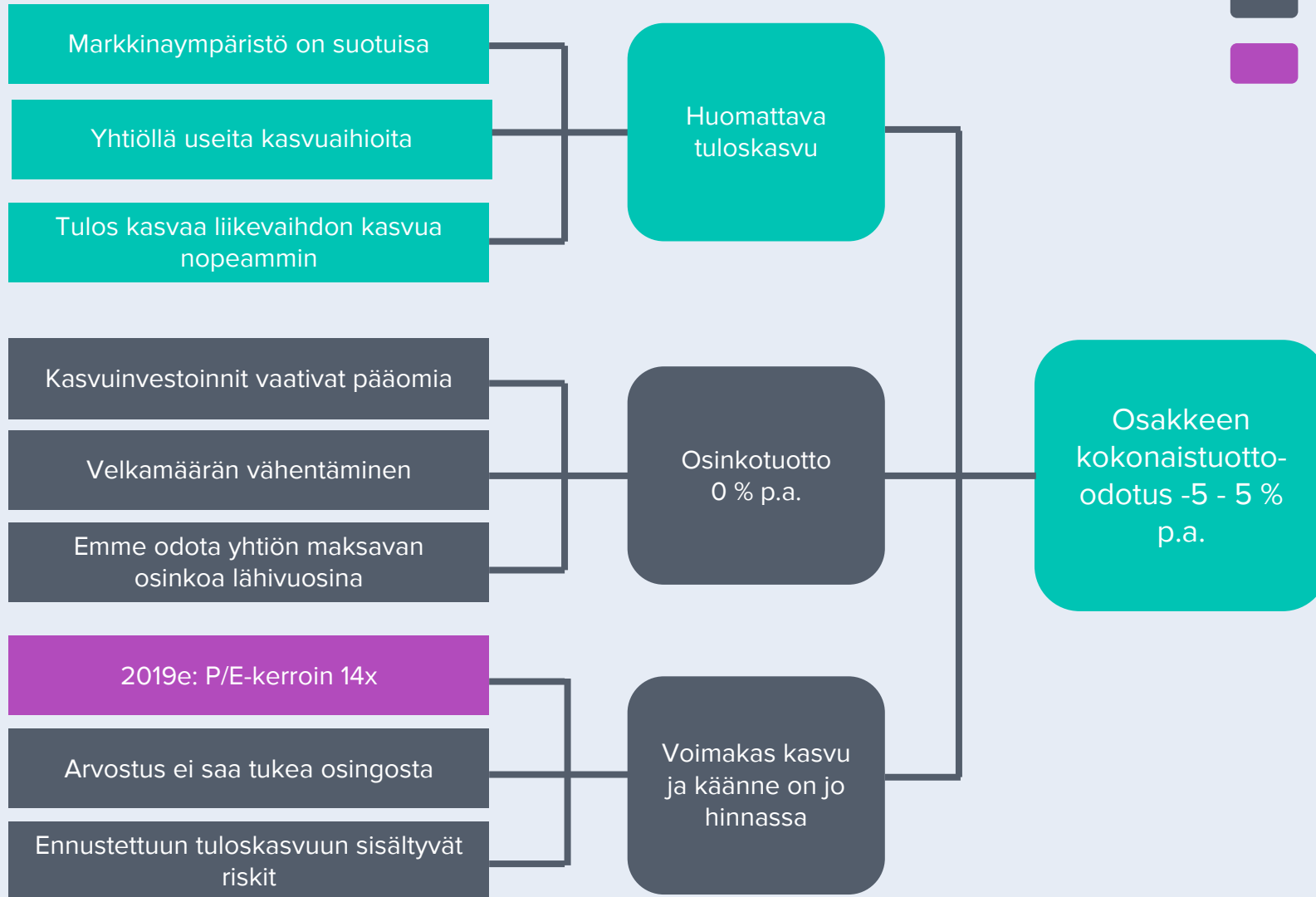
Käytämme osien summa -laskelmassamme vuoden 2019 ennusteita, sillä silloin odotamme yhtiön käänteeseen olevan vahvemmalla pohjalla. Siten vuoden 2019 taso antaa paremman kuvan yhtiön pidemmän aikavälin potentiaalista. On kuitenkin huomioitava, että pidemmän aikavälin ennusteisiin nojautuessa epävarmuus kasvaa. Laskelmassa päädyimme karkeasti noin 36 MEUR:n yritysarvoon. Tässä vaiheessa yhtiöllä on vajaan 10 MEUR:n nettovelat. Siten osakekannan osakekohtainen arvo olisi 0,59 euroa osakkeelta, mikä vastaa hyvin nykyistä tasoa.

