

NYAB

12.05.2025 18:10

Tämä on käännös ”Premiun financials to an attractive price tag”
-raportista, joka julkaistiin 03.04.2025

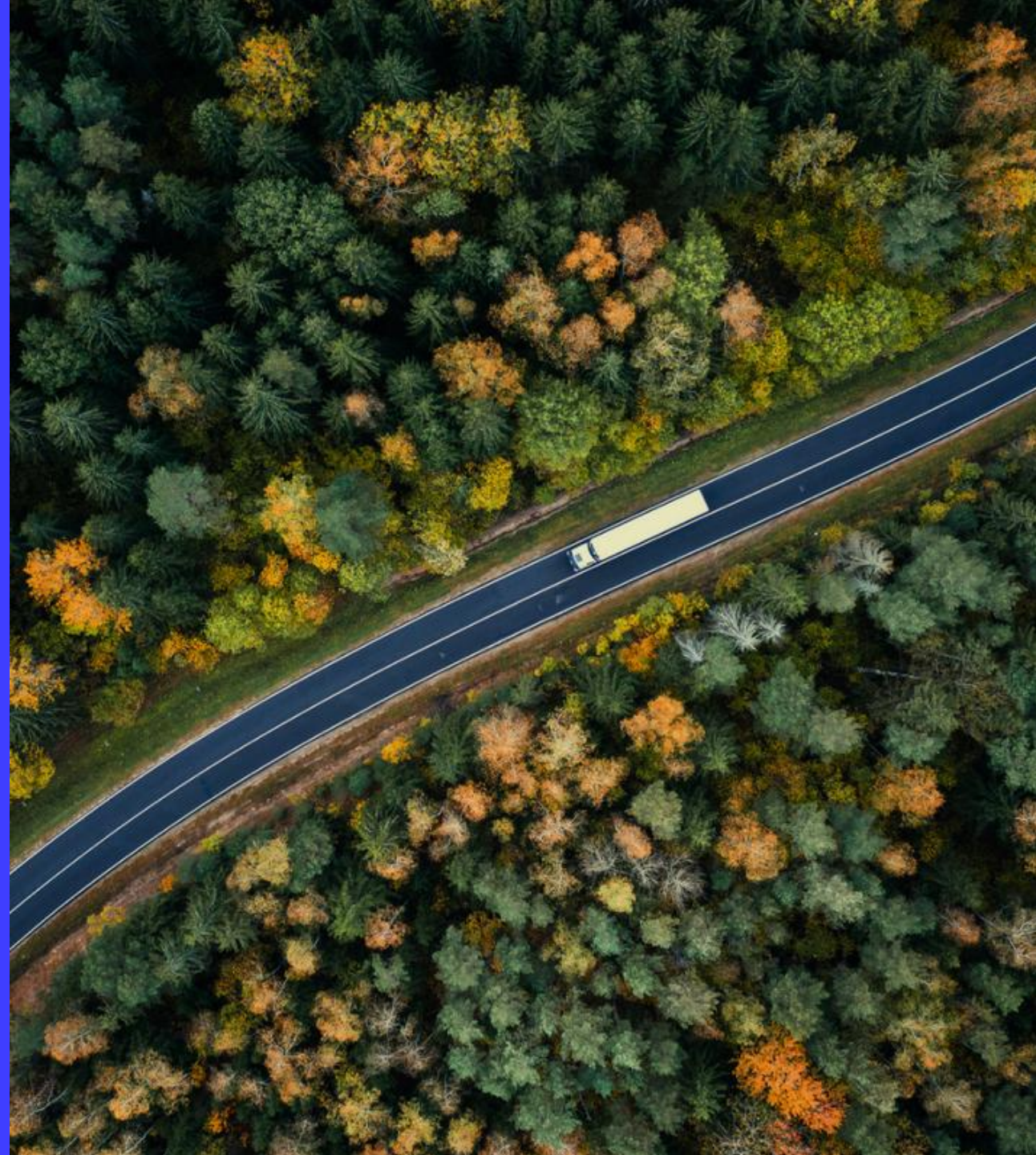


Christoffer Jennel
+46731589555
christoffer.jennel@inderes.com



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Ensiluokkaista tulostuntoa houkuttelevaan hintaan

Toistamme osta-suosituksemme NYABille ja nostamme tavoitehintamme 7,0 kruunuun (aik. 6,8) laajan raporttimme päivityksen yhteydessä. Monimutkaisten ja haastavien rakennusprojektien erikoisurakoitsija NYAB on luovunut viime vuosien haasteita laajemmalla rakennusmarkkinalla osaavasti. Vaikka yhtiö ei olekaan immuuni heikommille makrotaloudellisille olosuhteille (ks. painuneet marginaalit 2023–2024), se on edelleen toimialan kärkeä kasvun ja kannattavuuden suhteen. Viimeaikaisten yritysostojen kautta Norjan markkinoille pääsyn sekä yhtiön kohdemarkkinoihin tehtyjen merkittävien investointien myötä odotamme NYABin jatkavan vahvaa kasvu- ja kannattavuuskehitystään tulevina vuosina.

Ainutlaatuinen markkina-asema mahdollistaa vahvan kasvun ja toimialan johtavan kannattavuuden

Hieman yli vuosikymmenessä NYAB on kehittynyt Pohjois-Ruotsissa toimivasta alueellisesta rakennusalan yrityksestä johtavaksi pohjoismaiseksi vaativien infra-, energia- ja teollisuussektorin suunnitteluratkaisujen tarjoajaksi. Strategiset yritysostot ovat kiihdyttäneet sekä maantieteellistä laajentumista että palvelutarjonnan kasvattamista, kun taas NYABin pääomakevyt ja erottuva liiketoimintamalli on tukenut vahvaa ja riskikorjattua orgaanista kasvua. Keskittymällä projektin elinkaaren arvokkaimpiin vaiheisiin ja ulkoistamalla lähes kaiken tuotannon NYAB kykenee saavuttamaan toimialaa paremman kannattavuuden ja ainutlaatuisen skaalautuvuuden. Yhtiö on saavuttanut viimeisen viiden vuoden aikana 30 %:n liikevaihdon vuosikasvun (CAGR; pro forma* 15 %) ja keskimäärin 9 %:n liikevoittomarginaalin (7,3 % pro forma).

Viimeaikainen alustakauppa laajentaa yhtiön maantieteellistä jalanjälkeä

NYABin standardeilla kannattavuus on ollut suhteellisen vaatimaton vuosina 2023–2024 (EBIT-%: 5–7 %), mikä peilaa yleisiä makrotalouden vastatuulia (mm. nousevat korot, inflaatio), haastavia talviolosuhteita vuonna 2023 ja heikkoa kannattavuutta

Suomessa markkinoiden heikkouden vuoksi. Vuonna 2025 NYAB saattoi päätökseen Dovre Groupin norjalaisen konsultointiliiketoiminnan ja kansainvälisen projektiliiketoiminnan henkilöstön oston. Vaikka tämä siirto jossain määrin laajentaakin palvelutarjoomaa ja luo strategisen lähtökohdan Norjan rakennusmarkkinoille, se myös painaa väliaikaisesti marginaalin kasvua, koska hankitut liikevaihtovirrat ovat pääsääntöisesti matalampikatteisia. Näkymien osalta odotamme NYABin osoittaman kyvyn parantaa ostettujen liiketoimintojen marginaaliprofilia yhdistettynä Suomen markkinoiden asteittaiseen elpymiseen johtavan marginaalien asteittaiseen paranemiseen ajan myötä. Lyhyellä aikavälillä Suomen elpyminen vaikuttaa kuitenkin melko hitaalta, ja Dovren toiminta kohtaa tällä hetkellä sääntelystä johtuvia vastatuulia, mikä laskee nopean marginaaliparannuksen todennäköisyyttä. Positiivista on, että NYABin suurimman maantieteellisen markkina-alueen eli Ruotsin markkinaolosuhteet ovat edelleen suotuisat ja tarjouskilpailutus on vilkasta. Tämä yhdessä vihreään siirtymään, deglobalisaatioon ja kaupungistumiseen liittyvien kasvavien rakennusinvestointien kanssa luo vankan perustan NYABille ylläpitää vahvaa kasvua ja kannattavuutta tulevina vuosina.

Ensiluokkainen tulostunto oikeuttaa ensiluokan arvostuksen

NYAB arvostetaan tällä hetkellä perinteisten rakennuspalveluiden tarjoajien kanssa linjassa. Mielestämme tämä aliarvostaa yritystä, koska se jättää huomiotta keskeiset rakenteelliset erot liiketoimintamalleissa. Yhtiön vahvan kasvun, toimialan parhaan kannattavuuden sekä paremman skaalautuvuuden ja taloudellisen joustavuuden mahdollistavan pääomakevyyden taseen ansiosta NYAB erottuu perinteisistä rakennusalan yrityksistä. Uskomme, että NYABin liiketoimintamalli on lähempänä suunnittelu- tai teknisen konsultoinnin toimijaa, ja yhtiön arvostuksen pitäisi olla sen mukainen. Useista arvostusnäkökulmista katsomme NYABin olevan houkuttelevasti hinnoiteltu ja tarjoavan vahvaa nousuvaraa odotetun kertoimien nousun ja vahvan tulostunton tukemana.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

Tavoitehinta:

7,00 SEK

(aik. 6,80 SEK)

Osakekurssi:

5,32 SEK

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	345,9	486,6	534,7	572,9
kasvu-%	23%	41%	10%	7%
EBIT oik.	26,4	33,6	37,7	40,9
EBIT-% oik.	7,6 %	6,9 %	7,1 %	7,1 %
Nettotulos	16,8	22,0	27,3	31,1
EPS (oik.)	0,03	0,03	0,04	0,05

P/E (oik.)	15,3	14,3	12,3	10,9
P/B	1,6	1,7	1,6	1,4
Osinkotuotto-%	2,3 %	2,4 %	2,8 %	3,2 %
EV/EBIT (oik.)	10,5	9,8	8,3	7,2
EV/EBITDA	9,1	8,9	7,6	6,5
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,6	0,5

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ei ohjeistusta)

*Inderesin arvio. Oletuksessa Dovre-yrityskauppa ja fuusio Skartan kanssa olisivat toteutuneet jo vuonna 2020.

Sisällysluettelo

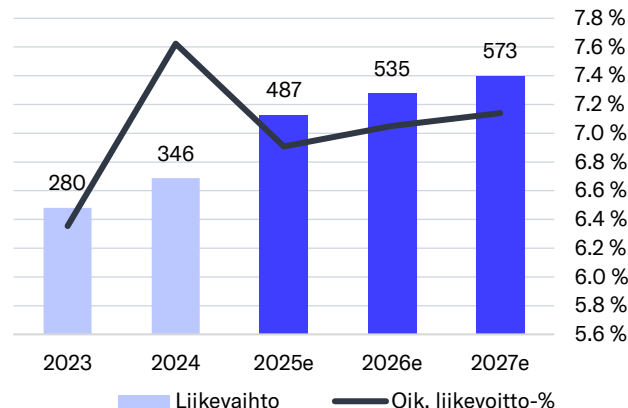
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-15
Strategia ja taloudelliset mahdollisuudet	16-18
Toimiala ja kilpailukenttä	19-25
Historiallinen kehitys	26
Taloudellinen tilanne	27-28
Ennusteet	29-34
Sijoitusprofiili	35
Arvonmääritys ja suositus	36-47
Vastuuvapauslauseke	48

Osakekurssi



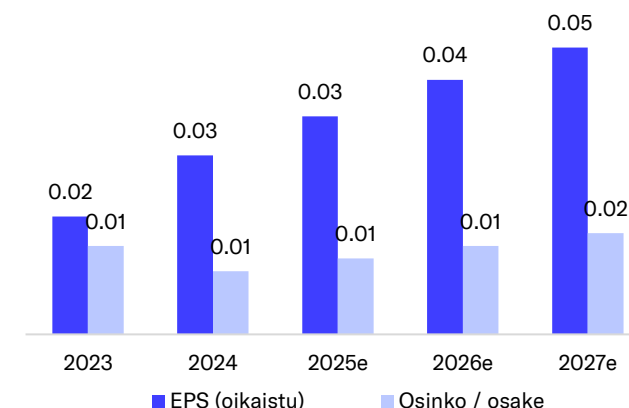
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

EPS ja DPS



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Jatkuva kilpailijoita vahvempi kasvu ja kannattavuus
- Vahva asema kohdemarkkinoilla, erityisesti Norrbottenin alueella
- Yhtiöllä on hyvä asema vihreässä siirtymässä ja sen tarjoamassa kaupungistumisessa, ja sillä on lupaavat kasvunäkymät pitkälle tulevaisuuteen
- Keskittyminen vähemmän suhdanneherkkiin ja vastasyklisiin rakennusaloihin
- Suomen liiketoimintojen kannattavuuden kestävä parantaminen
- Arvoa luovat yritysostot

Riskitekijät

- Rakennusmarkkinoiden kysynnän vaihtelut ja yleinen talouskehitys.
- Hinnoittelu- ja projektiriskit
- Pitkittynyt hitaus Suomen markkinoilla
- Kiristynyt kilpailu
- Henkilöstöriskit
- EUR/SEK-valuuttapari (+/-) voi heiluttaa raportoituja lukuja
- Yritysostojen epäonnistuminen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,49	0,49	0,49
Osakemäärä, milj. kpl	713,0	713,0	713,0
Markkina-arvo	353	353	353
Yritysarvo (EV)	331	315	295
P/E (oik.)	14,3	12,3	10,9
P/E	16,1	12,9	11,3
P/B	1,7	1,6	1,4
P/S	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	8,9	7,6	6,5
EV/EBIT (oik.)	9,8	8,3	7,2
Osinko/tulos (%)	39,0 %	36,5 %	36,6 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,8 %	3,2 %

Lähde: Inderes

NYAB lyhyesti

NYAB on erikoistunut monimutkaisiin ja haastaviin infra-, energia- ja teollisuuden alan projekteihin. Yhtiö tarjoaa kokonaisvaltaisia suunnittelu-, rakennus- ja ylläpitopalveluita sekä yksityiselle että julkiselle sektorille ydinmarkkinoillaan Ruotsissa ja Suomessa. Vuonna 2025 NYAB laajensi maantieteellistä kattavuuttaan pääasiassa Norjassa.

1990

NYABin edeltäjän Nyanläggarna i Luleå perustamisvuosi

2024

Listauksen siirto Suomesta Ruotsiin

457 MEUR (280 MEUR)

Pro forma -liikevaihto 2024 (raportoitu liikevaihto 2023)

28 MEUR (15 MEUR)

Pro forma -liikevoitto 2024 (raportoitu EBIT 2023)

~1 000

Henkilöstö vuoden 2024 lopussa (pro forma)

75 % / 25 %

Ruotsin / Suomen osuus raportoidusta liikevaihdosta vuonna 2024

2014-2020

- NYAB Sverige kasvoi vahvaa vauhtia hyvällä kannattavuudella 2010-luvulla pääosin Pohjois-Ruotsissa orgaanisen kasvun ja pienempien täsmäyritystojen tukemana.

- NYAB kasvattaa operatiivisia kyvykkyyksiään ja kansallista jalanjälkeään orgaanisen toiminnan ja yritysostojen kautta. Vuonna 2019 NYAB avasi toimiston Tukholmaan, Ruotsin kilpailluimmalle alueelle.

2021-2024

- Vuoden 2022 Skarta Group -fuusion myötä NYAB laajentui Suomeen ja yhtiön koko kasvoi merkittävästi. Yhtiö kasvaa edelleen voimakkaasti.

- Vuonna 2023 marginaalit laskivat epävarmassa makrotaloudellisessa ympäristössä, mitä vauhdittivat nousevat korot ja korkea inflaatio.

- Nimimuutos NYABiksi (aik. SkartaNYAB fuusion jälkeen).

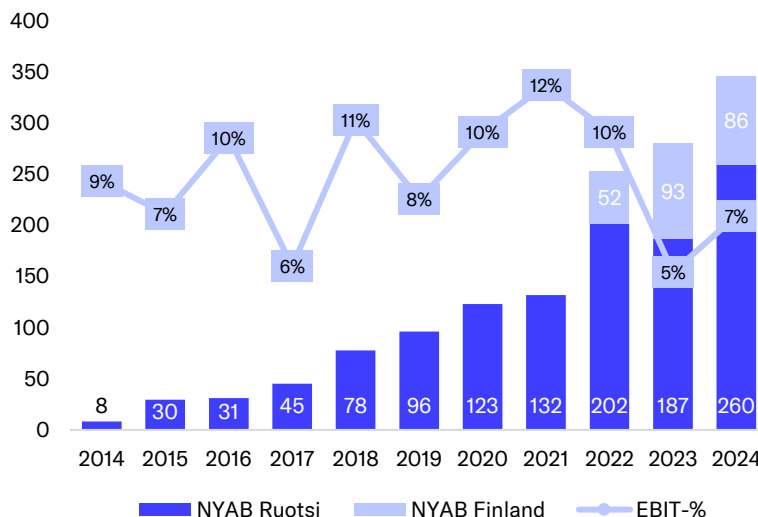
- NYAB siirsi kotipaikkansa Ruotsiin ja siirtyi Ruotsin Nasdaq First North -listalle (aiemmin listattu Suomessa).

2025 -

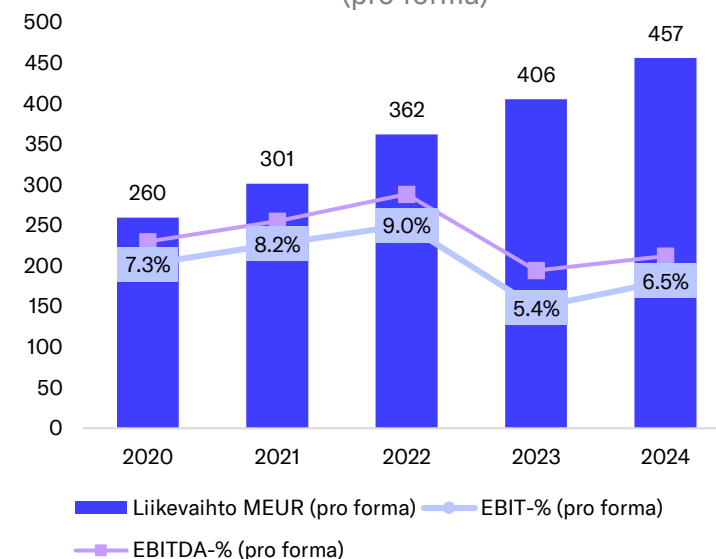
- Saattoi päätökseen Dovre Groupin Norjan konsultointiliiketoiminnan ja kansainvälisen projektihenkilöstöliiketoiminnan oston.

- Yritysosto luo NYABille vankan perustan laajentaa ydinliiketoimintaansa Norjassa ja vahvistaa samalla asemaansa laajemmassa arvoketjussa.

NYABin raportoitu liikevaihto (MEUR) ja EBIT-%



NYABin liikevaihto (MEUR) ja EBIT/EBITDA-% (pro forma)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/9

Yrityksen esittely

NYAB on infra-, energia- ja teollisuusrakentamisen sektoreihin erikoistunut urakoitsija. Yhtiö toimii pääasiassa Ruotsissa ja Suomessa, ja sen läsnäolo Norjassa ja muilla kansainvälisillä markkinoilla on laajentumassa Dovre Groupin Norjan konsultointi- ja kansainvälisen projektihenkilöstöliiketoiminnan oston myötä Q4'24:n lopulla (jäljempänä "Dovren liiketoiminnot").

Yhtiö on alun perin perustettu vuonna 1990 Luulajassa, Ruotsissa. NYABin nykyinen muoto syntyi kuitenkin vuonna 2022 suomalaisen Skarta Group -fuusion myötä. Ensimmäisten kahden vuosikymmenen aikana yhtiö toimi vaatimattomassa mittakaavassa, mutta vahvan orgaanisen kasvun ja useiden valikoitujen yritysostojen myötä liikevaihto kasvoi noin 1,8 MEUR:sta (2011) 346 MEUR:oon (2024) EBIT-marginaalin ollessa 7,3 %. Pro forma -perusteisesti ja Dovre-yritysosto mukaan lukien liikevaihto oli 457 MEUR (tilikauden 2023 pro forma, Inderesin arvio: 406 MEUR), ja EBIT-marginaali oli 6,5 % (6,1 % sisältäen transaktiokustannukset, tilikausi 2023: 5 %).

Dovren konsultointi- ja projektihenkilöstöliiketoimintojen oston myötä NYABilla on palveluksessaan yli 1 000 työntekijää, joista suurin osa on toimihenkilöitä (*white collar*). Arvioimme, että noin 80–85 % kokoaikaisista työntekijöistä on toimihenkilöitä yritysoston jälkeen, kun aiemmin osuus oli 70 %.

Yleiskatsaus toimintaan

NYAB tarjoaa valituilla toimialoillaan suunnittelu-, rakennus- ja kunnossapitopalveluita erikoistuen haastaviin ja monimutkaisiin projekteihin. Dovren liiketoimintojen hankinta on edelleen vahvistanut NYABin kyvykkyyksiä erityisesti suurten projektien projektinhallinta- ja suunnittelupalveluissa mukaan lukien

konsultointipalveluissa, henkilöstövuokrauksessa ja työvoimaratkaisuissa. NYAB palvelee sekä julkisen että yksityisen sektorin asiakkaita, ja ennen yritysostoa liikevaihdon jakautuminen oli 60/40 julkisen sektorin hyväksi. Odotamme julkisen sektorin pysyvän hallitsevana liikevaihdon tuojana yritysoston jälkeenkin.

Yritysoston myötä NYAB päivitti raportointirakennettaan ja segmenttikohtaista raportointiaan sisältämään rakennustoiminnan (Ruotsin ja Suomen toiminnot) ja konsultoinnin (Dovren liiketoiminnot ja täysin omistettu tytäryhtiö Sitema Oy).

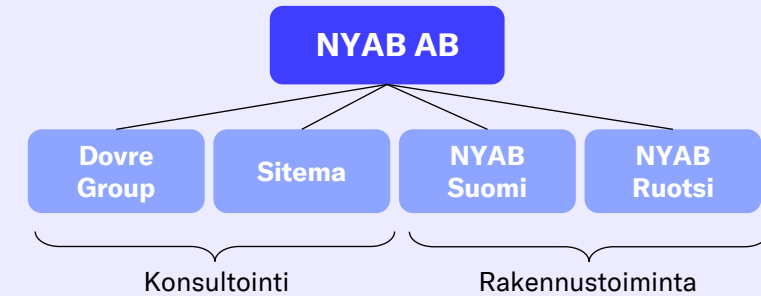
Rakennustoiminta

NYABin rakennustoiminta on yhtiön suurin divisioona (76 % vuoden 2024 pro forma -liikevaihdosta), ja siihen kuuluu kolme ydinaluetta: infra, energia ja teollisuus.

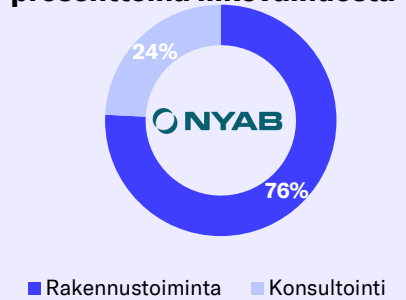
Infrastrukturi-segmentissä tyypillisiä projekteja ovat muun muassa tie-, rautatie- ja siltatyöt sekä kävelytiet. Tyypillinen asiakas voisi olla esimerkiksi kunta, joka vastaa infrastruktuurista ja yhdyskuntasuunnittelusta ja jonka on rakennettava silta parantaakseen liikenteen sujuvuutta ja lyhentääkseen matka-aikoja. Pääurakoitsijana NYAB vastaa sillan suunnittelusta ja suunnittelusta keskittyen kestävyteen ja tehokkaaseen rakentamiseen, valvoo materiaalinkäsittelyä ja logistiikkaa, varmistaa määräysten ja aikataulujen noudattamisen sekä toimittaa kestävän ja vähän huoltoa vaativan rakenteen. Tämän segmentin avainasiakkaita ovat Trafikverket, Luulajan kunta sekä Stockholm Vatten och Avfall.

Energia-segmentissä NYAB on erikoistunut sähköverkkojen ja sähköasemien rakentamiseen sekä tuuli- ja aurinkovoimaprojektien kehittämiseen, suunnitteluun ja toteutukseen.

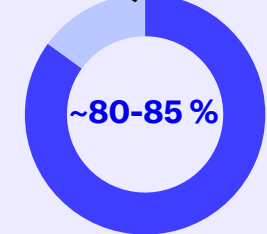
Konsernirakenne



Liiketoimintojen jakauma prosentteina liikevaihdosta



Toimihenkilöiden (white-collar) FTE-%



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/9

Tyypillinen asiakas voisi olla esimerkiksi kantaverkkoyhtiö tai energiayhtiö, jonka on laajennettava verkkokapasiteettia ja parannettava energianjakelun luotettavuutta. Pääurakoitsijana NYAB vastaa sähköasemien suunnittelusta ja rakentamisesta, asentaisi suurjännitevoimalinjoja, päivittää olemassa olevaa infrastruktuuria tukemaan kasvavia kuormitusvaatimuksia ja varmistaa saumattoman integroinnin valtakunnanverkkoon. Lisäksi NYAB vastaa logistisesta koordinoinnista ja teknisestä toteutuksesta tarjoten tehokkaita ja tulevaisuudenkestäviä energiaratkaisuja, jotka täyttävät viranomaisten ja ympäristön asettamat vaatimukset. Tärkeitä asiakkaita energia-segmentissä ovat Vattenfall, Svenska Kraftnät ja Fingrid.

Teollisuus-segmentissä NYAB rakentaa räätälöityjä teollisuustiloja tuotanto- ja logistiikkayrityksille sekä toteuttaa myös vaativia projekteja, kuten bio- tai lämpövoimaloita. Tyypillinen asiakas voi olla esimerkiksi kaivosalan toimija, joka pyrkii laajentamaan tuotantokapasiteettiaan rakentamalla uusia laitoksia ja parantamalla olemassa olevaa infrastruktuuria. Pääurakoitsijana NYAB rakentaa uusia rakennuksia ja prosessilaitoksia kapasiteetin lisäämiseksi, parantaa kuljetusreitit kuten sisäisiä teitä ja rautatieyhteyksiä, asentaa ympäristömääräysten mukaisia veden- ja jätteenhallintajärjestelmiä sekä varmistaa projektin etenemisen ja turvallisen toteutuksen sovituissa aikatauluissa. Keskeisiä asiakkaita ovat LKAB, SSAB, Boliden ja Stora Enso.

Konsultointi

Konsultointi-segmentissä NYAB tarjoaa projektinhallintaosaamista suuriin julkisen sektorin projekteihin Norjassa sekä projektiammattilaisia muun muassa henkilöstövuokrauksen ja työvoimaratkaisujen

kautta maailmanlaajuisesti. Norja on kuitenkin yhä päämarkkina. Projektinhallintapalveluiden pääsegmentit ovat kuljetus, rakentaminen ja energia, ja projektihenkilöstön osalta pääsegmentit ovat ensisijaisesti energia (esim. öljy ja kaasu), infrastruktuuri ja teollisuus.

Tyypillinen asiakas voisi olla julkinen energiaosasto, joka tarvitsee apua suuren mittakaavan merialueella toimivan tuulivoimapuiston rakentamisprojektin suunnittelussa lisätäkseen maan uusiutuvan energian tuotantoa. NYAB auttaisi tällöin suunnittelussa, riskienhallinnassa, budjetin seurannassa, viranomaismääräysten noudattamisessa ja suunnittelupalveluissa. Tärkeitä asiakkaita ovat: Equinor, Norjan valtiovarainministeriö ja Fortum.

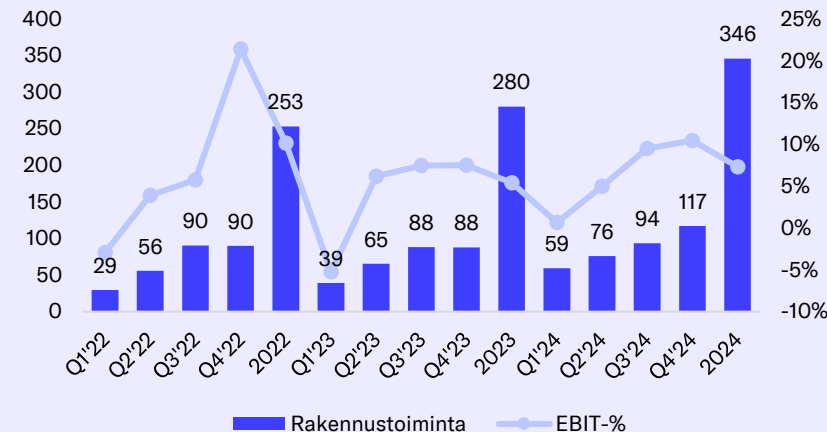
Uusiutuvan energian yhteisyrityksen strateginen arviointi käynnissä

Infra- ja konsultointiliiketoimintojen lisäksi NYAB omistaa yhdessä CapMan Nordic Infrastructure II -rahaston kanssa yhteisyritys Skarta Energyn. Vuonna 2022 perustettu yhteisyritys keskittyy uusiutuvien energiahankkeiden kehittämiseen. Viime vuosina NYABin omistusosuus on pienentynyt yhtiön jätettyä käyttämättä rahoituskierroksia, mikä on pienentänyt sen omistusosuuden noin 23 prosenttiin. NYAB on todennut, että sen osuus yhteisyrityksestä on tällä hetkellä strategisessa arvioinnissa.

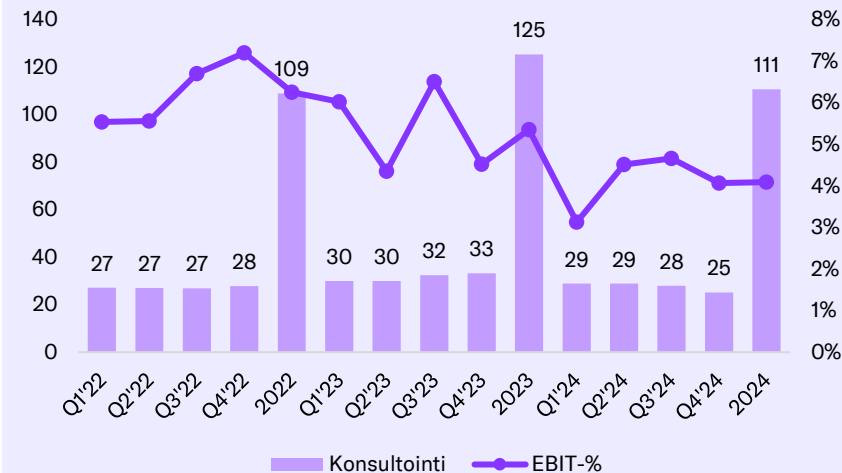
Keskeiset maantieteelliset markkina-alueet

Vuoden 2024 pro forma -lukujen perusteella Ruotsi on edelleen NYABin keskeisin markkina, ja sen osuus liikevaihdosta on noin 60 %. Suomen osuus liikevaihdosta on noin 20 %, ja uskomme Norjan osuuden olevan verrattavissa Suomen osuuteen. Arvioimme, että muu maailma (Amerikka, Lähi-itä ja Aasia-Tyynimeri) muodostaa vain pienen osan liikevaihdosta (<5 %).

