

NORRHYDRO

2.12.2025 21.00 EEST



Pauli Lohi
+35845 134 7790
pauli.lohi@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Valoa sylinteriputken päässä

Näemme Norrhydrolla suotuisat tulokasvunäkymät lähivuosille perinteisten hydraulikkasynterierien saralla, jossa yhtiö on voittanut markkinaosuutta pitkällä aikavälillä ja hyötyy nyt uudesta modernista tehtaastaan. NorrDigi-teknologiat voisivat mahdollistaa vielä vahvempaa ja korkeakattisempaa kasvua pitkällä aikavälillä, mutta näkyvyys kaupallistamisessa onnistumiseen on toistaiseksi epävarma. Tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat vielä nykyisellä tulosasolla koholla ja velkainen tase nostaa riskiprofiilia, mutta arvioimme molempien kehittyvän sijoittajan kannalta parempaan suuntaan meneillään olevan tuloskäänteen ajamana. Toistamme yhtiön lisää-suosituksen ja 1,60 euron tavoitehinnan.

Hydrauliikkasynterit mobiileihin työkoneisiin

Norrhydro Group on Rovaniemellä toimiva hydraulikkasynterierien valmistaja, jonka asiakkaisiin kuuluu mm. materiaalinkäsittely-, metsä-, kaivu- ja kallioporaus koneiden globaalisti toimivia valmistajia. Liiketoiminta perustuu pitkiin asiakassuhteisiin ja yhteistyössä asiakkaiden kanssa tehtävään tuotekehitykseen. Keskeiset asiakkaat toimivat pääosin Itämeren alueella, mutta uusien, edistyneempää teknologiaa edustavien NorrDigi-synterierien kohdemarkkina on globaali. NorrDigin globaalia kaupallistamista edistetään OEM- ja jakelukumppanien kautta, mikä voisi auttaa teknologian skaalaamisessa suhteellisen kevyin resurssein.

Uusi tehdas tukee markkinaosuuden kasvua

Arvioimme perinteisten synterierien markkinan kasvavan keskimäärin noin 4 %/v (2030 saakka), minkä lisäksi Norrhydro on historiassa voittanut markkinaosuutta. Uusi moderni, korkeamman automaatioasteen tehdas valmistui Rovaniemelle vuonna 2022 ja se tukee tuotannon tehokkuutta sekä yhtiön markkina-asemaa myös jatkossa. Vaikka kiinteä kulumassa on tehtaan myötä kasvanut, arvioimme sen mahdollistavan aiempaa korkeamman kannattavuuden volyymin kasvaessa. Markkinakysyntä oli vuoden 2024 aikana historiallisen heikolla

tasolla, mutta on elpynyt merkittävästi vuonna 2025 aikana mm. materiaalinkäsittely- ja kaivosteollisuuden tuella, joskin rakennus- ja metsäkoneiden kysyntä on vielä heikkoa.

NorrDigi-teknologian kaupallistaminen alkuvaiheessa

Norrhydro on käyttänyt viime vuosina merkittävästi resursseja uusiin arvokkaampiin NorrDigi-synteriteknologioihin (MCC=monikammiosynteri ja EMA=sähkösynteri). Teknologian pohja on jo valmis ja lähivuosina toiminnan fokus on kaupallistamisen edistämiseksi ja asiakassovellusten kehittämisessä yhteistyössä asiakkaiden ja jakelijoiden kanssa. Liikevaihto on toistaiseksi pientä, minkä vuoksi arvioimme NorrDigillä olevan toistaiseksi noin 1 MEUR negatiivinen vaikutus konsernin liiketulokseen. Olemme ennusteissamme olettaneet NorrDigin kasvun olevan lähivuosina maltillista ja korostuvan vasta keskipitkällä aikavälillä (2028-). Näkyvyys kysyntään ja massatuotantovaiheeseen yltämiseen on vielä heikko.

Käänneyhtiöön liittyy riskejä, mutta myös mahdollisuuksia

Arvioimme Norrhydron olevan keskellä tuloskäännettä, joka voisi auttaa yhtiötä vähentämään korkeaksi nousseen velkaisuuden aiheuttamaa taseriskiä (nettovelka/käyttökate Q3'25: 4,4x). Kuluvan vuoden tulospohjainen arvostus EV/EBIT 17x on vielä korkea, mutta vuoden 2026 vaativammilla ennusteilla kerroin on jo edullinen 10x. Norrhydron kohdalla on lisäksi hyvä huomioida alkuvaiheessa olevan Norrdigin negatiivinen tulosvaikutus ja myöhempi kasvupotentiaali. NorrDigin arvioidulla tuloksella oikaistuna EV/EBIT olisi enää 10x 2025e ja 8x 2026e, joten arvioimmeekin että nykykurssi olisi jo perusteltavissa puhtaasti perinteisen liiketoiminnan tuloksella, vaikka NorrDigin läpimurtoon ei uskoisikaan. Vaikka arvostus näyttäyty houkuttelevana ja arvioimme näkymät nousujohteisiksi, on hyvä huomioida osakkeen koholla oleva riskitaso, mikä liittyy mm. toimialan syklisyyteen, riippuvuuteen tietyistä asiakkaista, velkaisuuteen ja NorrDigin läpimurron vaikeaan ennustettavuuteen.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

1,60 EUR

(aik. 1,60 EUR)

Osakekurssi:

1,22 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	24,2	28,9	31,6	34,9
kasvu-%	-20 %	19 %	9 %	11 %
EBIT oik.	0,0	1,4	2,1	2,7
EBIT-% oik.	-0,1 %	4,7 %	6,7 %	7,6 %
Nettotulos	-1,3	0,1	0,9	1,4
EPS (oik.)	-0,11	0,02	0,08	0,13
Osinko	0,00	0,00	0,00	0,04

P/E (oik.)	neg.	71,7	14,5	9,1
P/B	2,3	1,7	1,5	1,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,3 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	16,7	10,4	7,7
EV/EBITDA	21,8	8,8	6,3	4,9
EV/Liikevaihto	1,1	0,8	0,7	0,6

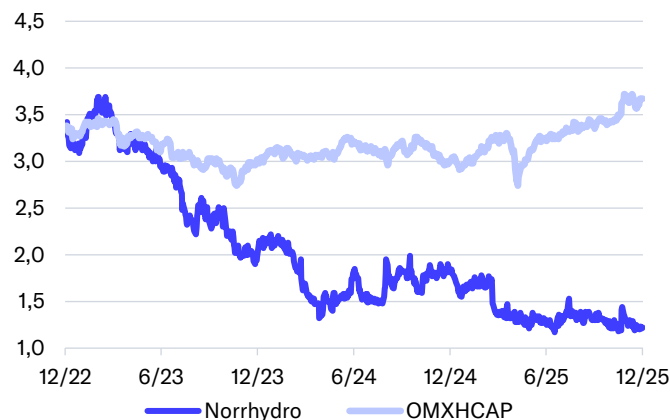
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

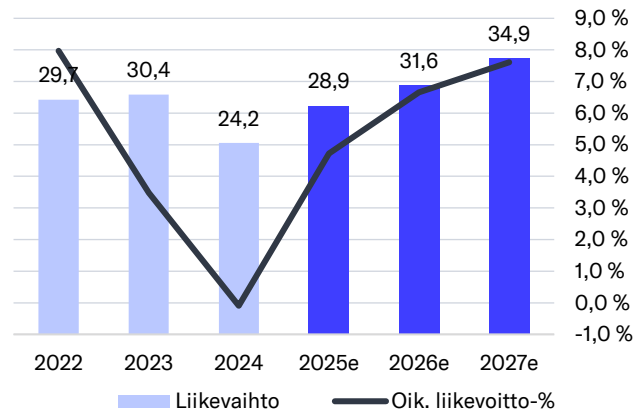
Vuoden 2025 liikevaihdon ja käyttökateen odotetaan kasvavan vuodesta 2024 (liikevaihto oli 24,2 MEUR ja käyttökate 1,3 MEUR)

Osakekurssi



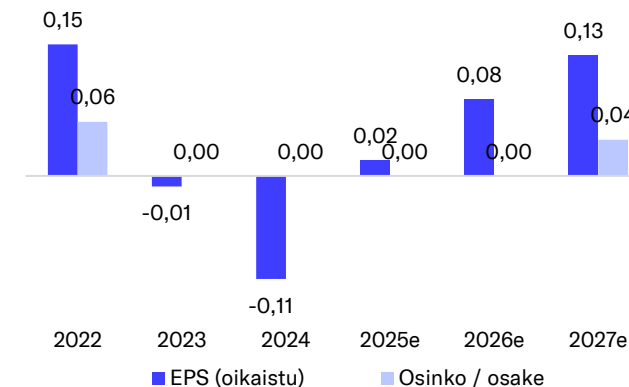
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Perussyylintereissä kasvupotentiaalia markkinan elpymisen ja osuuden voittamisen kautta
- Modernin tehtaan skaalautuminen tukee kannattavuutta
- NorrDigin kasvumahdollisuus korkeamman teknologian tuotteissa
- Edustava asiakasluettelo ja tiiviit, pitkäaikaiset asiakassuhteet

Riskitekijät

- Keskeisten asiakastoimialojen syklisyys
- Asiakaskunnan keskittyneisyys
- NorrDigin kaupallistamisessa epäonnistuminen
- Tase on velkainen ja sisältää merkittävästi aktivoituja kehitysmenoja

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,22	1,22	1,22
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,0	11,0
Markkina-arvo	13	13	13
Yritysarvo (EV)	23	22	21
P/E (oik.)	71,7	14,5	9,1
P/E	>100	15,8	9,6
P/B	1,7	1,5	1,3
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	8,8	6,3	4,9
EV/EBIT (oik.)	16,7	10,4	7,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	31,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Raportin sisältö

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
NorrDigi-teknologia	10-13
Liiketoimintamallin riskiprofiili	14
Sijoitusprofiili	15-17
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	18-20
Toimiala ja kilpailu	21-24
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	25-27
Ennusteet	28-32
Arvonmääritys	33-38
Liitteet	39-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

Norrhydro lyhyesti

Norrhydro suunnittelee ja valmistaa hydraulikka- ja sähkösylinteriä raskaisiin liikkuviin työkoneisiin, kuten metsä-, maanrakennus-, kaivos- ja materiaalinkäsittelykoneisiin.

1985

Perustamisvuosi

27,6 MEUR

Liikevaihto Q4'24-Q3'25 (viim. 12kk)

2,2 MEUR

Käyttökate Q4'24-Q3'25 (viim. 12kk)

0,9 MEUR

Liiketulos Q4'24-Q3'25 (viim. 12kk)

145 hlö

Henkilöstön määrä 30.6.2025

7,9 MEUR oma pääoma

30.9.2025 (0,72 euroa per osake)

Tausta

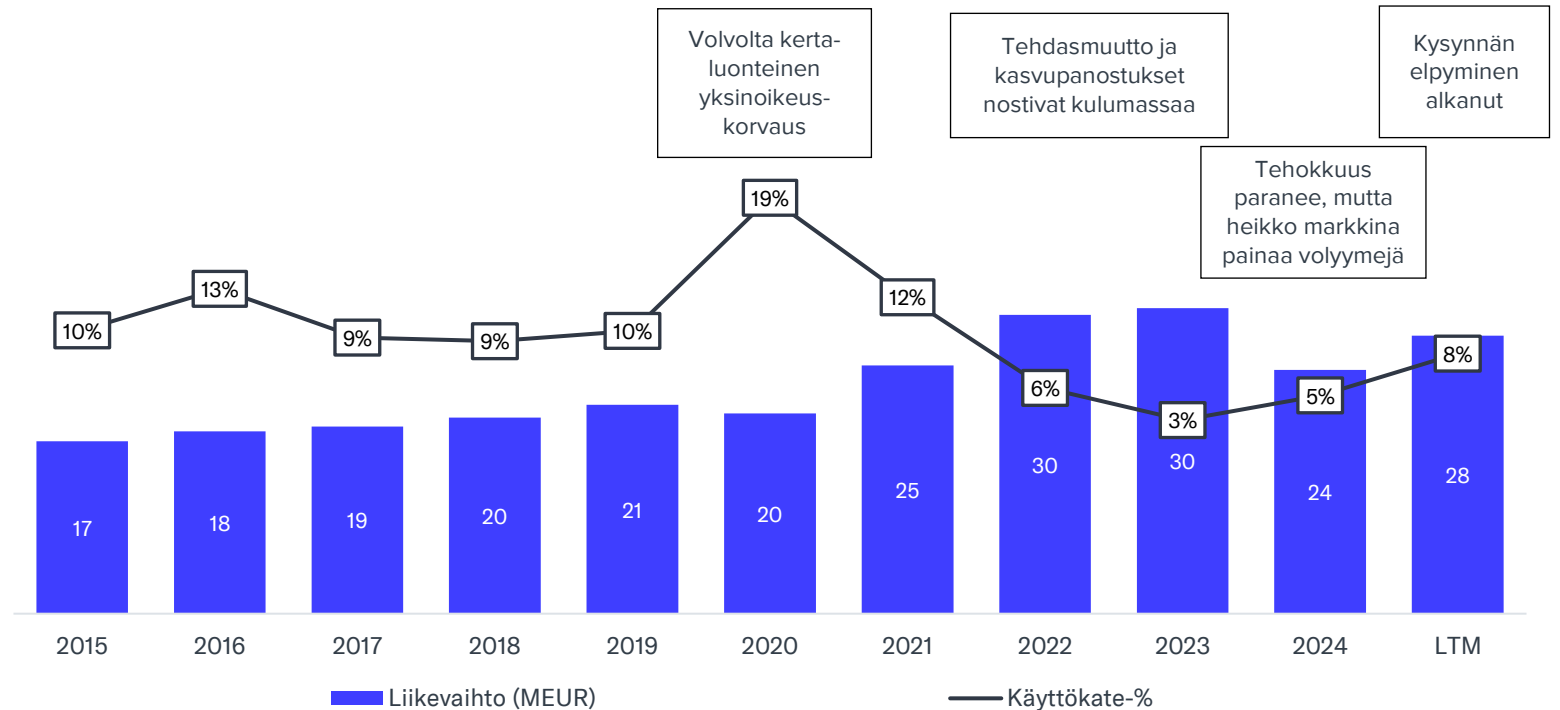
- Kasvanut keskimäärin 5 %/v (2015-24) eli hieman markkinaa nopeammin
- Pitkät asiakassuhteet Itämeren alueen kansainvälisiin konevalmistajiin
- Laatu, luotettavuus ja yhteistyö tuotekehityksessä ovat keskeisiä myyntivaltteja
- Markkina on kilpailtu ja keskeiset kilpailijat ovat pohjoismaisia

NorrDigi

- Uusia kehittyneempiä digitaalisesti ohjattuja sylinteriteknologioita
- Kaupallistaminen vielä alkuvaiheessa
- MCC-monikammiosylinteri kehitetty itse, yhteistyö Volvon kanssa vuodesta 2015
- EMA-sähkösylinterit hankittiin yritysostolla vuoden 2021 lopussa

Uusi tehdas

- Korkeampi automaatioaste ja tehokkuus
- Vahvistaa sekä perinteisten sylinterien että NorrDigin valmistusta
- Valmistui Rovaniemelle vuonna 2022
- Kokonaisuudessaan 17 MEUR:n investointi



LTM: Q4'24-Q3'25 (viim. 12kk)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Merkittävä hydraulikkatoimittaja raskaisiin työkoneisiin

Norrhydro on vuonna 1985 perustettu rovaniemeläinen hydraulii- ja sähkösyylintereiden valmistaja. Yhtiö suunnittelee, valmistaa ja valmistuttaa hydraulisyylintereitä raskaisiin liikkuviin työkoneisiin kuten metsäkoneisiin, maanrakennuskoneisiin, kaivoskoneisiin, materiaalinkäsittelykoneisiin sekä merenkulkusektorille. Työkoneissa hydraulisyylintereitä käytetään nosto-, lasku-, puristus-, työntö-, veto- ja lukitusliikkeisiin. Perusrakenteeltaan hydraulikkasyylinterit ovat yksinkertaisia ja niissä voi olla vain sylinteriputki, mäntä sekä männänvarsi. Norrhydro on erikoistunut korkealaatuisiin asiakasrätälöityihin, energiatehokkaisiin ja vaativissa olosuhteissa toimiviin mobiilien työkoneiden hydraulisyylintereihin.

Perinteisten hydraulisyylinterien lisäksi Norrhydro tavoittelee kasvua digitaalisilla monikammiosyylintereillä (NorrDigi MCC) sekä sähkösyylintereillä (NorrDigi EMA). Näillä voidaan osittain korvata perinteisiä hydraulisyylintereitä ja samalla asiakas saavuttaa merkittäviä kustannus- ja muita hyötyjä. Digitaaliset syylinterit mahdollistavat yhtiölle tulevaisuudessa korkeamman arvonlisän, mutta ratkaisujen kaupallistaminen on vielä melko aikaisessa vaiheessa (osuus liikevaihdosta arviolta 1-2 % vuonna 2025).

Oma valmistus keskittyy kokoonpanoon

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

komponenttien proto-osat ja piensarjat. Yksittäisten komponenttien ja niiden piensarjojen teettäminen alihankintana olisi hidasta ja kallista kun sen sijaan pidemmät sarjat ovat edullisempia alihankittuina. Kaikkiaan Norrhydron tuotannossa aktiivisten eli liikevaihtoa kerryttävien nimikkeiden määrä on 200-300 kpl. Kuitenkin yhtiön mukaan 80 % liikevaihdosta kertyy alle 100:sta nimikkeestä. Aktiivisten nimikkeiden määrä on ollut isossa kuvassa nousutrendillä, mikä on nähdäksemme luonnollista yhtiön vahvistuneen markkinaosuuden myötä.

Norrhydron omat tuotantovaiheet ovat 1) putken sahaus ja pesu sekä komponenttien poiminta; 2) esisorvaus; 3) männänvarren ja männänkierteen sorvaus; 4) männänvarren ja sylinterin pohjan hitsaus; 5) kokoonpano (ml. tiivisteiden asennus) ja testaus; 6) maalaus ja pintakäsittely sekä 7) pakkaus ja toimitus / varastointi. Tehtaan konekanta (mm. CNC-sorvit ja työstökoneet sekä robotisoidut hitsaus- ja pintakäsittelylinjat) on moderni ja yhtiö jatkaa työvaiheiden automatisointia asteittain.

Automaatioaste nousi uuden tehtaan myötä

Norrhydro rakennutti vuosina 2021-2022 uuden tehtaan Rovaniemelle vanhan tehtaan läheisyyteen. Investointi kasvatti merkittävästi yhtiön tuotantokapasiteettia ja mahdollistaa tuotannollisen tehokkuuden parantamisen korkeamman automaatioasteen myötä. Norrhydron mukaan uuden tehtaan tuotannonvirtaus on selvästi aiempaa tehokkaampaa ja samat tuotantomäärät kyetään saavuttamaan oleellisesti pienemmällä henkilömäärällä. Henkilöintensiivisyyden lasku on alkanut myös realisoitumaan tehtaan toiminnan tehostuessa haastavien alkuvuosien jälkeen. Läpimenoajat verrattuna vanhaan tehtaaseen ovat lyhentyneet 15-20 %:lla.

**NORR
HYDRO**

Liiketoiminnan painopisteet

Tavanomaiset hydraulisyylinterit

- Valtaosa liikevaihdosta
- Uusi tehdas mahdollistaa kasvua ja tukee tehokkuutta
- Kilpailtu toimiala, jossa vaikea saada korkeaa kannattavuutta ja siten korkeaa tuottoa pääomalle

NorrDigi

- Uutta älykkäämpää teknologiaa
- Kaupallistaminen alkuvaiheessa
- Mahdollisuus korkeampiin katteisiin ja arvonluontiin kaupallistamisen onnistuessa

Norrhydron toimipaikat

Rovaniemi

- Pääkonttori
- Tuotantolaitos
- Tuotekehitystä



Tampere

- NorrDigin tuotekehitysyksikkö



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Tehtaan kiinteät kustannukset ovat aikaisempaa korkeammat mm. kohonneen vuokratason myötä, mutta toisaalta volyymien kasvattaminen mahdollistaa toteutuessaan merkittävää operatiivista vipua ja tuloskasvua tulevaisuudessa.

Investointi oli kokonaisuudessaan noin 17 MEUR, josta 11 MEUR kohdistui itse rakennukseen (vuokrattu) ja 6 MEUR koneinvestointeihin. Norrhydron konekannasta suurin osa siirtyi uuteen tehtaaseen. Suurimpia uusia koneinvestointeja olivat pitkälle automatisoitu maalauslinja (1,5 MEUR) sekä kitkahitsausautomaatti (1,3 MEUR). Vanhaan tehtaaseen verrattuna tuotantopinta-ala kasvoi noin 90 %. Tehdas sijaitsee kaupungin vuokramaalla ja rakennuksen omistaa OP Kiinteistösjoiutus Oy. Norrhydron nykyinen vuokrasopimus ulottuu vuoteen 2036 eikä sen jatkaminen aikanaan muodostune ongelmaksi.

Perinteisten hydraulisylinterien valmistuskapasiteetti on nyt noin 70-75 000 kpl vuodessa eli 40-50 % enemmän kuin vanhassa tehtaassa. Nykyisessä tehtaassa kapasiteettia olisi Norrhydron mukaan mahdollista kasvattaa aina 120 000 kpl asti. Kappalemääräisen kapasiteetin merkitys ei kuitenkaan ole kovin keskeinen vaan myös sylinterin keskihinnalla on merkitystä. Monimutkaisemmat sylinterit ovat kalliimpia ja hitaampia valmistaa mutta samalla hinta on tietenkin korkeampi. Perinteisten hydraulisylinterien myyntihinnat ovat tyyppillisesti 500-700 EUR/kpl. Tuotteiden laatu ja tuotannon toimitusvarmuus ovat kohonneet uudessa tehtaassa korkealle tasolle tehtaan ylösajossa koettujen haasteiden jälkeen.

Alihankinta-asteen nosto vahvistanut tuottavuutta

Rovaniemen tehdas toimii tyyppillisesti kahdessa vuorossa viitenä päivänä viikossa. Kapasiteetin kasvattaminen jatkossa on mahdollista ja myös taloudellisempaa pelkillä

koneinvestoinneilla ilman vuorojen lisäämistä.

Yhtiö on viime vuosina ulkoistanut vahvasti komponenttituotantoon, mikä on mahdollistanut oman kustannusrakenteen keventämisen ja toiminnan tehostamisen. Kaikki sarjatuotantoon menevät komponentit alihankitaan ja myös kokonaisten sylinterien piensarjoja voidaan tarvittaessa alihankkia. Ulkoistetun komponentti- ja osavalmistuksen osuus on käsityksemme mukaan selvästi yli 50 %. Norrhydro ei ole nimennyt tärkeimpiä alihankkijoita, mutta nämä ovat ”tunnettuja konepajoja ja tukkureita”. Kaikkiaan alihankkijoita on yli 100 kpl ja verkosto on globaali. Määrä on viime vuosina laskenut ensi sijassa pienempien toimittajien karsimisen seurauksena, kun Norrhydro on keskittänyt etenkin koneistusalihankintaa.

Norrhydron mukaan alihankittujen materiaalien ja komponenttien saatavuus on parantunut vuodesta 2023 lähtien. Yhtiön omia varastoja on pyritty pienentämään, sillä ne olivat tehdasmuuton seurauksena kohonneet tarpeettoman korkeiksi. NorrDigi-tuotteissa käytettävät anturit (MCC) ja kuularuuvit (EMA) ovat yhtiölle toistaiseksi matalamman hankintavolyymien tuotteita ja niiden toimitusajat ovat ajoittain venyneet. Mikäli yhtiö tulevaisuudessa siirtyy näissä tuotteissa suurempiin sarjoihin ja vakiintuneempaan volyymiin, arvioimme näille komponenteille löytyvän luotettavia ja riittävän nopeita toimittajia.

