

# NYAB

## Seurannan aloitus

25.4.2023 8:35



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Vauhdilla kasvava puhtaan tulevaisuuden rakentaja

NYAB on puhtaan tulevaisuuden rakentaja, jolla on vahvat historialliset näytöt kannattavasta kasvusta nykyisen konsernin tuloksenteeolle merkittävämpien Ruotsin liiketoimintojen osalta. Odotamme yhtiön ripeän kannattavan kasvun jatkuvan myös lähivuosina vihreän siirtymän ja kaupungistumisen vaatimien merkittävien investointien tukemana. Arviomme mukaan tämä on kuitenkin jo pitkälti hinnoiteltu osakkeen nykylhintaan. Tätä peilaten aloitamme NYABin seurannan vähennä-suosituksella ja 0,70 euron tavoitehinnalla.

## Liiketoiminta keskittyy suhdanteista vähemmän riippuvaisille ja vastasyklisille rakentamisen markkinoille

NYAB sai nykymuotonsa keväällä 2022 suomalaisen Skarta Groupin ja ruotsalaisen NYAB-konsernin fuusioituessa. Yhtiön nykyliiketoiminta keskittyy talouden suhdanteista vähemmän riippuvaisille ja vastasyklisille rakentamisen sektoreille: energia-, infra- ja teollisuusrakentamiseen. Maantieteellisesti katsottuna Ruotsi on yhtiölle huomattavasti Suomea merkittävämpi markkina, sillä sen liikevaihdosta noin 3/4 ja operatiivisesta tuloksesta vielä suurempi osa tulee Ruotsista. NYABilla on myös vahvat historialliset näytöt verrokkeja selvästi nopeammasta ja kannattavammasta kasvusta Ruotsista (NYAB-konserni 2018-2021 liikevaihdon CAGR ~17% ja EBIT ~10% vs. pohjoismaiset infrarakentamisen kilpailijat CAGR ~8% ja EBIT ~3%). Vihreän siirtymän ja kaupungistumisen luomat investointinäkyvät tarjoavat sille myös hyvät kasvunäkymät tulevaisuuteen. Merkittävimpinä lyhyen aikavälin riskinä näemme rakentamisen kokonaismarkkinan heikentyneen suhdanteen (etenkin asuinrakentaminen), mikä voi lisätä kilpailutilannetta myös NYABin sektoreilla. Perusliiketoimintojen lisäksi NYAB omistaa 40% CapManin kanssa perustetusta yhteisyrityksestä, jonka alla toimivalla Skarta Energyllä on nopeasti kasvava uusiutuvan energian hankekehitysportfolio. Ylösajovaiheen takia sen kehitykseen liittyy vielä merkittävää epävarmuutta.

## Odotamme yhtiön kannattavan kasvun jatkuvan lähivuosina

Rakentamisen kokonaismarkkinan synkistyneistä näkymistä huolimatta NYABin näkymät ovat hyvät ja yhtiö on ohjeistanut liikevaihtonsa ylittävän 325 MEUR kuluvana vuonna (22%:n kasvu vuoden 2022 pro forma -liikevaihtoon). Odotamme NYABin kasvun jatkuvan keskipitkällä aikavälillä ja ylittävän myös sen pitkän aikavälin kasvutavoitteen (2024e-2026e CAGR ~10% vs. 7%:n vuotuinen orgaaninen kasvu) vihreän siirtymän investointien tukemana. Erityisesti Ruotsin vahvojen historiallisten näyttöjen perusteella odotamme yhtiön operatiivisen kannattavuuden olevan myös kilpailijoihin suhteutettuna erinomaisella tasolla (2023e-2026e EBITA-% ~8-9%). Pidemmällä aikavälillä odotamme kasvun hidastuvan ja kannattavuuden laskevan kokoluokan kasvun ja kilpailun kiristymisen myötä, mutta kannattavuuden pysyvän kuitenkin kilpailijoiden keskiarvoa korkeammalla tasolla.

## Kannattavan kasvun jatkuminen on jo hinnoiteltu osakkeeseen

Tarkastelemme NYABin arvonmäärittystä etenkin tulos pohjaisten arvostuskertoimien sekä Skarta Energyn pidemmän aikavälin potentiaalın huomioivan osien summa -laskelman kautta. Yhtiön hyvistä kasvunäkymistä ja ennustamastamme arvoa luovasta kasvusta huolimatta osakkeen lyhyen aikavälin arvostuksessa ei ole mielestämme juurikaan nousuvaraa (2024e EV/EBITA 14x, P/E 17x). Vastaavasti osien summa -mallimme indikoi osakkeen käyväksi arvoksi 0,63-0,80 euroa osakkeelta. Tätä kokonaiskuvaa peilaten NYABin kannattavan kasvun jatkuminen ja arvioimamme Skarta Energyn potentiaali ovatkin mielestämme jo pitkälti hinnoiteltu osakkeeseen. Siten osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus jääkin riittämättömäksi seuraavalle 12 kuukaudelle. Merkittävimpänä lyhyen aikavälin positiivisena kurssiajurina osakkeelle näemme odotuksiamme ripeämmän tuloskasvun.

## Suositus

### Vähennä

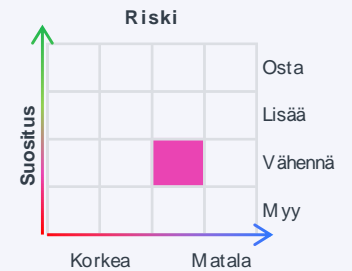
(aik. -)

**0,70 EUR**

(aik. -)

### Osakekurssi:

0,71



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	247,7	335,7	382,7	421,0
<b>kasvu-%</b>	495 %	36 %	14 %	10 %
<b>EBIT oik.</b>	30,5	30,8	32,3	37,0
<b>EBIT-% oik.</b>	12,3 %	9,2 %	8,4 %	8,8 %
<b>Nettotulos</b>	7,5	4,1	5,6	10,0
<b>EPS (oik.)</b>	0,04	0,04	0,04	0,05

<b>P/E (oik.)</b>	23,1	18,4	17,4	15,1
<b>P/B</b>	2,3	1,9	1,9	1,9
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,8 %	1,4 %	1,7 %	2,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	20,3	15,5	14,3	11,9
<b>EV/EBITDA</b>	18,7	14,2	13,0	11,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,5	1,4	1,2	1,0

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

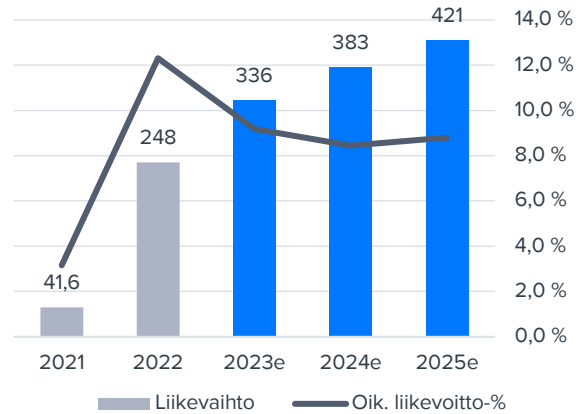
NYAB odottaa liikevaihtonsa ylittävän 325 MEUR vuonna 2023. Yhtiö tulee antamaan yksityiskohtaisemman taloudellisen ohjeistuksen Q1'23-liiketoimintakatsauksen yhteydessä.

## Osakekurssi



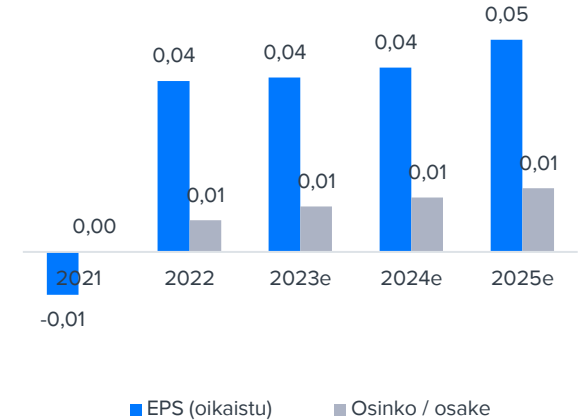
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Kilpailijoita selvästi nopeamman kasvun ja korkeamman kannattavuuden jatkuminen
- Vahva markkina-asema kohdemarkkinoilla, etenkin Norrbottenin alueella
- Yhtiö on asemoitunut tarjoamaltaan hyvin vihreään siirtymään ja kaupungistumiseen, joiden näkymät tarjoavat lupaavat kasvunäkymät pitkälle tulevaisuuteen
- Keskittyminen suhdanteista vähemmän riippuvaisille sekä vastasyklisille rakentamisen toimialoille
- Suomen liiketoimintojen kannattavuuden kestävä parantuminen
- Uusiutuvan energian hankekehityksen yhteisyrityksen (Skarta Energy) potentiaali strategian onnistuessa
- Arvoa luovat yritysostot



### Riskitekijät

- Rakennusmarkkinan kysynnän vaihtelut ja yleinen talouskehitys
- Hinnoittelu- ja projektiriskit
- Kilpailun kiristyminen
- Henkilöstöriskit
- EUR/SEK-valuuttapari (+/-) voi heilauttaa raportoituja lukuja
- Yritysostojen epäonnistuminen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,71	0,71	0,71
Osakemäärä, milj. kpl	706,7	706,7	706,7
Markkina-arvo	500	500	500
Yritysarvo (EV)	477	461	442
P/E (oik.)	18,4	17,4	15,1
P/E	>100	89,3	50,2
P/Kassavirta	19,6	20,8	17,1
P/B	1,9	1,9	1,9
P/S	1,5	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA (oik.)	14,2	13,0	11,0
EV/EBIT (oik.)	15,5	14,3	11,9
Osinko/tulos (%)	174,5 %	151,4 %	99,3 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,7 %	2,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>s. 5-13</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>s. 14-17</b>
Toimiala ja kilpailukenttä	<b>s. 18-21</b>
Taloudellinen tilanne	<b>s. 22</b>
Ennusteet	<b>s. 23-30</b>
Sijoitusprofiili	<b>s. 31-32</b>
Arvonmääritys	<b>s. 33-39</b>
Taulukot	<b>s. 40-44</b>
Vastuuvapauslauseke	<b>s. 45</b>

# NYAB lyhyesti

NYAB on puhtaan tulevaisuuden rakentaja, jonka liiketoiminta keskittyy energia-, infra- ja teollisuusrakentamiseen. Lisäksi yhtiön yhteisyrityksen alla toimiva Skarta Energy keskittyy uusiutuvan energian hankekehitykseen

## 1990

NYABin edeltäjän Nyanläggarna i Luleån perustamisvuosi

## 2021

Skarta Groupin listautuminen

## 2022

Skarta Groupin ja NYAB Sverige -konsernin fuusio

## 265 MEUR (248 MEUR)

Pro forma -liikevaihto 2022 (raportoitu liikevaihto 2022)

## 29,6 MEUR (30,5 MEUR)

Pro forma -EBITA 2022 (raportoitu EBITA 2022)

## 383

Henkilöstö 2022 lopussa

## 76% / 24%

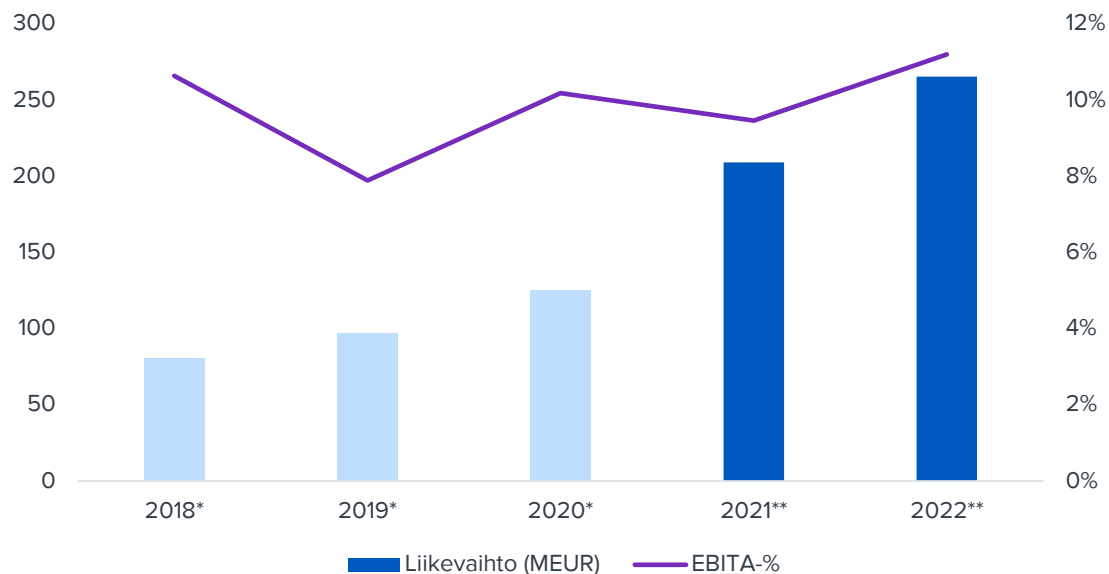
Ruotsin / Suomen osuus raportoidusta liikevaihdosta 2022

\*NYAB Sverige -konsernin historialliset luvut (liikevaihto laskettu vuotuisella EUR/SEK-keskikurssilla)

\*\*Nykyisen NYAB-konsernin raportoidut pro forma -luvut

Lähde: NYAB, Inderes

- 2021**
  - Sekä NYAB Sverige -konsernilla että Skarta Groupilla pitkät itsenäiset toimintahistoriat toimialalta
  - NYAB Sverige -konserni kasvaa voimakkaasti ja erittäin kannattavasti Ruotsissa 2010-luvulla
  - Skarta Group listautuu Helsingin First North -markkinapaikalle Privanetin kanssa tehdyn osakevaihdon kautta
- 2022-**
  - Yhtiön kokoluokka kasvaa Skarta Groupin ja NYAB Sverige -konsernin fuusion myötä
  - Ripeä orgaaninen kasvu jatkuu
  - Yhteisyrityksen perustaminen CapManin hallinnoiman rahaston kanssa uusiutuvan energian hankekehityksen kiihdyttämiseksi
  - Nimen muutos NYABiksi (aik. SkartaNYAB)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

## Puhtaan tulevaisuuden rakentaja

NYAB on puhtaan tulevaisuuden rakentaja, jonka nykykokonaisuus muodostui suomalaisen Skarta Groupin ja ruotsalaisen NYAB Sverige -konsernin (myöhemmin raportilla NYAB Sverige) fuusioitumisen yhteydessä. NYAB-konsernin (myöhemmin raportilla NYAB) liiketoiminta keskittyy energia-, infra- ja teollisuusrakentamiseen. Yhtiön pääasialliset kohdemarkkinat sijaitsevat Pohjois-Ruotsissa ja -Suomessa. Lisäksi Tukholman alue on yhtiölle merkittävä markkina. Perusliiketoimintojen lisäksi NYAB omistaa 40 % CapMan Nordic Infrastructure II -rahaston kanssa vuonna 2022 perustetusta yhteisyrityksestä, jonka alla toimivalla Skarta Energyllä on nopeasti kasvava uusiutuvan energian hankekehitysportfolio.

NYAB Sverigen ja Skarta Groupin fuusion huomioon ottava pro forma -liikevaihto vuodelta 2022 oli 248 MEUR (2021: 209 MEUR). Puolestaan pro forma -liikevoitto ennen poistoja ja arvonalentumisia aineettomista hyödykkeistä (EBITA) oli 29,6 MEUR (2021: 19,8 MEUR) vastaten 11,2 %:n EBITA-marginaalia (2021: 9,5 %). Vuoden 2022 EBITAa nosti kuitenkin merkittävästi Skarta Energy -yhtymän järjestely, missä NYAB myi 60 %:n osuuden CapManin rahstolle. Järjestelyn positiivinen tulosvaikutus oli noin 17,8 MEUR. Toisaalta lukuja painoi tehdyt 3,3 MEUR:n alaskirjaukset nykyisiin liiketoimintoihin kuulumattomiin eriin. Näistä oikaistuna yhtiön EBITA olisi ollut noin 15,1 MEUR vastaten noin 5,7 %:n EBITA-marginaalia.

Vastaavasti yhtiön raportoitu liikevaihto (NYAB Sverigen ja Skarta Groupin luvut yhdistelty

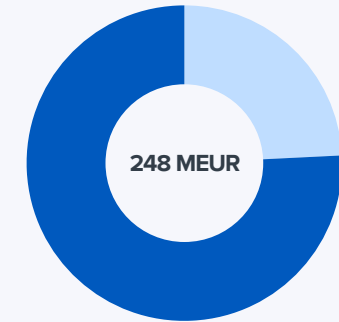
Q2'22:sta alkaen) vuodelta 2022 oli 248 MEUR ja EBITA 30,5 MEUR.

NYAB on tällä hetkellä listattuna Helsingin First North -markkinapaikalle, mutta yhtiö on kertonut selvittävänsä mahdollisuutta rinnakkaislistaukselle ruotsalaiselle markkinapaikalle. Yhtiö on kertonut myös aloittaneensa osana prosessia siirtymisen FAS-kirjanpidosta IFRS-kirjanpitoon. Tämä voisi arviomme mukaan indikoida tavoitteesta siirtyä pörssin päälliställe, minkä yhteydessä rinnakkaislistaus Ruotsiin olisi looginen ajankohta.

## Ruotsi on maantieteellinen päämarkkina

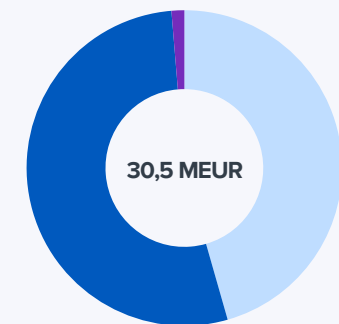
Vuoden 2022 raportoitujen lukujen perusteella yhtiön liikevaihdosta tuli maantieteellisesti Ruotsista noin 76 % ja Suomesta loput 24 % (vrt. 2021 pro forma -lukuilla Ruotsin osuus ~70 %). Puolestaan viime vuoden raportoidusta EBITAsta Ruotsin osuus oli noin 53 %. Tämä antaa kuitenkin hieman vääristyneen kuvan, sillä Suomen EBITAa nosti viime vuoden Skarta Energy -järjestely ja ilman sitä Suomen EBITA olisi painunut pakkaselle. Paremman kuvan Ruotsin merkityksestä yhtiön tulokselle antaa mielestämme vuoden 2021 pro forma -EBITA, josta Ruotsin osuus oli peräti 83 %. Siten maantieteellisesti katsottuna Ruotsin markkina on yhtiölle huomattavasti Suomea merkittävämpi. On hyvä huomata, että liiketoiminnan jakoa peilaten yhtiö altistuu myös valuuttakurssimuutoksille, kun yhtiö raportoi euroissa ja suurempi osa liikevaihdosta on Ruotsin kruunuissa. Viime vuonna valuuttakurssi vaikuttikin yhtiöön negatiivisesti, kun Ruotsin kruunu heikkeni euroon verrattuna. Yhtiö ei ole kuitenkaan raportoinut tämän tarkempaa vaikutusta.

## Raportoidun liikevaihdon maantieteellinen jakauma (2022)



■ Suomi ■ Ruotsi

## Raportoidun EBITA:n maantieteellinen jakauma (2022)



■ Suomi ■ Ruotsi ■ Muut allokoimattomat

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Puolestaan katsomalla fuusioituneiden yhtiöiden historiaa voidaan havaita, että NYAB Sverigen liikevaihto kasvoi voimakkaasti vuosien 2018-2021 välillä (CAGR: ~17 %) ja oli 1 332 MSEK vuonna 2021 (vuoden 2021 EUR/SEK-keskikurssilla: 131 MEUR). Samaan aikaan yhtiön kasvu on ollut myös erittäin kannattavaa ja tällä ajanjaksolla sen liikevoittomarginaali oli keskimäärin 10,1 %. Mielestämme tämä ajanjakso antaa myös relevanteimman kuvan NYAB Sverigen nykyliiketoimintojen kehityksestä, vaikkakin yhtiöllä vuosien 2017-2020 aikana perinteisempään asuinrakentamiseen keskittynyt liiketoimintayksikkö, jonka yhtiö päätti lakkauttaa vuonna 2019. Päätöksen aikaan liiketoiminnan vuotuinen liikevaihto oli käsityksemme mukaan ~30 MEUR, mitä peilaten nykyliiketoimintojen kasvu on ollut vielä tuloslaskelman lukuja ripeämpää viime vuosina.

Käytännössä NYAB Sverigen kasvutarina lähti liikkeelle kuitenkin vuonna 2011, kun NYABin nykyinen toimitusjohtaja Johan Larsson ja hänen veljensä Mikael Ritola ostivat NYABin edeltäjän Nyanläggarna i Luleån. Vuonna 2013 yhtiön liikevaihto nousi ~5 MEUR:oon, kun tätä ennen sen historiassa vuosittainen liikevaihto oli liikkunut korkeintaan ~3 MEUR:ssa. Kasvun alkuvaiheessa yhtiö teki myös muutamia yritysjärjestelyjä kasvun kiihdyttämiseksi, mutta NYAB Sverigen historiallinen kasvu on kuitenkin merkittävältä osin ollut orgaanista. Tätä kokonaiskuvaa peilaten yhtiöllä onkin mielestämme varsin vahvat näytöt kannattavasta kasvusta Ruotsissa.

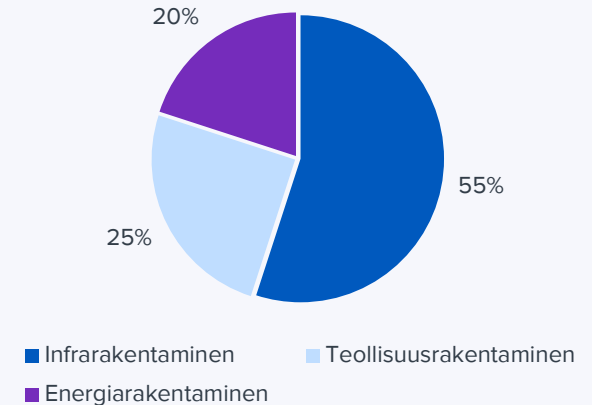
Vastaavasti Suomen (Skarta Group) osalta pidempiä vertailukelpoisia lukuja on haastavampi

laskea auki viime vuosien yritysjärjestelyiden ja vaihtelevien tilikausien pituuksien takia. Historiassaan yhtiö (aik. Suomen Maastorakentajat) on kuitenkin kohdannut kannattavuushaasteita projektiriskien realisoitumisten myötä 2010-luvun loppupuolella. Vuonna 2021 Skartan pro forma -liikevaihto oli 77,4 MEUR. Puolestaan vuosien 2020-2021 pro forma -lukujen perusteella Suomen liiketoimintojen EBITA-% on ollut 5,0-5,4 %, mitä voi pitää kohtuullisena tasona.

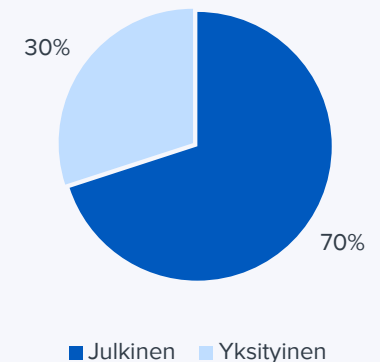
Vuonna 2022 Ruotsin liiketoiminta jatkoi hyvää kehitystään, mutta konsernin kannattavuutta rasitti Suomen liiketoiminnan heikko kannattavuus (pl. Skarta Energy -järjestely). Kannattavuutta painoivat kustannusinflaatio, muutaman projektin kannattavuushaasteet sekä investointipäätösten peruuntumiset ja lykkäytymiset. Tämän myötä yhtiö teki toimenpiteitä Suomen liiketoiminnan kannattavuuden parantamiseksi ja yhtiön mukaan Suomen kannattavuudessa nähtiinkin selvää parantumista H2:lla.

NYABin liiketoiminnasta on hyvä huomata, että se keskittyy etenkin Ruotsissa projektijohtorooleihin (sis. työnjohto, projekti-insinöörit) ja se hankkii yleensä suurimman osan tarvittavasta työvoimasta alihankintana. Karkean arviomme mukaan yhtiön omia työntekijöitä projekteissa on tyypillisesti noin 20 %, kun taas loput hankitaan alihankintana. Sen sijaan Suomessa yhtiö on aikaisemmin toiminut myös enemmän aliurakoitsijan roolissa, mutta on siirtymässä myös Suomessa vahvemmin kohti Ruotsin mallia.