Rakennustoiminta: liikevaihto ja liikevoitto-%



Konsultointi: Liikevaihto ja liikevoitto-%



*Puutteellisten tietojen vuoksi Sitema Oy on sisällytettyinä Rakennustoiminta-segmenttiin (Suomen divisioona) neljännesvuosittain, mutta sen pitäisi sisältyä Konsultointi-segmenttiin. Vuotuinen liikevaihto on kuitenkin alle 5 miljoonaa euroa, joten sillä ei ole olennaista vaikutusta historiallisiin lukuihin.

Lähde: NYAB, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/9

(% pro forma -
liikevaihdosta 2024)

Rakennustoiminta

31%

Infrastrukturi



35%

Energia



10%

Teollisuus



Konsultointi

24%

Konsultointi- ja projektihenkilöstö



Painopistealueet

- Tiet, sillat, lentokentät ja rautatiet
- Maa-, vesi- ja pohjarakentaminen sekä kunnossapito

Painopistealueet

- Sähköverkkojen ja sähköasemien rakentaminen
- Uusiutuvien energiahankkeiden toteuttaminen, esim. aurinko- ja tuulivoimapaistot

Painopistealueet

- Erityyppiset teollisuuslaitokset
- Raskas teollisuus, kuten kaivos-, teräs- sekä sellu- ja paperiteollisuus

Painopistealueet

- Projektinhallintaosaaminen mittavissa julkisen sektorin projekteissa
- Projektihenkilöstöratkaisut, ml. henkilöstövuokraus ja työvoimapalvelut
- Kattaa infra-, energia- ja teollisuusalat

Avainasiakkaita



Avainasiakkaita



Avainasiakkaita



Avainasiakkaita



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/9

Tämän seurauksena NYABin liikevaihdosta suurin osa syntyy Pohjoismaissa ja erityisesti Pohjois-Ruotsissa ja -Suomessa, joissa yhtiöllä on syvät juuret. Alueellinen fokus mahdollistaa myös tehokkaan rajat ylittävän yhteistyön ja resurssien kohdentamisen. Jos esimerkiksi yksi markkina hidastuu, NYAB voi siirtää työvoimaansa yli rajojen, mikä olisi paljon vaikeampaa pirstoutuneilla tai irrallisilla markkinoilla.

Liikevaihdon syklisyys ja kausiluonteisuus

Rakennustoiminnassa NYABin liikevaihto kertyy pääosin projektiluonteisesta työstä, mikä tuo liiketoimintaan syklisiä elementtejä. Lisäksi toimiala on erittäin investointivetoinen, mikä tekee siitä alttiin talouden vaihteluille. NYABin osalta tätä tasoittaa kuitenkin mielestämme pitkälti yhtiön keskittyminen vähemmän syklisiin ja vastasyklisiin markkinoihin. Esimerkiksi vihreä siirtymä ja sähköistyminen ajavat vahvaa kysyntää energia- ja teollisuusrakentamiselle. Samanaikaisesti infrarakentaminen on tyypillisesti vakavampaa verrattuna muihin segmentteihin pääasiassa julkisesti rahoitettujen, pitkäaikaisten projektien yleisyydestä johtuen.

Tätä tukee NCC:n raportti, jonka mukaan tiekunnossapidon kumulatiivinen velka (pl. rautatiet) on lähes 8 miljardia euroa Pohjoismaissa, ja sen ennustetaan kaksinkertaistuvan vuoteen 2045 mennessä, jos toimiin ei ryhdytä. Pelkästään Ruotsissa Svenskt Näringsliv arvioi teiden ja rautateiden yhteenlasketun kunnossapitovelan olevan noin 7 miljardia euroa vuonna 2023. Nämä merkittävät infrastruktuurin korjausvelat korostavat jatkuvien julkisten investointien tarvetta, mikä puolestaan auttaa vaimentamaan alan yleistä syklisyyttä.

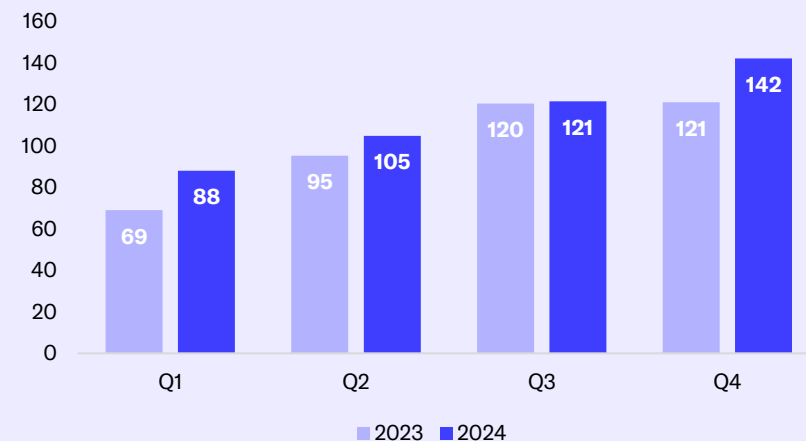
Tämän seurauksena NYABin avainmarkkinat ovat vähemmän riippuvaisia suhdanteista, sillä infrahankkeet ovat historiallisesti toimineet talouden elvytyskeinona.

Emme kuitenkaan usko, että yhtiö on täysin immuuni heikkenevälle taloustilanteelle ja nouseville koroille. Näin ollen odotamme heikomman suhdanteen ja/tai laskevien asuntomarkkinoiden ainakin jossain määrin kiristävän kilpailua yhtiön markkina-alueiden projekteista, kuten näimme esimerkiksi vuoden 2023 aikana.

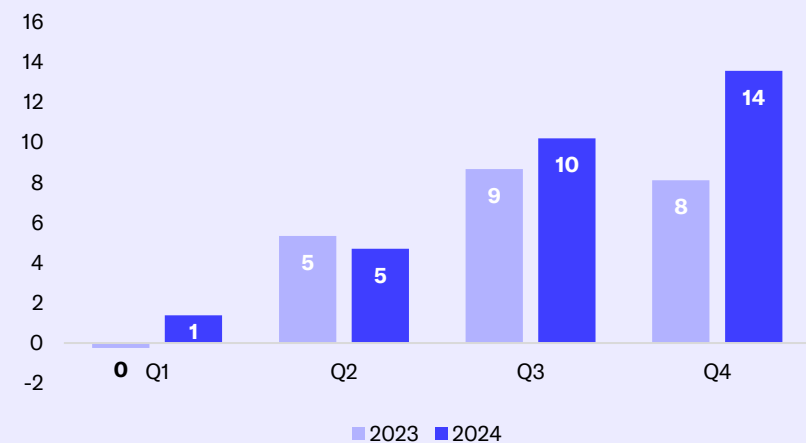
Historiallisesti NYABin liikevaihdossa on ollut merkittävää kausiluonteisuutta, mikä johtuu pääasiassa sääolosuhteista ja yhtiön vahvasta asemasta Pohjois-Ruotsissa ja -Suomessa, missä kylmempi ilmasto vaikeuttaa rakentamista. Tätä lieventääkseen yhtiö on laajentanut toimintaansa Ruotsissa ja erityisesti Tukholma-Mälardalenin alueella, jossa sääolosuhteet ovat yleensä suotuisammat ympäri vuoden. Yhtiö on panostanut myös moni- ja ympärivuotisten sopimusten voittamiseen tasapainoisemman kausiluonteisen liikevaihtoprofiilin saavuttamiseksi. Tämän seurauksena kausiluonteisuus on vähentynyt jonkin verran viime vuosina, mutta on edelleen tekijä: tulos on heikompi vuoden ensimmäisellä puoliskolla ja vahvempi toisella. Sama kuvio heijastuu myös kannattavuuteen. Rahavirran osalta Q4 ja Q1 ovat tyypillisesti vahvimmat, mitä tukee vuoden aikana kertyneen käyttöpääoman vapautuminen.

Dovren projektihenkilöstöliiketoiminnan ja Norjan konsultointiliiketoiminnan oston myötä NYABin liiketoiminnan kausiluonteisuus vähenee entisestään, kun otetaan huomioon ostettujen toimintojen vähäinen kausiluonteisuus. Uskomme, että tämä oli tärkeä tekijä kaupan taustalla.

Kausiluonteisuus: Liikevaihto 2023-2024 (MEUR, pro forma)



Kausiluonteisuus: EBIT 2023-2024 (MEUR, pro forma)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/9

Hinnoittelu ja toiminnan painopiste

NYABin liiketoiminta perustuu projektitoimituksiin, joissa sopimukset ovat usein kiinteähintaisia, vaikkakin tämä voi vaihdella projekteittain. Tällaisissa sopimuksissa yhtiö arvioi projektin loppuunsaattamiseen tarvittavan ajan ja resurssit (ml. raaka-aineet ja alihankinta) ennen tarjouksen jättämistä, ja laatii kustannusarvion ja aikataulun tämän perusteella. Näin ollen NYABin liiketoimintamallin onnistumisen kannalta kustannustehokkuus ja budjettilaskelmien paikkansapitävyys ovat ensiarvoisen tärkeitä. Osassa sopimuksista on ymmärtääksemme myös tiettyjä indeksiehtoja, mutta näillä ei kuitenkaan pystytä suojautumaan täysimääräisesti esimerkiksi mahdollisilta materiaalien hintojen nousulta (vrt. 2022-2023 kustannusinflaatio). Käsityksemme mukaan markkinoiden välillä on kuitenkin rakenteellisia eroja, sillä esimerkiksi Ruotsissa projektien omistajilla on usein suurempi vastuu sopimusehdoista, mikä mahdollistaa laajemman lisälaskutuksen kustannusylityksistä.

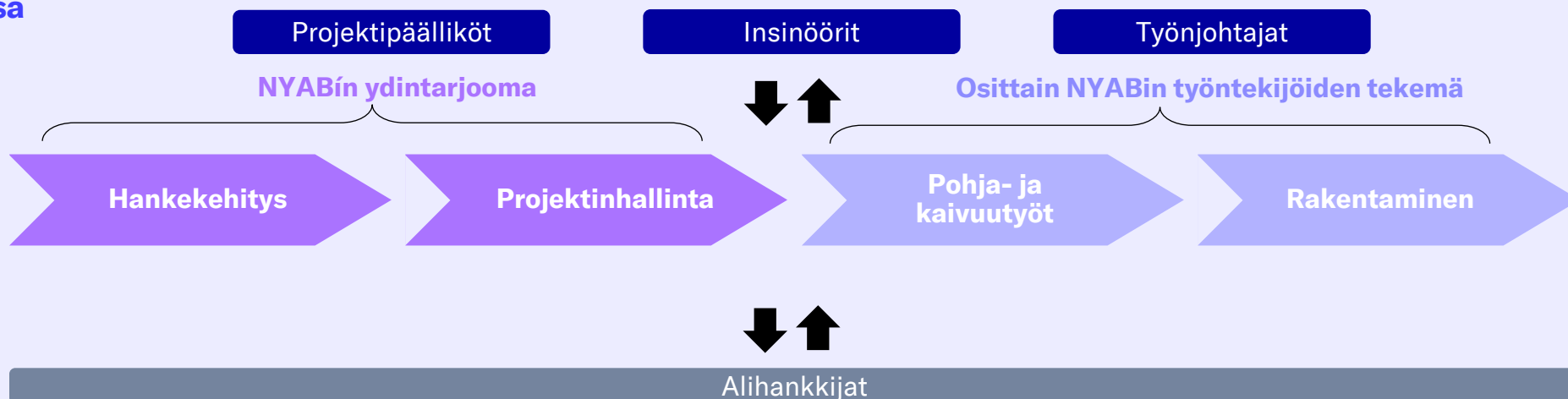
NYAB toimii pääomakevyellä liiketoimintamallilla, jossa keskitytään rakennusprojektien teknisiin ja osaamisintensiivisiin osa-alueisiin. Tämän seurauksena suurin osa sen

henkilöstöstä koostuu toimihenkilöammattilaisista, kuten insinööreistä, työmaapäälliköistä ja projektipäälliköistä. Sen sijaan, että NYAB tekisi suurimuotoista rakennustyötä itse, se toimii pääasiassa pääurakoitsijana painottaen suunnittelua, projektinhallintaa ja sopimusten toteuttamista. NYABin ydinosaamista on sopimusten varmistaminen, projektien hallinta ja rakennustöiden valvonta. Tämän seurauksena yhtiö ulkoistaa suurimman osan varsinaisesta rakennustyöstä alihankkijoille, niche-toimittajille ja kumppaneille, ja vain pieni osa sen omasta henkilöstöstä osallistuu toteutusvaiheeseen. Karkean arviomme mukaan yhtiö työllistää tyypillisesti noin 10 % omista työntekijöistään rakennusvaiheessa, ja loput työnvoimasta alihankitaan. Käsityksemme mukaan NYAB pyrkii siirtämään kustannusriskejä tässä suhteessa alihankkijoille sopimusvaiheessa.

Tämä vahva riippuvuus alihankkijoista tekee suhteista toimittajiin kriittisen tärkeitä NYABin päivittäisen toiminnan ja projektitoimitusten kannalta. Käsityksemme mukaan NYABilla on tällä hetkellä hyvät alihankintasuhteet, ja monet alan toimijat pitävät sitä houkuttelevana kumppanina.

Katsaus NYABin asemaan arvoketjussa

NYAB pääurakoitsijana:



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/9

Samalla rakentamisen vahva ulkoistaminen mahdollistaa NYABin toiminnan ilman raskaan kaluston, työkalujen tai fyysisen infrastruktuurin omistamista, mikä pitää investoinnit alhaisina ja parantaa taloudellista joustavuutta. Keskittymällä suunnitteluun ja projektinhallintaan yhtiö hyötyy mukautuvammasta kustannusrakenteesta, mikä vähentää taloudellista riskiä talouden laskusuhdanteissa ja tukee vahvaa kannattavuutta kasvukausien aikana.

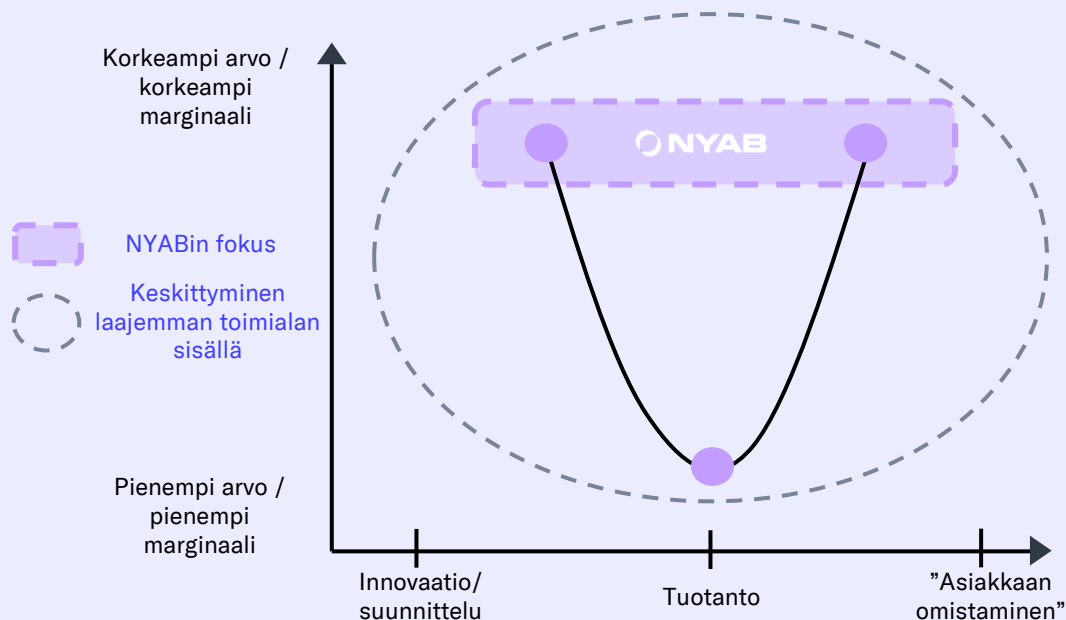
NYAB erottuu laajemmasta toimialasta panostamalla innovaatioihin, suunnitteluun ja "asiakkaan omistamiseen" (ylläpitämällä suoria asiakassuhteita ja ottamalla täyden vastuun projektin toteutuksesta) samalla kun se ulkoistaa hyödykkeistetympiä, pienemmän katteen rakennustöitä (vrt. alla oleva kuvaaja).

Keskittyminen projektin elinkaaren eniten arvoa tuottaviin vaiheisiin mahdollistaa NYABin perinteisiä rakennusyrityksiä paremmat katteet, sillä ne ovat mukana koko arvoketjussa. Tässä mielessä NYABin liiketoimintamalli muistuttaa enemmän suunnittelu- tai teknisen konsultoinnin toimijan liiketoimintamallia.

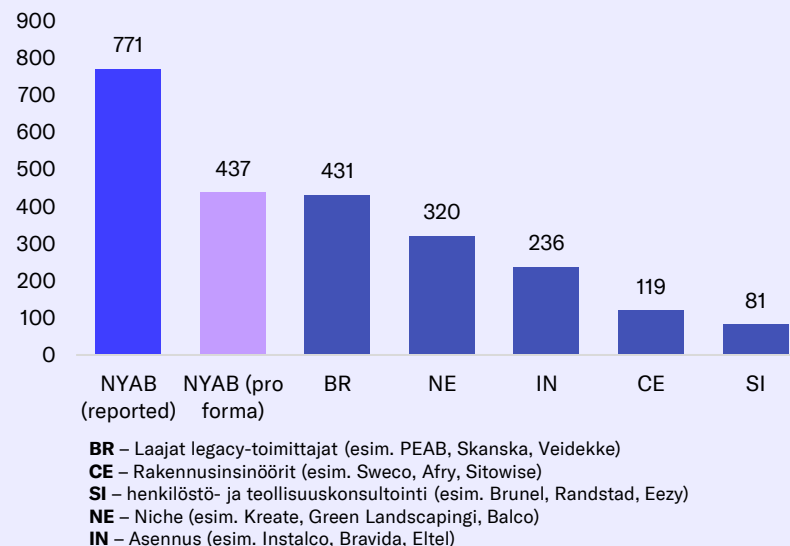
Pitkän aikavälin potentiaalinen riski on mielestämme se, että nykyiset deglobalisaatiotrendit ja tekoälyn kehitys voivat johtaa kasvun tasaantumiseen (ks. havainnollistava kuvaaja alla). Tällaisessa skenaariossa varsinainen tuotanto voisi kasvaa, kun taas nykyiset korkeamman arvon vaiheet (innovointi/suunnittelu ja asiakkuuksien omistaminen) saattavat joutua paineen alle. Lisäksi odotamme kilpailijoiden mahdollisesti omaksuvan NYABin kaltaisia strategioita, mikä voisi kiihdyttää kilpailua ja maltillistaa kasvukäyrää johtaen marginaalien supistumiseen NYABin nykyisellä painopistealueella.

NYABin markkina-asema mahdollistaa kuitenkin yhtiölle merkittävästi korkeamman liikevaihdon per kokoaikainen työntekijä (FTE) erityisesti sen Rakennustoiminta-segmentissä johtuen sen toimintojen alhaisemmasta henkilöstöintensiteetistä, mikä tekee mallista paremmin skaalautuvan. Noin 550 henkilötyövuotta mukanaan tuovan Dovre-yritysosaston myötä tämä tunnusluku kuitenkin laskee lyhyellä aikavälillä. Näin ollen odotamme Rakennustoiminta-segmentin säilyttävän 650–800 TEUR:n liikevaihdon kokoajakaista työntekijää kohti (FTE) myös yli ajan, kun taas Konsultointi-segmentin odotetaan olevan keskimäärin 100 TEUR per kokoaikainen työntekijä (FTE).

Miten NYABin liiketoimintamalli ja operatiivinen fokus mahdollistavat toimialan johtavat marginaalit



Liikevaihto per FTE vuonna 2024 (TEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/9

Tilaukanta mahdollistaa liikevaihdon ennustettavuuden

Yhtiön raportoima tilaukanta, joka kuvastaa jo sovitun, mutta vielä toteuttamatta olevan työn arvoa, on melko ennustettava indikaattori tuleville lyhyen aikavälin (<12 kuukautta) mutta myös jossain määrin keskipitkän aikavälin (2-5 vuotta) liikevaihtovirroille. Tämän ansiosta yhtiö voi suunnitella resurssien käyttöä paremmin ja optimoida kapasiteettiaan vastaamaan tulevaan kysyntään, mikä on olennaista kannattavuuden kannalta. Q4'24:n lopussa tilaukanta oli 325 MEUR, mikä vastaa 10 %:n kasvua vuodentakaisesta. Se koostuu yhden ja useamman vuoden rakennusprojekteista, joista 242 MEUR:n odotetaan toteutuvan vuonna 2025.

Tilaukannan lisäksi NYAB tuottaa liikevaihtoa puitesopimuksista (sekä vuosittaisista että pitkäaikaisista) ja kunnossapitosopimuksista. Vaikka suurin osa näistä sopimuksista ei takaa vähimmäismäärää, ne parantavat yhtiön näkyvyyttä yksityisen ja julkisen sektorin yleisiin kysyntätrendeihin ja lisäävät vakautta jopa makrotalouden epävarmuuden keskellä. Tästä huolimatta arvioimme, että jatkuvan liikevaihdon osuus on edelleen suhteellisen pieni.

Tarjousmalli

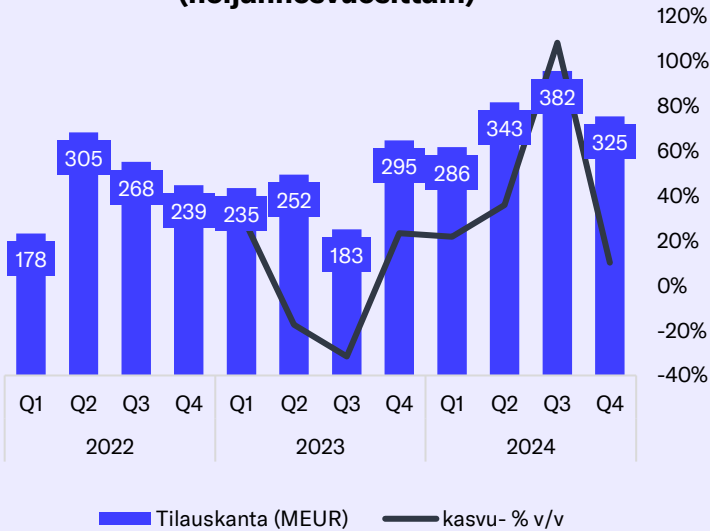
NYABin pääomakevyt liiketoimintamalli mahdollistaa erittäin valikoivan lähestymistavan tarjousten tekemisessä ja projektien valinnassa. Uskomme, että alle 10 % NYABin arvioimista projekteista aletaan lopulta edistää. Valintaprosessiin vaikuttavat useat keskeiset tekijät: onko yhtiöllä oikeat valmiudet ja hankkeeseen parhaiten soveltuva organisaatio, työn kausiluonteisuus, hankkeen koko sekä se, onko kyseessä uusi vai olemassa oleva asiakas.

Näiden seikkojen lisäksi NYAB arvioi huolellisesti hankkeen yleistä strategista arvoa. Projektin valintaan vaikuttavat esimerkiksi projektin monimutkaisuus, mahdollisuudet laajentaa sen laajuutta, jatkoliiiketoimintamahdollisuudet ja kyky hyödyntää kokemusta. Tämä kurinalainen lähestymistapa mahdollistaa NYABin keskittymisen korkean arvon projekteihin, joissa se voi saavuttaa vahvan toteutuksen, minimoida kilpailun ja varmistaa korkeamman marginaalin sopimukset.

Suurempien hankkeiden valinta

MSEK	2022				2023				2024				2025				2026				2027 2028	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
Överkalixin tie	200																					
Tie 750						112																
Mikonkeitaan tuulipuusto				200																		
Utanen+Isokangas																						
Stockholm Vatten och Avfall						500																
Talga																						
Aurora Line							1 050															
Luulajan voimalinja							106															
Utajärvi							800															
Opto 2 (4 hanketta)							60															
Opto 2 (5 hanketta)								47														
LKAB Urban Relocation																						
Duroc								200														
Raiteenvaihto (Kat-Hal)									140													
Ruoppaus Södertälje										174												
Ekerövägen										175												
Huddinge 2BC											319											
Voimalinja H2										122												
Voimalinja SSAB (Vattenfall)												931										
Voimalina Vindlänken Elnät												158										
Infra, Luulaja													230									
Puitesopimukset, Norrland ja Malmfälten													195									
Uppsalan raitiotie (vaihe 1)											88											
Uppsalan raitiotie (vaihe 2)															2 500							
Ruotsin liikennevirasto, Boden														154								
Trosan kunta														132								
Uumajan satama														164								
Pohjois-Pohjanmaan linja Uumaja														144								

Tilaukannan kehitys (neljännesvuosittain)



Lähde: NYAB, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/9

Kustannusrakenne

NYAB toimii joustavalla kustannusrakenteella, joka johtuu pääasiassa sen laajasta alihankkijoiden käytöstä projektien toteutuksessa. Täten suurin osa sen kustannusrakenteesta koostuu muuttuvista kuluista, jossa merkittävin kuluerä tuloslaskelmassa on materiaalit ja palvelut, joka sisältää alihankinnan ja materiaalihankinnat erilaisiin projekteihin. Historiallisesti tämä kuluerä on ollut noin 75-80 % liikevaihdosta.

Dovren liiketoimintojen oston myötä odotamme kuitenkin muuttuvien kulujen osuuden jonkin verran laskevan. Muutos johtuu Dovren projektihenkilöstöliiketoiminnan henkilöstöintensiivisistä luonteesta, mikä kasvattaa kiinteiden kulujen osuutta.

Projektihenkilöstöliiketoiminnan luonteesta johtuen oletamme kuitenkin henkilöstökulujen olevan suhteellisen joustavia, sillä suuri osa henkilöstöstä on joko itsenäisiä urakoitsijoita tai ulkopuolisia konsultteja, mikä mahdollistaa suuremman joustavuuden markkinakysynnän nopeissa muutoksissa. Arvioimme mukaan 68–73 % NYABin kokonaiskustannusrakenteesta on jatkossa muuttuvia kustannuksia.

Oman henkilöstön kulut ovat viime vuosina olleet noin 10–12 % liikevaihdosta, mutta koska NYABin henkilöstömäärä yli kaksinkertaistuu yritysoston jälkeen (~500 -> ~1000), arvioimme henkilöstökulujen osuuden liikevaihdosta kasvavan merkittävästi ja vakiintuvan 20 %:n tienoille jatkossa.

Liiketoiminnan muut kulut koostuvat pääosin hallinnollisista kuluista ja IT-kuluista (~4 % liikevaihdosta), ja liiketoiminnan vähäisen pääomatarpeen vuoksi poistot ovat pienet (~1 %).

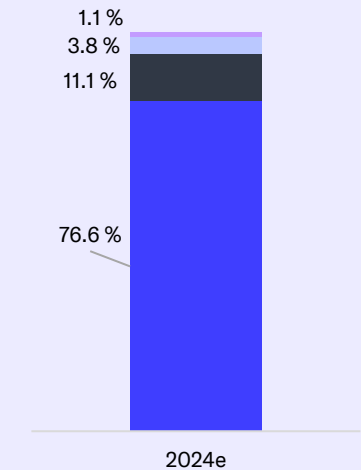
Pääoman sitoutuminen

Vuoden 2022 fuusion ja Dovren liiketoimintojen viimeisimmän yritysoston vuoksi NYABin nykyisen muodon pääoman sitoutumista ei voi enää arvioida aikasarjojen avulla. Käsityksemme mukaan liiketoimintaan sitoutuneen pääoman määrä on kuitenkin melko rajallinen ja kohtuullisella tasolla, ja nettokäyttöpääoma on keskimäärin noin 9 % vuosina 2022–2024. NYAB on myös osoittanut pääoman sitoutumisen asteittaista vähenemistä vuoden 2024 aikana, käyttöpääoman ollessa keskimäärin ~5 % (neljännesvuosittain), mikä viittaa käyttöpääoman hallinnan paranemiseen.

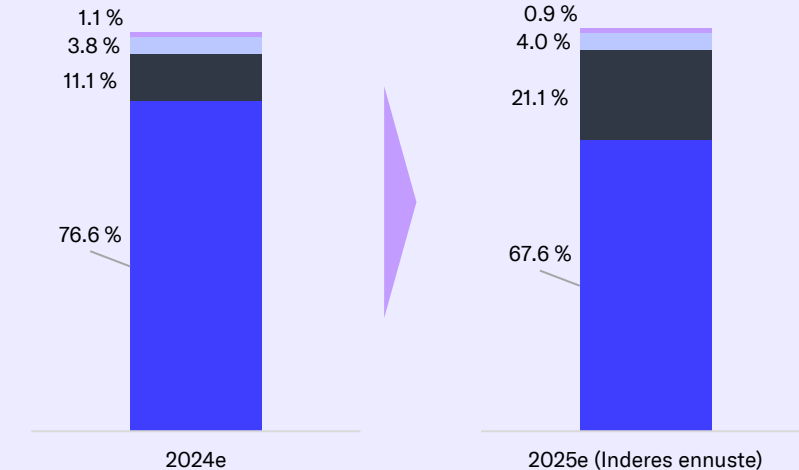
Suhteellisen maltillinen pääoman sitoutuminen esimerkiksi laajempiin rakennusalan yrityksiin verrattuna johtuu suurelta osin siitä, että NYABin liiketoimintamalli ei edellytä käytännössä lainkaan varastotuotteita. Arvioimme, että käyttöpääoman sitoutumisessa on vuoden sisällä jonkin verran kausiluonteisesta heiluntaa yksinkertaisesti liiketoiminnan volyymien vuoksi. Pitkällä aikavälillä käyttöpääoman kokonaiskasvun pitäisi kuitenkin pysyä maltillisena, eikä se todennäköisesti rajoita liiketoiminnan laajentumista. Tästä huolimatta liikevaihdon kasvaessa käyttöpääoma luonnollisesti kasvaa sitouttaen lisää rahaa, vaikkakin yhtiön suhteellisen lyhyt historia nykyisessä muodossaan tekee tarkasta ennustamisesta haastavaa. Dovre-yritysoston jälkeen emme odota suuria muutoksia kokonaispääomasitoumuksiin, sillä nämä liiketoiminnat ovat luonteeltaan pääomakevyitä.

Nykyisen liiketoiminnan investointitarve on matala, sillä se ei edellytä merkittävästi kiinteää omaisuutta (osuus liikevaihdosta 2022–2024: 4–6 %), ja investoinnit kohdistuvatkin pääosin tarvittavaan kalustoon (esim. pakettiautot ja pienemmissä määrin kaivinkoneisiin yms.).