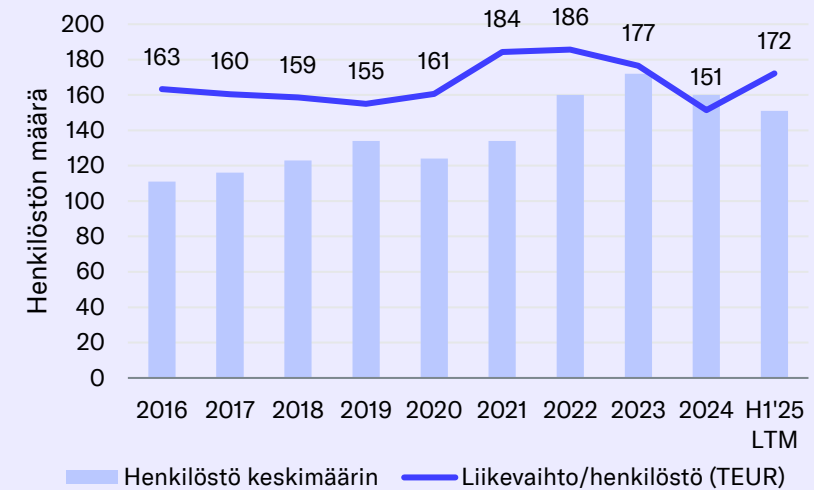
Integroitu toimitusketju

Norrhydron asiakastoimitukset tapahtuvat pääsääntöisesti strategisten kumppaniasiakkaiden Pohjoismaissa sijaitseviin tehtaisiin. Näitä ovat mm. Ponsen tehdas Vieremällä, Sandvikin tehdas Tampereella, Kongsberg Maritimen tehtaas Raumalla ja Kokkolassa sekä HMF:n tehdas Høbjergissa Tanskassa.

Arvoketju



Henkilöstön määrä ja liikevaihto/henkilöstö



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Norrhydro saa näiltä asiakkailtaan ajantasaiset kysyntäennusteet, joiden avulla se suunnittelee omaa toimintaansa ja alihankintojaan. Integroitu toimitusketju varmistaa kriittisten materiaalien ja komponenttien saatavuuden sekä auttaa Norrhydroa hallitsemaan komponenttivaraston kokoa ja kuranttiutta.

Kotimaan myynnin osuus liikevaihdosta oli 70 % vuonna 2024 (2023: 68 %) ja suurin osa asiakastoimituksista oli kotimaan raide- ja kumipyöräkuljetuksia. Vaikka viennin osuus (2024: 30 %) on hieman laskenut vuodesta 2022 (36 %), on sen osuus kuitenkin isossa kuvassa ollut nousussa (vuonna 2019: 13 %). Tavallisesti asiakkaat vastaavat rahdin kustannuksista, joten tältä osin Norrhydron riski on pieni.

Partneriasiakkaita palvellaan tuotekehitysvaiheesta alkaen

Norrhydron asiakaskunnan ytimessä ovat metsä-, kaivu-, paalutus-, kallioporaus- ja lastinkäsittelykoneiden valmistajat. Yhtiön pääasiakkaat ovat toimialojensa globaalisti merkittävimpiä yrityksiä ja monissa tapauksissa asiakassuhde ulottuu monen vuoden tai vuosikymmenen taakse. Keskeisiä asiakkaita ovat mm. metsäkonevalmistaja Ponsse, paalutuskonevalmistaja Junttan, materiaalinkäsittelykoneiden valmistaja Mantsinen Group, kallioporauslaite-valmistaja Sandvik Mining and Construction sekä tanskalainen nosturivalmistaja HMF Group. Muita tunnettuja asiakasnimiä ovat mm. Hiab, Kalmar, Metso (kivenmurkaus) ja Kongsberg Maritime.

Norrhydrolla on pääasiakkaidensa kanssa sitouttava kumppanuusmalli, jossa se on mukana jo asiakkaan tuotekehitysvaiheessa ja yhteistyö jatkuu asiakkaan tuotteen elinkaaren loppuun saakka. Kaikki Norrhydron asiakkailleen toimittamat tuotteet ovat räätälöityjä. Tämä nostaa kynnystä toimittajan vaihtamiseen, vaikka Norrhydro ei normaalisti olekaan asiakkaan ainoa sylinteritoimittaja.

Yhteistyössä Norrhydron tehtävänä on tuotesuunnittelu (jossa asiakas spesioi tuotteelle asetettavat vaatimukset, käytettävät materiaalit ja vaadittavan dokumentaation) sekä tietenkin itse tuotteen valmistus. Toimitussopimusten kesto on yleensä 2-5 vuotta.

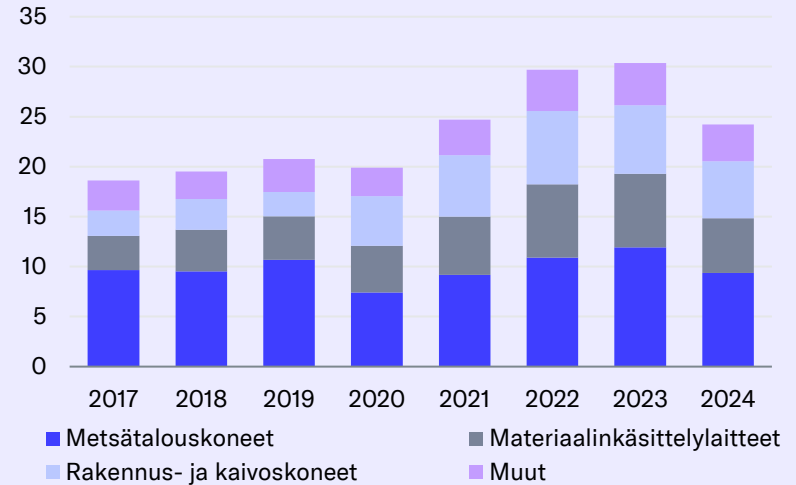
Norrhydrolla on hydraulisyntereissä OEM-asiakkuuksia eli ns. partneriasiakkaita 10-15 kpl ja merkittävien asiakkaiden kokonaismäärä on n. 50. Käsitksemme mukaan yhtiö ei ole kokenut huomattavia asiakasmenetyksiä, mutta joitakin pienempiä ja vähemmän kannattavia asiakkuuksia yhtiö on ohjannut muiden sylinterivalmistajien suuntaan. Yhtiö on jatkanut aktiivista uusasiakashankintaa, joskin heikko kokonaismarkkinakysyntä ja kulukontrolli ovat jossain määrin rajoittaneet myynnin resursointia.

Liikevaihdon rakenne tasapainottunut viime vuosina

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

Yhtiöllä on merkittävä eli arviolta noin 25-30 %:n riippuvuus liikevaihto-osuudella mitattuna Ponssesta. Norrhydrolla on arviomme mukaan 2 muuta asiakasta, jotka vastaavat noin 10 %:sta yhtiön liikevaihtoa. Kaikkiaan Norrhydron riippuvuudet yksittäisistä asiakkaista ovat edelleen merkittäviä, mutta riippuvuus Ponssesta on vähentynyt takavuosien lähes 50 %:sta, kun muilta asiakkailta ja toimialoilta tuleva liikevaihto on kasvanut Ponssea nopeammin.

Hydraulisyntereiden liikevaihto asiakasryhmittäin, MEUR



Lähde: Arvioitu mm. keskeisten asiakkaiden liikevaihtolukujen perusteella.

Norrhydron asiakkaita



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

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

Jälkimarkkinaliiketoiminta keskittyy varaosiin

Norrhydrolla ei ole erillistä palveluorganisaatiota jälkimarkkinatoimintoihin. Palveluliiketoiminta on OEM-asiakkaiden liiketoiminnan keskiössä ja Norrhydron roolina on tukea tätä toimintaa luotettavilla varaosatoimituksilla. Varaosa- ja muu jälkimarkkinatoiminta vastaa arviolta 10-15 % Norrhydron liikevaihdosta, joskaan tällä ei arviomme mukaan ole merkittävää vaikutusta Norrhydron kannattavuuteen.

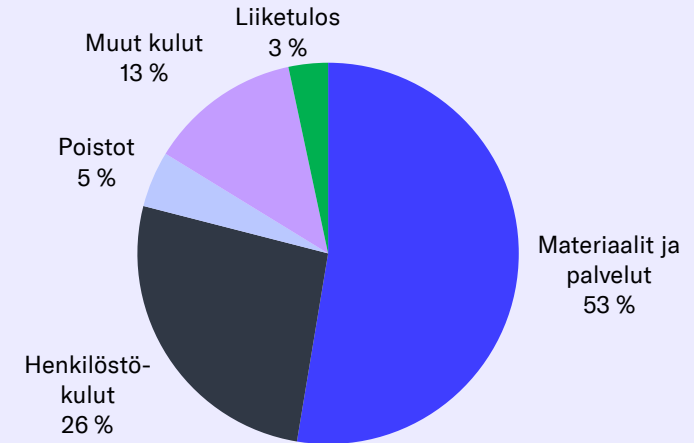
Kulurakenne tarjoaa merkittävän operatiivisen vivun

Arvioimme kannattavuuden tärkeimmäksi ajuriksi lähitulevaisuudessa tehtaan käyttöasteiden kehityksen, sillä automaatioasteen kasvu ja kasvaneet kiinteät kulut ovat kasvattaneet operatiivista vipua. Norrhydro on investoinut viime vuosina (erityisesti vuonna 2022) merkittävästi tuotantolaitokseensa, minkä johdosta yhtiön tuotannollinen kapasiteetti mahdollistaa runsaan volyymikasvun ilman merkittäviä koneinvestointeja. Tämä arviomme mukaan tukee yhtiön lähivuosien liiketoiminnan rahavirtaa suhteessa liikevoittoon. Pitkässä juoksussa tuotemixin merkitys korostuu, sillä etenkin NorrDigi-tuotteiden osuuden kasvu liikevaihdosta voisi vahvistaa yhtiön kannattavuusprofiilia kaupallistamispyrkimysten onnistuessa.

Norrhydron tuloslaskelmassa materiaalit ja palvelut muodostavat suurimman kuluerän (2020-2024 keskiarvo:

~50 % liikevaihdosta). Materiaalikate (vajaa 50 %) on siten nähdäksemme terveellä tasolla ja voisi mahdollistaa nykytasoa vahvemman kokonaiskannattavuuden. Toiseksi merkittävin kuluerä on henkilöstökulut (2020-2024: ~28 % liikevaihdosta). Henkilöstökulujen liikevaihto-osuus on melko korkea, mutta osuus on ollut viime vuosina laskussa alihankinta-asteen kasvattamisen sekä tuotannon automatisoinnin kautta. Liiketoiminnan muiden kulujen (2020-24: ~13 %) sekä poistojen (4 %) historialliset liikevaihto-osuudet ovat melko tyypillistä tasoa toimialalla.

Liikevaihdon jakautuminen kulueriin ja tulokseen (LTM)



NorrDigi-teknologia 1/4

Digitaalisesti ohjatut ratkaisut tarjoavat mahdollisuuden pitkän aikavälin arvonluontiin

Norrhydro on viime vuosina käyttänyt kokoluokkaansa nähden merkittävästi resursseja uusien arvokkaampien NorrDigi-sylinteriteknologioiden kehittämiseen ja kaupallistamiseen. Digitaalisesti ohjatut MCC-monikammiosylinterit ja EMA-sähkösylinterit tarjoavat merkittäviä ja rahanarvoisia hyötyjä loppuasiakkaille, kuten liikkuvien työkoneiden tai teollisten järjestelmien käyttäjille. Nämä uudet teknologiat erottuvat merkittävästi olemassa olevasta kilpailusta ja voisivat siten mahdollistaa Norrhydroille korkeakatteista, arvoa luovaa liikevaihdon kasvua pitkällä aikavälillä. Lyhyellä aikavälillä uusien teknologioiden osuus yhtiön liikevaihdosta on vielä erittäin matala, koska myynti koostuu toistaiseksi lähinnä prototyypeistä tai piensarjoista. Norrhydro on viime aikoina siirtänyt fokusta NorrDigissä kehityksestä myyntipuolelle ja pyrkii aktiivisesti löytämään sopivia kumppaniasiakkaita teknologioiden kaupallistamiseksi. Kumppanit voivat olla mm. työkoneiden tai teollisten järjestelmien valmistajia.

NorrDigi MCC tarjoaa merkittävää kustannustehokkuutta

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

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

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

- 4-kammioiset hydraulisynterit mahdollistavat energian 16-portaisen annostelun aina kulloisenkin tarpeen mukaan verrattuna perinteisten sylintereiden 4-portaisuuteen;
- Paine- ja asentoantureita hyödyntävä liikkeenhallintajärjestelmä optimoi energiankulutusta;
- Työkoneen toiminnan aikana syntyvää energiaa tallennetaan erillisiin paineakkuihin, joista se voidaan käyttää uudestaan;
- Digitaalinen ohjaus tukee työkomentojen ohjelmointia ja automaatioasteen kasvattamista.

NorrDigi-teknologiat

MCC monikammiosylinteri

EMA sähkösylinteri

Digitaalinen ohjaus ja ohjelmoitavuus

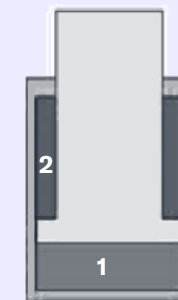
Energiatehokkuus

Tarkkuus

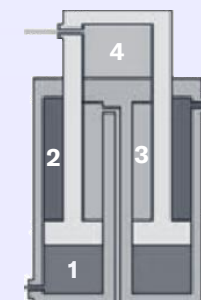
Korkeampi hinta ja katepotentiaali¹

1) Suhteessa perinteisiin hydraulisyntereihin

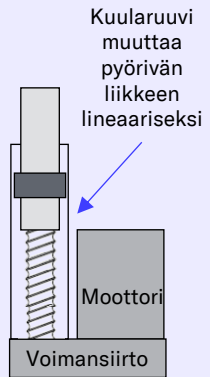
Sylinterityyppien vertailua



Perinteinen kaksikammiosylinteri



Monikammiosylinteri



Sähkösylinteri

NorrDigi-teknologia 2/4

Hyödyistä konkreettisia näyttöjä

NorrDigi MCC on keväällä 2024 järjestetyissä Volvo CE:n testeissä ja 30 tonnin Volvo EC300E –kaivukonetta käytettäessä saavuttanut 6-12 %:n tuottavuuden kasvun, 50 %:n polttoaineen säästön sekä 50 %:sen CO₂-päästövähennyksen. Omilla nettisivuillaan Norrhydro kertoo NorrDigi MCC:n paineakkujen taltioivan 80 % käytetystä energiasta, mikä suurelta osin selittää edellä kuvattuja säästöjä. Norrdigi MCC -koneella on tehty runsaasti kenttätestejä vuosien 2024-2025 aikana. Norrhydron mukaan palaute teknologiasta on ollut hyvää, vaikka optimoitavaa vielä onkin jäljellä erityisesti ohjauksen hienosäädön osalta.

Lyhyt takaisinmaksuaika investoinnille

NorrDigi-sylintereiden hinta on noin 9-10 TEUR/kpl jolloin normaalitoimituksen eli 4 sylinteriä / kone hinta asiakkaalle on noin 36-40 TEUR. Kustannus on siten monta kertaa korkeampi kuin perinteisten hydraulisylintereiden noin 6 TEUR/kone (1500 EUR/sylinteri). Suuremman investointikustannuksen vastapainona ovat suuret operatiiviset säästöt, joita oheinen kuva havainnollistaa. Volvo CE:n aiemmin esittämän havainnollistavan ”kaivukoneen tuloslaskelman” perusteella MCC-investoinnin takaisinmaksuaika oli vain noin vuosi. MCC:n kaupallisen lanseerauksen alkuvaiheessa sen hinta tulee kuitenkin lyhyiden tuotantosarjojen vuoksi olemaan korkeampi, jolloin takaisinmaksuaika on hieman pidempi, mutta kuitenkin edelleen houkutteleva. Korkea käyttöaste, kuten esimerkiksi kahdessa vuorossa operointi lyhentää takaisinmaksuaikaa merkittävästi.

Volvo pitkäjänteisenä kehityskumppanina

Volvo CE on ollut sopimus pohjaisesti ja aktiivisesti mukana NorrDigi MCC:n kehityksessä vuodesta 2015. Volvo CE on

tehnyt MCC-ratkaisua hyödyntävän kaivukoneen kehitystyötä Norrhydron rinnalla ja myös maksanut NorrDigille kehittymäksuja arviolta 850 TEUR vuosina 2017-2019 ja 1500 TEUR vuosina 2020-2022. Lisäksi Volvo on maksanut Norrhydrolle määräaikaisesta yksinoikeudesta ja teknologian käyttöoikeudesta päästäkseen ensimmäisenä kaivukonevalmistajana NorrDigi-teknologian kanssa markkinoille.

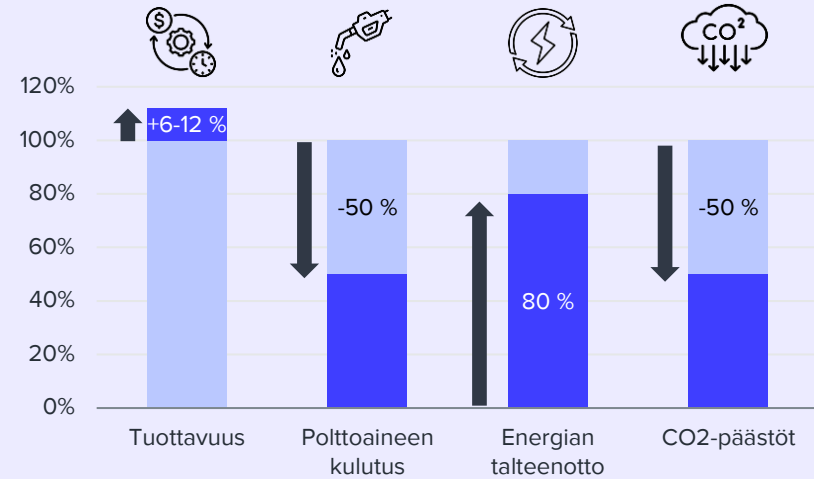
Volvon yksinoikeus teknologiaan tela-alustaisissa kaivukoneissa on sopimusteknisesti rauennut, mutta osapuolet ovat kuitenkin jatkaneet hankkeen edistämistä yhdessä kohti kaupallistamista. Vuonna 2024 Volvo siirsi NorrDigi MCC –kaivureiden ohjausliikkeiden optimoinnin Norrhydrolle. Volvo ei ole enää maksanut tuotekehitysmaksuja Norrhydrolle viime vuosina, mutta tukee hanketta mm. tarjoamalla kaivureita kehitys- ja testauskäyttöön.

Tavoitteena edetä pian myynnin aloittamiseen

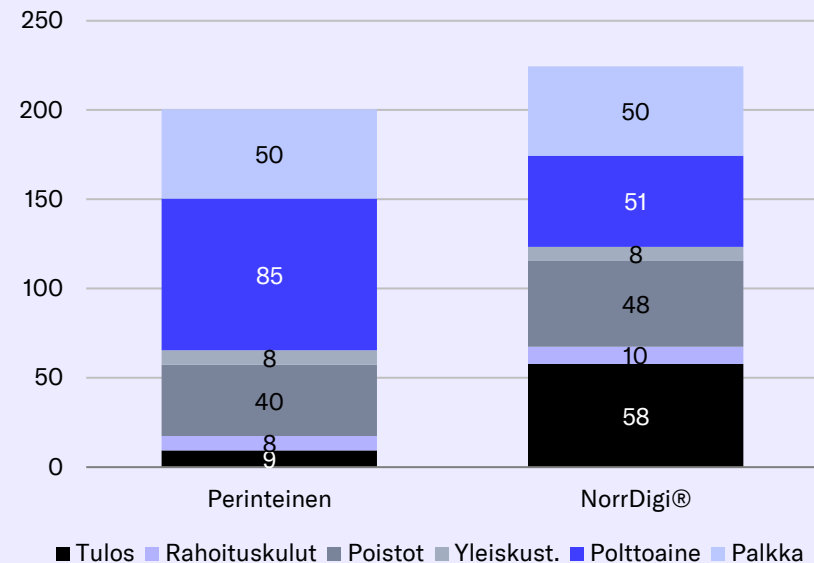
NorrDigi MCC -järjestelmän kaupallistaminen aloitetaan 30-tonnisilla Volvo EC300 Hybrid –kaivukoneilla. Kaivukoneen kaupallinen lanseeraus ja markkinointi aloitettiin jo vuonna 2024, mutta tuote ei ole ollut vielä täysin valmis asiakastoimituksia varten mm. ohjausjärjestelmän osalta. Ohjauksen kehitystyötä on jatkettu 2025 aikana samalla, kun MCC-kaivukone on ollut välillä asiakkailla testikäytössä tarjoten palautetta hienosäätöä varten. Norrhydron tavoitteena on saada tuote pian tilausvalmiiksi.

Myynti aloitetaan alkuvaiheessa Suomesta ja sitä on tarkoitus laajentaa myöhemmin muille markkinoille. Suomen koko 30-tonnisten kaivureiden markkina on vain joitakin kymmeniä kappaleita vuodessa, joten suuremman liikevaihtopotentialin saavuttaminen edellyttää myös kansainvälistä menestymistä.

NorrDigi MCC:n vaikutus kaivukoneen suoritusarvoihin



Volvon esittämä kaivukoneen tuloslaskelma



NorrDigi-teknologia 3/4

Volvo rakentaa kaivukoneiden perusmallit tehtaallaan Etelä-Koreassa, josta ne kuljetetaan CEES:lle Ruotsiin. CEES on Volvon omistama erikoiskoneiden valmistukseen keskittynyt yritys, joka asentaa kyseisiin kaivureihin NorrDigi MCC -hydrauliikka-järjestelmän. NorrDigi MCC tulee suunnitelman mukaan olemaan optiona kaikissa kyseisen mallin kaivureissa.

Keskeiset haasteet MCC:n kaupallistamisen tiellä

Norrhydron alkuperäinen tavoite listautumisen yhteydessä oli aloittaa NorrDigi MCC –ratkaisun sarjatuotantovaihe vuoteen 2024 mennessä, mutta tästä aikataulusta ollaan toistaiseksi jääty jälkeen. Arvioimme keskeisimpien haasteiden kaupallistamispolulla liittyvän mm. edellä mainittuun tarpeeseen MCC-kaivurin ohjauksen hienosäädölle. Kaivinkoneiden käyttäjät ovat tottuneet perinteiseen hydrauliseen ohjaukseen ja siirtymä sähköiseen ohjaukseen voi ottaa aikaa, joskin muutos on

jo käynnissä myös kilpailijoiden koneiden osalta. Myös Norrdigi MCC:llä varustetun kaivurin tarjoamat taloudelliset hyödyt voivat osalla käyttäjistä jäädä osittain toteutumatta, mikäli kaivurin käyttöaste poikkeaa Norrhydron laskelmissaan olettamista tasoista. Rakentamismarkkinan heikko kysyntä on laskenut koneiden käyttöasteita ja lienee hetkellisesti myös laskenut asiakkaiden intoa investoida uusiin teknologioihin ja konekantaan ylipäänsä. Sarjatuotantovaiheen viivästyttämisessä on siis arvioimme mukaan kyse osittain ajoituksellisista tekijöistä, mutta kaupallistamisessa onnistuminen vaatii myös yhtiöltä onnistumisia tuotekehityksessä sekä liiketoiminnallisten hyötyjen terävöittämisessä.

MCC:lle etsitään muitakin sovelluskohteita

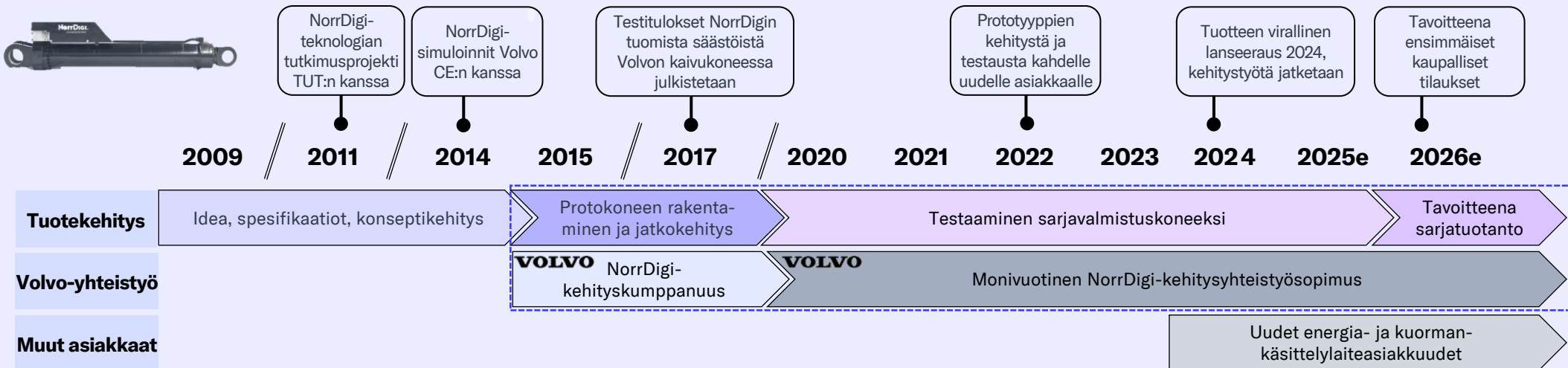
Arvioimme, että MCC:lle voisi löytyä käyttökohteita muiltakin aloilta. Yksinkertaisissa nostoliikkeissä ratkaisun

tekninen toteutus on selvästi yksinkertaisempi verrattuna kaivurin ohjausliikkeiden hallintaan, jolloin lisätuotekehityksen tarve on vähäisempää ja kaupallistaminen voisi tapahtua nopeammalla aikataululla verrattuna monivuotiseen kaivukonehankkeeseen.

Yhtiö tiedotti 2024 lokakuussa tuovansa MCC:n USA:n öljy- ja kaasumarkkinoille paikallisen integraattorin Aberdeen Dynamicsin avulla. Integraattori markkinoi teknologiaa aktiivisesti mm. verkkosivuillaan sekä nostaa esiin teknologian energiatehokkuuteen ja päästöjen vähentämiseen liittyviä hyötyjä. Merkittäviä kauppvoja ei ole vielä syntynyt, mihin lienee osaltaan vaikuttaa matala öljyn hinta, joka on leikannut rajusti investointeja öljynporaukseen.

Yhtiöllä on käynnissä MCC:n kaupallistamishanke globaalin materiaalinkäsittelykoneiden valmistajan kanssa.

NorrDigi MCC:n kehitysvaiheet



NorrDigi-teknologia 4/4

Ratkaisu on testeissä saavuttanut jopa 70 % parempaa energiatehokkuutta verrattuna perinteisiin laitteisiin ja asiakas pystyy tämän ansiosta pidentämään sähköisen konttitrukin käyttöaikaa jokaisella latauksella. Asiakas testaa konseptilaitetta sisäisesti vuoden 2026 aikana.

NorrDigi EMA korvaa öljypohjaisia ratkaisuja

Norrhydro on vuoden 2021 lopulla tehdyn Motiomax Oy:n hankinnan jälkeen panostanut aktiivisesti sähkömekaanisten toimilaitteiden (electromechanical actuator, tuotenimellä NorrDigi EMA) kehittämiseen. Sähkömekaaniset toimilaitteet voivat korvata mobiilisylintereitä etenkin sellaisissa sovelluksissa ja työkonneissa, joissa tehon tarve on alhainen ja käyttöjaksot vaihtelevia. Mahdollinen käyttöalue on materiaalinkäsittelylaitteet (esim. haarukkatrukit), joissa sähkömekaanisen toimilaitteen etuja suhteessa hydraulisylinteriin ovat parantunut tehokkuus ja mahdollisuus energian talteenottoon, liikkeen tarkkuus, öljyttömyys sekä alhaisempi melutaso. Yhtiö on löytänyt kysyntää tällaisille ominaisuuksille on esimerkiksi laivojen lastausratkaisujen, elintarvikkeiden kylmäkuljetuslaitteiden, jätteenkäsittelyn ja puolustusteollisuuden parista. Mobiilien työkonneiden ja teollisten prosessilaitteistojen sähköistämistrendi nähdäksemme tukee kysyntää.

Kaupallistamista työtetään asiakaskumppanien kanssa

Norrhydro on toistaiseksi julkistanut sähkösylintereille yhden kaupallisen asiakkuuden, kun se sopi heinäkuussa 2024 toimittavansa suomalaiselle Avant Woodille NorrDigi EMA –toimilaitteita puunmuokkauslaitteisiin (lämmitys ja puristus) osana Avantin toimittamaa TMTM-puunjalostuslaitosta. Muitakin kaupallistamispolkuja on käynnissä, mutta ratkaisun integrointi asiakkaiden kehittämiin järjestelmiin sekä kaupallinen konseptointi loppuasiakkaille voi ottaa

muutamankin vuoden ennen varsinaisten kaupallisten toimitusten alkamista.

Kilpailuedut applikaatio-osaamisessa ja ohjausratkaisuissa

Samoin kuin monikammiosylintereillä, on myös sähkömekaanisilla toimilaitteilla lukuisia valmistajia. Norrhydro on erikoistunut markkinalla suurikokoisiin raskaammissa prosesseissa käytettäviin sylintereihin, joka on vähemmän kilpailtu segmentti ja erikoistuneiden ominaisuustarpeiden sekä matalampien volyymien takia myös vähemmän houkutteleva esimerkiksi aasialaisille valmistajille. Suunnittelu- ja applikaatio-osaaminen sekä integroidut moottorointi- ja ohjausratkaisut ovat NorrDigi EMA:n kilpailukyvyyn ytimessä. Norrhydro näkeekin EMA:n kilpailevan enemmän perinteisten sylintereiden valmistajia kuin muita sähkösylinterivalmistajia vastaan.

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

NorrDigi-teknologia on kattavasti suojattu

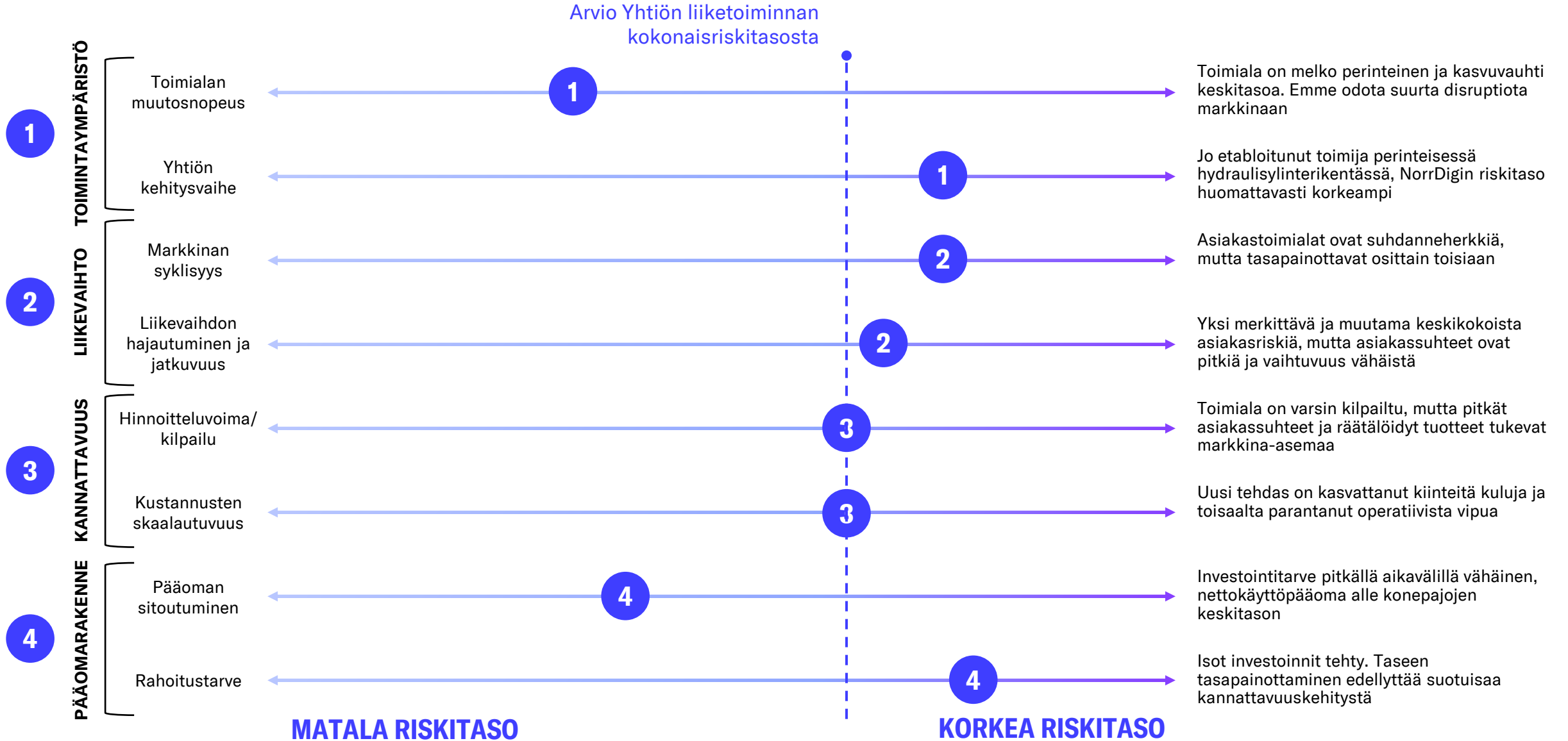
NorrDigi-teknologiaa on patentoitu alusta lähtien ja ensimmäisiä patenteja MCC-järjestelmään liittyen haettiin v. 2009. Järjestelmään on sittemmin haettu monia lisäpatenteja etenkin vuosina 2015, 2017, 2019, 2022 ja 2023. Ensimmäiset NorrDigi-patentit raukeavat vuonna 2029. Myös EMA-teknologiaan liittyvälle SSG-vaihteelle on myönnetty patentti vuonna 2023. Kaikkiaan pidämme NorrDigin patenttisuojaa hyvänä, mikä nähdäksemme estää kopiointiin perustuvan kilpailun länsimarkkinoilla.

NorrDigi EMA –sylinterin edut teollisissa järjestelmissä ja liikkuvissa työkonneissa



- + Energiansäästö
- + Parempi käyttöturvallisuus ja alhaisempi melutaso
- + Helpommin ohjattavat ja tarkemmat liikkeet
- + Parantunut ympäristöystävällisyys ja siisteys
- + Yksinkertaisempi rakenne, helpompi huollettavuus ja vaihdettavuus
- + Alemmat elinkaarikustannukset
- + Yhteensopivuus sähköistettyihin järjestelmiin

Liiketoiminnan riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/3

Perinteisessäkin sylinteriliiketoiminnassa kohtuullista tuloskasvupotentiaalia

Ilman NorrDigi-tarjoomaa Norrhydro olisi perinteinen konepajateollisuuden syklinen alihankkijayhtiö, jolla on tosin moderni tehdas, toimialaa vahvempi kasvuprofiili sekä kohtuullinen kannattavuus. Näemme, että perinteisetkin sylinterit mahdollistavat yhtiölle tuloskasvua tehtaan skaalautumisen myötä. Sijoitetun pääoman potentiaali on kuitenkin suhteellisen kilpailulla toimialalla melko rajallinen, joskin nähdäksemme se ylittää hieman pääoman tuottovaateen. Nousujohtaisen kannattavuuden, vivutetun taseen ja toisaalta rahoitusriskien lieventymisen yhdistelmä voisi parantaa arvostuskuvaa selvästi suhteessa nykyisiin kalliisiin kertoiimiin.

NorrDigi voisi kohottaa arvonluontiprofiilia, mutta näkyvyys kaupallistamiseen on epävarma

NorrDigi-teknologioiden kaupallistamisessa onnistuminen voisi nostaa yhtiön arvonluontiprofiilia merkittävästi, sillä uusien teknologioiden erottuvuus kilpailusta on selvästi perinteistä sylinterivalmistusta parempi. Korkeamman lisäarvon tuotteiden markkinapotentiaali olisi myös kansainvälisesti laajempi suhteessa nykyiseen Itämeren alueelle keskittyvään liiketoimintaan. NorrDigi-teknologioiden kaupallistamisessa onnistuminen on kuitenkin epävarmaa, sillä MCC:n kaupallistuminen yhteistyökumppani Volvon kaivinkoneisiin on viivästynyt. Myös sähkösylinterien puolella kaupallistaminen on vielä alkuvaiheessa ja massatuotantoon etenemisen aikataulu vaikeasti ennustettavissa.

Riskiprofiili kaksijakoinen

Norrhydron perinteisen liiketoiminnan riskiprofiili on kohtuullinen, mutta NorrDigin myynnin skaalaamiseen liittyy vielä merkittäviä riskejä edellä mainittujen seikkojen suhteen. Norrhydron tase oli myös Q3'25:n lopussa yhä velkainen (nettovelat / käyttökate = 4,4x, omavaraisuusaste: 33 %), mutta suurten investointien ollessa takana ja tuloksen parantuessa voisi yhtiön tase vahvistua melko nopeasti tulevina vuosina. Yhtiön tulosohjaukset arvostuskertoimet ovat kuitenkin toistaiseksi melko korkeat erityisesti NorrDigin tappiollisuudesta johtuen, joten osakkeen arvo perustuukin pitkän aikavälin tuloskasvuodotusten realisoitumiseen, mikä nostaa arvostusriskiä. Sijoittajien tuotto tulee keskipitkällä jännteellä pääosin arvonn muutoksesta, sillä taseen velkaisuus rajoittaa vielä osingonmaksukykyä.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Norrhydron keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

NorrDigin kasvu. NorrDigi-teknologian tuomasta arvosta on saatu yhtiön ja asiakaskumppanien omissa testeissä vahvoja signaaleja, mutta asiakaskäytössä kilpailukyky on vielä lopullisesti todistamatta. Nykyisiin asiakkaisiin ja jakelukumppaneihin lukeutuvat mm. MCC:ssä Volvo sekä amerikkalainen jakelija öljy- ja kaasusektorille ja EMA:ssa Avant Wood. Samalla prototyyppivaiheessa on muitakin asiakkaita, joiden kautta teknologioiden liikevaihtopotentiaali nousee Norrhydron mittakaavassa huomattavaksi. Lisäksi yhtiö jatkaa uusien partnerien etsimistä saadakseen pienenä yhtiönä lisäresursseja uusien teknologioiden globaaliin kaupallistamiseen.

Kaupallistamisen onnistuessa NorrDigin tulisi pitkällä aikavälillä nostaa Norrhydron suhteellista kannattavuutta ja sijoitetun pääoman tuottoa.

Vahva teknologinen osaaminen. NorrDigin lisäksi Norrhydron osaaminen näkyy siinä, että suurin osa sen tuotteista on asiakaskohtaisesti suunniteltuja erikoissylintereitä, joita käytetään vaativien asiakkaiden valmistamassa liikkuvassa kalustossa usein hankalissa olosuhteissa. Tämä arviomme mukaan kasvattaa asiakkaiden mahdollisia toimittajan vaihdon kustannuksia. Asiakaskohtainen räätälöinti toisaalta pitää tuotenimikkeiden määrän korkeana, mikä osittain rajoittaa skaalautuvuutta.

Edustava asiakasluettelo ja hyvät, pitkäaikaiset asiakassuhteet. Norrhydron strategiset kumppaniasiakkaat ovat globaaleja, eri asiakastoimialoille toimittavia valmistajia, joiden kanssa on tehty yhteistyötä vuosikausia. Tiivis, jo tuotekehityksen alkuvaiheissa käynnistynyt yhteistyö tukee asiakaspysyvyyttä ja kumppaniasiakkaat ovat myös vahva referenssi uusasiakashankinnassa.

Suuri ja moderni tehdas. Norrhydron keskeiset kilpailijat ovat mittakaavaltaan suurin piirtein samankokoisia, mutta Norrhydro on investoinut tehtaaseensa suhteellisen paljon vain muutama vuosi sitten. Arvioimme modernin ja automaatioasteeltaan edistyneen tehtaan tarjoavan siten Norrhydrolle tuotannollista kilpailuetua suhteessa pienempiin kilpailijoihin. Lisäksi tehtaassa on lisää tehostumispotentiaalia volyymien skaalautuessa ja valikoitujen lisäautomaatioinvestointien myötä.

Sijoitusprofiili 2/3

Riskit

Sijoittajan kannalta Norrhydron keskeisimmät riskit ovat käsityksemme mukaan seuraavat:

NorrDigi ei täytä kasvu- ja kannattavuusodotuksia.

Norrhydron omat tavoitteet NorrDigin uusasiakashankinnan ja etenemisvauhdin suhteen ovat kunnianhimoiset, mutta riskinä on että teknologioiden vieminen kaupalliseen tuotantoon viivästyy tai epäonnistuu. Asiakkaiden hidas tuotekehityssykli ja konservatiivisuus teknologiavalinnoissa voi esimerkiksi vaikeuttaa NorrDigin läpilyöntiä. On myös mahdollista, että markkinalta löytyy muita uusia teknologioita, jotka täyttävät asiakkaiden vaatimukset NorrDigiä paremmin. NorrDigin kannattavuus ja sijoitetun pääoman tuotto edellyttäisivät riittävää skaalaa, sillä alkuvaiheessa toiminta on kiinteiden kulujen vuoksi tappiollista.

Kysynnän sykliisyys ja isot yksittäiset asiakasriskit.

Norrhydron suurin yksittäinen asiakas vastaa arviomme mukaan noin 25 %:sta liikevaihtoa ja kaksi seuraavaksi suurinta noin 10 %:sta kumpikin. Ainakin ensin mainittu asiakasriski on erittäin merkittävä, sillä vaikka asiakasta ei menetettäisikään, heijastuvat asiakkaan suhdannevaihtelut tai muut muutokset liiketoiminnan olosuhteissa myös Norrhydron omaan toimintaan. Norrhydron keskeisten asiakastoimialojen kysynät ovat sidoksissa globaaliin talouskasvuun ja teolliseen investointiaktiiviteettiin, mutta toimialojen välillä on erilaisia kysyntäajureita, jotka osittain tasoittavat syklistä vaihtelua.

Immateriaalioikeuksien (IPR) riskit. Norrhydron arvokkain aineeton omaisuus eli NorrDigi-teknologia on kattavasti patentoitu, mutta eräissä maissa patenttioikeuksia koskeva lainsäädäntö on puutteellista ja/tai valvonta heikkoa, mikä aiheuttaa Norrhydrolle riskin teknologian laittomasta kopioinnista tai vähintäänkin juuttumisesta pitkällisiin

patenttiriitoihin eri oikeusistuimissa.

Taseasema on edelleen kireä. Edellisellä sivulla esitetyt taseen tunnusluvut ovat heikonpuoleisia ja voivat rajoittaa normaaliehtoisen pankkirahoituksen saamista. Tämä voi johtaa osakkeenomistajien kannalta kalliisiin rahoitusratkaisuihin, joista esimerkkinä 2023 lopussa liikkeeseenlaskettu 1,5 miljoonan euron kolmivuotinen vaihtovelkakirjalaina, jonka kuponkikorko on 10 %. Yhtiön lainojen finanssikovenantit ovat olleet ylitettyinä viime vuosina, mikä nostaa rahoitusriskiä, vaikkakaan ylityksistä ei ole toistaiseksi seurannut yhtiölle merkittäviä suoria vaikutuksia. Tällä hetkellä näkymä taseen kehitykseen on positiivinen edellyttäen, että kannattavuus jatkaa nousujohteisena kuten ennustamme. Kysyntäsuhdanteen heilahtelut voivat luonnollisesti välittyä myös kannattavuuteen ja siten taseaseman kehitykseen.

Aineettomat tase-erät. Norrhydron taseessa pysyvissä vastaavissa on aineettomia oikeuksia 8,8 MEUR:n edestä (Q3'25), mistä valtaosa on kehittämismenoja (reilut 6 MEUR). Mikäli kehitetyt teknologiat, kuten NorrDigi, epäonnistuisivat kaupallisesti, voisi taseeseen kohdistua alaskirjausriskiä. Tällä voisi olla negatiivinen vaikutus myös yhtiön rahoitusasemaan.

Osakkeen likviditeetti on alhainen. Osakekannan pörssiyhtiöksi matala markkina-arvo ja omistuksen keskittyminen muutamalle suurelle omistajalle heikentävät likviditeettiä, jolloin pienikin myyntipaine voi välittyä kurssiin negatiivisesti. Heikohko likviditeetti myös rajoittaa suurempien sijoittajien halukkuutta lähteä omistajaksi yhtiöön, sillä merkittävien määrien osto ja myynti voi olla haasteellista. Pääomistajan (toimitusjohtaja) toistuvat osakemyynnit voivat myös painaa kurssitasoa matalasta likviditeetistä johtuen, vaikka kasvattavatkin likviditeettiä pitkällä jännteellä.



Positiiviset arvoajurit

- Perinteisen sylinteriliiketoiminnan markkinaa nopeampi kasvu
- Moderni tehdas parantaa tehokkuutta ja tarjoaa skaalautumispotentiaalia
- Tiiviit, pysyvät suhteet nimekkäisiin ja vaativiin asiakkaisiin
- NorrDigin uusien teknologioiden kaupallistaminen



Negatiiviset arvoajurit

- Suhdannevaihtelut ja riippuvuus yksittäisistä asiakkaista
- Velan määrä taseessa on korkea
- Uusien teknologioiden epäonnistuminen ja alaskirjausriskit taseessa
- Osakkeen likviditeetti on alhainen

Sijoitusprofiili 3/3

1

Perinteisen sylinteriliiketoiminnan markkinaa nopeampi kasvu

2

Skaalautuva kustannusrakenne modernin tehdasinvestoinnin tuella

3

Perinteinen sylinterimarkkina kilpailtu, mikä rajoittaa arvonluontia

4

NorrDigi-teknologiat voisivat parantaa arvonluontiprofiilia, mutta kaupallistamisessa onnistuminen on epävarmaa

5

Tase on velkainen ja sisältää merkittävästi aineettomia omaisuuseriä

Potentiaali

- Perinteisessä liiketoiminnassa mahdollisuus selkeään tulosparannukseen markkinan elpymisen, markkinaosuuden voittamisen ja modernin tehtaan skaalautumisen myötä
- NorrDigi voisi nostaa yhtiön arvonluontiprofiilia merkittävästi
- Globaalit, alojensa johtavat asiakkaat joihin on pitkäaikaiset suhteet
- Partneroitumiseen perustuva toimintamalli kasvattaa omaa osaamista ja resursseja rajaten samalla riskejä

Riskit

- NorrDigin kaupallistamisessa onnistuminen on epävarmaa
- Norrhydron kysyntää ajaa asiakastoimialojen konekysyntä, joka on syklistä
- Yksittäiset asiakasriskit ovat edelleen merkittäviä
- Taseasema on riskialtis

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Kasvua kahdella kärjellä

Norrhydron strategia on kasvuhakuinen, sillä yhtiö on investoinut sekä nykyiseen kannattavaan sylinteriliiketoimintaan että kaupallistamispolun alkuvaiheessa oleviin korkeamman lisäarvon teknologioihin (NorrDigi). Perinteisen sylinteriliiketoiminnan kannattavuus auttaa nähdäksemme rahoittamaan uusien teknologioiden kaupallistamista, jossa kassavirta on vielä toistaiseksi negatiivista. NorrDigin kasvun onnistuminen on vielä epävarmaa, mutta samalla perinteisessä sylinteriliiketoiminnassa suurimmat investoinnit on jo tehty ja liikevaihdon kasvunäkymä suotuisa jo lyhyelläkin aikavälillä. Jakelukumppaneihin ja OEM-valmistajiin (erityisesti Volvo) nojaava kaupallistamismalli NorrDigissä tuo ketteryyttä ja rajaa riskiä Norrhydron näkökulmasta, auttaen yhtiötä saamaan mahdollisimman paljon irti rajallisista taloudellisista resursseistaan.

Strategia pohjautuu tunnistettuihin vahvuuksiin

Norrhydro on määrittänyt strategiassaan avaintekijöitä, jotka on listattu alla (lihavoituna) yhdessä tulkintamme kanssa:

- **Liikevaihdon kasvu orgaanisesti ja valikoiduin yritysostoin.** Rovaniemen uusi suurempi ja tehokkaampi tuotantolaitos tarjoaa hyvät lähtökohdat orgaaniselle kasvulle. Lisäksi uusien teknologioiden kaupallistamisen edistyminen voi vahvistaa kasvupohjaa keskipitkällä aikavälillä. Lyhyellä aikavälillä kasvu on kuitenkin riippuvaista myös asiakastoimialojen kysyntätilanteesta. Emme odota uusia yritysostoja lähiaikoina haasteellisen taseaseman takia. Kasvun numeerisia tavoitteita käsitellään jäljempänä.
- **Laajentuminen uusille maantieteellisille markkinoille.** Kansainvälistä kasvua haetaan etenkin NorrDigi-

ratkaisujen kaupallistamisen kautta Euroopassa, Aasiassa ja Pohjois-Amerikassa. Myös perinteisille hydraulisyntereille haetaan uusia markkinoita lähinnä Skandinaviasta ja Pohjois- sekä Keski-Euroopasta.