Raportoidun liikevaihdon jakautuminen liiketoiminnoittain (2022)



Julkisen ja yksityisen sektorin osuus raportoidusta liikevaihdesta (2022)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

## Liiketoiminnot muodostavat kattavan tarjoaman

NYABin nykyiset kolme liiketoimintaa muodostavat kattavan infrastruktuurin rakentamiseen liittyvän palvelutarjoaman. Vaikka yhtiön liiketoiminta keskittyykin etenkin rakentamiseen tarjoaa se myös erilaisia suunnittelu- ja asiantuntijapalveluita muun muassa energia- ja kiinteistöinfran sekä tietoliikenteen tarpeisiin. Tämän lisäksi uusiutuvan energian hankekehityksestä vastaa yhtiön yhteisyritys Skarta Energy.

NYAB raportoi taloudellisesta kehityksestään ainoastaan konsernitasonalla. Yhtiö julkisti Q4:n yhteydessä myös eri liiketoimintojen viime vuoden liikevaihto-osuudet, mutta liiketoimintojen kannattavuuksia yhtiö ei ole avannut. Käsittääksemme liiketoimintojen kannattavuuksissa ei ole kuitenkaan merkittäviä eroja. Yhtiön liiketoiminnot ovat:

**Infrarakentaminen** oli suurin liiketoiminta vuonna 2022 tuoden ~55 % konsernin liikevaihdosta. Infrarakentamisessa yhtiöllä on pitkä historia vaativista väylä-, rautatie-, vedenkäsittely-, viemäriverkoston- ja sillanrakennustöistä, joissa se keskittyy sekä uudis- että korjausrakentamiseen. Lisäksi se ylläpitää valtion ja kuntien infraa monivuotisilla kunnossapitosopimuksilla. Uutena avauksena NYAB on laajentanut toimintaansa Tukholmassa vedenalaiseen rakentamiseen ja voittanut ensimmäiset merenkulkureittejä koskevat sopimukset.

**Teollisuusrakentaminen** oli toiseksi suurin liiketoiminta vuonna 2022 (~25 % liikevaihdosta). Teollisuusrakentamisessa yhtiö rakentaa teollisuusrakennuksia muun muassa tuotanto- ja

logistiikka-alan yrityksille, konepajoille sekä paperi- ja kaivosteollisuudelle. Teollisuusrakentamisen alla se keskittyy myös haastavampiin erikoisrakentamisen kohteisiin, kuten bio- ja lämpövoimalaitoksiin sekä haastaviin pohja- ja betonitöihin.

**Energiarakentaminen** oli puolestaan viime vuonna yhtiön pienin liiketoiminta (~20 % liikevaihdosta). Liiketoiminta keskittyy toteuttamaan hiilineutraaleita energiahankkeita yhteistyössä teollisuuden ja julkisyhteisöjen kanssa. Energiarakentamisessa yhtiö keskittyy etenkin tuuli- ja aurinkoenergiaan sekä tulevaisuudessa myös vihreän vedyn hankkeisiin. Tuulivoimarakentamisen osalta yhtiö keskittyy etenkin Balance of Plant (BoP) -rakentamiseen. Tällä viitataan tuulipuistojen maaperätutkimuksiin sekä suunnittelu-, maanrakennus-, perustus- ja sähköverkkotöihin urakkakohtaisesti määritellyssä laajuudessa. Lisäksi NYABin tarjoamaan kuuluvat sähköverkkojen ja -asemien sekä voimajohtojen rakentamisprojektit. Energiarakentaminen keskittyy käsittääksemme ainakin toistaiseksi vahvasti Suomen puolelle. Yhtiön mukaan Energiarakentaminen on sen nopeimmin kasvava liiketoiminta ja siten pidämme todennäköisenä, että Suomen suhteellinen osuus liikevaihdosta tulee hieman kasvamaan jatkossa.

## Uusiutuvan energian hankekehitys

NYAB omistaa 40 % CapMan Nordic Infrastructure II -rahaston kanssa perustetusta yhteisyrityksestä, jonka alla toimivalla Skarta Energyllä on nopeasti kasvava uusiutuvan energian hankekehitysportfolio.



## Skarta Energyn merkittävimmät aurinkovoimahankkeet

### Utajärvi ensimmäinen vaihe

- Kokonaisinvestoinnit: ~74 MEUR
- Saadut avustukset: 13,3 MEUR
- Kapasiteetti: 80 MW
- Sähkön vuosituotanto: ~80 GWh
- Sähkön varastointi: 5 MW:n akkuvarastointi
- Vierivoima-konsepti
- Toimenpidelupa: saatu syyskuussa 2022, tuli lainvoimaiseksi Q1'23:lla
- Liittymissopimus Fingridin kantaverkkoon: allekirjoitettu lokakuussa 2022
- Tavoite rakentamisen aloittamiselle: kesä 2023
- Rakentajaa ei ole vielä julkaistu

### Utajärvi toinen vaihe

- Kokonaisinvestoinnit: ~75 MEUR
- Kapasiteetti: 120 MW
- Sähkön vuosituotanto ~120 GWh
- Aikataulu vielä epävarma

### Callio-Hitura

- Kokonaisinvestoinnit: 61 MEUR
- Saadut avustukset: 12,1 MEUR
- Kapasiteetti: ~75 MW
- Sähkön vuosituotanto: ~65 GWh
- Hallinnointi: Skarta Energy ja Solarigo Systems



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Yhteisyrityksen perustamisen yhteydessä yhtiöt ilmaisivat aikomuksensa ryhtyä aurinkovoiman ja muun uusiutuvan energian hankkeiden kehittämiseen, omistamiseen ja operointiin. Tässä vaiheessa hankekehitysportfolio on keskittynyt etenkin aurinkovoimahankkeisiin. Tavoitteena yhteisyrityksellä on rakentaa seuraavan viiden vuoden aikana yli 800 MW aurinkovoimaa. Yhdistymissopimuksen yhteydessä yhtiöt sopivat myös, että NYAB toimii yhteisyrityksen ensisijaisena suunnittelun, hankinnan ja rakentamisen sopimuskumppanina. Siten sopimus luonnollisesti tukee NYABin Energiarakentamisen kehitystä yhteisyrityksen hankkeiden edetessä.

Lisäksi Skarta Energy on suunnitellut kunnille, kaupungeille ja teollisuudelle soveltuvan Vierivoima-konseptin, jolla tähdätään hiilineutraaliin lähisähköön. Käytännössä konsepti tarkoittaa lähellä tuuli- ja/tai aurinkovoimalla tuotettua, hinnaltaan kilpailukykyistä energiaa paikallisten toimijoiden käyttöön.

## **NYAB palvelee sekä julkisen että yksityisen sektorin toimijoita**

Yhtiön asiakasrakenne muodostuu sekä julkisen että yksityisen puolen toimijoista. NYABin luokittelun mukaan sen liikevaihdosta ~70 % tuli viime vuonna julkisen puolen asiakkailta ja ~30 % yksityisen sektorin asiakkailta. Yhtiö ei ole avannut tarkemmin jakaumaa, mutta arvioimme infrarakentamisen keskittyvän vahvasti julkisen sektorin puolelle, kun taas energia- ja teollisuusrakentamisen enemmän yksityiselle puolelle. Puolestaan maantieteellisesti katsottuna arvioimme Ruotsin liiketoimintojen palvelevan enemmän julkista sektoria, sillä konsernin suurin

yksittäinen asiakas on käsittääksemme melko selvästi Trafikväirket (Ruotsin liikennevirasto). Sen sijaan Suomessa arvioimme yhtiön palvelevan enemmän yksityistä sektoria. Arvioimme mukaan yksityisen puolen asiakkaat koostuvat pitkälti suuremmista teollisista toimijoista.

Asiakasrakennetta peilaten yhtiön menestymisen kannalta tärkeässä roolissa on sen menestyminen julkisissa (sekä yksityisissä) tarjouskilpailuissa ja -pyynnöissä, joissa hinnan lisäksi usein merkkäavat myös referenssit aikaisemmista projekteista. Arvioimme konserniyhtiöille myös kertyneen näitä NYABille relevanteilta sektoreilta vakiintuneiden toimintahistorioiden aikana.

## **Hinnoittelu**

Käsityksemme mukaan yhtiö käyttää urakoiden ja projektien tarjouslaskennassa useita erilaisia hinnoittelumalleja, mutta suurin osa projektisopimuksista laaditaan kiinteään hinnoitteluun perustuen. Tässä yhteydessä yhtiö arvioi ennen tarjouksen antamista kyseisen projektin toteuttamiseen vaadittavan ajan sekä tarvittavat resurssit (ml. raaka-aineet, alihankinta) ja laatii näiden pohjalta kustannusarvion ja aikataulun. Siten yhtiön kannalta merkittävin riski kohdistuu myös tarjouslaskennassa onnistumiseen ja projektienhallintaan (ml. materiaalien hinnat, henkilöstöresurssit). Käsityksemme mukaan osassa sopimuksissa on myös tiettyjä indeksiehtoja, mutta näillä ei kuitenkaan pystytä suojautumaan täysimääräisesti esimerkiksi mahdollisilta materiaalien hintojen nousulta (vrt. vuoden 2022 kustannusinflaatio). Maiden välillä tässä on kuitenkin eroavaisuutta, sillä käsittääksemme Ruotsissa hankkeen tilaajalla

on rakenteellisesti suurempi vastuu projektien sopimusehdoissa, mikä mahdollistaa laajempaa lisälaskutuksen tekemistä kuluylitysten kattamiseksi.

On hyvä huomata, että NYABin toimiessa projekteissa tyypillisesti projektijohtorooleissa, on myös alihankkijoiden toiminnalla merkittävä vaikutus yhtiön kannattavuuteen. Käsityksemme mukaan NYAB pyrkii kuitenkin sopimusvaiheessa siirtämään kustannusriskejä näiltä osin alihankkijoiden vastuulle.

## **Liikevaihdon sykliisyys ja kausivaihtelut**

Rakentamistoimialan viitekehitystä peilaten suurin osa NYABin liikevaihdosta muodostuu erilaisista projekteista, mikä luo osin syklisiä piirteitä yhtiön liiketoimintaan. Lisäksi rakennusalan riippuvuus investoinneista on suuri, minkä myötä toimiala on altis talouden suhdanteille. Tätä tasoittaa kuitenkin mielestämme NYABin tapauksessa yhtiön keskittyminen suhdanteista vähemmän riippuville sekä vastasyklisille markkinoille. Esimerkiksi vihreän siirtymän ja sähköistymisen myötä energia- ja teollisuusrakentamisen näkymät ovat varsin hyvät. Lisäksi infrarakentamista voi pitää muuta rakentamista vakaampana, sillä suuret infrahankkeet ovat usein julkisrahoitteisia. Siten niiden kysyntä ei ole kovinkaan riippuvaista talouden suhdanteista ja infrahankkeita ollaankin historiallisesti käytetty keinona talouden elvyttämiseksi. Myös esimerkiksi Ruotsissa suunnitellut suuret infrastruktuuriin liittyvät investointiohjelmat (kts. tarkemmin Toimiala ja kilpailu -kappale) tarjoavat arvioimme mukaan yhtiölle pohjaa kasvun jatkamiseksi.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Yhtiön projektikanta sisältää myös monivuotisia rakennusprojekteja sekä jatkuvaluonteista liikevaihtoa puite- ja ylläpitosopimusten kautta, mikä lisää näkyvyyttä yhtiölle kysynnän suhteen. Emme kuitenkaan usko yhtiön olevan täysin immuuni talouden heikentymiselle ja korkotasojen nousulle. Oletammekin heikomman suhdanteen vähintään kiristävän kilpailua yhtiön markkinoilla. Lisäksi korkojen nousu on nostanut selvästi rahoituskustannuksia, mikä voi arviomme mukaan johtaa ainakin joidenkin projektien siirtymisiin tai peruuntumisiin, mikä voi vaikuttaa myös negatiivisesti yhtiön liiketoimintamahdollisuuksiin.

Vuoden sisäisesti NYABin liikevaihdon kehitykselle on tavanomaista merkittävä kausiluonteisuus. Tämän taustalla on etenkin sääolojen vaikutus, jotka rajoittavat rakentamiseen liittyviä liiketoimintamahdollisuuksia talvikauden aikana, minkä myötä Q1 on yhtiölle tyypillisesti selvästi hiljaisin neljännes. Tätä kuvastaa myös vuoden 2022 pro forma -liikevaihdon ajoittuminen noin 70 %:sti H2:lle. Käsitksemme mukaan tämä kuvastaa melko hyvin liikevaihdon tavanomaista kausiluonteisuutta. Myös vuoden sisäinen tuloksen jakautuminen noudattelee tätä jakaamaa. Loppuvuoden aikana kertyvää liikevaihtoa peilaten arvioimme Q1:n olevan kuitenkin kassavirtamielessä vahvin.

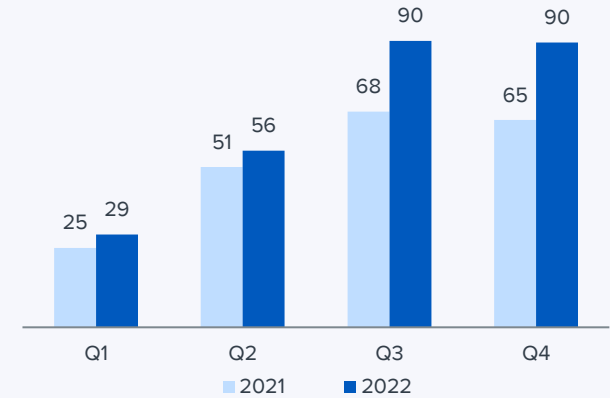
Merkittävänä indikaattorina tulevasta kehityksestä sijoittajien suuntaan toimii yhtiön raportoima tilauskanta. Yhtiö pääsi lähtemään kuluvaan vuoteen hyvistä asemista 239 MEUR:n tilauskannan tukemana (2021 vertailukelpoinen

tilauskanta: 193 MEUR). Yhtiöllä on tarkoitus aloittaa tilauskannan säännöllisen raportoinnin kuluvan vuoden aikana.

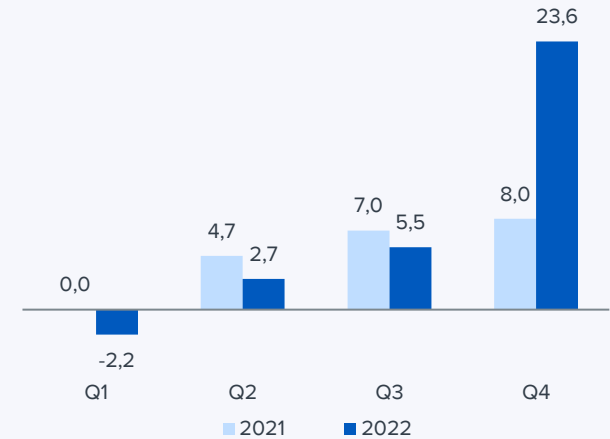
Tilaukannan ansiosta liiketoiminnassa on ennustettavuutta ja yhtiöllä itsellään on kohtuullisen hyvä näkyvyys lyhyen tähtäimen liikevaihdon kehitykseen seuraavalle 12 kuukaudelle ja osin myös pidemmälle ajalle. Tämä edesauttaa resurssien käytön suunnittelua, mikä taas on kannattavuuden kannalta kriittistä. NYAB ei ole avannut tarkemmin tilauskannan rakennetta, mutta useampivuotisen sopimusten osuus on käsityksemme mukaan tyypillisesti 25-40 %:n paikkeilla. Tätä peilaten tilauskanta kiertääkin melko nopeasti, jonka taustalla on, että keskimääräisen projektin kokoluokka ei etenkään Ruotsissa ole kovin suuri yhtiön liikevaihtoon peilattuna. Käsitksemme Ruotsissa keskimääräisen projektin kokoluokka on noin 1-2 MEUR, mikä laskee myös huomattavasti yksittäisten projektien riskitasoja.

Suomessa projektien kokoluokka on tyypillisesti vuorostaan hieman suurempi ja keskimääräisen projektin kokoluokka on arviomme mukaan noin 4-5 MEUR. Siten projektiriskit ovatkin arviomme mukaan korkeammat Suomen liiketoiminnosta, kun huomioidaan myös 2010-luvun projektiriskien realisoitumiset. Käsitksemme mukaan yhtiössä on tämän jälkeen kuitenkin parannettu riskienhallintaa ja keskitytty astetta pienempiin projekteihin, joiden pitäisi osaltaan laskea projektiriskien todennäköisyyttä selvästi.

Liikevaihdon kehitys kvartaaleittain (MEUR, pro forma)



EBITAn kehitys kvartaaleittain (MEUR, pro forma)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

## Kustannusrakennetta dominoi muuttuvat kulut

NYABin kustannusrakenne on arviomme mukaan varsin kevyt ja valtaosa (80-90 %) sen kuluista on arviomme mukaan muuttuvia kustannuksia. Selvästi merkittävimpänä kulueränä tuloslaskelmassa ovat materiaalit ja palvelut (sis. alihankinta), joiden osuus on ollut historiallisesti (2020-2021 pro forma, 2022 raportoitu) noin 75-80 % liikevaihdosta. Tämä erä sisältää yhtiön liiketoimintamallia peilaten materiaalihankintoja, joita tarvitaan eri asiakasprojekteissa. Lisäksi kuluja kasvattaa alihankintana ostetut palvelut. Siten työvoimaan liittyvät kulut ovat liiketoiminnassa huomattavasti suuremmat kuin yhtiön omat henkilöstökulut. Yhtiön omat henkilöstökulut ovat puolestaan olleet viime vuosina noin 10 % liikevaihdosta.

Vastaavasti yhtiön muut kulut ovat olleet viime vuosina vain noin 5 % liikevaihdosta, jotka koostuvat tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista, kuten toimitila- ja hallintokuluista sekä IT-kustannuksista. Nykyisen liiketoiminnan rajallisten pääomatarpeiden vuoksi suunnitelman mukaisten poistojen osuus liikevaihdosta on ollut vain 1%:n. Siten kustannusrakenne tuokin varsin hyvin joustavuutta, mutta vastapainona rajoittaa kustannusten skaalautumista tietyn pisteen jälkeen.

Lisäksi on hyvä huomata, että etenkin NYAB Sverigen ja Skarta Groupin fuusion myötä yhtiön taseessa on huomattavasti liikearvoa (2022 lopussa 207 MEUR) ja, koska yhtiö raportoi FAS-kirjanpitosäännösten mukaisesti, se poistaa

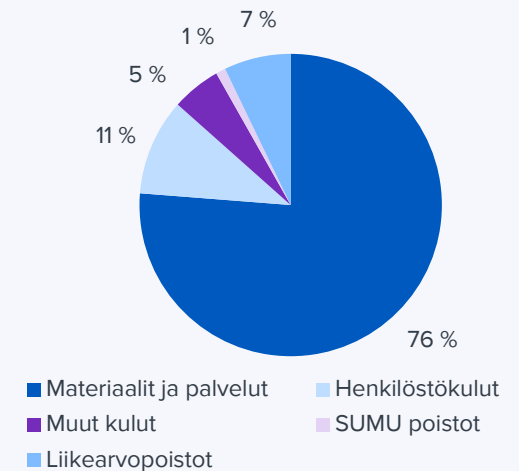
kertynyttä liikearvoa taseestaan vuosittain. Vuositasolla liikearvopoistot nykyisellään ovatkin huomattavat (~7 % kuluvan vuoden liikevaihto-ohjeistuksen alalaidasta), mikä heikentää raportoituja lukuja. Tätä peilaten yhtiö käyttää raportoinnissaan perustellusti EBITA-tunnuslukua.

## Pääomien sitoutuminen maltillista

Yhtiön nykyisen kokonaisuuden pääomien sitoutumisesta ei ole vielä kertynyt pidempää historiallista aikasarjaa, mutta käsityksemme mukaan käyttöpääoman sitoutuminen on melko rajallista. Vuosien 2021-2022 pro forma -liikevaihtotasoihin peilattuna käyttöpääomaa on sitoutunut näinä vuosina noin 11-12%, mitä voi pitää kohtuullisena tasona. Tämän taustalla on, että liiketoiminnassa ei ole käytännössä juurikaan varastotuotteita. Vuoden sisällä käyttöpääoman sitoutumisessa on arviomme mukaan tiettyä kausiluontaista vaihtelua jo pelkästään liiketoiminnan volyymien myötä. Yli ajan nykyisen liiketoiminnan kasvun tulisi kuitenkin olla käyttöpääoman kasvun osalta maltillista, eikä sen näin pitäisi rajoittaa liiketoiminnan kasvua. Tarkempaa käyttöpääoman sitoutumista on kuitenkin yhtiön vielä lyhyen nykykokonaisuuden myötä haastava arvioida tarkkaan.

Nykyisen liiketoiminnan investointitarve on matala, sillä liiketoiminta ei edellytä merkittävästi kiinteää omaisuutta ja investoinnit kohdistuvatkin pääosin tarvittavaan kalustoon (esim. pakettiautot ja pienemmissä määrin kaivinkoneisiin yms.). Vuosien 2021-2022 pro forma -lukujen perusteella kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon on ollut noin 6 %.

## Kustannusrakenne 2022



## Pääomien sitoutuminen (pro forma)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Liiketoiminnan sitomat pääomat ovatkin kokonaisuutena rajallisia, mikä tukee NYABin kassavirran tuottokykyä. Vastaavasti rajalliset pääomavaateet osaltaan rajaavat alalle tulon kynnystä.

Sen sijaan NYABin ja CapManin yhteisyrityksen tavoittelemat 800 MW:n aurinkovoiman rakentaminen vaatii karkean arviomme mukaan 500-600 MEUR:n kokonaisinvestoinnit. Tästä näkökulmasta NYABin päätöstä yhdistää voimansa uusiutuvan energian hankekehityksen osalta voidaankin pitää varsin loogisena, sillä CapManin myötä yhtiön taloudelliset resurssit hankekehityksen kiihdyttämiseksi nousivat huomattavasti. Toisaalta NYAB ei ole vielä julkistanut tuleeko sen mahdollisesti tehdä vielä lisäsjoituksia yhteisyritykseen tavoitetason saavuttamiseksi. Yhteisyritys raportoidaan NYABin osakkuusyhtiönä, joten tulevat investoinnit eivät tule myöskään näkymään suoraan NYABin taseessa.

## Pääoman tuottopotentiali

Palveluliiketoiminnan rajalliset pääomavaateet tukevat myös yhtiön potentiaalista pääoman tuottokykyä, sillä orgaaninen kasvu sitoo pääomia lähinnä käyttöpääoman osalta. Siten NYAB Sverigen historiallisilla kannattavuustasoilla onkin ylletty huomattavan korkeisiin pääoman tuottoihin (vrt. 2018-2021 ROCE-% ka.: 48 %).

Vastaavasti epäorgaanisen kasvun yhteydessä tuottoluvut laskevat huomattavasti, kun pääomakevyiden järjestelyiden myötä taseeseen

kertyy herkästi huomattavasti liikearvoa (esim. NYAB Sverigen ja Skarta Groupin fuusio). Fuusion tapauksessa on myös hyvä huomata, että koska järjestely maksettiin käytännössä kokonaan suunnatulla osakeannilla kasvoi taseen oma pääoma myös huomattavasti. Tämä taas aiheuttaa pääoman tuottolukujen merkittävää laimenemista (vrt. NYABin 2022 ROCE-% pro forma -EBITA:lla ~11 %).