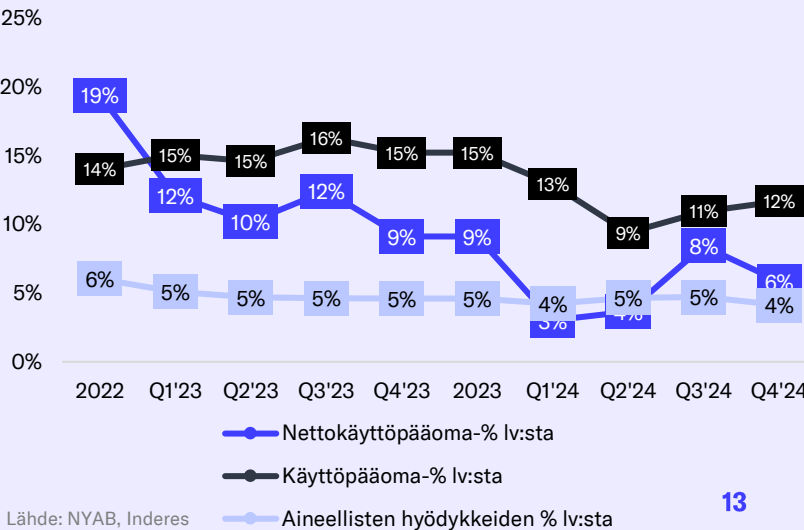
Kustannusrakenne
ennen yrityskauppaa
(2024A)



Kustannusrakenne
yrityskaupan jälkeen
(2025e)



Pääoman sitoutuminen



Lähde: NYAB, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 9/9

Koska NYABin pääomakevyt liiketoimintamalli vaatii maltillista pääoman sitoutumista, yhtiön kassakonservatio on suhteellisen vahva. Toisaalta alhainen pääomavaltaisuus johtaa teoriassa myös alhaisempiin markkinoille tulon esteisiin, mikä helpottaa uusien kilpailijoiden markkinoille tuloa verrattuna pääomaraskaampiin rakennusalan yrityksiin. Käytännössä markkinoille tulo ei kuitenkaan ole suoraviivaista. Vaikka pääoma ja omaisuus ovat suhteellisen helposti saatavilla, pitkäaikaisten asiakassuhteiden, organisaatiokompetenssin ja tehokkaan kilpailun edellyttämän strategisen asemoinnin rakentaminen muodostaa korkeamman pääsyn esteen kuin mitä pääomakevyt malli saattaisi aluksi antaa ymmärtää.

Liiketoimintamallin riskiprofiili on maltillisempi kuin rakennusalan muilla toimijoilla

Näemme NYABin kokonaisriskiprofiilin suhteellisen maltillisena verrattuna rakennussektoriin yleisesti. Tähän vaikuttavat useat tekijät kuten vahva panostus vaativiin infrastruktuurihankkeisiin, jotka ovat yleensä vähemmän suhdanneherkkiä, sekä suuri osuus liikevaihdosta julkiselta sektorilta, mikä tuo vakautta. Lisäksi noin kolmasosa NYABin liikevaihdosta tulee yhteistyösopimuksista, joissa riski tyypillisesti jakautuu tasaisemmin sidosryhmien kesken. Lisäksi NYAB ei osallistu epävakkaammille asuntomarkkinoille, mikä edelleen vähentää altistumista talouden laskusuhdanteille ja suhdannevaihteluille.

Toisaalta liiketoimintamallin riskitasoa nostaa suhteellisen suuri riippuvuus kahdesta julkisesta asiakkaasta (ks. Svenska Kraftnätin ja Trafikverketin osuus liikevaihdosta oli noin 20 % vuonna 2024), projektiliiketoiminnan yleiset riskitekijät, riippuvuus markkinasta, joka on yleisesti ottaen suhteellisen herkkä makrotalouden kehitykselle (BKT:n

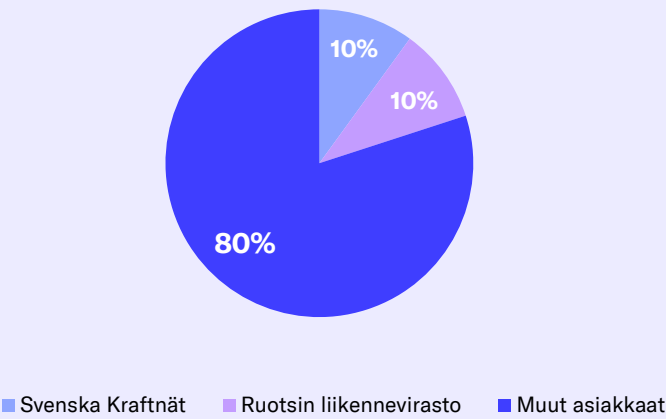
kasvu, korot, inflaatio jne.) sekä M&A-strategia, joka tuo mukanaan esimerkiksi integraatoriskejä. Svenska Kraftnätin ja Trafikverketin korkean liikevaihtokeskittymän osalta on kuitenkin syytä huomata, että vaikka NYABin keskittymä voi olla suhteellisen korkea, sopimukset edustavat vain pientä osaa näiden asiakkaiden kokonaiskulutuksesta, mikä vähentää kokonaisriskiä.

Johto, hallitus ja omistajarakenne

NYABilla on vahvat perinteet yrittäjyydessä, ja suurimmalla osalla johdosta on pitkä historia rakennusosalalla. NYABin suurimpia osakkeenomistajia ovat toimitusjohtaja Johan Larsson sekä hänen veljensä Mikael Ritola (Suomen maajohtaja) pääosin yhteisesti omistetun sijoitusyhtiön Holding Investment Förvaltning i Luleå AB:n kautta. Yhteensä he omistavat noin 35 % NYABista. Lisäksi yhtiön johtoryhmässä Ruotsin maajohtaja Magnus Granljungin omistus yhtiössä on reilut 3 %. Vuonna 2025 entinen hallituksen jäsen Anders Berg, jolla on pitkä kokemus Lindab Internationalin ja Plannjan toimitusjohtajana sekä johtotehtävistä useissa teollisuusyrityksissä, liittyi NYABin johtoon liiketoiminnan kehitysjohtajaksi. Anders omistaa osakkeita noin 6,5 miljoonan kruunun edestä (0,2 %). Näin ollen uskomme, että johto on vahvasti sitoutunut yhtiöön, minkä näemme sijoittajille positiivisena asiana.

NYABin hallituksella on myös laajaa kokemusta rakennusosalta ja johtotehtävistä suurissa yrityksissä. Keskeisiä jäseniä ovat muun muassa Johan K. Nilsson (Peab-konsernin entinen lakiasianjohtaja), Lars-Eric Aaro (LKAB-konsernin entinen toimitusjohtaja) ja Jan Öhman (Industrivärdenin entinen talousjohtaja ja nykyinen hallituksen puheenjohtaja). Uskomme, että tämä asiantuntemus on erittäin tärkeää NYABin kasvustrategian tukemisessa.

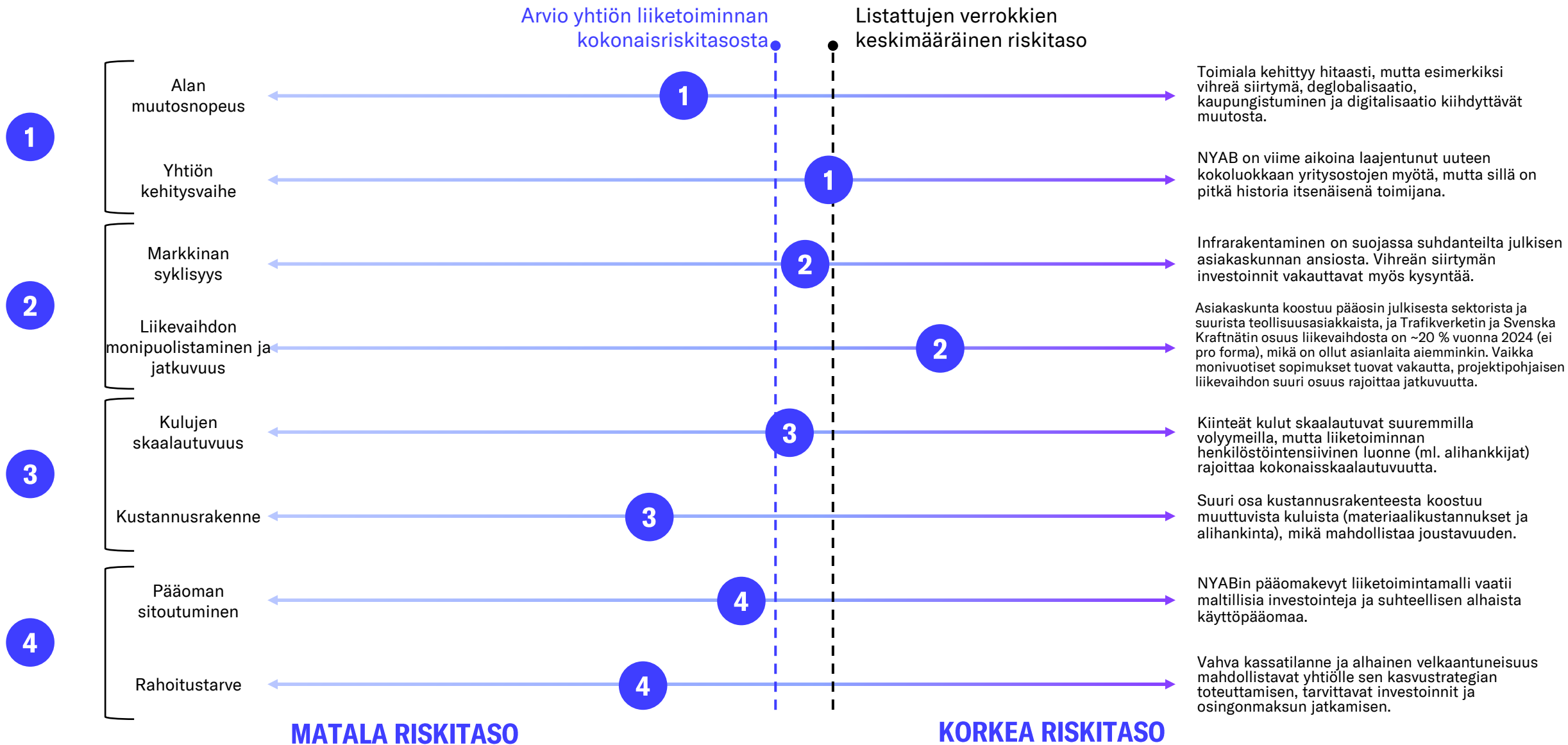
Asiakaskeskittymät
Tilikaudesta 2024 alkaen



Omistajarakenne
Tilanne 28.2.2025



Liiketoiminnan riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Kasvustrategia

Saavuttaakseen yhtiön pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet (ks. Taloudelliset tavoitteet -osio), NYABin hallitus on asettanut strategiset tavoitteet vuosille 2024–2026, jotka ovat pääpiirteissään seuraavat:

Ihmiset ensin: NYABin tärkein prioriteetti on turvallisuus, jonka suhteen yhtiön tavoite on olla alan halutuin työpaikka.

Vastuu asiakkaita ja yhteiskuntaa kohtaan: NYABin tarkoituksena on mahdollistaa yhteiskunnan kehitys tuleville sukupolville ja sen tehtävänä on tuottaa korkealaatuisia ja kustannustehokkaita ratkaisuja vaativaan infra-, uusiutuvan energian ja teollisuusrakentamiseen.

Operatiivinen erinomaisuus: Pääomakevyyden liiketoimintamallin ja kustannustehokkuuden hyödyntäminen kasvun tukemiseksi ja kilpailuetujen luomiseksi.

Kannattava kasvu: Suotuisan aseman infrastruktuuri-, energia- ja teollisuusprojektien arvoketjussa sekä markkinatrendien hyödyntäminen (mm. vihreä siirtymä, deglobalisaatio ja kaupungistuminen).

NYABin strategian ytimessä on keskittyminen vaativiin ja monimutkaisiin projekteihin. Ottamalla vastaan projekteja, joissa on suuremmat tekniset ja logistiset vaatimukset, NYAB erottaa itsensä kilpailijoista ja voi varmistaa sopimuksia vahvemmillä marginaaleilla. Lisäksi tämä lähestymistapa edistää pitkäaikaisia asiakassuhteita, sillä monimutkaisten projektien onnistunut toteutus rakentaa luottamusta ja johtaa usein toistuviin tilauksiin tai laajempiin projektikokonaisuuksiin.

Kasvun tasapainottaminen riskienhallinnalla on pitkään ollut NYABin johtava periaate. Yhtiö on historiallisesti keskittynyt hieman pienempiin projekteihin, mutta on

onnistuneesti skaalannut liiketoimintaansa kasvattamalla asteittain keskimääräistä projektikokoa. Vuonna 2023 keskimääräinen projektikoko oli 3,5 MEUR, ja käsityksemme mukaan se kasvoi noin 4 MEUR:oon vuonna 2024, mikä on tärkeä yleisen kasvun ajuri. Laajentuminen on mahdollista NYABin hyvin tasapainoisen ja riskejä rajaavan liiketoimintamallin ansiosta, joka mahdollistaa hallitun ja kestävä kasvun. Keskeinen tekijä tämän lähestymistavan säilyttämisessä on NYABin valikoivuus projektien valinnassa. Yhtiö varmistaa, että se ottaa vain sellaisia projekteja, jotka vastaavat sen asiantuntemusta, kannattavuustavoitteita ja riskiprofiilia.

Lisäksi NYAB pyrkii aktiivisesti siirtymään suurempaan osuuteen yhteistyö- ja pitkäaikaisia sopimuksia, jotka pienentävät toteutettujen projektien riskiä erityisesti projektien keskimääräisen koon kasvaessa. Näiden sopimusten osuus on nyt noin kolmasosa kokonaisliikevaihdosta. Tämä mahdollistaa NYABin osallistumisen aikaisempiin vaiheisiin ja lisäarvopalveluiden tarjoamisen sekä edistää pidempiä asiakassuhteita. Yhtiön toinen painopistealue on vakaampien ja toistuvien tulovirtojen varmistaminen sen kohdemarkkinoilla.

Historiallisesti NYABin liiketoiminnan kausiluonteisuus on johtanut merkittäviin vaihteluihin liikevaihdon kirjaamisessa sekä tuloksen ja kassavirran jakautumisessa, vaikka sen vaikutus onkin ajan myötä vähentynyt. Nämä kausiluonteiset vaihtelut ovat johtuneet pääasiassa yhtiön vahvasta asemasta Ruotsin ja Suomen pohjoisosissa, joissa ankarat sääolosuhteet aiheuttavat haasteita projektien toteutukselle. Tätä lieventääkseen NYAB on strategisesti laajentanut toimintaansa erityisesti Tukholman ja Mälardalenin alueella viime vuosien aikana. Tämä kasvu on auttanut tasapainottamaan kausivaihteluja ja monipuolistamaan yhtiön liikevaihtoa.

NYABin strategian kulmakivet



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

NYAB on kasvanut vuoden 2019 jälkeen kasvanut nollasta yli 500 MSEK:n liikevaihtoon Tukholma-Mälarenin alueella, mikä osoittaa sen liiketoimintamallin vahvuuden jopa kilpailuimmilla markkinoilla. Tämän päälle NYAB on voittanut useita suuria hankkeita Tukholman/Mälardalenin alueella vuonna 2024, mikä vahvistaa entisestään sen asemaa alueella.

Selektiivisillä yrityskaupoilla on tärkeä rooli kasvupolulla

NYABilla on pitkä kokemus yritysostoista, mikä on edelleen keskeinen osa sen kasvustrategiaa. Yhtiö keskittyy ensisijaisesti täsmäostoihin, mutta myös alustaostoja harkitaan, jos ne tarjoavat strategista arvoa. Jokaisen yritysoston täytyy tarjota selkeä polku arvonluontiin, joko parantamalla valmiuksia, laajentumalla uusille maantieteellisille alueille tai hyödyntämällä merkittäviä synergioita.

Viimeaikainen esimerkki on Dovren liiketoimintojen osto, joka tarjosi strategisen pääsyn Norjan markkinoille, laajensi NYABin palvelutarjontaa ja auttoi vähentämään kausiluonteisuuden vaikutuksia. Lisäksi NYABilla on historiaa nopeasti arvoa tuottaneista yritysjärjestelyistä, kuten Power Forzen täsmähankinta, joka toi taloon sisäistä korkeajänniteosaamista. Yritysosto edesauttoi suoraan Aurora Line -projektin (arvo 89 MEUR) voittamista vain vuosi kaupan toteutumisen jälkeen.

Taloudelliset tavoitteet

NYAB on päivittänyt taloudellisia tavoitteitaan kolme kertaa viimeisten kolmen vuoden aikana. Viimeisin muutos tapahtui vuonna 2023, jolloin NYAB laski liikevaihdon kasvutavoitteensa 15 prosentista 10

prosenttiin ja EBIT-marginaalitavoitteensa 9 prosentista 7,5 prosenttiin. Tällä hetkellä NYABin hallitus on asettanut yhtiölle seuraavat pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet:

- **Kasvu:** Vuotuinen liikevaihdon kasvu > 10 %
- **Kannattavuus:** EBIT-marginaali 7,5 %
- **Taseen rakenne** nettovelka / käyttökate < 1,5 x
- **Osinkopolitiikka:** Osinko > 35 % nettotuloksesta

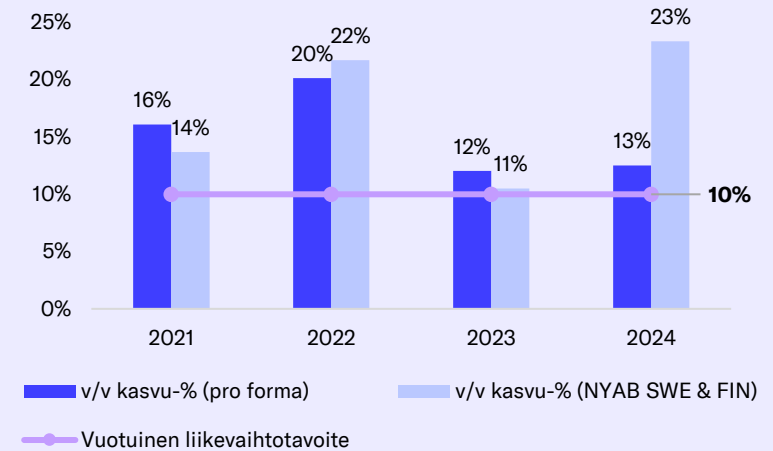
Näkemyksemme taloudellisista tavoitteista

Käsityksemme mukaan liikevaihdon kasvutavoite sisältää potentiaalisen yritysostojen vaikutuksen. Toteamme kuitenkin, että NYAB Ruotsilla on yli vuosikymmenen vahva orgaanisen kasvun historia ja että yritysostoilla on ollut vain melko rajallinen vaikutus kasvulukuihin. Arvioidaksemme yhtiön viimeaikaista tulokuntoa ja kuvastaaksemme NYABin nykyistä tekemistä ja tulevaisuutta, olemme tarkastelleet NYABin pro forma -suoritusta vuosina 2021–2024.

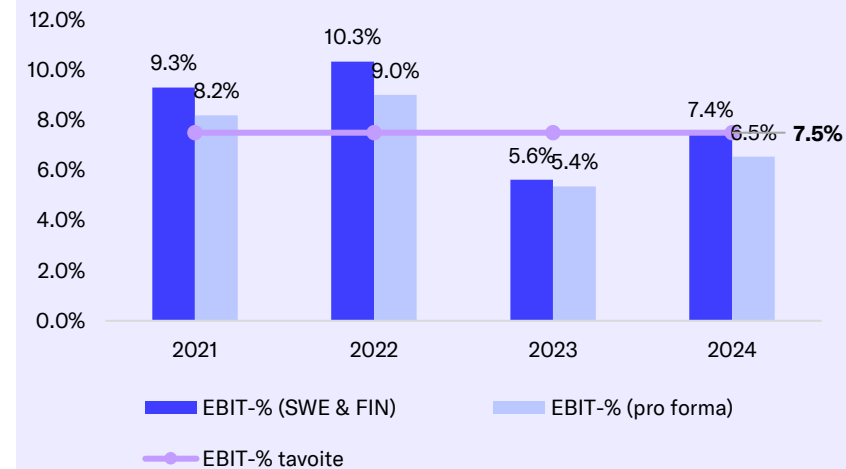
Kaiken kaikkiaan uskomme, että NYABin liikevaihdon kasvutavoite on saavutettavissa, kun otetaan huomioon yleinen kasvu ja investoinnit sen kohdemarkkinoilla, sen vahva aiempi tulos (CAGR 21–24 pro forma: 15 %) ja sen viimeaikainen suuntautuminen uusille maantieteellisille markkinoille vahvemalla asemalla arvoketjussa.

Kannattavuuden osalta uskomme, että kokonaistavoite on kohtuullinen ja ajan myötä saavutettavissa. Vaikka NYAB Ruotsin liiketoimintojen kannattavuusprofiili ei meitä huolestuta (EBIT-marginaali keskimäärin noin 9 % vuosina 2014–2021 ilman yrityskauppoja*), lyhyellä aikavälillä on muutamia marginaalia painavia tekijöitä.

Liikevaihdon kasvu-% vs. tavoite



EBIT-% vs. tavoite



*Ennen fuusiota Skarta Groupin kanssa.

Lähde: NYAB, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Tämä liittyy pääasiassa Dovren liiketoimintojen integrointiin, mutta myös Suomen markkinoiden pehmeeseen, jolla on mielestämme myös hieman alhaisempi marginaaliprofiili kokonaisuudessaan (karkeasti 5–7 % kannattavuuspotentiaalin ylärajalla). Lisäksi Dovrelta ostetut liiketoiminnot kärsineet kannattavuuden laskusta Norjan markkinoiden työvoima-vuokraukseen liittyvien sääntelyhaasteiden vuoksi.

NYABilla on kuitenkin aiemmin onnistunut parantamaan ostettujen liiketoimintojen kannattavuutta tekemällä pieniä muutoksia liiketoimintamalleihin ja operatiiviseen painopisteeseen. Dovrelta ostettujen liiketoimintojen osalta NYAB on tunnistanut muutamia toimenpiteitä marginaalien parantamiseksi. Näitä ovat muun muassa keskittyminen korkeamman marginaalin projekteihin ja valikoivampi projektien valinta, ja uskomme, että nämä kohentavat konsernitason kannattavuutta jatkossa. Kääntöpuolena on kuitenkin, että tämä siirtymä voi tapahtua myös kasvun kustannuksella.

Kannattavuustavoitteen saavuttaminen edellyttää näkemyksemme mukaan, että maantieteellinen liikevaihtojakauma pysyy suotuisana (Ruotsi ylipainossa). Lisäksi NYABin on säilytettävä vahva kannattavuutensa Ruotsissa, parannettava Dovre-toimintojen kannattavuutta ja nostettava Suomen kannattavuus lähemmäs arvioimamme kannattavuuspotentiaalin yläpäättä.

Taserakennetavoite on suhteellisen neutraali

Pidämme tasetavoitetta suhteellisen neutraalina. Kun otetaan huomioon NYABin vahva taloudellinen asema (omavaraisuusaste 73%) ja nettovelan suhde käyttökatteeseen (-0,6x) vuonna 2024, velanoton lisäämiselle on tilaa jopa Dovre-yritystoston jälkeen (pro forma -nettovelka/käyttökate 0,4x). Kun huomioidaan NYAB

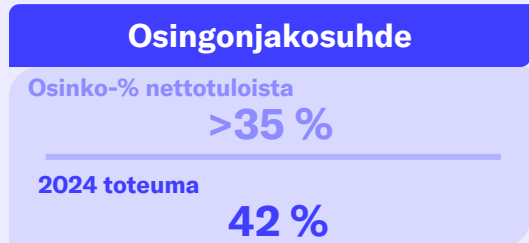
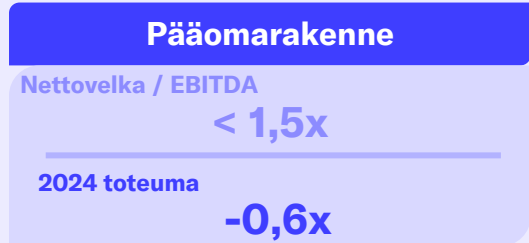
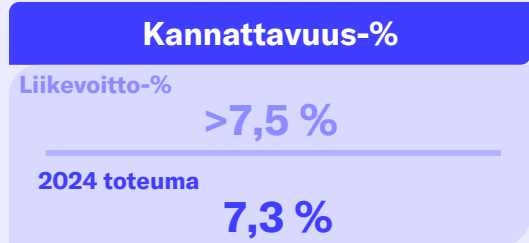
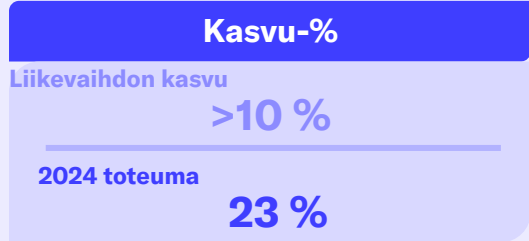
Ruotsin aiempi menestys, odotamme kuitenkin yhtiön jatkavan kasvuaan vahvalla taseella ja maltillisella velkatasolla. Lisäksi NYABin hiljattain uudelleenrahoitetun rahoituspaketin kovenantit asettavat vähimmäisvaatimukset yli 50 %:n omavaraisuusasteelle ja alle 2x nettovelka/käyttökate-luvulle. Näiden raja-arvojen takia odotamme NYABin säilyttävän nykyisen pääomarakenteen, joka pitää sen yli vaaditun omavaraisuusasteen ja selvästi alle velkaantumisrajan, minkä ei pitäisi olla ongelma yhtiölle.

Voitonjako riippuu tuloksesta

Yhtiön vahva tase ja liiketoimintamalli, joka mahdollistaa vähäisen pääoman sitoutumisen ja kohtuulliset investoinnit, tarjoavat mielestämme hyvät edellytykset voitonjaolle. NYABin kasvustrategiaan kuuluu kuitenkin myös epäorgaaninen kasvu, mutta yhtiön kohdalle odotamme sen suosivan omia osakkeita maksuvälineenä yritysostoissa, erityisesti täsmäostoissa, mutta suurempien alustaostojen kohdalla se täydentää maksua velkarahalla. Tämä osaltaan rajoittaa pääomavaatimuksia yritysostoihin, mikä tukee yhtiön kykyä jakaa voittoja.

Tämän takia uskomme, että osingonmaksusuhde (35 %) on suhteellisen alhainen ja että liiketoimintamalli mahdollistaisi korkeamman tason ajan myötä (vrt. 43 %:n osingonmaksusuhde vuonna 2024). Arvioimme kuitenkin, että osingonmaksusuhde voi vaihdella tilikauden tuloksen mukaan, sillä odotamme yhtiön pyrkivän suhteellisen vakaaseen maksusuhteeseen. On kuitenkin huomattava, että yhtiön rahoittajien asettamat kovenantit voivat rajoittaa esimerkiksi osingonmaksukykyä suuren yritysjärjestelyn tai kannattavuuden heikentymisen yhteydessä. Emme kuitenkaan pidä tätä todennäköisenä nykyisillä ennusteillamme.

Taloudelliset tavoitteet ja vuoden 2024 toteuma



Toimiala ja kilpailukenttä 1/7

Kohdemarkkinat

NYAB toimii pääasiassa Ruotsin ja Suomen rakennusmarkkinoilla keskittyen infrastruktuuri-, teollisuus- ja energiarakentamiseen. Yhtiö on hiljattain laajentanut maantieteellistä jalansijaansa yritysostojen kautta, ja kasvattanut toimintaansa pääasiassa Norjassa mutta myös joillakin muilla kansainvälisillä markkinoilla, kuten Kanadassa, Lähi-idässä, Yhdysvalloissa ja Singaporessa.

NYABin palvelujen kysyntään vaikuttavat makrotaloudelliset tekijät, kuten korkotaso, inflaatio, geopolittinen ympäristö ja väestörakenteen kehitys. Myös sääolosuhteet ja toimitusketjun dynamiikka vaikuttavat hanketoteutuksiin. Vaikka yleinen rakennustoiminta onkin suhdanneherkkää, NYABin erikoistuminen vaativiin infrastruktuurihankkeisiin tuo vakautta, sillä nämä investoinnit ovat usein vähemmän herkkiä talouden laskusuhteille. Koska suuri osa liikevaihdosta on peräisin julkiselta sektorilta, NYAB hyötyy vakaista ja pitkäaikaisista sopimuksista, jotka auttavat vähentämään markkinaheilahdusten vaikutuksia.

Vaikka NYAB ei olekaan nimenomaisesti eritelty kohdemarkkinoidensa kokoa, emme odota niiden koon olevan este yhtiön kasvulle lähitulevaisuudessa. Arvioidemme mukaan NYABin osuus Pohjoismaiden koko rakennusmarkkinoista (pl. asuntorakentaminen) on alle 1 %.

Ruotsin laajempi rakennusmarkkina

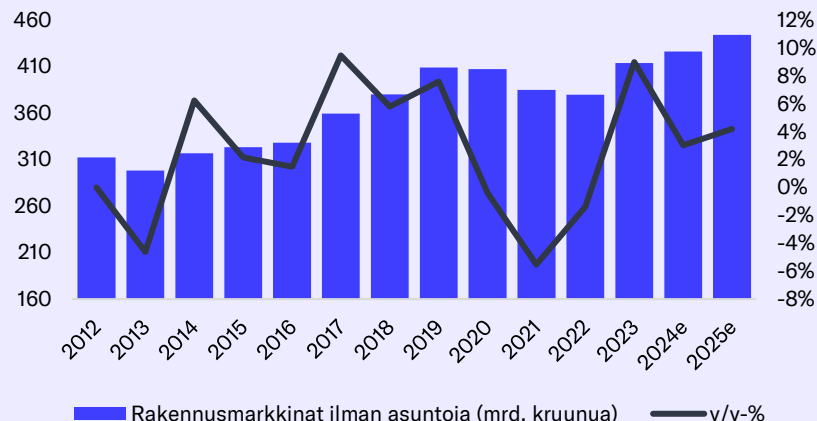
Ruotsin rakennusmarkkinan (pl. asuntorakentaminen) arvo oli 426 miljardia kruunua (~39 mrd. €) vuonna 2024, mikä vastaa 9 %:n kasvua vuodentakaisesta. Historiallisesti markkina on kasvanut keskimäärin 3 % vuodessa vuosina 2013–2023, ja sen ennustetaan kasvavan 4 % vuonna 2025. Pohjois-Ruotsi ja erityisesti Norrbottenin lääni on edelleen NYABin avainalueita. Alueen rakennusinvestoinnit ovat kasvaneet muuta maata nopeammin vuodesta 2022

lähtien. Ne kasvoivat 19 % vuonna 2024 ja niiden odotetaan kasvavan 7 % vuonna 2025. Pitkällä aikavälillä Norrbottenin lääni hyötyy Ruotsin teollisuuden vihreästä siirtymästä. Seuraavien 10–20 vuoden aikana alueelle on suunniteltu yli 120 miljardin euron investoinnit, joita vauhdittavat uusiutuvat energiahankkeet, fossiilivapaa terästuotanto, kaivostoiminta ja akkujen valmistus. Kaikki tämä ei kuitenkaan tule realistisesti toteutumaan. Tämä on kuitenkin selvä osoitus yleisestä vahvasta innosta vihreisiin investointeihin jatkossa.