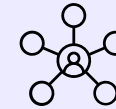
- **Teknologiaosaamisen ja tuotantokapasiteetin laajentaminen.** Norrhydron tavoitteena on uudistaa liikkuvien koneiden ja laitteiden toimialaa omilla innovaatioillaan ja olla alansa teknologiajohtaja, jolle omat patentoidut tuotteet ja oma tuotekehitys tuovat ratkaisevaa kilpailuetua. Teknologiaportfolioa on vahvistettu mm. Motiomax-yritysostolla, mitä kautta NorrDigin alle saatiin sähkösynteritarjooma (EMA). Yhtiö haluaa myös panostaa tuotantokapasiteetin kehittämiseen, mikä arviomme mukaan voisi tarkoittaa mm. automaatioasteen lisäämistä edelleen Rovaniemen tuotantolaitoksella.
- **Asema korkeammalla asiakkaan arvoketjussa.** Norrhydron tavoitteena on olla komponenttitoimittajan sijasta asiakkaan pitkäaikainen strateginen kumppani, joka 1) kehittää ratkaisunsa yhdessä asiakkaan kanssa; 2) tarjoaa palvelua läpi tuotteiden elinkaaren ja 3) ratkaisee asiakkaan strategisia haasteita (esim. koneiden päästöjen vähentäminen NorrDigi-teknologialla). Suuri osuus yhtiön liikevaihdosta syntyykin pitkäaikaisilta asiakailta, joiden kanssa yhtiöllä on tiiviit suhteet.
- **Jakelukumppanuudet uusilla markkinoilla.** Norrhydron tavoitteena on kasvaa NorrDigi-tuotteissa globaalisti. Markkinointi ja asiakasprojektien toteuttaminen vaatii lokaalin asiakastuen, joka on ketterintä toteuttaa jakelukumppaneiden kautta. Lisäksi jakelijat tuovat mukaan omien toimialojensa erikoisosaamista. Norrhydro julkisti loppuvuodesta 2024 ensimmäisen NorrDigin kaupallistamiseen keskittyvän jakelukumppanin USA:n öljy- ja kaasumarkkinaan.

Strategia pähkinänkuoressa*



Kasvua kahdella kärjellä

Perinteiset sylinterit
NorrDigi-teknologiat



Laajentuminen

Uudet teknologiat keskiössä
Jakelukumppanuuksien kehittäminen



Tehot irti tehtaasta

Uusi tehdas mahdollistaa korkeamman tehokkuuden
Automaatioasteen lisääminen



Taseen vahvistaminen

Perinteinen toiminta rahoittaa uusia kasvuteknologioita
Nousujohteinen tulos mahdollistaa velkaisuuden vähentämisen

*Inderesin tulkinta yhtiön strategiasta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Taloudelliset tavoitteet

Norrhydro on päivittänyt taloudellisia tavoitteitaan kahteen otteeseen listautumisen aikana. Yhtiö muutti vuoden 2022 tilinpäätöstiedotteen yhteydessä liikevaihdon kasvutavoitteeksi 70 MEUR vuodelle 2027 (listautuessa 54 MEUR vuonna 2026). Vuoden 2023 tilinpäätöstiedotteessa kyseisen liikevaihdon saavuttamisen tavoitevuosi siirtyi eteenpäin vuoteen 2028.

Kasvutavoitteesta ollaan jäljessä, vaikka suunta on hyvä

Norrhydron liikevaihtotavoite on haastava. Tavoitellusta vähintään 70 MEUR:n liikevaihtotavoitteesta 49 MEUR pyritään saamaan perinteisestä sylinteriliiketoiminnasta (Q4'24-Q3'25: noin 28 MEUR) ja 21 MEUR digitaalisista ratkaisuisista (NorrDigi liikevaihto: arviolta alle 1 MEUR).

Perinteisten sylintereiden liikevaihto kasvoi koronapandemiasta sekä tärkeän asiakkaan Ponsen Venäjä-liiketoiminnan katoamisesta huolimatta +9 % p.a. vuosina 2019-2023 ja vastaavan pitkän aikavälin trendin jatkuessa yhtiö voisi yltääkin lähelle tavoiteltua tasoa. Vuoden 2024 raju markkinavetoinen pudotus on kuitenkin nostanut merkittävästi rimaa suhteellisen kasvun osalta, vuoden 2025 positiivisesta käänteestä huolimatta. Siten pidämme todennäköisenä, että perinteisen sylinteriliiketoiminnan liikevaihto jää alle 2028 tavoitteen.

NorrDigin kaupallistamispolkujen edistymisen ennakointi on haastavaa, minkä vuoksi näkymä 21 MEUR:n liikevaihtotavoitteen saavuttamiseen vuonna 2028 on nähdäksemme hyvin sumea. Arvioimme teknologioiden tuovan potentiaalisesti merkittävää lisäarvoa asiakkaille ja myös markkinatrendit digitaalisuuden ja sähköistymisen myötä tukevat NorrDigin kasvua. NorrDigi MCC:n kaupallisen tuotannon viivästyminen on kuitenkin

heikentänyt ennustettavuutta erityisesti kasvun aikataulun osalta. EMA-sähkösylinterien ympärillä olevat kehityskumppanuudet voivat osaltaan kompensoida MCC:n viivästyistä, mutta tämänkään alasegmentin kohdalla sijoittajalla ei vielä ole konkreettista näkymää tuotantovolyymien kehitykseen, mihin peilattuna kunnianhimoinen kasvutavoite vuodelle 2028 on haastava.

Arvioimme, että yhtiö on siis kokonaisuudessaan jäljessä kasvutavoitteestaan, minkä korjaaminen edellyttäisi voimakasta käännettä molemmilla osa-alueilla. Perinteisen sylinteriliiketoiminnan osalta on nähty vahvaa ja nousujohteista kasvua vuoden 2025 aikana, mikä ei kuitenkaan arviomme mukaan täysin riitä kompensoimaan vuoden 2024 jyrkkää pudotusta. Kasvutavoitteista jääminen liittyy arviomme mukaan osittain haastavaan markkinatilanteeseen (erityisesti rakennus- ja metsäsegmenttien heikkous), mikä on vaikuttanut sekä perinteisten sylinterien kysyntään että potentiaalisten asiakkaiden tuotekehitysbudjetteihin uusien teknologioiden käyttöönoton osalta.

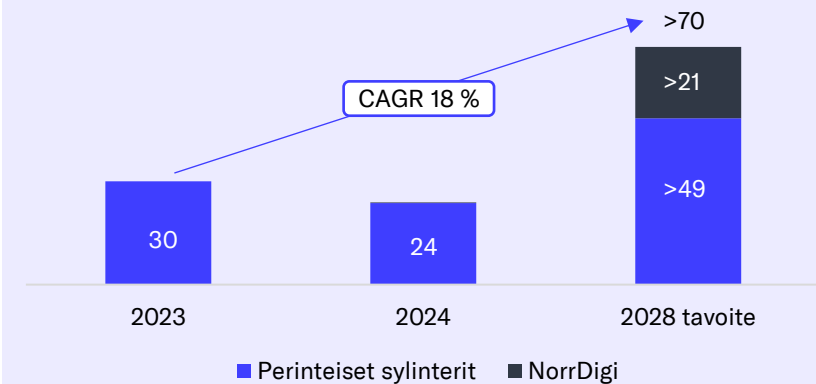
Kannattavuustavoite edellyttäisi NorrDigin kasvuloikkaa

Historiassa yhtiön käyttökate-% on ollut keskimäärin noin 10 % (10 vuoden keskiarvo). EBITDA-marginaalin 16 %:n tavoite edellyttäisi, että katepotentiaaliltaan vahvemman NorrDigin kasvu etenisi vauhdilla ja osuus liikevaihdosta nousisi selvästi. Arvioimme, että NorrDigin katetaso ja kannattavuus voisivat olla pitkällä aikavälillä muuta liiketoimintaa korkeammat johtuen suorien kilpailijoiden poissaolosta ja merkittävää lisäarvoa tuovasta teknologiasta. NorrDigin kannattavuuspotentiaalinen arvioiminen on kuitenkin vielä tässä kohtaa haastavaa eikä korkeaa pitkän aikavälin kannattavuutta voi vielä pitää itsestäänselvyyttenä.

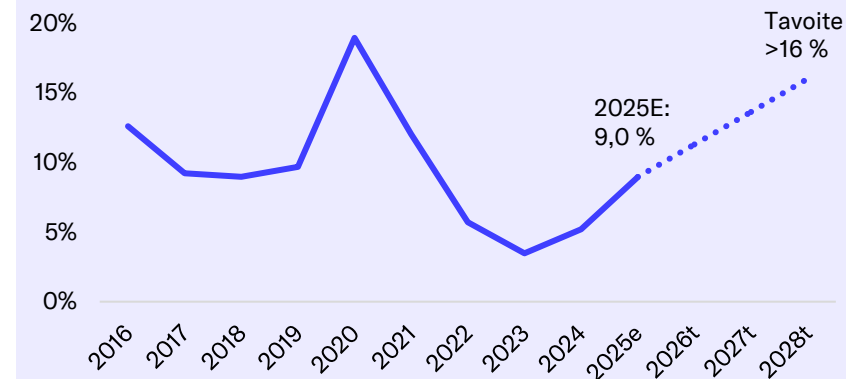
Taloudelliset tavoitteet vuodelle 2028

- Liikevaihto >70 MEUR
- Käyttökatemarginaali (EBITDA) >16 %
- Sylinteriliiketoiminnassa keskim. 10 %:n vuotuinen kasvu 2020-2028
- Digitaalisten ratkaisujen osuus liikevaihdosta yli 30 %
- Osingonmaksu 20-30 % tilikauden tuloksesta

Liikevaihdon kasvutavoite (MEUR)



Käyttökate-%:n tavoite*



*2025e perustuu Inderesin ennusteeseen ja 2026-28 lineaariseen oletukseen tavoitteen mukaisesta kehityksestä

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Perussyylintereissäkin on potentiaalia kannattavuustason nousuun, koska uusi korkeamman automaatioasteen tehdas mahdollistaa vahvemman operatiivisen vivun volyymien kasvaessa. Vuodelle 2025 ennakoimamme kannattavuus (EBITDA-%: 9 %) on melko lähellä yhtiön pitkän aikavälin tasoa, joskin marginaali olisi jopa 12 % ilman liikevaihdoltaan alkuvaiheessa olevan NorrDigin vaatimia kasvuresursseja. Kokonaisuudessaan näemme käyttökatetavoitteen kuitenkin haastavana NorrDigin sumean kasvunäkymän vuoksi. Palaamme aiheeseen raportin ennusteosiossa.

Taseen vahvistaminen keskiössä, osingot kysymysmerkki

Norrhydron tavoitteena on jakaa osinkoa 20–30 prosenttia tilikauden tuloksesta. Yhtiö arvioi voitonjaon edellytykset vuosittain siten, ettei voitonjako vaaranna strategian mukaisia investointeja kasvuun tai muita taloudellisia tavoitteita. Yhtiö maksoi osinkoa vuosina 2020-2022, jolloin osingonjakosuhte (tai pääomanpalautus) oli 25-41 % oikaistusta tuloksesta.

Arvioimme yhtiön priorisoivan lähiaikoina taseen vahvistamista ja lainojen lyhentämistä. Tämä olisi nähdäksemme myös pääoman allokoinnin näkökulmasta järkevää, sillä osassa yhtiön lainoista korkokustannus on korkea (erityisesti vaihtovelkakirjalaina). Myöskään maltillisen osingonmaksun mahdollisuutta ei voida täysin sulkea pois edes lyhyellä aikavälillä, mistä nähdäksemme osoituksena 2025 yhtiökokouksen valtuutus hallitukselle harkinnanvaraiselle osingonjaolle. Osingonjako vuoden 2026 aikana edellyttäisi suotuisaa kannattavuuden kehittymistä sekä todennäköisesti hyväksyntöjä yhtiön lainanantajilta. Taseriskin ja rahoituskustannusten

näkökulmasta osingonmaksu tulisi mielestämme sijoittajalle mielekkääksi vasta, kun kallis vaihtovelkakirjalaina saadaan maksettua pois.

Norrhydrolla ei ole virallisia taserakenteeseen liittyviä tavoitteita. Yhtiöllä on lainoissaan omavaraisuuteen ja nettovelat/käyttökate -suhteeseen liitettviä finanssi-kovenanteja, joiden tasoja ei ole julkistettu. Tase on tällä hetkellä rasittunut ja kovenanttiehdot ovat olleet viime tilikauden päättyessä rikkoutuneet.

Toimiala ja kilpailu 1/4

Kohdemarkkina: Mobiilit hydraulisyylinterit Itämeren alueella

Globaali hydraulikkamarkkina on monipuolinen jakaantuen hyvin monien tuotetyyppien ja asiakastoimialojen kesken. Tärkeimpiä hydraulikkatuotteita ovat hydraulikkamoottorit, pumput, venttiilit, voimansiirtokomponentit, sylinterit, varaajat ja suodattimet. Norrhydron tuotteet eli hydraulisyylinterit ovat koko hydraulikkakomponenttien markkinan merkittävin tuoteryhmä ja vastaavat noin 35 %:sta koko globaalia markkinaa. Perinteisten sylinterien markkinassa Norrhydro keskittyy liikkuvien laitteiden (mobiileihin) sylintereihin, jotka taas vastaavat 55-60 %:sta hydraulisyylinterien markkinaa ja siten 20 %:sta koko hydraulikkakomponenttien markkinaa. Loput 40-45 % hydraulisyylinterien markkinasta on etupäässä teollisuuden ja energiantuotannon käyttämiä sylintereitä. NorrDigin ratkaisuja kaupallistetaan sekä mobiileihin laitteisiin että muihinkin teollisiin järjestelmiin.

Yleisimmät arviot hydraulisyylinterien markkinan koosta (2024) ovat noin 16-17 mrd. USD¹ ja mobiilien hydraulisyylinterien globaali markkina on tästä noin 9 mrd dollaria². Norrhydrolle alueellisesti keskeisellä Itämeren alueella mobiilien hydraulisyylinterien markkinan vuotuinen arvo on BKT-pohjaisen arvioinnin perusteella noin 300 MEUR³.

Hydrauliikalla monia asiakastoimialoja

Hydraulikomponentteja käytetään lähes kaikissa koneissa, joissa tarvitaan hydrauliiikan tarjoamaa tehonsiirtoa, mutta eniten erilaisissa työkoneissa. Norrhydron kannalta oleellisen tuoteryhmän eli mobiilien hydraulisyylinterien suurimmat asiakastoimialat ovat materiaalinkäsittelylaitteet, maa- ja metsätaloustaloustekniikka, rakennus- ja kaivoskoneet sekä ajoneuvoteollisuus. Oheinen graafi kuvaa jakoa.

1) GrandView Research, Mordor Intelligence; 2) Acumen Research and Consulting; 3) Inderesin arvio

Kohdemarkkinaan odotetaan 4-5 %:n vuosikasvua

Useat toimiala-analyysit^{1,2} arvioivat hydraulisyylinterien globaalin markkinan arvon kasvavan 4-5 %:n vuositahtia vuosikymmenen loppuun saakka ulottuvilla ennustejaksoilla, mikä arviomme mukaan on uskottava luku Norrhydronkin historiallisen kehityksen valossa. Mobiilien sylinterien markkinan kasvuvauhti vastaa arvioissa muun hydraulisyylinterimarkkinan tahtia. Arvioimme loppukysynnän kasvun painottuvan korostetusti kehittyviin talouksiin, mutta tämä ei nähdäksemme tee suurta eroa Norrhydron kannalta, koska yhtiön keskeiset asiakkaat toimittavat laitteita globaalisti hajautuneelle asiakaskunnalle. Kokonaisuutena pidämme 4 %:n keskimääräistä vuosikasvua perusteltuna oletuksena Norrhydron kohdemarkkinoilla.

Segmenttikohtaiset kasvun ajurit

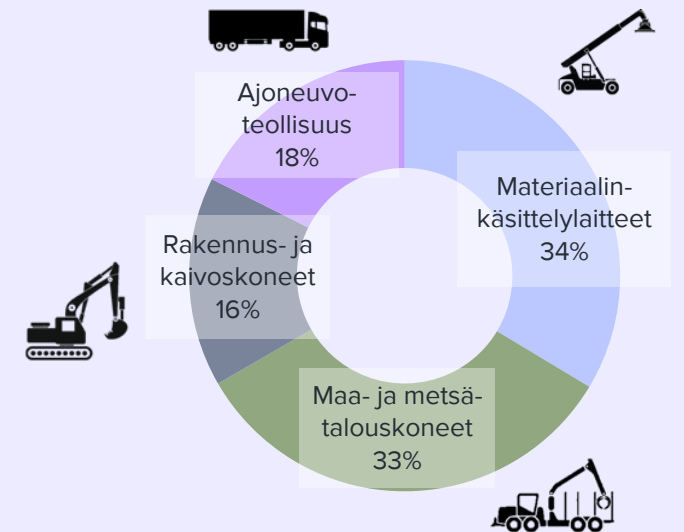
Maa- ja metsätaloudessa kysynnän kasvua ajavat etenkin kasvavat kaluston tehokkuusvaatimukset ja Norrhydrolle tärkeällä metsäkonemarkkinalla puunkorjuun koneellistumisen eteneminen globaalisti sekä tavaralajimenetelmän yleistymisen. Rakentamisessa väestönkasvu, kaupungistuminen ja lisääntyvä koneistuminen nostavat kysyntää kehittyvillä markkinoilla. Kehittyneillä markkinoilla kasvuajurina ovat merkittävät infrastruktuuriprojektit. Kaivosteollisuudessa konekysynnän fundamenttijaureita ovat akkumetallien kysynnän kasvu sekä malmioiden köyhtyminen, mikä merkitsee lisääntyvää louhintatarvetta metallitonnia kohden.

Materiaalinkäsittelyssä kalustokysynnän ajureina ovat mm. konttaliikenteen kasvu, laitekannan sähköistyminen, logististen ketjujen muutokset geopolitiikan myötä sekä automaatiota kiihdyttävä työvoimapula etenkin kehittyneissä maissa.

Toimiala ja kilpailu pähkinänkuoressa

- Markkina kasvaa arviolta 4-5 %:n vuosivauhtia
- Kysyntä kuopassa 2024 ja elpyminen alkanut
- Markkina on suhteellisen kilpailtu
- Norrhydro voittanut markkinaosuutta ydinalueillaan
- Uudet teknologiat mahdollistavat markkinaa nopeampaa kasvua

Mobiilien hydraulisyylinterien markkina



Toimiala ja kilpailu 2/4

Uudet teknologiat ajavat kasvua etenkin länsimarkkinoilla

Kehittyneissä talouksissa keskeisten toimialojen koneellistuminen on jo pitkällä, jolloin markkinan kasvussa korostuu uusien tuottavuutta ja tehokkuutta parantavien teknologioiden käyttöönotto. Norrhydroilla on nähdäksemme hyvät mahdollisuudet hyötyä uusien teknologioiden tuomasta kasvutrendistä NorrDigi-panostustensa tuella ja saavuttaa siten markkinaa nopeampaa kasvua.

Molemmat NorrDigi-tuotealueet, MCC ja EMA erottuvat merkittävästi kohdemarkkinasta ja niille soveltuvan tarkemman viiteryhmän markkinakasvulukuja on niukasti saatavilla. MCC on kokonaisuudessaan uudentyyppinen tuote ja EMA erottuu sähkösylinterimarkkinan valtavirrasta, koska Norrhydro painottaa EMA:ssa suurikokoisia haastaviin olosuhteisiin suunniteltuja ratkaisuja. Laajemmassa kuvassa sähkösylinterimarkkinan globaalit kasvuennusteet vaihtelevat 6-7 %:n välillä (MarketsAndMarkets, Future Market Insights), mutta emme näe tämän tarjoavan merkittävää apua EMA:n liikevaihdon ennustamiseen, joka ponnistaa matalista lähtöluvuista. NorrDigi-ratkaisut hyötyvät työkoneiden etenevästä sähköistymistrendistä, sillä akkukäyttöiset koneet yhdistettynä perinteiseen hydraulikkaan merkittävällä monissa tapauksissa liian suurta energiankulutusta ja sekä MCC että EMA soveltuvat tämän ongelman ratkaisemiseen.

Globaali markkina fragmentoitunut ja kilpailtu

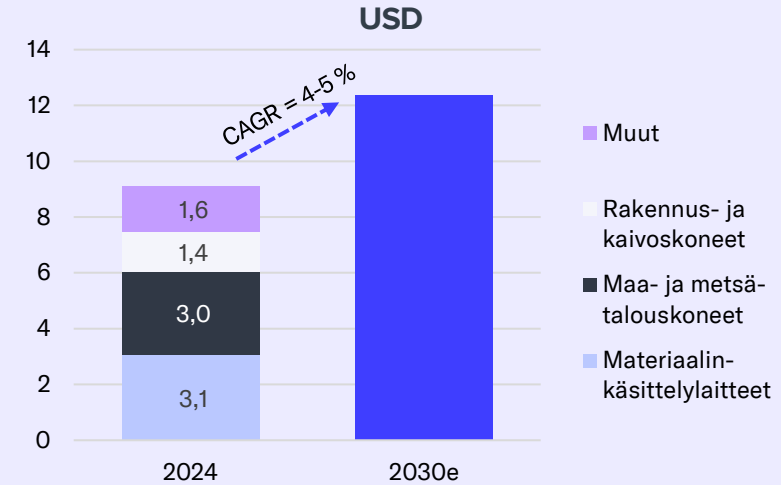
Globaali hydraulikkamarkkina on melko fragmentoitunut, sillä vaikka kolme suurinta peluria hallitsee 30-40 % markkinasta, hajautuvat markkinat näiden alapuolella

lukuisiin eri toimijoihin. Markkinaa dominoivat saksalainen Bosch Rexroth (liikevaihto 6,5 mrd euroa), tanskalainen Danfoss (liikevaihto 4,1 mrd euroa) ja yhdysvaltalainen Parker Hannifin (3,1 mrd euroa). Kaikilla isoilla toimijoilla on laaja tuotevalikoima (moottorit, pumput, venttiilit, voimansiirtokomponentit, sylinterit, varaajat ja suodattimet) ja ne toimivat globaalisti. Tämän vuoksi niiden vertaaminen Norrhydroon ei ole kovin mielekäästä. Alalla toimivien yhtiöiden suuren määrän sekä perussylinterien suhteellisen yksinkertaisen teknologian vuoksi markkinaa leimaa kireä kilpailu.

Perinteisissä sylintereissä kilpailu on alueellista

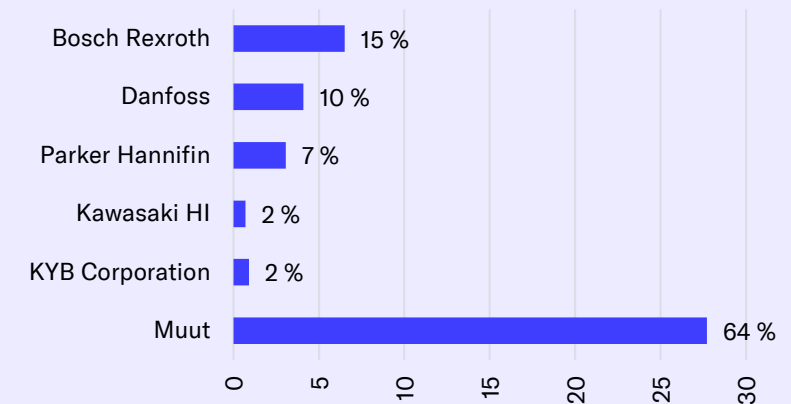
Vaikka Norrhydroon perinteisten hydraulisyntereiden asiakkaat ja näiden tehtaot Pohjoismaissa toimittavat koneitaan globaalisti, on kilpailu hydraulisyntereissä luonteeltaan alueellista. Tämä johtuu seuraavista seikoista: 1) yhteistyö hydraulisynteritoimittajan ja konevalmistajan kanssa on tiivistä jo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

Mobiilien hydraulisyntereiden markkina 2024-2030e, mrd USD



Lähde: Interact Analysis, GrandView Research, Inderes

Johtavien hydraulikkatoimittajien liikevaihto (MRD EUR) ja markkinaosuus (%), 2024



Toimiala ja kilpailu 3/4

Norrhydron perinteisen sylinteriliiketoiminnan läheisimmät kilpailijat ovat suomalaisia ja ruotsalaisia. Tärkeimpiä ovat Hydroline Oy, Wipro Infrastructure Engineering Oy (osa globaalia Wipro-konsernia), Hydoring Oy sekä Ruotsissa toimivat Arcos Hydraulik AB ja Stacke Hydraulik AB.