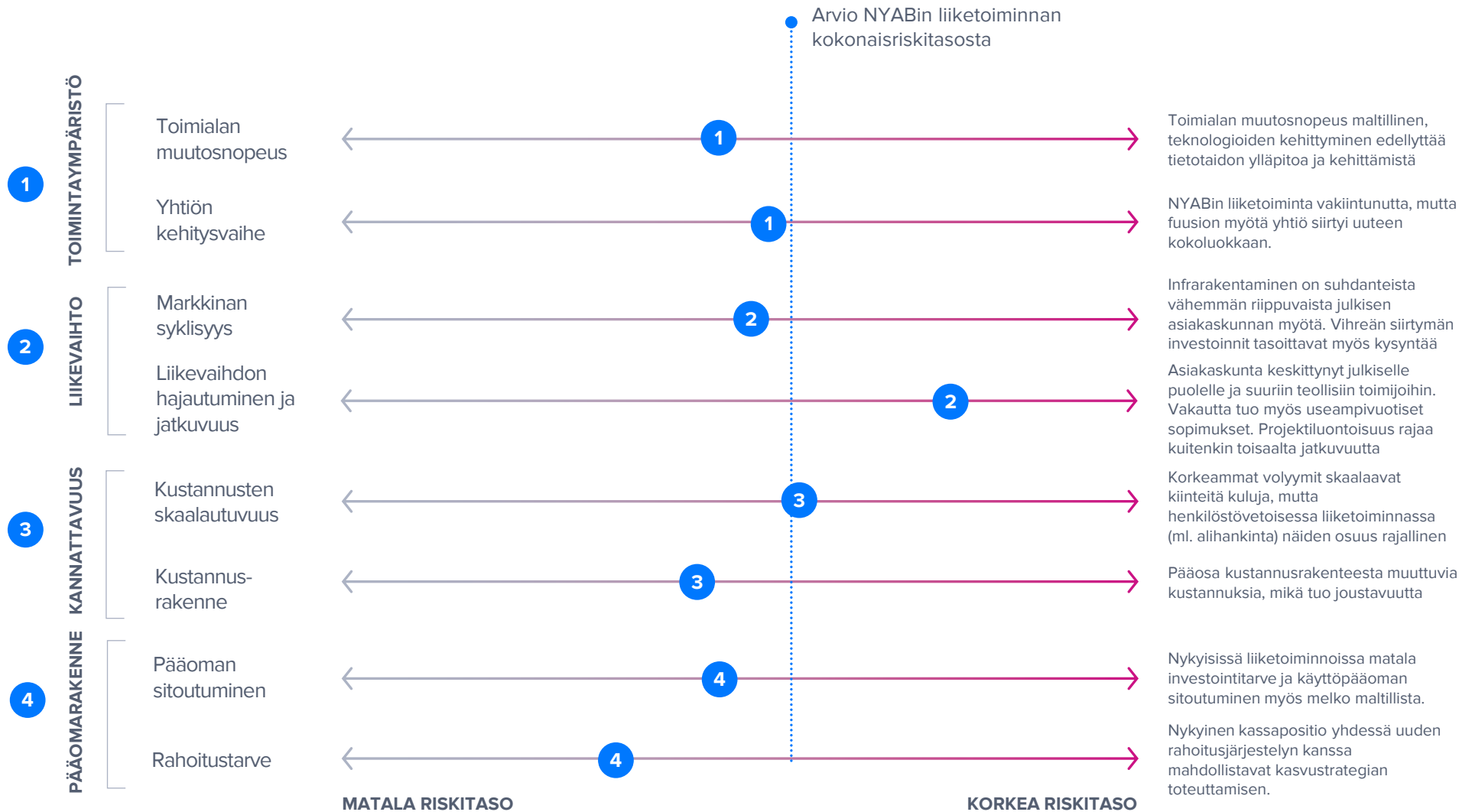
Puhtaasti pääoman tuottolukuja vertaamalla tämä aiheuttaakin sen, että orgaaninen kasvu on yleisellä tasolla palveluyhtiön kannalta järkevämpää, vaikka järjestelyt voivat olla arvoa luovia. Tämän myötä seuraammekin NYABin tapauksessa etenkin kannattavuuden kehitystä, sillä lähtökohtaisesti NYAB Sverigen historiallisilla kannattavuustasoilla yhtiöllä on edellytyksiä luoda merkittävästi arvoa.

## Johto, hallitus ja omistajuus

NYABilla on vahvat yrittäjätaustaiset perinteet ja pääosalla yhtiön johdosta on myös pitkät perinteet rakentamisen toimialoilta. Yhtiön johdolla on myös hyvin vahva omistajuus yhtiössä. NYABin suurimpina osakkeenomistajina ovat toimitusjohtaja Johan Larsson sekä hänen veljensä Mikael Ritola (Suomen maajohtaja) pääosin yhteisen sijoitusyhtiön kautta ja heidän yhteenlaskettu omistajuus NYABista on reilut 34 %. Lisäksi yhtiön johtoryhmässä Ruotsin maajohtaja Magnus Granljangin omistus yhtiössä on reilut 3 %. Siten yhtiö johto onkin mielestämme varsin hyvin sitoutettu yhtiöön, mitä pidämme sijoittajien kanssa positiivisena asiana.

Yhtiön hallituksessa on myös merkittäviä NYABin osakkeenomistajia. Esimerkiksi yhtiön toiseksi suurimman osakkeenomistajan Andament Groupin kautta yhtiössä merkittävänä osakkeenomistajina toimii hallituksen puheenjohtaja Markku Kankaala (~19 %:n omistusosuus Andament Groupista). Omistajuuden lisäksi yhtiön hallituksessa on myös kokonaisuutena paljon kokemusta rakentamisen toimialalta sekä suurten yhtiöiden johtotehtävistä (mm. entinen Peab-konsernin lakiasiaintoimitusjohtaja Johan K. Nilsson, entinen LKAB-konsernin toimitusjohtaja Lars-Eric Aaro ja uutena jäsenenä hallitukseen ehdolla on mm. Industrivärdenin entinen talousjohtaja Jan Öhman), mikä on mielestämme tärkeää yhtiön kasvustrategia huomioiden.

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

## Strategia painottuu vihreän siirtymän ympärille

NYABin visiona on olla puhtaiden energiaratkaisujen edelläkävijä ja arvostettu hiilineutraalin yhteiskunnan rakennuskumppani Pohjoismaissa. Lisäksi se on mahdollistamassa Pohjoismaiden vihreää siirtymää tarjoamalla uusiutuvan energian ja kestävän infrastruktuurin rakentamista koskevia suunnittelun, rakentamisen ja kunnossapidon palveluita julkisen ja yksityisen sektorin asiakkaille.

Yhtiön pitkän aikavälin taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseksi (kts. Taloudelliset tavoitteet) NYABin hallitus on asettanut vuosille 2022-2024 strategiset tavoitteet, jotka ovat lyhyesti seuraavat:

**Jatkuva kannattava kasvu:** NYAB on vahvasti läsnä Ruotsin markkinoilla, etenkin Norrbottenin alueella, jossa sen asema on jo vakiintunut sekä myös kasvavissa määrin Tukholman alueella. Näille alueille kohdistuvat investoinnit (kts. tarkemmin Toimiala ja kilpailu -kappale) tarjoavat yhtiölle huomattavaa pitkän aikavälin kasvupotentiaalia. Suomessa yhtiö on edistynyt etenkin energiarakentamisen saralla, jonka markkinat ovat kasvussa myös Ruotsissa. Yhtiö on myös integroimassa Suomen liiketoimintamalliaan vastaamaan Ruotsin mallia, jossa se kehittää projektinjohtoliiketoimintaan ja toimii tiiviissä yhteistyössä laajan alihankkijaverkoston kanssa. Toimintamalli mahdollistaa yhtiön mukaan sille aiempaa kevyemmän kiinteän kulurakenteen ja helpottaa konsernin sisäisiä liiketoimintaprosesseja. Suomen historiallisesti

matalampaan kannattavuustasoon peilattuna liiketoiminnan tehostustoimet ovat mielestämme varsin perusteltuja. Emme kuitenkaan usko, että yhtiön on mahdollista yltää Suomessa Ruotsin kannattavuustasolle. Yhtenä merkittävänä tekijänä tämän taustalla on, että Ruotsissa hankkeiden tilaajien vastuu projektien onnistumisesta on huomattavasti Suomea suurempi, mikä mahdollistaa lisälaskutuksen.

Kannattavan kasvun varmistamiseksi NYAB aikoo keskittyä jatkossakin rakentamaan monipuolisen ja huolella valikoidun tilauskannan, joka sisältää useita monivuotisia sopimuksia ja keskittyy suhdanteista riippumattomille sekä vastasyklisille markkinoille. Arviomme mukaan projektien valinnassa onnistuminen on sekä strategisen tavoitteen, että taloudellisten tavoitteiden saavuttamisen kannalta välttämätöntä. Kannattavan kasvun tukemiseksi yhtiön työkalupakissa ovat myös strategiset yritysjärjestelyt.

**Uusiutuvan energian hankkeiden kaupallistamisen kiihdyttäminen:** NYABilla on sen mukaan monipuolista osaamista suunnittelu- ja asiantuntijapalveluista kattavasti uusiutuvan energian arvoketjussa sekä nopeasti kasvava hankekehitysportfolio (Skarta Energy). Puolestaan energiamarkkinoiden epävarmuus ja epävakaa geopoliittinen tilanne ovat vauhdittaneet tarvetta kotimaiselle uusiutuvan energian hankkeille, jotka parantavat Pohjoismaiden energiaomavaraisuutta.

## Strategian prioriteettialueet



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Tämän strategisen tavoitteen osalta yhtiö on edistynyt varsin nopeasti, kun se perusti viime vuoden lopulla CapManin kanssa yhteisyrityksen Skarta Energyn liiketoiminnan kiihdyttämiseksi. Mielestämme yhteisyrityksen perustaminen oli NYABin näkökulmasta varsin järkevää, sillä CapManin mukaantulon myötä pääomien hankinta kehitystyötä varten helpottui huomattavasti. Tämä taas puolestaan lisää mielestämme kehitystyön nopeutta ja kasvattaa hankkeiden edistymisen todennäköisyyttä. Lisäksi liiketoiminnan eriyttämisen myötä NYABin oma tase säilyy tulevaisuudessa huomattavasti kevyempänä.

Samalla NYAB toimii myös yhteisyrityksen ensisijaisena suunnittelun, hankinnan ja rakentamisen sopimusumppanina, mikä luonnollisesti tukee NYABin energiarakentamisen kasvua hankkeiden edetessä. Oletamme yhtiön pystyvän hyödyntämään yhteisyrityksen kautta saatavia oppeja myös mahdollisia muita aurinkovoiman rakentamisprojekteja varten.

## **Yrittäjähenkisen kulttuurin vahvistaminen:**

Yhtiön mukaan sen menestys rakentuu yrittäjyyteen, vahvaan toimialatuntemukseen ja monimuotoiseen asiantuntijuuteen. Siten NYAB kiinnittää näihin asioihin huomioita rekrytoinneissa ja potentiaalisia yrityskauppakohteita kartoittaessaan. Lisäksi yhtiön johto muodostuu pääosin yrittäjätalustaisista henkilöistä, jotka ovat myös merkittäviä NYABin osakkeenomistajia ja joilla on pitkä kokemus rakentamisen toimialoilta. Tätä heijastellen yrittäjyys on konsernille tärkeä arvo, jota se haluaa vahvistaa entisestään läpi organisaation muun muassa henkilöstön osakeomistajuuden kasvattamisen ja

suoriteperusteisen toimintakulttuurin edistämisen kautta.

Mielestämme tavoite kulttuurin vahvistamisesta ja henkilöstön sitouttamisesta sopivat hyvin henkilöstövetoiseen liiketoimintaan. Tätä peilaten yhtiön lanseerasi myös viime kesäkuussa uudet koko konsernin henkilöstöä kattavat osakepohjaiset kannustinjärjestelmät. Lisäksi kulttuurillisten tekijöiden huomioiminen osana rekrytointeja ja yrityskauppoja on mielestämme luonnollista, sillä näiden huomiointi voi helpottaa esimerkiksi yritysostojen integraatiota.

## **Yritysostot osa strategiaa**

Fusion lisäksi nykykokonaisuuteen on hankittu kaksi kohdetta pörssihistorian aikana (ml. Skarta Groupin itsenäinen historia). Ennen fuusiota lokakuussa 2021 silloinen Skarta Group hankki aikaisemman johdon alaisuudessa sähköverkkojen, uusiutuvan energian ratkaisujen, kiinteistöinfran sekä tietoliikenteen suunnittelu- ja asiantuntijapalveluita tarjoavan suomalaisen Sitema Oy:n. Siteman liikevaihto oli vuonna 2021 3,6 MEUR ja liikevoitto noin 0,4 MEUR. Yritysoston kauppahintaan (~5,2 MEUR) peilattuna tämä vastasi noin 15x EV/EBIT-kerrointa. Nykyiseen markkinaympäristöön (korkotason nousuun) peilattuna kaupan arvostusta ei voi pitää mielestämme erityisen edullisena.

Puolestaan nykyjohdon alaisuudessa NYAB on tehnyt yhden yritysjärjestelyn fusion jälkeen. Yhtiö tiedotti elokuussa 2022 hankkineensa etenkin Pohjois-Ruotsissa toimivan Power Forze AB:n, joka tarjoaa teollisuuden ja tuulivoimaloiden sähköasennuksia sekä sähköverkkojen

rakentamista ja ylläpitoa koskevia palveluita. Power Forzen ennustettu liikevaihto oli vuodelle 2022 noin 8,4 MEUR ja liikevoitto noin 0,5 MEUR. Power Forzen kauppahinta oli puolestaan 38,5 MSEK (kaupantekohetken kurssilla noin 3,6 MEUR). Siten yritysoston EV/EBIT-kertoimeksi muodostui noin 7x, mitä voi puolestaan pitää varsin kohtuullisena.

Yritysjärjestelyiden osalta on hyvä huomioida, että ne maksettiin lähes kokonaan osakkeilla ja puolestaan NYABin osakkeen arvostustasoon (2022 tot. EV/EBITA 20x) etenkin Power Forze ostoa voi pitää hyvinkin edullisena. Yhtiön nykystrategiaa peilaten oletamme, että se tulee myös jatkossa lähtökohtaisesti käyttämään omaa osakettaan yrityskauppatilanteissa ainakin osittain maksuvälineenä. Pidämme osakkeen käyttöä strategisesti varsin perusteltuna uusien toimijoiden sitouttamiseksi yhtiöön ja yrittäjähenkisen kulttuurin vahvistamiseksi. Toisaalta oman osakkeen käytön järkevyyteen vaikuttaa osakkeen senhetkisen markkina-arvon suhde osakkeen käypään arvoon.

Odotamme yhtiön jatkavan täydentävien yritysjärjestelyjen tekemistä myös jatkossa ja pidämme mahdollisena, että se voisi tehdä keskimäärin vuositasolla 1-2 yritysostoa. Tähän mennessä sen tekemät yritysostot ovat olleet nykykokonaisuuteen suhteutettuna suhteellisen pieniä kokoluokaltaan. Arvioimme yhtiön olevan kuitenkin avoin myös näitä suuremmille järjestelyille tarjoamansa täydentämiseksi ja nykyliiketoimintojen vahvistamiseksi.



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

## Taloudelliset tavoitteet

NYABin hallitus on asettanut yhtiölle seuraavat pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet:

- **Kasvu:** Vuotuinen orgaaninen kasvu > 7 %
- **Kannattavuus:** EBITA-% > 10 %
- **Taserakenne:** Omavaraisuusaste > 45 %
- **Osinkopolitiikka:** Osinko > 30 % oikaistusta nettotuloksesta

## Kasvutavoite on mielestämme saavutettavissa

Yhtiön vuotuisen orgaanisen yli 7 %:n orgaanisen kasvun tavoite on mielestämme saavutettavissa, kun huomioidaan NYAB Sverigen vahvat historialliset näytöt (2018-2021 CAGR: ~17 %), kohdemarkkinoiden odotettu voimakas kasvu (kts. tarkemmin Toimiala ja kilpailu -kappale) ja yhtiön tunnettuus sen vahvoilla maantieteellisillä kohdealueilla. Yhtiön johto onkin kommentoinut, että kasvutavoite on maltillinen ja odottaa ylittävänsä tavoitteen todennäköisesti lähes joka vuosi. Samalla yhtiön fokus on kuitenkin etenkin kannattavuuden varmistamisessa projektien huolellisen valikoinnin kautta.

Käytännössä tavoitteen saavuttaminen vaatiikin, että yhtiö onnistuu säännöllisesti voittamaan tarpeeksi houkuttelevia projekteja ja luonnollisesti myös toteuttamaan nämä suunnitellusti. Arviomme mukaan kasvun kulmakertoimeen voi vuositasolla aiheuttaa vaihtelua kuitenkin esimerkiksi suhdanteen heikentyminen, jolloin kilpailu projekteista todennäköisesti kiristyy. Lisäksi

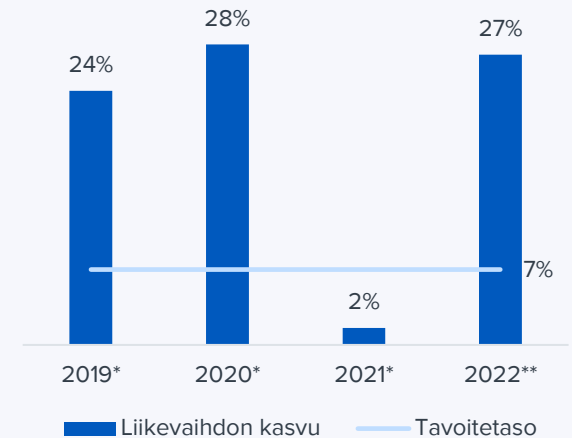
arviomme viimeaikaisen korkotason nousun jarruttaneen joidenkin projektien liikkeelle lähtöä. Mahdollinen korkotason nousun jatkuminen voisi arviomme mukaan lykätä tai peruuttaa kaavailtuja investointeja laajemmassakin mittakaavassa. Toisaalta yhtiön keskittyminen vastasyklisyyttä omaaviin julkisen sektorin projekteihin osittain laimentaa nykyisten markkinaepävarmuuksien vaikutusta.

Kuluvan vuoden liikevaihto-ohjeistusta (325 MEUR) peilaten tavoitetason tulisi kuitenkin ylittyä tänä vuonna reippaasti (+23 %:n kasvu vs. 2022 pro forma -liikevaihto), eikä yhtiö itse vaikuta olevan tämän perusteella kovinkaan huolissaan nykyisestä tilanteesta. Odotamme kasvun olevan infra- ja teollisuusrakentamisessa lähtökohtaisesti vauhdikkaampaa Ruotsissa. Sen sijaan Suomen kasvua odotamme tukevan energiarakentamisen lisääntymisen (ml. NYABin mahdollinen rooli Skarta Energyn aurinkovoimapuistojen rakentamisessa).

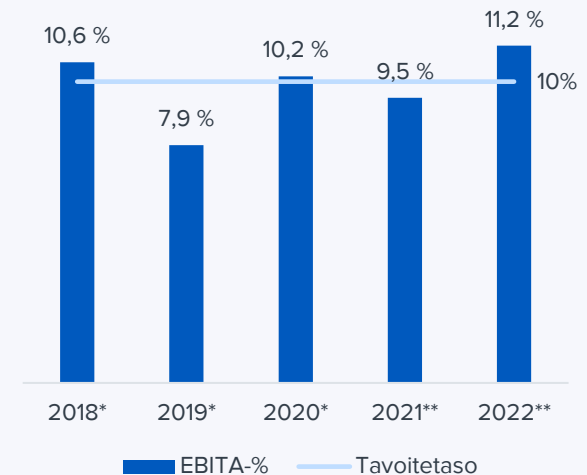
## Kannattavuustavoite vaatii Suomen liiketoimintojen kannattavuuden parantumista

Kannattavuuden osalta tavoite on mielestämme haastavampi, vaikkakin NYAB Sverige on historiassaan ylittänyt tavoitetason yläpuolelle. Tätä heijastellen pidämme kannattavuustavoitetta realistisena Ruotsin liiketoiminnan osalta. Vastaavasti konsernitason kannattavuustavoitteen saavuttaminen vaatii lähdeksämme Suomen liiketoimintojen selkeää kannattavuuden parantumista.

## Historiallinen kasvu ja tavoitetaso



## EBITA-%:n kehitys ja tavoitetaso



\* NYAB Sverigen luvut

\*\* Pro forma -luvut, liikevaihdon kasvu sisältää myös hieman epäorgaanista kasvua Sitema- ja PowerForze -järjestelyistä

Lähde: NYAB, Inderes



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Kannattavuustavoitetta voidaan tarkastella yksinkertaisesti olettamalla, että Ruotsin osuus liikevaihdosta säilyisi noin nykyisillä tasoillaan (~75 % konsernin liikevaihdosta). Mikäli yhtiö yltäisi Ruotsissa tavoitetason yläpuolelle 11 %:iin, mikä ei mielestämme ole kuitenkaan helposti saavutettavissa, tulisi yhtiön yltää Suomessa 7 %:n EBITA-marginaaliin. Peilattuna Skarta Groupin vuosien 2020-2021 pro forma -kannattavuuksiin (EBITA-%: 5,0-5,4 %) sekä viime vuoden selvästi tappiolliseen operatiiviseen tulokseen ilman Skarta Energy -järjestelyä (Suomen EBITA ilman järjestelyä 2022: -3,9 MEUR), on tähän tasoon vielä selvästi matkaa.

Toisaalta yhtiö teki viime vuonna Suomen liiketoimintoihin tähtääviä toimenpiteitä ja myös energiarakentamisen kysyntäajurit tarjoavat yhtiölle eväitä kannattavuuden kohentamiseksi. Yleisestikin pidämme hyvin epätodennäköisenä, että yhtiö tulisi yltämään Suomessa 10 %:n EBITA-marginaaliin ainakaan liiketoimintojen nykyrakenteella. Karkean arviomme mukaan Suomen liiketoiminnan EBITA marginaalipotentialin yläraja nykyrakenteella onkin karkeasti 6-8 %:ssa. Lisäksi historiaan peilaten arvioimme Suomen liiketoimintoihin (etenkin vaativiin ja projektikooltaan suurempiin infra- ja teollisuushankkeisiin) liittyvän selvästi Ruotsia enemmän projektiriskejä. Puolestaan Ruotsissa kannattavuuspotentialin yläraja on karkean arviomme mukaan 11-12 %:ssa voimakkaimman kasvuvaiheen jälkeen.

Tätä kokonaiskuvaa peilaten tavoitteen

saavuttaminen edellyttääkin, että liikevaihdon jakauma säilyy maantieteellisesti suosiollisena. Tämän lisäksi NYABin täytyy onnistua jatkamaan vahvaa kannattavuuttaan Ruotsissa sekä pystyä nostamaan Suomen nykyliiketoiminnan kannattavuus lähelle arvioimamme kannattavuuspotentialin ylärajaa.

## **Taserakenteen osalta tavoite on suhteellisen neutraali**

Taserakenteen osalta tavoitetaso on puolestaan mielestämme suhteellisen neutraali. Nykyisellään erittäin vakavaraiseen taseeseen suhteutettuna (2022 omavaraisuusaste 79 %) tavoitetaso mahdollistaa kuitenkin selvästi velkavivun kasvattamista. Oletamme kuitenkin NYAB Sverigen historiaa peilaten, että yhtiö tulee jatkamaan kasvuaan vahvalla taseella. Huomionarvoista tavoitteen osalta on kuitenkin, että yhtiön uuden rahoituspaketin yhtenä kovenanttiehtona on yli 50 %:n omavaraisuusaste (rahoituspaketti solmittu tavoitteiden julkaisun jälkeen). Siten ainakin nykyisen rahoituspaketin puitteissa yhtiön tuleeikin pysytellä hieman tavoitetason yläpuolella, mitä emme näe ongelmana yhtiölle.

## **Voitonjako riippuvaista tuloskehityksestä**

Mielestämme yhtiön vahva tase sekä suhteellisen vähän pääomia sitova ja maltillisia investointeja vaativa liiketoimintamalli mahdollistaa yhtiölle hyvät edellytykset voitonjaolle. Toisaalta yhtiön kasvustrategiaan kuuluu vahvasti myös epäorgaaninen kasvu, mutta NYABin strategiaa

peilaten arvioimme sen käyttävän omaa osakettaan maksuvälineenä yrityskaupoissa myös jatkossa. Tämä taas rajaa osittain pääomatarpeita yritysostoja silmällä pitäen, mikä tukee yhtiön voitonjakokykyä. Tätä kokonaiskuvaa peilaten voitonjakopolitiikan mukainen osingonjakosuhteen lattiataso (30 %) on näkemysmme mukaan suhteellisen matala ja liiketoimintamalli mahdollistaisikin mielestämme nykyistä korkeamman tason. Arviomme mukaan osingonjakosuhteessa voivan kuitenkin esiintyä vaihtelua tilikauden tuloksen mukaan, sillä arvioimme yhtiön pyrkivän suhteelliseen vakaaseen voitonjakoon (vrt. 2022 pääomanpalutus 19 % tilikauden tuloksesta).

Huomioitavaa on kuitenkin, että yhtiön rahoittajien asettamat kovenanttiehdot (kts. Taloudellinen tilanne -kappale) voivat rajata mahdollisuuksia jakaa osinkoja esimerkiksi suurempien yritysjärjestelyjen tai tuloskunnan heikkenemisen myötä. Emme pidä tätä kuitenkaan todennäköisenä nykyennusteillamme.

Osinkopolitiikan osalta on hyvä huomata, että yhtiö viittaa oikaistulla nettotuloksella FAS-kirjanpidossa tehtävistä liikearvopoistoista oikaistuun nettotulokseen. Yhtiön mahdollisen IFRS-kirjanpitosandardiin siirtymisen myötä tavoite sidottaisiin arviomme mukaan raportoituun nettotulokseen.