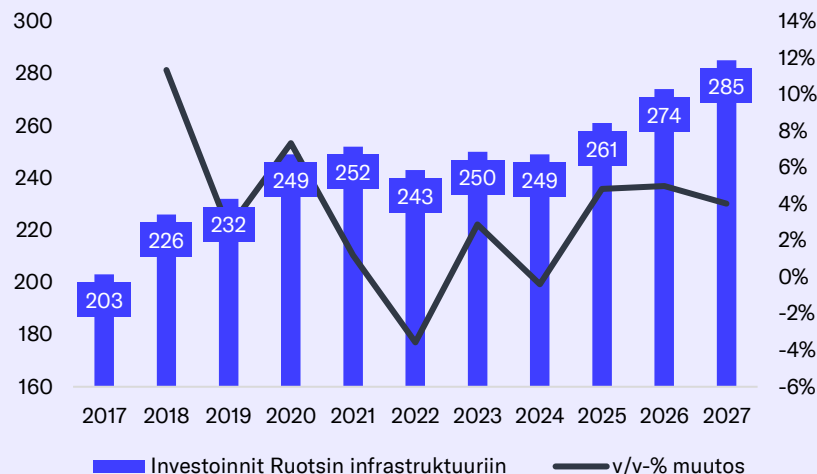
Ruotsin infrasektoria tarkastellessa Prognoscentret ennustaa investointien kasvavan 4–5 % vuosina 2025–2027, ja teiden, rautateiden ja sähköverkkojen (sekä paikallisten että kantaverkkojen) laajentaminen on ensisijainen kasvumoottori.

Ruotsin liikennevirasto (Trafikverket) on viime vuosina kamppaillut koko budjettinsa hyödyntämisessä projektien toteutushasteiden vuoksi, mikä on johtanut noin 90–100 miljardin kruunun suuruisiin lykättyihin investointeihin. Tämä investointivelka korostaa, että infrastruktuurikapasiteettia on laajennettava pikaisesti taloudellisten ja turvallisuustarpeiden tukemiseksi. Trafikverket on viimeisimmässä kansallisessa suunnitelmassaan vuosille 2026–2037 varannut 1 171 miljardia kruunua infrastruktuuriin, mikä on 21 % enemmän kuin edellisessä suunnitelmassa. Painopiste on teiden ja rautateiden kunnossapidossa ja kehittämisessä. Tässä suunnitelmassa 607 miljardia kruunua (30 %) on varattu infrastruktuurin kehittämiseen ja 210 miljardia kruunua (18 %) rautateiden kunnossapitoon ja korjaukseen. Lisäksi 354 miljardia kruunua on varattu teiden kunnossapitoon, jolla pyritään sekä palauttamaan toimivuus että saavuttamaan Ruotsin teiden ja rautateiden korjausvelka seuraavien 12 vuoden aikana.

Rakennusmarkkina pl. asuntorakentaminen
(mrd. kruunua)



Investoinnit Ruotsin infrastruktuuriin



Toimiala ja kilpailukenttä 2/7

Ruotsin Nato-jäsenyys kiihdyttää puolustus- ja infrainvestointeja

Suomen jäsenyyttä (2023) seurannut Ruotsin liittyminen Natoon vuonna 2024 tuo odotuksissamme merkittäviä investointeja puolustus- ja sotilasinfrastruktuuriin. Osana Natoa Ruotsin on uudistettava ja laajennettava puolustusvalmiuksiaan, liikenneverkkojaan ja logistiikkakeskuksiaan. Puolustusmenojen osuus kansallisesta budjetista, joka oli 5–6 % vuosina 2014–2021, nousi yli 9 %:iin vuonna 2024, ja sen odotetaan jatkavan nousuaan lähes 12 %:iin vuonna 2025, mikä merkitsee noin 100 miljardia kruunua lisää vuoden 2021 tasoon nähden. Tie- ja rautatieyhteyksien parannukset erityisesti Ruotsin ja yhden sen tärkeimmistä kauppakumppaneista eli Norjan välillä ovat tulossa ratkaisevan tärkeiksi lisääntyneen sotilaallisen liikkuvuuden ja toimitusketjun turvallisuusvaatimusten vuoksi. Nämä kehityskulut tarjoavat NYABille lisäkasvumahdollisuuksia kuljetukseen ja turvallisuuteen liittyvissä infrahankkeissa. On syytä huomata, että NYABilla on jo Ruotsin puolustusvoimat ja linnoituslaitos asiakkanaan, minkä pitäisi auttaa lieventämään kilpailua puolustukseen liittyvissä projekteissa.

Kiristyvien geopolittisten epävarmuustekijöiden valossa Euroopan Nato-jäsenvaltiot keskustelevat aktiivisesti liittouman puolustusmenojen asteittaisesta korottamisesta nykyisestä 2 %:n tasosta (BKT) mahdollisesti 3 %:iin tai jopa ylemmäs vuoteen 2030 mennessä. Joidenkin Nato-virkailijoiden mielestä jopa 3 %:n taso voi olla riittämätön, koska vuosikymmenten ali-investoinnit edellyttävät nyt huomattavasti suurempia puolustusmenoja. Vaikka virallista päätöstä ei ole vielä tehty, tämän suuruusluokan politiikan muutos edellyttäisi merkittäviä uusia investointeja puolustuskyvyn lisäksi myös tukevaan infrastruktuuriin ja suuren mittakaavan rakentamiseen.

Tätä kehitystä tukee se, että EU:n suurin talous Saksa hyväksyi maaliskuussa 2025 merkittävän puolustus- ja infrastruktuurimenosuunnitelman, jonka mahdolliset allokaatiot ylittävät 1 100 miljardia euroa tulevan vuosikymmenen aikana. Tämä siirto lähettää vahvan signaalin kaikkialle Euroopan unionissa ja asettaa vertailukohdan jatkuville ja nopeutetuille julkisille investoinneille. On huomattava, että suunnitelmaan sisältyy Saksan tiukkojen finanssipoliittisten sääntöjen, eli niin kutsutun ”velkajarrun”, höllentäminen, mikä mahdollistaa hallitukselle historiallisen suuren julkisen velan ottamisen näiden strategisten aloitteiden rahoittamiseksi.

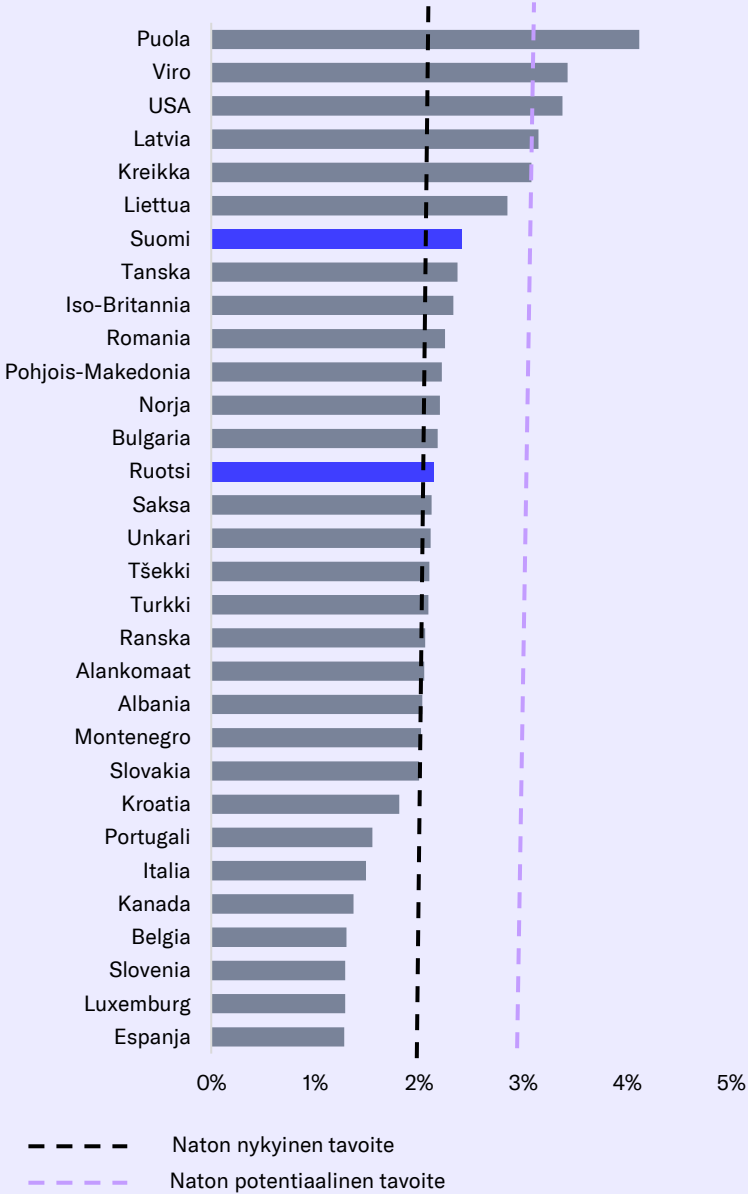
Saksaa seuraten Ruotsi julkisti ehdotuksen puolustusbudjetin nostamisesta 3,5 %:iin BKT:sta vuoteen 2030 mennessä vuoden 2024 tasosta (2,4%). Tämä vastaa 300 miljardin kruunun lisäystä puolustusmenoihin. Kuten Saksa, myös Ruotsi suunnittelee rahoittavansa suuren osan tästä kasvusta valtionvelalla.

Energiainframarkkinat Ruotsissa

Energiainfrastruktuuri on toinen NYABin vahva painopiste-alue, jossa toiminta kohdistuu pääasiassa sähköverkkojen, muuntoasemien sekä tuuli- ja aurinko-voimalahankkeiden rakentamiseen. Koska suuri osa Ruotsin sähköverkoista on saavuttanut käyttöikänsä lopun ja ne on vaihdettava, valmistus- ja kuljetussektorin sähköistäminen yhdessä kasvavan sähkön kysynnän kanssa edellyttää Ruotsin sähköverkkojen ja tuotantokapasiteetin merkittävää laajentamista korkean saatavuuden varmistamiseksi ja maan ilmastotavoitteiden tukemiseksi.

NYABin keskeisen asiakkaan, valtio-omisteisen Svenska Kraftnätin panostukset sähkönsiirtoon ja verkon laajentamiseen lisäävät NYABin palveluiden kysyntää.

Puolustusmenot suhteessa BKT:hen (%), Nato-jäsenmaat (2024)



Lähde: Svenska Kraftnät, Veidekke, Bundesregierung, NATO, NYAB, Inderes

Toimiala ja kilpailukenttä 3/7

Sähköverkkoraportin (2023) mukaan Ruotsin energiajärjestelmän nykyaikaistamiseen tarvitaan seuraavien 20 vuoden aikana 945 miljardia kruunua (~90 mrd. €).

NYAB on vahvistanut asemaansa tällä sektorilla Power Forzen (2022) kaltaisilla yritysostoilla sekä kärkihankkeilla, kuten Ruotsin ja Suomen välistä rajat ylittävää siirtoa parantavalla Aurora Line -projektilla (89 MEUR). Ruotsissa tuuli- ja aurinkovoima-alat laajenevat nopeasti sähkönsiirron lisäksi, mikä luo NYABille lisämahdollisuuksia energiainfrastruktuurin rakentamisessa.

Suomen laajempi rakennusmarkkina

Rakennusteollisuus RT:n mukaan Suomen rakentamisen kokonaismarkkina oli noin 38 miljardia euroa vuonna 2023, josta infrarakentamisen osuus oli noin 9 miljardia euroa. Ala koki historiallisen 16%:n laskun vuonna 2023 pääosin heikon asuntorakentamisen takia, jossa nähtiin 36 %:n supistuminen. Vuonna 2024 lasku oli maltillisempaa (~-7 %), ja vuoden 2025 markkinoiden odotetaan elpyvän 4 %:n kasvulla, jota vetävät asuntorakentaminen (+15 %) ja maa- ja vesirakentaminen (+2 %). Kun kuitenkin otetaan huomioon viimeisen kahden vuoden jyrkän supistumisen, elpyminen lähtee matalalta tasolta, ja RT ennustaa yleisen elpymisen olevan asteittaista ja hidasta tulevina vuosina.

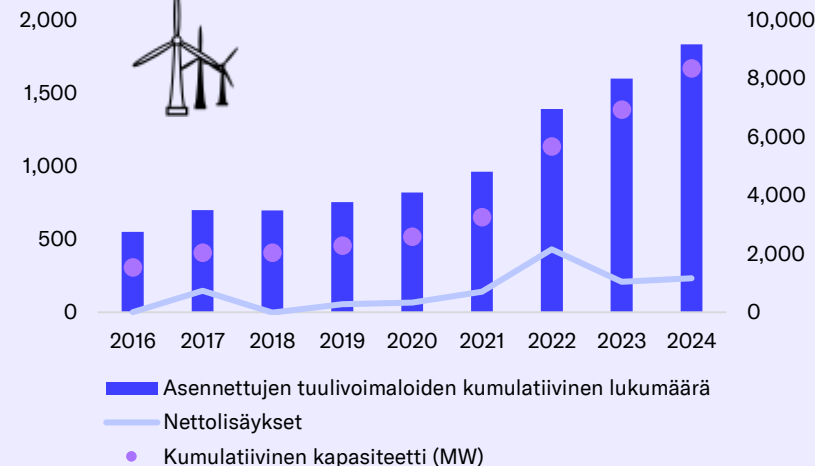
Suomessa infrarakentaminen on suhteellisen pieni osa NYABin kokonaisliikevaihdesta, sillä yhtiö on keskittynyt enemmän energiarakentamiseen. Suomen heikko rakennusmarkkina on kuitenkin johtanut NYABin Suomen toimintojen kiristyneeseen kilpailuun erityisesti pienemmissä ja vähemmän monimutkaisissa infrahankkeissa.

Vaikka NYAB ei ole eksplisiittisesti määritelty kohdemarkkinaansa energiarakentamisessa, suuntaviivoja voidaan saada Enersensen kansainvälisellä konsulttiyhtiöllä teettämästä tutkimuksesta. Tässä selvityksessä arvioitiin, että Enersensen Power-segmentin kokonaismarkkina Suomessa oli vuonna 2020 hieman yli 500 MEUR, mikä koostui pääasiassa investoinneista sähkönsiirtoverkkojen infrastruktuuriin, tuulipuistojen rakentamiseen ja niihin liittyviin energiapalveluihin. Segmentti hyötyy useista rakenteellisista kasvutekijöistä, ja odotamme nopeaa kasvua suurjännitevoimajohtoihin ja tuulivoimahankkeisiin tehtävien investointien lisääntymisen myötä. Suomen kantaverkko yhtiö Fingrid suunnittelee yli 200 MEUR:n vuotuisia investointeja vuoteen 2030 asti. Noin 70 % näistä investoinneista kohdistetaan kotimaisten verkkoyhteyksien vahvistamiseen ja tuulivoiman integrointiin valtakunnan verkkoon, mikä vauhdittaa merkittävästi kasvua sähkösegmentissä.

Tuuli- ja aurinkovoiman näkymät ovat vahvat Suomessa

Suomi tuli tuulivoima-alalle myöhemmin kuin monet eurooppalaiset verrokkit, mutta vuodesta 2012 lähtien rakentaminen on nopeutunut merkittävästi. Vuosina 2012–2024 tuulivoima on asettanut uusia kansallisia ennätyksiä sekä asennetussa kapasiteetissa että sähköntuotannossa. Vuonna 2024 tuulivoiman osuus oli 24 % maan sähkönkulutuksesta. Nopeasta kasvusta huolimatta Suomen tuulivoimapotentiaali on moninkertainen tällä hetkellä rakennettuun kapasiteettiin verrattuna. Suomen uusiutuvat ry:n projektilistan (tammikuu 2024) mukaan tuulivoimahankkeita oli eri kehitysvaiheissa yli 134 000 MW:n edestä. Vaikka kaikki hankkeet eivät ympäristöön ja sääntelyyn liittyvien rajoitteiden vuoksi toteudu, yli 11 000 MW:n edestä hankkeita on saanut jo maa-alueen käyttöoikeuden tai rakennusluvan.

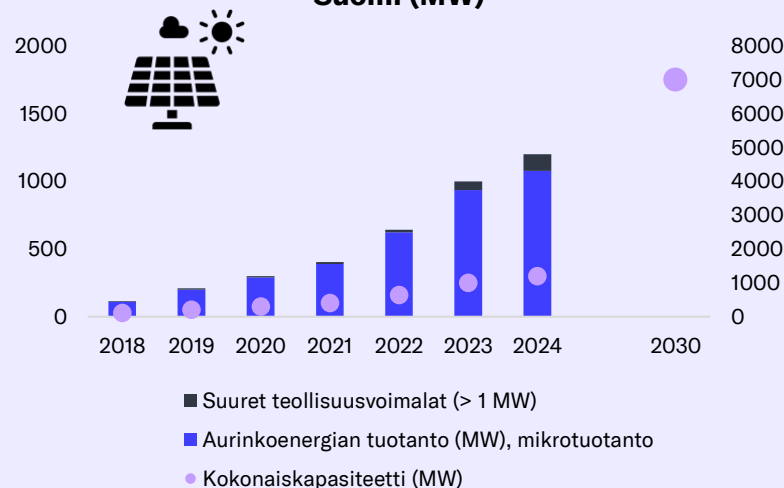
Toiminnassa olevien tuulivoimaloiden lukumäärä ja kapasiteetti (Suomi)



~134 000 MW

Suomessa kehitteillä olevien tuulivoimahankkeiden kapasiteetti

Aurinkoenergian tuotantokapasiteetti, Suomi (MW)



Toimiala ja kilpailukenttä 4/7

Myös aurinkovoima on kasvanut nopeasti, ja asennettu kapasiteetti on kymmenkertaistunut vuosien 2018 ja 2024 välillä saavuttaen 1200 MW:n kapasiteetin vuoden 2024 loppuun mennessä. Vahvan kehityksen odotetaan jatkuvan ja Fingrid arvioi aurinkovoimaloiden kokonaiskapasiteetin Suomessa nousevan 7 GW:iin vuoteen 2030 mennessä, mikä luo vahvaa potentiaalista kysyntää NYABin energia- ja infrarakentamisen osaamiselle.

Norjan laajempi rakennusmarkkina

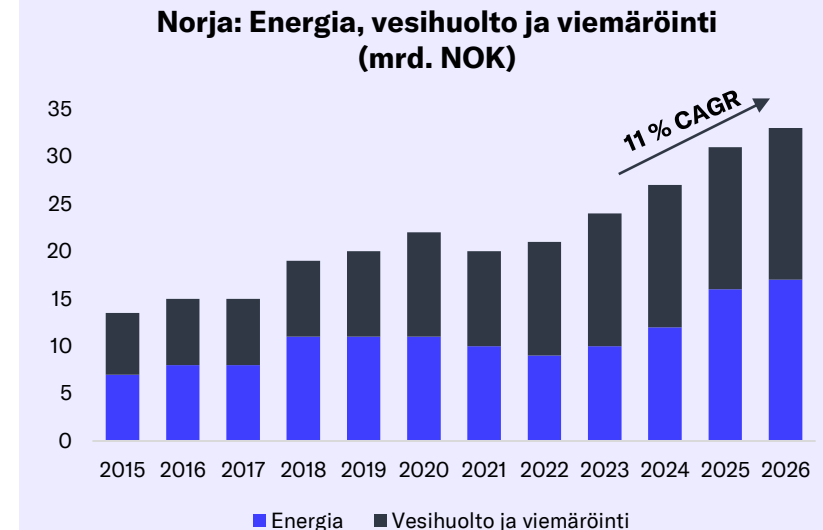
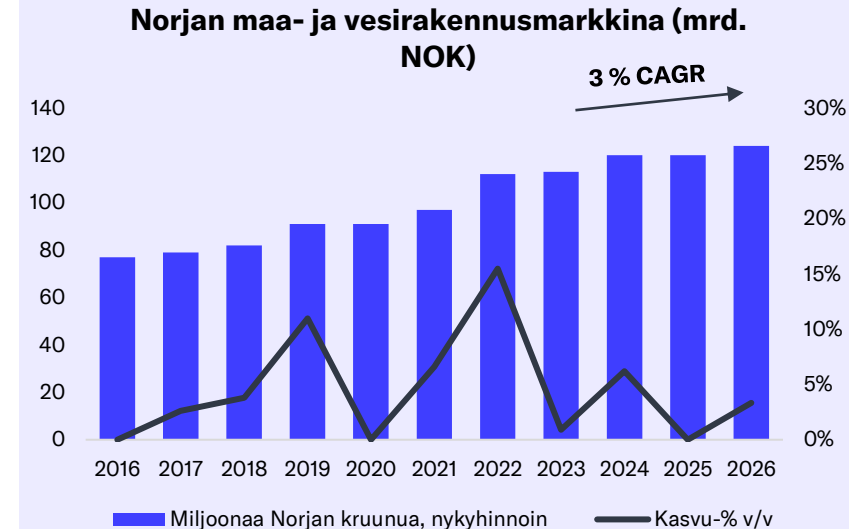
Dovre-yritystonsa myötä NYAB on saanut jalansijaa Norjan konsultointi- ja projektinhallinta-aloilla. Vaikka ostetut liiketoiminnot palvelevat samoja kohdemarkkinoita kuin NYAB, ne tarjoavat erityyppisiä palveluita. Dovren jo olemassa olevan verkoston ja paikallisten Norjan tarjouskilpailujen tuntemuksen ansiosta NYAB on saanut vankan perustan saadakseen jalansijaa ydinliiketoiminnallaan Norjassa, laajentaakseen maiden välisen yhteistyön mahdollisuuksia ja saadakseen lisävolyymeja Ruotsissa vahvistuvan palveluvalikoiman kautta. Norjan infrarakentamisen sektori on kasvanut 5-6 % vuosittain vuosina 2016–2023, ja investoinnit teihin, puolustukseen ja energiaprojekteihin ovat jatkuneet. Infrarakentamisen kokonaismarkkinan odotetaan kasvavan 3 %:n vuotuisella kasvuvauhdilla vuosien 2024–2026 välillä, ja kasvunäkymät vuoden 2026 jälkeen ovat vakaat esimerkiksi puolustusmenojen kasvun vuoksi.

Norjan vuosien 2025–2030 kansallisessa liikennesuunnitelmassa vuotuisen investoinnin kansallisiin teihin odotetaan kasvavan 20 % (17 miljardiin

Norjan kruunuun vuodessa), kun taas rautatieinvestointien odotetaan supistuvan 17 % (14 miljardiin Norjan kruunuun). Kunnossapitoon panostetaan kuitenkin ensisijaisesti, ja rautateiden kunnossapitoinvestointien odotetaan kasvavan 48 % aiempiin budjetteihin verrattuna.

Norjan energiamarkkina elää voimakkaan kasvun aikaa. Energia-, vesihuolto- ja viemäriverkostosektoreiden odotetaan kasvavan 11 %:n vuosivauhdilla (2024–2026 CAGR) pääasiassa uusiutuvaan energiaan siirtymisen vuoksi. Norjan sähköistämispennistelu, jotka edellyttävät kasvihuonekaasupäästöjen jyrkkää vähentämistä vuoteen 2030 mennessä, rasittavat jakeluverkkoa ja edellyttävät merkittäviä investointeja verkkokapasiteettiin ja energianjakeluinfrastruktuuriin.

NYABin Norjassa toteuttamien yritystonsien myötä vahvistuneen aseman ansiosta yhtiöllä on hyvät valmiudet hyödyntää suurten infrastruktuurihankkeiden kasvavaa kysyntää koko maassa.



Toimiala ja kilpailukenttä 5/7

Yhteiskunnalliset megatrendit tarjoavat vankan perustan markkinoiden kasvulle

Vihreä siirtymä: Globaalilla tasolla yhteiskunnat siirtyvät yhä kestävämpään suuntaan, millä on valtava vaikutus esimerkiksi energia-, valmistus- ja kuljetusalalle. Pohjoismaiden tie kohti nettonollapäästöjä edellyttää, että energia-ala käy läpi merkittävän muutoksen seuraavien 25 vuoden aikana (ennen vuotta 2050). Pohjoismaiden sähkön kysynnän odotetaan yli kaksinkertaistuvan seuraavien 20–30 vuoden aikana noin 400 terawattitunnista vuonna 2022 noin 800 terawattituntiin vuonna 2040 ja lähes 1 000 terawattituntiin vuonna 2050. Yhteiskuntien lisääntyvä sähköistyminen aiheuttaa näin ollen paineita nykyiseen sähkönsiirtokapasiteettiin, joka kärsii jo nyt investointien vähäisyydestä. Tuuli- ja aurinkovoimalla on merkittävä rooli tulevan kysynnän täyttämisessä.

Deglobalisaatio ja toimitusketjujen kestävyys: Kasvava geopoliittinen epävarmuus ja pandemian jälkeiset toimitusketjujen häiriöt ovat lisänneet huomiota paikallisiin investointeihin energiaturvallisuuteen, infrastruktuuriin ja kotimaiseen tuotantoon. Pohjoismaissa nämä dynamiikat kiihdyttävät investointeja uusiutuvan energian tuotantoon, sähköverkon häiriönsietokykyyn ja parannettuun siirtokykyyn, joilla varmistetaan energiaomavaraisuus ja kestävyys. Lisäksi vahvemman infrastruktuurin, kuten liikenteen ja teollisuuden kehittämisen, kysyntä on linjassa alueellisten taloudellisen kestävyuden ja omavaraisuuden painopisteiden kanssa. Tämä muutos tukee NYABin asemaa sähkönsiirrossa, teollisessa rakentamisessa ja liikenneinfrastruktuurissa.

Kaupungistuminen: Pohjoismaiden väestön ennustetaan kasvavan 6 % seuraavien 25 vuoden aikana. Viimeisten 20 vuoden aikana 97 % väestönkasvusta on tapahtunut 30 toiminnallisella kaupunkialueella, ja kaupungistumisen jatkuvan trendin Pohjoismaissa odotetaan jatkuvan. Suurimmat kaupungit vaativat infrastruktuurin laajentamista vastatakseen kasvavaan asuntotarpeeseen sekä teiden, ratojen ja julkisten palveluiden kysyntään. Tämä pitkän aikavälin trendi tukee NYABin roolia kestävä kaupunki-infrastruktuurin kehittämisessä.

Loppupäätelmät kohdemarkkinoista

NYABin kohdemarkkinoita Ruotsissa, Suomessa ja Norjassa tukevat vahvat infra- ja energiainvestointihankeputket. Yhtiön erikoistuminen monimutkaisiin ja pitkäkestoiisiin projekteihin suojaa sitä hyvin laskusuhdanteilta. Suurten kysyntää ajavien rakenteellisten trendien, kuten vihreän siirtymän, deglobalisaation ja kaupungistumisen myötä, NYABilla on hyvä asema kasvaa lähitulevaisuudessa. Tätä tukee jatkuva investointialto Pohjoismaiden infrastruktuurin ja energiantuotannon kehittämiseen.

Kolme megatrendiä tukee rakennusmarkkinoiden kasvua



Vihreä siirtymä

- Pohjoismaisen sähkön kysyntä kaksinkertaistuu seuraavien 20–30 vuoden aikana. Tuuli- ja aurinkoenergian tuotanto on kriittistä
- Norrbottenin lääniin suunnitellut 120 miljardin euron vihreän siirtymän investoinnit seuraavan 10–20 vuoden aikana



Deglobalisaatio

- Kasvava globaalit jännitteet ja pandemian jälkeiset toimitusketjujen häiriöt ovat lisänneet huomiota paikallisiin investointeihin energiaturvallisuuteen, infrastruktuuriin ja kotimaiseen tuotantoon.

Kaupungistuminen

- Pohjoismaiden väestön ennustetaan kasvavan 6 % seuraavien 25 vuoden aikana, ja suurin osa kasvusta keskittyy kaupunkialueille
- Tämä edellyttää infrastruktuurin laajentamista suurimmissa kaupungeissa, jotta huomisen kysyntään voidaan vastata.



Toimiala ja kilpailukenttä 6/7

Kilpailukenttä

Laajemmille rakennusmarkkinoille on ominaista suurten yleisurakoitsijoiden, erikoistuneiden infratoimijoiden ja suunnittelutoimistojen yhdistelmä. Infrastruktuuri- ja rakennusprojekteissa NYABin pääkilpailijoita ovat mm. Skanska, NCC, Veidekke ja PEAB, jotka hallitsevat perinteistä suurirakentamista ja joilla on hyvin laaja tarjooma (ml. asuinrakentaminen). Vastaavasti AFRYn, Swecon ja Sitowisen kaltaiset yritykset kilpailevat projekteista, jotka vaativat suunnittelu- ja projektinhallintaosaamista. Lisäksi infrastruktuurin asennus- ja kunnossapitoyhtiöt, kuten Bravida, Netel ja Eltel, muokkaavat markkinaa teknisillä palveluilla erityisesti energia-alalla (esim. sähköverkot, siirtokapasiteetin rakentaminen) ja televiestinnässä.

NYAB on puolestaan asemoinut itsensä joustavaksi ja osaamisvetoiseksi rakennus- ja insinööritoimistoksi, joka keskittyy infrastruktuuriin, teollisuusrakentamiseen ja uusiutuvaan energiaan. Toisin kuin perinteiset, laaja-alaiset ja pääomaraskaat toimijat, NYABin pääomakevyt liiketoimintamalli mahdollistaa valikoivan osallistumisen hankkeisiin, jotka vastaavat sen asiantuntemusta, samalla kun se säilyttää hyvät marginaalit ja taloudellisen joustavuuden. Yhtiön vahva asema Ruotsissa ja Suomessa (erityisesti Pohjois-Suomessa) mahdollistaa pääsyn merkittäviin infra- ja teollisuusprojekteihin, kun taas laajentuminen konsultointiin ja projektihenkilöstövuokraukseen Dovre Groupin yritysoston myötä vahvistaa sen kilpailuetua projektinhallinnassa ja työvoimaratkaisuisissa. Tämä hybridimalli mahdollistaa NYABin kilpailemisen sekä perinteisten urakoitsijoiden että suunnittelutoimistojen kanssa, mikä tekee NYABista kestävämmän markkinoiden vaihteluille ja paremmin asemoidun hyödyntämään

vihreää siirtymää ja infrastruktuurin modernisointia Pohjoismaissa.