Mainittujen yhtiöiden liikevaihdot ovat melko vertailukelpoisia Norrhydron Wiproa lukuunottamatta. Wipron Suomen-liikevaihdosta (2023: 60 MEUR) arviolta puolet on hydraulisyntereitä lopun tullessa pääosin kippisyntereistä ja kippihydrauliikan komponenteista.

Norrhydro kasvanut kilpailijoita nopeammin

Kaikkien verrokkiyhtiöiden (joista tieto saatavilla) liikevaihto laski vuoden 2024 aikana heikon kysynnän vallitessa. Liikevaihtotasossa on ollut selkeää vaihtelua vuositasolla myös pidemmässä juoksussa. Norrhydron liikevaihdon kasvu on ollut verrokkijoukon parhaasta päästä, sillä liikevaihto kasvoi vuosina 2019-2024 keskimäärin 3 % vuoden 2024 markkinan heikkoudesta huolimatta (ryhmän paras 5 %/v, heikoin -13 %/v). Absoluuttisesti tarkasteltuna Norrhydron liikevaihto oli vuonna 2024 verrokkijoukon mediaanin paikkeilla. Tarkkojen markkinaosuuksien määrittäminen ei ole nähdäksemme kovin mielekäästä johtuen kohdemarkkinan epätarkkarajaisuudesta niin tuotealueiden kuin myynnin maantieteellisen jakauman osalta.

Toimialajoukon yhtiökohtaiset käyttökatemarginaalit (EBITDA-%) vaihtelivat vuosina 2021-24 7-13 %:n välillä. Norrhydron keskimääräinen kannattavuus (EBITDA-%) oli ryhmän heikoin, mikä tosin johtuu ainakin osittain keskeneräisestä tehdashankkeesta ja panostuksista uusiin teknologioihin. Pitkällä aikavälillä yhtiön

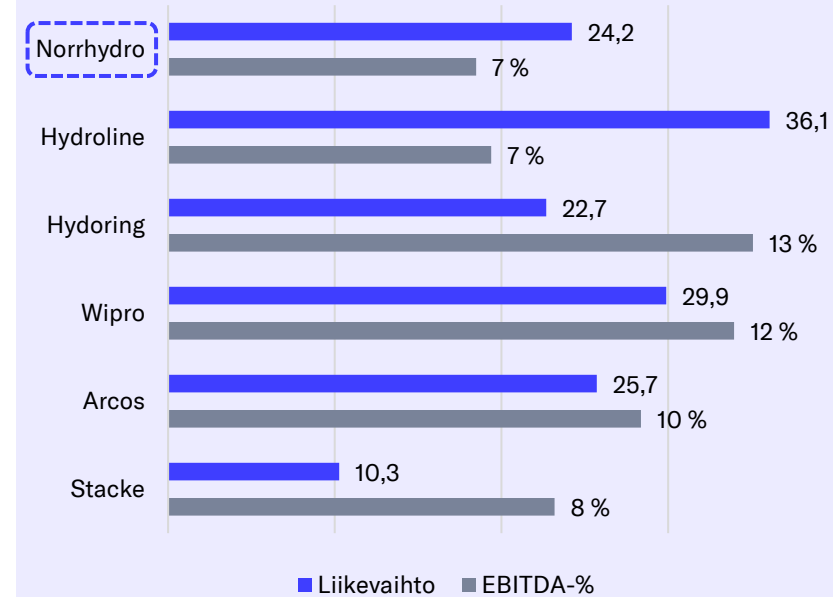
käyttökatemarginaali on kuitenkin ollut lähes 10 % ja näkymä vuoteen 2025 on nousujohteinen, joten uskomme yhtiön vertailukelpoisen kannattavuustason olevan pitkällä aikavälillä vähintään joukon keskitason tuntumassa.

Kilpailutekijöinä laatu, osaaminen ja tehokkuus

Arvioimme Norrhydron voittaneen viimeisten viiden vuoden aikana markkinaosuutta suhteessa paikalliseen kilpailijakenttään ja sama kehitys on nähdäksemme jatkunut vuoden 2025 aikana. Keskeisiä kilpailutekijöitä ovat nähdäksemme 1) osaaminen ja tuotekehitys yhteistyössä asiakkaiden kanssa 2) laatu ja toimitusvarmuus sekä 3) kustannustehokkuus. Arvioimme näiden kaikkien kolmen osa-alueen olevan Norrhydron kohdalla hyvää tasoa, mihin vaikuttaa mm. pitkäkestoiset asiakaskumppanuudet sekä uusi moderni tehdas, joka tukee sekä laatua että tuotannon kustannustehokkuutta.

Paikallisen kilpailun dynamiikka on käsittääksemme kehittynyt viime vuosina melko vakaasti ilman suuria muutoksia kilpailukentässä. Emme myöskään näe syytä tilanteen merkittävälle muuttumiselle jatkossakaan. Myöskään merkittäviä yritysjärjestelyjä ei ole nähty, sillä Wipron akvisitiot (Columbus Hydraulics ja Mailhot Industries) ovat suuntautuneet Pohjois-Amerikkaan.

Paikallisten kilpailijoiden liikevaihto (2024) ja EBITDA-% (2021-24 keskiarvo)¹



¹ Osa tiedoista puuttuu. Tämän johdosta johdosta Wipron liikevaihto on vuodelta 2023.

Lähde: Tilinpäätöstiedot, Inderes

Toimiala ja kilpailu 4/4

EMA-laitevalmistajien markkina on pirstaleinen

Sähkösylinterien (EMA) markkinalla ovat läsnä perinteiset hydraulikka-alan toimijat (Bosch Rexroth, Parker Hannifin), joille ko. segmentti on vain pieni osa kokonaisuudesta. Markkinoilla toimii myös keskikokoisia lineaaritoimilaitteisiin keskittyneitä yrityksiä (Moog, Ewellix) sekä pieniä erikoistuneita yrityksiä kuten Norrhydro, ruotsalainen Cascade Drives sekä amerikkalainen Creative Motion Control. Lisäksi Aasiasta tuodaan pienikokoisia, korkeita määriä valmistettavia sylintereitä Eurooppaan, joskaan nämä eivät kilpaile suoraan Norrhydron kanssa, sillä Norrhydro keskittyy suurikokoisiin haastavissa olosuhteissa käytettäviin sylintereihin, jotka valmistetaan yksilöllisesti asiakkaiden tarpeiden mukaan. Norrhydro on kuitenkin sähkösylinterien markkinalla haastajan asemassa, sillä liiketoiminta on vasta kaupallistamisen alkuvaiheessa.

MCC on kilpailevia ratkaisuja kunnianhimoisempi, mikä vaikeuttaa läpimurtoa mutta tukee potentiaalia

Perinteisten hydraulikkasynterierien heikko energiatehokkuus on saanut useat työkoneiden ja teollisten järjestelmien valmistajat tavoittelemaan uusia energiatehokkaampia ratkaisuja. Tällaisia NorrDigi MCC:n kanssa kilpailevia teknologioita ovat 1) sähköhydrauliset toimilaitteet; 2) sähkömekaaniset toimilaitteet ja 3) annosteluventtiilit (independent metering valve, IMVT). Sähkömekaaniset järjestelmät eivät kykene tarjoamaan yhtä suurta tehotiheyttä ja vaadittavaa ohjattavuutta raskaiden työkoneiden vaatimiin käyttötarkoituksiin. Sähköhydraulisten järjestelmien avulla taas voidaan säästää energiaa ja vähentää polttoaineen käyttöä, mutta ei samassa suhteessa kuin NorrDigissä.

Annosteluventtiileillä voidaan myös kierrättää energiaa, mutta ei NorrDigiä vastaavia määriä, jolloin niiden elinkaarikustannukset loppukäyttäjälle ovat korkeammat. NorrDigi MCC:n lähimmät kilpailijat ovat Bosch-Rexroth, Parker Hannifin, Moog, Nabtesco, KYB ja Husco. Niiden tuotteet eivät Norrhydron mukaan kuitenkaan saavuta samaa voimaa, kustannustehokkuutta ja/tai energiatehokkuutta kuin NorrDigi MCC.

Näemme NorrDigi MCC:n markkinan kontekstissa varsin kunnianhimoisena ratkaisuna, joka kierrättää energiaa kilpailevia teknologioita enemmän. MCC:n kunnianhimoisen energiankierrätystavoite ja siihen liittyvä tekninen monimutkaisuus voivat hidastaa sen kaupallista käyttöönottoa, mikäli uuteen teknologiaan sopeutuminen edellyttää pitkälistä kehitystyötä soveltuvissa työkoneissa (esim. ohjausjärjestelmän hiominen Volvon kaivurissa). Teknisestä haastavuudesta voisi toisaalta onnistuneen kaupallisen läpimurron myötä kehittyä yhtiölle kilpailullinen vallihauta. Vaikka NorrDigi MCC on Norrhydron ja Volvon esittämien laskelmien mukaan taloudellisesti houkutteleva, ovat kaupalliset näytöt kuitenkin toistaiseksi vähäiset. NorrDigi MCC on siten vielä haastajan asemassa suhteessa jo massatuotannossa oleviin kevyempiin hybridiratkaisuihin, jotka kierrättävät energiaa NorrDigiä vähemmän.

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/3

Liikevaihto selkeässä kasvussa pitkällä jännteellä

Norrhydro-konsernin liikevaihto kasvoi viimeisen vuosikymmenen (2015-2024) aikana keskimäärin 5 %:n vuosivauhtia. Vuoden 2024 merkittävä liikevaihdon lasku (-20 % v/v) on isossa kuvassa poikkeus suhteessa muutoin selkeästi nousujohteiseen kehitykseen. Vuoden 2025 tammi-syyskuun nousujohteinen kehitys huomioiden pitkän aikavälin keskimääräinen kasvu on ollut 6 %. Kun huomioidaan asiakastoimialan (konepajat) ja erityisesti sektorin alihankkijoiden perinteisesti vahva sykliisyys, on Norrhydron kasvukehitys ollut historiassa yllättävänkin tasaista ja vahvaa, mikä viittaa nähdäksemme markkinaosuuden voittamiseen. Vuoden 2024 heikko kehitys johtui juurikin toimialan poikkeuksellisen heikosta kysyntätilanteesta, josta ollaan päästy jälleen selkeälle kasvu-uralle vuoden 2025 aikana.

Vienti on merkittävä ajuri Norrhydron kasvulle

Viennin osuus Norrhydron kasvusta on ollut merkittävä. Suoran vientimyynnin osuus Norrhydron liikevaihdosta oli aiemmin melko pieni (14 % vuosina 2016-2019), mutta nousi selvästi vuosina 2020-22 (2022: 36 %) ja vakaantui vuonna 2024 30 %:n tasolle. Vienti kohdistuu pääasiassa muihin EU-maihin, sillä muun maailman osuus on säilynyt melko vakaana 2-3 %:n paikkeilla. Myös Norrhydron Suomessa toimivien asiakkaiden myynti on vahvasti vientipainotteista, joten kaikkiaan viennin merkitys Norrhydron liikevaihdolle on hyvin merkittävä.

Perusliiketoiminnan kannattavuus kohtuullisella tasolla

Norrhydron liikevoittomarginaali on jaksolla 2015-2024 ollut keskimäärin 5,7 % ja käyttökatemarginaali 9,6 %. Peruskannattavuus on historiassa kehittynyt melko vakaasti, mutta NorrDigin kehityshanke ja uuden tehtaan käyttöönotto ovat aiheuttaneet kannattavuuteen

huomattavaa vaihtelua vuodesta 2019 alkaen. Vuosien 2015-2018 keskimääräinen tuotto sijoitetulle pääomalle (ROI) oli noin 9 %, mikä mielestämme suurin piirtein vastaisi käypää tuottovaatimusta (WACC) perinteiselle sylinteriliiketoiminnalle, jos velkaisuuden ja NorrDigin aiheuttamaa riskitasoa ei huomioitaisi tuottovaatimuksen asetannassa.

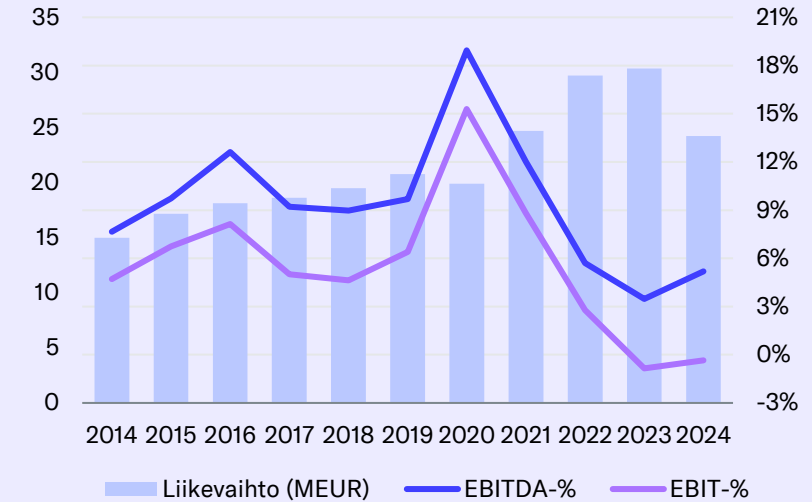
NorrDigi-hanke aiheuttanut vaihtelua tuloskehitykseen

NorrDigiä on kehitetty vuodesta 2017 lähtien ja kehitystoiminnan alkuvaiheessa (2017-2019) Volvo maksoi Norrhydrolle tuotekehitysmaksuja, jotka osaltaan kompensoivat kehitystyöstä aiheutuvia kustannuksia. Lisäksi Volvo maksoi vuonna 2020 teknologian yksinoikeudesta ja käyttöoikeudesta kertakorvauksen, joka näkyi positiivisena poikkeamana kannattavuudessa. Volvolta saadut summat on kirjattu liikevaihtoon, mutta niiden suuruutta ei ole voitu avata sopimussyistä. Lisäksi Norrhydro on saanut EU:lta tuotekehitysavustuksia 0,2-1,0 MEUR verran vuosina 2018-2023, jotka on kirjattu liiketoiminnan muihin tuottoihin. Lähistoriassa NorrDigin kaupallistamiseen liittyvät kulut ovat ylittäneet selvästi saadut kehitystuet, mikä on osaltaan painanut kannattavuutta. NorrDigin liiketulosvaikutus vuonna 2024 oli arviolta -1 MEUR.

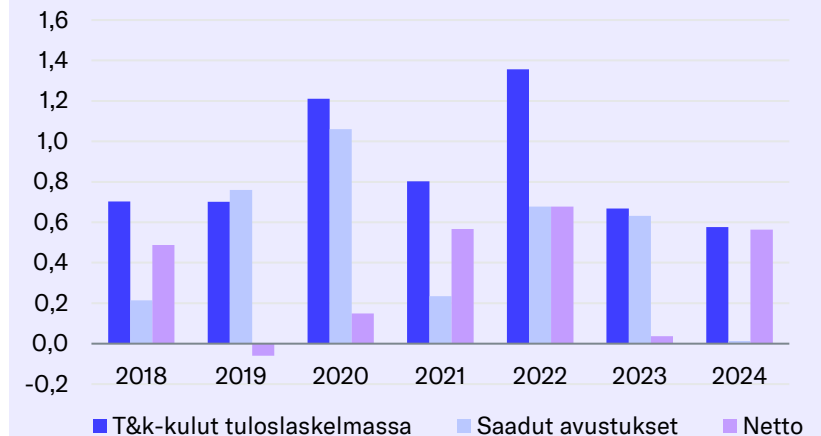
Uudessa tehtaassa korkeampi operatiivinen vipuvaikutus

Vuonna 2022 käyttöönotettu uusi Rovaniemen tehdas ja siihen liittyvät investoinnit ovat vaikuttaneet yhtiön kustannusrakenteeseen. Vuosina 2022-2023 sopeutuminen uuteen tehtaaseen aiheutti ylimääräisiä kustannuksia, mutta vuonna 2024 tehokkuus oli jo parempi. Lisäksi kiinteät kustannukset ovat nousseet pysyvästi mm. laiteinvestointien aiheuttaman poistovaikutuksen sekä korkeamman vuokratason myötä.

Liikevaihto ja kannattavuus 2014-2024



Tutkimus- ja kehityskulut, MEUR



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/3

Uusi tehdas edellyttääkin korkeampia tuotantovolyymejä yltääkseen vastaavaan kannattavuuteen kuin vanha tehdas. Toisaalta uuden tehtaan korkeampi automaatioaste myös mahdollistaa merkittävän operatiivisen vivun eli korkeamman kannattavuuspotentiaalin volyymien kasvun jatkuessa.

Nopea inflaatio aiheuttanut väliaikaista kannattavuuspainetta lähihistoriassa

Materiaalien ja palveluiden jälkeinen kate oli vielä ennen koronapandemiaa yli 50 %, mutta on laskenut noin 46 %:iin vuosina 2022-2023 johtuen mm. inflaation aiheuttamasta nopeasta kustannusten noususta sekä toisaalta tuotejakauman muutoksesta. Kustannusympäristö on kuitenkin tasaantunut vuoden 2024 aikana ja katetaso on kehittynyt jälleen nousujohteisesti (tammi-syyskuu 2025: 48,5 %).

Yhtiön oma asiakashinnoittelu on valtaosin indeksoitu raaka-aineiden ja komponenttien hintoihin siten, että tarkistus tapahtuu kaksi kertaa vuodessa. Komponenttien hintojen noustessa nopeasti muodostaa tämä väliaikaisen kannattavuusriskin, jonka jälkeen tilanne korjaantuu. Hintojen laskiessa vaikutus on luonnollisesti käänteinen.

Velkaisuus korkealla tasolla

Norrhydro Groupilla oli 2025 syyskuun lopussa nettovelkaa 9,8 MEUR, mikä vastasi 4,4-kertaisesti edellisen päättyneen 12 kuukauden käyttökattetta. Nettovelkaantumisaste oli 125 % ja omavaraisuusaste 33 %.

Yhtiön kohonneen velkaisuuden taustalla on sekä kasvuhakuisia investointeja että tulostason odottamaton heikentyminen osin väliaikaisten tekijöiden vaikutuksesta. Velkataso nousi merkittävästi vuonna 2022, jolloin yhtiö investoi reippaasti uuteen Rovaniemen tehtaaseen

(laiteinvestoinnit yht. 6 MEUR 2021-22). Nettovelan määrä on pysynyt viime vuodet (2024-H1 2025) vakaana, joskin korkealla tasolla. Käyttökatteeseen peilattuna velkaisuus on laskenut yhtiön tulostason elpymisen johdosta, mutta elpynyt tulostaso ei ole vielä mahdollistanut merkittävää nettovelkataakan keventämistä.

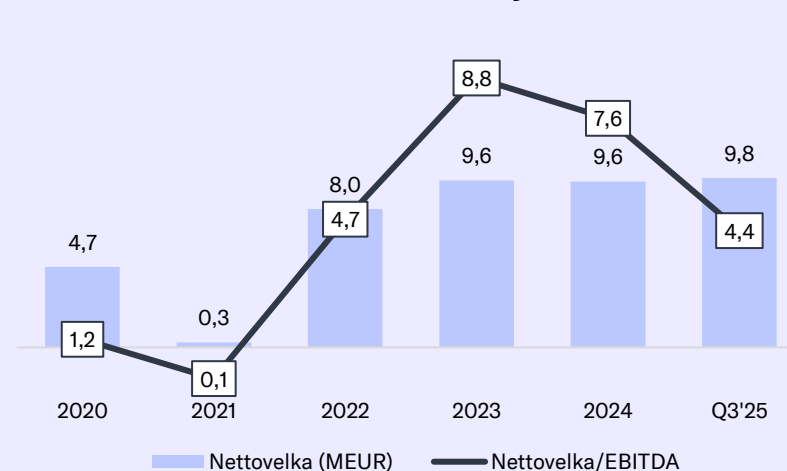
Norrhydro Groupin lainoissa on kovenanttietoja, joista osa on ollut rikkoutuneena vuoden 2022 lopulta lähtien. Rahoittajat eivät kuitenkaan ole lähteneet perimään lainoja takaisin ennaikaisesti vaan ovat myöntäneet yhtiölle waiverit kovenanttien rikkoutumiseen liittyen. Käytännössä tämä on tarkoittanut vain minimaalisia ylimääräisiä kustannuksia yhtiölle.

Yhtiön Q3'25 korollisista veloista 2,4 MEUR on lyhytaikaista velkaa, 6,0 MEUR pitkäaikaista velkaa ja 1,5 MEUR vuoden 2026 lopussa erääntyvää vaihtovelkakirjalainaa. Osa lyhytaikaisista lainoista on limiittejä, joita ei arviomme mukaan tarvitse akuutisti lyhentää. Pitkäaikaisissa veloissa on noin 2,5 MEUR:n verran tuotekehityslainoja, joissa on erittäin pitkät maturiteetit ja mahdollisuus lainojen muuttamiseksi avustuksiksi, mikäli niihin liittyvät projektit epäonnistuisivat.

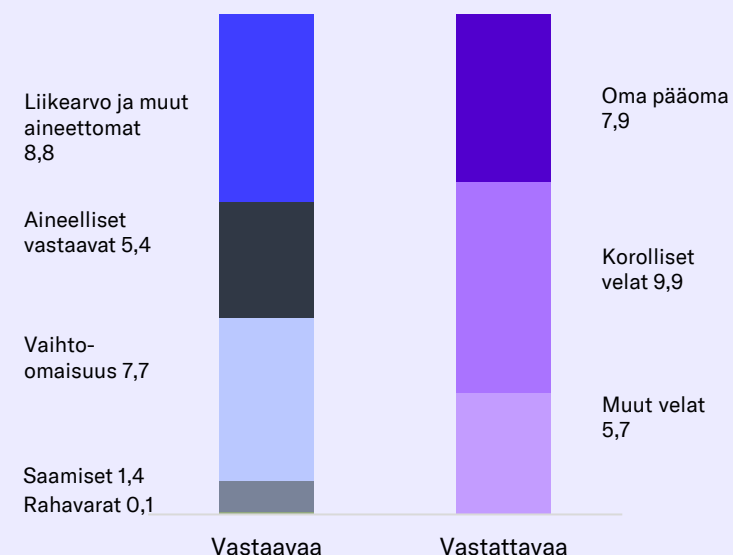
Varojen jako omistajille laitettu tauolle toistaiseksi

Vuoden 2021 listautumisanti vahvisti omaa pääomaa merkittävästi (7,2 MEUR:lla), mutta tämän jälkeen oma pääoma on ollut laskussa (2021: 11,3 MEUR, Q3'25: 7,9 MEUR). Tähän on vaikuttanut sekä tulostason heikentyminen, että varojen jako sijoittajille. Yhtiö jakoi vuosilta 2021-2022 osinkoa ja pääomanpalautusta 0,06 euroa per osake per vuosi eli yhteensä 1,3 MEUR. Vuodelta 2023 varoja ei kuitenkaan enää jaettu heikentyneen taseen ja tulostason myötä.

Nettovelan kehitys



Taserakenne 30.9.2025 (MEUR)



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 3/3

Vuoden 2025 yhtiökokous antoi hallitukselle valtuutuksen pääomanpalautuksen maksamiseen (0,04 euroa per osake eli 0,44 MEUR yhteensä). Arvioimme pääomanpalautuksen toteutumisen riippuvan yhtiön tuloskehityksestä, mutta lähtökohtaisesti näemme edellytykset haastavina, sillä uskomme velkojen lyhentämisen ja taseen tasapainottamisen olevan prioriteeteissa korkealla pääoman allokoinnissa. Osingonmaksu ei nähdäksemme ole sijoittajien näkökulmasta mielekäästä, ennen kuin tasetta saadaan vahvistettua riittävästi ja kallis vaihtovelkakirja pystytään maksamaan pois.

Taseessa merkittäviä aineettomia omaisuuseriä

Norrhydron taseen pysyvistä vastaavista löytyy aineettomia oikeuksia 8,8 MEUR ja aineellisia hyödykkeitä 5,4 MEUR:n edestä (Q3'25). Aineelliset hyödykkeet koostuvat pääosin tuotantolaitteistosta. Vuokrattu tehdasrakennus ei ole yhtiön taseessa, sillä FAS-kirjanpidossa tase ei sisällä vuokravastuita. Aineettomien oikeuksien määrä taseessa on merkittävä ja koostuu erityisesti aktivoiduista kehittämismenoista (2024: 6,2 MEUR), jotka ovat olleet selkeässä kasvussa lähihistoriassa yhtiön panostettua mm. NorrDigi-teknologioiden kehittämiseen. Liikearvoa taseessa on kuitenkin verrattain vähän (2024: 0,7 MEUR).

Yhtiö ei raportoi erikseen kuinka suuri osa kehittämismenoista liittyy NorrDigi-teknologioihin. NorrDigiin liittyvien tase-erien arvon määrittäminen on haastavaa, koska teknologioiden kaupallistaminen on vasta alkuvaiheessa. Mikäli tase-eriin liittyviä teknologioita ei saataisi kaupallistettua tai yhtiö esimerkiksi päätyisi luopumaan jonkun teknologian kaupallistamisesta, voisi aineettomiin tase-eriin kohdistua alaskirjausriskiä, millä

puolestaan olisi negatiivinen vaikutus yhtiön omaan pääomaan.

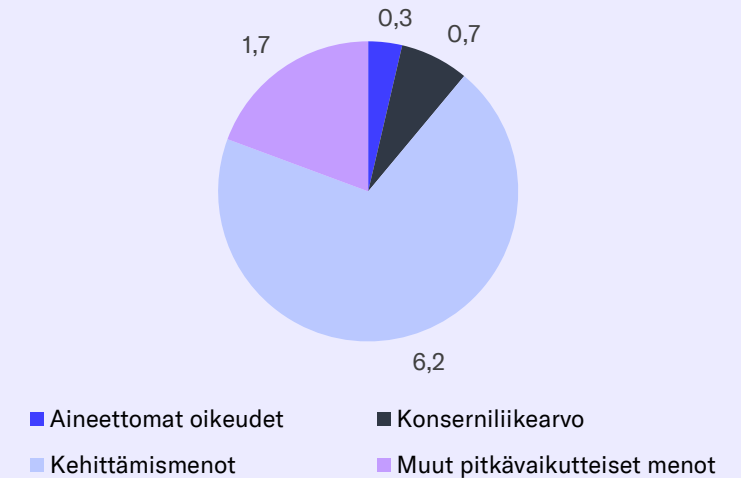
Investointitarve on laskenut

Liiketoimintaan on investoitu viime vuosina merkittävästi, erityisesti uuden tehtaan rakentamisen yhteydessä (2022) sekä NorrDigi-teknologioiden kehittämiseksi (useampana vuonna). Tällä hetkellä investointitarve on viime vuosia matalampi, sillä merkittäville tuotannollisille investoinneille ei ole tarvetta ja samalla yhtiö on vähentänyt NorrDigin tuotekehityspanostuksia ja siirtänyt resursseja myyntiin. Vielä vuosina 2023-24 yhtiö aktivoi kehittämismenoja 0,7-0,9 MEUR, mutta luku on H1:n perusteella laskussa. Vuoden 2025 H1:llä investointien rahavirta kokonaisuudessaan oli enää vain -0,3 MEUR, mikä tukee vapaata rahavirtaa yhdessä parantuvan kannattavuuden kanssa.

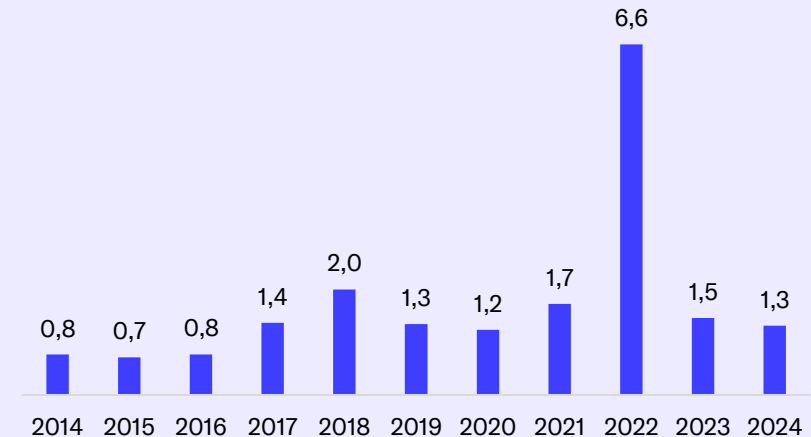
Kasvu sitoo jonkin verran käyttöpääomaa

Norrhydron liiketoiminta sitoo käyttöpääomaa varastojen muodossa, sillä vaihto-omaisuuden arvo taseessa on lähihistoriassa vastannut noin neljännestä tulevan 12 kuukauden liikevaihdosta. Nettokäyttöpääoman suhde liikevaihtoon on vaihdellut 8-13 %:n välillä viimeisen 5 vuoden aikana ja ollut keskimäärin 11 %. Käyttöpääomaa on sitoutunut lisää vuoden 2025 tammi-syyskuussa varastojen muodossa 0,5 MEUR verran, mikä arvioimme mukaan liittyvä odotettavissa olevaan toimitusvolyymien kasvuun.

Aineettomat oikeudet 2024 (MEUR)



Investoinnit (MEUR)



Ennusteet 1/4

Liikevaihtoennusteen taustaoletukset

Olemme jakaneet liikevaihdon ennustemme perinteiseen sylinteriliiketoimintaan sekä uusiin teknologioihin (NorrDigi MCC ja EMA). Kokonaisuutena ennustamme Norrhydro Groupin liikevaihdon kasvavan 19 % vuoden 2025 aikana, mihin vaikuttaa erityisesti perinteisen sylinterimarkkinan elpyminen. Ennusteissa perinteiset sylinterit vastaavat pääosaa liikevaihdon kasvusta vuoteen 2027 saakka, minkä jälkeen NorrDigin merkitys kasvussa nousee keskeiseen osaan. Liikevaihdon kasvuksi on arvioitu 9-11 % vuosina 2026-2027 ja 13-14 % vuosina 2028-2030 NorrDigin tukieissa kasvuprofilia. NorrDigin kasvun ennustamiseen liittyy kuitenkin merkittävää epävarmuutta kaupallistamisen ollessa vasta alkuvaiheessa.

Perinteisissä sylintereissä hyvä lähiajan kasvunäkymä

Markkina-aktiiviteetin jyrkkä lasku vuonna 2024 on kääntynyt vuoden 2025 aikana selkeäksi markkinan elpymiseksi, joskaan varsinaisesta huippusyklistä ei ole vielä kyse. Vuonna 2025 kysyntä on ollut vahvaa erityisesti kaivos- ja materiaalinkäsittelyaloilla, kun taas rakentamisessa ja metsäkoneissa kysyntä on ollut edelleen selvästi tavanomaista heikompaa. Ennustamme Norrhydron perinteisen sylinteriliiketoiminnan kasvavan 19 % vuonna 2025, joskin liikevaihto jää edelleen vuoden 2023 tasoa matalammaksi. Kasvussa on osittain kyse myös markkinaosuuden voittamisesta. Arvioimme markkinan toipumisen jatkuvan vuonna 2026 (ennustettu kasvu 7 %) ja tällöin sylinteriliiketoiminnan liikevaihto nousisi jo vuoden 2023 tasolle. Vuosille 2027-28 ennakoimme 5-6 %:n kasvua ja pitkälle aikavälillä (2029-) 3 %:n vuotuista kasvua.

Ennustamme liikevaihdon kasvu on keskipitkällä aikavälillä markkinakasvua nopeampaa, mihin vaikuttaa

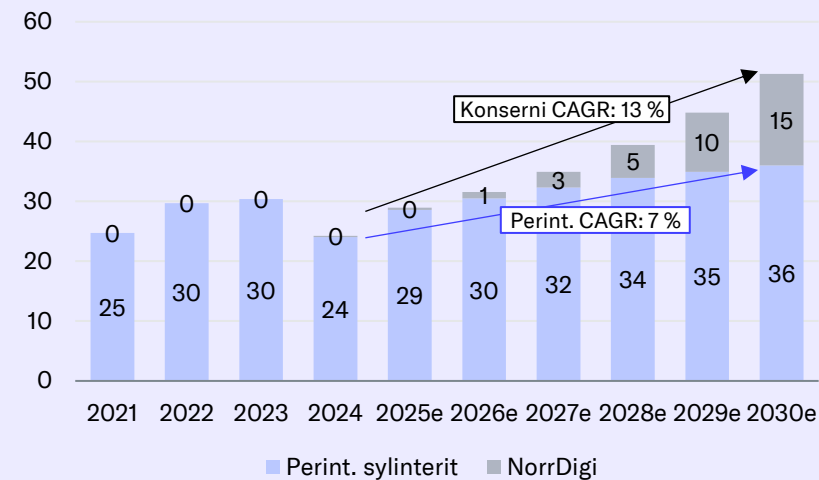
Norrhydron kyky voittaa markkinaosuutta (trendi nähtävissä myös aiemmilta vuosilta). Tätä tukee yhtiön kumppanuspohjainen asiakashankinta ja uusi tehdas, joka arviomme mukaan on vahvistanut yhtiön kustannuskilpailukykyä ja tuotannon laatua.

Perinteisen sylinteriliiketoiminnan kasvuennustemme jää yhtiön asettaman tavoitteen alapuolelle. Yhtiö tavoittelee sylintereissä 10 %:n vuotuista kasvua vuosien 2020-28 välillä, kun meidän ennustemme vastaa 7 %:n vuotuista kasvua. Ennusteissamme suhteellinen kasvu hidastuu aavistuksen strategiakauden lopulla (2026-2028e keskim. kasvu: 6 % vs. 2020-2025e: 8 %), mutta euromääräinen kasvu säilyy isossa kuvassa vakaana.

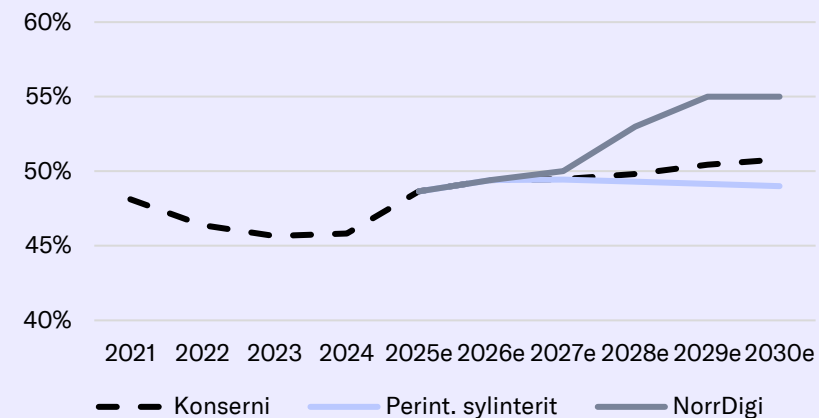
NorrDigille ennusteissa merkittävää kasvua, mutta näkyvyys on vielä epävarma

NorrDigi-teknologiat, MCC ja EMA, ovat käsittääksemme tuotekehityksen näkökulmasta valmiita kaupallistettaviksi, minkä myötä yhtiö on siirtänyt NorrDigin painopistettä yhä enemmän myyntiin ja asiakasspesifien applikaatioiden kehittämiseen. Applikaatioiden kehittäminen ja kaupallistaminen ottavat aikansa, eikä selkeää varmuutta massavolyymien saavuttamiseen vielä ole näköpiirissä. Epävarmuus kaupallisista läpimurroista selittää lähivuosien melko matalia ennusteitamme sekä toisaalta kasvattaa epävarmuutta pitkän aikavälin ennusteisiin liittyen, jotka sisältävät merkittävää kasvua. NorrDigin liikevaihto vuonna 2025 on arviolta 0,3 MEUR, mutta kasvaa ennusteissamme 1,1-2,6 MEUR:oon vuosina 2026-2027. Liikevaihto kasvaa ennusteissa absoluuttisesti voimakkaammin vuosina 2028-2030 (liikevaihto: 5,5-15,3 MEUR), mikä edellyttäisi huomattavaa kaupallista läpimurtoa vähintään toisessa kahdesta teknologiasta.

Liikevaihto (MEUR)



Materiaalikate (% liikevaihdosta)



Ennusteet 2/4

Digitaalisesti ohjattujen ratkaisujen osuus liikevaihdosta kasvaa 14-30 %:iin vuosiin 2028-30 mennessä, eli yhtiön tavoittelema 30 %:n osuus saavutetaan ennusteissamme 2 vuotta yhtiön tavoitetta (2028) myöhemmin.

NorrDigi MCC:n toistaiseksi suurin kasvumahdollisuus liittyy Volvon kaivurihankkeeseen, jossa kehitystyö on loppumetreillä ja asiakastilauksia voitaisiin saada jo vuoden 2026 aikana. Kaupallistaminen on hieman viivästynyt ja Norrhydro on jatkanut ohjauksen hienosäätöä asiakaspalautteen pohjalta vuoden 2025 aikana. MCC-toimituksen arvo on noin 40 TEUR/kone, jolloin liikevaihtopotentiali Suomen muutamien kymmenien kaivurien konekaupasta olisi noin 1 MEUR/v. Ennusteisiimme sisältyy oletus, että MCC-teknologia yleistyy Volvon kaivureissa vuosikymmenen loppuun mennessä myös Suomea selvästi laajemmalla markkina-alueella. Esimerkiksi 10 %:n penetraatio Volvon EC-sarjan hybridikaivukoneissa (160 kpl) vastaisi arviomme mukaan noin 6,4 MEUR:n liikevaihtoa. Lisäksi MCC:n myynti voi hyvinkin saada tukea myös muista käyttökohteista. Esimerkiksi USA:ssa jakelija markkinoi ratkaisua aktiivisesti öljy- ja kaasuteollisuuteen, joskin kyseisen toimialan heikko investointisykli heikentää kasvumahdollisuuksia lyhyellä aikavälillä.

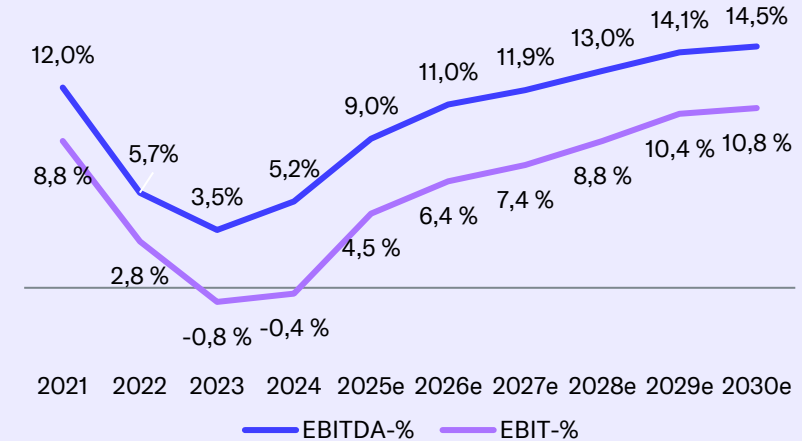
NorrDigi EMA:lla on toistaiseksi yksi selkeä asiakas, Avant Wood, jonka tarjoama vuotuinen liikevaihto on kuitenkin arviomme mukaan selvästi alle 1 MEUR:n luokkaa. Lisäksi EMA-teknologian osalta työstetään useampia tuotekehityspotentiaaleja yhdessä asiakkaiden kanssa, joista voisi muutaman vuoden sisällä kehkeytyä merkityksellisiä tuotantovolyymejä. Käsittelemme mukaan näihin asiakkaisiin kuuluu mm. laivojen lastausratkaisujen, elintarvikkeiden kylmäkuljetuslaitteiden ja jätteenkäsittelyn parissa toimivia laitevalmistajia.

Kannattavuus parantumassa selvästi perussylinterien volyymien toipuessa

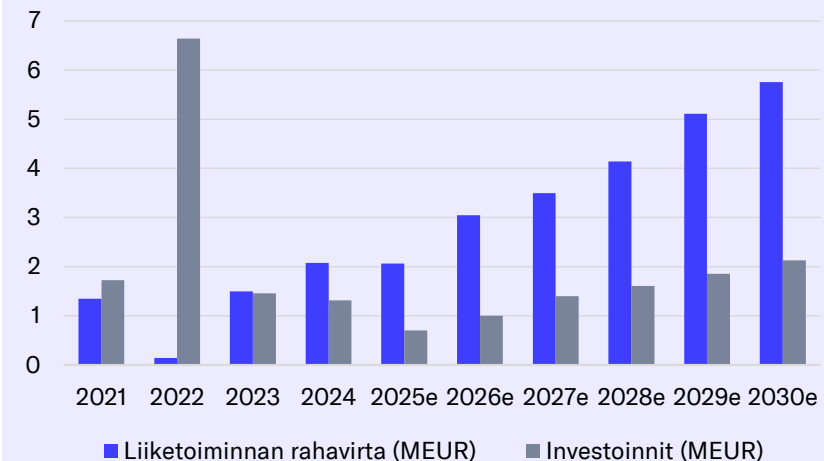
Norrhydro onnistui parantamaan kannattavuutta tehostamisvetoisesti vuonna 2024 ja nousutrendi on arviomme mukaan jopa vahvistumassa vuoden 2025 aikana lähinnä volyymien palautumisen tuella. Arvioimme yhtiön käyttökatemarginaalin parantuvan 9,0-11,9 %:iin ja liikevoittomarginaalin 4,5-7,4 %:iin vuosina 2025-2027, missä on kohtalaista parantumista suhteessa yhtiön historialliseen kannattavuustasoon (liiketulos-% 2015-24: keskimäärin 5,7 % käyttökate-%: 9,6 %). Parantuvan kannattavuuden taustalla on erityisesti volyymikasvu ja toisaalta uuden automaatioasteeltaan kehittyneemmän tehtaan tarjoama operatiivinen vipu.

NorrDigin vaikutus lähivuosien kannattavuusennusteisiin on vielä maltillinen, mihin vaikuttaa sekä alkuvaiheessa matala liikevaihto että matalampi katetaso ennen varsinaista massatuotantoa. NorrDigin positiivinen vaikutus kannattavuuteen nousee esiin vuosina 2028-2030, jolloin ennustamme liiketulosmarginaalin parantuvan 8,8-10,8 %:iin eli selvästi yli yhtiön historiallisen keskimääräisen tason. Tähän pitkän aikavälin ennustettuun kannattavuustasoon liittyy huomattavaa epävarmuutta sekä kasvunäkymän että NorrDigi-liiketoiminnan kannattavuuspotentiaalinalta. Arvioimme erikoistuneiden teknologiaratkaisujen bruttokatteet korkeammiksi verrattuna kilpailtuun perussylinterien segmenttiin (55 % vs. ~49 %). Perussylinterien kateet kävivät kuopassa 2022-2024 mm. inflaation, heikentyneen kysynnän ja uuden tehtaan ylösajoon liittyvien tuotantohaasteiden takia, mutta ennustamme vuoden 2025 aikana nähdyn katetason nousun jatkuvan kestävästi tulevina vuosina.

Kannattavuus (% liikevaihdosta)



Liiketoiminnan rahavirta ja investoinnit¹⁾



1) Liiketoiminnan rahavirta ei sisällä rahoituskuluja
Lähde: Inderes

Ennusteet 3/4

Opexeissa pientä nousupainetta

Arvioimme operatiivisten kulujen (henkilöstökulut ja muut kulut) kasvavan merkittävästi vuonna 2025 (17 %), mihin vaikuttaa erityisesti volyymikasvun aiheuttama tarve lisätyövoimalle sekä yhtiön maksama korkeampi vuokrataso vuosina 2025-2026. Arvioimme operatiivisten kulujen kasvun jatkuvan maltillisempaan vuosina 2026-27 (6-8 %), mihin vaikuttaa osaltaan vuokratason lasku 2027. Ennustettu kiinteiden kulujen kasvu on lähes samaa tasoa perussynteriliiketoiminnan ennustetun kasvun kanssa. NorrDigissä yhtiön kiinteä kulumassa on noin 1 MEUR, minkä turvin arvioimme yhtiön pystyvän kasvattamaan liikevaihtoa 1-2 MEUR:n mittaluokkaan lähivuosien aikana ja tämän jälkeen oletamme kasvun vaativan maltillisia lisäpanostuksia myyntiin ja/tai tuotekehitykseen. Vuosille 2028-2030 ennustettu kiinteiden kulujen kasvu on lähes linjassa kokonaisliikevaihdon kasvun kanssa (kulujen kasvu 13 %/v, liikevaihdon kasvu 14 %/v). Ennusteemme eivät enää sisällä liiketoiminnan muihin tuottoihin kirjattavia tuotekehitysavustuksia, joita maksettiin viimeksi merkittäviä määriä vuosina 2022-2023.

Tehdas skaalautuu ja investointitarve on lyhyellä jännteellä matala

Poistojen osuus liikevaihdosta laskee ennusteissa 4,5 %:iin vuonna 2027 ja edelleen 3,7 %:iin vuonna 2030. Historiassa poistojen osuus on ollut keskimäärin 3,9 %. Arvioimme yhtiön pystyvän skaalaamaan liiketoimintaa lähivuosina matalin investoinnein edellisvuosien merkittävän tehdashankkeen pohjalta. Ennustamme, että vuodesta 2027 alkaen capex-investointeja tulnaisiin kasvattamaan kapasiteetin ja tehokkuuden vahvistamiseksi. Investoinnit ovat pitkälti

harkinnanvaraisia ja riippuvat myös volyymikasvun toteutumisesta. Arvioimme yhtiön suunnittelevan edelleen automaatioastetta kasvattavia investointeja, joilla voisi osaltaan olla positiivinen vaikutus pitkän aikavälin kannattavuuteen ja kilpailukykyyn.

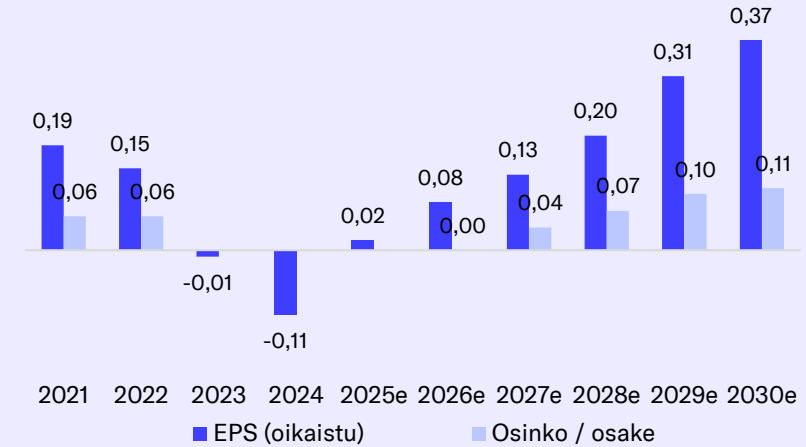
Rahoituskulujen lasku voisi tukea nettotulosta

Ennustamme Norrhydron nettotuloksen parantuvan keskipitkällä aikavälillä sekä operatiivisen tuloskäänteen että rahoituskulujen laskun kautta. Vuoden 2025 tulos jäänee vielä matalaksi, mutta vuosina 2026-28 EPS nousee ennusteissa 0,08-0,20 euroon.

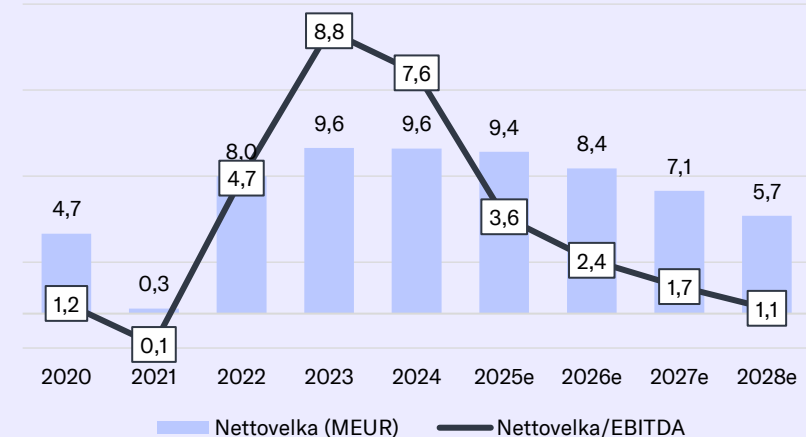
Norrhydron nettorahoituskustannukset vuonna 2025 ovat arvioimme mukaan 1,2 MEUR, mistä lähes puolet (arviolta 0,5 MEUR) syntyy factoring-rahoituksen käytöstä eli myyntisaamisten myymisestä eteenpäin. Myös taseessa oleva vaihtovelkakirjalaina pitää vieraan pääoman rahoituskustannuksia korkealla. Toisaalta noin neljännes korollisista veloista on erittäin edullisia, pääosin pitkän maturiteetin omaavia tuotekehityslainoja Business Finlandilta, mikä laskee velkojen keskimääräistä kustannusta. Factoring-rahoitusta lukuunottamatta arvioimme rahoituskustannusten olevan keskimäärin noin 7 % velasta vuosina 2025-2026 ja laskevan asteittain 5-6 %:iin 2027-2028 taseen vahvistumisen vaikuttaessa myönteisesti yhtiön saamiin rahoitusehtoihin. Lisäksi arvioimme factoring-rahoituksen käytön jatkuvan lähivuosina ja euromääräisen kustannuksen pysyvän vakaana.

Arvioimme Norrhydron pystyvän lyhyellä aikavälillä hyödyntämään kertyneitä tappioita verokulujen vähentämiseksi. Keskipitkällä aikavälillä odotamme efektiivisen veroprosentin nousevan 19 %:iin lähelle Suomen yhteisöverokantaa (18 % vuodesta 2027 alkaen).

Osakekohtainen tulos ja osinko (EUR)



Nettovelan kehitys



Ennusteet 4/4

Velka kääntymässä laskuun, VVK kysymysmerkki

Nettovelka yhtiön taseessa on pysynyt melko muuttumattomana korkealla tasolla viime vuosina, mutta vuoden 2025 kannattavuuskäänteen ja matalamman investointitarpeen myötä velkaisuus näyttäisi olevan kääntymässä laskuun. Arvioimme vuoden 2025 lopun nettovelaksi 9,4 MEUR ja vuosien 2026-2027 lopussa 8,4 ja 7,1 MEUR. Yhtiön intresseissä lienee olisi maksaa pois 1,5 MEUR:n vaihtovelkakirjalaina, jonka korkokulu on korkea (10 %/v), mutta lainojen lyhennyksissä joudutaan mahdollisesti priorisoimaan pankkilainoja ja muita senioriteetiltään ylempänä olevia luottotajia. Pidämme siksi myös mahdollisena, että yhtiö neuvottelee VVK:lle jatkoa vuoden 2026 aikana (laina erääntyy vuoden lopussa).

Vaikka velan määrä ei meidän ennusteemme mukaisesti vähene oleellisesti vielä 2025 aikana, laskee nettovelan ja käyttökatteen suhde kuitenkin huomattavasti yhtiön kannattavuuskäänteen ansiosta. Kannattavuuskäänteen jatkuessa myös velan määrä alkaa laskea, jolloin tasetta saadaan vahvistettua pysyvämmin. Vuoden 2026 lopussa velkaisuus on vielä ennusteemme mukaan koholla, mutta vuoden 2027 lopussa tilanne on jo selvästi parempi ja nähdäksemme kestäväällä tasolla.

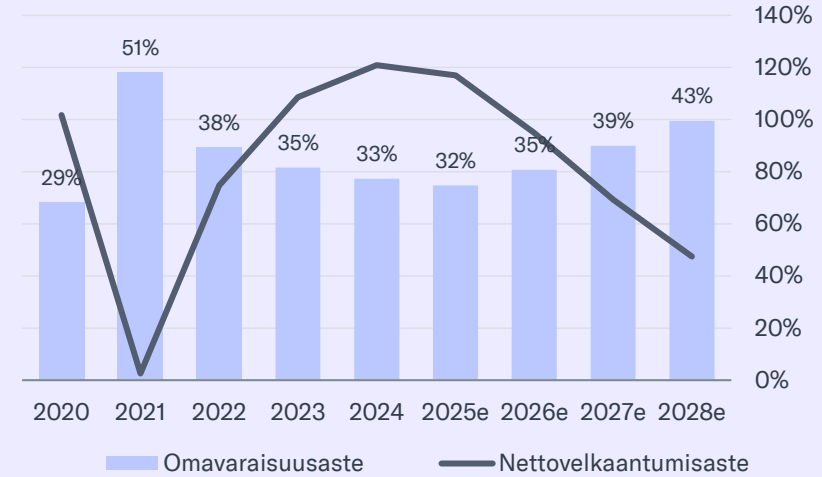
Osinkoon hyvät edellytykset muutaman vuoden kuluttua

Ennusteissamme Norrhydro palaa osingonmaksuun keväällä 2028, jolloin yhtiö maksaisi 0,04 euroa per osake pohjautuen vuoden 2027 tulokseen. Odotamme osingon nousevan ripeästi tämän jälkeen (0,07-0,10 euroa vuosilta 2028-29) ja periaatteessa taseen tervehdyttyä yhtiöllä voisi olla varaa selvästi osinkopolitiikkaa (20-30 %) korkeampaankin osingonjakosuhteeseen. Meidän ennusteemme vastaavat 32-

36 %:n osingonjakosuhdetta vuosille 2027-29.

Ennustamaamme aikaisempikin osingonmaksu voisi olla mahdollinen (vuosina 2026-27), mikäli yhtiön pääomistajat haluaisivat priorisoida varojen jakoa. Aikainen osingonmaksu voisi kuitenkin hidastaa rahoituskulujen laskua nykyiseltä korkealta tasolta sekä pitää yllä taseriskiä, minkä takia se ei välttämättä olisi pääoman allokoinnin näkökulmasta optimaalista. Arvioimmekin yhtiön lyhyen aikavälin prioriteetin olevan taseen vahvistamisessa ja velkojen lyhentämisessä. Näemme yhtiöllä kuitenkin intressin palata osinkoa tai pääomanpalautusta maksavaksi yhtiöksi lähivuosina. Yhtiön hallituksella on kuluvanakin vuonna ollut yhtiökokouksen valtuutus maksaa pääomanpalautusta harkintansa mukaan, joskaan tätä ei ole toistaiseksi maksettu.

Taseen avainlukujen kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	29,7	30,4	13,1	11,1	24,2	14,9	14,1	28,9	31,6	34,9	39,4
Käyttökate	1,7	1,1	0,77	0,49	1,26	1,23	1,36	2,59	3,47	4,19	5,18
Poistot ja arvonalennukset	-0,9	-1,4	-0,67	-0,68	-1,34	-0,65	-0,65	-1,30	-1,45	-1,61	-1,70
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,4	1,1	0,13	-0,15	-0,02	0,61	0,75	1,37	2,10	2,66	3,56
Liikevoitto	0,8	-0,3	0,11	-0,19	-0,08	0,57	0,71	1,29	2,02	2,58	3,48
Nettorahoituskulut	-0,6	-1,2	-0,55	-0,69	-1,24	-0,57	-0,62	-1,18	-1,13	-0,93	-0,80
Tulos ennen veroja	0,2	-1,4	-0,44	-0,88	-1,32	0,01	0,10	0,11	0,90	1,64	2,67
Verot	-0,2	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,04	-0,25	-0,51
Nettotulos	0,0	-1,4	-0,44	-0,88	-1,32	0,01	0,10	0,11	0,85	1,40	2,17
EPS (oikaistu)	0,15	-0,01	-0,04	-0,08	-0,11	0,00	0,01	0,02	0,08	0,13	0,20
EPS (raportoitu)	0,00	-0,13	-0,04	-0,08	-0,12	0,00	0,01	0,01	0,08	0,13	0,20

Tunnusluvut	2022	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	20,3 %	2,2 %	-28,4 %	-7,7 %	-20,2 %	13,5 %	26,4 %	19,4 %	9,1 %	10,6 %	12,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%									53,6 %	26,5 %	33,8 %
Käyttökate-%	5,7 %	3,6 %	5,9 %	4,4 %	5,2 %	8,2 %	9,7 %	9,0 %	11,0 %	12,0 %	13,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,0 %	3,5 %	1,0 %	-1,3 %	-0,1 %	4,1 %	5,4 %	4,7 %	6,7 %	7,6 %	9,0 %
Nettotulos-%	0,1 %	-4,8 %	-3,4 %	-7,9 %	-5,5 %	0,1 %	0,7 %	0,4 %	2,7 %	4,0 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Kaksi erilaista osa-aluetta huomioitava arvostuksessa

Norrhydron osaketarina koostuu kahdesta hyvin erilaisesta elementistä. Perinteisen sylinteriliiketoiminnan pitkän aikavälin tulostason ennakointi on suhteellisen suoraviivaista ja luotettavaa pitkän historian ja matuurin toimialan ansiosta. Uusien NorrDigi-teknologioiden tulospotentialista ei puolestaan ole vielä vahvaa käsitystä ja NorrDigin toiminta on toistaiseksi merkittävän liikevaihdon puuttuessa tappiollista, vaikka tarjoaakin onnistuessaan potentiaalia kate- ja arvonluontiprofiilin vahvistamiseen.

Mielestämme osakkeen arvonmuodostusta tulee lähestyä useista eri kulmista, minkä jälkeen sijoittaja voi pyrkiä arvioimaan, mitä skenaariota tai lähestymistapaa painottaa sijoituspäätöstä tehdessä. Näemme myös todennäköisenä, että markkinan painotukset eri skenaarioiden välillä tulevat todennäköisesti elämään esimerkiksi NorrDigiin liittyvän uutisvirran mukana.

Perussylintereissäkin aineksia nousuvaraan, NorrDigin näemme epävarmana optiona

Painotamme suosituksessamme sekä konsernitason arvostuskertoimia että osien summa –ajattelua erityisesti perussylinterien osalta. Norrhydron osaketta hinnoitellaan tällä hetkellä tulos pohjaisesti hintavalla EV/EBIT-kertoimella 17x kuluvaan vuoden ennusteilla. Kerroin voisi laskea edullisemmaksi (2026e: 10x), mikäli markkinakysyntä säilyy hyvänä ja ennustettu tuloskasvu toteutuu. Osien summalla tarkasteltuna nykykurssi on alle perussylinterien tarjoaman ”pohja-arvon” (1,3 euroa 2025-ennusteilla), mikä mielestämme puoltaa positiivista suositusta osakkeelle, vaikka NorrDigin tulosvaikutus onkin lyhyellä tähtäimellä negatiivinen. Nousuvaraa voisi syntyä lisäksi perussylinterien ennustetusta tuloskasvusta vuodelle 2026 (käypä arvo 1,7 euroa/osake

ennusteiden toteutuessa) sekä pidemmällä aikavälillä NorrDigin kaupallistamisen edistymisestä. NorrDigin arvo nousisi läpimurtoskenaariossa vuoden 2030 ennusteilla 1,4 euroon per osake, kun huomioidaan kasvuliiketoiminnalle paremmin sopiva 15x EV/EBIT sekä voimakas diskonttaus 15 %:n vuotuisella tuottovaatimuksella. Tämä yhdistettynä perussylinteriliiketoiminnan arvoon (2025 ennusteilla 1,3 €) tarkoittaisi yhteensä noin 2,6 euron osakekohtaista nykyarvoa eli voimakasta nousuvaraa nykyiseltä kurssitasolta. NorrDigin läpimurtoon liittyy kuitenkin merkittävää epävarmuutta, minkä vuoksi näemme perussylinterien tuloskehityksen seuraavan 12 kuukauden keskeisenä kurssiajurina, ellei NorrDigin myyntirintamalta saada merkittäviä uusia uutisia. Konkreettinen lisänäyttö NorrDigin kaupallistamisen etenemisestä voisi antaa aihetta kasvattaa läpimurtoskenaarion painoarvoa arvonmäärityksessä.

NorrDigi näkyy luvuissa toistaiseksi negatiivisena

Olemme lisäksi tarkastelleet yhtiön arvoa yksinkertaisen konsernitason tulos pohjaisen arvonmäärityksen kautta. Asettamalla koko konsernille käypä EV/EBIT 13x-kerroin, osakkeen arvo olisi 0,8 euroa vuoden 2025 ennusteilla ja 1,4 euroa 2026 korkeariskisemmällä ennusteilla. Tämä tarkastelutapa ei anna kovin suotuisaa kuvaa osakkeen arvosta, koska se olettaa NorrDigille implisiittisesti negatiivisen arvon sen tuottaman tappiollisen tulosvaikutuksen mukaisesti. Emme halua erityisesti painottaa tätä arvostusmenetelmää, mutta se antaa jälleen yhden perspektiivin, kuinka osa sijoittajista saattaa osaketta tarkastella. Valittu arvostuskerroin (EV/EBIT 13x) tasapainottelee toisaalta yhtiön kasvuhakuisuuden ja toisaalta historiallisesti maltillisen pääomantuoton sekä pienen koon kanssa.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,22	1,22	1,22
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,0	11,0
Markkina-arvo	13	13	13
Yritysarvo (EV)	23	22	21
P/E (oik.)	71,7	14,5	9,1
P/E	>100	15,8	9,6
P/B	1,7	1,5	1,3
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	8,8	6,3	4,9
EV/EBIT (oik.)	16,7	10,4	7,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	31,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Käyvän arvon määrittäminen (EUR/osake)

Perussylinteriliiketoiminnan arvo (EV/EBIT 8-12x)	2025e	0,86	1,72
	2026e	1,21	2,20
Perussylinterit 25e + NorrDigi 2030e läpimurto		2,04	3,41
Yksinkertainen EV/EBIT 11-15x konsernille	2025e	0,51	1,01
	2026e	1,12	1,76
Inderesin arvio		1,15	2,02

Nykyinen kurssi 1,22 € eli käyvän vaihteluvälin alemman pään tuntumassa

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

Perinteisen sylinteriliiketoiminnan arvostaminen

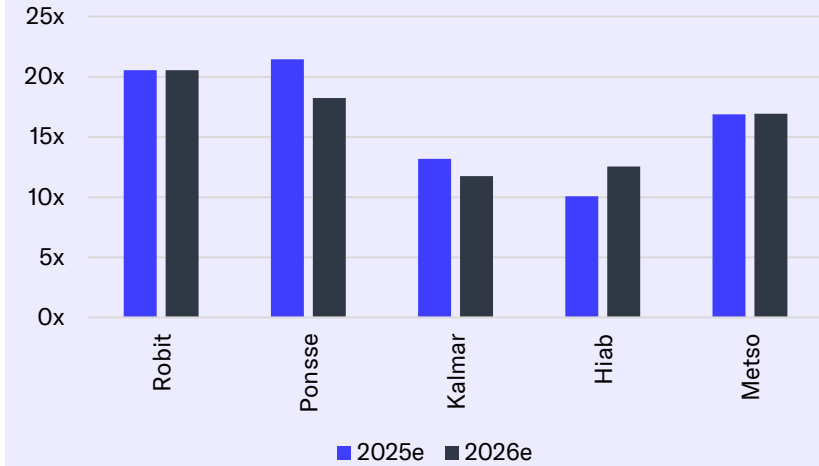
Lähestymme perinteisten hydraulisylinterien valmistukseen perustuvan liiketoiminnan arvostamista ensikädessä tulos pohjaisilla arvostuskertoimilla. Liiketoiminta on suhteellisen vakaata, mikä tekee arvonmäärittämisestä melko suoraviivaista. Keskeisimpiä muuttujia ovat soveltuvan arvostuskertoimen valinta sekä ns. normalisoidun tulostason määrittäminen.

Arvostuskertoimeksi olemme asettaneet arvonmäärityksessä EV/EBIT 10x, mikä on nähdäksemme melko tyypillinen normalisoitu taso vakaille ja kannattavuudeltaan keskinkertaisille konepajoille. Näemme Norrhydrolla hyvät mahdollisuudet jatkaa markkinaosuuden voittamista uuden modernin tehtaansa sekä pitkien ja tiiviiden asiakassuhteidensa ansiosta, mikä tukee arvostusta. Asiakaskunnan keskittyneisyys ja toimialan syklisyys toisaalta rajoittavat käypää tulos pohjaista arvostustasoa. Verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat keskimäärin korkeammat (~15x), mihin toisaalta vaikuttaa verrokkien keskimäärin suurempi koko ja vahvempi asema globaalissa arvoketjussa sekä esim. Robitin ja Ponssen kohdalla lyhyen aikavälin tulos haasteet mm. rakennus- ja metsäsektorien heikon kysynnän takia.

Normalisoidun kannattavuustason määrittäminen edellyttää näkemyksen ottamista, sillä yhtiön takavuosina melko vakaasti kehittynyt tulos on viime vuosina liikkunut volatiilisti uuden tehtaan ylösajon myötä. Lisäksi yhtiö ei myöskään raportoi erikseen perinteisten sylinterien tulosta ja NorrDigin tulosvaikutusta. Olemme siksi päätyneet käyttämään arvostuksen pohjana vuoden 2025 arvioitua tulostasoa, joka on suhteelliselta kannattavuudelta selvästi parempi verrattuna

viimeisten 3 vuoden tulostasoon, mutta vain hieman korkeampi suhteutettuna pitkän aikavälin tulostasoon. Vuoden 2025 EV/EBIT 10x vastaisi perinteisille sylintereille noin 24 MEUR:n yritys arvoa (2,2 euroa per osake, josta nettovelan jälkeen jäisi markkina-arvoksi 14 MEUR (1,3 euroa per osake) ilman NorrDigiä. Mikäli kannattavuus jatkaisi lähivuosina nousujohteista kehitystä mm. modernin tehtaan skaalautumisen avulla, voisi arvonmäärityksessä olla selkeää nousuvaraakin (EV/EBIT 10x 2026e: 1,7 euroa per osake nettovelan jälkeen). Emme kuitenkaan ole valmiita nojaamaan tulevien vuosien ennusteisiin täydellä painolla viime vuosien haasteiden valossa. Vuoden 2026 tulosenuste perinteisille sylintereille on jo selvästi yhtiön historiallista tulostasoa korkeampi, mikä kasvattaa ennusteriskiä.

Kotimaisten verrokkien arvostuskertoimia (EV/EBIT)



Arvonmääritys 3/4

NorrDigin arvostaminen

NorrDigi-teknologioiden arvostaminen on erittäin vaikeaa, koska liikevaihto on toistaiseksi pientä ja näkyvyys teknologioiden kaupallistamiseen matala. Arvioimme, että teknologiat voisivat tuoda yhtiön asiakkaille merkittävää lisäarvoa ja erottua kilpailusta, mikä voisi mahdollistaa perinteistä liiketoimintaa korkeammat katteet ja pitkän aikavälin kannattavuuden. Tämä kuitenkin edellyttäisi riittävän volyymikasvun saavuttamista, mikä todennäköisesti vaatisi yhtä tai useampaa menestyksestä OEM-yhteistyötä, jossa teknologiaa skaalattaisiin globaaleille markkinoille OEM-kumppanin jakeluverkoston kautta. Tällaisia potentiaalisia kumppanuuksia ovat mm. Volvo CE:n kanssa työstettävä kaivurihanke (NorrDigi MCC -teknologialla) sekä satamien lastinkäsittelylaitteen kehittäminen nimeämättömän asiakkaan kanssa. Volvon kanssa tehtävä yhteistyö on ollut käynnissä jo pitkään, mutta hankkeen realisoituminen myyntivolyyymeiksi on viivästynyt ja yhä epävarmaa. Uudet kaupalliset kehityspolut puolestaan ottavat aikaa ja ovat myös vaikeasti ennustettavia.

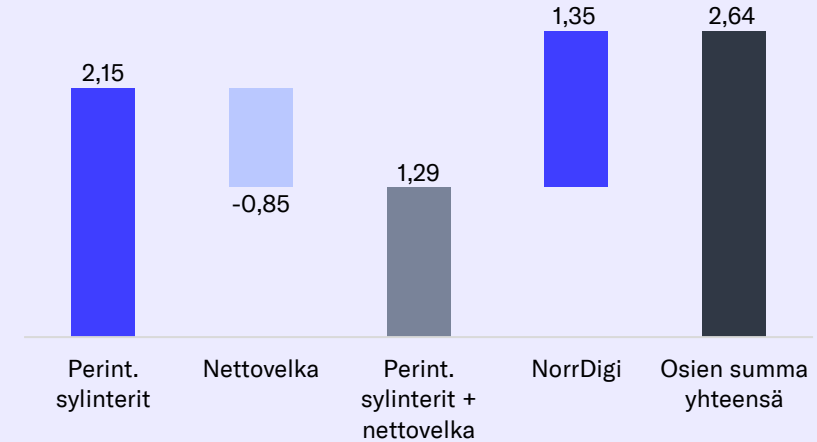
NorrDigin arvonmäärityksessä korkeimpiin arvioihin päästään tulevaisuuteen tähyävän **tulospohjaisen arvostuksen** kautta. Laskelma olettaa, että volyymit todella kasvavat huomattaviksi ja toiminta kääntyy kannattavaksi (2030e liikevaihto: 15 MEUR, EBIT: 2,0 MEUR). Laskemme arvostuksen vuoden 2030 tuloksesta EV/EBIT-kertoimella 15x ja diskonttaamme arvon nykypäivään korkealla 15 %:n tuottovaatimuksella. Tämä lähestymistapa osoittaisi NorrDigin arvoksi 1,35 euroa per osake. Kyseessä ei ole absoluuttinen maksimi, mutta toisaalta NorrDigin läpimurto on hyvin epävarmaa. Emme odota markkinan hinnoittlevan skenaariota osakkeeseen ilman huomattavia konkreettisia lisänäyttöjä kaupallistamisen edistymisestä.

NorrDigin arvostusta voisi myös suhteuttaa sen **kehittämiseen käytettyyn rahamäärään**. Vuoden 2024 lopussa taseeseen aktivoidut tuotekehitysmenot olivat reilut 6 MEUR, joskin summa sisältää myös muita kuin NorrDigiin suoraan liittyviä kehityskuluja. EMA-sylinterien hankkimisessa keskeisestä Motiomax-yrityskaupasta maksettiin 0,8 MEUR. Kun näiden lisäksi huomioidaan kasvuliiketoiminnan hallinnointiin ja markkinointiin käytetyt muut kulut, arvioimme uponneiden kustannusten olevan kokonaisuudessaan lähellä 10 MEUR:a. NorrDigin arvoa ei voida kuitenkaan perustella siihen uponneilla kustannuksilla, kun huomioidaan toistaiseksi odotuksia hitaampi etenemisvauhti. Jos liiketoiminta epäonnistuisi pysyvästi, voisi kehitysmenoihinkin kohdistua alaskirjauksen riskiä, mikä puolestaan kasvattaisi taseriskiä.

Tasepohjainen arvostus

NorrDigin osakekannan markkina-arvo on 1,7-kertainen suhteessa vuoden 2025 lopun ennustettuun oman pääoman tasearvoon (P/B). Viime vuosina tuotot omalle pääomalle ja sijoitetulle pääomalle ovat jääneet alle tuottovaatimuksen (2021-2024 ROE: -6 %, ROI: 4,5 %), missä on ollut kyse osin väliaikaisista tekijöistä kuten uuden tehtaan ylösajosta ja NorrDigin kehityskuluista. Tästä syystä näemme hedelmällisempänä tarkastella arvioituja pääomantuoton lukuja vuosilta 2025-26. Ennusteidemme mukaan yhtiön ROI yltäisi kuluvana vuonna 7 %:iin ja vuonna 2026 jo 11 %:iin. Tuotto omalle pääomalle kärsii hieman yhtiön hintavista rahoitusratkaisuista (ROE 2025-26e: 1-10 %). Kokonaisuutena voidaan todeta, että tuotot pääomalle eivät ylitä tuottovaatimusta lähivuosina, minkä pohjalta yhtiö näyttää tasepohjaisesti melko hintavalta. Toisaalta, jos yhtiö pystyisi pitkällä aikavälillä kääntämään NorrDigin voitolliseksi liiketoiminnaksi, nousisivat pääomantuottoluvut selvästi yli tuottovaateen ja tasepohjainenkin arvostus olisi edullinen.