# Toimiala ja kilpailu 1/4

## NYABin kohdemarkkinat

NYABin kohdemarkkinat muodostuvat pääasiassa Ruotsin ja Suomen infra-, teollisuus- ja energiarakentamisen markkinoista, jotka ovat osa valtavaa usean kymmenen miljardin rakentamisen kokonaismarkkinaa.

Ruotsin rakennusmarkkinoita analysoivan Prognoscentret arvioi joulukuussa 2022, että infrastruktuuriin kohdistuvat kokonaisinvestoinnit olisivat vuonna 2022 noin 217 mrd. kruunua (~20 mrd. euroa). Markkina on puolestaan Prognoscentretin tilastojen perusteella kasvanut keskimäärin noin 4 % vuosina 2014-2022. Kokoon vaikuttaa kuitenkin huomattavasti sisällytettävät alatoimialat sekä haasteita arvioinnille asettaa osittain kunnossapito- ja ylläpitoinvestointien määrän arviointi. Käsityksemme mukaan tämä arvioitu kokonaismarkkina sisältää kuitenkin kaikki NYABille relevanteimmat toimialat. On kuitenkin hyvä huomata, että yhtiö keskittyy Ruotsin markkinalla pääosin Pohjois-Ruotsin (etenkin Norrbotten) ja Tukholman alueelle, mikä rajaa osittain yhtiölle relevanttia markkinaa.

Puolestaan Suomessa infrarakentamisen markkina oli vuonna 2021 rakennusteollisuus RT:n keräämien tietojen mukaan noin 7 mrd. euroa. Myös Suomen infrarakentamisen markkina on kasvanut 2000-luvulla varsin mallikkaasti, sillä esimerkiksi Kreaten teettämän markkinatutkimuksen perusteella kasvu on ollut keskimäärin 3,5 % vuosien 2000–2019 välillä. Sen sijaan Suomen teollisuuden investoinnit ovat viime vuosina olleet noin 7-8 mrd. euroa, josta 4-6 mrd. euroa on kohdistunut kiinteisiin investointeihin.

NYAB ei ole julkaissut arviota sille relevanttien

kohdemarkkinoiden koista, mutta peilaten markkinoiden kokoluokkaa, emme odota niiden koon muodostuvan yhtiön kasvun esteeksi.

Puolestaan Energiarakentaminen-liiketoiminnan osalta kohdemarkkinan kokoa voidaan hahmottaa Enersensen kansainvälisellä konsulttiyhtiöllä toteuttaman selvityksen kautta. Selvityksen perusteella Enersensen Power-segmentin kohdemarkkinan koko Suomessa oli reilut 500 MEUR vuonna 2020, joka muodostui etenkin voimansiirtoverkkojen infrastruktuurin tehdyistä investoinneista, tuulivoimaloiden rakennushankkeista sekä näihin liittyvistä palveluista. Arvioimme markkinan kuitenkin kasvaneen selvästi tästä tuulivoimarakentamisen kasvun myötä. Tämä antaa mielestämme suuntaa myös NYABin relevantin markkinan kokoluokasta, vaikka emme usko, että sillä on vielä kyvykkyyksiä toimia samassa mittakaavassa voimalinjojen tai sähköasemien rakennus- ja ylläpitoliiketoiminnassa lyhyen historiansa vuoksi.

Yhtiölle relevanttia markkinaa kasvattaa toisaalta huomattavasti myös Ruotsin vastaava markkina. Arviomme mukaan sen liiketoiminta on tällä saralla vielä suhteellisen rajallista Ruotsin puolella, vaikka yhtiö onkin rakentanut sähköverkkoja useammissa hankkeissa Pohjois-Ruotsin ja Tukholman alueella. Lisäksi yhtiö allekirjoitti joulukuussa 2022 sopimuksen Svenska kraftnätin kanssa Aurora Linen yhden siirtoyhteyden ensimmäisen vaiheen suunnittelutöistä. Tulevaisuutta silmällä pitäen tämä voi luoda yhtiölle mahdollisuuksia kasvulle, kun huomioidaan myös Ruotsin puolelle kohdistuvat mittavat investointitarpeet kantaverkon vahvistamiseksi. Liiketoimintaa Ruotsin osalta vahvistaa Power Forze -hankinta.

## Infrastruktuurin kohdistuvat kokonaisinvestoinnit Ruotsissa (mrd. SEK)



Lähde: Prognoscentret

# Toimiala ja kilpailu 2/4

## Markkinoiden kasvunäkymät

### Infra- ja teollisuusrakentamisen näkymät

Prognoscentretin arvion mukaan Ruotsin infrastruktuuriin kohdistuvien investointien odotetaan kääntyvän kuluvana vuonna noin 3 %:n laskuun useamman vuoden kasvun jälkeen. Lasku kohdistuu etenkin uusiin investointeihin, kun taas kunnossapitopalveluiden odotetaan kehittyvän positiivisesti. Kehityksessä on myös huomattavia alueellisia eroja, sillä esimerkiksi toimialajärjestö Byggföretagenin mukaan NYABin päämarkkina-alueella Norrbottenin läänissä investointien odotetaan edelleen jatkavan kasvuaan.

Suomen osalta puolestaan Suomen valtionvarainministeriön johtaman rakennusalan suhdanneryhmä ennakoii, että teollisuusrakentamisen odotetaan säilyvän tänä vuonna viime vuoden tasolla. Lisäksi julkisen rakentamisen näkymät ovat suhdanneryhmän mukaan positiiviset. Sen sijaan maa- ja vesirakentamisen odotetaan jatkavan laskutrendillä myös tänä vuonna.

Rakentamisen kokonaismarkkinan odotetaan laskevan sekä Ruotsissa että Suomessa etenkin asuntorakentamisen volyymin myötä. Tämä voi nähdäksemme myös lisätä kilpailutilannetta ainakin väliaikaisesti myös muilla rakentamisen markkinoilla, kun yritykset pyrkivät siirtymään paremmin vetäville markkinoille. Rakentamisen hidastumisen taustalla on etenkin viime vuonna nopeasti kohonnut inflaatio ja tämän myötä voimakkaasti noussut korkotaso. Arviomme mukaan alan toimijat ovat pystyneet hiljalleen sopeutumaan inflaation vaikutuksiin. Suurempana riskinä kehitykselle onkin näkemyksemme mukaan

kohonnut korkotaso, mikä on nostanut selvästi rahoituksen kustannuksia ja projektien tuottovaateita. Pidämmekin mahdollisena, että tämä voi ainakin osin lykätä kaavailtuja rakennusinvestointeja.

Toisaalta pidemmällä aikavälillä inframarkkinan kasvua Ruotsissa tukee viime vuonna julkaistu valtion suunnitelma liikenneinfrastruktuuriin vuosille 2022–2033. Suunnitelman kokonaisarvo on noin 800 mrd. SEK (nykykursilla ~71 mrd. euroa), josta ~55 % allokoidaan infran kehittämiseen, ~25 % teiden huoltoon ja kunnossapitoon ja ~21 % junaverkon huoltoon ja kunnossapitoon. Myös Norrbottenin alueelle kohdistuvien vihreän siirtymän investointien on arvioitu olevan jopa yli 100 mrd. euroa seuraavan 10–20 vuoden aikana. Investoinnit koostuvat muun muassa LKAB:n julkaisemista investointitarpeista hiilidioksidivapaaseen kaivostoimintaan, Northvoltin akkutehtaaseen sekä SSAB:n, LKAB:n sekä Vattenfallin HYBRIT-hankkeeseen fossiilivapaan teräksen tuotantoon. Lisäksi kaupungistumisen myötä Tukholman kaupunkialueen väestönkasvu kasvattaa infrainvestointitarpeita alueella tulevina vuosina.

Myös Suomessa hyvin samat teemat tukevat infrarakentamisen kasvua. Koko Suomen kattava liikennejärjestelmäsuunnitelma on suunnattu vuosille 2021–2032 ja suunnitelman mukaan perusväylänpidon rahoituksen vuosittainen taso on noin 1,4 mrd. euroa vuodesta 2025 eteenpäin, kun väyläverkon kehittämiseen suunnattaisiin taas noin 500 MEUR vuosittain. Vuodelle 2023 määrärahat kuitenkin laskivat, mutta pidemmällä aikavälillä infrarakentamisen vakaan kasvun näkymät ovat mielestämme ennallaan.



## Ruotsin markkinanäkymät

	2022	2023e	2024e
Rakentamisen kokonaismarkkina	↘	↘	↘
Infrarakentaminen	↗	→	→
Teollisuus- ja energiarakentaminen (Pohjois-Ruotsi)	↗	→	↗



## Suomen markkinanäkymät

	2022	2023e	2024e
Rakentamisen kokonaismarkkina	→	↘	→
Infrarakentaminen	→	→	→
Teollisuus- ja energiarakentaminen	↗	↗	↗

Lähde: NYAB Q4-webcast, Byggföretagen, Prognoscentret, Raksu, EK, Statistikmyndigheten

# Toimiala ja kilpailu 3/4

Tätä tukee myös Suomessa tapahtuva oletettu kaupungistuminen seuraavien vuosikymmenien aikana. Lisäksi Suomen infrastruktuuriin liittyvän korjausvelan määrän on arvioitu olevan noin 6 mrd. euroa Rakennusomaisuuden tila -raportin (2017) mukaan. Kokonaisuutena vihreän siirtymän investointitarpeista Suomessa on erilaisia arvioita. Työ- ja elinkeinoministeriön mukaan ilmastotavoitteiden toteuttamisen edellyttämät lisäinvestoinnit tulevat olemaan teollisuudessa vähintään 100 mrd. euroa vuosina 2020-2050.

## Energiarakentamisen näkymät

Koska NYABin Energiarakentaminen-liiketoiminta keskittyy toistaiseksi maantieteellisesti vahvasti Suomen puolelle, pohjautuu kohdemarkkinoiden kasvu arviomme mukaan Fingridin ja muiden verkkoyhtiöiden investointien ja tuuli- sekä aurinkovoiman rakentamisen kasvuun. Fingrid on arvioinut sen seuraavan vuosikymmenen investointien olevan noin 3 mrd. euroa kantaverkkoon, mitä kasvattaa etenkin energiamurroksen edellyttämä sähköistyminen ja uusiutuvan energiantuotannon määrän kiihtyminen. Lisäksi investointeja kasvattaa uusien rajasiirtoyhteyksien rakentaminen Ruotsiin (Aurora Line 2) ja Viroon 2030-luvun alkupuolella. Fingrid arvioi 2020-luvun investointien olevan hieman etupainotteiset ja vuosina 2022-2025 kantaverkkoinvestoinnit näillä näkymin ylittävät reippaasti 200 MEUR:n rajan (2024: 400 MEUR). Siten Suomen markkina voikin arviomme mukaan kasvaa viime vuosia suuremmaksi. Puolestaan Fingridin sekä Svenska kraftnätin yhteenlasketut investoinnit kantaverkkoon kohoavat seuraavan 10 vuoden aikana noin 12 mrd. euroon.

Myös uusiutuvan energiantuotannon markkina on

voimakkaassa kasvussa ympäristönmuutoksen myötä. Lisäksi Venäjän hyökkäyssodan ja tästä aiheutuneiden energian saantiin liittyvien epävarmuuksien myötä energiaomavaraisuus on noussut yhä enemmän esille poliittisessa keskustelussa. Sotaa ennenkin Suomessa alettiin panostamaan etenkin tuulivoiman rakentamiseen ja esimerkiksi viime vuonna valmistuneiden tuulivoimaloiden yhteenlaskettu kapasiteetti oli Tuulivoimayhdistyksen tilastojen perusteella ennätystasolla ~2,4 GW:ssa. Lähivuosina tuulivoiman tuotannon odotetaan tasaantuvaan noin 1 GW:iin. Käsittääksemme tuulivoiman rakennuskustannusten voidaan karkeasti olettaa olevan reilu 1 MEUR per voimala. Suomeen on Tuulivoimayhdistyksen lukujen (1/2023) perusteella rakenteilla vuosille 2023-2024 170-200 voimalaa. Siten tuulivoimarakentamisen markkinan Suomessa voitaisiin olettaa olevan noin 200-300 MEUR:ssa lähivuosina.

Pidemmällä aikavälillä tuulivoimarakentamisen kasvukuva säilyy erittäin vahvana, sillä esimerkiksi Fingridin odottaa viimeisimmissä ennusteissaan, että Suomen tuulivoimantuotannon kapasiteetti voisi olla vuonna 2030 noin 24 GW (vrt. 2022 lopussa ~5,7 GW). Viime syksynä yhtiö arvioi vielä tuulivoiman tuotannon kasvavan noin 15 GW:iin samalla ajanjaksolla, mikä mielestämme kuvastaa uusiutuvan energian kasvua, mutta toisaalta kehitykseen liittyvää erittäin suurta epävarmuutta. Myös Suomen aurinkovoiman tuotanto on merkittävässä kasvussa, sillä aurinkovoiman kapasiteetti oli Energiaviraston mukaan vuoden 2021 lopussa vajaat 400 MW ja Fingridin viimeisimpien arvioiden mukaan aurinkovoiman kapasiteetti voisi olla vuonna 2030 noin 7 GW (aik. 1,5-3,0 GW). Nämä indikoivat mielestämme hyvin

pelkästään Suomessa voimakkaasti kasvavaa uusiutuvaa energiantuotantoa.

## Kilpailukenttä

Rakennusmarkkinalla toimii paljon erityyppisiä toimijoita, mutta NYABin kilpailijoiksi profiloituvat etenkin isoimmat toimijat, joilla on laaja tarjoama ja monipuolinen osaaminen. Markkinoilla on yleisesti myös keskisuuria toimijoita, jotka ovat erikoistuneet vahvemmin tiettyihin osa-alueisiin markkinasta. Lisäksi markkinalla on pienempiä toimijoita, jotka toimivat vain kapealla segmentillä kokonaismarkkinasta.

Yhtiön kilpailijat vaihtelevat eri liiketoiminta-alueiden sekä maantieteellisten alueiden mukaan, vaikka näissä on myös tiettyjä päällekkäisyyksiä. Infra- ja teollisuusrakentamisen saralla merkittäviä kilpailijoita yhtiölle ovat tyypillisesti suuret pohjoismaalaiset toimijat (mm. Peab, NCC, Skanska ja YIT), joilla on hyvin laaja tarjoama (ml. asuinrakentaminen) sekä isot paikalliset toimijat (mm. NRC Group, Infrakraft, Svevia, GRK, Destia, Kreate, TerraWise ja KSBR), jotka ovat erikoistuneet vahvemmin infrastruktuuriin liittyville markkinoille. NYABin suunnittelu- ja asiantuntijapalveluiden (ml. Sitema) kilpailijoina voidaan puolestaan nähdä esimerkiksi AFRY, Sweco, Ramboll ja Sitowise. Näiden palveluiden osuus NYABin liikevaihdosta on kuitenkin toistaiseksi rajallinen.

Energiarakentamisessa, jossa yhtiö keskittyy etenkin tuulivoimapuistojen BoP-rakentamiseen Suomessa kilpailijoina voidaan nähdä muun muassa Suvic (osa Dovre-konsernia), KSBR, Destia, Infrabuilders, YIT, Enersense, Eltel, Omexom ja VEO.

# Toimiala ja kilpailu 4/4

Kilpailutilanne vaihtelee kuitenkin käsityksemme mukaan BoP-rakentamisen alla, sillä osa toimijoista on keskittynyt vahvemmin CBoP-rakentamiseen (Civil Balance of Plant) ja osa EBoP-rakentamiseen (Electrical Balance of Plant). Voimansiirtoverkkojen puolella kilpailukenttä on sen sijaan suhteellisen pirstaleinen ja markkinaosuudet melko pieniä. Enersensin teettämän selvityksen mukaan neljä suurinta toimijaa jakoivat vuonna 2019 noin puolet kokonaismarkkinasta ja loput markkinasta jakautui pieniin osiin pienemmille toimijoille. Suurimpina toimijoina tällöin olivat Enersense ja Eltel, emmekä usko tässä tapahtuneen merkittäviä muutoksia. Arviomme mukaan uusiutuvan energian kasvava markkina houkuttelee kuitenkin uusia toimijoita markkinoille, mikä saattaa kiristää kilpailua. Käsittääksemme kilpailu on myös melko kustannusohjattua, joka toisaalta rajaa toimijoiden marginaalipotentialia.

## **NYAB Sverige on ollut toimialan eliittiä kasvulla ja kannattavuudella mitattuna**

Kuten todettua yhtiön kilpailukentän muodostavat useat eri toimijat, joista suurilla toimijoilla on huomattavasti NYABia laajempi kokonaistarjoama (mm. asuinrakentamista). Yleisesti myös eri toimijoiden kokonaistarjoamissa ja markkina-alueissa on vaihteluita. Olemme tästä huolimatta vertailleet NYABin ja sen kilpailijoiden viime vuosien kasvu- ja kannattavuuskehitystä. Suurempien kilpailijoiden osalta olemme käyttäneet niiden infrasegmenttien lukuja. NYABin nykyistä rakennetta peilaten mielestämme relevanteimman vertailuryhmän muodostavat infra- ja teollisuusrakentamisen kilpailijat.

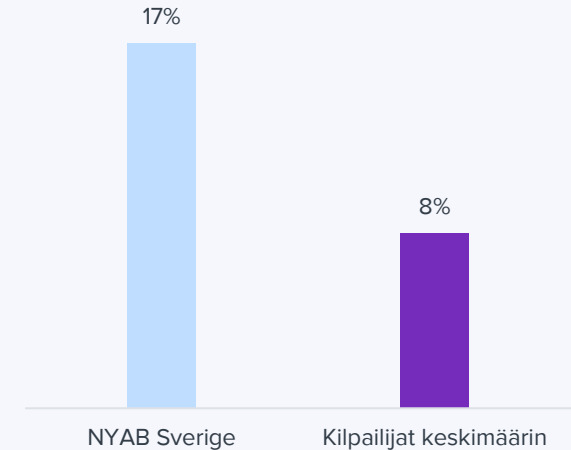
Kasvun tarkastelun osalta olemme käyttäneet

NYAB Sverigen historiallisia lukuja, sillä nykyisen NYABin osalta on mahdotonta laskea vertailukelpoisia lukuja ajanjaksolle. Pidämme tätä kuitenkin perusteltuna, sillä NYAB Sverige muodostaa nykykonsernista noin 3/4. Yhtiön kasvuvauhti oli vuosina 2018-2021 keskimäärin noin kaksinkertainen vertailuryhmään nähden. On kuitenkin hyvä huomata, että NYAB Sverige kuului vertailuryhmän pienempään päähän, joilla suhteellinen kasvu on myös tyypillisesti ripeämpää ja pienemmän koon myötä helpompaa.

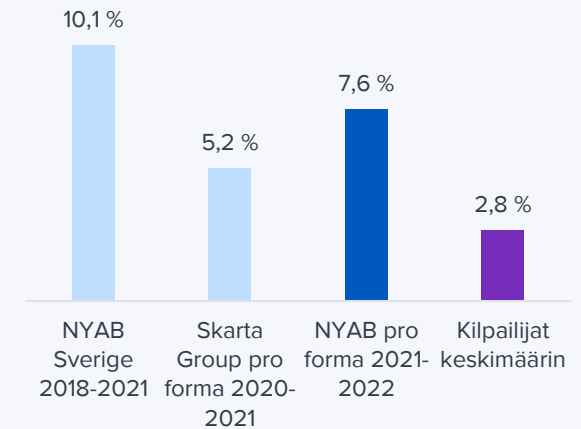
Kilpailijoiden operatiiviset kannattavuudet (liikevoitto-% tai EBITA-%) ovat olleet viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 2,8 %:n tasolla. Kilpailijoiden välillä on kuitenkin suuria eroja kannattavuuden suhteen. NYAB Sverigen kannattavuus on ollut ajanjaksolla sen sijaan vertailuryhmän korkein ja käyttämistämme kilpailijoista käytännössä vain kaksi toimijaa (Infrakraft, KSBR) ovat päässeet NYAB Sverigen (ml. nykyisen konsernin) kannattavuustasolle.

Arviomme mukaan toimialalla on haastavaa saavuttaa kestäviä kilpailuetuja. Siten pidämme todennäköisenä, että mainitut yhtiöt ovat onnistuneet projektien valinnassa ja niiden hallinnassa sekä asemoituneet arvoketjussa keskimääräistä paremmin. Henkilöstövetoisessa liiketoiminnassa tämä vaatii nähdäksemme taakseen myös omien resurssien tehokasta käyttöä. Kyseiset toimijat ovat myös vertailuryhmän pienimmästä päästä, minkä arvioimme helpottaneen tätä. Kokonaisuutena NYAB on kuitenkin ollut toimialan eliittiä kannattavuudella mitattuna viime vuosina, vaikka se on kasvanut selvästi keskimääräistä vauhdikkaammin.

## **Liikevaihdon kasvu (2018-2021 CAGR-%)**



## **EBIT(A)-% (2018-2022 ka.)\***



Huom. Kilpailijat (Peab, NCC, YIT, NRC Group, Infrakraft, Svevia, GRK, Destia, Kreate, TerraWise ja KSBR)

\*Mikäli vuoden 2022 tilinpäätöstiedot eivät olleet julkisia käytetty vuosien 2018-2021 keskiarvoa

Lähde: Yhtiöt, Inderes

# Taloudellinen tilanne

## Taseessa on huomattavasti liikearvoa

Olemme tarkastelleen NYABin tasetta vuoden 2022 lopun lukujen perusteella, joka antaa mielestämme varsin ajantasaisen kuvan sen taserakenteesta. Yhtiön taseen loppusumma oli vuoden 2022 lopussa 338 MEUR.

Vuoden lopussa taseen varoista selvästi yli puolet muodostui liikearvosta (207 MEUR), jota yhtiölle muodostui huomattavasti Skartan ja NYABin fuusion yhteydessä. NYABin raportoidessa toistaiseksi FAS-kirjanpitosäännösten mukaisesti se poistaa liikearvoa taseestaan vuosittain. Muu aineeton omaisuus oli sen sijaan hyvin vähäistä (alle 0,1 MEUR). Aineellista omaisuutta NYABilla oli taseessa 15,3 MEUR, joka muodostuu pääosin liiketoiminnan edellyttämistä koneista ja kalustosta. Sijoituksia yhtiöllä oli puolestaan 16,7 MEUR:n edestä, joista merkittävin on sijoitus yhteisyritykseen, jonka alla Skarta Energy toimii.

Puolestaan vaihtuvat vastaavat muodostuivat pitkälti saamisista (83,0 MEUR) sekä likvideistä varoista (13,9 MEUR). Saamisista noin 50,6 MEUR muodostui myyntisaamisista ja 26,8 MEUR siirtosaamisista (etenkin hankesaamisista), mikä kuvastaa liiketoiminnan viime vuoden voimakasta kasvua ja yleistä kausiluontoisuutta vuoden loppua kohden. Lähtökohtaisesti pidämme yhtiön varoja kurantteina, eikä taseen omaisuserien arvoihin mielestämme kohdistu huomattavia riskejä.

## Lähes nettovelaton tase

Omaa pääomaa taseessa oli puolestaan 263 MEUR. Tästä valtaosa koostuu sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta, mikä paisui huomattavasti fuusion yhteydessä, kun Skarta

maksoi NYABin 200 MEUR:n kauppasumman pääosin suunnatulla osakeannilla (197,5 MEUR). Anti maksettiin puolestaan apporttiomaisuutena NYABin Sverigen osakkeilla. Tätä peilaten yhtiön omavaraisuusaste oli erittäin vahvalla tasolla ~79 %:ssa vuoden 2022 lopussa.

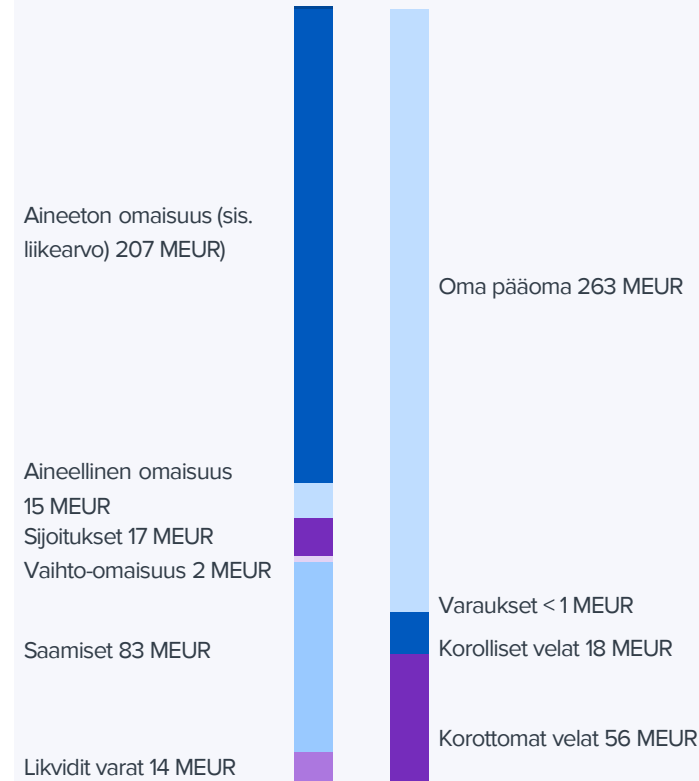
Korollista velkaa taseessa oli 18,5 MEUR. Tätä peilaten nettovelkaa yhtiöllä oli 4,6 MEUR vuoden 2022 lopussa. Suhteutettuna vuoden 2022 käyttökatteeseen tämä vastaa noin 0,1x nettovelka/käyttökate-kerrointa. Vastaavasti myös NYABin nettovelkaantumisaste oli matalalla tasolla 2 %:ssa. Siten yhtiön rahoitusasema on mielestämme kokonaisuutena hyvällä tasolla.