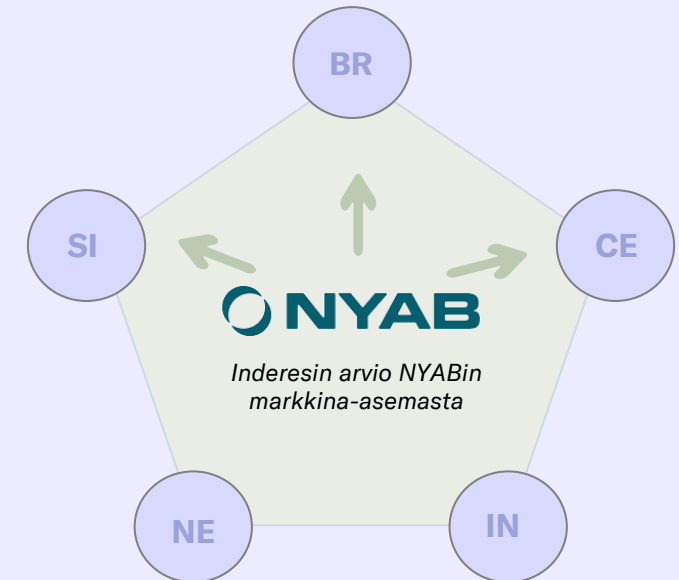
NYABin hybridimäinen markkina-asema tukee toimialaa nopeampaa liikevaihdon kasvua ja kannattavuutta

Kuten todettua, yhtiön kilpailukenttä koostuu useista toimijoista, joista suurilla toimijoilla on paljon laajempi kokonaistarjooma kuin NYABilla (esim. asuinrakentaminen). Yleisesti ottaen eri toimijoiden välillä on myös vaihtelua kokonaistarjoomassa ja markkina-alueissa.

Koska NYABilla on ainutlaatuinen markkina-asema, jossa se toimii hybridinä perinteisten suurten toimijoiden (laajamittaiset yleisrakennus- ja infrastruktuurihankkeet) ja rakennusinsinöörien (tekninen konsultointi, suunnittelu ja suunnittelupalvelut esimerkiksi infra- ja teollisuushankkeissa) välissä mutta jossa on myös kasvavia teollisen konsultoinnin ja henkilöstövuokrauksen elementtejä, olemme verranneet NYABin kasvua ja kannattavuutta laajemman rakennusmarkkinan eri segmentteihin. Uskomme, että laajojen perinteisten palveluntarjoajien ja rakennustekniikan yhtiöt ovat parhaita verrokkeja ryhmästä. Tarkastelemme kuitenkin myös muita läheisiä segmenttejä saadaksemme lisäkuva tuloksesta, kun otetaan huomioon NYABin suhteellisen laaja toimiala.

Vaikka NYAB Ruotsilla on pitkä historia vahvasta kasvusta ja toimialaa korkeammista liikevoittomarginaaleista itsenäisenä liiketoimintana, olemme rajanneet vertailua tarkastelemalla NYABin viittä viimeisintä raportoitua vuotta, jotta voimme hahmottaa konsernin rakennetta ennen Dovre-yritysostoja sekä viiden viime vuoden pro forma -lukuja arvioidaksemme NYABin nykyistä muotoa Dovre-yritysoston jälkeen.

NYABin markkina-asema laajemmilla rakennusmarkkinoilla (Inderesin arvio)



BR – Laajat legacy-toimittajat (esim. PEAB, Skanska, Veidekke)
CE – Rakennusinsinöörit (esim. Sweco, Afry, Sitowise)
SI – Henkilöstöpalvelut ja teollisuuskonsultointi (esim. Brunel, Randstad, Eezy)
NE – Niche (esim. Kreate, Green Landscapingi, Balco)
IN – Asennus (esim. Instalco, Bravida, Eltel)

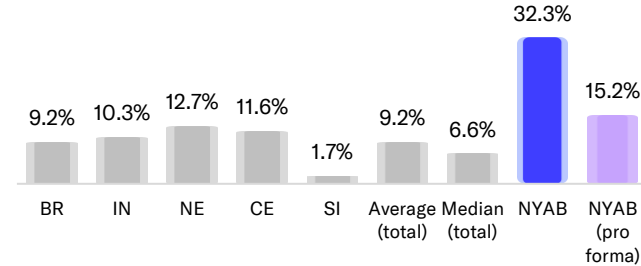
Toimiala ja kilpailukenttä 7/7

NYAB on kasvanut kokonaisuudessaan merkittävästi vertailuryhmän keskiarvoa nopeammin viimeisten viiden vuoden aikana ja mikä tärkeämpää, tämä on tapahtunut pro forma -pohjalta, mikä heijastaa paremmin orgaanista kehitystä ja nykyistä konsernirakennetta. Operatiivisen kannattavuuden osalta verrokkiryhmän keskiarvo on ollut noin 4 % viimeisten viiden vuoden aikana. NYAB onkin saavuttanut markkinaa parempia marginaaleja viiden viime vuoden aikana, ja ylitykset ovat olleet selvempiä ennen Dovren liiketoimintojen hankintaa, sillä projektiliiketoiminnan henkilöstön integrointi heikentää kokonaiskannattavuutta.

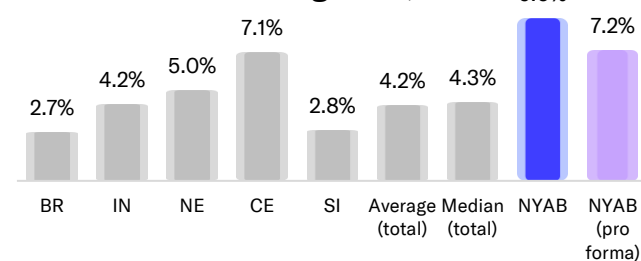
Kuten viereisissä kuvioissa on esitetty, NYABin odotetaan myös ylittävän verrokkiryhmän liikevaihdon kasvun ja EBIT-marginaalin osalta tulevina vuosina, vaikka EBIT-marginaalin odotetaan olevan jonkin verran alhaisempi kuin historialliset luvut johtuen sen Suomen toimintojen ja Dovrelta ostettujen liiketoimintojen nykyisestä kannattavuuspaineesta. Lisäksi NYABin odotetaan saavuttavan toimialaa korkeamman pääoman tuoton (ROIC), vaikka yhtiötä rasittaa suuri liikearvon määrä. Pääoman tuottoa tukevat yhtiön pääomakevyt liiketoimintamalli ja vahva kannattavuus.

Laajempaa tilannetta tarkastellessa toteamme, että vaikka alalle voi olla vaikea päästä ilman merkittäviä referenssejä ja resursseja, arvioimme, että alalla on haastavaa saavuttaa kestäviä kilpailuetuja. Tämä johtuu useista syistä, kuten 1) alhainen eriytymissaste ja kova kilpailu, 2) projektipohjaisuus ja syklisyys, 3) sääntelyyn ja kestävyYTEEN liittyvät paineet sekä 4) työvoima- ja toimitusketjurajoitteet. Vaikka kestäviä kilpailuetuja on vaikea saavuttaa, uskomme, että digitalisaation ja kevyen taseen liiketoimintamallin omaksuvat yhtiöt voivat saavuttaa etulyöntiaseman. Erikoistuminen tekniseen asiantuntemukseen, uusiutuvan energian ratkaisuihin tai ainutlaatuisiin projektinhallintatapoihin voi toimia myös erottautumistekijänä. Pitkäaikaiset kumppanuudet asiakkaiden kanssa, vahva brändimaine ja tehokas kustannustenhallinta voivat auttaa ylläpitämään kilpailuasemaa pirstaloituneella ja syklisellä toimialalla. Näin ollen uskomme, että NYABin vahva panostus teknisesti vaativiin projekteihin, sen sekä skaalautuvuuden että valikoivuuden mahdollistava pääomakevyt malli yhdistettynä tehokkaaseen kiinteiden kustannusten hallintaan ja pitkiin asiakassuhteisiin luovat pienen kilpailuedun verrattuna laajempaan toimialaan.

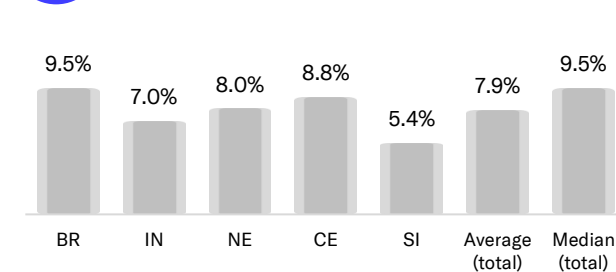
 **Keskimääräinen liikevaihdon kasvu, 5 vuotta**



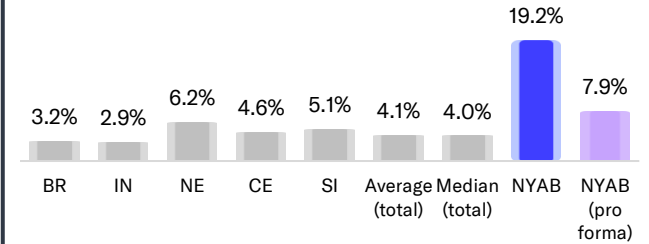
 **Keskimääräinen liikevoittomarginaali, 5 vuotta**



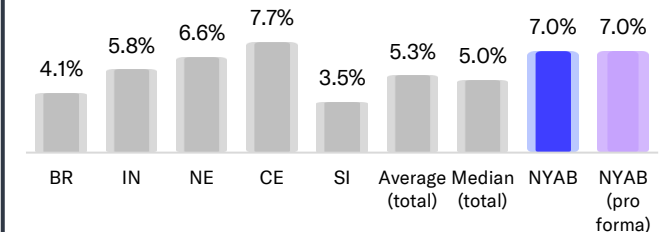
 **Keskimääräinen ROIC, 5 vuotta**



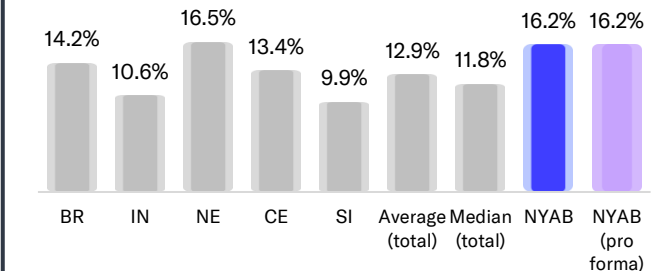
Ennustettu liikevaihdon kasvu keskimäärin 2025-2027e



Ennustettu liikevoittomarginaali keskimäärin, 2025-2027e



Ennustettu ROIC keskimäärin, 2025-2027e



Historiallinen kehitys

Lyhyt historia nykymuodossa, juuret 90-luvulla

NYAB sai nykyisen muotonsa keväällä 2022 suomalaisen Skarta Groupin ja ruotsalaisen NYABin fuusion myötä, mutta yhtiö on ollut olemassa muissa muodoissa siitä lähtien, kun se perustettiin vuonna 1990 Luulajassa Ruotsissa. Noin 20 ensimmäisen vuoden ajan yhtiö toimi vain pienessä mittakaavassa, ja sen liikevaihto oli 0,3–1,6 MEUR. Vuodesta 2013 eteenpäin yhtiö kiihdytti liikevaihdon kasvuaan ja saavutti orgaanisen kasvun sekä valikoitujen yritysostojen kautta 30 MEUR:n liikevaihdon vuonna 2015.

NYAB Ruotsilla on vahvoja näyttöjä nopeasta kasvusta

Viimeisten 10 vuoden aikana (2015-2024) NYAB Ruotsi on kasvanut kannattavasti 27 %:n liikevaihdon vuositahia (31 % sisältäen raportoidut luvut vuoden 2022 Skarta-fuusion jälkeen, CAGR), ja liikevoittomarginaali on ollut 5-12 %:n välillä. NYAB Ruotsin kasvu on ollut pääosin orgaanista, mutta sitä on vauhdittanut lisäksi muutamat pienet yritysostot. Arvioimme, että suurin osa (>85–90 %) historiallisesta kokonaiskasvusta on ollut orgaanista. NYAB Ruotsin orgaanista kasvua on ajanut mm. vahva kysyntä ja investoinnit Ruotsin erikoisrakentamiseen ja infrastruktuuriin, erityisesti pohjoisilla alueilla kuten Norrbottenissa, jossa NYABilla on vahva jalansija. Kasvua on tukenut myös liiketoiminnan monipuolistaminen rakennusalan lähisegmentteihin ja maantieteellinen laajentuminen.

Pro forma -liikevaihdon kehitys 2020-2024

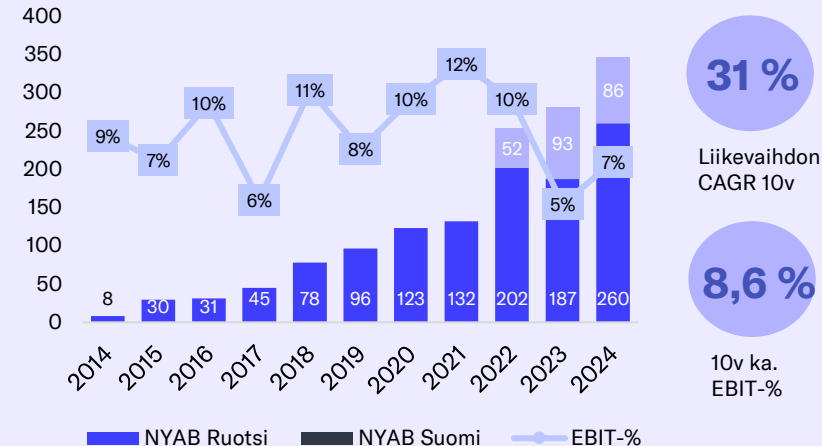
Olemme koonneet yhtiön dataan ja omiin arvioihimme pohjautuen pro forma -lukuja vuodesta 2020 alkaen arvioidaksemme, miten NYAB nykyisessä muodossaan on suoriutunut viiden viime vuoden aikana olettaen, että

Dovrelta ja Skarta Groupilta ostetut liiketoiminnot olisivat olleet osa konsernia vuosina 2020–2024. Kuten viereisestä kuviosta havaitaan, liikevaihdon vuosikasvu (CAGR) on 15 % ja keskimääräinen EBIT-marginaali 7,2 %. NYABin vaihdettua tilinpäätösstandardinsa (FAS -> IFRS) vuoden 2023 aikana, liikevoitto vuosina 2020–2022 sisältää liikearvon poistoja, joita testataan vain vuosittain IFRS-standardin mukaisesti arvonalentumisen suhteen. Tarkasteltaessa viiden viime vuoden (pro forma) toteutunutta käyttökatemarginaalia vastaava luku onkin 8,5 %.

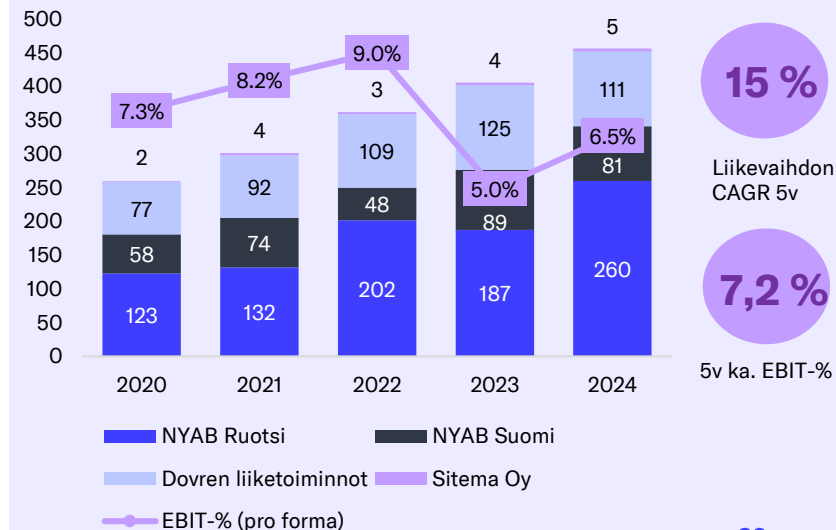
Merkittävä pudotus vuonna 2023 johtuu pääasiassa haastavammasta makroympäristöstä, joka johtui korkeasta inflaatiosta ja nousevista koroista. Tämä johti kustannuspaineisiin sekä tilausten vastaanoton ja liikevaihdon kirjausten viivästymisiin käynnissä olevissa Rakennustoiminta-segmentin projekteissa (NYAB Ruotsi ja Suomi). Myös haastavat sääolosuhteet vaikeuttivat projektien toteuttamista. Samaan aikaan kannattavuus laski myös Konsultointi-segmentissä (Dovren liiketoiminnot ja Sitema). Vaikka inflaatiopaineet hellitivätkin, vuonna 2024 elpyminen oli suhteellisen maltillista. Tämä johtuu Konsultointi-segmentistä, jonka liikevaihto supistui. Tämän takana oli pääasiassa uusi Norjan lainsäädäntö, joka otettiin käyttöön vuonna 2023 ja jonka tavoitteena oli tiukentaa määräaikaisia työntekijöitä koskevia säännöksiä pysyvän työsuhteen edistämiseksi ja työntekijöiden oikeuksien suojelemiseksi. Lailla oli negatiivinen vaikutus ensisijaisesti Projektihenkilöstö-liiketoimintaan, koska osa asiakkaista päätti palkata sisäistä henkilöstöä ulkopuolisten konsulttien käytön sijaan.

Liikevaihto ja liikevoitto-%

2014–2024



NYABin liikevaihto ja EBIT-% (pro forma)



Taloudellinen tilanne 1/2

Vahva taloudellinen asema

Olemme tarkastaneet NYABin taseen vuoden 2024 lopun lukujen perusteella, mikä tarkoittaa, että siinä ei ole huomioitu tammikuussa toteutetun Dovren liiketoimintojen oston vaikutusta. Suhteutettuna yrityskaupan kokoon (~35 MEUR) ja hankitun liiketoiminnan luonteeseen, uskomme kuitenkin tämänhetkisen taseen antavan melko hyvän kuvan konsernin tulevasta taserakenteesta. On selvää, että velkakuorma ja liikearvo kasvavat, kun Dovren liiketoiminnot integroidaan lukuihin.

NYABin taseesta ei ole vielä kertynyt pitkää aikasarjaa sen nykyisessä muodossa (ennen eikä jälkeen Dovre-yrityskaupan), joten olemme tutkineet tarkasti neljännesvuosiraportteja vuodesta 2022 lähtien. Näkemyksemme mukaan yhtiön taseen tunnusluvut ovat olleet hyvällä tasolla viime vuosina. Omavaraisuusaste on Q1'22:sta lähtien heilunut välillä 63-78 %, jotka ovat erittäin terveitä tasoja. Yhtiön seuraama velkaantumistasen tunnusluku, nettovelka suhteessa käyttökatteeseen, on vuodesta 2022 ollut keskimäärin -0,1x, mikä alittaa selvästi yhtiön suhteellisen varovaisen tavoitetason (<1,5x). Vuoden 2024 lopussa suhdeluku oli -0,6x, mikä kuvastaa alhaista velkatasoa suhteessa kassatilanteeseen. Lisäksi NYABin nettovelkaantumisaste on ollut keskimäärin alhainen -2 % neljännesvuosittain vuosina 2023–2024 ja oli -8,6 % Q4'24:n lopussa. Näin ollen pidämme yhtiön yleistä taloudellista asemaa hyvänä.

Yhtiön liiketoimintamalli tuottaa hyvää kassavirtaa, mikä mahdollistaa osinkojen ja investointien yhdistämisen tulorahoitukseen. Rahavirroissa on kuitenkin kausivaihtelua, sillä NYABin kassan kertyminen on

tyypillisesti vahvempaa Q4-Q1:llä, kun projekteja saadaan päätökseen ja suuria maksueriä maksetaan.

Pääomakevyen liiketoimintamallin ansiosta yhtiön ylläpitoinvestoinnit ovat alhaiset (2023-24 keskimäärin 1 % liikevaihdosta), minkä ansiosta enemmän liiketoiminnan kassavirtaa voidaan jakaa kasvuaihioiden ja osinkoihin.

Pääomakevyt tase

Vuoden 2024 lopussa yhtiön taseen loppusumma oli 285 MEUR, jossa suurin yksittäinen omaisuusluokka oli liikearvo (122 MEUR). Erä liittyy pääosin NYABin Suomen toimintoihin vuoden 2022 Skarta-fusion jälkeen. Ottaen huomioon maan suhteellisen heikon suoriutumisen vuonna 2024, uskomme, että liikearvossa voi olla alaskirjausriski, jos epäsuotuisat markkinaolosuhteet pitkittyvät.

Muut aineettomat hyödykkeet ovat vähäiset (alle 0,1 MEUR) ja NYABin pääomakevyen liiketoimintamallin vuoksi myös aineelliset hyödykkeet ovat suhteellisen alhaisella 14 MEUR:n tasolla ja koostuvat pääosin liiketoiminnan harjoittamiseen tarvittavista koneista ja laitteista. Jos käyttöoikeusomaisuus lasketaan mukaan, aineelliset hyödykkeet ovat yhteensä 18 MEUR.

Pitkäaikaiset sijoitukset ovat 18 MEUR, josta merkittävin osa on sijoitus yhteisyritykseen, jonka alla Skarta Energy toimii.

Lyhytaikaiset varat koostuvat pääosin myyntisaamisista (82 MEUR) ja käteisvaroista (31 MEUR). Saamisista 55 MEUR muodostuu myyntisaamisista ja 22 MEUR sopimusomaisuudesta (etenkin hankesaaamia), mikä kuvastaa liiketoiminnan viime vuoden voimakasta kasvua

ja yleistä kausiluontoisuutta vuoden loppua kohden. Lähtökohtaisesti pidämme yhtiön varoja kuranteina, eikä taseen omaisuusarvoihin mielestämme kohdistu huomattavia riskejä.

Tase on säilynyt terveenä viimeaikaisista yrityskaupoista huolimatta

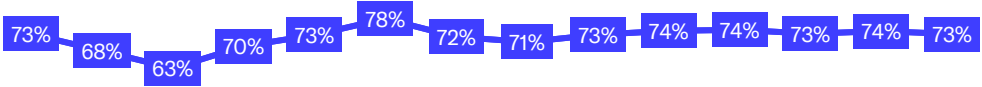
Taseen oma pääoma oli 193 MEUR vuoden 2024 lopussa ja yhtiön omavaraisuusaste oli erittäin vahva, noin 73 %.

Korollinen velka taseessa oli 14 MEUR, joten nettokassavarat olivat 17 MEUR vuoden 2024 lopussa. Yritystoston jälkeen NYAB uudelleenrahoittaa olemassa olevan luottolimiittinsä ja lainansa sekä siltarahoituksen. Uudet lainajärjestelyt koostuvat noin 26 MEUR:n suuruisesta kolmivuotisesta luottolimiitistä. Määräaikaislainan määrä on 9 MEUR ja sen maturiteetti on kolme vuotta. Siltalainan määrä on 20 MEUR, ja se maksetaan takaisin vuoden 2025 loppuun mennessä. Täten NYABin velkataso nousee lyhyellä aikavälillä, ja vuoden 2024 pro forma -lukujen mukaan nettovelka/käyttökate on 0,4x, mikä vastaa 13,6 MEUR:n nettovelkaa yritystoston jälkeen.

Lisäksi yhtiöllä oli noin 78 MEUR korottomia velkoja. Suurin osa tästä oli ostovelkoja (52 MEUR) ja sopimusvelkoja (21 MEUR), joista jälkimmäinen viittaa projektien toteutukseen ja usein asiakkailta saatuihin ennakkomaksuihin ja välitavoitelaskutukseen.

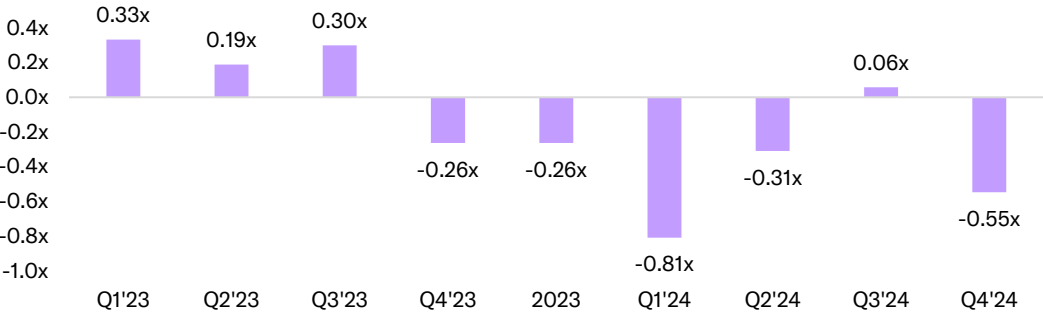
Taloudellinen tilanne 2/2

Omavaraisuusaste

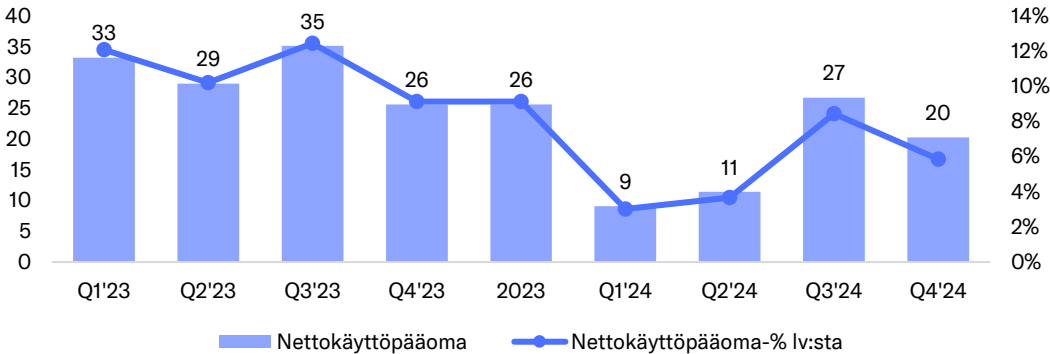


Q1'22 Q2'22 Q3'22 Q4'22 2022 Q1'23 Q2'23 Q3'23 Q4'23 2023 Q1'24 Q2'24 Q3'24 Q4'24

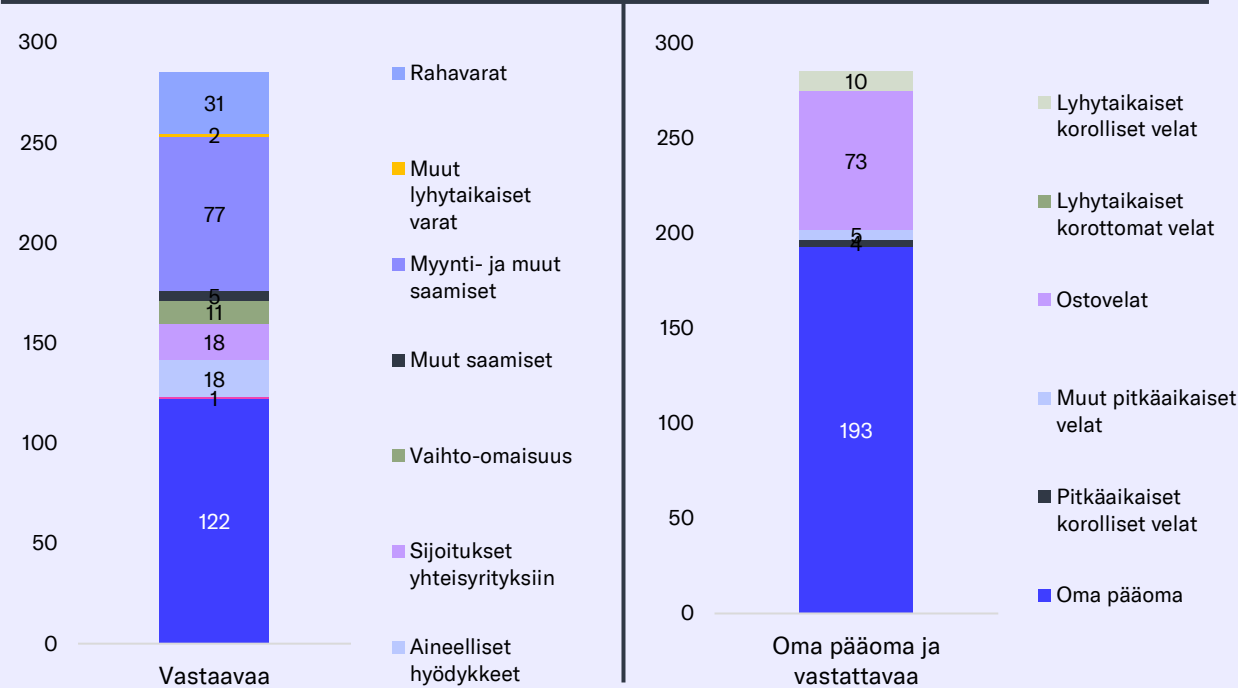
Nettovelka / käyttökate



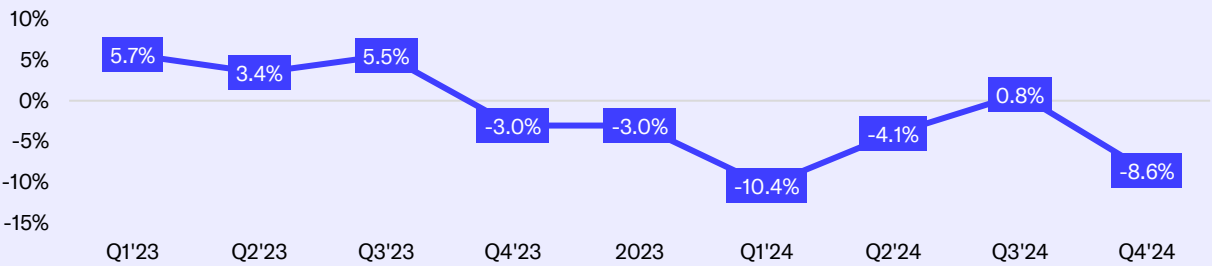
Net working capital



Taseen loppusumma Q4'24: 285 MEUR



Nettovelkaantumisaste



Ennusteet 1/5

Ennusteidemme taustalla

Ennustamme NYABin keskipitkän aikavälin liikevaihdon kehitystä sen nykyisen tilauskannan, markkinanäkymien, suhteellisen kilpailukyvyn ja track-recordin perusteella. Pidemmällä aikavälillä oletuksemme ovat lähempänä markkinoiden yleisiä kasvuodotuksia. Kannattavuusennusteemme perustuvat historialliseen tulokseen, viimeaikaisten yritysostojen vaikutukseen ja NYABin taloudellisten tavoitteiden uskottavuuden arviointiin. Mallinamme liikevaihtoa segmenttitasolla NYABin Dovre-yritystoston myötä julkistaman uuden raportointirakenteen mukaisesti. Jatkossa yhtiö raportoi taloudelliset tiedot, mukaan lukien valitut segmenttikohtaiset tunnusluvut, sekä Rakennustoiminta- että Konsultointi-segmenttien osalta.