Tavoitehintaa ja suositus

Absoluuttinen ja suhteellinen tulos pohjainen arvostus, osien summa- ja DCF-analyysit huomioiden on Nurmisen arvostukseen mielestämme hinnoiteltu täysimääräisesti yhtiön voimakas käänne. Mielestämme lyhyellä tähtäimellä kurssinousun jatkuminen vaatisi ennusteitamme vahvempaa tuloskasvua ja/tai merkittävää tulospotentiaalia sisältävien kasvuhankkeiden toteuttamista. Yhtiön parantuneen rahoitusaseman myötä sillä on lähivuosille investoitavia varoja, mutta ennusteriskien ja yleisen talouden suhdanteeseen liittyvien riskien osakkeen tuotto/riski-suhde ei mielestämme riitä ostojen perustelemista tässä vaiheessa. Näin ollen aloitamme Nurmisen seurannan vähennäsuosituksella ja 0,56 euron tavoitehinnalla.

	Liikevaihto	EBIT	Kerroin	EV MEUR
Huolinta	6	0,8	EV/EBIT 10x	8,4
Silkkitie	9,6	0,5	EV/EBIT 10x	4,8
Baltia	24	4,1	EV/EBIT 12x	24,3
Terminaali + muut	40		EV/SALES 0,2x	8
Nettovelat	-	-	-	9,7
Yritysarvo				35,8

Osaketuoton ajurit 2017e-2019e



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	0,57	0,58	0,58	0,58
Markkina-arvo	8	26	26	26
Yritysarvo (EV)	31	38	38	36
P/E (oik.)	neg.	neg.	29,6	14,0
P/E	neg.	neg.	29,6	14,0
P/Kassavirta	2,5	3,6	14,4	5,9
P/B	1,5	1,7	1,6	1,5
P/S	0,2	0,4	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	62,3	9,7	7,7	5,8
EV/EBIT	neg.	17,2	11,6	7,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Lähde: Inderes				

Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Panalpina	155,80	3155	2912	21,6	16,8	17,0	14,0	0,6	0,5	34,4	26,1	2,7	3,5	6,0
Kuehne + Nagel	178,50	18234	17760	19,2	17,7	16,0	14,8	1,1	1,0	25,8	23,8	3,4	3,7	9,4
DSV	502,20	12707	13517	18,0	16,4	15,8	14,4	1,2	1,2	23,6	21,3	0,6	0,6	6,0
Hapag Lloyd	34,96	6180	12390	16,0	11,5	7,8	6,3	1,0	0,8	18,0	11,1	1,4	2,0	0,9
Xpediator	40,00	51	53	6,8	6,1	6,1	5,6	0,3	0,3	9,9	8,8	5,5	6,4	
Id Logistics	135,60	748	800	17,4	14,2	9,5	8,9	0,6	0,5	26,9	21,4			3,9
Nurminen Logistics (Inderes)	0,58	26	38	11,6	7,9	7,7	5,8	0,5	0,5	29,6	14,0	0,0	0,0	1,6
Keskiarvo				16,5	13,8	12,0	10,7	0,8	0,7	23,1	18,8	2,7	3,3	5,3
Mediaani				17,7	15,3	12,6	11,4	0,8	0,7	24,7	21,4	2,7	3,5	6,0
Erotus-% vrt. mediaani				-35 %	-48 %	-39 %	-49 %	-35 %	-28 %	20 %	-34 %	-100 %	-100 %	-73 %