Korottomia velkoja yhtiöllä oli noin 56,4 MEUR. Näistä valtaosa muodostui ostoveljoista (24,4 MEUR) ja muista veloista (17,8 MEUR), mitkä koostuvat pitkälti projekteihin liittyvistä eristä (vrt. lyhytaikaiset saamiset).

## Yhtiö neuvotteli velkarahoitustaan uudelleen tilikauden lopussa

NYAB järjesteli viime vuoden lopussa velkarahoitustaan uudelleen sopimalla 165 MSEK:n (~15 MEUR) suuruisesta lainasta, jonka maturiteetti on neljä vuotta. Lisäksi se sopi samansuuruisesta luottolimiitistä. Rahoitusjärjestelyt toteutettiin kuitenkin vasta kuluvan vuoden puolella. Yhtiön mukaan se valmistautui järjestelyillä tulevaan kasvuun ja samalla se maksoi konserniyhtiöiden aikaisempia lainoja pois, minkä pitäisi pienentää konsernin suhteellisia korkokuluja jatkossa. Kovenanttiehtoina rahoitussopimuksessa on yli 50 %:n omavaraisuusaste ja alle 2,0x nettovelan suhde rullaavaan 12 kuukauden käyttökatteeseen. Nykyisellään yhtiö täyttää kovenanttiehdot selvästi.

## NYABin tase vuoden 2022 lopussa (338 MEUR)



Lähde: NYAB, Inderes



# Ennusteet 1/6

## Ennustemalli

Ennustamme NYABin liiketoiminnan liikevaihdon kehitystä lyhyellä tähtäimellä tilauskannan kehityksen, arvioidun markkinakasvun sekä yhtiön suhteellisen kilpailukyvyn ja -aseman kautta. Mallinamme liikevaihtoa konsernitasolla, sillä yhtiö ei ole ainakaan toistaiseksi julkaissut liiketoimintojen tai toimintamaiden kehitystä kvartaalitasolla. Pidemmällä aikavälillä ennusteemme liikevaihdon kasvusta perustuvat odotetun investointitason kehitykseen, markkinoiden pitkän aikavälin kasvupotentiaalin sekä osin yhtiön historiallisen suorittamiseen. Yhtiön kulurakennetta ennustamme vastaavasti suhteellisesti liikevaihtoon peilattuna, jonka pohjana käytämme historiallisia tasoja sekä ennusteitamme tulevasta kehityksestä. Ennusteemme eivät sisällä mahdollisia yrityskauppoja, sillä näitä on käytännössä mahdotonta mallintaa.

Yhtiön osakkuusyhtiön Skarta Energy:n ennusteitamme olemme käsitelleet tarkemmin kappaleen lopussa.

## Taluskasvunäkymät kohdemarkkinoilla

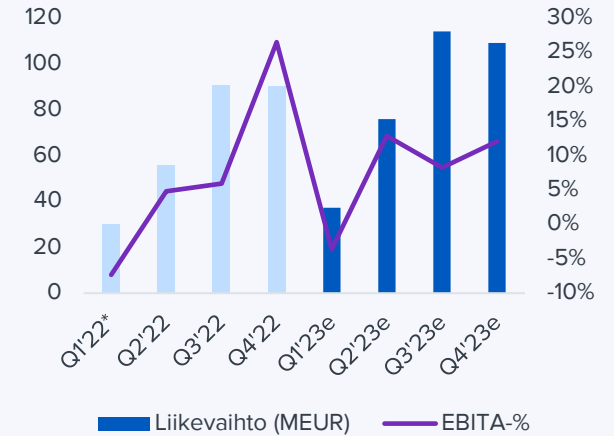
Taluskasvunäkymät kohdistuu edelleen merkittävää epävarmuutta viime vuonna nopeasti kohonneen inflaation ja tämän myötä voimakkaasti kiristyneen rahapolitiikan seurauksena. Inflaation sitkeän luonteen takia keskuspankkien tulevat koronnostot eivät ole myöskään poissuljettuja, vaikka talouden pienen yskähtelyn (mm. pankkeihin kohdistuneet huolet Euroopassa ja

USA:ssa) takia korkohuipun läheneminen on aiempaa todennäköisempää. Tästä huolimatta tällä hetkellä korkotasojen odotetaan jäävään selvästi nollakorkoaikaa korkeammalle pidemmällä aikavälillä.

Tätä kokonaiskuvaa peilaten Ruotsin ja Suomen talouksien odotetaan Bloombergin konsensusennusteiden mukaan laskevan tänä vuonna. Konsensusennusteet odottavat, että Suomen taluskasvu olisi tänä vuonna -0,3 % ja Ruotsin vastaava -0,8 %. Ruotsin talousodotuksiin vaikuttaa käsittääksemme etenkin asuntomarkkinan ja -hintojen voimakas heikentyminen. Vastaavasti konsensusennusteet odottavat, että molempien maiden taluskasvu nousisi 1,1 %:n kasvuun vuonna 2024.

NYAB on kuitenkin keskittynyt liiketoiminnassaan taloussuhdanteista vähemmän riippuvaisille ja vastasyklisyyttä omaaville rakentamisen sektoreille, mikä antaa tukea yhtiön kehitykselle taluskasvun hidastumisesta huolimatta. Lisäksi luottamusta yhtiön kehitykseen lisää NYAB Sverigen vakuuttavat historialliset näytöt kannattavasta kasvusta. Yhtiön kysyntään liittyvän merkittävimmän riskin näemme kuitenkin tulevan makrotalouden suunnalta korkopolitiikan kehityksestä. Käsittääksemme vielä tähän mennessä koettu korkotason nousu ei ole vaikuttanut merkittävästi yhtiön kohdemarkkinoiden aktiviteettiin, mutta mahdollinen korkotasojen nousun jatkuminen voisi arviomme mukaan siirtää tai peruuttaa investointeja isommassakin mittakaavassa.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## EBITA:n kehitys kvartaaleittain



\*Pro forma -luvut

Lähde: Inderes

# Ennusteet 2/6

## Vuoden 2023 ennusteet

Kuluvalle vuodelle NYAB on antanut toistaiseksi vain liikevaihto-ohjeistuksen, jonka mukaan se arvioi liikevaihtonsa ylittävän 325 MEUR. Yhtiö arvioi ohjeistuksen yhteydessä markkinanäkymäänsä vahvaksi, vaikka korkealla pysynyt inflaatio ja korkotaso luovatkin sen mukaan jonkin verran epävarmuutta toimintaympäristöön.

Puolestaan konsernin vahva vertailukelpoinen tilauskanta (239 MEUR vs. 2021 pro forma -tilauskanta 193 MEUR) ja positiivinen edistyminen uusiutuvan energian hankekehityksessä luovat NYABille kuluvalle vuodelle hyvät näkymät. Käsittääksemme nykyinen ohjeistus ei kuitenkaan sisällä merkittävässä määrin odotuksia Skarta Energyn hankekehityksen edistymisen kautta mahdollisesti NYABin Energiarakentamiselle tulevista projekteista. Liiketoiminnan kausiluontoisuutta peilaten yhtiö odottaa merkittävän osan liikevaihdosta ja tuloksesta muodostuvan H2:n aikana. Yksityiskohtaisemman ohjeistuksen yhtiö on kertonut antavansa Q1'23:n yhteydessä.

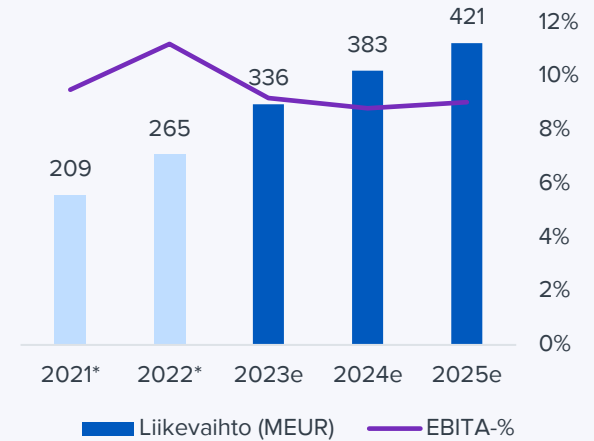
Huolimatta talouden hidastumisesta ja epävarmuuksista (ml. inflaatio, korkotason kehitys) ovat NYABin asetelmat kuluvaan vuoteen mielestämme varsin hyvät vahvan tilauskannan myötä ja aikaisemmin läpikäytyjen kohdemarkkinoiden odotettujen kehitysten kautta. On kuitenkin hyvä huomata, että yhtiön täytyy saada vielä loppuvuoden aikana merkittävästi uusia projekteja, sillä arvioimme vuoden lopun tilauskannasta tälle vuodelle kohdistuvan noin 70-

75 %. Tämä vastaa taas karkeasti noin puolta kuluvan vuoden liikevaihto-ohjeistuksesta. Käsittääksemme tämä on hieman normaalitasoa suurempi suhteellinen määrä, mikä myös tuo lisätukea kuluvan vuoden kehitykselle.

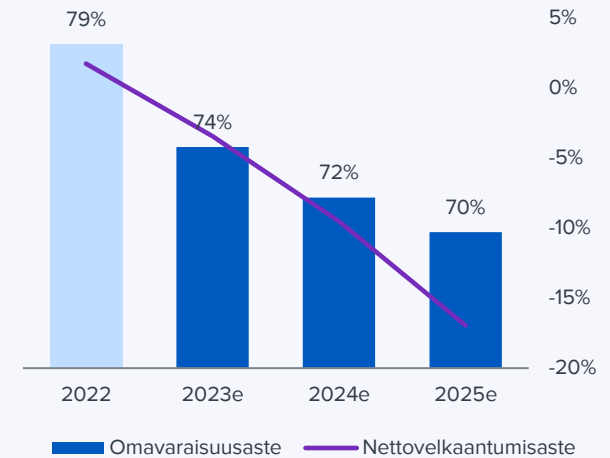
Tätä kokonaiskuvaa peilaten odotammekin liikevaihdon asettuvan kuluvana vuonna 336 MEUR:oon, mikä on nykyohjeistuksen yläpuolella. Odotamme Suomen suhteellisen osuuden liikevaihdosta nousevan hieman viime vuodesta Energiarakentamisen kasvun myötä ja olevan noin 26 %. Suurimpana riskinä liikevaihdon kehitykselle näemme mahdollisen korkotason nousun, mikä voisi aiheuttaa projektien siirtymistä.

Suomessa H2'22:n aikana saavutetun tuloskäänteen myötä odotammekin operatiivisen kannattavuuden parantuvan selvästi kuluvana vuonna. Arvioimaamme liikevaihdon maantieteellisestä jakaumaa peilaten odotammekin konsernin operatiivisen EBITA:n nousevan selvästi kuluvana vuonna ja olevan 27,4 MEUR, vastaten noin 8,1 %:n EBITA-marginaalia. Maatasolla odotamme Suomen operatiivisen kannattavuuden olevan noin 5 %:ssa ja Ruotsissa hieman yli 9 %:ssa. Arvioimme mukaan molempien maiden kannattavuutta viime vuoteen verrattuna tukee inflaatiokehityksen tasaantuminen, ja toisaalta odotamme yhtiön saaneen inflaation vietyä paremmin uusien projektiansa hinnoitteluun. Puolestaan raportoitua EBITAa odotamme tukevan huhtikuussa tiedotettu NYABin ja Mikkelin kaupungin allekirjoittama sovintosopimus riita-asiassa NYABin ja Mikkelin kaupungin omistaman Mikkelin Vesilaitoksen välillä.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Taseen avainlukujen kehitys



\*Pro forma -luvut

Lähde: Inderes



# Ennusteet 3/6

Sopimuksen mukaan Mikkelin Vesilaitos maksaa yhteensä 9,2 MEUR:n suuruisen korvauksen NYABille ja tällä odotetaan olevan noin 3,6 MEUR:n positiivinen kertaluontoinen tulovaikutus. Sopimuksen odotetaan tulevan voimaan Q2'23:lla. Tämän myötä odotamme raportoidun EBITA:n asettuvan 30,8 MEUR:oon. Emme ole oikaisseet ennusteissamme kertaluontoisen erän vaikutusta, sillä yhtiö ei ole tähän mennessä julkaissut oikaistuja lukuja, eikä sillä käsityksemme ole myöskään ainakaan FAS-kirjanpidossa ollessaan tarkoitus muuttaa raportointitapaansa. Siten taulukoissa esiintyvä oikaistu liikevoitto vastaa yhtiön raportoimaa EBITAa. Huomioimme kertaluontoisen tuoton kuitenkin arvonmäärityksen yhteydessä.

Myös koko ennustejakson osalta on hyvä huomata, että ennusteissa ei ole huomioitu tänä vuonna todennäköisesti tapahtuvaa IFRS-konversiota. Kirjanpitokäytännön muutoksen myötä etenkin operatiivisen tuloksen alapuolisten tulosrivien osalta on tiedossa isompia muutoksia (etenkin liikearvopoistojen loppumisen myötä).

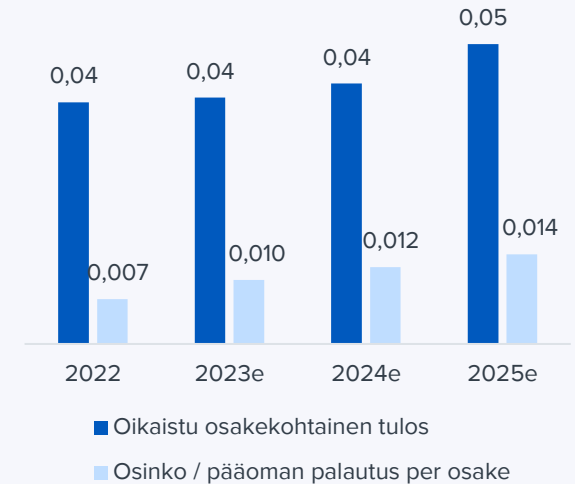
Nykyisessä FAS-kirjanpidossa raportoitua liikevoittoa odotamme rasittavan 23,1 MEUR:n liikearvopoistot. Tätä peilaten ennustamme raportoidun liikevoiton asettuvan 7,7 MEUR:oon. Tuloslaskelman alariveillä odotamme osakkuusyhtiöiden tuloksen rasittavan tulosta 0,4 MEUR:lla. Puolestaan rahoituskulujen odotamme olevan noin -1,0 MEUR, joiden osalta on hyvä huomata, että niitä nostavat tavallisten rahoituslainojen lisäksi rahoitusyhtiöille maksettavat projektitoimituksiin liittyvät takauspalkkiot. Raportoitua veroastetta nostaa puolestaan liikearvopoistot, sillä nämä eivät ole

vähennyskelpoisia verotuksessa. Käsityksemme mukaan konsernin emoyhtiöllä on kuitenkin merkittävässä määrin verotuksessa vahvistettuja tappioita, minkä kautta uskomme NYABin pystyvän painamaan efektiivistä veroastettaan alaspäin. Tätä kokonaiskuvaa peilaten odotamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,01 euroon osakkeelta. Vastaavasti liikearvopoistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen odotamme olevan 0,04 euroa.

Voimakkaana jatkuva kasvu sitoo arviomme mukaan hieman käyttöpääomaa, minkä myötä odotamme liiketoiminnan kassavirran (2023e: 27,6 MEUR) jäävän hieman operatiivisen tuloksen alapuolelle saatavasta korvausmaksusta huolimatta. Sen sijaan maltillisia investointitarpeita peilaten odotamme vapaan kassavirran olevan 24,5 MEUR. Osingonjakopolitiikka peilaten odotamme yhtiön maksavan tuloksestaan 0,010 euron osakekohtaisen osingon, mikä vastaa ennusteillamme 26 %:n osingonjakosuhdetta liikearvopoistoista oikaistusta tuloksesta.

Taseen lähivuosien tunnuslukujen kehityksen osalta on hyvä huomata, että suurten liikearvopoistojen myötä raportoitu nettotulos painuu ennusteissamme osingonjakoa matalammalle, mikä laskee taseen omavaraisuusastetta. Sen sijaan odotamme vapaan kassavirran olevan voitonjakoa korkeammalla, minkä myötä nettovelkaisuus puolestaan laskee. Todennäköisesti tänä vuonna tapahtuvan IFRS-konversion myötä parametrit alkavaisivat kuitenkin jälleen liikkua samansuuntaisesti nykyennusteillamme (ts. omavaraisuusaste vahvistuisi yhdessä nettovelkaantumisen laskun kanssa).

## Osakekohtainen tulos ja osinko



## Liiketoiminnan kassavirta ja investoinnit\*



\* Liiketoiminnan kassavirran ennusteissa on käytetty lähivuosien ennustettuja rahoituskuluja. Lisäksi vuoden 2023 lukua on oikaistu korvausmaksulla. Siten ne voivat erota taulukoiden luvuista.

# Ennusteet 4/6

## Vuosien 2024-2025 ennusteet

Odotamme NYABin pääsevän myös vuoteen 2024 hyvistä asemista elpyvän talouskasvun ja kohdemarkkinoiden tämänhetkisten näkymien tukemana. Pidämme kuitenkin mahdollisena, että talouden hidastuminen ja korkotasojen nousu voi aiheuttaa lykkääntymisiä etenkin yksityisen puolen investointeihin, mikä voisi vaikuttaa myös NYABin kasvukuvaan. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun hidastuvan kuluvan vuoden korkeilta tasoilta NYABin kokoluokan kasvun myötä, mutta olevan silti erittäin hyvällä tasolla 14 %:ssa. Siten liikevaihtoennusteemme vuodelle 2024 on 383 MEUR. Odotamme kasvun jatkuvan myös vuonna 2025 yhtiön tavoitetasoa korkeammalla 10 %:ssa, jonka myötä ennustamme liikevaihdon nousevan 421 MEUR:oon vuonna 2025. Liikevaihdon maantieteellisen jakauman oletamme pysyvän lähivuosina noin vuoden 2023 kaltaisena.

Vastaavasti odotamme NYABin operatiivisen kannattavuuden nousevan hieman ensi vuonna kasvun rauhoittuessa. Ennustamme yhtiön operatiivisen EBITA-marginaalin nousevan 8,4 %:iin, mikä liikevaihtoennusteellamme tarkoittaa 32,3 EBITAa. Maantieteellisesti katsottuna odotamme Ruotsin liiketoimintojen operatiivisen kannattavuuden nousevan 9,6 %:iin ja Suomen 5,2 %:iin.

Puolestaan vuonna 2025 ennustamme NYABin EBITA:n olevan 37,0 MEUR, vastaten 8,8 %:n EBITA-marginaalia. Tällöin odotamme Ruotsin operatiivisen kannattavuuden nousevan konsernin tavoitetasolle 10 %:iin ja Suomen kannattavuuden noin 5,4 %:iin. Arviomme mukaan yhtiöllä on edellytyksiä yltää molemmissa toimintamaissa

tätäkin korkeampaan kannattavuuteen, mutta tämä on pitkälti riippuvaista kasvun kulmakertoimesta. Lisäksi etenkin Suomen osalta jäämme toistaiseksi odottamaan lisänäyttöjä kannattavuustason kehityksestä ja kestävyyydestä.

Tuloslaskelman alemmilla riveillä odotamme rahoituskustannusten ja osakkuusyhtiöiden tuloksen pysyvän vakailla tasoilla. Yhtiön raportoitua veroastetta nostavat edelleen liikearvopoistot, mutta arviomme mukaan yhtiö pystyy ainakin lähivuosina painamaan efektiivistä veroastettaan merkittävästi vahvistettujen tappioiden kautta. Tätä heijastellen odotamme yhtiön raportoidun osakekohtaisen tuloksen asettuvan lähivuosina noin 0,01 euroon. Vastaavasti liikearvopoistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen odotamme olevan 0,04-0,05 euroa.

Tuloskehitystä peilaten odotamme myös liiketoiminnan kassavirran vahvistuvan ja nousevan 26,4-32,0 MEUR:oon. Vähäisten investointitarpeiden myötä ennustamme vapaan kassavirran olevan 23,1-28,5 MEUR:ssa, mikä mahdollistaa yhtiölle myös kasvavan voitonjaon. Osinkoennusteemme vuosille 2024-2025 ovat 0,012-0,014 euroa osakkeelta, mitkä vastaavat noin 30 %:n osingonjakosuhdetta liikearvopoistoista oikaistusta tuloksesta.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Mielestämme yhtiön kasvua tukee myös pidemmällä aikavälillä vihreän siirtymän vaatimat investoinnit infrastruktuuriin. Arviomme mukaan yhtiön nykyiset liiketoiminnot ovatkin positioituneet tähän erittäin hyvin ja sen pääasiallisten kohdemarkkinoiden voidaankin

odottaa jatkavan kasvua, kun huomioidaan muun muassa Ruotsin suuret infrainvestointiohjelmat, Norrbottenin alueelle kaavailut suuret investoinnit sekä uusiutuvan energian odotettu kasvu. Toisaalta alla olevien markkinoiden vahvan kasvunäkymän voidaan odottaa kiristävän kilpailutilannetta pidemmällä aikavälillä.

Odotammekin NYABin kasvun hidastuvan hiljalleen ripeimmän kasvuvaiheen ja yhtiön kokoluokan kasvun myötä. Odotamme sen kuitenkin yltävän pitkän aikavälin liikevaihdon kasvutavoitteeseensa vielä vuonna 2026, mutta kasvun laskevan 3-6 %:iin vuosina 2027-2031. Terminaalikasvun osalta ennusteemme on 2 %:ssa, mikä on linjassa pitkän aikavälin talouskasvuodotusten kanssa. Odotamme myös yhtiön kannattavuuden laskevan pidemmällä aikavälillä hieman kilpailun kiristymisen vuoksi, mutta odotamme kannattavuuden kuitenkin säilyvän hieman toimialan keskiarvoa korkeammalla tasolla (2026e-2032e EBITA-%: 7,0-9,0 %).

## Skarta Energyn ennusteet

Olemme laatineet Skarta Energylle ennusteet perustuen oletukseen, että yhtiö rakentaisi seuraavan viiden vuoden aikana tavoittelemansa 800 MW:n edestä aurinkoenergiaa. Oletuksemme on yksinkertaistuksen vuoksi myös, että se jäisi tämän jälkeen aurinkopuistojen omistajaksi. Pidämme kuitenkin varsin mahdollisena, että yhtiö tulee myös myymään hankekehittämiään kohteita, mutta tämän ennustaminen on nykytiedoilla hyvin vaikeaa.

# Ennusteet 5/6

Emme ole sisällyttäneet ennusteisiimme myöskään todennäköistä 800 MW:n ulkopuolista hankekehitysportfolioon kasvua ja näistä mahdollisesti realisoituvia tuottoja. Suomessa teollisen mittakaavan aurinkovoima on käytännössä vielä käynnistysvaiheessa, eikä Skarta Energyn hankkeille ole olemassa siten kovinkaan relevantteja vertailukohtia. Lisäksi rakentamisen lopulliseen vauhtiin liittyy vielä huomattavasti epävarmuutta. Siten ennusteisiimme ja niiden taustalla oleviin oletuksiin liittyykin merkittävää epävarmuutta. Tämän myötä olemmekin Arvonmääritys-kappaleessa tarkastelleet Skarta Energyn ennusteita erilaisten skenaarioiden kautta. Laskelman tarkemmat parametrit on esitelty sivulla 30.