Strategisen arvioinnin alla olevan Skarta Energyn osalta pidämme todennäköisenä, että NYAB luopuu osuudestaan yhteisyrityksessä. Tästä johtuen painotamme Skarta Energyä rajoitetusti ennusteissamme ja arvostuksessamme ja kehoitamme lukijoita tutustumaan [seurannan aloitus -raporttiimme](#) tarkempia ennusteita ja arvostusta varten.

Talouden kasvunäkymät kohdemarkkinoilla

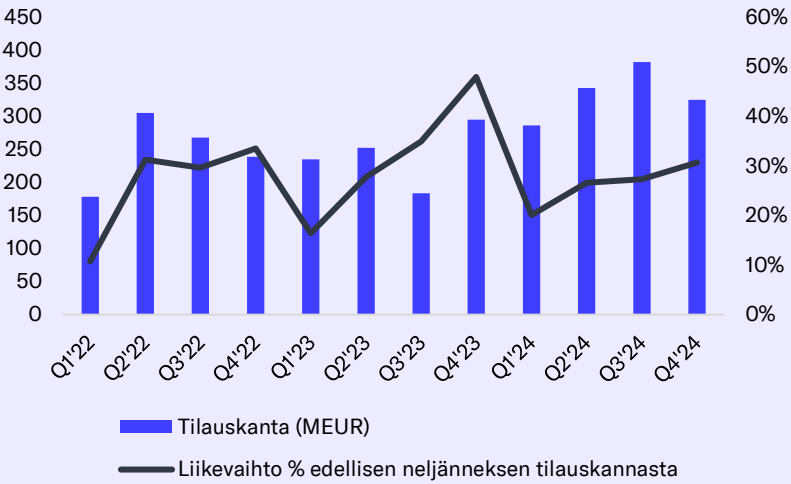
NYABin kannalta olennaiset Pohjoismaiden taloudet (Ruotsi, Suomi ja Norja) ovat yleisesti ottaen elpymässä, joskin vauhti ja taustalla olevat dynamiikat vaihtelevat maittain. Ruotsi ja Suomi ovat nousemassa heikon kasvun kausista (2023–2024), ja vuosille 2025 ja 2026 odotetaan maltillista kasvua (ks. seuraavan sivun kuviot). Norjassa sen sijaan kasvu on ollut suhteellisen vahvaa, ja sen odotetaan jatkavan tasaista kasvuaan seuraavien kahden vuoden aikana reaaliansioiden kasvun ja lisääntyneiden öljyyn liittymättömien investointien tukemana. Inflaatio on

yleisesti ottaen helpottamassa Pohjoismaissa, mutta on edelleen pieni huolenaihe Norjassa, jossa se valuutan heikkenemisen ja jatkuvien kustannuspaineiden vuoksi ylittää edelleen 2 %:n tavoitteen. Korot ovat olleet laskussa Ruotsissa ja euroalueella (EKP), kun taas Norja ei ole vielä aloittanut koronlaskuja. Norjan Keskuspankin odotetaan aloittavan koronlaskut vuoden 2025 alkupuolella, vaikka se todennäköisesti etenee varovaisesti jatkuvien inflaatoriskien vuoksi. Lisäksi finanssipolitiikan odotetaan olevan lievästi elvyttävää Ruotsissa ja Norjassa, kun taas Suomen odotetaan omaksuvan tiukemman linjan vuosina 2025–2026 kasvavan julkisen velan hillitsemiseksi.

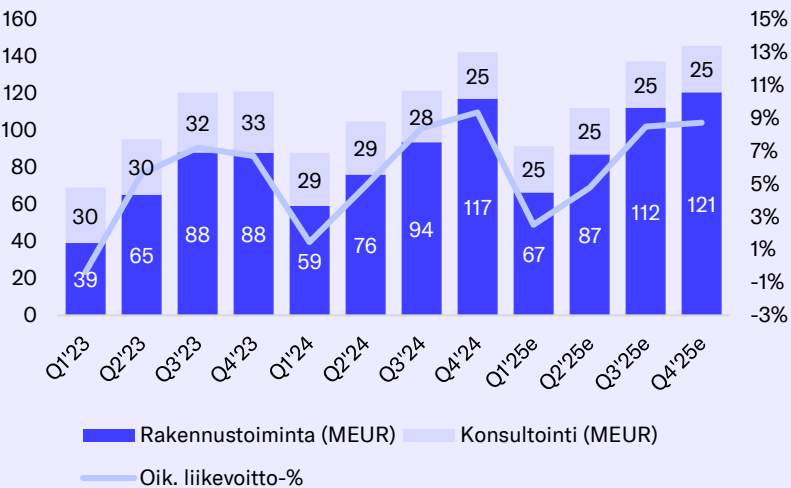
Vaikka Ruotsin ja Suomen rakentamisen luottamusindikaattoreissa on ollut havaittavissa lievää parannusta, tunnelma on edelleen alamaissa ja tällä hetkellä EU:n heikoimpien joukossa.

Julkiset ja yksityiset investoinnit, korot, inflaatio, BKT:n kasvu ja yleinen rakentamisen markkinasentimentti ovat kaikki keskeisiä tekijöitä, jotka vaikuttavat kysyntään ja NYABin toimintaan sen kohdemarkkinoilla. Vaikka NYAB keskittyy vähemmän syklisiin ja jopa vastasyklisiin sektoreihin rakentamisen sisällä, se ei ole täysin suojassa laajemmilta taloudellisilta haasteilta. Korkean inflaation ja nousevien korkojen vaikutus vuonna 2023 johti marginaalipaineisiin ja ajoittaisiin investointitoiminnan pysähdyksiin sen markkinoilla. Tästä huolimatta uskomme, että on kohtuullista sanoa pahimpien inflaatiopaineiden ja korkeiden korkotasojen olevan takanapäin. Vaikka jatkuva geopoliittinen epävarmuus saattaa aiheuttaa heilahtelua, infrastruktuurin ja energiaan liittyvän rakentamisen rakenteellinen myötätuuli tarjoaa edelleen tukea ja auttaa lieventämään heikomman makrotalouden mahdollisesti kielteisiä vaikutuksia.

Tilauskanta ja liikevaihto-%



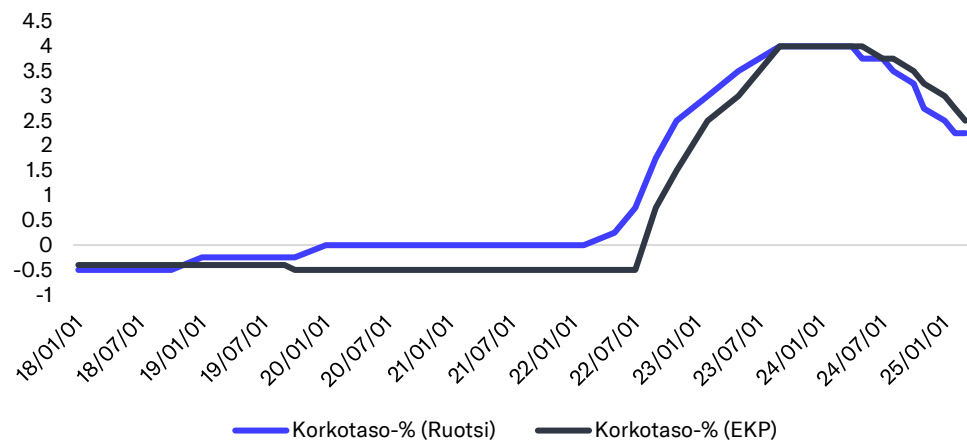
Liikevaihdon ja liikevoittomarginaalin kehitys kvartaaleittain



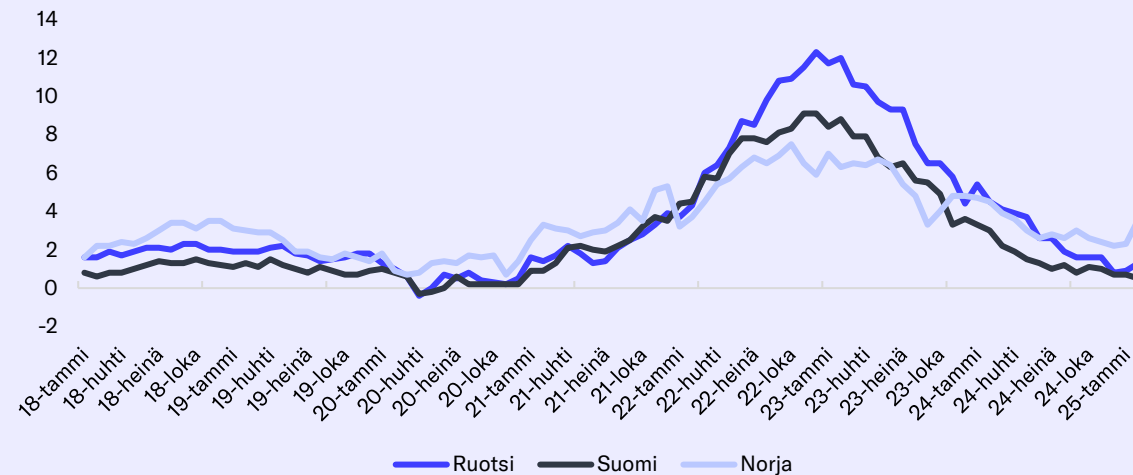
Lähde: Inderes

Ennusteet 2/5

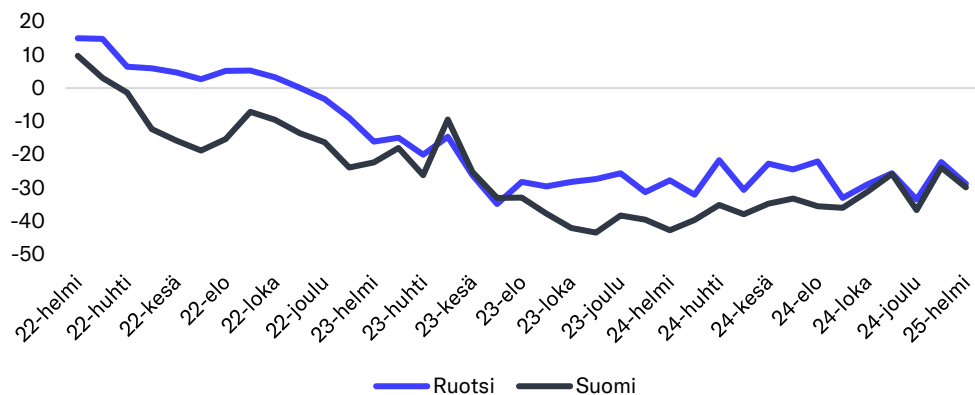
Korot laskevat...



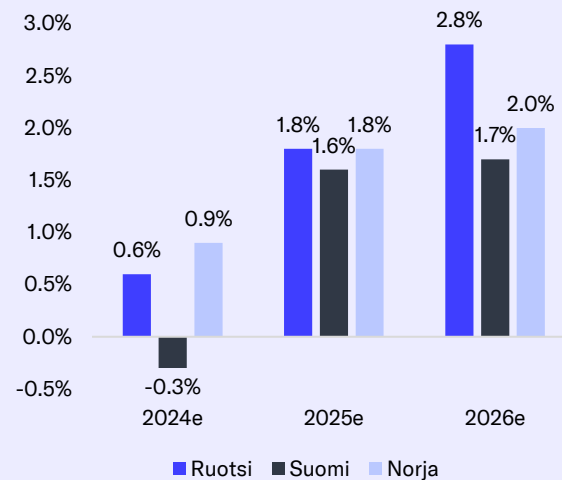
...kuten myös inflaatio



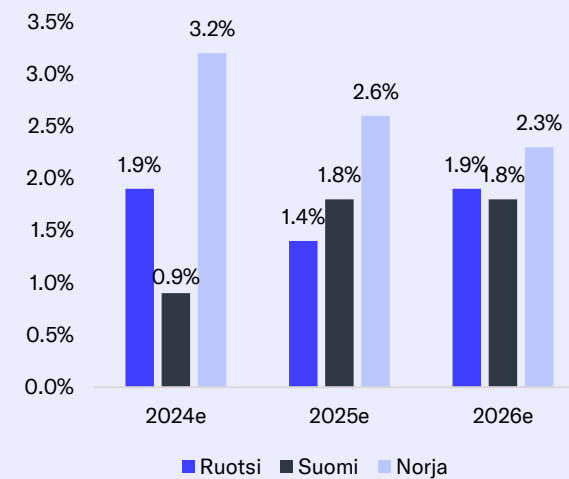
Rakentamisen luottamusindikaattorit ovat yhä matalat, mutta Suomessa kehitys on lievästi positiivista



Ennustettu BKT:n kasvu-%



Ennustettu inflaatio-%



Ennusteet 3/5

Ennusteet vuodelle 2025

Tälle vuodelle uskomme, että edellytykset jatkuvalle vahvalle kasvulle ovat olemassa, erityisesti vahvana säilyvillä Ruotsin markkinoilla. Suomen markkina sen sijaan on edelleen tahmea, vaikka pientä piristymistä on ollut havaittavissa. Tästä huolimatta odotamme Suomen kasvun pysyvän vaatimattomana lyhyellä aikavälillä.

Norjassa Dovren projektitoiminnan ja konsultoinnin (Konsultointi-segmentti) lyhyen aikavälin kasvuennuste on edelleen epävarma. Väliaikaisten työntekijöiden käyttöä rajoittavat lakimuutokset pysyvän työsuhteen edistämiseksi (toteutettu Q2'23) ovat vaikuttaneet negatiivisesti Dovren liiketoimintaan, ja sen liikevaihto on laskenut 12 % vuonna 2024.

Rakennustoiminta-segmentin lyhyen aikavälin kasvua tukee odotuksissamme NYABin tilauskanta, joka pysyi korkealla tasolla vuoden 2024 lopussa. Vaikka historiallinen data tilauskannasta on rajallista, tyypillisesti noin 70–75 % vuoden lopun tilauskannasta on realisoitunut seuraavan vuoden aikana (ka. 22-24: 72 %). Vuodelle 2025 tämä luku on 242 MEUR (74 %), mikä tarkoittaa, että NYABin on voitettava uusia merkittäviä projekteja vuoden aikana kasvun jatkumiseksi.

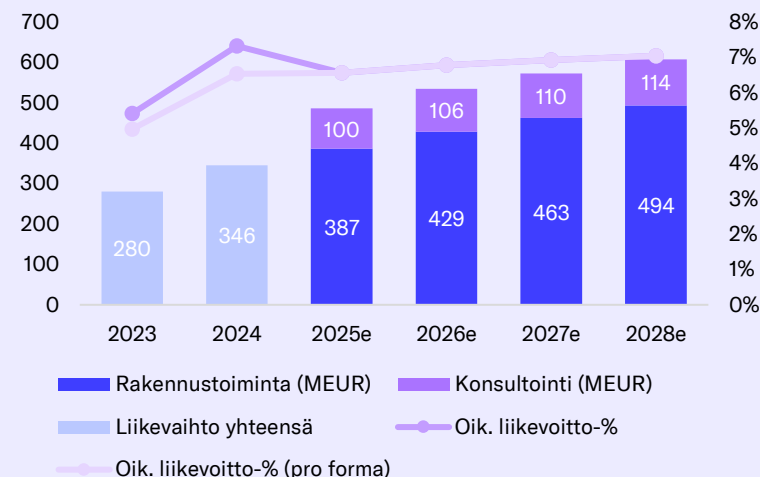
Ruotsin ja Suomen heikosta BKT:n kasvusta huolimatta NYAB kasvoi nopeasti vuonna 2024 (24 %), mikä osoittaa, että yhtiön asema vähemmän syklisissä ja vastasyklisissä markkinasegmenteissä sekä sen kurinalainen ja valikoiva lähestymistapa tukevat vahvaa kasvua hitaammasta talouskasvusta huolimatta. Uskomme markkinaolosuhteiden olevan suotuisimmat uusien rakennusprojektien varmistamiselle vuonna 2025 erityisesti Ruotsin Rakennustoiminnassa, mitä tukevat

alhaisempi inflaatio ja korkotasot sekä ennustettu korkeampi BKT:n kasvu ja vahva tarjouskilpailuaktiviteetti, joiden pitäisi tukea lisäinvestointeja ja vahvistaa yleistä luottamusta rakennusteollisuudessa.

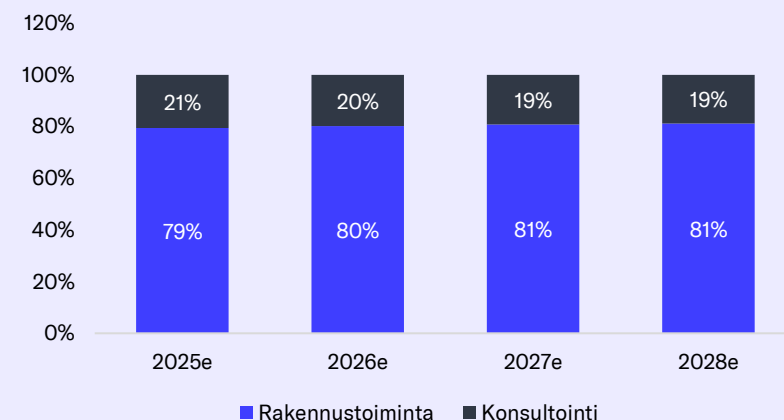
Näin ollen odotamme liikevaihdon olevan 487 MEUR, mikä vastaa 41 %:n kasvua. Tässä Rakennustoiminta-segmentin odotetaan kasvavan orgaanisesti 12 %, kun taas odotamme Konsultointi-segmentin supistuvan varovaisesti 10 % Norjan toteuttaman vuokratyövoimalainsäädännön aiheuttamien jatkuvien vastatuulien vuoksi Norjan ollessa yhä Konsultointi-segmentin suurin maantieteellinen markkina. Ennusteisiimme liittyviä riskejä ovat geopolitiittisen tilanteen mahdollinen heikkeneminen, odotettua korkeampi inflaatio tai Ruotsin Riksbankin tai EKP:n korko-odotusten muuttuminen. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin ennusteisiimme liittyvä positiivinen riski olisi puolestaan Uppsalan raitiotiehankkeen vaiheen 2 voittaminen. Tämän arvo olisi noin 5 miljardia Ruotsin kruunua (~440 MEUR).

Kannattavuuden osalta vuoden 2024 maantieteellinen jakauma heijasteli suotuisia olosuhteita Ruotsissa ja jatkunutta pehmeyttä Suomessa. Uskomme, että kannattavuus Suomen toiminnoissa on edelleen selvästi alle potentiaalin (5–7 %:n EBIT-marginaali normalisoidussa ympäristössä), kun taas Ruotsin marginaalit ovat linjassa historiallisten tasojen (8–10 %) kanssa. Liikevaihtojakauman ennusteidemme perusteella odotamme liikevoiton olevan 31 MEUR, mikä kuvastaa marginaalitason lievää paranemista 6,6 %:iin (pl. ennustettu kertaluonteinen 1 MEUR:n transaktiokustannusta Q1'25:llä) vuoden 2024 6,5 %:sta (oik).

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liiketoimintasegmentti, osuus liikevaihdosta-%



Ennusteet 4/5

Tuloslaskelman alariveillä odotamme osakkuusyhtiöiden tuloksen rasittavan vuoden 2025 tulosta noin -0,8 MEUR:lla. Rahoituskulujen odotetaan nousevan 2,7 MEUR:oon, mikä on yli H2'24:n noin 1,6 MEUR:n tason (H1'24 sisälsi listautumisen siirtoon liittyviä kertaluonteisia kuluja), pääasiassa Dovre-yritystoston jälkeisen velan lisääntymisen vuoksi. Verojen osalta odotamme konsernin nykyisten verotappioiden alentavan hieman efektiivistä veroastetta tulevina vuosina. Tämän seurauksena ennustamme osakekohtaisen (EPS) olevan 0,03 euroa vuonna 2025.

Vahvan liikevaihdon kasvun odotetaan johtavan kohtuulliseen käyttöpääoman sitoutumiseen, ja odotamme operatiivisen kassavirran (26 MEUR) jäävän alle liikevoiton. Alhaisten investointitarpeiden takia vapaan kassavirran odotetaan olevan noin 21 MEUR. Jatkossa odotamme kohtuullisen kassakonversion olevan noin 65-70 %, mikä mahdollistaa vahvan kassavirran.

Osinkopolitiikan mukaisesti odotamme yhtiön maksavan osinkoa 0,012 euroa osakkeelta (tilikausi 2024: EUR 0,010), jonka ennustamme vastaavan 39 %:n osingonjakosuhdetta.

Vuosien 2026–2028 ennusteet

Keskipitkällä aikavälillä uskomme NYABin olevan hyvässä asemassa vahvan kasvun ylläpitämiseksi, mitä tukevat tehokas projektien toteutus, vahva tarjouskanta, jatkuvat vihreään siirtymään liittyvät investoinnit ja normalisoituneempi makrotaloudellinen ympäristö (inflaation ja korkojen suhteen). Kasvua odotetaan tukevan myös ydinliiketoiminnan kasvu Norjassa, strateginen keskittyminen suurempiin projekteihin ja projektien keskimääräisen koon kasvu. Odotamme kuitenkin, että NYABin laajentuessa liikevaihdon kasvu

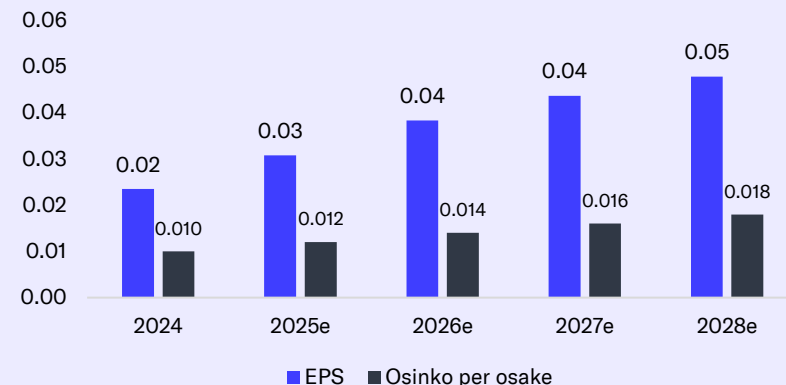
hidastuu historiallisen korkeasta tasosta.

Vuodelle 2026 liikevaihtoennusteemme on 535 MEUR, mikä vastaa 10 %:n kasvua, ja Rakennustoiminnan odotetaan kasvavan 11 % ja Konsultoinnin 6 %. Ennustamme vuosille 2027 ja 2028 vastaavasti 7 %:n ja 6 %:n liikevaihdon kasvua, ja Rakennustoiminnan odotetaan edelleen ylittävän Konsultoinnin kasvun. Odotamme myös, että nykyinen maantieteellinen liikevaihtomix pysyy suhteellisen muuttumattomana ajan myötä.

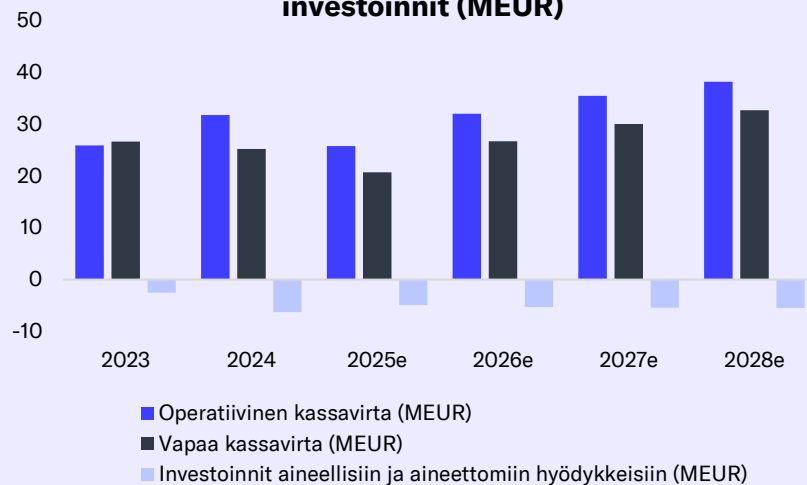
Odotamme liikevaihdon kasvun tuovan maltillisia skaalautumisvaikutuksia kannattavuuteen, jossa erityisesti Suomen ja Norjan kasvavan liikevaihdon odotetaan vaikuttavan positiivisesti. Vaikka emme ennusta Dovre-yritystostosta välittömiä ja merkittäviä synergioita, NYABin aiempi kokemus toimialaa parempien marginaalien ylläpitämisestä ja ostettujen liiketoimintojen kannattavuuden parantamisesta tukee näkemyksemme mukaan konsernitason kannattavuuden asteittaista kasvua. Koska NYAB on jo integroinut Suomen divisioonan Skartan kanssa tehdyn fuusion jälkeen, uskomme, että marginaalin lisäparannukset riippuvat suurelta osin liikevaihdon kasvusta. Uskomme, että NYABin operatiivinen kurinalaisuus, erityisesti sen keskittyminen valikoivuuteen ja kustannustehokkuuteen, tukee Konsultointi-segmentin asteittaista marginaaliparannusta.

Tämän seurauksena ennustamme NYABin liikevoiton olevan 36 MEUR vuonna 2026 (6,8 %:n marginaali) ja nousevan 43 MEUR:oon vuonna 2028, mikä vastaa 7,1 %:n liikevoittomarginaalia. Vaikka tämä on edelleen hieman alle NYABin 7,5 %:n tavoitteen, oletuksemme ovat jonkin verran varovaisia erityisesti Suomen ja Konsultointi-segmenttien osalta. Arvioimme tilannetta uudelleen, kun näkyvyys kannattavuusparannusten kestävyys ja kehitykseen näillä alueilla paranee.

Osakekohtaisen tuloksen ja osingon kehitys



Liiketoiminnan kassavirta, vapaa kassavirta ja investoinnit (MEUR)



Ennusteet 5/5

Tuloslaskelmassa alempana odotamme rahoituskulujen ja osakkuusyritysten tulosten pysyvän vakaalla tasolla, mutta olevan alhaisemmat kuin vuonna 2025 odotettujen velanlyhennysten ansiosta. Odotamme osakekohtaisen tuloksen olevan 0,04 euroa vuonna 2026 ja nousevan 0,05 euroon vuonna 2028.

Tuloskasvun myötä odotamme myös liiketoiminnan rahavirran vahvistuvan ja olevan 32–38 MEUR vuosina 2026–2028. Alhaisten investointitarpeiden myötä ennustamme vapaan kassavirran olevan 27–33 MEUR, mikä mahdollistaa myös yhtiön voitonjaon kasvattamisen. Ennustamme osakekohtaiseksi osingoksi 0,014 euroa vuonna 2026, 0,016 euroa vuonna 2027 ja 0,018 euroa vuonna 2028, mikä vastaa noin 37 %:n osingonjakosuhdetta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme NYABin kasvun hyötyvän pohjoismaisista suurista infrastruktuuri-investoinneista, jotka linkittyvät vihreään siirtymään, kaupungistumistrendeihin sekä paikallisiin energiaturvallisuuteen, infraan ja paikalliseen tuotantoon tehtäviin investointeihin. Näkemyksemme mukaan NYABilla on hyvät edellytykset kasvaa toimialaa nopeammin vielä useiden vuosien ajan. Uskomme, että tämän mahdollistaa sen suhteellisen pieni koko verrattuna alan vakiintuneempiin toimijoihin sekä sen vahva läsnäolo Pohjois-Ruotsissa (Norrbotten), jossa on suunnitteilla merkittäviä investointeja. Vahvojen kasvunäkymien odotetaan kuitenkin kiristävän kilpailutilannetta pidemmällä aikavälillä.

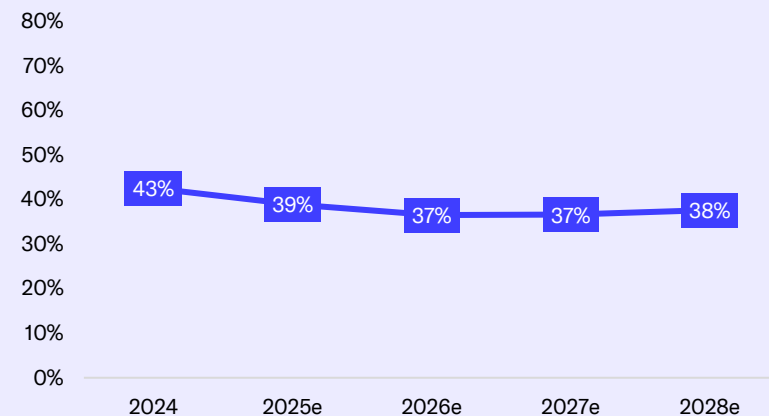
Ennustamme liikevaihdon kasvun hidastuvan asteittain

vuosien 2029 ja 2034 välillä 4,5 %:sta 2,0 %:iin, jota käytämme myös terminaalikasvuasteena. Vaikka odotamme jonkin verran marginaalien supistumista kiristyneen kilpailun vuoksi, odotamme NYABin silti säilyttävän EBIT-marginaalinsa hieman alan keskiarvon yläpuolella ja 6,0–6,5 %:n vaihteluvälillä vuosina 2029–2034.

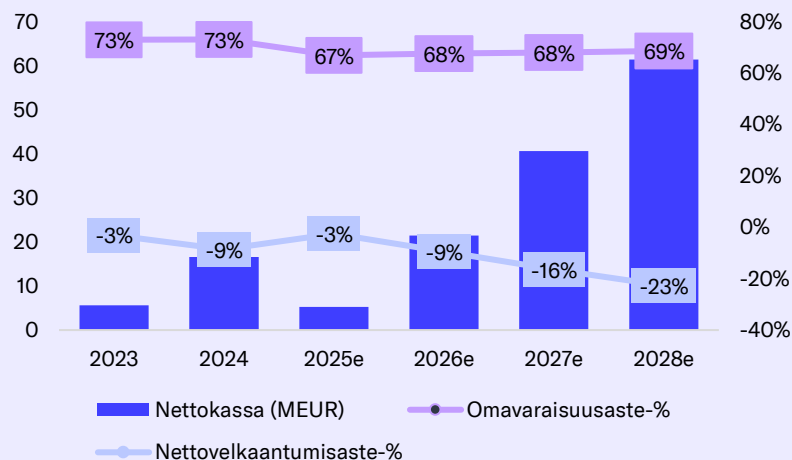
Tase pysyy vakaana

NYABin tase on hyvässä kunnossa, ja vuoden 2024 lopussa yhtiöllä on 17 MEUR:n nettokassa. Vaikka velkataso on noussut Dovre-yrityksoston myötä, odotimme NYABin säilyttävän nettopositiivisen kassa-aseman vuoden 2025 loppuun ja sen jälkeenkin. Omavaraisuusasteen odotetaan pysyvän lähellä 70 %:a, mikä on selvästi yli sen rahoituskovenanttien edellyttämän 50 %:n, ja nettovelkaantumisasteen odotetaan pysyvän selvästi negatiivisena. Näin ollen uskomme NYABin vahvan taseen mahdollistavan yhtiölle aiempaa anteliaamman osingonmaksun vahvan kassavirran ja alhaisen velkatason tukemana. Jatkamme kuitenkin yhtiön päätösten seuraamista ennen osinkoennusteiden korottamista.