Osien summa NorrDigin läpimurtoskenaariossa (EUR/osake)



Arvonmääritys 4/4

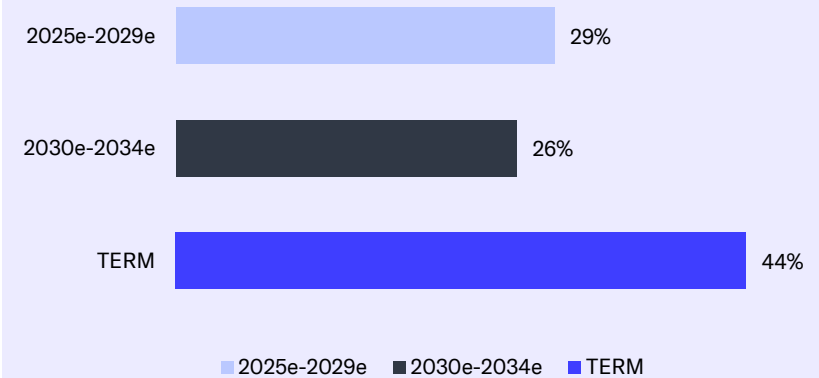
DCF soveltuu heikosti arvonmääritykseen binäärisen NorrDigin takia

Näemme DCF-menetelmän soveltuvan heikosti Norrhydro Groupin arvonmääritykseen, koska näkyvyys NorrDigin tuloskehitykseen on erittäin sumea. Olemme ennusteissamme sisällyttäneet varsin suotuisat oletukset, joiden mukaan NorrDigi ylittäisi 2030 mennessä kaupalliseen läpimurtoon ja teknologiaa myytäisiin OEM-kumppanien kautta globaalisti. Ennusteisiin sisältyy siksi korkea epävarmuus.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihto kasvaa vuosien 2025-2033 välillä keskimäärin 12,4 % vuodessa. Terminaalissa kasvuoletuksemme on 2,5 %. Kannattavuuden osalta olemme olettaneet että liikevoittomarginaali nousee 10,2 %:iin vuoteen 2030 mennessä ja laskee terminaalissa 8,0 %:iin hieman lähemmäs pitkän aikavälin historiallista tasoa (2015-24: 5,7 %). Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 12,6 % ja oman pääoman kustannus 14,9 %. Korkea pääoman kustannus kuvastaa mallissamme yhtiön korkeaa riskiprofilia esimerkiksi velkaisen taseen myötä.

DCF-malli antaa yritysarvoksi 29 MEUR ja oman pääoman arvoksi 20 MEUR eli osakekohtaiseksi arvoksi muodostuu 1,79 euroa. Mallissa terminaalijakson painoarvo on 45 %, joka ei ole erityisen korkea ja näemmekin riskien painottuvan laskelmassa erityisesti keskipitkälle aikavälille vuoden 2030-taitteeseen, jolloin NorrDigin oletettu kannattava kasvu toisi yhtiölle merkittävää kassavirtaa. Jos NorrDigin onnistumiseen liittyvä korkea epävarmuus poistuisi, olisi laskelmassa huomattavaa nousuvaraa tuottovaateen laskun ja terminaalin kannattavuusoletuksen nousun kautta.

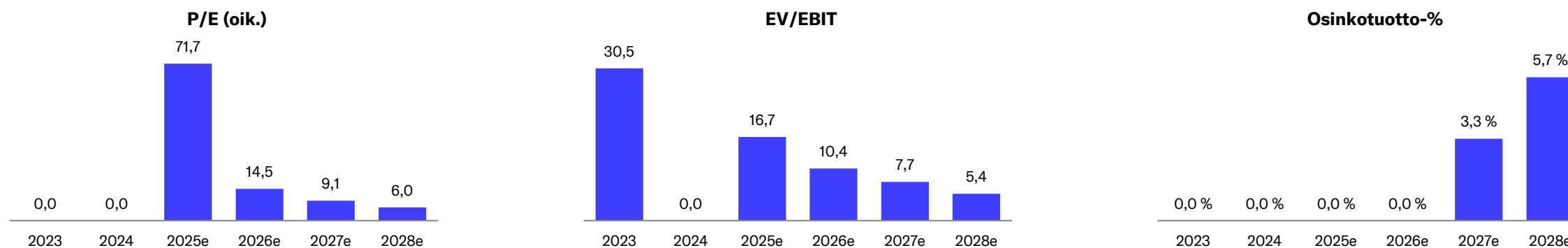
DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi		4,32	3,13	2,07	1,62	1,22	1,22	1,22	1,22
Osakemäärä, milj. kpl	8,24	8,46	10,9	10,9	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Markkina-arvo		47	34	23	18	13	13	13	13
Yritysarvo (EV)	4,7	47	42	32	27	23	22	21	19
P/E (oik.)	0,0	23,2	21,5	neg.	neg.	71,7	14,5	9,1	6,0
P/E	0,0	>100	>100	neg.	neg.	>100	15,8	9,6	6,2
P/B	0,0	4,2	3,2	2,5	2,3	1,7	1,5	1,3	1,1
P/S	0,0	1,9	1,1	0,7	0,7	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	0,2	1,9	1,4	1,1	1,1	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	1,2	15,9	19,7	29,4	21,8	8,8	6,3	4,9	3,7
EV/EBIT (oik.)	1,5	21,8	17,8	30,5	neg.	16,7	10,4	7,7	5,4
Osinko/tulos (%)	25,1 %	185,1 %	1521,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	31,6 %	35,6 %
Osinkotuotto-%		1,4 %	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,3 %	5,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Kesla Oyj	9	20	10,1		6,7		0,5	0,6	7,5		4,7		0,7
Robit Plc	23	41	20,5	20,5	6,8	6,8	0,5	0,5			4,5		0,5
Ponsse Oyj	697	728	20,7	17,5	10,4	9,5	1,0	1,0	75,5	22,1	1,9	2,7	2,1
Kalmar	2443	2609	13,3	11,8	9,7	9,4	1,5	1,5	16,3	15,1	2,8	2,9	3,4
Hiab	3206	2900	10,5	13,1	8,5	11,1	1,2	1,9	14,9	19,4	3,4	2,6	2,7
Metso Corp	11863	12978	17,2	17,2	14,3	14,1	2,7	2,5	23,1	23,4	2,5	2,6	4,6
Sandvik AB	32782	36674	19,4	18,9	14,3	14,1	3,3	3,3	25,3	23,0	2,0	2,1	3,9
Kongsberg Gruppen ASA	17736	16721	30,3	24,0	24,2	19,6	4,1	3,4	40,5	30,4	1,2	2,6	11,1
Enerpac Tool Group Corp	1696	1729	15,8	15,0	13,4	13,1	3,4	3,3	21,3	20,7			4,0
Interpump Group SpA	4795	5124	14,3	14,9	10,8	10,9	2,5	2,5	20,1	20,3	0,8	0,8	2,5
Parker-Hannifin Corp	92892	101378	28,1	25,4	24,1	22,8	6,0	6,0	34,5	32,0	0,7	0,8	9,1
Donaldson Company Inc	8771	9190	19,6	18,2	16,4	15,5	3,0	2,9	26,1	24,0	1,2	1,3	6,6
SMC Corp	19684	15809	11,7	10,0	11,8	12,3	3,7	3,6	20,3	22,8	1,6	1,8	2,0
Norrhydro (Inderes)	13	23	16,7	10,4	8,8	6,3	0,8	0,7	71,7	14,5	0,0	0,0	1,7
Keskiarvo			17,4	16,7	13,1	13,2	2,6	2,6	26,6	23,0	2,2	2,0	3,9
Mediaani			16,5	17,2	11,8	12,3	2,8	2,7	21,3	22,8	1,9	2,1	3,0
Erotus-% vrt. mediaani			1 %	-39 %	-25 %	-49 %	-72 %	-75 %	237 %	-37 %	-100 %	-100 %	-45 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	29,7	30,4	13,1	11,1	24,2	14,9	14,1	28,9	31,6	34,9	39,4
Käyttökate	1,7	1,1	0,77	0,49	1,26	1,23	1,36	2,59	3,47	4,19	5,18
Poistot ja arvonalennukset	-0,9	-1,4	-0,67	-0,68	-1,34	-0,65	-0,65	-1,30	-1,45	-1,61	-1,70
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,4	1,1	0,13	-0,15	-0,02	0,61	0,75	1,37	2,10	2,66	3,56
Liikevoitto	0,8	-0,3	0,11	-0,19	-0,08	0,57	0,71	1,29	2,02	2,58	3,48
Nettorahoituskulut	-0,6	-1,2	-0,55	-0,69	-1,24	-0,57	-0,62	-1,18	-1,13	-0,93	-0,80
Tulos ennen veroja	0,2	-1,4	-0,44	-0,88	-1,32	0,01	0,10	0,11	0,90	1,64	2,67
Verot	-0,2	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,04	-0,25	-0,51
Nettotulos	0,0	-1,4	-0,44	-0,88	-1,32	0,01	0,10	0,11	0,85	1,40	2,17
EPS (oikaistu)	0,15	-0,01	-0,04	-0,08	-0,11	0,00	0,01	0,02	0,08	0,13	0,20
EPS (raportoitu)	0,00	-0,13	-0,04	-0,08	-0,12	0,00	0,01	0,01	0,08	0,13	0,20

Tunnusluvut	2022	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	20,3 %	2,2 %	-28,4 %	-7,7 %	-20,2 %	13,5 %	26,4 %	19,4 %	9,1 %	10,6 %	12,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%									53,6 %	26,5 %	33,8 %
Käyttökate-%	5,7 %	3,6 %	5,9 %	4,4 %	5,2 %	8,2 %	9,7 %	9,0 %	11,0 %	12,0 %	13,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,0 %	3,5 %	1,0 %	-1,3 %	-0,1 %	4,1 %	5,4 %	4,7 %	6,7 %	7,6 %	9,0 %
Nettotulos-%	0,1 %	-4,8 %	-3,4 %	-7,9 %	-5,5 %	0,1 %	0,7 %	0,4 %	2,7 %	4,0 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	14,8	14,2	13,8	13,6	13,5
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aineettomat hyödykkeet	8,6	8,6	8,7	8,6	8,6
Käyttöomaisuus	5,9	5,3	4,7	4,6	4,5
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	9,1	10,9	11,9	13,1	14,7
Vaihto-omaisuus	7,4	8,8	9,7	10,6	11,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,2	1,4	1,5	1,7	1,9
Likvidit varat	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9
Taseen loppusumma	24,0	25,1	25,7	26,7	28,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	7,9	8,0	8,9	10,3	12,0
Osakepääoma	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Kertyneet voittovarot	-6,7	-6,6	-5,7	-4,3	-2,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Pitkäaikaiset velat	7,6	6,5	5,0	5,0	5,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	6,1	5,0	5,0	5,0	5,0
Vaihtovelkakirjalainat	1,5	1,5	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	8,4	10,6	11,8	11,4	11,1
Korolliset velat	2,5	3,6	4,2	3,0	1,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,9	7,0	7,6	8,4	9,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	24,0	25,1	25,7	26,7	28,2

DCF-laskelma

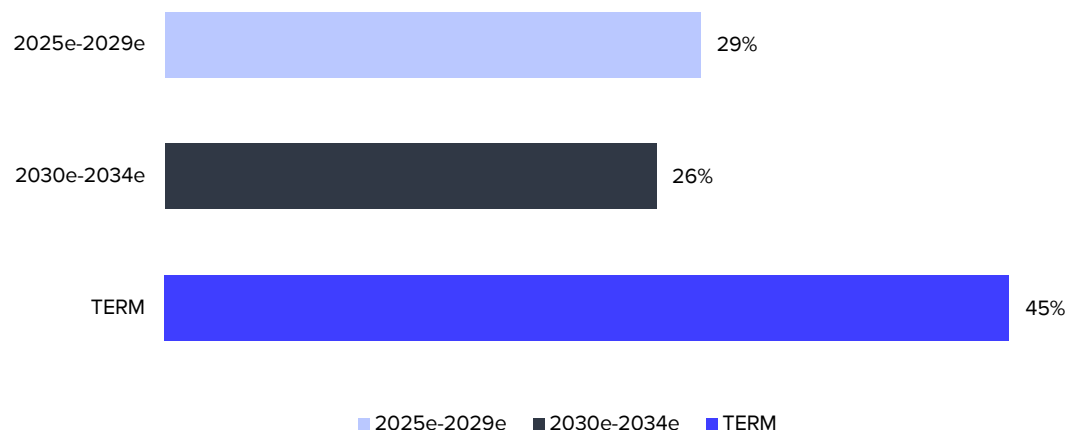
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-20,2 %	19,4 %	9,1 %	10,6 %	12,9 %	13,7 %	14,5 %	12,5 %	9,1 %	10,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	-0,3 %	4,5 %	6,4 %	7,4 %	8,8 %	9,7 %	10,2 %	10,2 %	10,2 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Liikevoitto	-0,1	1,3	2,0	2,6	3,5	4,4	5,2	5,9	6,4	5,5	5,7	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	2,1	2,1	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
- Käyttöpääoman muutokset	0,9	-0,5	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	2,2	2,1	3,0	3,5	4,1	4,9	5,5	5,9	6,6	5,9	6,5	
- Bruttoinvestoinnit	-1,3	-0,7	-1,0	-1,4	-1,6	-1,9	-2,1	-2,4	-2,8	-2,6	-2,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,9	1,4	2,0	2,1	2,5	3,0	3,4	3,5	3,8	3,2	3,9	
Vapaa kassavirta	0,9	1,4	2,0	2,1	2,5	3,0	3,4	3,5	3,8	3,2	3,9	39,0
Diskontattu vapaa kassavirta		1,4	1,8	1,6	1,8	1,8	1,8	1,7	1,6	1,2	1,3	13,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		29,3	27,9	26,1	24,5	22,8	20,9	19,1	17,4	15,8	14,5	13,2
Velaton arvo DCF		29,3										
- Korolliset velat		-10,2										
+ Rahavarat		0,6										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		19,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,79										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,4 %
Yrityksen Beta	2,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	14,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,6 %

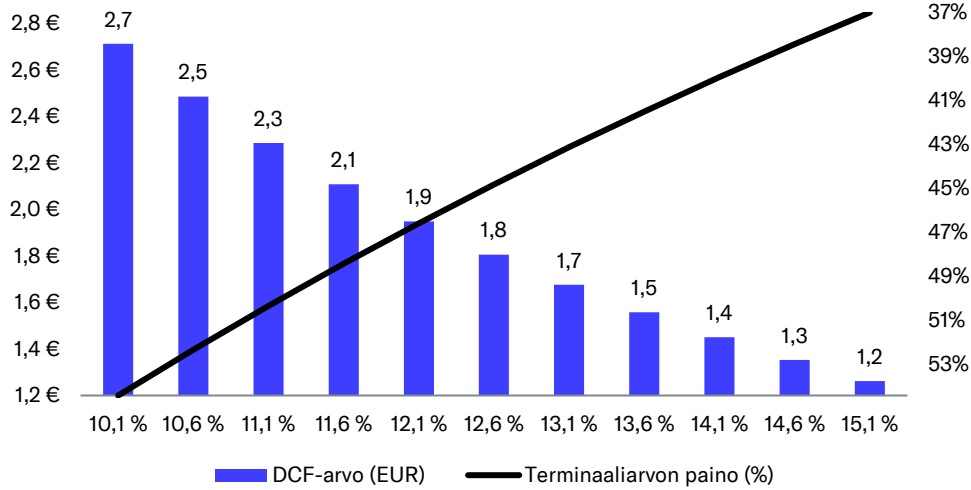
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

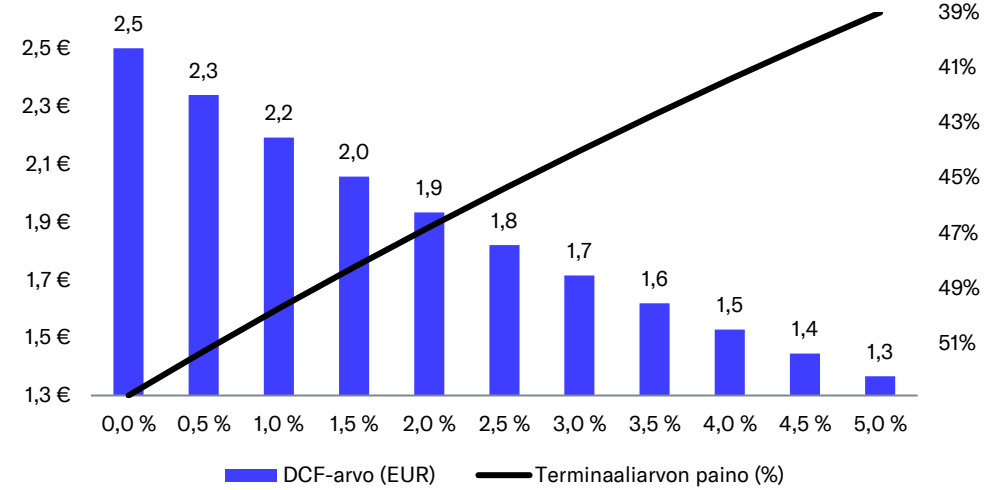


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

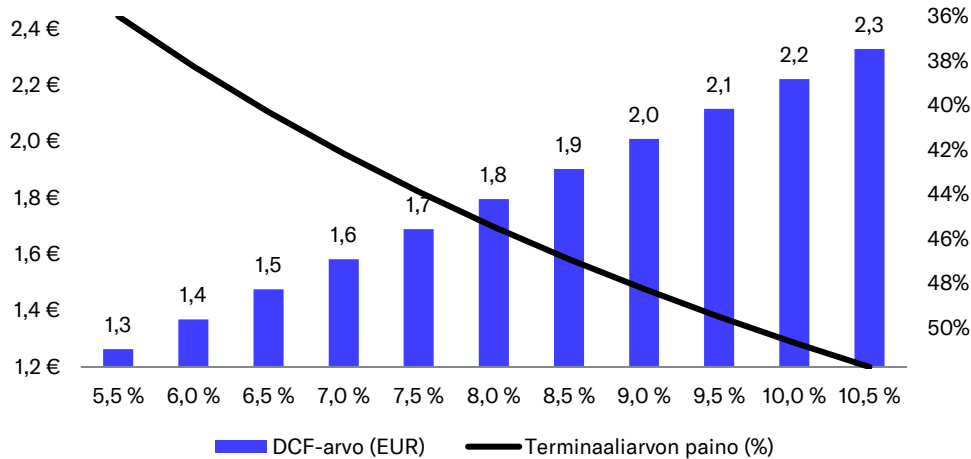
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



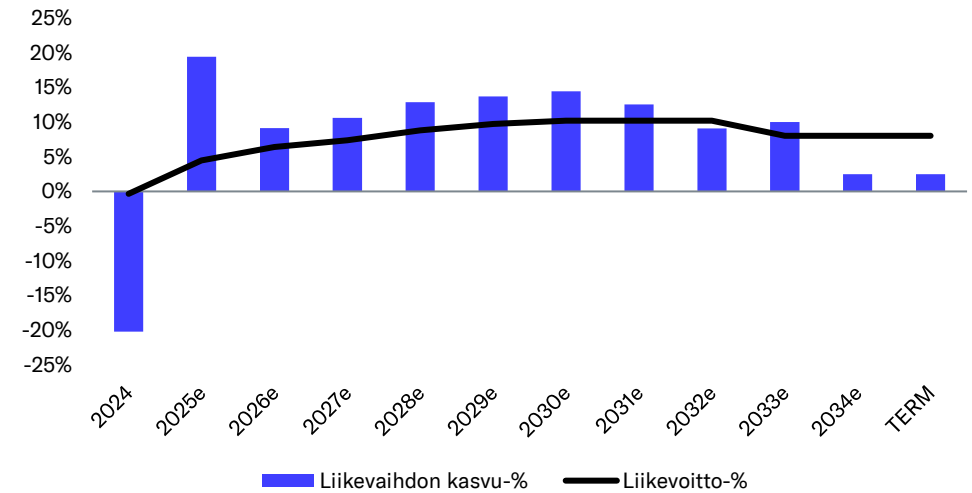
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	29,7	30,4	24,2	28,9	31,6
Käyttökate	1,7	1,1	1,3	2,6	3,5
Liikevoitto	0,8	-0,3	-0,1	1,3	2,0
Voitto ennen veroja	0,2	-1,4	-1,3	0,1	0,9
Nettovoitto	0,0	-1,4	-1,3	0,1	0,9
Kertaluontoiset erät	-1,5	-1,3	-0,1	-0,1	-0,1

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	27,9	25,4	24,0	25,1	25,7
Oma pääoma	10,7	8,9	7,9	8,0	8,9
Liikearvo	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Nettovelat	8,0	9,6	9,6	9,4	8,4

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	1,7	1,1	1,3	2,6	3,5
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,3	0,3	0,9	-0,5	-0,3
Operatiivinen kassavirta	0,1	1,4	2,2	2,1	3,0
Investoinnit	-6,6	-1,5	-1,3	-0,7	-1,0
Vapaa kassavirta	-6,5	-0,1	0,9	1,4	2,0

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto		1,1	1,1	0,8	0,7
EV/EBITDA		29,4	21,8	8,8	6,3
EV/EBIT (oik.)		30,5	neg.	16,7	10,4
P/E (oik.)		neg.	neg.	71,7	14,5
P/B	3,2	2,5	2,3	1,7	1,5
Osinkotuotto-%		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,00	-0,13	-0,12	0,01	0,08
EPS (oikaistu)	0,15	-0,01	-0,11	0,02	0,08
Operat. Kassavirta / osake	0,01	0,13	0,20	0,19	0,28
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,60	-0,01	0,08	0,12	0,19
Omapääoma / osake	0,98	0,81	0,72	0,73	0,81
Osinko / osake	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	20 %	2 %	-20 %	19 %	9 %
Käyttökatteen kasvu-%	-43 %	-35 %	15 %	106 %	34 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	9 %	-55 %	-102 %	-6095 %	54 %
EPS oik. kasvu-%	-22 %	-108 %	874 %	-115 %	396 %
Käyttökate-%	5,7 %	3,6 %	5,2 %	9,0 %	11,0 %
Oik. Liikevoitto-%	8,0 %	3,5 %	-0,1 %	4,7 %	6,7 %
Liikevoitto-%	2,8 %	-0,8 %	-0,3 %	4,5 %	6,4 %
ROE-%	0,4 %	-14,8 %	-15,7 %	1,3 %	10,0 %
ROI-%	4,8 %	-1,2 %	-0,3 %	7,2 %	11,2 %
Omavaraisuusaste	38,3 %	35,0 %	33,1 %	32,0 %	34,6 %
Nettovelkaantumisaste	74,7 %	108,6 %	120,9 %	117,0 %	94,8 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämissä menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissä menetelmät 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 suosituksen 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 yhtiössä. 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 laiteinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
02/12/2021	Myy	3,60 €	4,14 €
16/12/2021	Vähennä	3,60 €	3,58 €
23/12/2021	Vähennä	3,85 €	4,20 €
14/02/2022	Vähennä	4,00 €	3,76 €
21/04/2022	Vähennä	4,10 €	3,77 €
19/08/2022	Vähennä	4,10 €	3,85 €
14/11/2022	Lisää	3,70 €	3,19 €
20/02/2022	Lisää	3,90 €	3,49 €
31/05/2023	Vähennä	3,20 €	3,02 €
08/08/2023	Lisää	2,60 €	2,22 €
14/08/2023	Lisää	2,80 €	2,53 €
10/01/2024	Lisää	2,50 €	2,20 €
25/02/2024	Vähennä	1,80 €	1,75 €
30/07/2024	Vähennä	1,60 €	1,55 €
02/08/2024	Lisää	2,10 €	1,80 €
18/10/2024	Lisää	2,10 €	1,74 €
20/02/2025	Vähennä	1,50 €	1,48 €
18/06/2025	Lisää	1,40 €	1,17 €
15/07/2025	Vähennä	1,40 €	1,53 €
24/10/2025	Lisää	1,60 €	1,41 €
02/12/2025	Lisää	1,60 €	1,22 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

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

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**