On myös hyvä huomata, että CapManin rahaston elinkaari on noin 10 vuotta perustamisesta (perustettu 2022), minkä myötä omistukselle on tiedossa todennäköisesti jonkinlainen järjestely (esim. omistuksen myynti, siirtyminen uuteen rahastoon) viimeistään tällöin. NYAB ei ole tiedottanut tarkemmin CapManin kanssa sovituaista ehdoista, mutta pidämme mahdollisena, että NYABilla on omistukseen myötämyyntivelvollisuus, joka on suhteellisen tyypillinen tämänkaltaisissa rakenteissa pääomasijoittajan kanssa. Tämä puolestaan saattaisi johtaa Skarta Energyn myyntitilanteessa omistuksen purkautumiseen myös NYABin osalta. Ennusteissamme olemme olettaneet NYABin omistusosuuden säilyvän kuitenkin 40 %:ssa yhteisyrityksestä. Nykyisellään NYABin osuus yhteisyrityksen tuloksesta jää kuitenkin arvioimme mukaan hieman alle 40 %:n, kun huomioidaan Callio-Hitura projektin omistajuus

yhdessä Solarigon kanssa, mutta tämän hankeyhtiön tarkempaa omistusrakennetta ei ole julkistettu.

## Tuulivoima vs. aurinkovoima

Uusiutuvan energianrakentaminen on Suomessa keskittynyt tähän mennessä pitkälti tuulivoiman ympärille, mutta kuten aikaisemmin markkinakatsauksen yhteydessä todettua, odotetaan myös aurinkovoiman rakentamisen kasvavan huomattavasti tulevaisuudessa. Olemme koostaneet sivupalkkiin mielestämme aurinkovoiman suurimmat taloudelliset erot suhteessa tuulivoimaan Skarta Energyn keskittyessä etenkin aurinkovoiman kehittämiseen.

## Investointioletukset

Toistaiseksi aurinkovoiman investointikustannusten kehitykseen liittyy tuntuvaa epävarmuutta, mutta olemme käyttäneet ennusteissamme investointikustannusten tasona 0,65 MEUR/MW. Toisaalta vaadittavien pääomien määrää ainakin toistaiseksi rajaa aurinkovoimaan saatavat investointituet. Tähän mennessä yhtiö on saanut Utajärven ensimmäistä vaihetta ja Callio-Hitura projektia varten yhteensä reilut 25 MEUR:n investointituet. Nämä vastaavat puolestaan vajaata 20 % hankkeiden kokonaisinvestoinneista, mitä voi pitää varsin merkittävänä. Odotamme kuitenkin, että tukiosuuksien määrä tulee jatkossa laskemaan rakennettavan aurinkovoimakapasiteetin kasvaessa ja aurinkovoiman tuotannon markkinaehtoistuessa (vrt. tuulivoiman kehitys). Tätä peilaten olemmekin odottaneet, että loppuilla hankkeille saatavat investointituet laskevat keskimäärin 10 %:iin.

## Aurinkovoiman merkittävimmät erot suhteessa tuulivoimaan (Inderesin arvio)

**+ Investointikustannukset:** Tuulivoimayhdistyksen mukaan maatuulivoiman investointikustannukset liikkuvat 1,2-1,5 MEUR/MW, jossa voimaloiden koon kasvun myötä saattaa olla hieman laskuvaraa. Sen sijaan aurinkovoimaan kokonaisinvestointien voi Suomessa nykyisellään odottaa olevan käsityksemme mukaan noin puolet (0,55-0,75 MEUR/MW) tästä mm. konsulttiyhtiö Apricumin tekemän selvityksen sekä viime aikoina Pohjoismaissa julkistettujen hankkeiden perusteella. Myös aurinkovoimassa kustannusten odotetaan laskevan tuotantomäärien ja aurinkovoimapuistojen koon kasvaessa.

**+ Elinkaari:** Aurinkopaneelien elinkaari on mm. ENS.dkk:n datan mukaan 40 vuotta, kun taas uudempien tuulivoimaloiden keskimääräinen elinkaari on Tuulivoimayhdistyksen mukaan yli 30 vuotta (käsityksemme mukaan huoltosopimuksia tehdään pisimmillään 35 vuodeksi).

**+ Rakentamisen nopeus (ml. lupaprosessit):** Käsityksemme mukaan aurinkovoimapuiston rakentaminen koosta riippuen kestää noin vuoden, kun maatuulivoimapuiston noin kaksi vuotta. Lisäksi tuulivoiman kaavoitus- ja lupaprosessit ovat tyypillisesti selvästi pidempiä (mm. YVA-prosessit).

**- Tuotantomäärä:** Maatuulivoimassa voimalan nimellistehon kapasiteettikerroin oli Tuulivoimayhdistyksen mukaan Suomessa vuonna 2019 noin 33 %. Teknologisen kehityksen ja tuulivoimaloiden napakorkeuden kasvun myötä arvioimme kapasiteettikerroimen myös saattaneen nousta tästä hieman. Vastaavasti aurinkovoimassa arvioimme kapasiteettikerroimen olevan Suomessa nykyisellään noin 10-15 %, minkä myötä aurinkovoiman tuotantomäärät jäävät selvästi matalammiksi.

**+ Operatiiviset kustannukset:** Tuulivoimayhdistyksen mukaan maatuulivoimalan vuotuiset ylläpito- ja huoltokustannukset ovat tyypillisesti noin 2-3 % investointikustannuksesta. Arvioimme tässä olevan pitkällä aikavälillä laskuvaraa ja kustannusten määrä on hyvin tuulivoimapuistokohtainen. Aurinkovoimalalle kustannukset ovat käsittääksemme noin 0,5-1,0 %:n investointikustannuksesta, mutta tähän liittyy huomattavaa epävarmuutta Suomen oloissa. Lisäksi vertailua vaikeuttaa sisällyttävien kulujen vaihtelut eri laskelmien välillä.

# Ennusteet 6/6

Investointikustannusten osalta on myös hyvä huomata, että Skarta Energyllä on käsityksemme mukaan tähän mennessä ollut tapana hankkia maa-alueet, joille aurinkovoimapuistot rakennetaan omaan taseeseensa (esim. käytöstä poistuneet kaivosalueet tai turvesuot). Tämä käytäntö osaltaan laskee maankäytöstä aiheutuvia juoksevia kustannuksia. Tulevien maa-alueiden mahdollisten hankintojen osalta yhtiö ei ole kuitenkaan julkistanut strategiaa.

Emme ole ottaneet tässä kohtaa ennusteissamme kantaa pääomarakenteeseen, sillä yhtiö ei ole toistaiseksi julkistanut tavoitteitaan rahoitusrakenteen (ml. NYABin mahdolliset oman pääoman ehtoiset lisäsijoitukset ja velkakapasiteetin suhde) osalta. Tällä on taas puolestaan huomattava vaikutus tulevaisuuden rahoituskustannusten kanssa. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että velkavivun käyttö tulee olemaan huomattava.

## Liikevaihtoennusteet

Olemme käyttäneet ennusteissamme 12 %:n kapasiteettikerrointa aurinkovoimaloille ja yhdessä rakennetun kapasiteetin kautta olemme laskeneet ennusteemme vuosituotantojen määrästä. Puolestaan aurinkovoimapuistojen elinkaarena olemme käyttäneet 40 vuotta (ilman jäännösarvoa). Oletamme kuitenkin laskelmissamme, että 15 vuoden käyttöiän jälkeen kapasiteettikerroin lähtee 0,1 %-yksikön vuotuisen laskuun laitteiden ikääntyessä.

Merkittävin muuttuva tekijä liikevaihdon kannalta on kuitenkin sähkön hintakehitys. Tällä hetkellä voimakkaasti kasvussa olevan uusiutuvan energian rakentaminen asettaa markkinoille

arviomme mukaan tiettyjä haasteita tulevaisuudessa, sillä etenkin tuulisina ajanjaksoina markkinoille syntyy herkästi ylikapasiteettia, mikä laskee sähkön hintaa. Vastaavasti aurinkovoimassa suurimmat tuotantomäärät ajoittuvat kesäkuukausille, jolloin energiantarve on luontaisesti rajallisempaa. Siten näemmekin, että energian varastoinnin ratkaisut (esim. akkuteknologia, vety), jatkojalostaminen (esim. synteettisten polttoaineiden valmistaminen P2X-teknologialla) ja/tai tulevien myyntisopimusten (etenkin PPA-sopimukset) rakenteet tulevat olemaan merkittävässä roolissa riittävän houkuttelevien myyntihintojen varmistamiseksi. Toisaalta sähkön hintakehitystä tukee vihreä siirtymä ja etenkin teollisuuden sekä liikenteen sähköistyminen, mitkä luonnollisesti kasvattavat sähkön tarvetta. Erityisesti viimeisen vuoden volatiiliin sähkön hintakehityksen takia tulevan sähkön hinnan arviointiin liittyy tuntuvaa epävarmuutta, mutta olemme käyttäneet ennusteissamme hintatasona 50 EUR/MWh. Tämä on myös suhteellisen hyvin linjassa Pohjoismaiden sähkön hintafutuuriin (2024-2027: 45-70 EUR/MWh) ja vuoden 2019 toteutuneen spot-hinnan kanssa (44 EUR/MWh).

## Kuluennusteet

Operatiivisen kulutason ennusteemme perustuvat eurooppalaisen kantaverkkoyhtiöiden yhteistyöjärjestö ENTSO-E:n TYNDP-skenaarioihin (10 vuoden kehittämissuunnitelman skenaarioihin) sekä niiden taustalla oleviin ENS.dk:n dataan. Aineiston perusteella aurinkovoiman vuotuisen operatiivisten kustannusten on arvioitu olevan 6 000- 9 000 EUR/MW (~1 % arvioimastamme investointikustannuksesta). Olemme käyttäneet

vuotuisena kulutasona 7 000 euroa per MW. Tämän lisäksi oletamme vuotuisen operatiivisten yleiskustannusten (esim. hallinnolliset kustannukset henkilöstöön ja potentiaalisten alueiden kartoittamiseen liittyen) olevan rakentamisvaiheen aikana 1,0-1,5 MEUR:lla.

Vuotuisen poistotason olemme olettaneen olevan 7 % rakennetun tuotantokapasiteetin hankintamenon menojäännöksestä. Ennusteissamme odotamme tuotannon käynnistyvän vuonna 2024, jolloin myös poistot lähtevät keskimääräisen tuotantomäärän osalta (80 MW) rullaamaan. Emme ole huomioineet laskelmissamme todennäköisiä rahoituskustannuksia, jotka tulevat oletettavasti painamaan tulosta. Veroprosentin odotamme olevan Suomen yhteisöveroa peilaten 20 %.

Tätä dynamiikkaa heijastellen odotamme Skarta Energyn vuosien 2023-2025 operatiivisen tulostason olevan pakkasella noin 1,0-1,2 MEUR. Tästä puolestaan hieman alle 40 % tuloutuu arviomme mukaan NYABille, kun huomioidaan yhteisyrittäjien omistajuus sekä Callio-Hitura - hankkeen omistajuus yhdessä Solarigon kanssa.

Sen sijaan kokonaiskuvaa peilaten odotamme kassavirtamielessä koko energiantuotannon elinkaaren sisäisen korkokannan (IRR) olevan 6,5 %, mikä on käsityksemme mukaan varsin hyvin linjassa muiden uusiutuvan energian hankkeiden kanssa (IRR: 5-10 %). Tätä peilaten arvioimme hankkeilla olevan näillä oletuksilla olevan mahdollisuuksia yltää karkeasti 10-20 %:n oman pääoman tuottoon riippuen lopullisesta pääomarakenteesta ja tulevaisuuden rahoituskustannuksista.

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>41,6</b>	<b>11,6</b>	<b>55,7</b>	<b>90,4</b>	<b>89,9</b>	<b>248</b>	<b>37,2</b>	<b>75,8</b>	<b>114</b>	<b>109</b>	<b>336</b>	<b>383</b>	<b>421</b>	<b>450</b>
Konserni	41,6	11,6	55,7	90,4	89,9	248	37,2	75,8	114	109	336	383	421	450
<b>Käyttökate</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>3,4</b>	<b>6,2</b>	<b>24,5</b>	<b>33,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>10,4</b>	<b>10,1</b>	<b>13,8</b>	<b>33,6</b>	<b>35,4</b>	<b>40,2</b>	<b>43,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,4	-1,4	-6,4	-6,4	-6,6	-20,9	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-25,9	-26,2	-26,2	-26,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>1,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,7</b>	<b>5,5</b>	<b>23,6</b>	<b>30,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>9,7</b>	<b>9,4</b>	<b>13,1</b>	<b>30,8</b>	<b>32,3</b>	<b>37,0</b>	<b>40,7</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-0,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>17,9</b>	<b>12,2</b>	<b>-7,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>7,3</b>	<b>7,7</b>	<b>9,2</b>	<b>13,9</b>	<b>17,6</b>
Konserni	-0,8	-2,4	-3,0	-0,2	17,9	12,2	-7,1	3,9	3,6	7,3	7,7	9,2	13,9	17,6
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,5	-0,2
Nettorahoituskulut	-4,0	-0,1	-1,1	-0,2	-0,2	-1,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-4,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-4,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>17,6</b>	<b>10,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>7,0</b>	<b>6,3</b>	<b>8,0</b>	<b>12,7</b>	<b>16,6</b>
Verot	-0,1	-0,1	-1,2	-0,7	-1,0	-3,1	0,0	-0,8	-0,6	-0,9	-2,3	-2,4	-2,7	-6,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-4,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>-5,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>17,5</b>	<b>8,4</b>	<b>-7,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>6,1</b>	<b>4,1</b>	<b>5,6</b>	<b>10,0</b>	<b>10,6</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,03</b>	<b>0,04</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2021</b>	<b>Q1'22</b>	<b>Q2'22</b>	<b>Q3'22</b>	<b>Q4'22</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23e</b>	<b>Q2'23e</b>	<b>Q3'23e</b>	<b>Q4'23e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>						494,8 %	219,9 %	36,0 %	26,0 %	21,0 %	35,5 %	14,0 %	10,0 %	7,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>						2215,0 %	4,6 %	264,1 %	71,1 %	-44,6 %	1,2 %	4,7 %	14,7 %	9,8 %
<b>Käyttökate-%</b>	3,7 %	-8,5 %	6,1 %	6,8 %	27,2 %	13,4 %	-1,7 %	13,7 %	8,8 %	12,7 %	10,0 %	9,3 %	9,5 %	9,7 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	3,2 %	-11,1 %	4,8 %	6,1 %	26,3 %	12,3 %	-3,6 %	12,8 %	8,2 %	12,0 %	9,2 %	8,4 %	8,8 %	9,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	-11,7 %	-22,2 %	-9,5 %	-1,4 %	19,5 %	3,4 %	-20,1 %	3,7 %	2,3 %	5,6 %	1,2 %	1,5 %	2,4 %	2,4 %

Lähde: Inderes

**Huom:** Taulukon liikevoitto ilman kertaeriä vastaa yhtiön raportoimaa liikearvopoistoista oikaistua liikevoittoa (EBITA) ja oikaistun liikevoiton kasvu-% puolestaan EBITAn kasvu-%





# Sijoitusprofiili 1/2

## NYAB profiloituu kasvuyhtiöksi

Vihreän siirtymän vaatimat investoinnit luovat arviomme mukaan yhtiölle erinomaiset pitkän aikavälin kasvunäkymät sen kohdemarkkinoille. Yhdessä vahvojen historiallisten näyttöjen ja kasvutavoitteiden myötä NYAB profiloituu mielestämme selvästi kasvuyhtiöksi. Tämän lisäksi yhtiöllä on Ruotsin osalta vahvat historialliset näytöt korkeasta kannattavuudesta ja pääoman tuotosta, mitkä luovat hyvät eväät arvonluonnin jatkamiselle. Matalia pääomatarpeita peilaten yhtiöllä on myös hyvät edellytykset täydentää tarjoamaansa ja vauhdittaa kasvuaan yritysostojen kautta, vaikkakin odotamme sen käyttävän maksuvälineenä pääosin omaa osakettaan. NYABin osingonjakopolitiikkaa ja kassavirran tuottokykyä peilaten odotamme sijoittajan saavan myös pohjatuottoa osingon kautta. Oletamme yhtiön kuitenkin panostavan lähivuosina ensisijaisesti kasvuun (ml. yritysostot), mikä todennäköisesti rajaa hieman voitonjakosuhdetta.

## Vahvuudet ja arvoajurit

**Historialliset näytöt Ruotsissa:** NYABilla on erittäin vahvat näytöt kannattavasta kasvusta Ruotsissa, mikä mielestämme tukee yhtiön hyväksyttävää arvostusta ja lisäävät luottoa kasvustrategian toteuttamiseen.

**Vahva markkina-asema kohdemarkkinoilla:** NYAB on tunnettu toimija ja sillä on vahva jalansija etenkin Norrbottenin alueella. Odotammekin tämän tukevan yhtiön kasvumahdollisuuksia myös jatkossa vihreän siirtymän investointien kiihtyessä alueella.

**Kassavirtapotentiaali:** Matalat pääomatarpeet ja historiallisesti hyvä kannattavuus tukevat yhtiön potentiaalista kassavirran tuottokykyä.

**Markkinoiden investointinäkymät:** Vihreän siirtymän ja kaupungistumisen luomat investointinäkymät tarjoavat yhtiölle erittäin lupaavat kasvunäkymät pitkälle tulevaisuuteen. Lisäksi yhtiö on keskittynyt pitkälti suhdanteista vähemmän riippuvaisille sekä vastasyklisille toimialoille, mitkä altistavat sitä vähemmän talouden vaihteluille.

**Vakaa asiakaskunta:** NYABin asiakaskunta muodostuu pääosin julkisen sektorin toimijoista sekä suurista teollisista toimijoista, mikä luo vakautta kysyntään.

**Laajentuminen uusille markkinoille:** NYABin pääasialliset kohdemarkkinat sijaitsevat tällä hetkellä Pohjois-Ruotsissa ja -Suomessa sekä Tukholman alueella. Siten maantieteellinen laajentuminen uusille alueille nykyisissä toimintamaissa tai uuteen maahan kasvattaisi yhtiön kohdemarkkinoiden kokoa.

**Uusiutuvan energian hankekehitys:** NYABin ja CapManin yhteisyrityksen alla toimivalla Skarta Energyllä on merkittävä aurinkovoimaan keskittyvä uusiutuvan energian hankekehitysportfolio. Hankekehityksen onnistuessa on yhtiöllä edellytyksiä luoda tätä kautta merkittävästi arvoa. Toistaiseksi hankekehitys on kuitenkin vasta kiihdytysvaiheessa, minkä myötä tulevaan kehitykseen liittyy huomattavaa epävarmuutta. Toisaalta NYAB toimii yhteisyrityksen ensisijaisena

suunnittelun, hankinnan ja rakentamisen sopimuskumppanina, mikä todennäköisesti tukee NYABin Energiarakentamisen kehitystä hankkeiden edetessä.

**Yritysostot:** Yhtiön kasvustrategiaan osana kuuluvat myös yritysostot, joiden kautta yhtiön on mahdollista kiihdyttää kasvuaan ja täydentää tarjoamaansa.

## Riskit

**Rakennusmarkkinan kysynnän vaihtelut ja yleinen talouskehitys:** Rakennusmarkkina on kokonaisuutena luonteeltaan syklistä. NYABin liikevaihdosta kuitenkin yli puolet muodostuu taloussuhdanteille vähemmän alttiista infrarakentamisesta. Lisäksi vihreän siirtymän edellyttämät investoinnit luovat hyvät pitkän aikavälin kasvunäkymät yhtiön teollisuus- ja energiarakentamiselle. Arviomme mukaan heikompi suhdanne voi kuitenkin lisätä markkinoiden kilpailutilannetta, kun suhdanteista enemmän kärsivät toimijat siirtävät fokustaan vahvemmin paremmin pärjääville sektoreille. Lisäksi inflaation myötä kiristynyt rahapolitiikka ja mahdollinen korkojen nousun jatkuminen voisivat arviomme mukaan aiheuttaa projektien siirtymistä tai peruuntumista suuremmassakin mittakaavassa. Tämä todennäköisesti lisää kilpailua entisestään ja vaikeuttaisi resurssien hallintaa, mikä voisi puolestaan vaikuttaa yhtiön kasvu- ja kannattavuuskehitykseen. NYABin käytännössä nettovelattoman taseen myötä yhtiö ei kuitenkaan suoraan altistu rahoituskustannusten nousulle.

# Sijoitusprofiili 2/2

**Hinnoittelu- ja projektiriskit:** Yhtiön tyypillisin hinnoittelumalli on kiinteä hinnoittelu, minkä myötä NYABin projekteista saamalle korvaukselle on asetettu yläraja. Siten projektien kannattava läpivienti edellyttääkin onnistunutta projektien suunnittelua ja aikataulun mukaista toteutusta. Toisaalta Ruotsissa riskiä tasoittaa tilaajien suurempi vastuu projekteissa, mikä mahdollistaa yhtiölle lisälaskutusta kuluylitysten yhteydessä. Tämä ei kuitenkaan poista kokonaan yhtiön vastuuta ja on hyvä huomata, että Suomessa lisälaskuttaminen on lähtökohtaisesti selvästi haastavampaa ja varsin projektikohtaista. Lisäksi Suomessa yhtiöllä on historiassa realisoitunut projektiriskejä.

**Kilpailun kiristyminen:** Kohdemarkkinoiden lupaavat kasvunäkymät houkuttelevat toimialalle luultavasti uusia toimijoita, joka voi johtaa projektien tiukempaan hintakilpailuun. Tällä olisi todennäköisesti vaikutuksia yhtiön kasvu- ja kannattavuuskehitykseen.

**Henkilöstöriskit:** Henkilöstövetoisen liiketoiminnan (ml. alihankkijat) kannattavan kasvun kannalta erityisen tärkeää on löytää ja pitää oikeat tekijät yhtiön palveluksessa. Arviomme mukaan osaavasta henkilöstöstä on kireällä työmarkkinalla pulaa. Tästä johtuen osaamisen valuminen yhtiön ulkopuolelle ja/tai uusien resurssien löytämisessä epäonnistuminen voisi vaikeuttaa yhtiön tavoitteiden saavuttamista. Yhtiö pyrkii kuitenkin lieventämään tätä riskiä osakepohjaisella sitouttamisella.

**Valuuttakurssit:** Yhtiön raportointivaluutta on

euro, mutta noin 3/4 konsernin liikevaihdosta tulee Ruotsista. Siten yhtiö altistuukin EUR/SEK-translaatoriskille (tuloslaskelman konvertointi euroiksi ja oman pääoman muuntoerot), mikä voi heilauttaa yhtiön tulosta. Sen sijaan yhtiö ei altistu juurikaan transaktioriskeille.

**Yritysostojen epäonnistuminen:** Riskit yrityskaupoissa liittyvät arviomme mukaan niiden integraatiossa onnistumiseen ja/tai kauppahintojen kohoamiseen. Lisäksi henkilöstövetoisten yhtiöiden hankkimiseen liittyy mielestämme avainhenkilöriskejä, mutta näitä yhtiö pyrkii lieventämään osakepohjaisella sitouttamisella.



# Arvonmääritys 1/7

## Arvonmääritysmenetelmät

Tarkastelemme NYABin arvonmääritystä etenkin absoluuttisilla arvostuskertoimilla sekä osien summa-laskelman kautta, sillä tätä kautta huomioiduksi tulee myös Skarta Energyn pidemmän aikavälin potentiaali. On kuitenkin hyvä huomata, että Skarta Energyn vielä ylösajovaiheessa olevan toiminnan myötä sen tulevaan kehitykseen liittyy huomattavaa epävarmuutta molempiin suuntiin. Näiden lisäksi käytämme arvonmäärityksen tukena lähivuosien kokonaistuotto-odotus laskelmaa sekä kassavirtalaskelmaa (DCF).

Mielestämme NYABia tulee hinnoitella kannattavan kasvuyhtiön tavoin ensisijaisesti tulospohjaisilla kertoimilla. Suosimmekin arvonmäärityksessä ei-kassavirtavaikutteisista liikearvopoistoista oikaistua nettotulospohjaista P/E-kerrointa sekä yhtiön vahvan taseen huomioivaa EV/EBITA-kerrointa. Lähiaikoina todennäköisesti tapahtuvan IFRS-konversion myötä huomiomme siirtyy luonnollisesti EV/EBIT-kertoimeen liikearvopoistojen loppumisen myötä. EV-pohjaisten kertoimien osalta on hyvä huomata, että olemme huomioineet osakkuusyhtiö Skarta Energyn NYABin velattoman arvon laskennassa (arvo määritetty CapManin 60 %:sta kanssa sovitun järjestyksen 21,6 MEUR:n arvon kautta 14,4 MEUR:oon). Tarkastelemme kertoimia etenkin absoluuttisesti sekä osin suhteessa verrokkiryhmään. Markkinoiden hyvien ja suhteellisen vakaiden kasvunäkymien sekä NYAB Sverigen vahvojen historiallisen näyttöjen perusteella painotamme arvonmäärityksessä etenkin lähivuosien ja keskipitkän aikavälin kertoimia ja näkymiä. Yhtiön pidemmän aikavälin kehityksen kulmakertoimeen liittyy kuitenkin vielä huomattavasti epävarmuutta, minkä myötä DCF-

mallin painoarvo arvonmäärityksessä on rajallinen. Malli ei myöskään huomioi Skarta Energyn pitkän aikavälin potentiaalia täysimääräisesti vaan toimii nykyliiketoimintojen arvonmäärityksen yhtenä työkaluna.

Hyvästä kassaprofiilista huolimatta näemme osinkotuoton lähinnä tuotto-odotusta tukevana komponenttina yhtiön kasvustrategian myötä. Lisäksi näkyvyys osingonjakosuhteen kehitykseen on lyhyen historian myötä vielä hyvin rajallinen.

## Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Näkemyksemme mukaan muun muassa seuraavat tekijät vaikuttavat NYAB hyväksyttävään arvostustasoon lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä:

- + NYAB Sverigen vahvat historialliset näytöt markkinoita selvästi nopeammasta kasvusta ja korkeammasta kannattavuudesta
- + Markkinoiden hyvät ja suhteellisen vakaat pitkän aikavälin investointinäkyvät (ml. yhtiön vahva markkina-asema Norrbottenin alueella)
- + Yhtiön kassavirtaprofiili on arviomme mukaan hyvä matalan investointitarpeen ansiosta
- + Skarta Energyn mahdollinen onnistuminen uusiutuvan energian hankekehityksessä ja portfolion kasvattamisesta
- Vahvojen kilpailuetujen puute toimialalla ja osin hintavetoinen kilpailu
- Henkilöstövetoisessa liiketoiminnassa skaalautumispotentiaali on rajallinen
- Suomen liiketoimintojen lähihistorian kannattavuushaasteet

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,71	0,71	0,71
Osakemäärä, milj. kpl	706,7	706,7	706,7
Markkina-arvo	500	500	500
Yritysarvo (EV)	477	461	442
P/E (oik.)	18,4	17,4	15,1
P/E	>100	89,3	50,2
P/Kassavirta	19,6	20,8	17,1
P/B	1,9	1,9	1,9
P/S	1,5	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA (oik.)	14,2	13,0	11,0
EV/EBIT (oik.)	15,5	14,3	11,9
Osinko/tulos (%)	174,5 %	151,4 %	99,3 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,7 %	2,0 %

Lähde: Inderes

**HUOM:** Taulukoiden oik. EV/EBIT-kertoimet vastaavat EV/EBITA-kertoimia

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 2/7

## Verrokkiryhmä ja hyväksyttävä arvostus

Olemme koonneet NYABille suhteellisen laaja verrokkiryhmän, joka koostuu erityyppisistä pohjoismaisista rakentamisen ja rakentamisen asiantuntijapalveluiden listatuista toimijoista. Toimijoiden liiketoimintaprofiileissa, fokusalueissa, tarjoamien laajuuksissa sekä osin maantieteellisissä markkinoissa on kuitenkin eroavaisuuksia. Lisäksi verrokkiryhmä koostuu hyvin erikokoisista toimijoista. Arviomme mukaan verrokkiryhmä antaa kuitenkin kohtuullista kuvaa NYABin eri liiketoimintojen yleisestä arvostuskuvasta, vaikka kuten aikaisemmin markkinakatsauksen yhteydessä todettua, on NYABille mielestämme vaikea löytää täysin suoria verrokkeja etenkin kokonaistarjoamissa olevien erojen vuoksi.

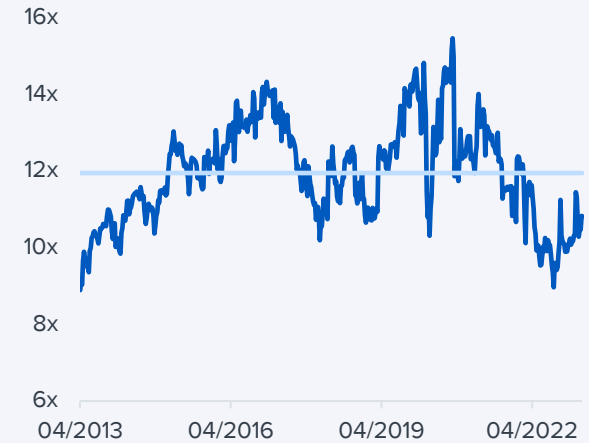
Määrittämämme verrokkiryhmän EV/EBIT- ja P/E-kertoimet vuosille 2023 ja 2024 ovat noin 11x ja 10x. Kertoimet ovat verrokkiryhmän viimeisen 10 vuoden alapuolella, sillä verrokkiryhmää on historiallisesti mediaanitasolla hinnoiteltu keskimäärin EV/EBIT-kertoimella 12x ja P/E-kertoimella 13x. Viimeisen vuoden aikana nousseiden korkotasojen ja rakentamisen suhdanteen heikentymisen myötä tämä on myös mielestämme varsin perusteltua (vrt. nollakorkoaika).

Mielestämme NYAB Sverigen erittäin vahvoja historiallisia näyttöjä peilaten NYABin Ruotsin liiketoimintoja (lähivuosien ennusteillamme 80-85 % konsernin tuloksesta) on perusteltua arvostaa selvällä preemiolla suhteessa verrokkeihin. NYABin liiketoiminta on arviomme mukaan myös keskittynyt monia verrokkeja suhdannevakaammille markkinoille (ts. ei asuinrakentamiseen) ja se omaa

etenkin suurempiin verrokkeihin nähden selvästi paremman kasvuprofiilin. Sen sijaan arvioimme Suomen liiketoimintojen historiallisten kannattavuushaasteiden painavan hieman hyväksyttävää arvostusta toistaiseksi. Lisäksi toimialan dynamiikka (mm. rajallinen skaalautuvuus) rajoittaa hyväksyttäviä kertoimia mielestämme osittain. Tätä kokonaiskuvaa ja aikaisemmin arvostukseen vaikuttavia tekijöitä peilaten NYABin hyväksyttävä arvostushaarukka on mielestämme EV/EBITA-kertoimella tällä hetkellä noin 12x-16x ja P/E-kertoimella 13x-17x. Kertoimet ovat myös jokseenkin linjassa Helsingin pörssin pidemmän aikavälin keskiarvojen kanssa (P/E 14x-15x ja EV/EBIT 11x-14x), vaikka emme yhtiön arvostusta pörssin keskimääräiseen tasoon peilaakaan.

Yhtiön tämän vuoden ohjeistukseen ja lähivuosina ennustamaamme kovana jatkuvaan kasvuun nähden osaketta on mielestämme lyhyellä aikavälillä perusteltua arvottaa haarukoiden keskikohdan ja ylälaidan väliin. On kuitenkin hyvä huomata, että hyväksymämme arvostus pohjautuu selvästi toimialaa nopeamman kasvun ja korkeamman kannattavuuden jatkumiseen. Mikäli näiden osalta tulisi suurempia pettymyksiä olisi hyväksyttävässä arvostuksessa myös reippaampaa laskuvaraa. Puolestaan hyväksyttävän arvostuksen lievänä positiivisena ajurina näemme näytöt Suomen liiketoimintojen kannattavuuden kestävästä parantumisesta. Lisäksi Skarta Energy'n edistymisen strategisten tavoitteiden osalta voisi nähdäksemme tukea NYABin arvostuskertoimia keskipitkällä aikavälillä mahdollisesti realisoituvien kehityspalkkioiden myötä.

Verrokkiryhmän 12kk FW EV/EBIT (mediaani)



Verrokkiryhmän 12kk FW P/E (mediaani)



# Arvonmääritys 3/7

## Absoluuttinen arvostus

Nykyisillä ennusteillamme NYABin kuluvaan vuoden EV/EBITA-kerroin on 15x ja vastaava P/E-kerroin 18x. On hyvä huomata, että kertoimia tukee 3,6 MEUR:n kertaluontoinen korvausmaksu. Tästä oikaistuna EV/EBITA-kerroin nousee 18x ja vastaava P/E-kerroin puolestaan 21x. Siten tulosperusteinen arvostus onkin tähän vuoteen katsottuna mielestämme haastava. Odotamme voimakkaan kasvun jatkumisen ja operatiivisen kannattavuuden lievän nousun kuitenkin laskevan kertoimia suhteellisen neutraaleille tasoille ensi vuoteen katsottaessa (EV/EBITA 14x, P/E 17x).

Sen sijaan kehityksen jatkuessa odottamallamme polulla voisi vuoden 2025 kertoimissa olla mielestämme lievää nousuvaraa (EV/EBITA 12x, P/E 15x). Kokonaisuutena nykyiseen osakkeen hintaan on mielestämme kuitenkin hinnoiteltu jo pitkälti sisään ennustamamme kannattavan kasvun jatkuminen. Siten näemmekin osakkeen tuottoajurin vaativan nykyisiä odotuksiamme ripeämpää tuloskasvua.

## Osien summa -laskelma

Mielestämme NYABin eri omaisuusosien arvon määrittämisen parhaiten sopii osien summa -laskelma. Kokonaisuuden arvonmäärittäminen voidaan jakaa nykyisiin operatiivisiin liiketoimintoihin sekä Skarta Energyyn. Tämän lisäksi käypää arvoa määrittäessä on laskelmassa huomioitava NYABin nettovelat / nettokassa. Konsernikulut olemme sisällyttäneet nykyisiin operatiivisiin ennusteisiimme. Mallin käytöstä tekee toisaalta haastavaa Skarta Energy liiketoiminnan ylösjajovaihe, minkä takia sille ei ole vielä kertynyt isommassa mittakaavassa näyttöjä

hankkeiden kehityksen tai operoinnin osalta.

## Nykyliiketoiminnot ja nettokassa

Nykyliiketoimintojen arvonmäärityksessä olemme käyttäneet vuosien 2023-2024 EBITA-ennusteitamme, sillä arviomme mukaan yhtiön vahva kasvuprofiili tulee huomioiduksi tätä kautta parhaiten. Käyttämällä ennusteidemme keskikohtaa (oikaistu vuoden 2023 kertakorvauksesta) sekä määrittämämme hyväksyttävän arvostushaarukan keskikohtaa ja yllälaitaa (EV/EBITA 14x-16x) saamme nykyliiketoimintojen velattomaksi arvoksi noin 417-476 MEUR tai 0,59-0,67 euroa per osake. Kun velattomaan arvoon lisätään vielä yhtiön nettokassa (2023e: 9,0 MEUR tai ~0,01 euroa osake) saamme NYABin nykyliiketoimintojen markkina-arvoksi laskelman perusteella 426-485 MEUR tai noin 0,60-0,69 euroa osakkeelta.

## Skarta Energy arvonmäärityksen taustat

Skarta Energy arvonmäärityksen voi mielestämme jakaa kahteen osaan: energiantuotantoon ja hankekehitykseen. Energiantuotannon arvonmäärittästä olemme lähestyneet sekä DCF-mallin että arvostuskertoimien kautta. Perusskenaariomme nojaa Ennusteet-kappaleessa esittelemiiimme ennusteisiin. Koska niihin liittyy huomattavaa epävarmuutta ja DCF-malli on herkkä keskeisten parametrien suhteen, olemme testanneet DCF-mallin indikoimaa arvoa myös herkkyyksianalyysin kautta. Pääomarakenteeseen emme ole ottaneet kantaa, sillä kuten aikaisemminkin todettua Skarta Energy tai NYAB ei ole ainakaan vielä tiedottanut tavoitellusta pääomarakenteesta (ml. rahoituksen kustannus), jolla on suuri vaikutus lopputulokseen.

Olemme käyttäneet perusskenaarioissamme keskimääräisen pääoman kustannuksena (WACC) 6 %, mikä on mielestämme suhteellisen neutraali arvio uusiutuvan energian tuotannolle nousseiden korkotasojen myötä.

Vastaavasti kerroinperusteista arvonmäärittäystä olemme lähestyneet yhtiön tavoitteen (rakentaa 800 MW aurinkovoimaa seuraavan viiden vuoden aikana) sekä perusskenaariomme ennusteiden kautta (vuoden 2028 käyttökate). Hyväksyttävän arvostuksen pohjana olemme käyttäneet verrokkiarvostusta, jonka yhtiöt koostuvat eurooppalaisista uusiutuvan energian kehittämiseen, rakentamiseen, operointiin ja omistamiseen keskittyvistä yhtiöistä. Ryhmä koostuu eri kehitysvaiheissa, markkina-alueilla ja teknologioihin keskittyvistä yhtiöistä, joiden liiketoimintamallit eroavat myös hieman toisistaan. Arviomme mukaan ryhmä antaa kuitenkin kokonaisuutena riittävän hyvin suuntaa Skarta Energy hyväksyttävästä arvostuksesta strategian edetessä suunnitellusti.

Ennustemallissamme emme olleet kuitenkaan huomioineet todennäköistä 800 MW:n rakentamisen ohessa jatkuvaa hankekehitystä, joka tulee myös mielestämme huomioida Skarta Energy arvonmäärityksessä. Tälle olemme määrittäneet arvon arvioimamme hankekehitysportfolion kasvun, projektien valmistusasteen sekä kehityspalkkioiden määrän kautta. On hyvä huomata, että pidämme täysin mahdollisena, että yhtiö saattaa myydä ennustejakson aikana hankekehittämiään tai rakentamiaan kohteita, mutta näiden mallintaminen on vielä käytännössä mahdotonta.

# Arvonmääritys 4/7

## Energiantuotannon perusskenaarion DCF-malli ja kerroinpohjainen arvonmääritys

Diskonttaamalla Ennusteet-kappaleessa esitellyt perusskenaarion ennusteemme 6 %:n pääoman kustannuksella saamme Skarta Energy:n energiantuotannon nykyarvoksi 22,3 MEUR.

Olemme olettaneet, että NYABin omistusosuus yhteisyrityksestä, jonka alla Skarta Energy toimii (40 %) pysyy muuttumattomana. Lisäksi oletamme yksinkertaisuuden vuoksi että Callio-Hitura projektin (~75 MW) omistusosuus jakaantuu 50/50 Skarta Energy:n ja Solarigo Systemsin välille saamme NYABin omistusosuudeksi kokonaisuudesta reilut 38 %. Huomioimalla tämän NYABin osuus energiantuotannon nykyarvosta on 8,7 MEUR tai 0,01 euroa per osake.

Puolestaan käyttämällä vuoden 2028 käyttökate-ennustettamme (36 MEUR), jolloin oletamme koko 800 MW olevan tuotannossa, sekä verrokkiyhtiöiden vuoden 2023 EV/EBITDA-kertoimen mediaania (EV/EBITDA: ~13x) saamme energiantuotannon velattomaksi arvoksi 470 MEUR. Olettamalla, että Skarta Energy käyttäisi bruttoinvestointien rahoittamiseen 50 % velkaa (260 MEUR) ja, että yhtiö ei olisi vielä vuoden 2028 mennessä lyhentänyt velkaansa (ts. tulorahoitus käytetty investointeihin ja korkojen maksuun) saamme energiantuotannon markkina-arvoksi ~210 MEUR vuonna 2028. Diskonttaamalla tämän nykyhetken 6 %:n WACC:illa muodostuu energiantuotannon nykyarvoksi ~150 MEUR, josta NYABin osuuden arvoksi muodostuu ~57 MEUR tai noin 0,08 euroa per osake.

Laskelmien välisen eron taustalla on etenkin se, että

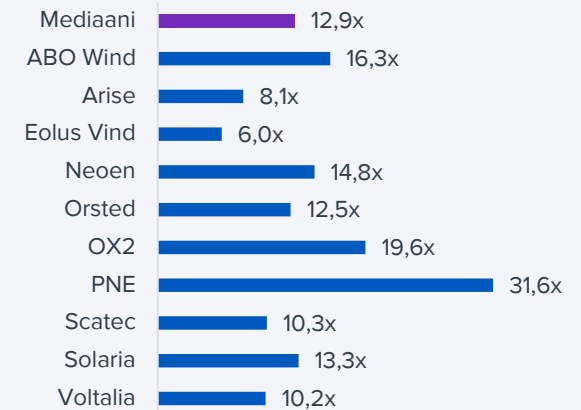
kerroinpohjainen arvostus ei ota huomioon energiantuotantoon vaadittavia huomattavia etupainotteisia investointeja. Toisaalta se antaa kuitenkin kuvaa siitä, miten energiantuotantoa voitaisiin arvostaa rakennusvaiheen jälkeen nykyisillä oletuksillamme.

## Hankekehityksen arvonmääritys

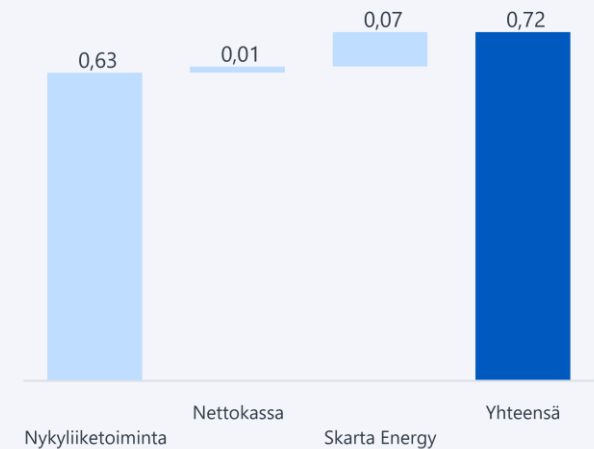
Energiantuotannon lisäksi olemme huomioineet Skarta Energy:n arvonmäärityksessä energiantuotannon (800 MW) ulkopuolisen hankekehitysportfolion kasvun. Tämän osalta olemme olettaneet, että hankekehitysportfoliolla olisi edellytyksiä kasvaa selvästi energiantuotantoa nopeammin, koska hankekehitykseen vaadittavien pääomien määrä on selvästi rajallisempi. Siten olemmekin olettaneet, että hankekehitysportfolion koko olisi kaksinkertainen energiantuotantoon verrattuna vuoden 2028 lopussa (1 600 MW). Arvioon liittyy kuitenkin merkittävää epävarmuutta. Puolestaan hankekannan keskimääräisen valmistusasteen olemme odottaneet olevan yksinkertaistaen 50 %.

Kehityspalkkioiden arvoa olemme haarukoineet konsulttiyhtiö Apricum:n teettämän selvityksen kautta. Selvityksen perusteella olemme arvioineet rakentamisvalmiiden hankkeiden arvot voisivat olla Suomessa karkeasti 50-120 tEUR per MW. Tämä on myös käsityksemme mukaan melko hyvin linjassa tuulivoiman kehityspalkkioiden kanssa. Arvioimme kehityspalkkioissa olevan kuitenkin huomattavia hankekohtaisia eroja. Nämä tekijät huomioimalla saamme hankekehitysportfolion arvoksi vuoden 2028 lopussa 40-96 MEUR. Tästä NYABin osuus on puolestaan 40 % eli 16-38 MEUR.

## Skarta Energy verrokkiarvostus (EV/EBITDA 23e)



## Perusskenaarion osien summan keskikohta (euroa per osake)



# Arvonmääritys 5/7

Useamman vuoden päässä oleva arvo tulee vielä diskontata nykyhetkeen. Hankekehitysportfolioin diskonttaamisessa olemme käyttäneet NYABille määrittämämme keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC 8,5 %), sillä arviomme mukaan hankekehittämisen tuottovaade on energiantuotannon vakaata kassavirtaprofiilia korkeampi. Siten NYABin osuuden nykyarvoksi hankekehitysportfolioista muodostuu 10-24 MEUR tai 0,01-0,03 euroa osakkeelta.

## Skarta Energy:n arvo perusskenaariossa

Yhdistämällä energiantuotannolle perusskenaariossa määrittämämme arvot sekä hankekehitysportfolioin arvot saamme NYABin osuuden nykyarvoksi Skarta Energystä 19-82 MEUR tai 0,03-0,12 euroa per osake.

## Perusskenaarion mukainen osien summa

Puolestaan summaamalla määrittämämme

nykyliiketoiminnan ja Skarta Energy:n arvot saamme NYABin osakkeen käyväksi arvoksi perusskenaariossamme 445-567 MEUR, mikä vastaa 0,63-0,80 euron osakekohtaista arvoa. Tästä näkökulmasta osake on mielestämme pitkälti oikein hinnoiteltu nykyisellä 0,71 euron kurssitasolla. On kuitenkin hyvä huomata, että nykyisiin oletuksiimme liittyy huomattavaa epävarmuutta etenkin Skarta Energy:n osalta.

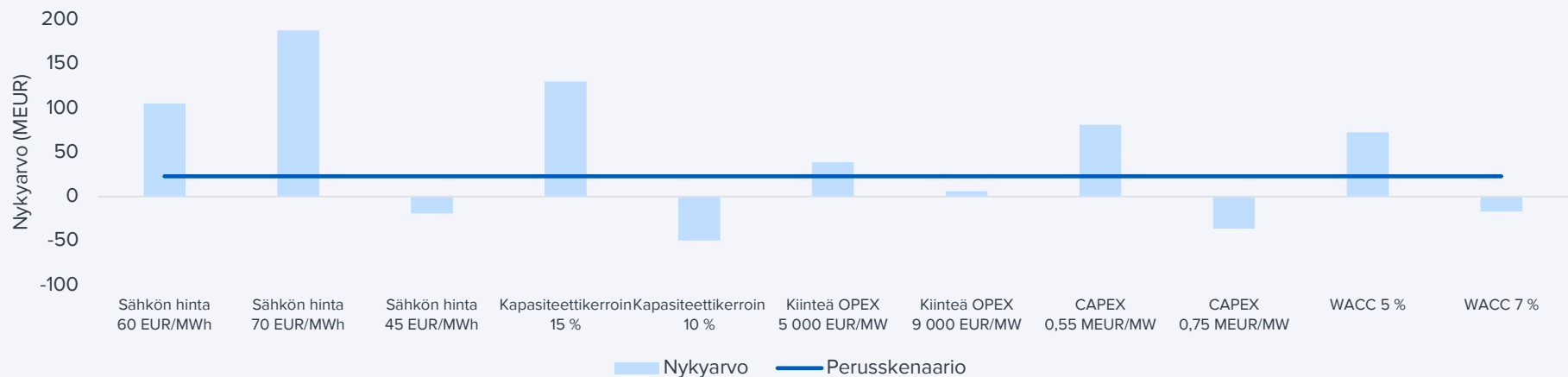
## DCF-laskelman herkkyyshanalyysi

Alla olevassa herkkyyshanalyysissä olemme muuttaneet perusskenaariomme ennusteparametreista yhtä kerrallaan (sis. sähkön hinta, kapasiteettikerroin, OPEX, CAPEX, WACC), mikä mahdollistaa erilaisten skenaarioiden huomioimisen keskeisissä oletuksissa. Herkkyyshanalyysiin kannattaa kuitenkin suhtautua kriittisesti, sillä ainoastaan yhden parametrin muuttuminen on epätodennäköistä, mutta

mielestämme tämä antaa kuitenkin kuvaa tärkeimpien parametrien vaikutuksesta pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta.

Herkkyyshanalyysistä huomaamme, että laskelma reagoi voimakkaimmin liikevaihdon parametreihin. Merkittävintä nousuvaraa perusskenaariomme syntyisi sähkön hinnan pysyvämmästä tasokorjauksesta ylöspäin. Myös odotuksiamme korkeammat tuotantotasot johtaisivat selvästi korkeampaan arvoon nykyiselläkin sähkön hinnan oletuksellamme (50 EUR/MWh). Vastaavasti merkittävimpinä yksittäisenä riskinä olisi tuotantotasojen jääminen odotuksistamme tai sähkön hinnan merkittävämpi lasku. Tämä on mielestämme luonnollista suurten etupainotteisten investointien ja suhteellisen matalien operatiivisten kulujen takia. Tätä heijastellen operatiivisten kulujen muutoksilla onkin selvästi rajallisempi vaikutus laskelman lopputulokseen.

Skarta Energy energiantuotannon DCF-laskelman herkkyyshanalyysi



# Arvonmääritys 6/7

Perusskenaarioon nähden merkittävänä positiivisina ajureina voisivat toimia myös investointikustannusten (CAPEX) tai tuottovaatimuksen (WACC) lasku. Sen sijaan investointikustannusten odotuksiamme korkeampi taso tai tuottovaatimuksen nousu kääntäisivät laskelman nykyarvon negatiivisen puolelle.

Tämä kokonaiskuva indikoikin hyvin, kuinka herkkä laskelma on tehdyille oletuksille ja lopputulosten vaihteluväli on erittäin laaja. Kokonaisuutena on mielestämme kuitenkin hyvä huomata, että energiantuotannon nykyarvo voi kohota montaa eri reittiä nykyistä perusskenaariota korkeammaksi. Sen sijaan tuotantotasojen ja/tai sähkön hinnan jäädessä selkeästi odotuksistamme, on muiden tekijöiden huomattavasti vaikeampi paikata näitä.

Energiantuotannon herkkyyttä oletuksille voidaan tarkastella myös tarkastelemalla vuoden 2028 kerroinpohjaista arvostusta DCF-laskelman herkimpien parametrien kautta (sähkön hinta, kapasiteettikerroin). Olettamalla, että sähkön hintataso asettuisi pidemmällä aikavälillä 70 EUR/MWh nousisi energiantuotannon käyttökate 53 MEUR:oon vuonna 2028 muiden tekijöiden pysyessä ennallaan. Tämän myötä aikaisemmin käyttämällämme EV/EBITDA-kertoimella energiantuotannon velaton arvo nousisi 687 MEUR:oon ja markkina-arvo vastaavasti 427 MEUR:oon, joka nykyarvoon diskontattuna vastaisi 306 MEUR. NYABin osuus tästä oli puolestaan 117 MEUR tai 0,17 euroa osakkeelta.

Vastaavasti mikäli energiantuotannon kapasiteettikerroin jäisikin vain 10 %:iin laskisi energiantuotannon käyttökate 29 MEUR:oon perusskenaariomme sähkön hinnan oletuksella. Tämän myötä energiantuotannon velaton arvo jäisi

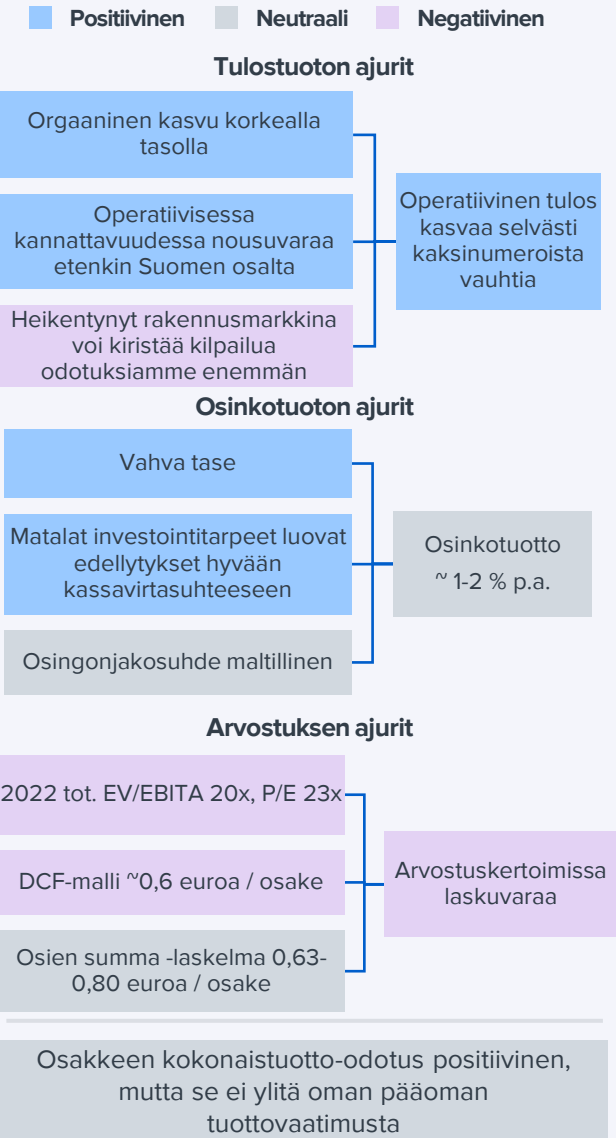
379 MEUR:oon ja markkina-arvo vastaavasti 119 MEUR:oon. Diskontattuna tähän hetkeen tämä vasaisi puolestaan 86 MEUR, josta NYABin osuus olisi 33 MEUR tai 0,05 euroa osakkeelta. Nämä esimerkit kuvastavatkin mielestämme erittäin hyvin Skarta Energyn arvonmäärityksen toistaiseksi liittyvää suurta epävarmuutta molempiin suuntiin.

## Lähivuosien kokonaistuotto-odotus

Olemme tarkastelleet sijoittajan lähivuosien tuotto-odotusta myös yksinkertaistaen hyväksyttävän arvostuksen ja vuoden 2025 tulosestimoittemme kautta. Mielestämme NYABin liiketoimintoja voitaisiin vuoden 2025 lopussa arvostaa nykyisillä ennusteillamme EV/EBITA-kertoimella 13x-15x ja P/E-kertoimella noin 14x-16x, kun yhtiön voimakas kasvuvaihe olisi takana. Kertoimet olisivat edelleen selvästi verrokkiyhtiöiden nykyistä ja historiallista mediaanitasoa korkeampia ja hinnoittelu luonnollisestikin edellyttäisi, että yhtiö pystyisi pitämään kiinni toimialaa selvästi korkeammasta kannattavuudestaan.

Tätä ja nykyisiä ennusteitamme peilaten nykyliiketoiminnot voitaisiin hinnoitella vuoden 2025 lopussa arviomme mukaan karkeasti 0,70-0,84 euroon osakkeelta. Nykyisellä 0,71 euron osakekurssilla vuosittainen tuotto-odotus asettuu arviomme mukaan 0-7 %:iin. Tämän päälle odotamme sijoittajan saavan matalaa 1-2 %:n pohjatuottoa osingon kautta, mutta tämä ei silti nosta vuosittaista tuotto-odotusta käyttämämme 9,6 %:n oman pääoman tuottovaatimuksen yläpuolelle. Laskelma ei kuitenkaan ota huomioon Skarta Energyn potentiaalia tai sieltä mahdollisesti realisoituvia kehityspalkkioita, minkä takia kokonaistuotto-odotus toimii ainoastaan arvonmääritystä tukevana elementtinä.

## Osaketuoton ajurit 2022-2025e





# Arvonmääritys 7/7

Toisaalta, koska Skarta Energyn potentiaaliin liittyy vielä huomattavaa epävarmuutta, on mielestämme myös perusteltua lähestyä keskipitkän aikavälin tuotto-odotusta vakiintuneiden liiketoimintojen kautta. Kokonaisuutena lähivuosien tuotto-odotus heijastelee näkemyksemme mukaan sitä, että osakkeeseen on jo hinnoiteltu ennustamamme korkean kasvun ja kannattavuuden jatkuminen ja/tai Skarta Energyn nykyistä perusskenaariotamme korkeampi potentiaali.

## Positiivisessa keskipitkän aikavälin skenaariossa tuotto-odotus nousee houkuttelevaksi

Jos olettaisimme, että NYABin kasvu jatkuisi ennustamallamme polulla vuoden 2026 loppuun ja yhtiö ylittäisi tällöin taloudellisten tavoitteidensa mukaiseen 10 %:n EBITA-marginaaliin olisi yhtiön operatiivinen tulos 45,0 MEUR. Mikäli yhtiön kasvunäkymät olisivat edelleen yhtä vahvat voitaisiin osaketta mielestämme hinnoitella tällöin EV/EBITA-kertoimella 15x. Tätä peilaten saisimme yhtiön velattomaksi arvoksi 676 MEUR. Vastaavasti kannattavuuden noususta oikaistulla nettovelkaennusteillamme tämä vastaisi 741 MEUR:n markkina-arvoa tai 1,05 euron osakekohtaista arvoa. Vuosituotoksi käännettynä tämä tarkoittaisi sen sijaan noin 11 %, jonka päälle sijoittaja saisi vielä 1-2 %:n pohjatuottoa osingosta. Tässä skenaariossa sijoittajan vuosittainen tuotto-odotus nousisikin yli käyttämämme 9,6 %:n oman pääoman kustannuksen, minkä lisäksi sijoittaja saisi optiona vielä mahdollisen Skarta Energyn arvonnousun. Näkyvyys skenaarion toteutumiseen on kuitenkin vielä varsin rajallinen, mutta emme kuitenkaan pidä sitä mahdollisena etenäkään NYAB Sverigen vahvojen historiallisten näyttöjen myötä.

## Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä myös osittaista painoarvoa DCF-mallille. Mallin osalta on hyvä huomata, että se on hyvin herkkä terminaalijakson muuttujille, mutta olemme mielestämme käyttäneet näiden osalta riittävän konservatiivisia arvioita. Lisäksi NYAB Sverigen historiallisen kovan kasvuvauhdin ja toisaalta tuoreen nykykokonaisuuden myötä pidemmän aikavälin kasvu- ja kannattavuusoletuksiin liittyy reipasta epävarmuutta. Malli ei myöskään aiemmin todetusti huomioi Skarta Energyn pitkän aikavälin potentiaalia täysimääräisesti (ainoastaan 14,4 MEUR:n osalta). Näistä huolimatta näemme, että malli antaa kuitenkin tukea muille käyttämillemme menetelmille.

DCF-mallin mukainen arvo yhtiön osakkeelle on 0,60 euroa osakkeelta. Siten DCF-mallimme indikoima arvo on nykykurssin alapuolella, mutta on noin linjassa osien summa -mallimme yhteydessä määrittämämme nykyliiketoimintojen arvon kanssa, mikä antaa tukea arvonmäärityksellemme.

Kassavirtamallimme pohjana käytämme Ennusteet-kappaleessa läpi käytyjä pitkän aikavälin oletuksiamme. Terminaalijakson liikevaihdon kasvun odotus on aikaisemmin todetusti 2 % ja EBITA-marginaalin olemme asettaneet 7 %:iin. Mallissa terminaalijakson painoarvo on 53 %, mikä on mielestämme järkevällä tasolla. Nykyisellään soveltamamme pääoman kustannus (WACC-% 8,5 % ja CoE 9,6 %) on arvioimme mukaan noin pörssin mediaanin nykyisen tuottovaatimuksen tasolla. Mielestämme tuottovaatimuksessa voisi olla vielä asteittaista

laskuvaraa Suomen liiketoimintojen kannattavuuskäänteen pitäessä ja/tai korkotason hieman laskiessa.

## Suositus ja tavoitehinta

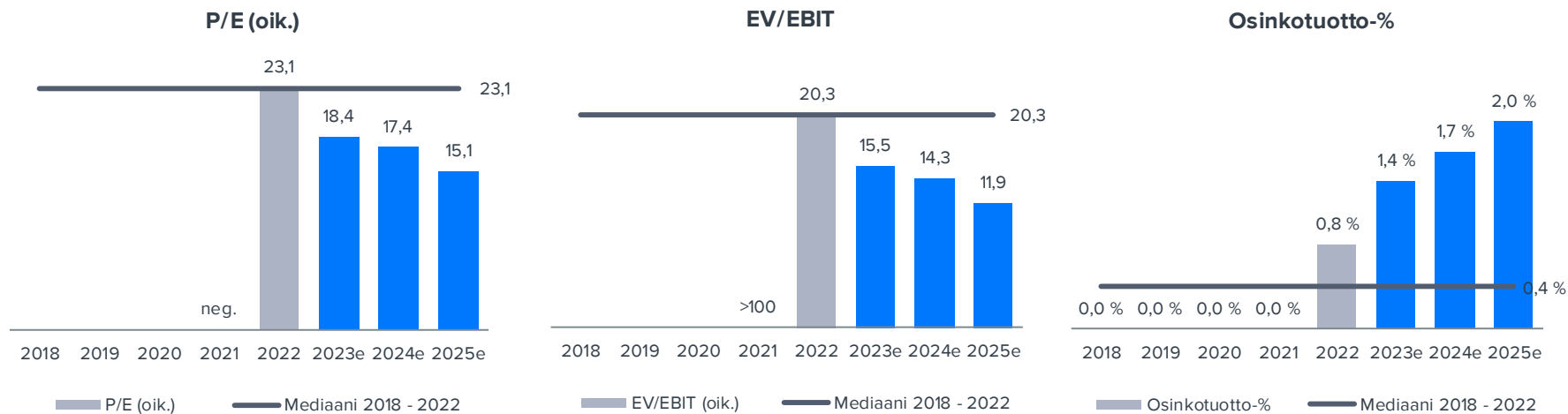
Olemme arvioineet NYABin arvostusta useammasta kulmasta ja mielestämme osake on tällä hetkellä suhteellisen oikein hinnoiteltu nykyliiketoimintojen hyvät kasvunäkymät ja Skarta Energyn pidemmän aikavälin potentiaali huomioiden. On kuitenkin hyvä huomata, että etenkin Skarta Energyn arvonmääritys on haastavaa, minkä myötä sen potentiaalinen arviointiin liittyy huomattavaa epävarmuutta molempiin suuntiin.

Hyvistä kasvunäkymistä ja arvoa luovasta kasvusta huolimatta osakkeen lyhyen aikavälin arvostuksessa ei ole mielestämme kuitenkaan nousuvaraa nykyisiin ennusteisiimme peilaten. Arvioimme yhtiöllä olevan mahdollisuuksia nopeuttaa kasvuaan yritysostoin jo lyhyellä aikavälillä, mutta näiden arvonluontipotentiaaliin on kuitenkin vielä liian varhaista ottaa kantaa. Lisäksi osake on hinnoiteltu varsin perustellusti selvästi verrokkejaan korkeammalle, mutta kasvu- tai kannattavuusodotusten pettäessä suuremmin olisi osakkeen arvostuskertoimissa selvempää laskuvaraa. Siten osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus jää mielestämme riittämättömäksi seuraavan 12 kuukauden aikana. Tätä kokonaiskuva peilaten aloitamme NYABin seurannan vähennä-suosituksella ja 0,70 euron tavoitehinnalla, joka on lähellä perusskenaariomme osien summa -laskelman keskikohtaa.

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi				0,85	0,87	0,71	0,71	0,71	0,71
Osakemäärä, milj. kpl				288,4	706,7	706,7	706,7	706,7	706,7
Markkina-arvo				245	615	500	500	500	500
Yritysarvo (EV)				247	620	477	461	442	422
P/E (oik.)				neg.	23,1	18,4	17,4	15,1	14,8
P/E				neg.	73,2	>100	89,3	50,2	47,1
P/Kassavirta				neg.	neg.	19,6	20,8	17,1	16,3
P/B				4,4	2,3	1,9	1,9	1,9	1,9
P/S				5,9	2,5	1,5	1,3	1,2	1,1
EV/Liikevaihto				5,9	2,5	1,4	1,2	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)				>100	18,7	14,2	13,0	11,0	9,6
EV/EBIT (oik.)				>100	20,3	15,5	14,3	11,9	10,4
Osinko/tulos (%)				0,0 %	58,9 %	174,5 %	151,4 %	99,3 %	106,5 %
Osinkotuotto-%				0,0 %	0,8 %	1,4 %	1,7 %	2,0 %	2,3 %

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmän arvostus

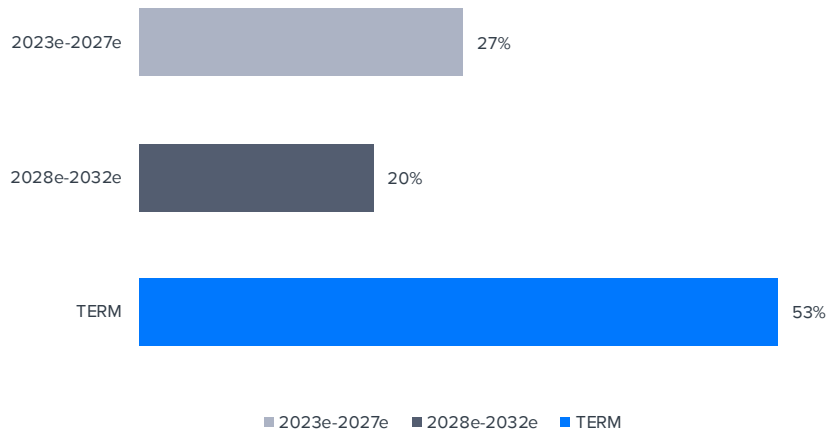
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Peab	1401	3013	14,0	13,5	8,6	8,4	0,6	0,6	8,2	7,9	7,7	8,0	1,1
NCC	889	1175	9,3	8,2	4,9	4,6	0,2	0,2	8,1	7,1	6,9	7,6	1,2
Skanska	5947	5886	9,6	9,2	7,4	6,8	0,4	0,4	11,3	10,9	4,8	5,1	1,2
YIT	484	1209	13,6	11,3	10,9	9,0	0,5	0,5	9,9	8,1	7,4	7,9	0,6
AF Gruppen	1443	1631	12,1	10,6	9,0	8,2	0,6	0,6	12,3	10,9	9,4	9,4	4,3
NRC Group	70	152	7,7	5,7	4,2	3,5	0,3	0,2	6,0	4,0	5,4	7,6	0,3
Veidekke	1345	1151	9,1	8,7	5,5	5,3	0,3	0,3	14,3	13,7	6,8	7,1	5,1
MT Hoejgaard Holding	147	197	5,0	4,0	3,2	2,7	0,2	0,1	6,7	4,2			1,2
Kreate	73	106	10,1	11,3	6,9	6,2	0,4	0,4	9,9	9,1	5,8	6,1	1,6
Sitowise	142	228	12,7	10,4	8,0	7,1	1,1	1,0	11,4	9,1	3,0	3,5	1,1
Sweco	4147	4465	20,4	18,6	15,6	14,5	1,9	1,8	25,1	22,8	2,2	2,3	4,3
AFRY	1834	2920	18,5	16,2	12,1	11,1	1,3	1,3	16,2	14,0	3,1	3,6	1,6
Enersense	82	95	16,7	8,9	6,5	4,9	0,3	0,3	62,4	15,5	2,0	2,4	1,4
Eltel	125	255	46,5	16,5	7,5	5,5	0,3	0,3		159,4		0,6	0,6
Dovre Group	64	61	6,8	6,8	6,8	6,1	0,3	0,3	15,1	12,1	1,7	1,7	1,7
Netel	146	209	9,5	8,4	7,4	6,8	0,7	0,6	9,5	8,2	4,0	4,8	1,3
<b>NYAB (Inderes)</b>	<b>500</b>	<b>477</b>	<b>15,5</b>	<b>14,3</b>	<b>14,2</b>	<b>13,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>18,4</b>	<b>17,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>13,8</b>	<b>10,5</b>	<b>7,8</b>	<b>6,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>15,1</b>	<b>19,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>1,8</b>
<b>Mediaani</b>			<b>11,1</b>	<b>9,8</b>	<b>7,4</b>	<b>6,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>11,3</b>	<b>10,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>1,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>40 %</b>	<b>46 %</b>	<b>92 %</b>	<b>101 %</b>	<b>264 %</b>	<b>221 %</b>	<b>63 %</b>	<b>74 %</b>	<b>-72 %</b>	<b>-67 %</b>	<b>54 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	494,8 %	35,5 %	14,0 %	10,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,9 %	2,3 %	2,4 %	3,3 %	3,9 %	3,9 %	3,9 %	3,7 %	3,9 %	3,7 %	6,0 %	6,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>12,2</b>	<b>7,7</b>	<b>9,2</b>	<b>13,9</b>	<b>17,6</b>	<b>18,6</b>	<b>19,6</b>	<b>19,5</b>	<b>21,4</b>	<b>20,9</b>	<b>34,5</b>	
+ Kokonaispoistot	20,9	25,9	26,2	26,2	26,3	26,0	26,1	25,8	23,5	23,7	9,6	
- Maksetut verot	-3,1	-2,3	-2,4	-2,7	-6,0	-8,3	-8,5	-8,4	-8,3	-8,2	-8,1	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-19,4	-8,3	-5,6	-4,6	-3,5	-3,2	-2,9	-3,0	-2,5	-2,0	-1,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>10,4</b>	<b>23,0</b>	<b>27,3</b>	<b>32,8</b>	<b>34,2</b>	<b>33,0</b>	<b>34,2</b>	<b>33,7</b>	<b>33,9</b>	<b>34,2</b>	<b>34,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-212	-3,1	-3,3	-3,5	-3,6	-3,7	-3,9	-4,1	-4,3	-4,5	-4,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-201</b>	<b>19,9</b>	<b>24,0</b>	<b>29,3</b>	<b>30,6</b>	<b>29,3</b>	<b>30,3</b>	<b>29,6</b>	<b>29,6</b>	<b>29,7</b>	<b>30,6</b>	
+/- Muut	191	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-10,4	25,5	24,0	29,3	30,6	29,3	30,3	29,6	29,6	29,7	30,6	482
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>24,1</b>	<b>21,0</b>	<b>23,5</b>	<b>22,7</b>	<b>20,0</b>	<b>19,1</b>	<b>17,2</b>	<b>15,8</b>	<b>14,7</b>	<b>13,9</b>	<b>219</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		411	387	366	342	320	300	281	263	248	233	219
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>411</b>										
- Korolliset velat		-18,5										
+ Rahavarat		13,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>421</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>0,60</b>										

Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,6 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,5 %</b>

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>47,7</b>	<b>239</b>	<b>216</b>	<b>193</b>	<b>170</b>
Liikearvo	36,4	207	183	160	137
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,0	0,1	0,2	0,3
Käyttöomaisuus	5,5	15,3	15,5	15,6	15,9
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	5,4	16,7	16,7	16,7	16,7
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>29,1</b>	<b>99,1</b>	<b>137</b>	<b>170</b>	<b>203</b>
Vaihto-omaisuus	1,8	2,3	3,4	3,8	4,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	23,2	83,0	114	130	143
Likvidit varat	4,1	13,8	20,0	35,7	55,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>76,8</b>	<b>338</b>	<b>353</b>	<b>363</b>	<b>373</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>55,5</b>	<b>263</b>	<b>262</b>	<b>260</b>	<b>262</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-19,7	-10,6	-11,5	-12,9	-11,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	75,1	273	273	273	273
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>4,1</b>	<b>11,4</b>	<b>10,1</b>	<b>10,1</b>	<b>10,1</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Lainat rahoituslaitoksilta	4,1	11,3	10,0	10,0	10,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>17,2</b>	<b>63,6</b>	<b>81,3</b>	<b>92,2</b>	<b>101</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1,6	7,2	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	15,6	53,3	77,2	88,0	96,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	3,1	3,1	3,1	3,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>76,8</b>	<b>338</b>	<b>353</b>	<b>363</b>	<b>373</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	41,6	247,7	335,7	382,7	EPS (raportoitu)	-0,02	0,01	0,01	0,01
Käyttökate	1,5	33,1	33,6	35,4	EPS (oikaistu)	-0,01	0,04	0,04	0,04
Liikevoitto	-0,8	12,2	7,7	9,2	Operat. kassavirta / osake	-0,03	0,01	0,03	0,04
Voitto ennen veroja	-4,7	10,6	6,3	8,0	Vapaa kassavirta / osake	-0,19	-0,01	0,04	0,03
Nettovoitto	-4,9	8,4	4,1	5,6	Omapääoma / osake	0,19	0,37	0,37	0,37
Kertaluontoiset erät	-2,2	-18,2	-23,1	-23,1	Osinko / osake	0,00	0,01	0,01	0,01
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	76,8	337,7	353,3	362,6	Liikevaihdon kasvu-%	1041041 %	495 %	36 %	14 %
Oma pääoma	55,5	262,7	261,9	260,4	Käyttökateen kasvu-%		2073 %	2 %	5 %
Liikearvo	36,4	206,5	183,4	160,3	Liikevoiton oik. kasvu-%		2215 %	1 %	5 %
Nettovelat	1,6	4,7	-9,0	-24,7	EPS oik. kasvu-%		-498 %	2 %	6 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	3,7 %	13,4 %	10,0 %	9,3 %
Käyttökate	1,5	33,1	33,6	35,4	Oik. Liikevoitto-%	3,2 %	12,3 %	9,2 %	8,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-10,4	-19,4	-8,3	-5,6	Liikevoitto-%	-2,0 %	4,9 %	2,3 %	2,4 %
Operatiivinen kassavirta	-8,8	10,4	23,0	27,3	ROE-%	-16,7 %	5,3 %	1,5 %	2,1 %
Investoinnit	-39,7	-211,8	-3,1	-3,3	ROI-%	-2,3 %	7,1 %	2,7 %	3,3 %
Vapaa kassavirta	-54,8	-10,4	25,5	24,0	Omavaraisuusaste	72,3 %	78,8 %	74,1 %	71,8 %
					Nettovelkaantumisaste	2,9 %	1,8 %	-3,4 %	-9,5 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>					
EV/Liikevaihto	5,9	2,5	1,4	1,2					
EV/EBITDA (oik.)	>100	18,7	14,2	13,0					
EV/EBIT (oik.)	>100	20,3	15,5	14,3					
P/E (oik.)	neg.	23,1	18,4	17,4					
P/B	4,4	2,3	1,9	1,9					
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,8 %	1,4 %	1,7 %					

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25.4.2023	Vähennä	0,70 €	0,71 €

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

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**