Osingonjakosuhte



Taseen odotetaan pysyvän vahvana



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	280	59,2	76,1	93,6	117	346	91,6	112	137	146	487	535	573	608
Rakennustoiminta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	66,5	87,1	112	121	387	429	463	494
Konsultointi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	25,0	25,0	25,0	100,0	106	110	114
Käyttökate	21,4	1,7	4,9	10,1	13,6	30,3	2,9	6,9	13,2	14,3	37,2	41,6	45,1	48,4
Poistot ja arvonalennukset	-6,2	-1,4	-1,1	-1,2	-1,3	-5,0	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-6,2	-5,3	-5,4	-5,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	17,8	0,9	3,9	9,0	12,5	26,4	2,7	5,7	12,0	13,1	33,6	37,7	40,9	44,1
Liikevoitto	15,2	0,4	3,8	8,9	12,3	25,4	1,3	5,3	11,6	12,7	31,0	36,3	39,7	42,9
Rakennustoiminta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	4,4	10,7	11,8	27,9	32,3	35,4	38,1
Konsultointi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,9	0,9	0,9	3,1	4,0	4,3	4,8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	-1,8	0,1	-0,3	-0,2	-0,4	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,3	0,4	0,3
Nettorahoituskulut	-2,7	-1,0	-1,9	-0,6	-0,2	-3,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,7	-2,0	-1,5	-0,9
Tulos ennen veroja	10,7	-0,5	1,5	8,1	11,7	20,9	0,4	4,5	10,7	11,8	27,5	34,0	38,6	42,3
Verot	-1,6	-0,1	-0,1	-1,4	-2,4	-4,1	-0,1	-0,9	-2,2	-2,4	-5,5	-6,7	-7,4	-8,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	9,0	-0,6	1,4	6,7	9,3	16,8	0,3	3,6	8,6	9,4	22,0	27,3	31,1	34,1
EPS (oikaistu)	0,02	0,00	0,00	0,01	0,01	0,03	0,00	0,01	0,01	0,01	0,03	0,04	0,05	0,05
EPS (raportoitu)	0,01	0,00	0,00	0,01	0,01	0,02	0,00	0,01	0,01	0,01	0,03	0,04	0,04	0,05

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	10,7 %	51,1 %	16,5 %	6,2 %	33,3 %	23,4 %	54,7 %	47,3 %	46,8 %	24,4 %	40,7 %	9,9 %	7,1 %	6,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-34,5 %	-157,8 %	-13,9 %	26,6 %	63,6 %	48,0 %	205,0 %	46,3 %	33,2 %	4,8 %	27,4 %	12,2 %	8,5 %	7,8 %
Käyttökate-%	7,6 %	2,9 %	6,4 %	10,8 %	11,6 %	8,8 %	3,1 %	6,2 %	9,6 %	9,8 %	7,6 %	7,8 %	7,9 %	7,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,4 %	1,5 %	5,2 %	9,7 %	10,7 %	7,6 %	3,0 %	5,1 %	8,8 %	9,0 %	6,9 %	7,1 %	7,1 %	7,2 %
Nettotulos-%	3,2 %	-1,1 %	1,9 %	7,2 %	7,9 %	4,8 %	0,4 %	3,2 %	6,2 %	6,5 %	4,5 %	5,1 %	5,4 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2024	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Inderes	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	346	346	0%	487	487	0%	532	535	1%
Käyttökate	30,3	30,3	0%	36,7	37,2	1%	40,2	41,6	3%
Liikevoitto ilman kertaeriä	26,4	26,4	0%	33,1	33,6	2%	36,4	37,7	4%
Liikevoitto	25,4	25,4	0%	30,5	31,0	2%	35,0	36,3	4%
Tulos ennen veroja	20,9	20,9	0%	26,9	27,5	2%	32,7	34,0	4%
EPS (ilman kertaeriä)	0,03	0,03	0%	0,03	0,03	2%	0,04	0,04	4%
Osakekohtainen osinko	0,010	0,010	0%	0,012	0,012	0%	0,014	0,014	0%

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1

Megatrendit kuten vihreä siirtymä, deglobalisaatio ja kaupungistuminen luovat vahvan pohjan pitkän aikavälin kasvulle

2

Pääomakevyt liiketoimintamalli lisää taloudellista joustavuutta ja mahdollistaa vahvan kassakonversion

3

Markkina-asema tukee toimialan johtavaa liikevaihdon kasvua ja kannattavuutta

4

Keskittyminen vakaampiin rakennusaloihin, julkisten tulojen suuri osuus ja valikoiva hankekohtainen lähestymistapa pitävät operatiiviset riskit pieninä

5

Hinnoittelumalli on yleensä kiinteä, joten onnistunut projektisuunnittelu ja projektitoimitus ovat avainasemassa

Potentiaali

- Deglobalisaation liittyvät markkinatrendit ruokkivat suuria investointeja, mikä luo vahvan perustan kasvulle
- Äskettäin tehty Dovren liiketoiminnan osto avaa pääsyn Norjan rakennusmarkkinoille
- Konsultointi-segmentin ja Suomen divisioonan kannattavuuden parantaminen
- Mahdolliset yrityskaupat kiihdyttävät kasvua ja täydentävät palvelutarjoumaa

Riskit

- Talouskasvun hidastuminen, korkotason nousu ja inflaatio voivat johtaa marginaalipaineisiin ja hankkeiden lykkäämiseen tai peruuttamiseen laajemmassa mittakaavassa
- Lupaavat näkymät kohdemarkkinoilla ja NYABin toimialaa korkeammat marginaalit lisäävät todennäköisesti kilpailua
- Suomen markkinoiden pitkittynyt heikkous ja epäonnistuminen Dovren liiketoiminnoista saatavien synergiaetujen ulosmittaamisessa
- Epäonnistuneet yrityskaupat

Arvostus 1/5

Sijoitusprofiili

NYAB on useiden vuosien ajan osoittanut voimakasta kasvua ja markkinoita parempaa kannattavuutta, ja odotamme tämän trendin jatkuvan. Tämä suoritus on saavutettu pienemmällä riskiprofiililla, jota tukevat kurinalainen projektien valintaprosessi, strateginen keskittyminen vakaampiin segmentteihin rakennusmarkkinoilla (ei asuntorakentamista) ja merkittävä osuus liikevaihdosta julkisen sektorin asiakkailta, jotka tyypillisesti investoivat vastasyklisesti.

Huolimatta tästä vankasta menestystarinasta ja eriytyneestä liiketoimintamallista NYABin tuloserroin on tällä hetkellä perinteisten rakennusliikkeiden mukainen, mikä mielestämme aliarvottaa yhtiötä. Vaikka NYAB osallistuu suurelta osin samanlaisiin rakennushankkeisiin kuin perinteiset rakennusalan yritykset, kuten NCC ja PEAB, niiden liiketoimintamalleissa on perustavanlaatuisia eroja. NYAB keskittyy hankkeen elinkaaren arvoa eniten tuottaviin osiin ja ulkoistaa suurimman osan fyysisestä rakennustyöstä. Tämä lähestymistapa mahdollistaa paremmin marginaaliprofiilin, pääomakevyyden taseen sekä paremman taloudellisen joustavuuden ja skaalautuvuuden.

Tätä sekä NYABin vahvaa tuloshistoriaa peilaten uskomme, että NYAB ansaitsee korkeamman arvostuksen suhteessa perinteisiin rakennusalan verrokkeihin, mikä viittaa houkuttelevaan nousuvaraan nykyisissä arvostuskertoimissa. Arvioimme osakkeen käyväksi arvoksi 5,7–7,8 kruunua käyttämiemme hyväksyttävien arvostuskertoimien, osien summa -analyysin, verrokkiryhmän arvostuksen ja kassavirtamallin perusteella. Toistamme tässä päivityksessä osta-

suosituksemme ja nostamme tavoitehintamme 7,0 kruunuun (aik. 6,8).

Arvostusmenetelmät

Lähestymme NYABin arvostusta käyttämällä absoluuttista arvostuskertoimia, suhteellista arvostusta ja osien summan -laskelmaa. Näiden lisäksi käytämme tulevien vuosien odotetun kokonaistuottolaskelmaa ja kassavirtamallia (DCF) arvonnäilytyksen tukena. Kuten aiemmin raportissa todettiin, emme painota Skarta Energyä kovinkaan paljon arvostusosiossa, vaan viittaamme arvostusmalliimme [seurannan aloitus - raportissamme](#).

Mielestämme NYAB tulisi hinnoitella kannattavana kasvuyhtiönä ensisijaisesti tulos pohjaisilla kertoimilla, joissa suosimme EV-pohjaisia kertoimia (mm. EV/EBIT ja EV/EBITDA), mutta tarkastelemme myös P/E-kerrointa. Arvioimme näitä kertoimia absoluuttisesti mutta myös suhteessa vertailuyrityksiin. Vaikka NYAB Ruotsilla on pitkä toimintahistoria, nykyinen konsernirakenne on suhteellisen uusi. Siksi painotamme enemmän lyhyen ja keskipitkän aikavälin tulokertoimia. DCF-malli toimii täydentävänä työkaluna, mutta sen painoarvo arvostuksessamme on vähäinen, koska NYAB:n historia nykymuodossaan on lyhyt. Malli ei myöskään täysin kuvasta Skarta Energyn pitkän aikavälin potentiaalia, vaan se on pikemminkin väline olemassa olevien liiketoimintojen arvioimiseksi.

Yhtiön hyvän kassaprofiilin vuoksi näemme osinkotuoton lisäkomponenttina, joka tukee tulosodotuksia yhtiön jatkaessa kasvustrategiaansa.

Arvonnäilytykseen vaikuttavat tekijät lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä

(Inderesin arvio)

- ↑ NYAB Ruotsin vahva track-record markkinoita nopeammasta kasvusta ja kannattavuuden parantamisesta
 - ↑ Markkinoiden hyvät ja suhteellisen vakaat pitkän aikavälin investointinäköymät (mm. yhtiön vahva markkina-asema Norrbottenin alueella)
 - ↑ Arvioimme, että yhtiöllä on hyvä kassavirtaprofiili vähäisen investointitarpeen vuoksi
 - ↑ Skarta Energyn potentiaalinen menestys uusiutuvan energian hankekehityksessä ja portfolion kasvattamisessa
-
- ↓ Vahvojen kilpailuetujen puuttuminen alalta ja osittain hintavetoinen kilpailu
 - ↓ Henkilöstölähtöisessä liiketoiminnassa skaalautumismahdollisuudet ovat rajalliset
 - ↓ Suomen liiketoiminnan kannattavuushaasteet viime vuosina
 - ↓ Heikomman katteen omaavan projektihenkilöstöliiketoiminnan integrointi

Arvostus 2/5

Verrokkiryhmä ja hyväksyttävä arvostus

Kun otetaan huomioon NYABin ainutlaatuinen liiketoimintamalli laajemmalla rakennusosalalla sekä Dovren liiketoimintojen äskettäinen hankinta, sille on vaikea löytää suoraan vertailukelpoisia pörssilistattuja verrokkiyhtiöitä. Näin ollen olemme koonneet hyvin laajan verrokkiryhmän, joka koostuu useista alaryhmistä: **Perinteiset laajat rakentajat, rakennusinsinöörit, asennusliikkeet ja niche-tarjoajat** sekä **henkilöstö- ja teollisuusinsinöörit**. Nämä ryhmät eroavat luonnollisesti toisistaan liiketoimintamalleiltaan, painopistealueiltaan, palveluiden laajuudeltaan, kooltaan ja maantieteelliseltä kattavuudeltaan. Uskomme kuitenkin, että kattavan yritysjoukon sisällyttäminen ja NYABin kannalta olennaisimpien alaryhmien painottaminen tarjoaa monipuolisen ja järkevän näkemyksen yhtiön arvostusympäristöstä.

Verrokkiryhmän mediaanit EV/EBIT- ja P/E-kertoimille vuosille 2025 ja 2026 ovat 11x/10x ja 13x/11x. Nämä kertoimet ovat hieman alle 10 vuoden historiallisen keskiarvon mediaanikertoimien (seuraavat 12 kuukautta) 12x (EV/EBIT) ja 14x (P/E). Kun otetaan huomioon korkeampi korkotaso ja heikompi rakennussuhdanne verrattuna suurimpaan osaan historiallista ajanjaksoa (vrt. nollakorkoaika), mielestämme vertailuryhmän nykyinen arvostuskuva on perusteltu.

Tarkasteltaessa tunnistettuja alaryhmiä lähemmin, havaitsemme, että rakennusinsinöörien ja asennusliikkeiden verrokkiryhmät ovat historiallisesti arvostettu korkeammalle (EV/EBIT & P/E 10v keskiarvo: ~14x & 16x). Sitä vastoin perinteiset laajat rakentajien ja henkilöstö- ja teollisuusinsinöörien verrokkiryhmät ovat arvostustasoltaan kokonaisverrokkiryhmän alalaidassa (EV/EBIT & P/E 10v keskiarvo: ~10-11x & 12x).

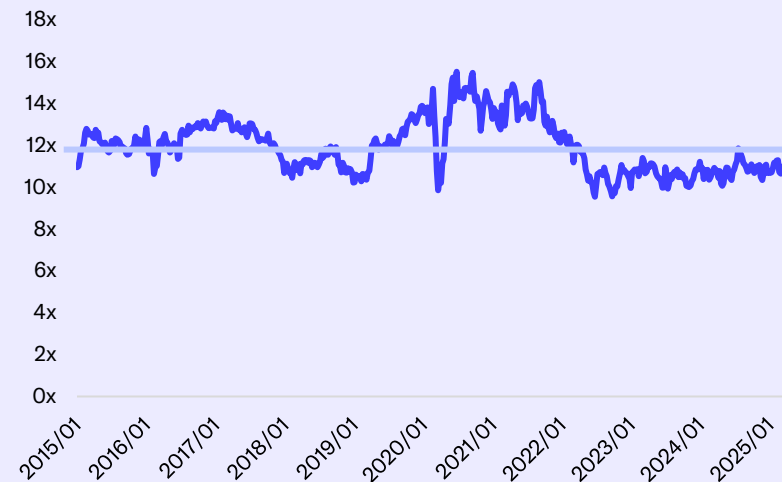
Kuten todettua, NYABilla on nykymuodossaan melko lyhyt historia. Riippumatta siitä, arvioimme NYABia raportoitujen lukujen vai laatimiemme pro forma -lukujen perusteella, yhtiö on kuitenkin ylittänyt verrokkinsa kasvun, kannattavuuden ja sijoitetun pääoman tuoton osalta viimeisten viiden vuoden aikana (vrt. Toimiala ja kilpailukenttä -osio).

Odotamme tämän jatkuvan eksplisiittisellä ennustejaksolla (2025–2027). Lisäksi NYABilla oli vuoden 2024 aikana nettopositiivinen kassa-asema, toisin kuin useimmilla verrokeilla, jotka yleensä toimivat huomattavan nettovelan kanssa. Odotamme myös NYABin säilyttävän tämän aseman vuoteen 2027 asti ulottuvan ennustejakson läpi ja sen jälkeen. Vaikka voidaan väittää, että näin vahva tase ei välttämättä ole optimaalinen pääomatehokkuuden kannalta ja että maltillinen velkavivun hyödyntäminen voisi parantaa tuottoasteita, nykyinen pääomarakenne tarjoaa parempaa taloudellista kestävyyttä mahdollisten talouden laskusuhdanteiden tai alakohtaisten haasteiden edessä.

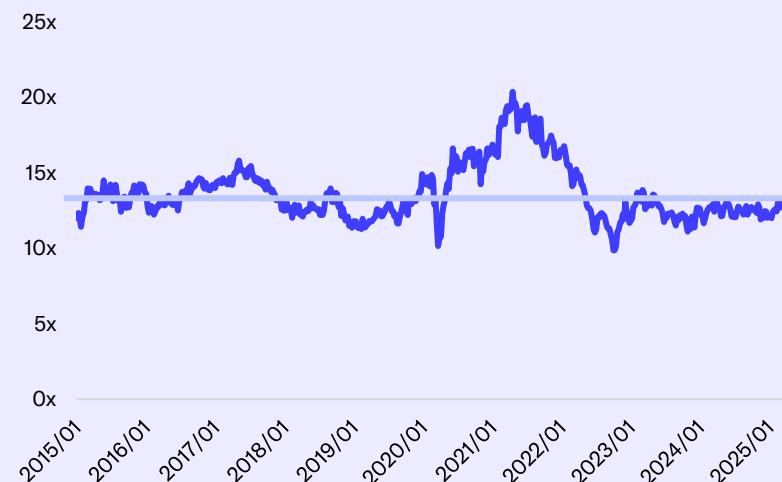
Riskinäkökulmasta katsomme myös, että NYABin keskittyminen vähemmän suhdanneherkille markkinoille kuin monet sen kilpailijoista pienentää yhtiön kassavirtoihin liittyviä riskejä. Tämä pätee erityisesti perinteisiin rakentajiin, jotka ovat alttiimpia muulle kuin asuntorakentamiselle tai yksityiselle rakentamiselle,

Arvioidemme mukaan NYABin Rakennustoiminta-segmentin odotetaan tuottavan noin 90 % konsernin tuloksesta jatkossa. Vielä tärkeämpää on, että Ruotsin divisioonan arvioidaan tuovan valtaosan (~80 %) tuloksesta suuremman liikevaihtopohjansa ja paremman kannattavuutensa ansiosta. Sitä vastoin Suomen divisioona, joka kärsii tällä hetkellä markkinoiden vastatuulista ja jonka liiketoimintaprofiili on epäedullisempi, tuottaa pienemmän tuloksen.

Verrokkiryhmä NTM EV/EBIT (mediaani)



Verrokkiryhmä NTM P/E (mediaani)



Arvostus 3/5

Tämän vuoksi uskomme, että NYAB Ruotsin aiempaa tulohistoriaa on perusteltua painottaa melko paljon arvioitaessa nykyhetken hyväksyttävää arvostushaarukkaa. Näin ollen NYABin hyväksyttävä arvostushaarukka on sen nykyisessä muodossa noin 11x–15x EV/EBIT ja 12x–16x P/E.

Odotamme NYABin yltävän toimialaa nopeampaan kasvuun tulevana vuosina, minkä lisäksi yhtiön vahva tase ja vakaa kannattavuuskehitys puoltavat NYABin arvostamista lyhyellä aikavälillä kohti hyväksyttävän arvostushaarukkamme keskivaihetta tai yläpäättä. Emme pidä NYABin arvostamista hyväksyttävän arvostustason yläalaidassa tällä hetkellä perusteltuna muun muassa Suomen edelleen vaisujen näkymien ja Dovren liiketoimintojen äskettäiseen yritysostoon liittyvien mahdollisten integraatoriskien vuoksi.

On tärkeää huomata, että arvonmääritysoletuksemme edellyttävät NYABin jatkavan toimialan keskiarvoa nopeampaa kasvua ja parempaa kannattavuutta. Mahdollinen merkittävä alisuoriutuminen näillä osa-alueilla johtaisi siihen, että arvioisimme tilanteen uudelleen ja todennäköisesti supistaisimme hyväksyttävää arvostushaarukkaamme lähemmäs verrokkiryhmän mediaania. Toisaalta selkeä edistyminen Suomen toimintojen ja ostettujen Dovre-liiketoimintojen kannattavuuden parantamisessa on positiivinen ajuri hyväksyttävälle arvostukselle jatkossa.

Absoluuttinen arvostus

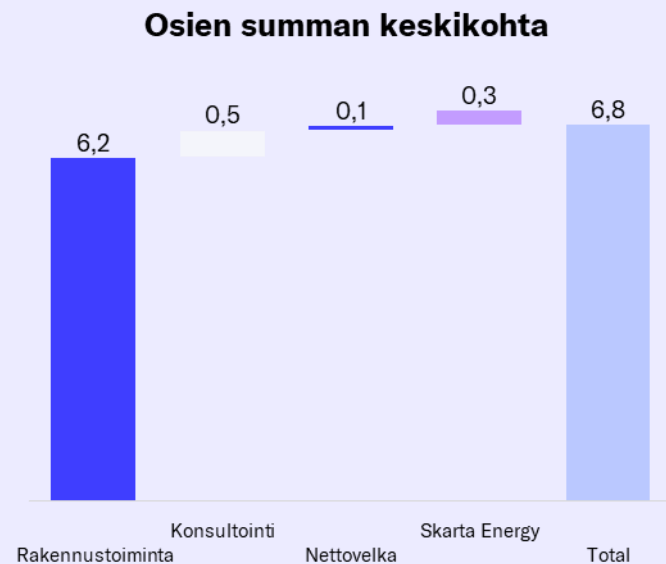
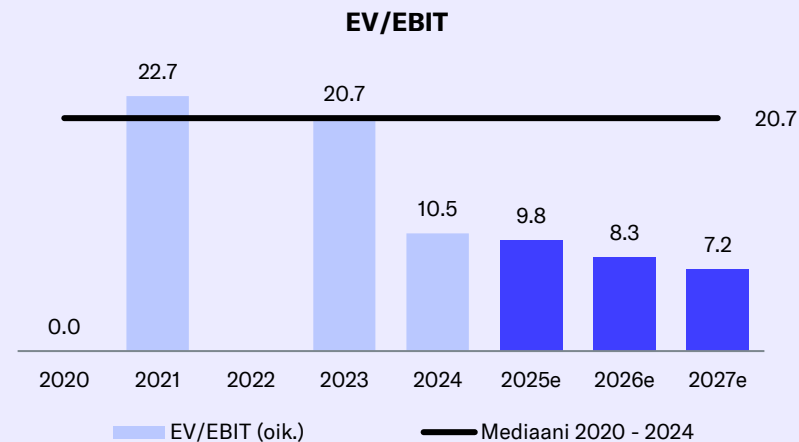
Nykyisillä ennusteillamme NYABin osake hinnoitellaan oikaistulla EV/EBIT-kertoimella 10x vuodelle 2025, kun taas vastaava oikaistu P/E-kerroin on 14x. Tätä vuotta tarkastellessa uskomme, että nykyiset tulos pohjaiset arvostustasot jättävät osakkeelle houkuttelevaa nousuvaraa.

Aikajännettä laajentaen teemme samat johtopäätökset NYABin osakkeen EV/EBIT-kertoimien ollessa 8–7x vuosille 2026–2027 ja P/E-luvun ollessa 12–11x samalla ajanjaksolla. Jos NYABin kehitys jatkuu odotustemme mukaisesti, uskomme osakkeen kertoimen pysyvän houkuttelevilla tasoilla.

Osien summa -laskelma

Vaikka Skarta Energy on tällä hetkellä strategisessa arvioinnissa, se on edelleen merkittävä omaisuus NYABin taseessa, mutta se ei kuitenkaan heijastu täysimääräisesti perinteiseen tulos pohjaiseen arvostukseen. Kun otetaan lisäksi huomioon NYABin Rakennustoiminta- ja Konsultointi-segmenttien liiketoiminnan ja marginaaliprofiilien erot, uskomme, että osien summa -arvostus tuo hyvää lisäarvoa NYABin kokonaisarvostuskuvaan.

Kaiken kaikkiaan uskomme, että Rakennustoiminta-segmentin perusteltu EV/EBIT-kerroin on 13-16x, mikä heijastaa Ruotsin divisioonan suurta osuutta sekä NYAB Ruotsin vahvoja näyttöjä kasvusta ja toimialaa parempaa kannattavuutta. Konsultointi-segmentin osalta painotamme enemmän henkilöstö- ja teollisuusinsinöörien sekä rakennusinsinöörien verrokkiryhmien mediaaniarvostustasoja. Annamme suuremman painoarvon ensiksi mainitulle, koska se vastaa paremmin NYABin liiketoimintamallia ja marginaaliprofiilia. Tälle segmentille pidämme perusteltuna noin 10-12x EV/EBIT-kerrointa. Kun otetaan huomioon tämä ja otetaan huomioon arvioitu nettovelkaantumisaste vuodelle 2025 ja lisätään NYABin Skarta Energyn osuuden arvioitu arvo (~17 MEUR), saadaan osakekohtaiseksi arvoksi 6,2-7,5 kruunua.



Arvostus 4/5

Odotettu kokonaistuotto tulevana vuosina

Arvostusanalyysimme täydentämiseksi olemme arvioineet NYABin odotettavissa olevaa kokonaistuottoa tuleville vuosille pohjaten yksinkertaistettuun oletukseen arvostuskertoimista ja vuoden 2027 tulosennusteeseemme. Mielestämme NYABin liiketoimintoja voitaisiin vuoden 2027 lopussa arvostaa nykyisillä ennusteillamme EV/EBIT-kertoimella 12x–14x ja P/E-kertoimella noin 13x–15x. Kertoimet edustaisivat pientä preemiota nykyisiin ja historiallisiin verrokkiryhmän mediaaneihin EV/EBIT-pohjaisesti, ja hinnoittelu edellyttäisi siten luonnollisesti, että yhtiö säilyttää kannattavuuden selvästi toimialan keskiarvon yläpuolella ilman suuria muutoksia yhtiön kasvuennusteissa.

Tämän ja nykyisten arvioidemme perusteella uskomme, että NYABin arvo voisi olla noin 7,2–8,3 SEK osakkeelta vuoden 2027 lopussa (nykyisellä EUR/SEK-vaihtokurssilla). Nykyisellä 5,32 Ruotsin kruunun osakekurssilla keskimääräinen vuotuinen tuotto-odotus olisi noin 14 %, ja lisäksi odotamme sijoittajien saavan noin 3 %:n vuotuisen osinkotuoton. Keskimääräinen vuotuinen tuotto-odotus on siten selvästi yli käyttämämme 9,4 %:n oman pääoman kustannuksen (WACC: 8,4 %). Laskelmassa ei ole kuitenkaan huomioitu NYABin osuutta Skarta Energystä, minkä vuoksi kokonaistuotto-odotus on vain yksi valuaatiota tukeva elementti.

Skarta Energyn pitkän aikavälin potentiaaliin liittyvän epävarmuuden vuoksi uskomme kuitenkin, että on järkevää perustaa keskipitkän aikavälin tuotto-odotukset ensisijaisesti NYABin vakiintuneeseen liiketoimintaan. Kaiken kaikkiaan uskomme, että lähivuosien tuotto-odotukset tarjoavat erinomaisen tilaisuuden sijoittaa yhtiöön, jonka kasvu ja kannattavuus ovat alansa huippuluokkaa.

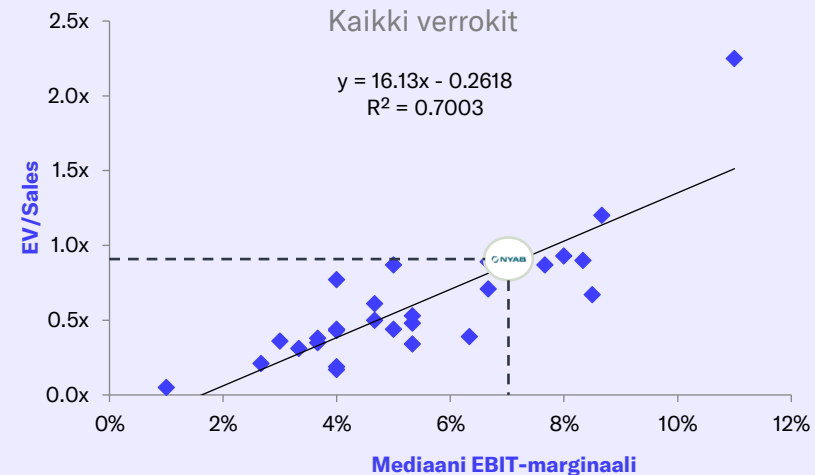
Yhtiö hyötyy useista rakenteellisista markkinatrendeistä kuten vihreästä siirtymästä, kaupungistumisesta ja deglobalisaatiosta, jotka vauhdittavat investointeja tulevina vuosina.

Regressioanalyysi

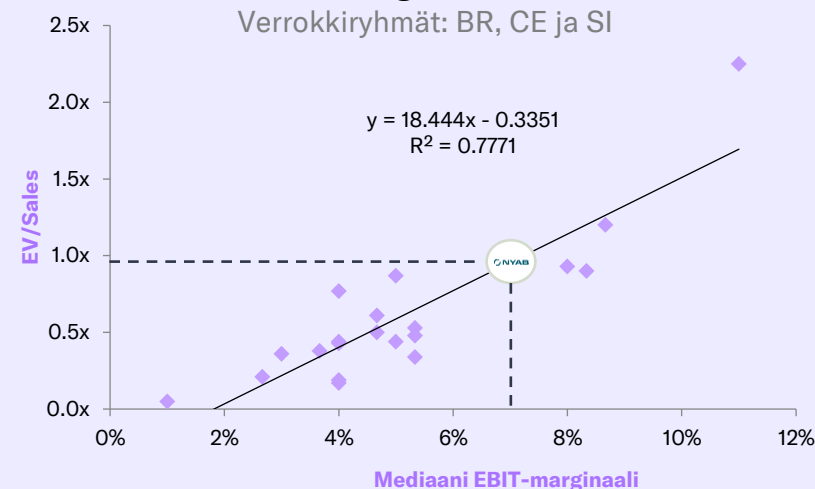
Tarjotaksemme lisäkontekstia NYABin arvostukselle olemme suorittaneet regressioanalyysin, joka perustuu verrokkien keskimääräiseen EBIT-marginaaliin vuosille 2025–2027. Tavoitteenamme on arvioida tilastollisesti tuettu EV/S-kerroin NYABille vuodelle 2025. Kaikki verrokki huomioiden regressiomalli viittaa siihen, että NYABin osakkeen arvostus perustuu suhteelliseen EV/S-kertoimeen 0,9x, mikä vastaa 6,3 kruunun arvoa. On kuitenkin tärkeää huomata, että tässä analyysissä huomioidaan ainoastaan liikevoittomarginaali, joka toimii mittarina yhtiöiden kyvylle tuottaa kassavirtaa. Vaikka liikevoittomarginaali on ensisijainen EV/S-kertoimen ajuri, regressioanalyysi ei ota huomioon muita keskeisiä tekijöitä kuten kasvua, riskiä ja pääoman sitoutumista. Lisäksi korrelaatio osoittaa R-neliöarvoksi (R^2) 0,70, mikä tarkoittaa, että 70 % riippuvan muuttujan (EV/S) varianssista voidaan selittää riippumattomalla muuttujalla (EBIT-marginaali).

Koska NYAB on mielestämme enemmänkin BR-, CE- ja SI-verrokkiryhmien hybridi, olemme tarkastelleet tilastollisesti perusteltua EV/S-kerrointa myös rajaamalla syöttötiedot näihin verrokkiryhmiin regressioanalyysissä. Näiden havaintojen perusteella NYABin arvostuksen pitäisi perustua vuoden 2025 eteenpäin katsovaan EV/S-kertoimeen 1x, mikä vastaa 7,0 Ruotsin kruunun osakekurssia

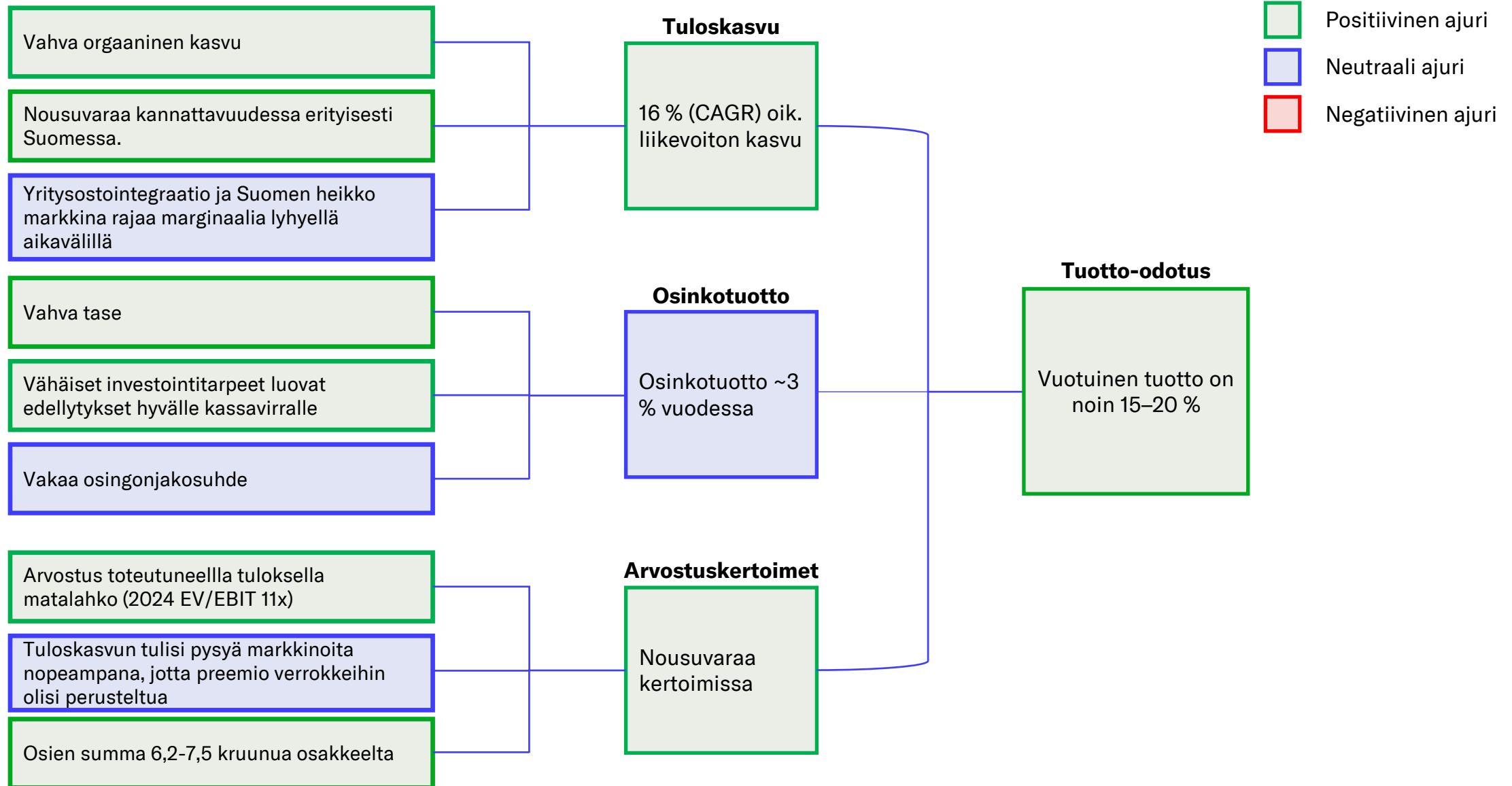
EV/S vs. keskimääräinen liikevoittomarginaali 2025-2027



EV/S vs. keskimääräinen liikevoittomarginaali 2025-2027



Osakkeen kokonaistuoton ajurit



Arvostus 5/5

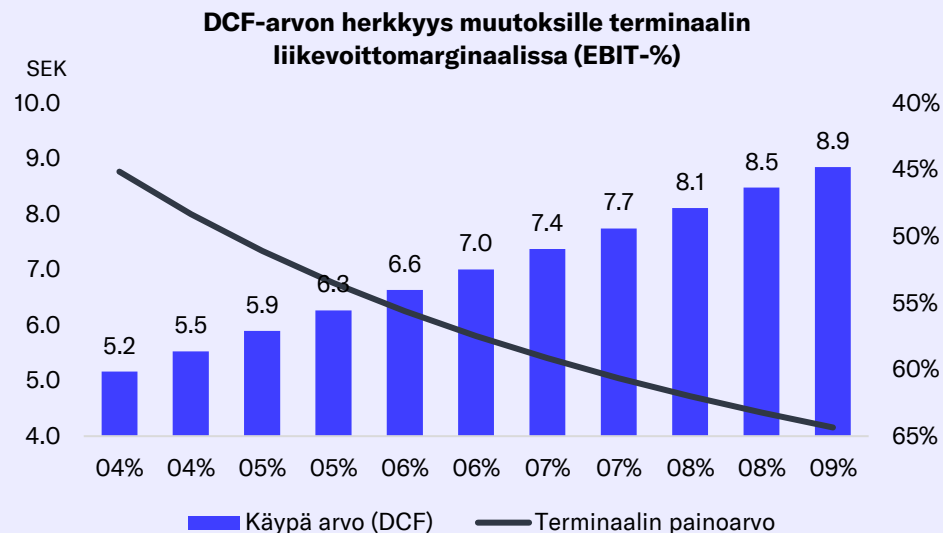
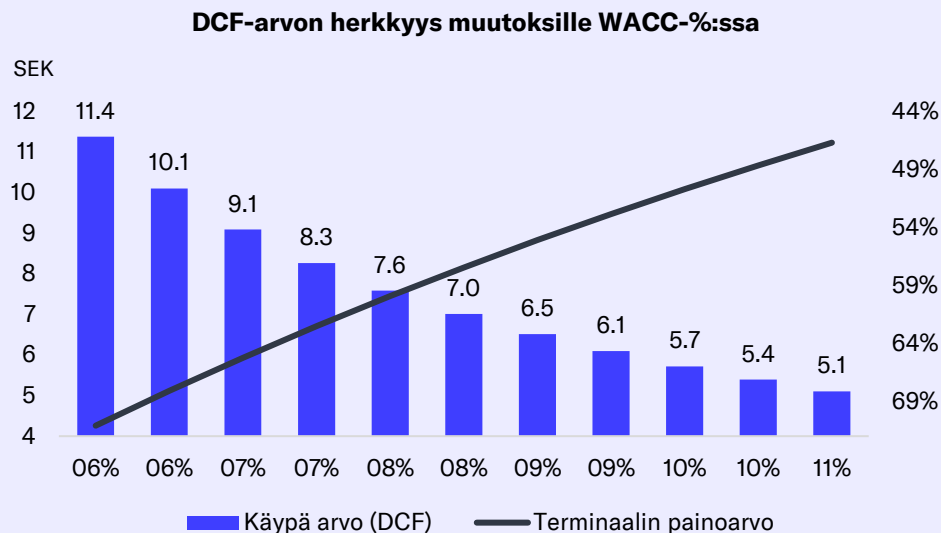
Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Kuten mainittu, annamme DCF-mallille osittaisen painoarvon NYABin arvostuksessa. Sitä mukaa kun NYABille kertyy lisää taloudellisia tietoja, annamme DCF-mallille suuremman painoarvon kokonaisarvostuksessa. Kuten aiemmin todettiin, malli ei ota täysin huomioon Skarta Energyn (~17 MEUR) pitkän aikavälin potentiaalia. Näemme kuitenkin, että malli antaa tukea muille käyttämillemme menetelmille.

Keskipitkällä aikavälillä ennustamme vahvaa liikevaihdon kasvua vuosina 2025-2027 (kokonais-CAGR: 18 %, orgaaninen CAGR: 8 %), minkä lisäksi myös marginaali paranee. Pidemmällä aikavälillä (2028-2033) ennustamme vuosikasvun hidastuvan vähitellen keskimäärin 4 %:iin, kun NYABin kehitysvaihe kypsyy. Samalla oletamme liikevoittomarginaali supistuvan hieman, mikä heijastaa kiristyvää kilpailua. Lopulta odotamme sen vakiintuvan 6 %:iin terminaalivaiheessa, jolloin kasvuvauhtiarviomme on 2 %. DCF-mallissa olemme asettaneet pääoman keskimääräisen kustannuksen (WACC) 8,4

%:iin ja oman pääoman tuottovaatimuksen 9,4 %:iin. Vaadittu tuotto on mielestämme kohtuullisella tasolla, kun otetaan huomioon vallitseva korkotaso, yhtiön koko, rakennusalan yleinen kausiluontoisuus ja suhdanteet sekä NYABin liiketoiminnan yleinen riskiprofiili.

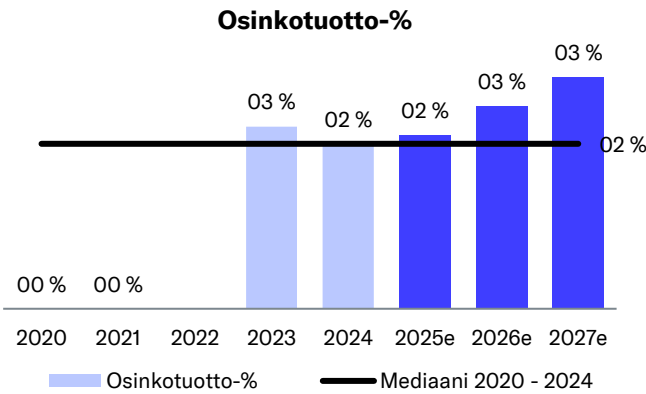
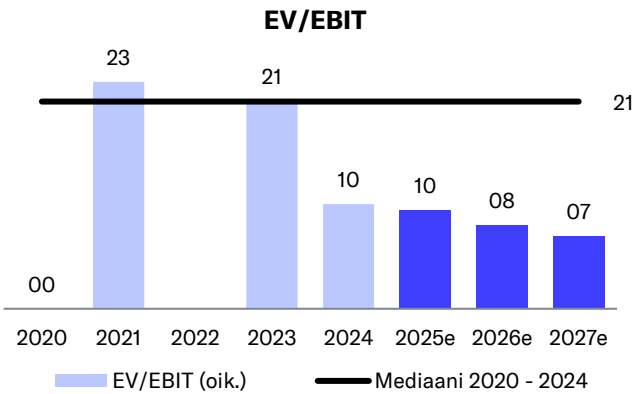
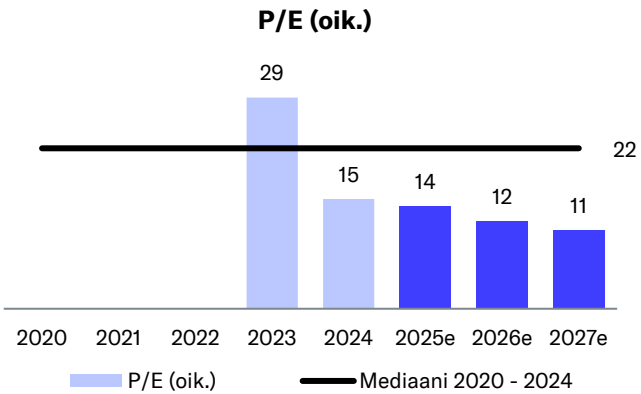
DCF-mallimme osoittaa osakkeen arvoksi 6,9 SEK, mikä on selvästi yli nykyisen osakekurssin ja tukee arvonmääritystämme. Huomautamme, että DCF-malli on melko herkkä NYABin pitkän aikavälin kannattavuusoletukselle ja käytetylle tuottovaatimukselle, kuten alla olevat luvut osoittavat.



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi				0,55	0,43	0,49	0,49	0,49	0,49
Osakemäärä, milj. kpl				706,7	713,0	713,0	713,0	713,0	713,0
Markkina-arvo				389	309	353	353	353	353
Yritysarvo (EV)				369	276	331	315	295	275
P/E (oik.)				29,5	15,3	14,3	12,3	10,9	10,0
P/E				43,0	18,5	16,1	12,9	11,3	10,3
P/B				2,1	1,6	1,7	1,6	1,4	1,3
P/S				1,4	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto				1,3	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA				17,2	9,1	8,9	7,6	6,5	5,7
EV/EBIT (oik.)		22,7		20,7	10,5	9,8	8,3	7,2	6,2
Osinko/tulos (%)		0,0 %		109,3 %	42,6 %	39,0 %	36,5 %	36,6 %	37,6 %
Osinkotuotto-%		0,0 %		2,5 %	2,3 %	2,4 %	2,8 %	3,2 %	3,6 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
NCC	1781	1929	11,3	10,7	6,8	6,6	0,4	0,3	13,1	12,1	4,6	5,0	2,1
Peab	2143	3341	14,7	12,7	9,1	8,2	0,6	0,6	13,0	10,9	4,2	4,8	1,3
Skanska	8695	7990	10,3	9,5	8,0	7,5	0,5	0,4	12,9	12,0	3,9	4,2	1,4
YIT	523	1378	27,2	17,1	18,4	13,0	0,8	0,7		28,2		1,1	0,7
Veidekke	1770	1650	10,8	10,1	6,6	6,3	0,4	0,4	15,1	14,1	6,5	6,8	6,1
AF Gruppen	1343	1442	10,2	9,2	7,1	6,6	0,5	0,5	15,7	14,2	5,6	6,0	5,3
NRC Group	72	128	10,2	6,8	4,3	3,5	0,2	0,2	14,8	6,7	4,9	7,4	0,5
MT Hoejgaard Holding	250	211	4,3	4,2	3,0		0,2	0,2	6,9	6,7			1,5
Per Aarsless A/S	1262	1321	8,6	8,1	4,8	4,5	0,4	0,4	11,0	10,2	2,5	2,7	1,7
Enersense	36	63	3,0	5,2	1,9	3,1	0,2	0,2	2,5	7,9			1,1
Sweco	6130	6605	20,2	18,5	15,6	14,5	2,2	2,1	25,0	22,5	2,1	2,3	5,1
AFRY	2006	2563	12,8	10,9	9,1	8,0	1,0	0,9	14,5	11,7	3,6	4,4	1,6
Sitowise	96	173	28,9	16,0	9,4	7,5	0,9	0,9	536,0	24,4	1,9	2,8	0,8
Etteplan	295	366	11,8	11,2	7,2	6,7	0,9	0,9	12,9	12,3	3,2	3,8	2,1
Rejlers	385	441	13,6	11,7	8,4	7,5	1,0	1,0	14,9	12,8	2,9	3,4	2,0
Solwers	23	38	9,6	8,6	4,8	4,5	0,5	0,5	11,5	8,8	1,8	2,5	0,5
Instalco	790	1125	14,8	11,7	9,1	7,8	0,9	0,8	14,9	11,1	2,2	2,7	2,3
Bravida Holding	1756	1962	11,4	10,5	8,5	8,0	0,7	0,7	13,8	12,6	4,1	4,3	2,0
Eltel	112	267	10,7	9,1	4,9	4,5	0,3	0,3	28,6	10,2			0,6
Netel	49	118	6,6	5,7	4,9	4,3	0,4	0,4	5,2	4,0	4,0	6,6	0,5
Kreate	73	103	10,5	8,8	6,4	5,7	0,4	0,3	12,0	9,5	6,5	6,6	1,6
Green Landscaping	331	536	12,1	10,6	6,5	5,9	0,9	0,8	11,2	9,4			1,8
Balco	67	98	7,8	6,9	5,6	5,0	0,6	0,6	6,7	5,7	4,9	5,2	0,8
Brunel International	466	438	7,4	6,3	5,4	4,7	0,3	0,3	12,0	10,0	6,8	7,9	1,4
Randstad	6967	8829	11,3	10,0	8,2	7,2	0,4	0,4	13,1	10,7	4,7	5,8	1,6
Eezy	21	76	15,3	10,2	6,1	5,1	0,4	0,4	18,4	5,7	6,0	12,1	0,2
Staffline Group	52	68	5,2	4,8	3,9	3,6	0,1	0,1	10,3	8,4			
NYAB (Inderes)	353	331	9,8	8,3	8,9	7,6	0,7	0,6	14,3	12,3	2,4	2,8	1,7
Keskiarvo			11,9	9,8	7,2	6,5	0,6	0,6	33,3	11,6	4,1	4,9	1,8
Mediaani			10,8	10,0	6,6	6,4	0,5	0,4	13,0	10,7	4,1	4,6	1,5
Erotus-% vrt. mediaani			-9%	-16%	34%	18%	48%	34%	10%	15%	-41%	-39%	13%

Lähde: Refinitiv / Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	158	161	182	182	182
Liikearvo	121	122	136	136	136
Aineettomat hyödykkeet	1,6	0,8	4,3	3,8	3,3
Käyttöomaisuus	16,3	18,4	21,6	22,1	22,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	16,7	18,3	18,3	18,3	18,3
Muut sijoitukset	2,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	108	124	150	174	203
Vaihto-omaisuus	1,4	11,2	8,8	9,6	10,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	83,8	82,1	117	128	137
Likvidit varat	22,6	30,6	24,3	36,5	55,6
Taseen loppusumma	266	285	332	357	386

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	185	193	208	227	248
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	50,1	67,2	82,1	101	122
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	135	126	126	126	126
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	15,7	8,8	18,7	15,1	15,1
Laskennalliset verovelat	3,9	4,8	4,8	4,8	4,8
Varaukset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Korolliset velat	11,5	3,7	13,7	10,0	10,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	65,0	83,3	105	115	122
Korolliset velat	5,5	10,3	5,4	5,0	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	59,5	73,0	99,8	110	117
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	266	285	332	357	386

DCF-laskelma

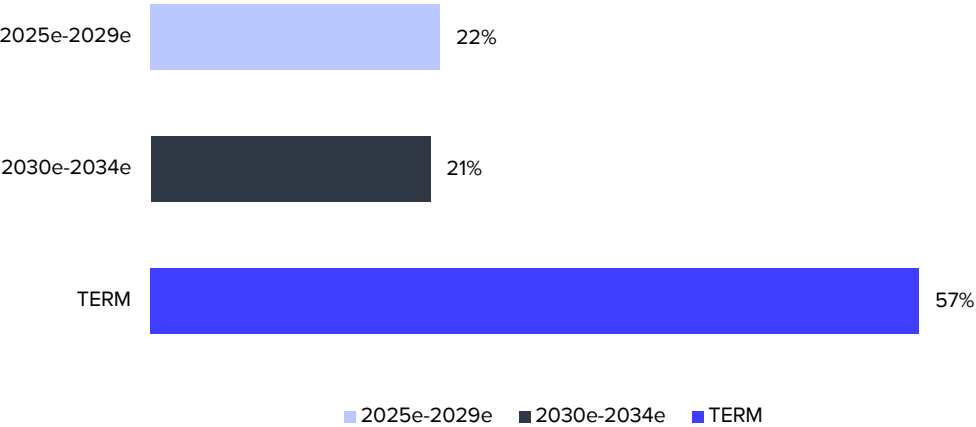
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	23,4 %	40,7 %	9,9 %	7,1 %	6,2 %	4,5 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	7,3 %	6,4 %	6,8 %	6,9 %	7,1 %	6,5 %	6,4 %	6,2 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	25,4	31,0	36,3	39,7	42,9	41,3	42,3	42,4	42,3	43,1	44,0	
+ Kokonaispoistot	5,0	6,2	5,3	5,4	5,5	5,5	5,7	5,7	5,9	5,9	5,9	
- Maksetut verot	-3,3	-5,5	-6,7	-7,4	-8,2	-8,1	-8,4	-8,4	-8,4	-8,5	-8,9	
- verot rahoituskuluista	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	5,3	-5,5	-2,5	-2,0	-1,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1	-0,7	-0,8	
Operatiivinen kassavirta	31,7	25,7	32,0	35,4	38,1	37,1	38,1	38,3	38,5	39,6	40,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,5	-26,9	-5,3	-5,4	-5,5	-5,6	-5,7	-5,8	-5,9	-5,9	-6,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	25,1	-1,2	26,7	30,0	32,6	31,5	32,4	32,5	32,6	33,7	33,3	
+/- Muut	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	23,8	-1,2	26,7	30,0	32,6	31,5	32,4	32,5	32,6	33,7	33,3	533
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,2	23,3	24,2	24,3	21,7	20,6	19,1	17,6	16,8	15,3	246
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		427	428	405	381	357	335	314	295	278	261	246

Velaton arvo DCF	427
- Korolliset velat	-14,0
+ Rahavarat	30,6
-Vähemmistöosuus	0,0
-Osinko/pääomapalautus	-7,1
Oman pääoman arvo DCF	454
Oman pääoman arvo DCF per osake (EUR)	0,64
Oman pääoman arvo DCF per share (SEK)	6,84

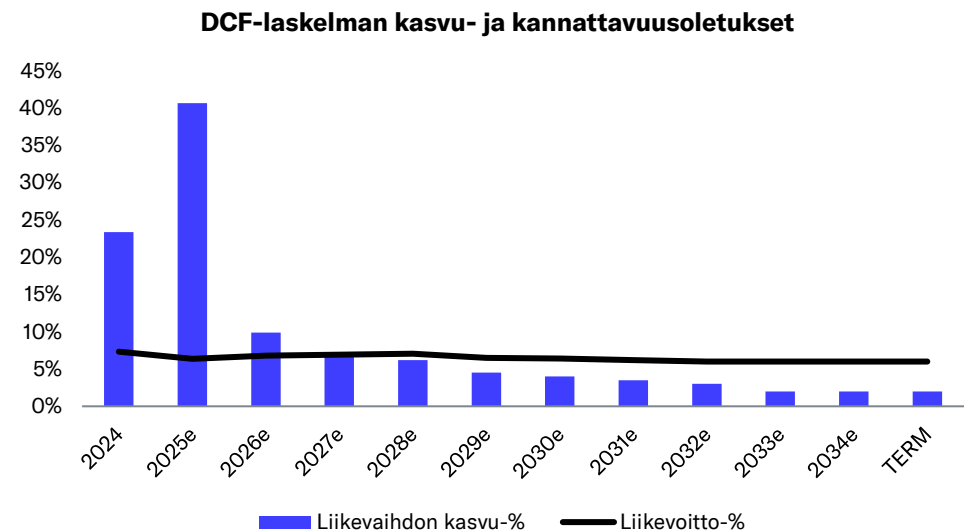
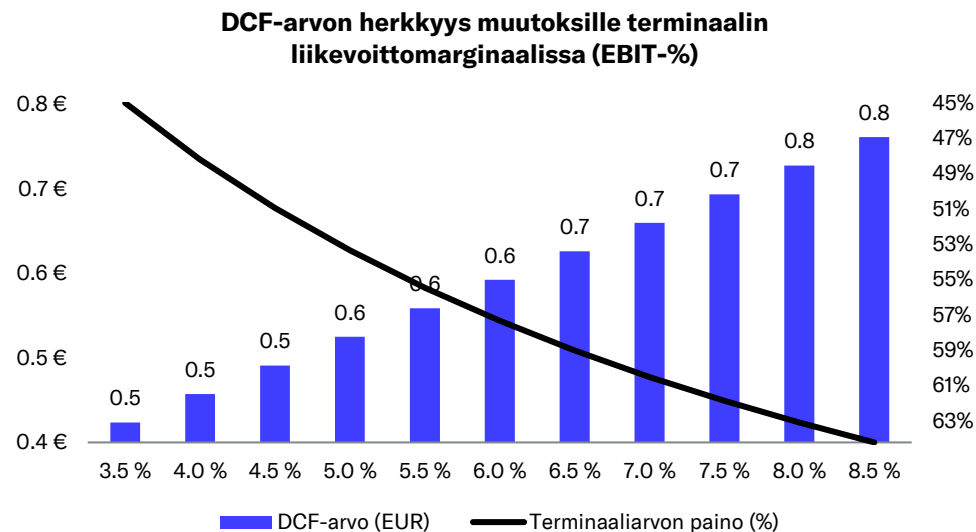
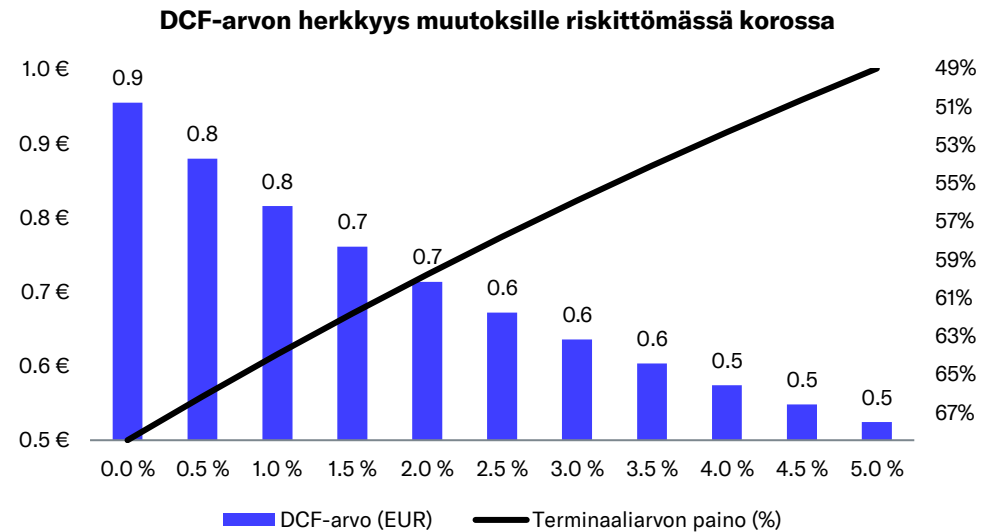
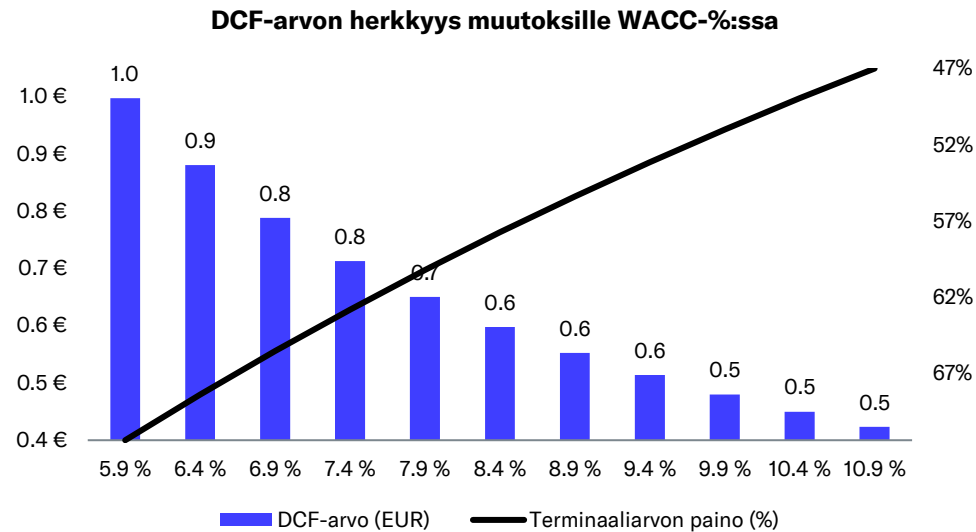
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75%
Likviditeettipreemio	1,16%
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,4 %

Rahavirran jakauma jaksoittain



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	280,4	345,9	486,6	534,7
Käyttökate	21,4	30,3	37,2	41,6
Liikevoitto	15,2	25,4	31,0	36,3
Voitto ennen veroja	10,7	20,9	27,5	34,0
Nettovoitto	9,0	16,8	22,0	27,3
Kertaluontoiset erät	-2,6	-1,0	-2,6	-1,4

Tase	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	266,1	285,3	332,0	356,5
Oma pääoma	185,3	193,2	208,1	226,8
Liikearvo	121,2	122,4	136,4	136,4
Nettovelat	-5,6	-16,6	-5,3	-21,5

Kassavirta	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	21,4	30,3	37,2	41,6
Nettokäyttöpääoman muutos	6,4	5,3	-5,5	-2,5
Operatiivinen kassavirta	25,8	31,7	25,7	32,0
Investoinnit	0,6	-6,5	-26,9	-5,3
Vapaa kassavirta	32,2	23,8	-1,2	26,7

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	1,3	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	17,2	9,1	8,9	7,6
EV/EBIT (oik.)	20,7	10,5	9,8	8,3
P/E (oik.)	29,5	15,3	14,3	12,3
P/B	2,1	1,6	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,3 %	2,4 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,01	0,02	0,03	0,04
EPS (oikaistu)	0,02	0,03	0,03	0,04
Operat. Kassavirta / osake	0,04	0,04	0,04	0,04
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,05	0,03	0,00	0,04
Omapääoma / osake	0,26	0,27	0,29	0,32
Osinko / osake	0,01	0,01	0,01	0,01

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	0%	23%	41%	10%
Käyttökatteen kasvu-%		42%	23%	12%
Liikevoiton oik. kasvu-%		48%	27%	12%
EPS oik. kasvu-%		52%	22%	17%
Käyttökate-%	7,6 %	8,8 %	7,6 %	7,8 %
Oik. Liikevoitto-%	6,4 %	7,6 %	6,9 %	7,1 %
Liikevoitto-%	5,4 %	7,3 %	6,4 %	6,8 %
ROE-%	4,9 %	8,9 %	10,9 %	12,6 %
ROI-%	6,6 %	12,0 %	13,9 %	15,4 %
Omavaraisuusaste	73,0 %	73,1 %	66,9 %	67,6 %
Nettovelkaantumisaste	-3,0 %	-8,6 %	-2,5 %	-9,5 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 tulevista. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa 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 yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laativeen 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.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
4/25/2023	Vähennä	0,70 €	0,71 €
5/15/2023	Vähennä	0,70 €	0,67 €
7/28/2023	Vähennä	0,70 €	0,73 €
8/11/2023	Vähennä	0,55 €	0,62 €
8/28/2023	Myy	0,55 €	0,63 €
10/11/2023	Vähennä	0,55 €	0,51 €
11/13/2023	Vähennä	0,50 €	0,49 €
12/27/2023	Myy	0,45 €	0,56 €
2/26/2024	Vähennä	0,45 €	0,49 €
2/29/2024	Vähennä	0,45 €	0,50 €
5/6/2024	Vähennä	0,45 €	0,48 €
5/10/2024	Lisää	0,55 €	0,49 €
Kotipaikan ja listauksen siirto Tukholmaan 26/8/2024			
8/15/2024	Vähennä	6.80 SEK	6.75 SEK
11/4/2024	Lisää	6.80 SEK	5.93 SEK
11/7/2024	Lisää	6.80 SEK	5.80 SEK
12/3/2024	Osta	6.80 SEK	5.20 SEK
2/27/2025	Osta	6.80 SEK	5.27 SEK
4/3/2025	Osta	7.00 SEK	5.32 SEK



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieto. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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**

inderes.se

**inde
res.**