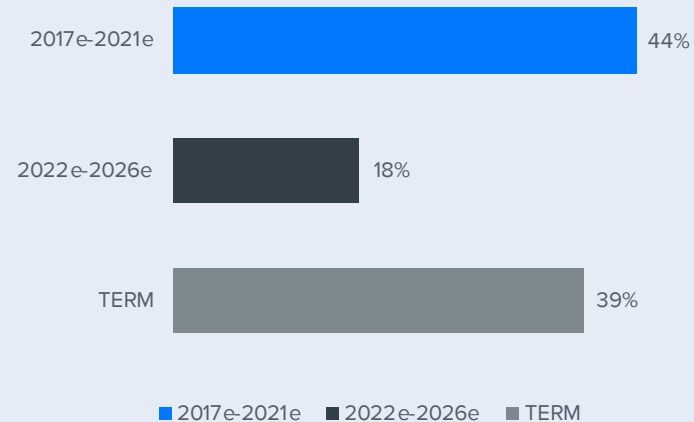
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	-0,9	2,2	3,3	4,6	5,0	4,2	4,3	3,9	4,0	4,2	4,2	
+ Kokonaispoistot	1,4	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	
- Maksetut verot	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	
- verot rahoituskuluista	0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-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	-2,6	0,7	-1,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-2,5	4,1	3,2	5,9	5,9	5,2	5,0	4,8	4,8	5,0	5,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	5,7	-1,2	-1,3	-1,5	-1,5	-1,8	-1,7	-1,8	-1,6	-1,6	-1,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,4	2,9	1,8	4,4	4,4	3,4	3,3	3,0	3,2	3,4	3,3	
+/- Muut	0,0	4,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,4	7,2	1,8	4,3	4,3	3,4	3,3	3,0	3,2	3,4	3,3	42,4
Diskontattu vapaa kassavirta		11,5	1,6	3,7	3,4	2,4	2,2	1,8	1,8	1,7	1,5	19,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		47,3	40,1	38,5	34,8	31,4	29,0	26,8	25,0	23,2	21,5	19,9
Velaton arvo DCF		47,3										
- Korolliset velat		-24,1										
+ Rahavarat		2,3										
-Vähemmistöosuus		-1,4										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		24,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,55										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,80 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Rahavirran jakauma jaksottain



Tuloslaskelma

(MEUR)	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	50	50	68	75	79
Kulut	-50	-49	-64	-70	-73
EBITDA	0,0	0,5	4,0	5,0	6,2
Poistot	-2,2	-1,4	-1,7	-1,6	-1,6
Liikevoitto	-2,2	-0,9	2,2	3,3	4,6
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>-2,2</i>	<i>-0,9</i>	<i>2,2</i>	<i>3,3</i>	<i>4,6</i>
Rahoituserät	-2,3	-1,5	-1,7	-1,3	-1,3
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	-4,3	-2,5	0,5	2,0	3,3
Muut erät	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Verot	-0,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,3
Vähemmistöosuus	-0,1	-0,4	-0,8	-0,9	-1,1
Nettotulos	-4,4	-3,5	-0,7	0,9	1,8
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>-4,4</i>	<i>-3,5</i>	<i>-0,7</i>	<i>0,9</i>	<i>1,8</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	-4,4	-3,5	-0,7	0,9	1,8
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>-0,34</i>	<i>-0,24</i>	<i>-0,01</i>	<i>0,02</i>	<i>0,04</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	-0,34	-0,24	-0,01	0,02	0,04

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	29	28	28	28	Oma pääoma	6	15	16	17
Liikearvo	9	9	9	9	Osakepääoma	4	4	4	4
Aineettomat oikeudet	0	0	0	0	Kertyneet voittovarot	-13	-13	-12	-11
Käyttöomaisuus	13	13	12	12	Omat osakkeet	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	Muu oma pääoma	14	24	24	24
Muut pitkäaikaiset varat	6	6	6	6	Vähemmistöosuus	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	1	1	1	1	Pitkäaikaiset velat	23	19	20	18
Vaihtuvat vastaavat	15	27	28	30	Laskennalliset verovelat	0	0	0	0
Varastot	0	0	0	0	Varaukset	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	Lainat rahoituslaitoksilta	22	18	19	18
Myyntisaamiset	12	18	19	20	Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0
Likvidit varat	2	8	9	10	Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0
Taseen loppusumma	44	55	57	58	Lyhytaikaiset velat	14	20	20	21
					Lainat rahoituslaitoksilta	2	2	2	2
					Lyhytaikaiset korottomat velat	12	18	19	20
					Muut lyhytaikaiset velat	0	1	0	0
					Taseen loppusumma	44	55	57	58

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Suositushistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.1.2018	Vähennä	0,56 €	0,58 €

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi