

NURMINEN LOGISTICS

16.06.2025 8.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Kansainvälinen laajentuminen käynnissä

Toistamme Nurminen Logisticsin lisää-suosituksen sekä 1,2 euron tavoitehintamme. Nurminen on tehnyt 2020-luvulla komean käänteen liiketoiminnassaan. Viimeisimpien yrityskauppojen myötä sen tulostaso on noussut myös täysin uusille tasoille ja samalla sen liiketoiminta on laajentunut vahvemmin Suomen ulkopuolelle. Yhtiöllä on myös edellytyksiä kiihdyttää kansainvälistä kasvuaan yritysostojen kautta ja lyhyellä aikavälillä. Osakkeen arvostuskuva on tähän kokonaisuuteen nähden mielestämme maltillinen ja näemmekin riskikorjatun tuotto-odotuksen olevan houkuttelevalla tasolla.

Kansainvälistyvä rautatielogistiikkaan profiloituva palveluyhtiö

Nurminen on monipuolisia kansainvälisiä logistiikkapalveluita tarjoava yhtiö, joka keskittyy liiketoiminnassaan etenkin rautatielogistiikan ympärille. Toistaiseksi yhtiön tulospottereina toimivat väkivahvassa iskussa oleva North Rail sekä Baltian liiketoiminnot. Yhtiö otti kuitenkin merkittävän askeleen kansainvälistymisen suhteen viime vuoden lopulla tehdyn ruotsalaisen Essinge Rail -yritysoston kautta, jonka liiketoiminta on keskittynyt Keski-Euroopan ja Pohjoismaiden välille. Arvioimme Nurmisen pyrkivän myös tulevien yritysostojen kautta laajentamaan ja vahvistamaan omaa rautatieoperoinnin markkina-asemaansa Keski-Euroopassa. Näihin sillä on myös hyvät edellytykset jo lyhyellä aikavälillä vahvistuneen rahoitusasemansa sekä vahvalla tasolla olevan tulorahoituksen voimin. Tähänastisten näyttöjen perusteella pidämme näitä myös positiivisen odotusarvon liikkeinä.

Tulostaso on hilattu korkealle

Yhtiön tuloksen kannalta keskeisimmässä roolissa olevien liiketoimintojen (North Rail, Baltia) kysyntänäkymät ovat käsittääksemme melko vakaat ja mahdollisesti lievästi kasvavatkin, vaikka näkyvyys ulkopuolelta tuleviin volyymeihin

on varsin rajallinen. Olemmekin tehneet ainoastaan pieniä positiivisia tarkistuksia lähivuosien ennusteisiimme erillistilinpäästösten valmistumisen myötä. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna epäorgaanisen kasvun tukemana edelleen 126 MEUR:oon ja oikaistun EBITAn asettuvan 23,1 MEUR:oon (aik. 22,8 MEUR). Siten odotamme yhtiön yltävän myös melko väljään ohjeistukseensa. Arvioimme kuitenkin kuluvan vuoden orgaanista kasvukuvaa rajaavan vallitseva geo- ja kauppapoliittinen epävarmuus. Odotamme Euroopan taloustilanteen kuitenkin piristyvän hiljalleen, minkä myötä ennustamme yhtiön pääsevän 4–6 %:n kasvuun etenkin kansainvälisen Rautatieliiketoiminnan vetämänä vuosina 2026–2027. Vastaavasti Nurmisen tulostason ennustamme säilyvän korkealla, vaikka odotamme suhteellisen kannattavuuden olevan lievässä paineessa liikevaihdon jakauman muutosten sekä North Railin erittäin korkeiden katteiden hieman tasoittuessa. Merkittävimpana riskinä yhtiölle lyhyellä aikavälillä näemme (geo)poliittiset riskit Venäjään liittyen. Suurimpana riskinä olisikin mahdollisten pakotteiden leviäminen koskemaan North Railin tai Baltian liiketoimintojen kuljettamia hyödykkeitä

Nykyisessä arvostuksessa on nousuvaraa

Päivitetyillä ennusteillamme Nurmisen arvioimistamme PPA-poistoista oikaistut P/E-kertoimet ovat vuosille 2025 ja 2026 noin 9x ja 7x. Suhteessa hyväksymäämme kerroinhaarukkaan (P/E 9x-12x) on tulosperusteisessa arvostuksessa mielestämme nousuvaraa etenkin ensi vuoteen katsottaessa. Lyhyellä aikavälillä osaketta ei ole mielestämme kuitenkaan perusteltua arvottaa aivan haarukan ylälaitaan tuloksen jakaumaa peilaten (North Railin ja Baltian suuret osuudet) huolimatta Essinge Railin mukaantulosta. Arvioimme tuotto-odotusta tukevan lähivuosina myös vahvan tulostason sekä kassavirran mahdollistaman voitonjaon (~6 %:n osinkotuotto). Lisäksi näemme tämän mahdollistavan yhtiölle epäorgaaniset peliliikkeet jo kohtuullisen lyhyellä aikavälillä.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

1,20 EUR

(aik. 1,20 EUR)

Osakekurssi:

1,04 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	104,8	126	133	139
kasvu-%	-18 %	20 %	6 %	4 %
EBIT oik.	19,1	23,1	23,0	21,4
EBIT-% oik.	18,2 %	18,4 %	17,2 %	15,4 %
Nettotulos	7,1	9,0	10,8	10,5
EPS (oik.)	0,09	0,12	0,14	0,14
P/E (oik.)	11,9	8,6	7,3	7,6
P/B	2,5	2,3	2,0	1,7
Osinkotuotto-%	5,7 %	5,8 %	5,8 %	5,8 %
EV/EBIT (oik.)	7,1	6,0	5,7	5,6
EV/EBITDA	5,5	4,7	4,4	4,3
EV/Liikevaihto	1,3	1,1	1,0	0,9

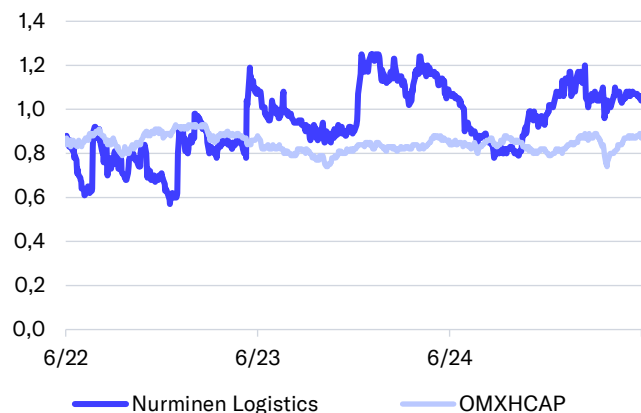
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

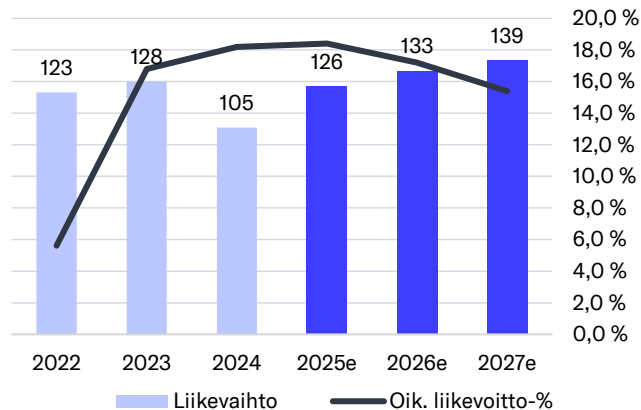
Nurminen arvioi, että vuoden 2025 liikevaihto (2024: 105 MEUR) ja vertailukelpoinen liikevoitto (19,1 MEUR) kasvaa vuodesta 2024.

Osakekurssi



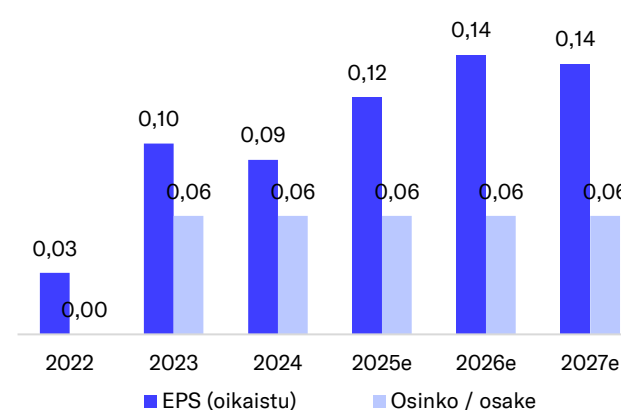
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Kansainvälisen liiketoiminnan kasvu
- North Railin liiketoiminnan kasvu
- Arvostuskuvan muutos kohti kasvuyhtiötä
- Yritysjärjestelyt
- Pohjoisen reitin mahdollinen normalisoituminen keskipitkällä - pitkällä aikavälillä

Riskitekijät

- Geopoliittiset riskit (pakotteet ja vastapakotteet, asiakaskäyttäytymisen muutos)
- Rautatielogistiikan kasvun tyrehtyminen
- Logistiikkahinnat (+/-), etenkin North Railissa
- Maailmantalouden pidempiaikainen negatiivinen kehitys
- Asiakasriskit
- Baltian liiketoimintojen sekä North Railin omistusrakenteiden myötä operatiivisesta tuloksesta valuu vähemmistöille tuntuva osuus
- Kokonaisvaltaisesta logistiikka-alan osaamisesta pulaa työmarkkinoilla

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,04	1,04	1,04
Osakemäärä, milj. kpl	80,7	80,7	80,7
Markkina-arvo	84	84	84
Yritysarvo (EV)	140	130	121
P/E (oik.)	8,6	7,3	7,6
P/E	9,3	7,8	8,0
P/B	2,3	2,0	1,7
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,7	4,4	4,3
EV/EBIT (oik.)	6,0	5,7	5,6
Osinko/tulos (%)	53,8 %	44,7 %	46,3 %
Osinkotuotto-%	5,8 %	5,8 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	14-15
Markkinat ja kilpailukenttä	16-20
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	21-23
Ennusteet	24-29
Sijoitusprofiili	30-31
Arvonmäärittäminen ja suositus	32-35
Taulukot	36-40
Vastuuvapauslauseke	41

Nurminen Logistics lyhyesti

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

1886

Perustamisvuosi

2008

Listautuminen

105 MEUR

Liikevaihto 2024

19,1 MEUR

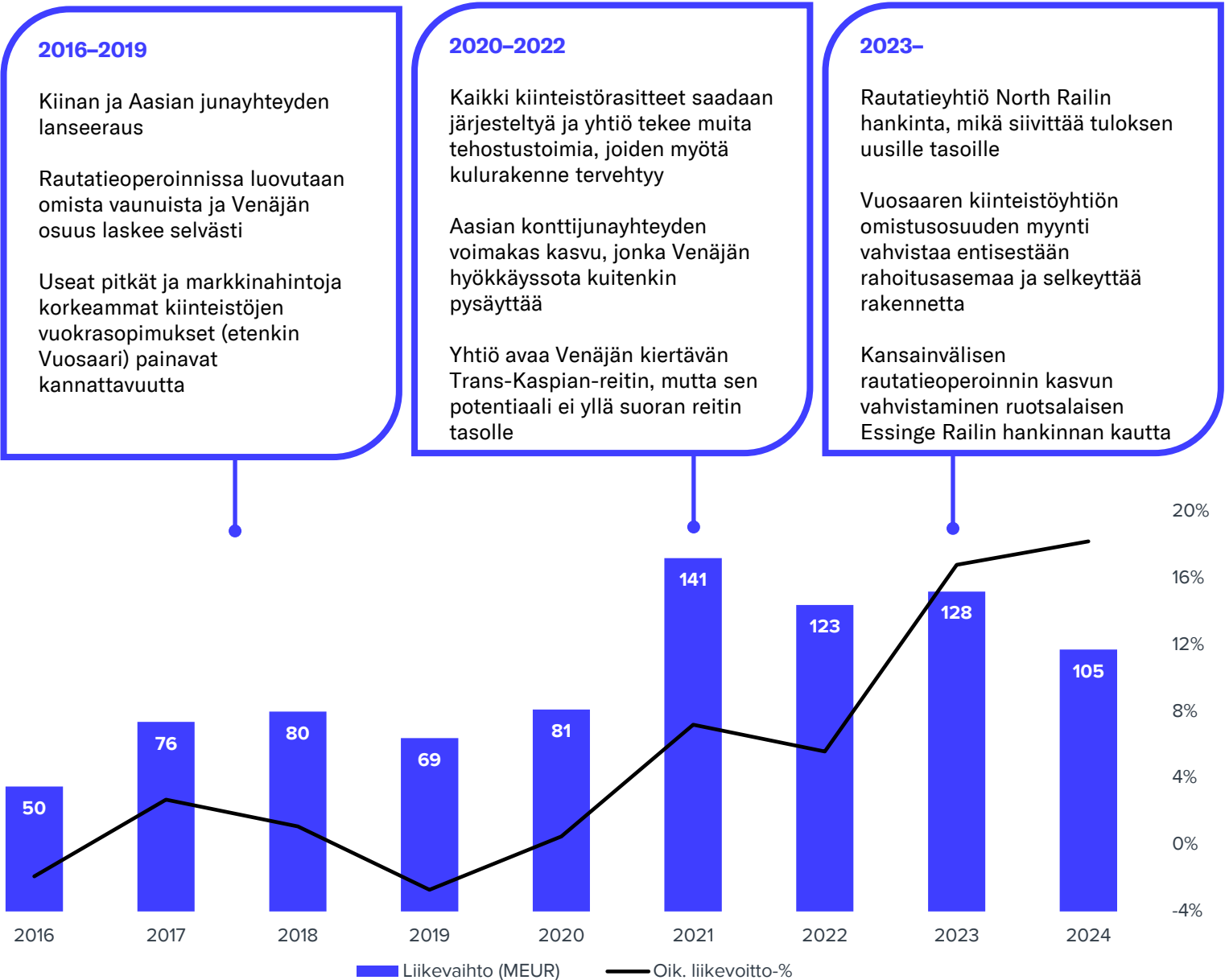
Oikaistu liikevoitto 2024

55 % / 45 %

Rautatieliiketoiminnan / Baltian osuus liikevaihdosta

179

Henkilöstö Q1'25:n lopussa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Kansainvälinen logistiikkapalveluyhtiö

Nurminen Logistics on logistiikkapalveluja tarjoava yhtiö, joka toimii Suomessa ja Baltiassa sekä rautatierahdimarkkinalla Euroopan sisällä sekä Aasian ja Euroopan välisessä liikenteessä. Logistiikka-alan luonteen mukaisesti Nurminen on palveluyhtiö, ja yhtiö keskittyy tuottamaan asiakkailleen kokonaisvaltaisia ratkaisuja tuotteiden siirtämiseen ja hallinointiin liittyen. Näin ollen yhtiön organisaatorakenne on kevyt ja yksinkertainen, ja koostuukin pitkälti myynti- ja toimihenkilöistä, sillä yhtiö käyttää palveluiden tuottamisessa paljon kumppaneitaan.

Nykyisin kaksi erikseen raportoitavaa liiketoimintaa aluetta

Nurmisella on pitkä historia logistiikka-alalta ja sen toiminta koostuu kahdesta erikseen raportoitavasta liiketoiminnasta: Rautatieliiketoiminnasta sekä Baltian liiketoiminnoista. Näistä Rautatieliiketoiminta sisältää useita erilaisia palveluja eri markkinoilla, kun taas Baltian liiketoiminta keskittyy nimensä mukaan Baltian markkina-alueelle, jossa se palvelee globaaleja raaka-aineyhtiöitä, eikä sen kehitys siten ole riippuvaista Baltian talouskehityksestä. Nurminen raportoi kyseisten liiketoimintojen taloudellisesta kehityksestä ainoastaan liikevaihtotasolla ja muu taloudellinen raportointi tapahtuu konsernitasolla.

Rautatieliiketoimintojen osalta on hyvä huomata, että yhtiö yhdisti viime vuoden loppupuolella aikaisemmat Cargo- ja Multimodal Forwarding -liiketoiminnot Rautatieliiketoimintojen alle. Yhdistämisen taustalla oli yhtiön strateginen päätös keskittyä entistä vahvemmin kokonaisvaltaisempien palvelukonseptien kehittämiseen ja toiminnan tehokkuuden parantamiseen (mm. koko

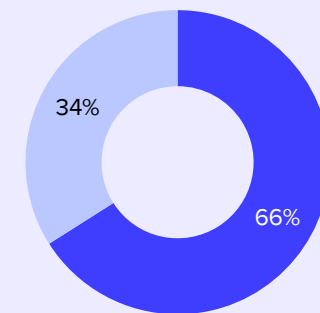
palvelutarjoaman myynti, nopeampi reagointi). Nähdäksemme pienempien Suomen liiketoimintojen yhdistämistä Rautatieliiketoimintojen voi pitää loogisena yhtiön strategisia ratkaisuja silmällä pitäen (ts. laajentaa yksittäiselle asiakkaalle tuotettavan palvelun arvoketjua). Arvioimme yhdistämisen olleen myös suoraviivaista toimintojen linkityksiä peilaten (mm. huolinta osana rautatie- ja terminaalipalveluiden tuottamista) ja käsityksemme mukaan yhdistämisestä on näkyvissä jo hyötyjä. Olemme käyneet nykyisiä liiketoiminta-alueita tarkemmin läpi seuraavaksi.

Yhtiö tarjoaa Rautatieliiketoiminnan alla useita erilaisia palveluita

Nykyisin Nurminen Rautatieliiketoiminta käsittää Suomessa North Railin rautatiekuljetukset sekä terminaal-, huolinta- ja multimodaalipalvelut. Vastaavasti kansainväliset liiketoiminnot käsittävät yhtiön konttijunaliiketoiminnan sekä tavaravaunukuljetukset (ts. Essinge Rail).

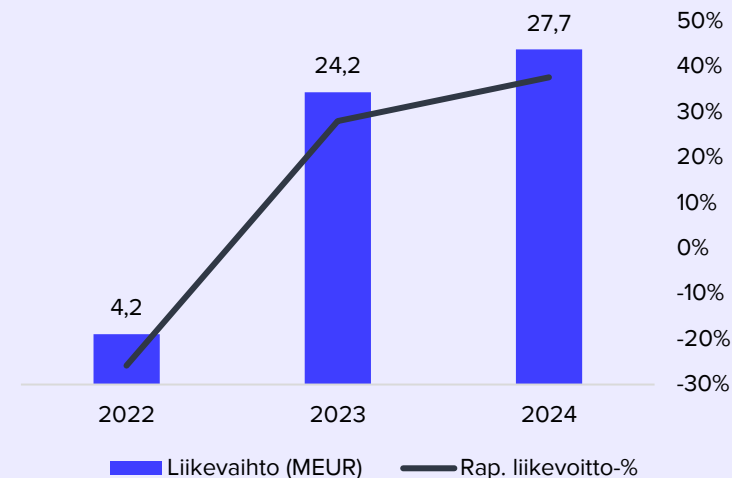
Näistä alkuvuodesta 2023 hankitun **North Railin** liiketoiminta muodostuu tällä hetkellä suomalaisten ja länsimaisten asiakasyhtiöiden Venäjältä hankkimien tavaravirtojen Suomen puolen kuljetuksista. Käsityksemme mukaan North Railin kuljettama rahti koostuu pitkälti maailman ruokahuollon kannalta kriittisistä lannoitteista, vihreän siirtymän vaatimista metalleista (nikkeli) sekä ammoniakista, joita se kuljettaa itärajalta kotimaisille asiakkaille tai vastaavasti Kotkan sataman kautta ulkomaille. Kuljetuksissa se käyttää omistamaansa veturikalustoa (yhteensä 10 omaa veturia ja 2 vuokrattua osto-oikeudella).

Liikevaihdon jakauma liiketoiminnoittain (Q1'25)



■ Rautatieliiketoiminta ■ Baltia

North Railin kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Liiketoiminnan katerakenne on tällä hetkellä erittäin korkea ja North Railin erillistilinpäätöksen perusteella yhtiön vuoden 2024 liikevoittomarginaali oli peräti vajaat 38 % (huom. luvut FAS-standardin mukaisia ja siten voi erota hieman IFRS-lukuihin verrattuna). Arvioimme korkean kannattavuuden taustalla olevan sen korkea hinnoitteluvoima (ts. relevanttien kilpailijoiden puute) sekä toiminnan korkealle viritetty tehokkuus. Vastaavasti viime vuoden liikevaihto yhtiöllä oli noin 27,7 MEUR erillistilinpäätöksen perusteella.

Vastaavasti yhtiön muut Suomen liiketoiminnot toimivat Nurminen Logistics Services Oy:n alla. Suomen operaatioiden alla yhtiöllä on sen aiempi kasvukärki eli Euroopan ja Aasian eri kaupunkien välinen sekä Pohjoismaiden sisäinen (etenkin Ruotsi ja Norja) konttijunaliiketoiminta, joita se toteuttaa Nordic Hub -palvelukonseptinsa kautta. Se operoi Euroopan ja Aasian välistä liikennettä nykyisin Trans-Kaspian reitin kautta sen keskeytettyä aikaisemman kasvukärjen eli Venäjän läpi menneen Suomen ja Kiinan sekä muun Aasian välisen suoran junayhteyden Ukrainan sodan myötä.

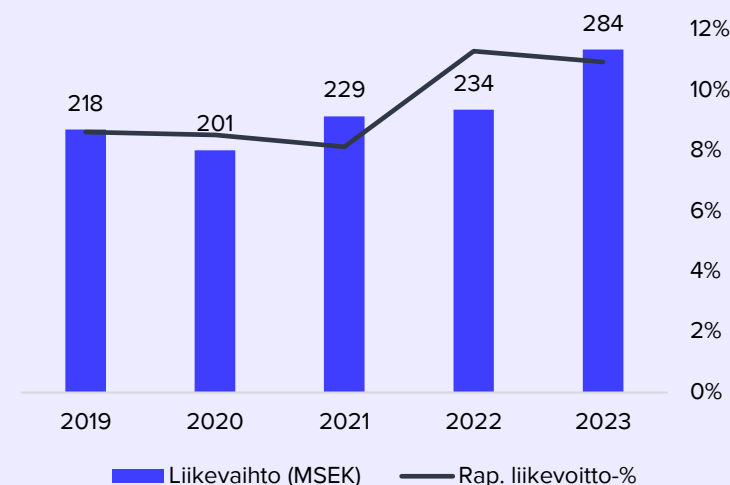
Konttijuna tarjoaa perinteistä merirahtia nopeamman ja ympäristöystävällisen kuljetusvaihtoehdon asiakasyrityksille (etenkin teollisuusasiakkaita). Nurminen myy, suunnittelee ja hallinnoi palvelua, minkä myötä sen oma toiminta keskittyy etenkin asiakaspalveluun ja -hallintaan. Puolestaan palvelun tuottamisessa se käyttää paljon laajaa kumppanuusverkostoaan ja tämän myötä alihankinnan määrä kokonaispalvelusta on huomattava. Suuren alihankinnan osuuden myötä liiketoiminnan suhteellinen kate ei ole suuri, mutta toisaalta liiketoimintamalli sitoo hyvin vähän yhtiön omia resursseja henkilöstöön ja

kiinteään omaisuuteen, mikä mahdollistaa varsin hyvän pääoman tuoton.

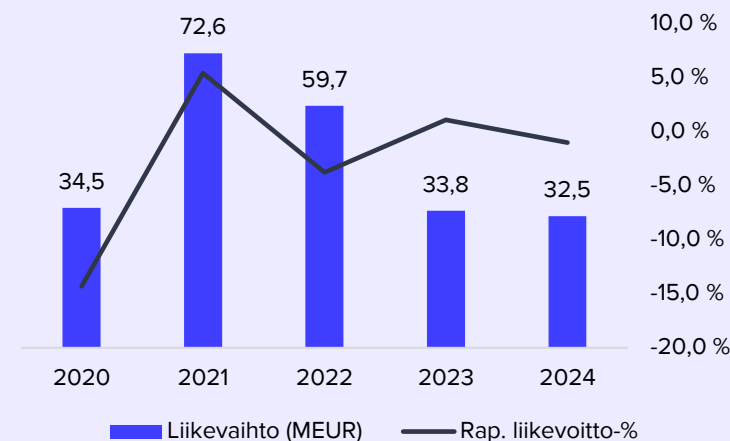
Suomessa yhtiön palvelutarjoamaan kuuluvat myös terminaalipalvelut, joissa se tarjoaa mm. vientiliikenteen kontituksia ja tuontiliikenteen käsittelyä yhtiön terminaaleissa Vuosaaren ja Kotkan satamissa sekä erilaisia lisäpalveluita, kuten vaarallisten kemikaalien varastointia (Kotka). Yhtiö tarjoaa myös tiettyjä projektiperusteisia terminaalipalveluita Vainikkalan terminaalissa, joka on Venäjän raja-aseman läheisyydessä junaradan varressa. Yhtiö on viime vuosina jatkuvasti tehostanut terminaaliliiketoimintojaan, minkä arvioimme myös pitäneen liiketoiminnan luvut siedettävänä ja toimialaa korkeampina viimeaikojen heikosta markkinatilanteesta huolimatta (huom. NLS luvut sisältävät oletettavasti myös konsernin hallinnollisia kuluja). Vastaavasti parhaimmillaan arvioimme liiketoiminnan kannattavuuden olleen varsin hyvällä tasolla (EBIT-% > 10 %). Yleisellä tasolla terminaaliliiketoiminta on ennen kaikkea volyymivetoista liiketoimintaa, missä kriittistä on riittävän korkea käyttöaste ja sen vaihtelut näkyvätkin nopeasti tuloksessa. Aiemman Cargo-segmentin liikevaihto oli vielä vuonna 2024 17,4 MEUR, mikä vastasi 17 % konsernin liikevaihdosta.

Vastaavasti Nurmisen huolintapalvelut sisältävät vienti- ja tuontitullausta sekä transitotullausta. Multimodaalipalveluissa yhtiö vastaavasti toteuttaa useammasta kuljetusmuodosta koostuvia kuljetuksia (esim. juna-laiva-rekka). Palveluiden kannattavuudesta ei ole saatavilla tietoa, mutta arvioimme liiketoiminnan olevan yleisesti terveellä tasolla.

Essinge Railin kehitys



Nurminen Logistics Services Oy:n kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Oletamme kuitenkin Nurmisen huolintaliiketoiminnan kärsineen Venäjän liikenteen jäähtyneistä volyymeistä sekä Suomen talouden vaisusta kehityksestä. Näemme palveluilla olevan kuitenkin hyviä kasvuedellytyksiä ja arvioimme niiden linkittyvän vahvasti yhtiön kaavailemiin kokonaisvaltaisiin palvelukonsepteihin. Aiemman Multimodal Forwarding -liiketoiminnan osuus konsernin liikevaihdosta oli vuonna 2024 6 %. Uudehkona lähtönä Suomen liiketoimintojen osalta ovat energiaraaka-ainekuljetukset Etelä-Euroopasta Suomeen, joiden volyymejä on saatu ajettua vahvemmin ylös kuluvan vuoden aikana. Yhtiö ei ole avannut avauksen tarkkaa potentiaalia, mutta arvioimme tässä puhuttavan Suomen liiketoimintojen mittakaavassa merkittävästä hyväkatteisesta liikevaihdosta liiketoiminnan skaalautuessa onnistuneesti ylöspäin.

Vuoden 2024 lopussa hankittu **Essinge Rail** on sen sijaan kansainväliseen rautatielogistiikkaan erikoistunut logistiikkayhtiö. Yhtiö kuljettaa nykyisellään vuodessa n. 4500 tavaravaunua Keski-Euroopasta Pohjoismaihin ja sen tavaravirrat koostuvat pääosin kuluttajatuotteista. Lisäksi sillä on Ruotsin rautatieliikenteen solmukohdassa, Frövissä, oma rautatieterminaali. Yhtiön liiketoimintaprofiili vastaa pitkälti Nurmisen omaa kansainvälistä konttijunaliiketoimintaa. Hankinnan myötä Nurmisen kilpailuasema vahvistui Ruotsin markkinoilla ja yhtiön rautatiekuljetusten palveluvalikoima kasvoi Pohjois-Euroopan laajimmaksi. Liiketoiminta kasvatti myös yhtiön asiakaskuntaa ja vähensi Nurmisen riippuvuutta Suomen talouden kehityksestä. Käsitksemme mukaan Essinge Railin laaja kumppaniterminaaliverkosto Manner-Euroopassa tarjoaa selkeitä mahdollisuuksia kansainvälisen liiketoiminnan kasvulle pidemmällä

aikavälillä.

Baltian liiketoiminta varsin vakiintunutta

Baltian liiketoiminnot sisältävät paikallista rautatielogistiikan hallintaa eli samantyyppistä liiketoimintaa, mitä yhtiö tekee myös Euroopan ja Aasian välillä. Tämän lisäksi yhtiö toimii laivausagentteina isoille varustamoille (sis. isojen varustamojen edustaminen, konttiliikenteen hallinnointi ja myynti). Liiketoiminta on myös varsin vakiintunutta ja Baltian liiketoiminnot ovatkin historiallisesti ennen North Rail -hankintaa tuoneet suurimman osan Nurmisen tuloksesta. Tähänkin liittyen on huomattava, että Nurmisen omistusosuus Baltian toiminnoista on 51 % ja merkittävänä vähemmistönä toimii paikallinen johto 49 %:n osuudella. Vuonna 2024 liiketoiminnan osuus konsernin liikevaihdosta oli 45 %.

Vähemmistöille merkittävä siivu tuloksesta

Nurmisen osakkeenomistajien kannalta konsernirakenne onkin olennainen tekijä, sillä Baltian liiketoiminnoissa paikallisen johdon omistamat vähemmistöt ovat edellä kuvatusti merkittävät. Tämän myötä Baltian liiketoimintojen voitoista ja kassavirroista lähes puolet valuu Nurmisen osakkeenomistajien ulkopuolelle. Nurmisen kasvutoimien (sis. yritysostot) myötä konsernin muun liiketoiminnan suhteellinen osuus on kuitenkin kasvussa, minkä myötä Baltian osuus tuloksenmuodostumisessa on laskussa.

Lisäksi vähemmistöosuuksia kasvattaa konsernin mittakaavassa North Rail, jossa vähemmistöomistajina noin 20 %:n osuudella toimii suomalaisia sijoittajia (ml. Nurmisen toimitusjohtaja Olli Pohjanvirta). Siten erittäin vahvassa tulokunnossa olevan liiketoiminnan tuloksesta

ja kassavirrasta noin viidesosa kuuluu vähemmistöille.

Liiketoiminnan rakenne yksinkertaistui Vuosaaren kiinteistön myynnin myötä

Aiemmin konsernirakenteessa vähemmistöjä kasvatti myös Vuosaaren kiinteistöyhtiö, josta Nurminen myi kuitenkin [omistamansa](#) 51 %:n osuuden Ilmariselle syksyllä 2024 reilulla 17 MEUR:lla. Mielestämme kiinteistön myynti oli yhtiön kannalta monelta kannalta positiivinen, sillä ensinnäkin tämä vapautti yhtiölle merkittävästi pääomia ydinliiketoimintojen kehittämiseen sekä rahoitusaseman vahvistamiseen. Lisäksi se selkeytti konsernirakennetta ja yhtiön sijoitustarinaa (mm. Vuosaaren kiinteistöyhtiöön liittyneet omaisuuserät ja velat näkyivät Nurmisen taseessa täysimääräisesti). Taseen keventymisen myötä yhtiön pääoman tuoton edellytykset myös vahvistuivat. Lisäksi on hyvä huomata, että konsernin tuloksen tai sen jakautumisen kannalta kiinteistöyhtiöllä ei ollut olennaista vaikutusta viime vuosina.

Logistiikan arvoketju

Logistiikkaprosessi voidaan jakaa eri osiin, joista Nurminen operoi osaa itse ja osan se hoitaa kumppaneiden kautta. Yhtiön kannalta olennainen arvoketju voidaan jakaa kolmeen osaan:

Pre-terminal palvelut: Tämä on tavaravirtojen ensimmäinen vaihe, jossa ne lähtevät tuotantokohteesta. Osa-alueen ydintoimintoja ovat materiaalien ja tuotteiden kuljetukset joko kotimaan asiakkaille tai terminaaleihin ja satamiin. Tämä toimii syöttöliikenteenä ja mahdollistaa muiden arvoketjun palveluiden tuottamisen.

Nurmisen kansainväliset rautatiekuljetukset



Nurminen Logistics ►►►

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Terminaalipalvelut: Nämä kattavat tyypillisesti tavaroiden varastoinnin, ylläpidon, huollinnan sekä mahdollisia lisäpalveluita (mm. laadunvarmistusta). Olennainen osa keskimmaisessa vaiheessa on myös tavaroiden valmistelu jatkokuljetuksiin, kuten pakkaaminen ja lastaaminen.

Post-terminal palvelut: Nämä käsittävät palvelut sen jälkeen, kun tavarat ovat jo lähteneet terminaalista ja ne etenevät seuraavaan kuljetukseen ja itse kuljetuksen (esim. rahtialukset tai Nurmisen operoima rahtijuna). Satamassa suoritettavia palveluita ovat tavaroiden käsittely ja mm. ahtaaminen. Kolmannen vaiheen lisäpalveluita ovat tyypillisesti tavaroiden seurantapalvelut ja tullaukset.

Nurmisen on jalansija kaikissa vaiheissa arvoketjua

Nurmisen palvelut kattavat nykyisin koko edellä mainitun arvoketjun Suomessa ja alkupään muodostaa North Railin liiketoiminta. Nähdäksemme yhtiöllä on myös mahdollisuuksia tulevaisuudessa kasvattaa omaa osuuttaan suoran Kiinan junayhteyden arvoketjusta (toimia veturioperaattorina Suomen puolella) geopolittisen tilanteen niin salliessa. Lisäksi North Railin rautatiekuljetuksilla on nähdäksemme mahdollista tukea keskimmaisen vaiheen liiketoimintoja.

Puolestaan keskimmaista vaihetta se hallinnoi omien ja vuokrattujen terminaalikiinteistöjensä kautta Vuosaarissa ja Kotkassa sekä paikkariippumattomien huolintapalveluidensa kautta.

Sen sijaan viimeisessä vaiheessa yhtiön kasvukärkenä toimii tällä hetkellä Euroopan sisäiset rautatiekuljetukset Essinge Railin hankinnan myötä. Arvioimme mukaan liiketoimintasynnergia kyseisen liiketoiminnan ja Suomen liiketoimintojen välillä ovat esimerkiksi suoraa Euroopan ja

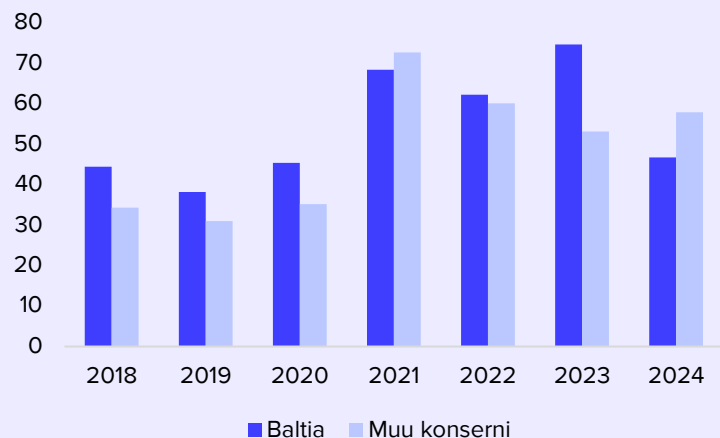
Aasian välistä konttijunaliikennettä vähäisemmät (vrt. suoran junayhteyden tuoma syöttöliikenne terminaalipalveluihin ja huolintaan). Arvioimme Essinge Rail -hankinnan kuitenkin tarjoavan yhtiölle selkeitä myyntisynergioita sen aiempiin omiin Pohjoismaiden ja Euroopan välisiin kuljetuksiin sekä huolinta- ja multimodaaliliiketoimintoihin. Kokonaisuutena yhtiöstä on yritysostojenkin kautta muotoutunut varsin kokonaisvaltainen ja kansainvälinen rautatielogistiikka-alan toimija.

Arvioimme mukaan yhtiö pyrkii myös pidemmällä aikavälillä kasvattamaan osuuttaan etenkin arvoketjun viimeisestä osasta sekä Euroopan sisäisessä että mahdollisesti myöhemmin uudelleenavautuvassa Euroopan ja Aasian välisessä rautatielogistiikassa. Arvioimmekin pääfokuksen olevan etenkin maantieteellisessä laajentumisessa sekä orgaanisin että epäorgaanisin keinoin. Yhtiön strategisia linjauksia ja viime vuosien useita erilaisia avauksia peilaten arvioimme sen pyrkivän lanseeraamaan myös uusia palvelukonsepteja tasaisin väliajoin, mutta näiden ylösajot merkittävään kokoluokkaan vievät orgaanisesti tyypillisesti useita vuosia.

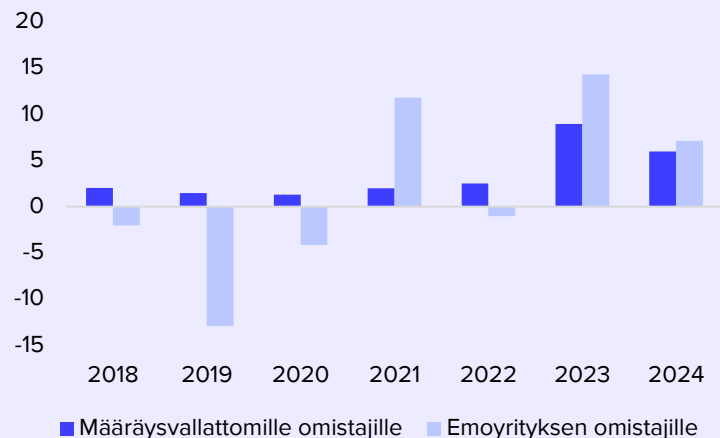
Asiakaskunta on laaja ja painottuu korkeamman rahdin arvon toimialoille

Nurmisen asiakaskunta on käsityksemme mukaan nykyisin varsin laaja. Arvioimme asiakaskunnassa suurimpina toimialoina olevan Essinge Railia lukuun ottamatta kemian-, metalli-, kaivos-, metsä- ja konepajateollisuuden, joiden rahtimäärät ovat korkeita ja myös keskimääräinen rahdin arvokin on suhteellisen korkea. Sen sijaan Essinge Railin volyymit koostuvat käsityksemme mukaan erityisesti kuluttajatuotteista (suurimpina juomat sekä kodintarvikkeet).

Baltian liiketoimintojen osuus konsernin liikevaihdosta (MEUR)



Raportoidun tuloksen jakautuminen (MEUR)*



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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Näiden lisäksi asiakaskuntaan kuuluu paljon pienempiä kappaletavaraa toimittavia asiakkaita (esim. erilaisia kuluttajatuotteita) sekä esimerkiksi elintarvikealan toimijoita, jotka hajauttavat asiakasportfoliota.

Käsityksemme mukaan yhtiön merkittävimmät asiakkaat ovat myös keskimäärin varsin tunnettuja kansainvälisiä toimijoita, mikä laajahkon toimialahajautuksen myötä tuo vakautta liiketoimintaan. Tästä huolimatta suurimmat asiakastoimialat, kuten myös koko logistiikka-ala, ovat riippuvaisia maailmantalouden suhdanteista, mikä nostaa myös hieman Nurmisen riskiprofilia. Toisaalta arviomme esimerkiksi lannoitteiden ja metallien olevan suhteellisesti vähemmän riippuvaisia Suomen ja Euroopan talouskehityksestä. Vuonna 2024 konsernin liikevaihdosta 17 % (2023: 22 %) tuli Global Transport and Logistics Pte. Ltd:ltä, joka on arviomme mukaan Baltian liiketoimintojen asiakas ainakin rautatiekuljetuksissa.

Arviomme mukaan itsessään asiakastoimialoissa ei ole olennaisia kannattavuuseroja samankaltaisten palveluiden sisällä, vaan mahdollisten kannattavuuserojen taustalla on hankittujen palveluiden luonne (vrt. rautatiekuljetukset vs. terminaalipalvelut). Toisaalta mm. solmittujen asiakassopimusten pituus ja toimitusten aikataulu (esim. viime hetken varaukset kalliimpia) voivat vaikuttaa merkittävästikin hinnoitteluun.

Arviomme North Railin kysyntätilanteen ja tehtyjen asiakassopimusten tarjoavan yhtiölle jo hyvin näkyvyyttä ainakin kuluvaan vuoden kehitykseen ja myös osin tätäkin pidemmälle ilman mahdollisia, mutta epätodennäköisiä markkinahäiriöitä (esim. pakotteiden laajentuminen tai North Railin kuljettamien raaka-aineiden äkillisesti laskevat markkinahinnat). Arviomme myös Baltian sekä Essinge

Railin tilanteen olevan vähintäänkin kohtuullinen tästä näkökulmasta nykyvolyymien osalta. Sen sijaan muun kansainvälisen rautatieliiketoiminnan kasvun osalta arviomme vaihteluvälin olevan vielä suhteellisen leveä sen kehitysvaiheesta ja globaalin talouden alavireestä johtuen.

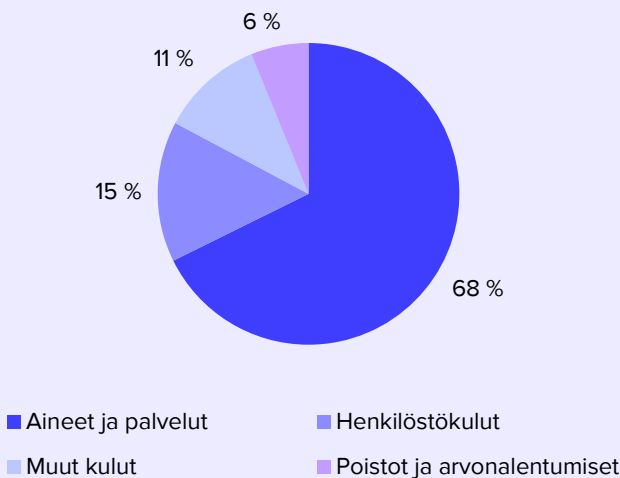
Puolestaan terminaalipalveluissa tilahinnoitteluun kiinteä osuus on jatkanut kasvussa (ts. asiakas maksaa tilasta, vaikkei käyttäisi), mikä hieman rajaa liikevaihdon heilahtelua. Yhtiöllä on kuitenkin arviomme mukaan myös asiakassopimuksia, jotka eivät sisällä volyymiin tai arvoon sidottuja ehtoja. Siten koko sopimuskanta ei tuo varsinaista taattua liikevaihtokuormaa, vaikka pitkät raamisopimukset tuovat tiettyä jatkuvuutta asiakaskuntaan.

Yleisellä tasolla pienempien kappaletavaraa toimittavien toimijoiden hintasensitiivisyys on arviomme mukaan vähäisempää kuin suurten toimijoiden keskuudessa, joilla hintapaine korostuu normaalioloissa etenkin bulkkituotteista, kuten metsäteollisuuden tuotteissa. Tämän myötä myös yksittäisissä pienemmissä tai erikoiskuljetuksissa katetasot ovat tyypillisesti paremmat.

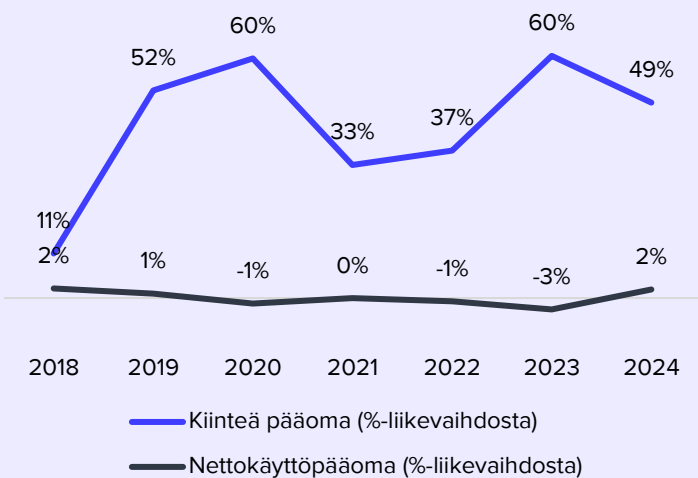
Kulujen joustavuus vaihtelee liiketoiminnoittain

Nurmisen kustannusrakenne vaihtelee liiketoiminnoittain, mutta arviomme mukaan yhtiön kokonaiskustannuksista nykyisellään noin 70–75 % on muuttuvia kuluja ja kiinteiden kustannusten osuus on noin 20–25 %. Kiinteiksi kustannuksiksi etenkin lyhyellä aikavälillä voidaan katsoa henkilöstökulut, valtaosa muista kuluista sekä poistot. Nämä kuluerät vastasivat vuonna 2024 kokonaisuudessaan noin 32 % Nurmisen kokonaiskustannuksista. Muuttuviin kustannuksiin voidaan sen sijaan lyhyellä aikavälillä katsoa kuuluvan aineet ja palvelut. Kulurakenteen kiinteät osuudet tarjoavatkin yhtiölle kohtalaista operatiivista tulosvipua.

Kulurakenne (2024)



Pääomien sitoutuminen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Nähdäksemme kustannusrakenteen joustavuus vaihtelee hyvin paljon liiketoiminnoittain. Esimerkiksi terminaalipalveluissa tai North Railin rautatiekuljetuksissa kulurakenne on huomattavasti jäykempi, sillä kuluista merkittävä osuus muodostuu kiinteistöön/kalustoon sekä henkilöstöön liittyvistä kustannuksista. Siten myös operatiivinen vipu on huomattavasti suurempi molempiin suuntiin.

Sen sijaan esimerkiksi konttijunaliiketoiminnan tai Baltian liiketoimintojen osalta merkittävä osa kustannuksista muodostuu alihankintana hankituista palveluista, joiden määrä vaihtelee käytännössä suoraan myyntivolyymien mukaan. Tämä yhtälö puolestaan mahdollistaa suhteellisen tehokkaan pääoman käytön ja antaa edellytykset korkealle pääoman tuotolle.

Kokonaisuudessaan tarkasteltuna kulurakenteen kiinteiden ja muuttuvien osuuksien voikin olettaa vaihtelevan liikevaihdon rakenteen mahdollisten muutosten myötä.

Investoinnit ovat maltilliset, eikä käyttöpääomaa sitoudu juurikaan

Nurmisen liiketoimintamalli sitoo konsernitasolla kiinteää pääomaa merkittävässä määrin etenkin North Railin vetureihin. Huomioiden North Railin nykyisen tulokunnon on näihin sitoutuville pääomille saatava tuotto kuitenkin huomattava ja arvoa luova.

Tämän lisäksi pääomia sitoutuu terminaalikiinteistöihin ja näihin liitännäiseen kalustoon, vaikkakin selvästi aiempaa vähemmän Vuosaaren kiinteistön (Nurmisen pääkonttori sekä terminaalikiinteistö) enemmistöosuuden myynnin myötä. Onkin hyvä huomata, että ennen vuotta 2024

kiinteistö kirjattiin kokonaisuudessaan konsernitilinpäätökseen Nurmisen omistettua kiinteistöyhtiöstä 51 %. Myynnin ja Ilmarisen kanssa tehdyn viisivuotisen vuokrasopimuksen myötä kiinteistö näkyikin nykyisin taseessa käyttöoikeusomaisuudessa.

Kokonaisuutena näemme näihin sitoutuvat pääomat kuitenkin lähes välttämättöminä kokonaisvaltaisen palvelukonseptin ja liiketoimintamallin kannalta. Toisaalta arvioisimme sillä olevan mahdollisuuksia vapauttaa pääomia myös veturikaluston mahdollisilla leasing-sopimuksilla (vrt. lentokoneet, laivat), mutta tämän todennäköisyyttä ja tarkempia ehtoja on vaikea arvioida.

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

Nurmisen suurimmat omistajat 5/2025

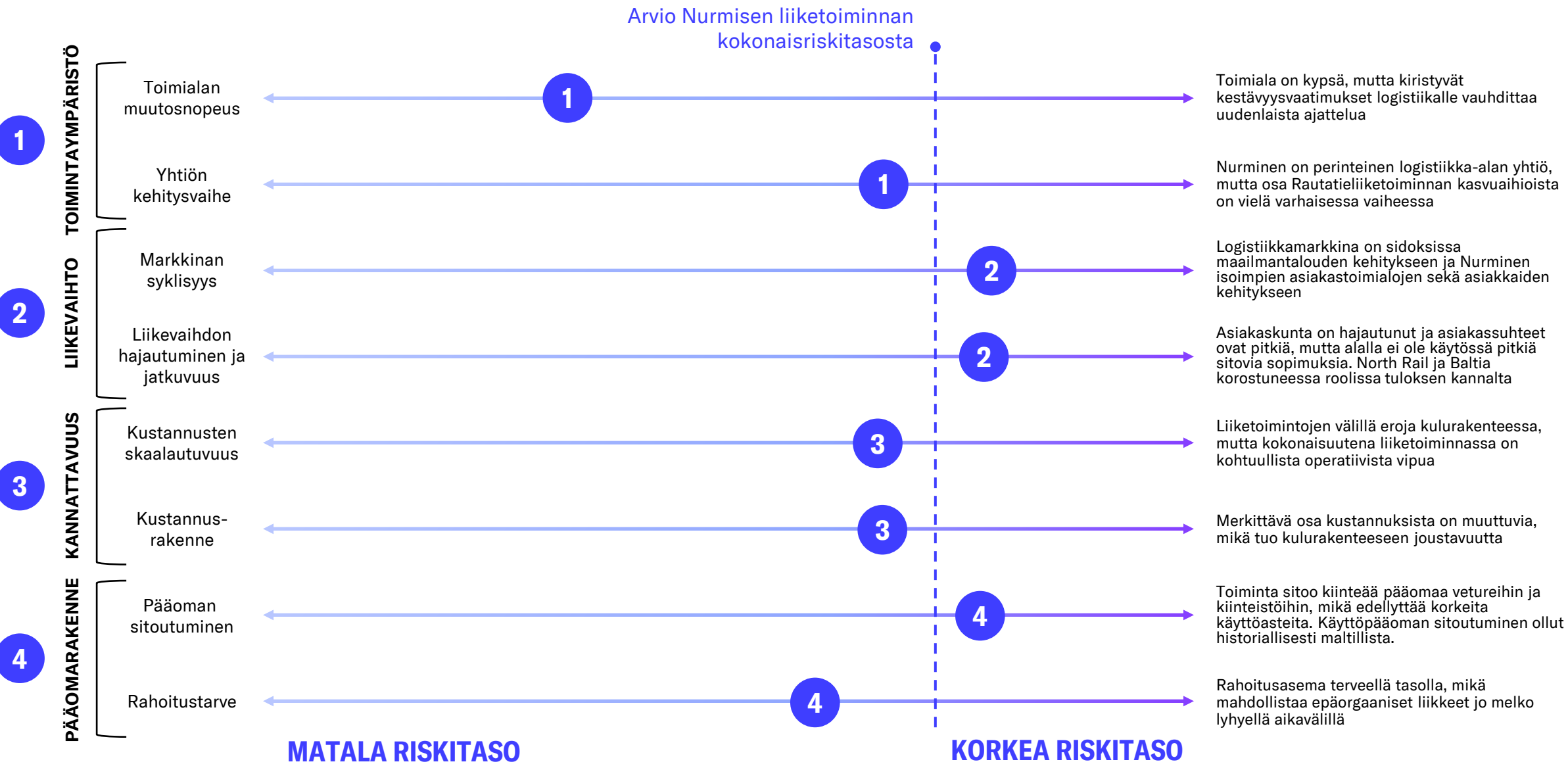
Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Suka Invest Oy	15,1 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	14,5 %
Juha Nurminen (sis. JN Uljas Oy)	9,8 %
K. Hartwall Invest Oy Ab	8,0 %
Olli Pohjanvirta (sis. Railcap Oy ja VGK Invest Oy)	5,8 %
Verman Holding Oy	3,1 %
Pär-Gustaf Relander	2,2 %
Jocer Oy Ab	1,5 %
Cyberdyne Invest Oy	1,3 %
Janne Vertanen	0,8 %

Esimerkkejä Nurmisen asiakkaista*



*Inderesin arvio

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategian keskiössä kansainväliset rautatiepalvelut

Nurminen päivitti keväällä 2025 konsernitason strategiaansa, joka jatkoi pitkälti edellisen strategiakauden päälinjoilla. Yhtiön strategian keskiössä onkin jatkaa kasvua kansainvälisen palveluverkoston ja asiakaskunnan kehittämällä. Tätä heijastellen yhtiö panostaa asiakastarpeisiin luotujen skaalautuvien logistiikkapalveluiden (käytännössä rautatiekuljetukset) toteuttamiseen ja tukee asiakkaiden vastuullisuustavoitteita ja kilpailukykyä tarjoamalla rautatieoperoinnin ratkaisuja logistiikan CO2-päästöjen alentamiseen. Lisäksi se ylläpitää kyvykkyyksiä hyödyntää nopeasti markkinassa mahdollisesti tapahtuvia muutoksia, kuten suorien Kiinan konttijunien asiakastyön ja operoinnin aloittamista.

Nurmisen mukaan strategian ytimessä ovatkin erityisesti kasvu ja asiakastarpeeseen vastaavat rautatiekuljetukset Skandinavian ja Euroopan markkinoilla, joiden kysyntää tukevat kasvava ympäristötietoisuus ja kiristyvät päästöraportoinnin vaatimukset. Lisäksi yhtiön mukaan sen taloudellinen asema mahdollistaa strategiakauden aikana myös yritysostot.

Strategia on looginen

Mielestämme strategia on varsin looginen sen keskittyessä kansainvälisten rautatiepalveluiden ympärille, joihin se on myös fokusoitunut liiketoiminnassaan voimakkaasti viime vuosina (ml. Essinge Rail -yritysosto). Arvioimme yhtiön strategiakauden alkuvaiheessa keskittyvän etenkin orgaanisiin kasvumahdollisuuksiin Euroopan ja Pohjoismaiden välisessä liikenteessä loppuvuodesta toteutunutta yhtiön kokoluokkaan suhteutettuna merkittävää Essinge Railin hankintaakin peilaten. Nähdäksemme yhtiöllä on myös selkeitä

orgaanisia kasvumahdollisuuksia vielä Euroopan sisäisessä liikenteessä uusien reittiavausten tai onnistuneen uusasiakashankinnan kautta. Samanaikaisesti odotamme yhtiön pyrkivän kehittämään edelleen Trans-Kaspian reittiä, vaikka tähän mennessä onkin käynyt selväksi ettei reitistä ole korvaamaan suoraan Kiinan junayhteyttä. Vastaavasti suoran Aasian yhteyden osalta odotamme yhtiön pitävän kyvykkyyksiä reittien ylösajoa varten, mutta tämän palautuminen on riippuvaista yhtiön ulkopuolisista tekijöistä (Ukrainan sota, geopoliittiset jännitteet, asiakaskäyttäytyminen).

Vastaavasti ainakin mahdollisten isompien epäorgaanisten liikkeiden arvioimme ajoittuvan aikaisintaan kuluvan vuoden loppupuolelle ja todennäköisemmin ensi vuoden puolelle. Mahdollisten yritysostojen profiileja on vielä vaikea arvioida, sillä historiaa peilaten arvioimme yhtiön tutkivan potentiaalisia kohteita varsin laaja-alaisesti (vrt. North Rail ja Essinge Rail). Samalla hankinnat sekä myynnit (Vuosaaren kiinteistö) ovat tähän mennessä olleet arvoa luovia. Alustavan karkean arviomme mukaan nämä voisivat kuitenkin keskittyä Keski-Euroopan rautatieoperoinnin markkina-aseman laajentamiseen ja vahvistamiseen. Kokonaisuutena yhtiön strategia on mielestämme varsin järkevä ja se on myös viime vuosina pystynyt osoittamaan ketteryytensä ja sopeutumiskykynsä markkinatilanteen muutoksiin ja toisaalta sen tarjoamiin mahdollisuuksiin.

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Nurminen julkaisi samalla päivitettyt pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteensa vuosille 2025–2027, jotka ovat:

- **Kasvu:** Liikevaihdon kasvu strategiakaudella keskimäärin 10 % vuodessa

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

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

Kasvutavoite on mielestämme realistinen

Pidämme kasvun tavoitetasoa realistisena huomioiden Essinge Railin tuoma epäorgaaninen kasvu (Essinge Railin liikevaihto karkeasti 20–25 MEUR/vuosi vuosina 2019–2023). Lisäksi tason saavuttamista osaltaan helpottaa vuoden 2024 matalahko lähtötaso vaisua teollisuuden suhdannetta sekä geopoliittista tilannetta heijastellen. Itse tavoiteasetantaan suhtaudumme positiivisesti (vrt. aiemmalla strategiakaudella ei kasvutavoitetta), sillä tämä konkretisoi osaltaan yhtiön omia odotuksia huomioiden myös viime vuosien liikevaihtotasojen vaihtelut. Taso on myös käytännössä linjassa nykyennusteidemme ajanjakson keskimääräisen vuotuisen kasvun kanssa. Kasvun moottorina odotamme yhtiön tavoin toimivan erityisesti Euroopan ja Pohjoismaiden välisen rautatieoperoinnin. Vastaavasti North Railissa ja Baltian liiketoiminnoissa näemme absoluuttisen kasvupotentiaalin rajallisempana ainakin nykyisessä geopoliittisessa tilanteessa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Kasvukuvaa voisi luonnollisesti muuttaa positiiviseen suuntaan Kiinan ja Suomen välisen konttijunareitin palautuminen, kun huomioidaan myös yhtiön kasvanut asiakaskunta Euroopassa. Tämän varaan on kuitenkin mielestämme vaikea nojata strategiakauden aikana. Vastaavasti negatiivisimpina riskeinä näkisimme geopolittisen tilanteen kärjistymisen entisestään, mikä voisi uusien pakotteiden kautta heijastua North Railin ja Baltian liiketoimintoihin. Tämäkin skenaario vaikuttaa kuitenkin epätodennäköiseltä.

Kannattavuustavoite huomioi mahdolliset yritysostot

Vastaavasti viimeaikaiseen tulokuntoon peilattuna (oik. EBIT-% 2023–2024: 16,8–18,2 %) kannattavuustavoitetta ei voi pitää erityisen haastavana. On kuitenkin huomioitava ettei viime vuosien marginaalitaso ota huomioon Essinge Rail -hankintaa. Siten liiketoiminnan hyvästä kannattavuudesta (vrt. Essinge Rail ROE-% 2019–2023: 23 %) huolimatta sillä on marginaaleja dilutoiva vaikutus konsernitasolla. Arvioimmekin Nurmisen kannattavuustavoitteen huomioivan tämän, North Railin nykyisen erittäin korkean kannattavuuden ja rajallisemman kasvupotentiaalin sekä mahdolliset tulevat yritysostot, joiden katetasot olisivat todennäköisesti lähempänä Essinge Railia kuin North Railia. Käytännössä kansainvälisten rautatiepalveluiden suhteellisen osuuden kasvu liikevaihdosta tulisikin dilutoimaan marginaalipotentialiaalia, vaikka kasvun toteutuminen nostaisi absoluuttista tulosta. Pidämme tavoitetta kuitenkin realistisena ja nykyisillä ennusteillamme odotamme yhtiön yltävän kannattavuustavoitteeseen strategiakauden jokaisena vuotena.

Tämä kuitenkin luonnollisesti vaatii taakseen, ettei North

Railin liiketoiminnassa tapahdu suurempia muutoksia, sillä arviomme mukaan muiden liiketoimintojen kannattavuuspotentiaali on sen nykyistä tasoa merkittävästi rajallisempi. Toisaalta tämä myös edellyttää, että muiden liiketoimintojen kannattavuustasoissa ei tapahdu merkittäviä heikentymisiä.

Rahoitusrakenteen osalta tavoitteet ovat järkevät

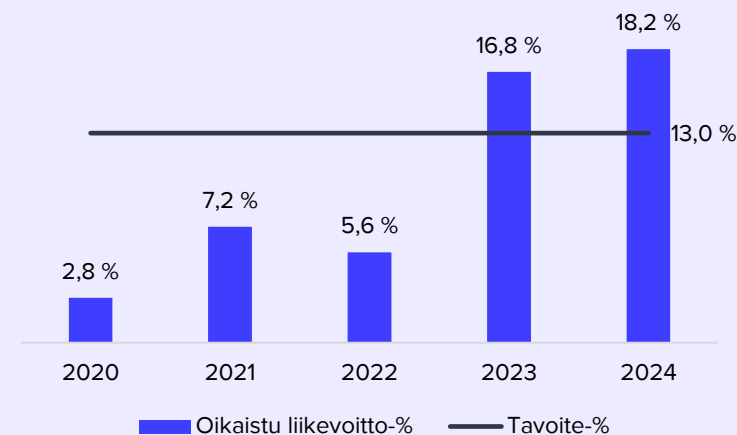
Vastaavasti tase- ja rahoitusrakenteen osalta tavoitteet ovat mielestämme yleisesti varsin järkevällä tasolla. Sen nykyisellä tulostasolla (ml. kassavirta) rahoitusasema vahvistuu myös varsin nopeasti. Nykyisillä ennusteillamme odotamme yhtiön myös yltävän tavoitteisiin jokaisena vuotena. Ennusteemme eivät kuitenkaan luonnollisesti sisällä mahdollisten yritysostojen vaikutusta.

Yhtiöllä edellytykset kasvavaan voitonjakoon

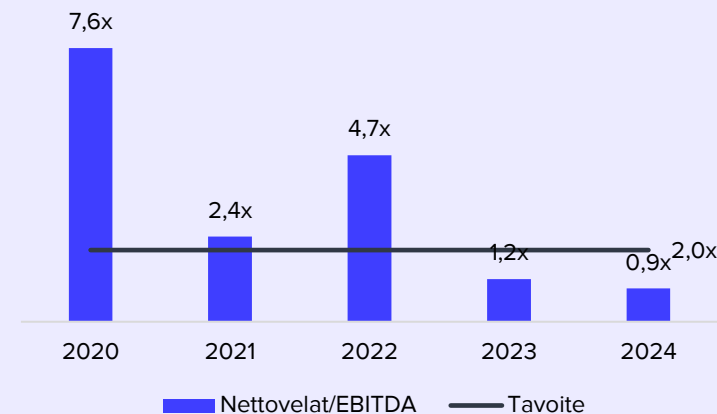
Puolestaan nykyinen sekä ennustamamme tulokunto ja kassavirta sekä nykyliiketoiminnan vaatimat suhteellisen maltilliset investointitarpeet (veturit ovat uusia ja Vuosaaren kiinteistö vuokrattu) huomioiden yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset kasvavaan voitonjakoon. Tähän osaltaan vaikuttaa kuitenkin mahdolliset epäorgaaniset kasvuliikkeet ja mahdollisten yritysostojen kokoluokka.

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

Oikaistun liikevoitto-%:n kehitys ja tavoitetaso



Nettovelat/EBITDA kehitys ja tavoitetaso



Toimiala ja kilpailu 1/5

Potentiaallinen markkina on yhtiön kokoon nähden suuri

Nurmiselle olennaisten markkinoiden eli Suomen (sis. vienti, tuonti sekä transitoliikenne), Baltian, Pohjoismaiden ja Euroopan (etenkin Keski-Eurooppa) logistiikkamarkkinoiden koko on yhtiön mittakaavassa suuri. Markkinan kokoa heiluttaa kuitenkin merkittävästi yleinen talouden kehitys, joka heijastuu maailmankaupan myötä viennin ja tuonnin volyymeihin.

Tullin mukaan Suomen tavaraviennin ja -tuonnin yhteisarvo oli vuonna 2024 noin 147 miljardia euroa, joka laski hieman vuodesta 2023 (noin 153 mrd. euroa) vaisua suhdannetta heijastellen. Vastaavasti esimerkiksi Ruotsin tuonti ja vienti EU-maista oli Kommerskollegiumin tilastojen perusteella vuonna 2024 euromääräisesti noin 231 mrd. euroa. Logistiikan osuus tästä kokonaismarkkinasta on luonnollisesti rajallinen ja riippuvainen laskutavasta. Tämä antaa kuitenkin mielestämme kuvaa markkinan suuruudesta, jossa logistiikan osaltakin puhutaan miljardeista euroista.

Yhtiön potentiaalista markkinaa kasvattaa myös merkittävästi Euroopan ja Aasian välinen konttijunaliikenne. Nurminen on esimerkiksi itse aikaisemmin arvioinut, että sen rahtijunayhteyden relevantin Euroopan markkina-alueen välinen kaupankäynti Kiinan kanssa vuositasona olisi ollut noin 70 mrd. euroa (Nurmisen maantieteellinen peitto kasvanut tämän jälkeen). Tästä arvosta puolestaan merkittävä osa kuljetetaan konteilla (arviolta 40–50 mrd. euroa) ja yhtiön mukaan rautateitse kuljetettavan rahdin osuus tästä oli useita miljardeja (ennen Ukrainan sodan syttymistä).

Arvioimme mukaan logistiikan osuus myös tästä Kiinan ja Euroopan välisestä konttiliikenteestä lasketaan miljardeissa euroissa.

Lisäksi yhtiö arvioi aikaisemmin rautatierahdin osuuden ja arvon kasvavan useita kymmeniä prosentteja vuodessa megatrendien tukemana (mm. vastuullisuusvaatimukset) ja siten rautatierahdilla voitaisiin pystyä kuljettamaan arviolta 5–10 % merirahdin määrästä Euroopan ja Kiinan välisellä reitillä. Kasvukuva on luonnollisesti muuttunut merkittävästi ainakin toistaiseksi Ukrainan sodan myötä. Nykyistä Euroopan ja Aasian välistä rautatierahdin markkinakokoa on vaikea arvioida, mutta arvioimme mukaan se on murto-osa merirahdistä.

Markkinaa kasvattaa vielä Nurmisen viime vuosien maantieteellinen laajentuminen Pohjoismaiden väliseen konttijunaliikenteeseen sekä laajentuminen vahvemmin Keski-Euroopan markkinoille sekä North Railin mukaantulo.

Siten kokonaismarkkinan koko ei tulekaan rajaamaan Nurmisen kasvumahdollisuuksia vielä pitkään aikaan. Yhtiön kasvu ei ole myöskään pidemmällä aikavälillä sidoksissa Suomen tuonnin ja viennin kasvuun sen maantieteellisen peiton kasvettua. Luonnollisesti olennaisessa roolissa yhtiön kasvun kannalta on rautatierahdin markkinaosuuden kasvu suhteessa perinteisempiin meri- ja kumipyörärahtiin nähden. Kasvukuvan vaihteluväli on kuitenkin ainakin osin sidoksissa poliittisen tilanteen kehitykseen (Ukrainan sota sekä yleisesti kasvaneet geo- ja kauppapoliittiset jännitteet).

Suomen ja Kiinan välisen konttirahdin arvo kasvanut melko tasaisesti ennen inflaatiota

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

Tullin tilastojen mukaan Kiinan ja Suomen välisen konttirahdin (sis. meri- ja rautatierahti) kuljetusten tilastoarvo on vuosina 2015-2024 ollut 2,3-4,9 mrd. euron välissä. Konttirahdin arvo oli 2010-luvun loppupuolella nousujohteista ennen koronapandemian sotkemaa vuotta 2020. Sen sijaan vuonna 2021 ja etenkin vuonna 2022 tilastoarvot kääntyivät jälleen nousuun, jota tuki myös voimakkaan inflaation myötä nousseet tuotteiden hinnat. Taloussuhdanteen heikentymisen (ml. korkojen nousu ja inflaation asteittainen lasku) myötä tilastoarvot ovat kuitenkin kääntyneet laskuun viime vuosina, mutta olleet vakailla tasoilla noin 3,7 mrd. eurossa.

Konttirahtiliikennettä on historiallisesti dominoinut perinteinen merirahti. Vuosina 2020–2022 rautatiekuljetukset nostivat päätään ja kuljetusmuoto olikin kovassa nosteessa ennen Ukrainan sodan syttymistä, minkä jälkeen volyymit laskivat nopeasti erittäin mataliksi. Arvioimme kuljetusmuodon kasvun taustalla olleen etenkin Nurmisen Kiinan junayhteyden avaamisen. Lisäksi arvioimme rautatiekuljetuksia tukeneen vuonna 2021 merirahdin logistiset haasteet.

Toimiala ja kilpailu 2/5

Kilpaileva kuljetusmuoto vaihtelee markkinoittain

Etenkin Euroopan ja Aasian välisen rautatierahdin merkittävin kilpailija on perinteinen merirahti. Pienemmissä määrin rautatierahti kilpailee myös pidemmällä välimatkoilla lentorahdin kanssa, mutta lentorahdattava tavara yleensä vaatii luonteensa tai toimitusajan puolesta erikoiskäsittelyä. Sen sijaan Euroopan sisäisessä liikenteessä kilpaileva kuljetusmuoto on kumipyörärahti. Nurmisen kannalta kuitenkin yhteinen teema molempien osalta on, että yhtiö kilpailee etenkin vaihtoehtoisia kuljetusmuotoja vastaan, eikä niinkään toisia rautatieoperaattoreita.

Esimerkiksi aikaisemman suoran junayhteyden näkökulmasta suorien kilpailijoiden määrä oli hyvin vähäinen, koska yhtiö käytännössä loi uutta markkinaa etenkin Kiinasta (ja vähemmissä määrin muualta Aasiasta) Suomeen ja myös osin Pohjois-Eurooppaan suuntautuvalla liikenteellä. Käsityksemme mukaan rahtijunaliikenteessä oli kuitenkin muutamia muita toimijoita (esim. Maersk), mutta yleisesti markkinan kehitysvaihe jäi rajalliseksi ennen Ukrainan sodan eskaloitumista. Yleisellä tasolla uusien toimijoiden murtautuminen markkinoille on myös hankalaa pienellä kapasiteetilla, sillä kannattavuus vaatii taakseen volyymejä. Lisäksi kumppanuusverkostojen ja asiakassuhteiden rakentaminen vaatii tyypillisesti aikaa.

Vastaavasti Euroopan sisäisessä rautatieoperoinnissa on mukana useampia toimijoita. Monet toimijat ovat kuitenkin esimerkiksi valtiollisia rautatieyhtiöitä, jotka ovat tyypillisesti vahvempia omilla kotimarkkinoillaan ja erikoistuneita tiettyihin reitteihin ja/tai suurivolyymisiin kuljetuksiin. Käytännössä Nurminen ei kuitenkaan pyri kilpailemaan tällaisten toimijoiden kanssa, vaan ennemminkin tekemään yhteistyötä toimijoiden kanssa (kalustovuokrat, veturivedot

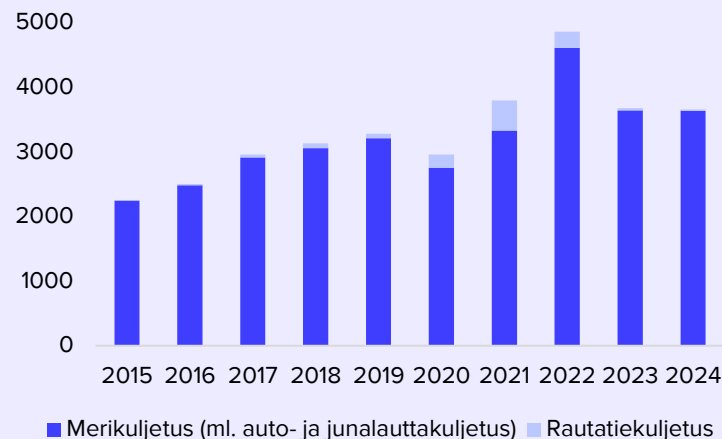
alihankintana). Sen sijaan Nurmisen tyyppisiä ketteriä kilpailijoita on käsityksemme mukaan edelleen rajallisempi määrä ja myös nämä ovat kokoluokaltaan pienempiä pelureita.

Rautatierahti on kilpailevia menetelmiä kalliimpi toistaiseksi

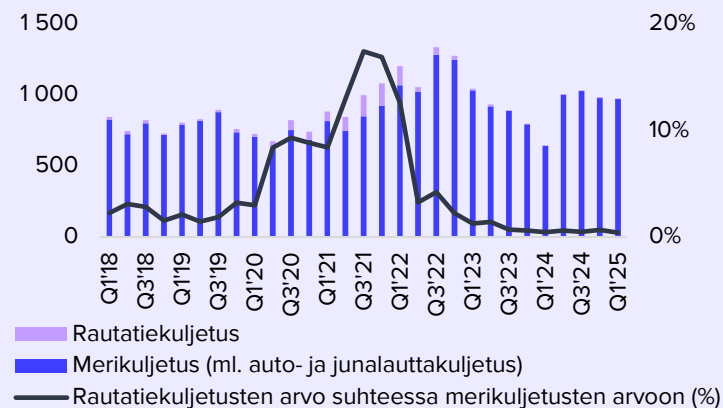
Kilpaileviin kuljetusmuotoihin verrattuna rautatierahti on arviomme mukaan selvästi merirahtia kalliimpi vaihtoehto normaalioloissa. Hintaerosta johtuen esimerkiksi bulkkituotteiden (mm. sellun) kuljettaminen rautatierahdilla ei olekaan taloudellisesti järkevää pitkillä matkoilla. Tästä johtuen rautatierahdin kohderyhmänä on arvokkaamman sisällön kuljetukset (esim. teollisuuden koneet, kuluttajatuotteet). Vastaavasti markkinaosuuden voittaminen merirahdilta näissä kategorioissa perustuu pitkällä aikavälillä etenkin asiakkaiden kilpailukyvyn vahvistumiseen toimitusnopeuden ja -varmuuden parantumisen myötä (mm. asiakkaiden käyttöpääoman hallinta, tuotannon läpimenoaikojen lyhentyminen) sekä kuljetusmuodon korkeampaan ympäristöystävällisyyteen (ml. regulaatio). On kuitenkin hyvä huomata, ettei rautatierahti ole korvaamassa merirahtia läheskään kokonaan, sillä kuljetusmuodon kapasiteetti on huomattavasti merirahtia pienempi (vrt. yhteen junaan menee keskimäärin 50 konttia (FEU) ja rahtilaivaan keskimäärin 5000–7500 konttia (FEU)).

Tilanne eroaa osin Euroopan sisämarkkinoilla, missä rautatierahti on vakiintuneempaa, mutta markkinaa dominoi kuitenkin kumipyörärahti. Merkittävänä tekijänä tämän taustalla arviomme olevan kumipyörärahdin tyypillisesti alemman hintapisteen sekä myös rataverkoston osin heikon kunnon (mm. kuljetusnopeus).

Kiinan ja Suomen välisen konttirahdin kuljetusten tilastoarvot (MEUR)



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



Lähde: Tullin tietokanta, Inderes

Toimiala ja kilpailu 3/5

Tilanne vaihtelee kuitenkin alueittain ja käsityksemme mukaan esimerkiksi Essinge Railille merkittävä Italian ja Ruotsin välinen junareitti on tällä hetkellä varsin kilpailukykyinen suhteessa kumipyörärahtiin (ts. nopeampi ja halvempi).

Käsityksemme mukaan Keski-Euroopassa on melko paljon vapaata kuljetuskapasiteettia tällä hetkellä ja vasta korkeintaan hiljalleen elpyvää suhdannetta peilaten on kysyntä varsin kustannusvetoista. Hieman pidemmälle tulevaisuuteen katsoen on kumipyörätoimijoilla oletettavasti kustannus-/investointipaineita todennäköisesti kiristyvän regulaation myötä (esim. päästövaatimukset, jotka ohjaavat kulutusta korkeamman hintapisteen biopolttoaineiden käytön lisäämiseksi tai investointeihin uuden teknologian kalustoon). Lisäksi Euroopan rataverkkoa voi olettaa tukevan Saksan ja muun Euroopan kaavailemat suuret infrapaketit, vaikka näiden aikatauluun ja toteutustapaan liittyy vielä epävarmuutta. On myös hyvä huomata, että tässäkään markkinassa rautatierahdi ei ole korvaamassa kokonaan kumipyörärahtia, vaan arvioimmekin esimerkiksi Nurmisen tavoittelevan, että ainoastaan kuljetusten viimeinen osuus terminaalista asiakkaalle toteutettaisiin kumipyörillä. Nähdäksemme rautatierahdin osuuden kasvulla pitäisikin olla etenkin regulaation tukemana edellytykset kasvattaa markkinaosuutta Euroopan sisämarkkinoilla, mutta Nurmisen kannalta tämän hyödyntäminen vaatii luonnollisesti onnistumisia asiakashankinnassa ja kuljetusten toteuttamisessa.

Nurmisella voisi olla kilpailuetua Aasian reitillä

Nurmisella voidaan periaatteessa nähdä olevan luontainen kilpailuetu Pohjois-Euroopan ja Aasian välisessä rahtijunaliikenteessä Suomen rataverkon kuullessa käytännössä samaan 1520 (Suomessa 1524 mm)

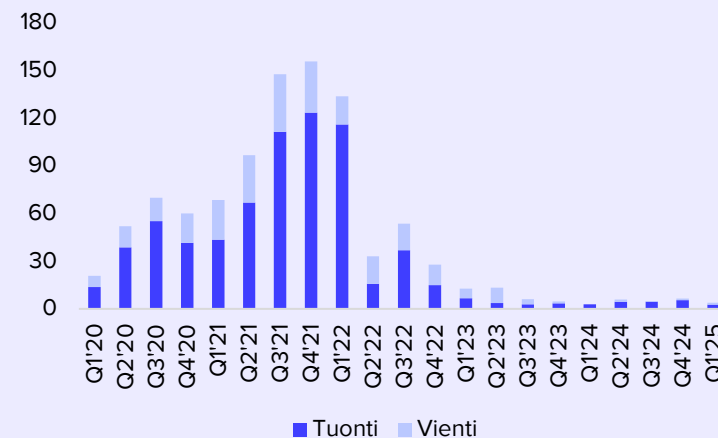
raideleveyteen Venäjän ja Kazakstanin kanssa (raideleveys vaihtuu Kiinan rajalla). Tämä taas tekee reitistä nopeamman kuin Keski-Euroopasta tullessa (raideleveys vaihtuu kaksi kertaa). Sen sijaan geopolittisen tilanteen myötä yhtiö ei luonnollisesti pysty tätä tällä hetkellä liiketoiminnassaan hyödyntämään. Vastaavasti yhtiön Keski-Eurooppaan kasvaneen markkina-alueen näemme tarjoavan sille ainakin teoriassa huomattavia mahdollisuuksia tulevaisuuteen Euroopan ja Aasian väliseen liikenteeseen, vaikkei se tässä Suomen reittiä pystyisikään hyödyntämään. Tämä luonnollisesti vaatii onnistumisia asiakashankinnassa sekä geopolittisen tilanteen normalisoitumista.

Vastaavasti esimerkiksi Trans-Kaspian-reitillä yhtiöllä ei ole vastaavaa kilpailuetua suhteessa muihin toimijoihin. Toteutunutta kehitystä peilaten on myös selvää, ettei Trans-Kaspian-reitti omaa vastaavaa potentiaalia suoraan junayhteyteen verrattuna sen monimutkaisuudenkin vuoksi (sis. kuljetusaika) alueille, joihin merirahdi on kilpailukykyinen. Nähdäksemme reitti sisältää silti mahdollisuuksia paikkoihin minne meriyhteydet ovat kaukana (Keski-Aasia). Arvioimme näiden alueiden markkinapotentiaalin olevan toistaiseksi melko rajallinen.

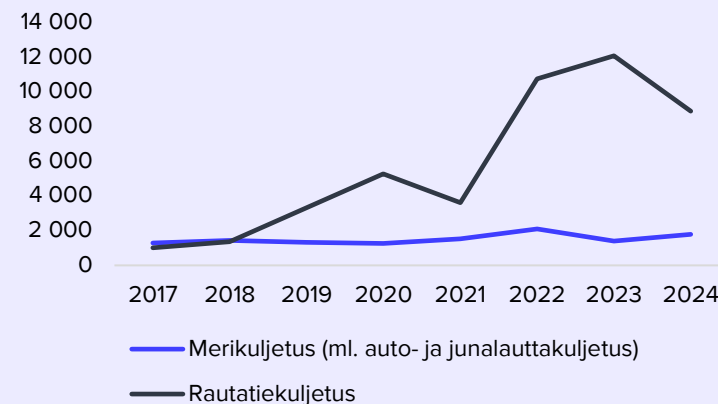
Suomen rautatiekuljetusten markkina

Väyläviraston mukaan Suomen rautateiden tavaraliikenteen kuljetusten vuotuinen tonnimäärä pyöri vuosina 2018–2021 noin 40 miljoonassa tonnissa, kun taas vuosina 2022–2023 volyymit laskivat noin 27–31 miljoonaan tonniin VR:n irtaannuttua idän tavaraliikenteestä kokonaan vuoden 2022 aikana. Puolestaan suhteuttamalla tämä VR:n raportoitujen rautatiekuljetusten kokonaisvolyymeihin, olisi VR Transpointin markkinaosuus kuljetuksista ollut viime vuosina peräti 86–95 %.

Kiinan ja Suomen välisen junarahtikonttien arvonkehitys (MEUR)



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



Lähde: Tullin tietokanta, Inderes

Toimiala ja kilpailu 4/5

Vastaavasti VR Transpointin liikevaihto pyöri vielä vuoteen 2022 asti noin 400 MEUR:ssa, mutta vuosina 2023–2024 sen liikevaihto on ollut noin 335–340 MEUR:ssa. On myös hyvä huomata, että noin 15 % VR Transpointin kokonaisvolyymeisterä muodostuu maantiekuljetuksista. Kokonaisuutena tämä antaa kuitenkin mielestämme kuvan kokonaismarkkinan koosta yhtiön historiallisen hallitsevan markkinaosuuden kautta, vaikka kokonaismarkkina ei olekaan North Railin osalta tällä hetkellä relevantti.

Vastaavasti VR:n vuoden 2022 vuosikertomuksen mukaan Transpointin kuljetusvolyymeisterä noin kolmannes (ts. karkeasti noin 12 miljoonaa tonnia historiallisiin volyymeihin peilaten) oli idän liikennettä eli vienti- ja transitokuljetuksia Suomessa. Kyseessä on myös markkina, johon North Rail on tällä hetkellä keskittynyt tuonnin osalta, ja jossa se on käytännössä ainoa toimija VR:n vetäytymisen myötä. Markkinakoon kehityksen osalta on hyvä huomata, että esimerkiksi Väyläviraston tilastojen perusteella kansainvälisen liikenteen osuus Suomessa oli enää 2,9 miljoonaa tonnia vuonna 2024. Vastaavasti Tullin tietokannan perusteella tuonti Venäjältä rautatiekuljetuksilla on laskenut vuoden 2021 6,7 miljoonasta tonnista noin 0,4 miljoonaan tonniin vuonna 2024. Sen sijaan kuljetusten tilastoarvoissa muutos ei ole läheskään yhtä merkittävä ja onkin hyvä huomata, ettei kuljetusten hintataso ole suoraan linkissä pelkkään painovolyymiin.

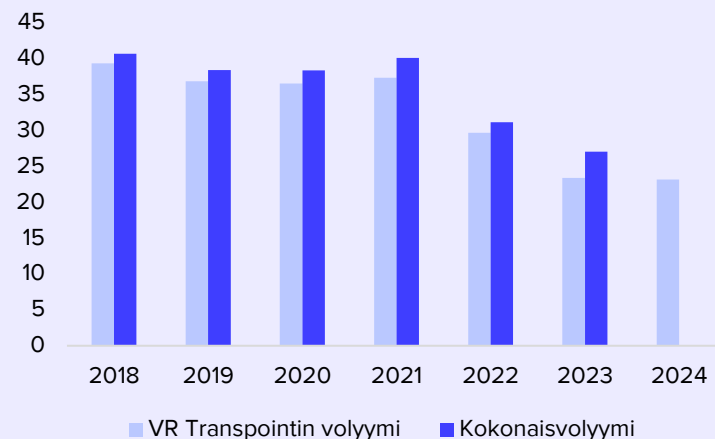
Vaikka tilastot eivät ole välttämättä täysin vertailukelpoisia voi niiden perusteella nähdäksemme päätellä idän liikenteen volyymien hiljentyneen merkittävästi. North Railin hyvästä suorituksesta huolimatta, vaatisi liiketoiminnan kasvu nähdäksemme taakseen uusia kuljetusvolyymejä idän liikenteen osalta, sillä yhtiö ei ole ainakaan tähän

mennessä osoittanut merkkejä kiinnostuksesta puhtaasti kotimaan kuljetuksia kohtaan. Arvioimme yhtiön kuitenkin tarkkailevan mahdollisia uusia kasvumahdollisuuksia avoimesti sekä Suomesta että idän liikenteestä. Sen sijaan olemassa olevan kalustonsa myötä yhtiöllä pitäisi olla arviomme mukaan kapasiteettia kasvattaa vetovolyymejään. Yhtiön ulkopuolelta kapasiteetin käyttöasteita on kuitenkin erittäin vaikea arvioida.

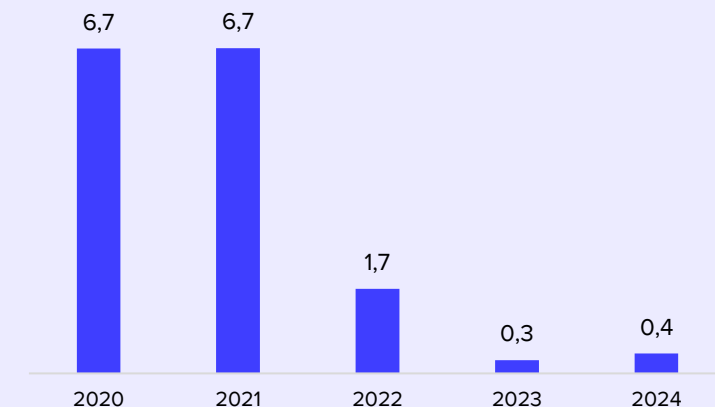
North Raililla ei oleennaisia kilpailijoita tällä hetkellä

Puolestaan kilpailutilanteen osalta yhtiö on kommentoinut, että North Railin veturien vetokapasiteetti on selkeästi muita Suomen markkinatoimijoita (VR Transpoint, Fenniarail) suurempi, mikä antaa sen mukaan sille kestävä kilpailuetua. Lisäksi alalle tulon kynnyksiä kasvattavat toiminnan ylösajon korkeat kustannukset (veturit), tarvittavien lupien saanti (arviomme mukaan useampi vuosi), osaavan henkilökunnan rekrytointi sekä asiakashankinta. Tässä mielessä North Rail onkin tällä hetkellä asemoitunut markkinaan arviomme mukaan erittäin hyvin, emmekä näe sillä olevan kilpailullisesta näkökulmasta suurempaa uhkaa. Emme myöskään oleta VR:n palaavan markkinaan ainakaan lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä tehtyä vetäytymispäätöstä heijastellen. Lisäksi arvioimme päätöksen todennäköisesti vaikuttaneen myös ainakin osaan sen asiakassuhteista sekä Venäjän liikenteestä vastanneeseen henkilöstöön, mikä vaikeuttaisi myös nopeaa paluuta markkinaan. Sen sijaan pidemmällä aikavälillä ja liikenteen mahdollisesti normalisoituessa voi hintakilpailukin nostaa ainakin tietyissä tavararyhmissä jälleen päätään enemmän, kun huomioidaan myös North Railin nykyinen erittäin korkea kannattavuus.

Suomen rautateiden tavaraliikenne
(miljoona tonnia)*



Rautatiekuljetukset Venäjältä Suomeen
(miljoonaa tonnia)



*Väylävirasto ei ollut julkaissut vielä lukuja vuodelta 2024

Toimiala ja kilpailu 5/5

Vastaavasti riskeinä liiketoiminnalle voidaan nähdä mahdollinen idän tavaraliikenteen volyymien lasku esimerkiksi pakotteiden/vastapakotteiden mahdollisen laajentumisen kautta koskemaan yhtiön käsittelemiä tuoteryhmiä. Tämä vaikuttaa mielestämme kuitenkin melko epätodennäköiseltä tässä vaiheessa ilman tilannekuvan suurempaa muutosta. Lisäksi volyymien vähentymiseen voisi luonnollisesti vaikuttaa, mikäli tuotteita alettaisiin kuljettamaan suuremmissa määrin vaihtoehtoisia reittejä pitkin (esimerkiksi Venäjän satamien kautta) tai lopputuotteiden kysynnässä nähtäisiin odottamatonta hidastumista, mutta nämäkin vaikuttavat melko epätodennäköisiltä. Käsityksemme mukaan yhtiöllä on myös pitkiä puitesopimuksia kuljetusten osalta ja sen asiakastytyvyisyys on hyvällä tasolla, minkä pitäisi rajoittaa vaihtoehtoisin reitteihin liittyvää riskiä ainakin keskipitkällä aikavälillä.

Muissa liiketoiminnoissa kasvukuva ja kilpailutilanne vaihtelee

Yhtiön muut Suomen liiketoiminnot ovat puolestaan pitkälti riippuvaisia Suomen ulkomaankaupan määristä. Suomen liiketoimintoihin vaikuttaa etenkin Vuosaaren ja Kotkan satamien volyymit sen terminaalien sijaintien johdosta. Tilastokeskuksen lukujen perusteella volyymit ovat pysyneet jokseenkin vakaina, joskin hieman laskevalla suunnalla, viime vuosina, vaikka tilastoista ei pystykään päättämään yhtiökohtaisia volyymejä.

Myös sen relevantti kilpailukenttä vaihtelee muissa liiketoiminnoissa. Osalla liiketoiminta-alueista yhtiöllä on kilpailijoita, jotka toimivat sen kanssa osassa palveluista, mutta eivät koko kilpailukentässä. Siten sen kilpailijat saattavat myös hyödyntää Nurmisen logistiikkaosaamista tietyissä osissa kuljetusta, mikä konkretisoituu etenkin volyymeinä Nurmisen terminaaleissa. Puolestaan Baltian

liiketoiminnoissa yhtiöllä on käsityksemme mukaan vakaa ja vahva markkina-asema.

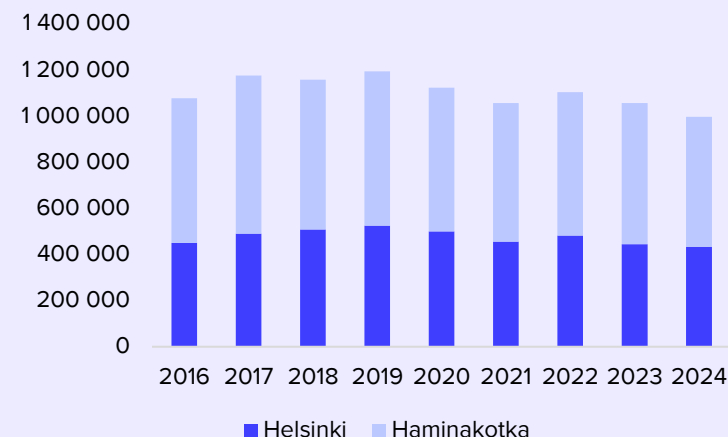
Huolintamarkkina on varsin hajautunut Suomessa

Suomen Huolinta- ja Logistiikkaliiton (SHLL) viimeisimmän raportin (11/2024) mukaan huolintayrityksiä Suomessa oli 276 kappaletta vuonna 2023. Vastaavasti tilastojen perusteella Suomen huolinta-alan kokonaismarkkina olisi viime vuosina ollut noin 3,0–3,8 mrd. euroa. Mielestämme tämä kuvastaa markkinan hajautumista monelle toimijalle (ts. markkinan koko/toimijat suhde), minkä taustalla arvioimme olevan matalat alalle tulon esteet (ei-paikkasidonnaista). Tämä taas on johtanut melko kireään kilpailuun ja SHLL:n mukaan vuonna 2023 koko huolinta-alan keskimääräinen liikevoitto oli noin 2,8 % (2022: 3,5 %). Tätä, käsityksemme mukaan hiljalleen automatisoituvaa toimialaa (vrt. tilitoimistot) sekä heikompaa suhdannetta peilaten voi alalla mielestämme odottaa tapahtuvan konsolidaatiota lähivuosien aikana.

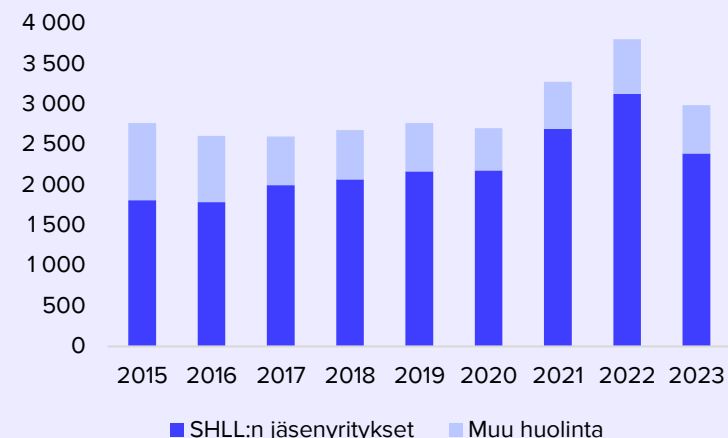
Terminaalipalvelut ovat sidottuja sijaintiin

Terminaalipalveluissa puolestaan alalle tulon kynnystä kasvattavat pääomavaatimukset ja sijaintikeskeisyys, sillä keskeisissä tavaraliikenteen solmukohtissa (esim. Vuosaari) liiketoimintamahdollisuuksia rajaa etäisyydet tavaraliikenteen jatkoyhteyksiin. Kokonaisuutena terminaaliliiketoiminta on kuitenkin kilpailtu ja merkittäviä kilpailuetuja on vaikea synnyttää. Terminaalipalveluiden kannattavuus onkin pitkälti riippuvaista volyymeistä ja operatiivisesta tehokkuudesta sekä lisäpalvelumyynnistä. Yleisellä tasolla liiketoiminnan marginaalit ovat suhteellisen matalat vaadittavan pääoman ja hintakilpailun takia. Nurmisen potentiaalisen muun Rautatieliiketoiminnan syöttöliikenteen voi nähdä tuovan tiettyä etua yhtiölle yhdessä laajan lisäpalvelutarjoaman kanssa.

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



Suomen huolinta-alan kokonaisliikevaihdon kehitys (MEUR)



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/3

Kustannusrakenne muuttunut viime vuosina

Nurmisen kustannusrakenne on muuttunut viime vuosina North Railin mukaantulon sekä Euroopan ja Aasian välisen konttijunaliikenteen volyymivaihteluiden kautta. Kustannusrakenteen merkittävin erä on kuitenkin edelleen materiaalit ja palvelut, jonka voidaan myös katsoa olevan ainoa kokonaan muuttuva erä. Näiden suhde yhtiön liikevaihtoon on ollut vuosina 2020–2024 57–82 %, mikä kuvastaa North Railin myötä muuttunutta kulurakennetta.

Tätä vahvistaa North Railin erillistilinpäätös, jonka perusteella materiaalien ja palvelujen suhde liikevaihtoon on ollut vain 29–32 % vuosina 2023–2024, mitä peilaten yhtiön tätä kautta laskettu myyntikate onkin varsin korkeilla tasoilla. Samanaikaisesti arvioimme North Railin hyötynneen ja hyötyvän tällä hetkellä relevanttien kilpailijoiden puutteesta (VR:n vetäytyminen idän tavaraliikenteestä), minkä myötä sen hinnoitteluvoima on poikkeuksellisen vahva. Aiemmin raportilla käytyjä taustoja peilaten hinnoitteluvoimaan ei myöskään tuskin ole tulossa muutoksia lyhyellä aikavälillä. Käsityksemme mukaan North Railissa on myös jatkettu toiminnan tehostamista, mikä voi tarjota vielä eväitä katetason nostamiselle kustannusten laskun kautta. Näemme kuitenkin edelleen katetasojen (hintojen) olevan ainakin jonkinasteisessa paineessa pitkällä aikavälillä nykyisiltä erittäin korkeilta tasoilta. Lisäksi tiettyä heiluntaa konsernin myyntikatteeseen on historiallisesti aiheuttanut myynnin jakauman vaihtelu, mihin on vaikuttanut mm. terminaalipalvelujen eri tavaralajien vaihtelevat katerakenteet sekä Kiinan ja Aasian rahtijunaliikenteen nopea kasvu ja lasku.

Vastaavasti henkilöstökulut ovat olleet viime vuosina 6–13

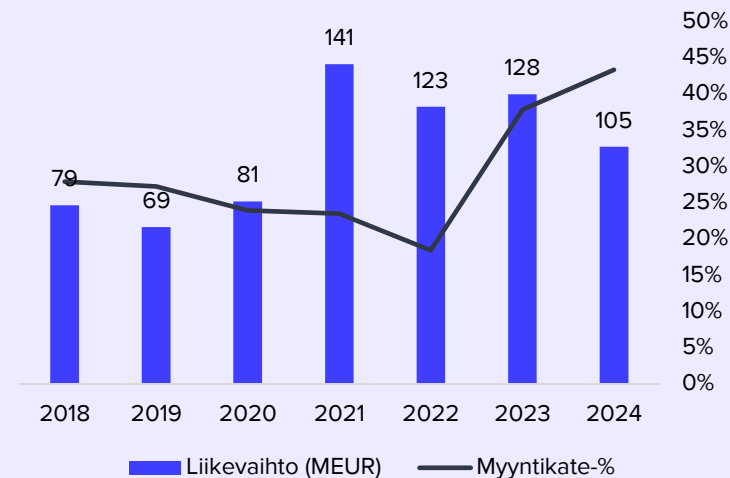
% liikevaihdosta. Henkilöstökulujen osuuden vaihteluun ovat vaikuttaneet myös samat tekijät kuin myyntikatteeseen.

Muut kulut koostuvat puolestaan tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista, kuten myynnin ja markkinoinnin kuluista, pienemmistä vuokrakuluista ja ICT-kehityskuluista. Vuosina 2020–2024 muut kulut ovat olleet 5–9 % liikevaihdosta.

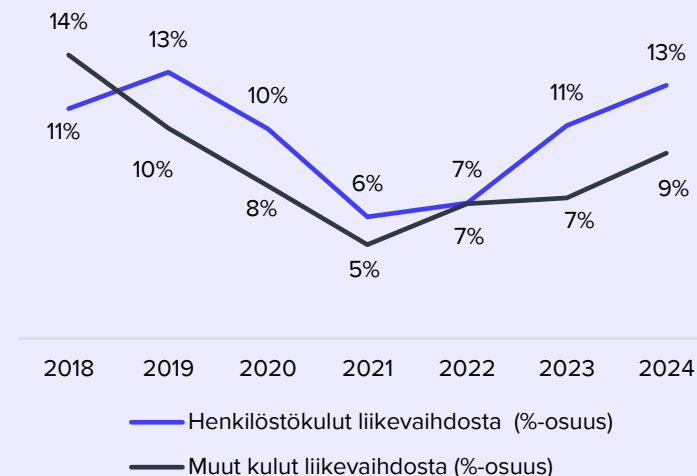
Toisaalta historiallista vertailua tulevaan vaikeuttaa Euroopan sisäisen ja Euroopan ja Aasian välisen rautatieoperoinnin tuleva kehitys. Liiketoiminnan kasvu tulisikin arviomme mukaan laskemaan myyntikatemarginaalia ja myös myyntikatteen alapuolisia marginaalitasoja. Toisaalta tämä kuitenkin skaalaisi kiinteitä kuluja tukien absoluuttista tulostasoa. Tämän taustalla on, että käsityksemme mukaan suurin osa liiketoiminnan kuluista (kalustovuokrat, alihankinta, ratatariffit) sisältyy materiaaleihin ja palveluihin. Puolestaan vuokrattavan kaluston ja ratatariffien hinnat ovat markkinaehtoisia ja joustavia hinnanmuutoksille (tariffien osalta hieman hitaampia kuin vaunut).

Käsittääksemme nykyisten liiketoimintojen kasvu ei vaadi lyhyellä aikavälillä myöskään merkittäviä lisäpanostuksia organisaatioon (luultavasti Keski-Euroopan myyntiin kohdistuvia pieniä henkilöstölisäyksiä ja markkinointipanostuksia lukuun ottamatta), minkä myötä kiinteässä kulurakenteessa ei pitäisi olla lyhyellä aikavälillä olennaisia nousupaineita. Sen sijaan pidemmällä aikavälillä kasvu vaatisi arviomme mukaan lisäpalkkauksia myös tukitoimintoihin.

Liikevaihto ja myyntikate-%



Henkilöstökulut ja muut kulut



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/3

Suurin osa varoista liittyy vetureihin

Nurmisen taseen loppusumma Q1'25:n lopussa oli 104 MEUR. Pitkäaikaisista varoista (70,0 MEUR) reilut 70 % muodostui aineellisesta omaisuudesta (sis. käyttöoikeusomaisuus). Erä muodostuu suurelta osin North Railin vetureista sekä Vuosaaren kiinteistöstä (käyttöoikeusomaisuus). Pitkäaikaisissa varoissa yhtiöllä oli myös 8,3 MEUR liikearvoa ja 6,6 MEUR muita aineettomia hyödykkeitä (etenkin asiakassuhteita), jotka syntyivät Essinge Rail -hankinnan yhteydessä. Lisäksi sillä oli 4,7 MEUR:n edestä laskennallisia verosaamisia. Emme näe pitkäaikaisiin varoihin liittyvän myöskään nykyisellään olennaisia alaskirjausriskejä.

Lyhytaikaisissa varoissa pääerät olivat puolestaan noin 13,6 MEUR:n saamiset sekä 18,4 MEUR:n kassa.

Rahoitusasema varsin terveellä tasolla

Nurmisen emoyhtiön omistajille kuuluva oma pääoma oli Q1'25:n lopussa 35,2 MEUR. Sen sijaan vähemmistöosuuksia taseessa oli yhteensä noin 7,6 MEUR, jotka liittyvät Baltian ja North Railin liiketoimintoihin.

Q1:n lopussa Nurmisella oli korollista vierasta pääomaa (sis. vuokrasopimusvelat) 46,1 MEUR, josta pitkäaikaisia velkoja oli 35,6 MEUR. Korollista nettovelkaa yhtiöllä oli tämän myötä 27,7 MEUR ja suhteessa edellisen 12 kuukauden käyttökatteeseen tämä vastasi noin 1,1x nettovelat/käyttökate-suhdetta. Puolestaan omavaraisuusaste Nurmisella oli 41 %:ssa ja nettovelkaantumisaste 65 %:ssa. Siten yhtiön rahoitusasema olikin varsin terveellä tasolla, mikä mahdollistaa epäorgaaniset peliliikkeet teoriassa jo lyhyellä aikavälillä.

Vastaavasti korottomia velkoja taseessa oli Q1'25:n lopussa

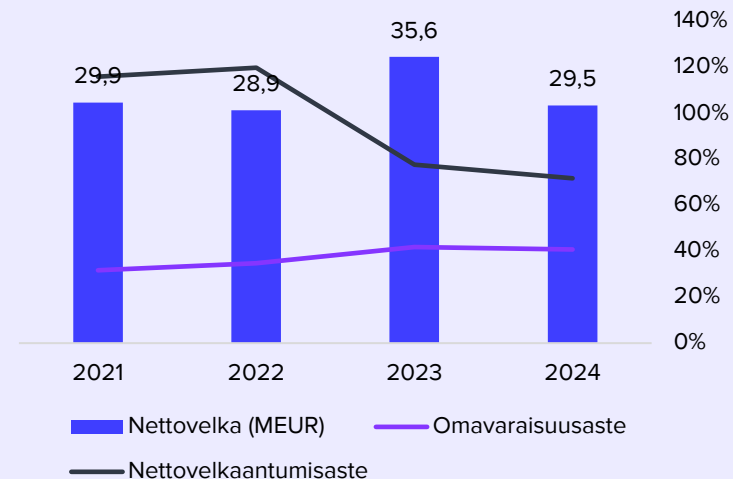
15,0 MEUR.

Kovenantit täyttyivät selvästi

Korollisten velkojen osalta yhtiöllä oli erääntymässä 12 kuukauden sisällä yhteensä 6,6 MEUR ja lainoihin liittyviä korkoja 2,6 MEUR vuoden 2024 lopussa. Lisäksi yhtiöllä oli erääntymässä kuluvana vuonna noin 5 MEUR kauppahintavelkaa Essinge Railin hankintaan liittyen. Yhtiö on oletettavasti maksanut osan näistä jo takaisin (ts. seuraavan 12 kuukauden aikana erääntyy todennäköisesti vähemmän), mutta kokonaisuutta peilaten yhtiön tulee silti ilman velkojen rakenteen pidentämistä ohjata merkittävä osa lyhyen aikavälin kassavirrasta velkojen lyhentämiseen. Pidämme kuitenkin mahdollisena, että yhtiö järjestelee osaa lainojensa maturiteetista uudelleen taloudellisen liikkumatilan kasvattamiseksi vähintäänkin mahdollisten tulevien yritysostojen yhteydessä.

Rahoituksen osalta on myös hyvä huomata, että yhtiö on eriyttänyt North Railin ja muun liiketoiminnan ulkoiset rahoituspaketit vuoden 2024 aikana. Nykyisin North Railin ulkoinen rahoitus koostuu käytännössä kokonaan Hoplon Opportunities Fund II SCSp:n kanssa solmitusta kertalyhenteisestä 12,0 MEUR:n lainafasiliteetista. Laina erääntyy heinäkuussa 2027 ja tuokin siten hyvin näkyvyyttä North Railin liiketoimintaan rahoituksen näkökulmasta. Arvioimme rahoituksen hinnan olevan kuitenkin kohtuullisen korkea. Vastaavasti kyseisen lainan kovenanttiehdot ovat omavaraisuusaste yli 50 %, oikaistu käyttökate/korkokulut > 4,0x sekä nettovelat/oikaistu käyttökate < 1,5x. Vuoden lopussa kovenanttiehdot täyttyivät selvästi, eikä yhtiön nykyisellä tulostasolla tasojen täyttämisen osalta tulisi olla vaikeuksia myöskään pidemmällä aikavälillä.

Taseaseman kehitys



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 3/3

Vastaavasti konsernin päärahoittajana toimii nykyään Danske Bank, jonka kanssa yhtiö sopi viime vuonna 6,0 MEUR:n tasalyhenteisen lainan. Kyseisen lainan kovenanttiehtoina yhtiöllä on nettovelat/käyttökate < 3,5x ja omavaraisuusaste > 35 %. Siten myös nämä ehdot täyttyivät selvästi, eikä yhtiöllä pitäisi olla ongelmia täyttää ehtoja tulevaisuudessa nykyisillä ennusteillamme. Tämän lisäksi konsernilla oli lainoja Ilmariselta sekä Finnveralta.

Kassavirta ollut hyvällä tasolla

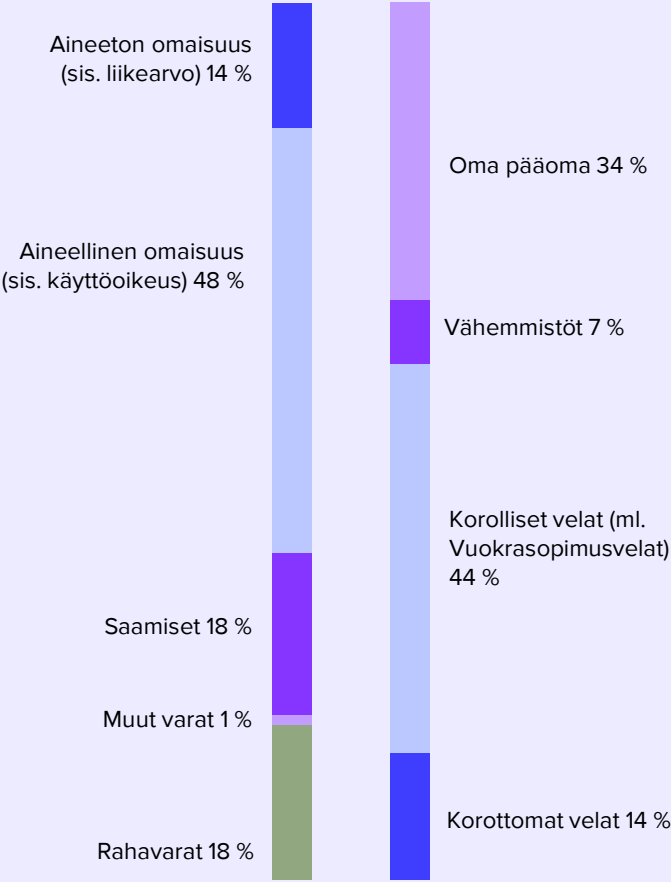
Nurmisen liiketoiminnan rahavirta on ollut viimeiset vuodet vahvalla tasolla ja esimerkiksi edellisen 12 kuukauden aikana yhtiön liiketoiminnan rahavirta oli 10,1 MEUR ennen vuokrasopimusvelkojen maksua. Vastaavasti vapaata kassavirtaa samalla ajalla yhtiö teki 15,6 MEUR. Viime vuosien kassavirtalaskelman luettavuutta kuitenkin ovat osaltaan sekoittaneet yritysostot (etenkin North Railin hankintaan liittyneet kirjaukset) sekä Vuosaaren terminaalikiinteistön myynti. Kokonaisuutena yhtiön kassavirranluontikyky on kuitenkin arviomme mukaan erittäin hyvällä tasolla nykyisellään, eikä liiketoiminnassa ole myöskään olennaisia investointipaineita mahdollisia yritysostoja lukuun ottamatta. Samalla on kuitenkin hyvä muistaa, että osa kassavirrasta kuuluu Baltian ja North Railin liiketoimintojen vähemmistöomistajille.

Yhtiöllä on verotuksessa hyödynnettäviä tappioita Suomessa

Vuoden 2024 tilinpäätöksen perusteella yhtiön laskennallisiin verosaamisiin sisältyi vuoden lopussa 4,1 MEUR:n edestä käyttämättömiä verotuksellisia tappioita Suomen liiketoimintoihin liittyen (pl. North Rail). Tämän lisäksi yhtiöllä on vielä taseeseen kirjaamattomia

laskennallisia verosaamisia aikaisempiin tappioihin noin 3,7 MEUR:n edestä. Siten yhtiön ei tarvitsekaan lähtökohtaisesti maksaa veroja lähivuosina Suomen liiketoimintoihin liittyen North Railin ulkopuolella. Käsityksemme mukaan kertyneiden tappioiden hyödyntäminen North Railin liiketoiminnassa on kuitenkin hyvin haastavaa. Yhtiö on itse arvioinut, että taseeseen kirjatut sekä kirjaamattomat laskennalliset verosaamiset tullaan käyttämään vuoden 2027 loppuun mennessä. Arviomme mukaan tämä kuitenkin edellyttäisi suoran Aasian junayhteyden palautumista tai tilanteen muuttumista tappioiden hyödyntämisen osalta North Railin liiketoiminnassa. Siten emme oleta yhtiön myöskään saavan tappioista täysmääräistä hyötyä lyhyellä aikavälillä.

Nurmisen tase Q1'25:n lopussa
(104 MEUR)



Ennusteet 1/4

Makrotalouden ennusteet

Euroopan taloudessa viime vuodet ovat olleet verkkaisia muun muassa inflaation ja korkojen nousun hidastettua investointivetoista kysyntää. Taloussympäristössä alkoi kuitenkin näkyä piristymisen merkkejä alkuvuodesta 2025, mutta kevään aikana nousseiden kauppapoliittisten jännitteiden myötä tulevaan kehitykseen liittyy jälleen kohonnutta epävarmuutta. Piristyneestä tilanteesta piirsi kuvaa myös esimerkiksi Etlan kevään ennuste, jonka mukaan Suomen tavaroiden vienti ja tuonti kasvaisi heikon viime vuoden jälkeen noin 4–5 %:lla. Lähivuosina Etla odotti tavaroiden viennin ja tuonnin pysyvän kasvussa (2026–2027e: ~2,6–4,0 %). On kuitenkin hyvä huomata, että ennusteisiin liittyy epävarmuutta etenkin kauppapoliittisen tilanteen kehityksen myötä. Kohonnutta epävarmuutta kuvastaa myös Drewryn keväällä laskemat ennusteet globaalisti satamissa käsiteltävien konttien määrästä ja kehityksen odotetaan olevan lievästi negatiivista tänä vuonna. Samaa viestiä piirsi myös IMF:n keväällä laskemat globaalin BKT:n kasvun ennusteet.

Tätä kokonaisuutta peilaten markkinatilanne ei ole myöskään täysin optimaalinen Nurmisen kannalta. Makrotalouden ennusteiden osalta on kuitenkin huomioitava, että etenkin North Railin volyymit eivät ole suoraan liitännäisiä niihin sen pidempien asiakassopimusten myötä sekä sen kuljettamien tuotteiden luonteeseen myötä. Käsittelemme mukaan myös Baltian nykyvolyymit ovat melko vakaalla pohjalla. Emme oleta myöskään rautatielogistiikan olevan täysin riippuvaista taloussympäristön kehityksestä sen rajallisen markkinaosuuden myötä. Positiivisessa taloussympäristössä

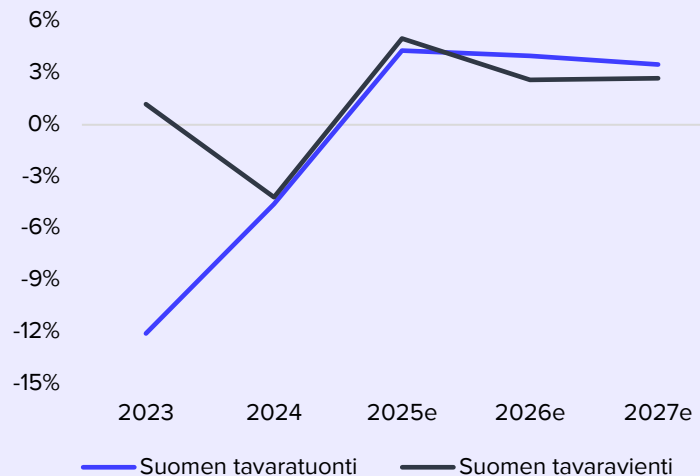
kauppamäärät kuitenkin nousevat, mikä tukee myös kokonaisrahtimäärien kehitystä. Tällöin myös volyymien kasvattaminen on Nurmisen kannalta helpompaa, kun asiakkaat ovat valmiita kokeilemaan uusia vaihtoehtoja herkemmin taloudellisen tilanteen ollessa vakaampi. Sen sijaan huolinta- ja terminaalipalveluiden arvioimme olevan vahvemmin kiinni yleisessä talouskehityksessä, vaikka tässäkin on arvioimme mukaan merkittäviä asiakaskohtaisia eroja liiketoimintojen sisällä.

Kokonaisuutena yhtiön tuloksen kannalta merkittävimmät tavaravirrat (North Rail, Baltia) vaikuttavat olevan nykyisellään kuitenkin suhteellisen vakaita ja mahdollisesti lievästi kasvaviakin, vaikka näkyvyys ulkopuolelta tuleviin volyymeihin on varsin rajallinen. Tästä huolimatta Euroopan ja globaalin talouskasvun merkitystä ei sovi aliarvioida yhtiön kehityksen kannalta pidemmällä aikavälillä.

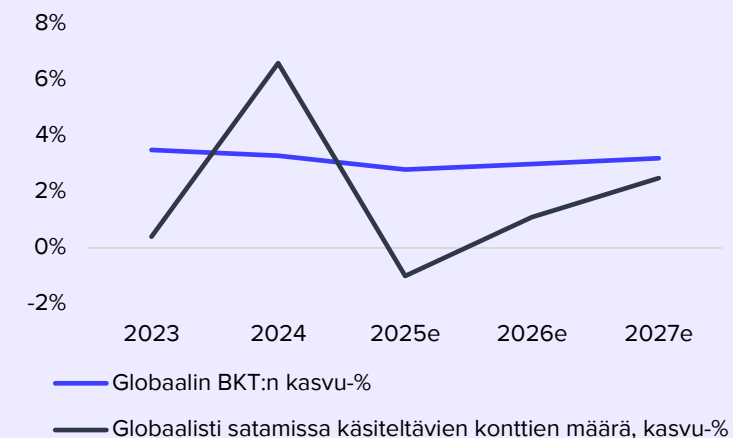
Ennustemuutokset ja muut taustaoletukset

Olemme tehneet raportin yhteydessä pieniä tarkistuksia lähivuosien ennusteisiimme (kts. tarkemmin s. [28](#)). Tekemämme tarkistukset liittyivät lähinnä liikevaihdon jakaumaan Rautatieliiketoiminnan sisällä. Lisäksi nostimme hieman North Railin tulosennusteita luottamuksemme vahvistuttua marginaalitasojen pitävyyteen liittyen. Muutokset tukivatkin hieman lähivuosien tulosennusteitamme. Pitkän aikavälin ennusteemme ovat sen sijaan pitkälti ennallaan.

Suomen tavaratuonti ja -vienti



Globaali BKT ja käsiteltävien konttien määrä



Ennusteet 2/4

Ennusteiden osalta on myös hyvä huomata, että emme ole sisällyttäneet nykyisiin ennusteisiimme odotuksia suoran Suomen ja Kiinan välisen junayhteyden palautumisesta. Jäämmekin odottamaan reitin mahdollista palautumista, minkä aikatauluun tai kulmakertoimeen (ml. asiakaskäyttäytyminen) on nykyisellään erittäin vaikea ottaa kantaa. Ennustemme eivät sisällä myöskään todennäköisiä yritysostoja, sillä näiden mallintaminen on käytännössä mahdotonta.

Vuoden 2025 ennusteet

Kuluvan vuoden ohjeistuksessaan Nurminen odottaa liikevaihtonsa (2024: 105 MEUR) ja vertailukelpoisen EBITAnsa (virallista vertailulukua ei ole vielä annettu raportointitavan muutoksen jälkeen, mutta vuoden 2024 oik. EBIT: 19,1 MEUR) kasvavan vertailukaudesta. Ohjeistus perustuu yhtiön mukaan kasvavaan rautatieoperointiin konsernin markkina-alueilla. Mielestämme ohjeistus on melko väljä huomioiden myös loppuvuodesta 2024 tehdyt yritysjärjestelyt (Essinge Rail ja pienempi ILP-Group Logistics), joiden yhteenlasketut liikevaihdot olivat viime vuonna 24,3 MEUR ja tilikauden tulokset 1,8 MEUR. Toisaalta pidämme tätä ymmärrettävänä kauppapolitiikan jännitteiden nousun myötä kasvanut epävarmuus huomioiden.

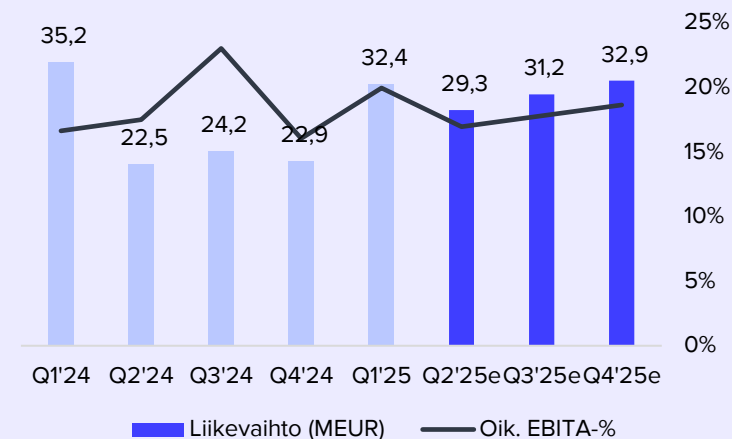
Odotamme nyt yhtiön liikevaihdon kasvavan epäorgaanisen kasvun tukemana ja nousevan kuluvana vuonna 126 MEUR:oon. Liiketoiminnoittain katsottuna odotamme Baltian toimintojen liikevaihdon laskevan vertailukaudesta noin 13 %. Tämän taustalla vaikuttaa Baltian Q1'24:n vielä erittäin korkeat volyymit. Ennustammekin Baltian liiketoimintojen sekä koko konsernin raportoivan kasvulukuja Q2:sta

eteenpäin. Vastaavasti Rautatieliiketoimintojen osalta odotamme yhtiön yltävän maltilliseen orgaaniseen kasvuun, mutta globaalin talouden epävarmuuden hidastavan kehitystä. Tuloksen kannalta merkittävässä roolissa olevan North Railin oletamme yltävän koko vuoden tasolla lievään kasvuun.

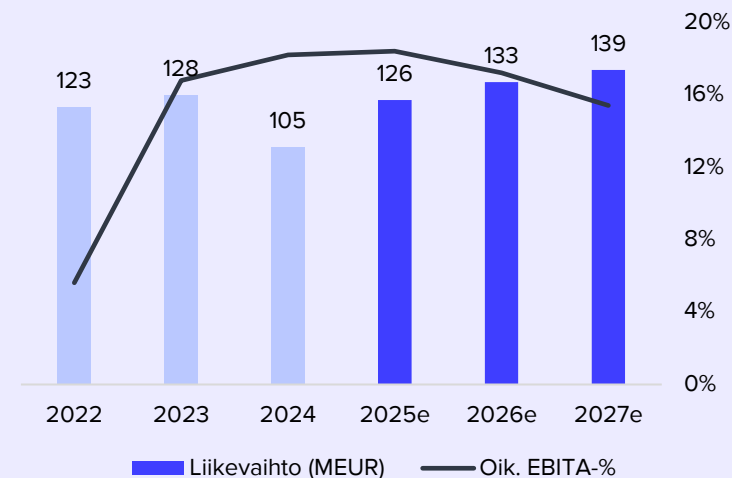
Liikevaihdon kasvun ja tehtyjen tehostustoimien myötä odotamme yhtiön oikaistun EBITA:n kasvavan myös selvästi vertailukaudesta ja asettuvan 23,1 MEUR:oon vastaten 18,4 %:n oikaistua EBITA-%. Oletammekin yhtiön saavuttavan ohjeistuksensa selkeästi. Liiketoiminnoista odotamme North Railin tuloksen jatkavan edelleen noususuunnassa volyymikasvun sekä tehostustoimenpiteiden myötä. Oletamme myös muiden Rautatieliiketoimintojen kannattavuuden parantuvan hieman arvioimistamme tasoista. Vastaavasti Baltian osalta odotamme melko vakaata marginaalikehitystä. North Railin erittäin vahvan alkuvuoden myötä arvioimme Q1:n jääneen kuitenkin tulos- ja marginaalimielessä korkeimmaksi.

Raportoitua liikevoittoa (EBIT) odotamme sen sijaan rasittavan noin 0,8 MEUR:n PPA-poistot Essinge Rail -hankintaan liittyen sekä Q1:lle kirjatut 0,1 MEUR:n kertakulut. Ennustemme eivät sisällä muita kertaluontoisia eriä. Alemmilla riveillä ennustamme nettorahoituskulujen olevan koko vuoden osalta 4,1 MEUR, joita nostaa myös Q1:lle kirjattu Essinge Rail -hankintaan liittyvän euromääräisen velan kasvu 0,6 MEUR:lla. Verojen odotamme sen sijaan olevan suhteellisen normaaleilla tasoilla, sillä emme odota yhtiön pystyvän olennaisesti hyödyntämään Nurminen Logistics Servicesin vähennyskelpoisia tappioita.

Liikevaihto ja oik. EBITA-%
kvartaaleittain



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 3/4

Osakkeenomistajien tulosta nakertaa myös kovassa tuloskunnossa olevan North Railin sekä Baltian liiketoimintojen vähemmistöosuudet. Kokonaisuutena arvioimme vähemmistöosuuksien olevan kuluvana vuonna 5,2 MEUR, kun taas osakkeenomistajille kuuluvan raportoidun nettotuloksen 9,0 MEUR. Tätä kokonaiskuvaa peilaten raportoitu osakekohtainen tulos asettuu ennusteissamme 0,11 euroon. Voitonjaon odotamme sen sijaan säilyvän 0,06 eurossa osakkeelta yritysostoihin varautumistakin mukailien.

Vahvaa tulostusta heijastellen odotamme Nurmisen kassavirran olevan myös väkevällä tasolla, vaikkakin viime vuosina toteutettujen järjestelyjen myötä kassavirran kehitykseen liittyy tiettyä epävarmuutta (ml. käyttöpääoman kehitys). On myös hyvä muistaa, että osa yhtiön kassavirrasta kuuluu vähemmistömistajille. Vuolasta kassavirtaa peilaten odotammekin Nurmisen taseaseman vahvistuvan edelleen vuoden aikana ja sen täyttävän taloudelliset tavoitteensa selkeällä marginaalilla.

Vuosien 2026–2027 ennusteet

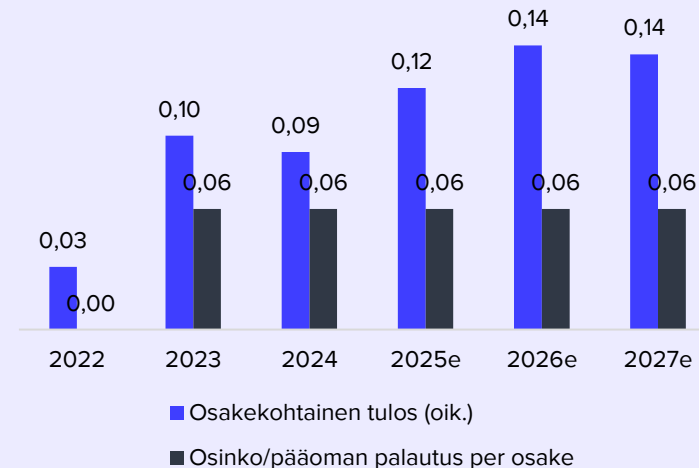
Odotamme kauppapoliittisten jännitteiden lieventyvän kohtuullisessa ajassa ja tavaraliikenteen jatkavan piristymistään ensi vuoden aikana. Oletammekin tämän siivittävän myös Nurmisen orgaanisen liikevaihdon reilun 6 %:n kasvuun ensi vuonna. Arvioimme positiivisen kehityksen tulevan etenkin Rautatieliiketoiminnasta North Railin ulkopuolelta. Vastaavasti North Railiin ja Baltiaan odotamme melko vakaata kehitystä. Puolestaan vuonna 2027 odotamme talouden jatkavan kohtuullisessa kasvussa, minkä odotamme tukevan edelleen Nurmisen volyymejä ja sen liikevaihdon kasvavan noin 4 %:lla. Nykyennusteissamme odotamme North Railin liikevaihdon ja tulostason kääntyvän laskuun vuodesta 2027 eteenpäin

nykyisiltä erittäin korkeilta tasoilta asteittaisen hintapaineen myötä. Kokonaisuutena näkyvyys yhtiön kehitykseen näin pitkälle on kuitenkin varsin rajallinen ainakin yhtiön ulkopuolelta (esim. North Railin tai Baltian sopimusehdot). Lisäksi kansainvälisen rautatielogistiikan sekä energiaraaka-aine kuljetusten orgaanisen kasvun kulmakertoimien vaihteluvälit ovat varsin laajoja tässä vaiheessa. Ilman binääristen riskien realisoitumista pidämme myös varsin todennäköisenä, että yhtiö tulee tekemään yritysjärjestelyjä ajanjakson aikana.

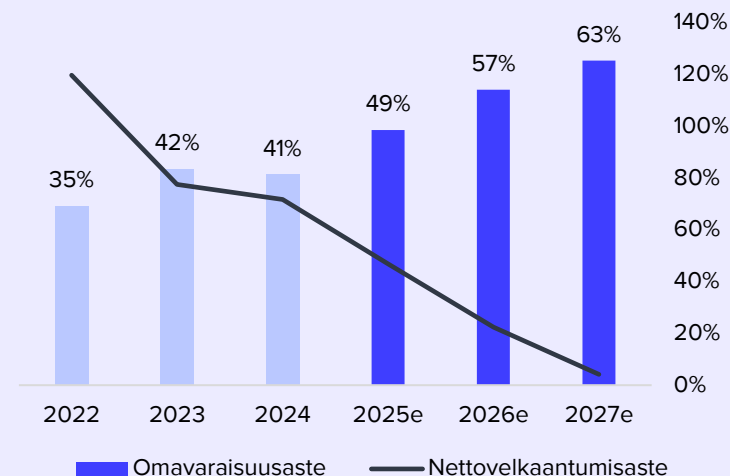
Yhtiön kannattavuuden (EBITA-% 2026–2027e: 15,4–17,2 %) odotamme myös pysyvän korkealla tasolla lähivuosina North Railin pitkien sopimusten myötä. Oletamme kuitenkin liikevaihdon jakauman muutoksen heijastuvan suhteellisen kannattavuuteen yhdessä North Railin lievästi laskevan kannattavuuden kanssa. Kokonaisuutena konsernin sekä North Railin kannattavuudet ovat ennusteissamme kuitenkin korkeita toimialaan suhteutettuna. Ennustamaamme liikevaihto- ja kannattavuuskehitystä peilaten odotamme yhtiön EBITAn säilyvän melko vakaila tasoilla 21,4–23,0 MEUR:ssa.

Rahoituskulujen odotamme laskevan lähivuosina vahvan tulostuksen ja kassavirran avulla pienenevän velkakuorman myötä. Vastaavasti verorasituksen odotamme säilyvän melko vakaalla tasolla lähivuosina. Vähemmistöosuuksien odotamme säilyvän korkeilla, joskin hieman laskevilla tasoilla lähivuosina North Railin ja Baltian tulosten ennusteitamme heijastellen. Täten odotamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,13 euroon osakkeelta vuosina 2026 ja 2027. Odotamme nykyennusteissamme yhtiön pitävän voittonjaon vakaalla tasolla ja sen ohjaavan pääomia etenkin epäorgaaniseen kasvuun.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Taseen tunnuslukujen kehitys



Ennusteet 4/4

Kokonaiskuvaa heijastellen oletamme myös yhtiön operatiivisen kassavirran pysyvän erittäin vahvalla tasolla lähivuosina. Puolestaan maltillisia orgaanisia investointitarpeita heijastellen ennustamme sen taseaseman vahvistuvan ripeästi jopa ylivahvaksi. Tämä mielestämme kuvastaakin sen tämänhetkistä tulostilannetta, mikä taas mahdollistaa yhtiölle isompiakin epäorgaanisia liikkeitä ja/tai voitonjaon kasvattamista lähivuosien aikana. Samalla tulostilanne mahdollistaa yhtiölle korkean pääoman tuottokyvyn lähivuosina (2025–2027e ROE-%: 23–27 %, ROI-%: 27–29 %). On myös huomattava, että oman pääoman tuottolukua painaa hännästä ennusteissamme ylivahva tase.

Pitkän aikavälin ennusteet

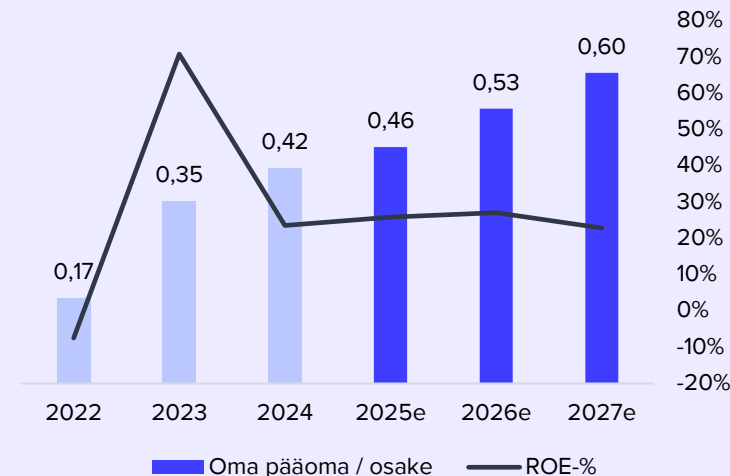
Näkemyksemme mukaan pidemmällä aikavälillä Nurmisen orgaaninen kasvu tulee olemaan pitkälti riippuvaista Rautatieliiketoiminnan (etenkin kansainvälinen rautatielogistiikka) kehityksestä, mutta näkyvyys tähän on varsin rajallinen osin myös geopolittisen tilanteen takia. Esimerkiksi jo pelkästään suoran Kiinan ja Aasian junayhteyden palautumisella olisi huomattava vaikutus pidemmän aikavälin ennusteiden kannalta.

Tällä hetkellä odotamme konsernin kasvavan pitkällä aikavälillä hieman Euroopan yleistä talouskasvua nopeammin (2028–2033e keskimääräinen kasvu: ~2,9%) Rautatieliiketoiminnan kasvuajurien (mm. vastuullisuus) tukemana. Nähdäksemme yhtiöllä on edellytykset tätäkin nopeampaan orgaaniseen kasvuun kansainvälisen kasvun onnistuessa. Jäämme kuitenkin vielä tässä vaiheessa seuraamaan, miten yhtiö onnistuu Euroopan sisäisen volyymin kasvattamisessa. Myös pidemmän aikavälin

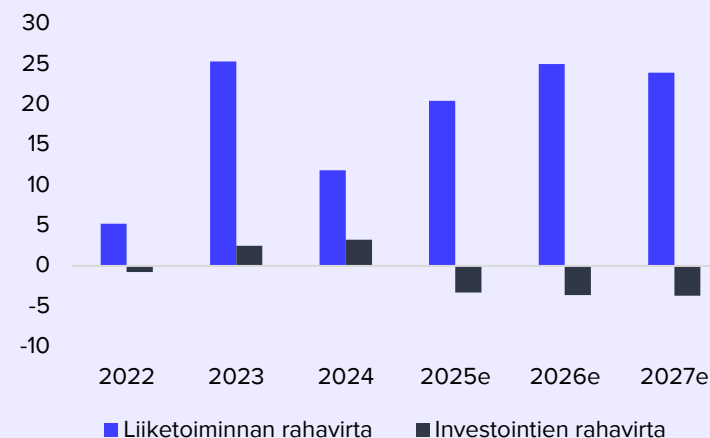
kasvua yhtiö voi arviomme mukaan kiihdyttää nykyisen strategian mukaisilla yritysostoilla.

Sen sijaan yhtiön kannattavuuden odotamme painuvan hiljalleen nykyisiltä erittäin korkeilta tasoilta kilpailun kiristytessä ja esimerkiksi North Railin sopimusehtojen hiljalleen heikentyessä. North Railin liikevaihto-osuuden laskun myötä painetta marginaaleihin tulee myös liikevaihdon rakenteesta. Odotammekin kannattavuuden laskevan pitkällä aikavälillä nykyisen taloudellisen tavoitteen alapuolelle (2028–2033e EBIT-%: 8,0–13,8 %). Nykyiseen tulostilanteeseen nähden ennusteemme on varsin konservatiivinen, mutta jäämme toistaiseksi seuraamaan North Railin marginaalien pitävyyttä pidemmällä aikavälillä sekä liikevaihdon rakenteen muutoksia. Kokonaisuutena Nurmisen näkymät ovat mielestämme pidemmälle aikavälillekin kohtuullisen hyvät kasvavien nopeus- ja vastuullisuusvaatimusten myötä. Tämän lisäksi se on osoittanut ketteryytensä ja sopeutumiskykynsä viime vuosien aikana, minkä arvioimme myös tukevan sen tulevaa kehitystä (mm. uudet palvelukonseptit tai markkina-avaukset).

Oma pääoma / osake ja ROE-%



Liiketoiminnan kassavirta ja investoinnit (MEUR)*



*Liiketoiminnan kassavirran ennusteissa on käytetty ennustettuja rahoituskuluja. Siten ne voivat erota muiden taulukoiden luvuista. Lisäksi hyvä huomata, että erilaiset järjestelyt (North Rail, Vuosaaren kiinteistö) sekoittaa historiallisten lukujen luettavuutta, minkä lisäksi osa kassavirroista kuuluu vähemmistöille.

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	123	128	35,2	22,5	24,2	22,9	105	32,4	29,3	31,2	32,9	126	133	139	143
Konserni	123	128	35,2	22,5	24,2	22,9	105	32,4	29,3	31,2	32,9	126	133	139	143
Käyttökate	6,2	38,4	7,3	4,6	8,6	4,2	24,7	8,1	6,7	7,3	7,9	30,0	29,8	28,0	26,7
Poistot ja arvonalennukset	-2,8	-5,3	-1,4	-1,3	-1,0	-1,7	-5,4	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-7,7	-7,6	-7,4	-6,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,9	21,5	5,9	4,0	5,6	3,7	19,1	6,5	5,0	5,6	6,1	23,1	23,0	21,4	20,5
Liikevoitto	3,4	33,1	5,9	3,4	7,6	2,5	19,3	6,2	4,8	5,4	5,9	22,3	22,2	20,7	19,7
Konserni	3,4	33,1	5,9	3,4	7,6	2,5	19,3	6,2	4,8	5,4	5,9	22,3	22,2	20,7	19,7
Nettorahoituskulut	-1,5	-3,7	-0,8	-0,9	-0,8	-0,6	-3,1	-1,7	-0,9	-0,8	-0,7	-4,1	-2,5	-2,0	-1,5
Tulos ennen veroja	1,9	29,3	5,1	2,4	6,8	1,9	16,2	4,5	3,9	4,6	5,2	18,2	19,7	18,7	18,2
Verot	-0,5	-6,1	-0,2	-2,7	-0,1	-0,2	-3,1	-1,5	-0,7	-0,9	-0,9	-4,0	-4,0	-3,5	-3,5
Vähemmistöosuudet	-2,5	-8,9	-2,5	-0,6	-1,6	-1,3	-6,0	-1,4	-1,1	-1,4	-1,3	-5,2	-4,9	-4,7	-4,5
Nettotulos	-1,0	14,3	2,4	-0,9	5,1	0,5	7,1	1,7	2,0	2,3	3,0	9,0	10,8	10,5	10,2
EPS (oikaistu)	0,03	0,10	0,03	-0,01	0,04	0,02	0,09	0,02	0,03	0,03	0,04	0,12	0,14	0,14	0,13
EPS (raportoitu)	-0,01	0,18	0,03	-0,01	0,07	0,01	0,09	0,02	0,02	0,03	0,04	0,11	0,13	0,13	0,13

Tunnusluvut	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-13,3 %	4,4 %	40,3 %	-28,8 %	-4,0 %	-50,3 %	-18,1 %	-7,8 %	29,8 %	28,9 %	43,6 %	20,0 %	6,2 %	4,1 %	3,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		212,1 %	61,3 %	-29,4 %	-20,3 %	-30,1 %	-11,3 %	10,6 %	25,7 %	-0,2 %	66,8 %	21,4 %	-0,7 %	-6,8 %	-4,3 %
Käyttökate-%	5,1 %	30,0 %	20,7 %	20,5 %	35,4 %	18,5 %	23,6 %	25,1 %	22,9 %	23,4 %	23,9 %	23,9 %	22,3 %	20,2 %	18,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,6 %	16,8 %	16,7 %	17,5 %	23,0 %	16,1 %	18,2 %	20,0 %	17,0 %	17,8 %	18,7 %	18,4 %	17,2 %	15,4 %	14,3 %
Nettotulos-%	-0,8 %	11,2 %	6,9 %	-4,2 %	21,2 %	2,1 %	6,8 %	5,2 %	6,8 %	7,4 %	9,1 %	7,2 %	8,1 %	7,5 %	7,1 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	126	126	0 %	131	133	2 %	137	139	1 %
Käyttökate	29,6	30,0	1 %	28,3	29,8	5 %	26,6	28,0	6 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	22,8	23,1	2 %	21,5	23,0	7 %	20,4	21,4	5 %
Liikevoitto	21,9	22,3	2 %	20,7	22,2	7 %	19,7	20,7	5 %
Tulos ennen veroja	17,9	18,2	2 %	18,2	19,7	8 %	17,7	18,7	6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,12	0,12	2 %	0,13	0,14	7 %	0,13	0,14	4 %
Osakekohtainen osinko	0,060	0,060	0 %	0,060	0,060	0 %	0,060	0,060	0 %

Lähde: Inderes

Koko vuoden osakekohtainen tulos on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	88,0	70,1	65,7	61,8	58,1
Liikearvo	0,9	7,4	7,4	7,4	7,4
Aineettomat hyödykkeet	1,3	6,2	5,4	4,7	3,9
Käyttöomaisuus	77,2	51,0	47,4	44,2	41,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	7,5	5,4	5,4	5,4	5,4
Vaihtuvat vastaavat	25,8	31,4	30,5	32,3	36,8
Vaihto-omaisuus	1,1	1,1	1,4	1,5	1,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Myyntisaamiset	11,9	12,9	15,5	16,4	17,1
Likvidit varat	12,8	16,3	12,6	13,3	17,1
Taseen loppusumma	114	102	96,3	94,1	94,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	45,9	41,2	45,5	51,4	57,1
Osakepääoma	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Kertyneet voittovarot	-14,8	-7,3	-3,0	2,9	8,6
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	38,0	35,7	35,7	35,7	35,7
Vähemmistöosuus	18,4	8,6	8,6	8,6	8,6
Pitkäaikaiset velat	30,0	36,8	29,2	21,4	16,7
Laskennalliset verovelat	2,8	1,6	1,6	1,6	1,6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	27,2	35,1	27,5	19,7	15,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	37,9	23,6	21,6	21,3	21,2
Korolliset velat	21,2	10,7	6,4	5,2	4,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	16,5	11,7	14,1	15,0	15,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Taseen loppusumma	114	102	96,3	94,1	94,9

Sijoitusprofiili 1/2

Komea käänne takana, yhtiö profiloituu rautatielogistiikan ympärille

Nurminen on tehnyt 2020-luvulla komean käänteen liiketoiminnassaan ja yrityskauppojen myötä sen tulostaso on noussut myös täysin uusille tasoille. Samalla väkevän tulokunnon sekä Vuosaaren terminaalikiinteistöomistuksen myynnin myötä yhtiön rahoitusasema on varsin terveellä pohjalla ja sillä on teoriassa mahdollisuuksia kiihdyttää kansainvälistä kasvuaan yritysostojen kautta jo lyhyellä aikavälillä. Tähänastisten näyttöjen perusteella pidämme näitä myös positiivisen odotusarvon liikkeinä ja luottamus yhtiön pääoman allokontikykyyn on vahvistunut.

Viime vuosien turbulentin toimintaympäristön myötä Nurmisen liikevaihtotaso on kuitenkin vaihdellut huomattavasti, kun taas sen tulos- ja marginaalitaso ovat pysyneet korkealla North Railin ja Baltian liiketoimintojen vetäminä. Toimintaympäristön vaihtelut ovat myös vaatineet yhtiöltä nopeaa reagointia useampaan kertaan, missä se on myös onnistunut mielestämme erinomaisesti. Arvioimme kuitenkin tuloksen jakauman, nopeasti kohonneen tulostason pitävyyteen liittyvän epävarmuuden sekä liikevaihtotasojen heilahteluiden heijastuneen yhtiön arvostukseen, mikä on jäänyt korkeista pääoman tuotoista huolimatta matalalle. Mielestämme kasvukuvan ja tulostason pitävyyden vahvistumisen tulisi siirtää osake arvoyhtiökategoriasta asteittain kohti kannattavaa kasvuyhtiötä. Nykyinen tulokunto ja matalat orgaaniset investointitarpeet mahdollistavat yhtiölle myös teoriassa kasvavan voitonjaon, mihin luonnollisesti yritysostoaktiivisuus myös

vaikuttaa.

Arvoajurit ja potentiaali

Kansainvälisen liiketoiminnan kasvu: Kokonaisuutena Nurmisen liiketoiminta profiloituu vahvasti Rautatieliiketoiminnan ja kansainvälisen liiketoiminnan kasvun ympärille. Yhtiö otti ison askeleen kansainvälistymisessä Essinge Rail -hankinnan myötä ja nähdäksemme yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa kasvua orgaanisesti uusiasiakashankinnan ja uusien reittiavausten kautta. Arvioimme yrityskaupan tarjoavan myös myyntisynergioita muiden Rautatieliiketoimintojen kasvun tukemiseksi (pl. North Rail) ja palvelutarjoaman kasvattamiseksi. Luonnollisesti yhtiön on mahdollista vauhdittaa kansainvälistä kasvua myös yritysostojen kautta. Nykytiedon valossa kasvavan regulaation tulisi tukea rautatiekuljetusten houkuttelevuutta pitkällä aikavälillä vastuullisuus- ja kustannusnäkökulma huomioiden.

North Railin liiketoiminnan kasvu: Liiketoiminnan nykyinen kateprofiili on erittäin korkea ja siten volyymien kasvu valuisikin tulokseen tukevalla marginaalilla, mikäli uudet sopimukset olisivat edes lähellä nykyisiä sopimuksia. Arviomme mukaan yhtiöllä on myös mahdollista kasvattaa volyymejään nykykapasiteetin puitteissa, jos se löytää uusia tarpeeksi houkuttelevia mahdollisuuksia.

Yritysjärjestelyt: Osana yhtiön kansainvälistä kasvustrategiaa ovat yritysostot, joiden osalta sille on tähän mennessä mielestämme hyvät näytöt North Railin ja Essinge Railin hankintojen myötä. Siten näemme

epäorgaanisen kasvun positiivisena optiona yhtiön tapauksessa. Lähtökohtaisesti odotamme yhtiön keskittyvän keskipitkällä aikavälillä Keski-Euroopan rautatieoperoinnin markkina-aseman laajentamiseen ja vahvistamiseen. Mielestämme järkevän kokoinen ja hintainen hankinta voisi tukea myös yhtiön arvostusta sen hajauttaessa tuloksen jakaumaa laajemmalle.

Arvostuskuvan muutos: Yhtiötä arvostetaan markkinoilla varsin maltillisilla kertoimilla lyhyen aikavälin ennustettuun tulostasoon ja pääoman tuottoihin nähden. Arvioimme tämän taustalla olevan North Railin ja Baltian liiketoimintojen korostunut merkitys tuloksessa sekä näihin liittyvät epätodennäköiset riskit (lähinnä poliittiset), mutta joilla voisi olla huomattava vaikutus tuloksentelekyyville. Näemmekin arvostuksessa olevan asteittaista nousuvaraa yhtiön osoittaessa tulostason olevan kestäväällä pohjalla ja/tai tuloksen hajautuessa vielä nykyistä laajemmalle. Tässä luonnollisesti keskiössä on kansainvälisen rautatielogistiikan kasvu. Pidämme mahdollisena, että North Railin arvostuksen täysimääräinen korjaantuminen voi vaatia yhtiöltä näyttöjä (mm. hinnoittelu) myös geopoliittisen tilanteen normalisoitumisen jälkeen. Nähdäksemme geopoliittisen tilanteen normalisoituminen kuitenkin kasvattaisi ainakin volyymimielessä North Railin markkinapotentiaalia.

Sijoitusprofiili 2/2

Pohjoisen reitin mahdollinen normalisoituminen

keskipitkällä - pitkällä aikavälillä: Nurmisen aikaisempi kasvukärki eli Suomen ja Kiinan sekä muun Aasian välinen konttijunaliiketoiminta pääsi vahvaan vireeseen ennen Ukrainan sodan syttymistä. Mielestämme liiketoiminnassa on edelleen huomattavaa potentiaalia geopolittisen tilanteen normalisoituessa, mitä on lisännyt myös yhtiön maantieteellisen markkina-alueen kasvu. Lisäksi arvioimme yhtiöllä olevan mahdollisuuksia laajentua toimimaan itse veturioperaattoriksi Suomen puolelle Suomen ja Kiinan väliseen liikenteeseen, mikä kasvattaisi sen osuutta arvoketjusta. Geopolittisen tilanteen normalisoitumiseen voi mennä kuitenkin vuosia, eikä volyymien palautumista voi pitää itsestään selvänä. Siten tähän tulee mielestämme suhtautua lähinnä epävarmana, joskin korkean potentiaalain optiona.

Riskit ja heikkoudet

Geopolittiset riskit: Merkittävimpänä riskinä yhtiölle lyhyellä aikavälillä näemme (geo)polittiset riskit Venäjään liittyen. Suurimpana riskinä olisikin mahdollisten pakotteiden/vastapakotteiden leviäminen koskemaan North Railin tai Baltian liiketoimintojen kuljettamia hyödykkeitä (mm. metallit, lannoitteet), vaikka tämä on mielestämme melko epätodennäköistä enää tässä vaiheessa. Pidemmällä aikavälillä sodan pitkittyminen voi vaikuttaa myös pysyvästi asiakaskäyttäytymiseen, mikä puolestaan voisi hankaloittaa tai estää pohjoisen reitin palautumista. Tiettyinä pidemmän aikavälin riskinä näemme myös globaalien poliittisten jännitteiden lisääntymisen, mikä voisi vaikuttaa kauppasuhteisiin ja kansainvälisiin logistiikkamääriin.

Rautatielogistiikan kasvun tyrehtyminen: Mielestämme yhtiön sijoitustarinan keskiössä on rautateillä tapahtuvien kuljetusten kehitys. Täten, mikäli kuljetusmuoto ei pystyisi kasvattamaan kestävästi suosiotaan kuljetusmuotona, leikkaisi se myös Nurmisen orgaanista kasvupotentiaalia. Toisaalta nykyisessä markkinassakin yhtiöllä pitäisi olla vielä useita kasvupolkuja.

Asiakasriskit: North Rail ja Baltian liiketoiminnot ovat toistaiseksi korostuneessa roolissa yhtiön tuloksen muodostumisen kannalta. Siten myös näihin liiketoimintoihin liittyvät asiakasmenetykset tai laskevat volyymit voisivat heijastua yhtiön tulokseen nopeasti. Nähdäksemme yhtiön kansainvälisen rautatielogistiikan kasvu on osaltaan tasoittanut tätä riskiä laajentuneen asiakaskunnan myötä, vaikkei se tätä tulosprofiilia ole vielä kokonaan muuttanut. Toisaalta esimerkiksi North Railin pidempien sopimuksien sekä Baltian vakiintuneiden liiketoimintojen pitäisi rajoittaa näitä riskejä. On myös hyvä huomata, että esimerkiksi asiakkaiden huoltoseisokkien myötä liikevaihdossa sekä tuloksessa voi esiintyä kvartaalikohtaista heiluntaa.

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

Kilpailutilanne: Logistiikka-alalla on matalien alalle tulon esteiden myötä suhteellisen paljon kilpailua, etenkin huolinnan puolella. Kireä kilpailu rajoittaa yleisellä tasolla toimialan kannattavuuspotentiaalia. Siten kilpailun kiristyminen rautatielogistiikan puolella voisi aiheuttaa painetta Nurmisen volyymeihin sekä kannattavuuteen. Tällä hetkellä varteenotettavia kilpailijoita yhtiön kannalta relevanteissa rautatielogistiikan palveluissa on kuitenkin rajallisesti ja toisaalta uusilta toimijoilta kasvu merkittävään kokoluokkaan veisi arviomme mukaan useita vuosia.

Henkilöriskit: Yhtiön monipuolinen palvelutarjoama vaatii huomattavasti osaamista henkilöstöltä ja käsittääksemme kokonaisvaltaisesta osaamisesta on pulaa työmarkkinoilla. Tilanne korostuu etenkin rautatielogistiikan kohdalla, missä myös kansainväliset suhteet ovat tärkeitä. Tästä johtuen osaamisen tai suhteiden valuminen yhtiön ulkopuolelle voisi johtaa epäjatkuvuuskohtiin.

Raportointi: Nurminen ei ole viime vuosina raportoinut liiketoimintojensa kannattavuustasoja, mikä osaltaan vaikeuttaa yhtiön kehityksen seuraamista ja osakkeen tehokkaampaa arvomuodostusta. Tarkempi raportointi mahdollistaisikin eri liiketoimintojen paremman arvomäärittelyn. Käsityksemme mukaan nykyisen raportoinnin taustalla on kilpailulliset syyt, joten emme usko tässä tapahtuvan muutoksia ainakaan lyhyellä aikavälillä.

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Arvonmääritysmenetelmät

Nurminen Logisticsin osaketta arvostettaessa annamme suurimman painoarvon tulospohjaiselle arvostukselle. Huomattavista vähemmistöosuuksista johtuen relevantein mittari on nähdäksemme nettotulospohjainen P/E-kerroin, sillä näkyvyys vähemmistöjen tulososuuksien ja velkarakenteiden kehitykseen on rajallinen. Olemme kuitenkin käyttäneet EV-pohjaisia kertoimia myös suuntaa antavina menetelminä tiettyihin oletuksiin pohjautuen.

Tämän lisäksi käytämme arvonmäärityksen tukena lähivuosien kokonaistuotto-odotus laskelmaa sekä kassavirtalaskelmaa (DCF). DCF-laskelmaan tulee suhtautua kuitenkin myös enemmän suuntaa antavana, sillä myös sen kohdalla vähemmistöjen osalta on jouduttu tekemään samoja oletuksia EV-pohjaisten kertoimien lisäksi. Sen sijaan suhteelliselle arvostukselle emme anna Nurmisen kohdalla juuri painoarvoa, sillä yhtiölle on vaikea löytää samankaltaisella liiketoimintaprofiililla tai kasvuaihiolla varustettua verrokkia.

Hyväksyttävä arvostus

Kuten aikaisemmin todettua, muodostuu Nurmisen operatiivisesta tuloksesta merkittävä osuus North Railista sekä Baltian liiketoiminnoista, joissa on myös merkittävät vähemmistöt (North Rail ~20 %, Baltia 49 %). Tämä myös asettaa tiettyjä haasteita EV-pohjaisten kertoimien käytettävyydelle, kun huomioidaan myös, että yhtiö raportoi tuloskehitystään vain konsernitason (pl. vuositilinpäätös sekä erillistilinpäätökset). Tätä peilaten arvostuksen relevantimpana tulospohjaisena arvostusmittarina mielestämme ainakin toistaiseksi toimii P/E-kerroin. Olemme kuitenkin käyttäneet myös EV-pohjaisia kertoimia

suuntaa antavina menetelminä laskelmalla merkittävälle vähemmistöosuuksille karkeat markkina-arvot.

Aikaisemmin sijoitusprofiilin yhteydessä käytyjä teemoja peilaten, on Nurmiselle hyväksyttävä arvostushaarukka tällä hetkellä oikaistulla P/E-kertoimella mielestämme noin 9x-12x (aik. 8x-12x). Nostammekin hieman hyväksymämme arvostushaarukan alarajaa, mikä pohjautuu yhtiön nykyiseen korkeaan pääoman tuottoon, luottamuksemme kasvuun North Railin marginaalitasojen pitävyydestä keskipitkällä aikavälillä, Essinge Rail -hankinnan myötä laajentuneesta tuloksen jakaumasta sekä nopeasti vahvistuvasta taseesta, mikä mahdollistaa yhtiölle yritysostot jo lyhyellä aikavälillä.

Hyväksyttävää arvostusta mielestämme kuitenkin painaa edelleen North Railin ja Baltian korostuneet roolit tuloksenteolle sekä epävarmuus North Railin väkivahvan tuloksunnon pitävyydelle pitkällä aikavälillä. Riskitasoa pitää yllä myös globaalisti koholla olevat geopolittiset riskit ja näiden vaikutukset taloudelle, sekä binääriset riskit liittyen North Railin ja Baltian liiketoimintaan. Mielestämme binääristen riskien todennäköisyys on alhainen, mutta realisoituessaan näiden vaikutus olisi arviomme mukaan erittäin merkittävä Nurmisen tuloksenteon kannalta. Lisäksi hyväksyttävää arvostusta rajaa mielestämme osaltaan rajallinen näkyvyys eri liiketoimintojen kehitykseen (mm. kansainvälisen liiketoiminnan osuus, liiketoimintojen tulostasot), jonka myötä arvonmäärittäminen useammalla metodilla on haastavaa. Aiemmin todetusti pidämme tätä kilpailullisista tekijöistä johtuen ymmärrettävänä. Näihin tekijöihin (ml. vähemmistöjen osuus tuloksesta ja kassavirrasta) pohjautuen näkisimme vastaavan hyväksyttävän EV/EBIT-kertoimen olevan tällä hetkellä karkeasti 6x-8x.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,04	1,04	1,04
Osakemäärä, milj. kpl	80,7	80,7	80,7
Markkina-arvo	84	84	84
Yritysarvo (EV)	140	130	121
P/E (oik.)	8,6	7,3	7,6
P/E	9,3	7,8	8,0
P/B	2,3	2,0	1,7
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,7	4,4	4,3
EV/EBIT (oik.)	6,0	5,7	5,6
Osinko/tulos (%)	53,8 %	44,7 %	46,3 %
Osinkotuotto-%	5,8 %	5,8 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/4

Kokonaisuutta peilaten näemme, että osakkeen perusteltu arvostus on nykyisin haarukoiden keskikohdan paikkeilla. Huomautamme, että kerroinhaarukat ovat varsin maltillisia nykyiseen tulostuntoon (ml. pääoman tuottoon peilattuna). Lisäksi ne ovat selvästi alle Helsingin pörssin pidemmän aikavälin keskiarvon (P/E 14x-15x, EV/EBIT 11x-14x), mutta edellä mainituista tekijöistä johtuen pidämme tätä perusteltuna. Toisaalta näemme arvostuksessa olevan asteittaista nousuvaraa yhtiön osoittaessa tulostason olevan kestäväällä pohjalla ja/tai tuloksen hajautuessa vielä nykyistä laajemmalle. Tässä luonnollisesti keskiössä on kansainvälisen rautatielogistiikan kasvu.

Mielestämme arvostuksen nousu esimerkiksi Helsingin pörssin historialliseen tasoon tai sen yli vaatisi kuitenkin taakseen näyttöjä North Railin kasvun ja tulostason kestävyyydestä usean vuoden aikajaksolla mittakaavassa ja/tai kansainvälisen Rautatieliiketoiminnan reipasta orgaanista kasvua.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Nykyisillä ennusteillamme yhtiön oikaistut P/E-kertoimet on tälle vuodelle vajaa 9x ja ensi vuodelle reilu 7x. Siten näemme osakkeen nettotulospohjaisessa arvostuksessa nousuvaraa tälle ja etenkin ensi vuodelle tulostehityksen jatkuessa ennustamallamme polulla. Arviomme mukaan tulostasolle pitäisi löytyä myös tukea North Railin pidempiaikaisista sopimuksista, Essinge Railin ja Baltian vakiintuneista liiketoiminnoista (Baltian volyymit palautuneet alaspäin etenkin vuoden 2023 korkeista tasoista). Huomautamme kuitenkin, että etenkin yhtiön liikevaihtotasossa on viime vuosina tapahtunut nopeita heilahduksia molempiin suuntiin ulkopuolisistakin tekijöistä johtuen.

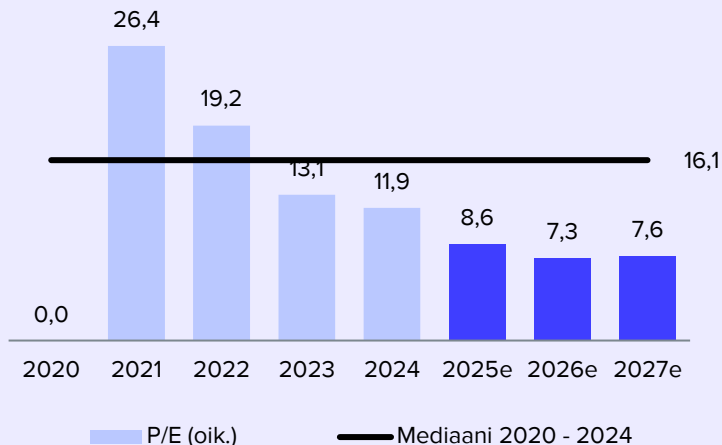
Vastaavasti ennustamamme lähivuosien EV/EBIT-kertoimet

ovat noin 6x, eikä tasoja voi pitää korkeana. Olemme yritysarvoa (EV) laskiessamme arvostaneet Baltian sekä North Railin vähemmistöt markkina-arvoperusteisesti.

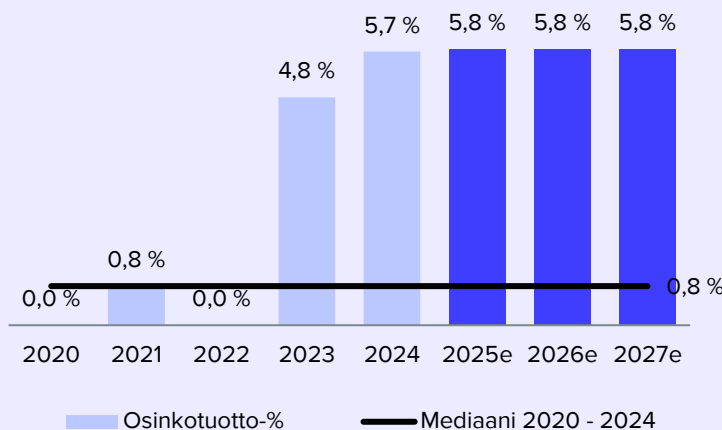
Baltian vähemmistöjen markkina-arvon olemme määrittäneet käyttämällä vuosien 2020-2024 Baltian vähemmistöjen keskimääräistä tulososuutta (~3,0 MEUR), mikä on myös jokseenkin linjassa nykyennusteidemme kanssa. Tuloksessa on nähty kuitenkin huomattavaa vaihtelua vuosien varrella (Baltian vähemmistöjen osuus 1,3-5,6 MEUR/vuosi). Tuloksen volatiliiteetin (sis. syklisyys), arviomme mukaan liiketoiminnan rajallisempien kestävien pidemmän aikavälin kasvunäkymien sekä omistusrakenteen (ml. henkilöriskit, potentiaalisten ostajien määrä rajallinen) myötä olemme arvottaneet liiketoiminnan P/E-kertoimella 8x, minkä perusteella saamme vähemmistöomistuksen arvoksi 24,2 MEUR.

Vastaavasti North Railin vähemmistöjen arvon olemme määrittäneet viime vuoden liiketoiminnan FAS-tuloksen perusteella käyttäen normaalia veroprosenttia (vähennyskelpoiset tappiot käytetty viime vuoden aikana) sekä nettotuloskerrointa 7x. North Railin tapauksessa alhainen tuloskerroin peilaa käytännössä samoja riskejä Baltian kanssa sekä liiketoiminnan nykyistä huomattavan korkeaa nykykannattavuutta (ml. binääriset epätodennäköiset, mutta realisoituessaan huomattavat riskit). Tätä kautta saamme liiketoiminnan vähemmistöosuusarvon arvoksi 10,2 MEUR. Toisaalta tiettyä suojaa North Railin liiketoiminnan mahdollisille häiriöille tuo sen omistamat arvokkaat veturit (tasearvo ~31 MEUR), mutta luonnollisesti liiketoiminnan jatkuminen on arvokkaampi nykyisenkaltaisena. Lisäksi vetureista mahdollisesti saatavilla olevaan hintaan sekä aikatauluun liittyisi epävarmuutta.

P/E (oik.)



Osinkotuotto-%



Arvonmääritys ja suositus 3/4

Lisäksi terveellä tasolla olevan rahoitusaseman sekä ennustamamme tulostason (ml. kassavirta) myötä odotamme osakkeen tarjoavan myös reipasta vajaan 6 %:n vakaata pohjatuottoa osingon kautta. Tähän voi kuitenkin vaikuttaa mahdolliset suuremmat yritysostot.

Lähivuosien kokonaistuotto-odotus

Sijoittaja saa nykyisellään myös option potentiaaliltaan huomattavasta pohjoisen reitin palautumisesta. Toimintaympäristön normalisoitumiseen pohjoisen reitin osalta on mielestämme vaikea nojata varsinkaan lyhyellä aikavälillä, ja pidemmälläkin aikavälillä tähän liittyy epävarmuutta (ml. asiakaskäyttäytyminen). Toisaalta Nurminen on kasvattanut tarjoamaansa, asiakaspohjaansa sekä maantieteellistä peittoaan pohjoisen reitin keskeyttämisen jälkeen. Tätä heijastellen näemmekin, että sen pidemmän aikavälin potentiaali positiivisessa skenaariossa on kasvanut selvästi.

Lähivuosien kokonaistuotto-odotus

Olemme tarkastelleet sijoittajan lähivuosien tuotto-odotusta myös yksinkertaistamalla hyväksyttävän arvostuksen (P/E-kerroin 9x-12x) ja vuoden 2027 tulosen nusteidemme kautta. Olettamalla, että Nurmisen tuloskehitys etenisi odotustemme mukaisesti, voitaisiin osaketta mielestämme perustellusti hinnoitella vuoden 2027 lopussa toteutuneella tuloksella hyväksymämme arvostushaarukan puoliväliin,, mikäli markkinahinnoittelussa tai korkotasossa ei tapahdu olennaisia muutoksia. Tämä vastaisi vuoden 2027 lopuissa 1,40-1,45 euron osakekohtaista arvoa. Vuosituotoksi muutettuna tämä vastaisi keskimäärin 14 %, minkä lisäksi arvioimme osakkeen tarjoavan vajaan 6%:n vuotuista pohjatuottoa osingon kautta. Siten keskipitkän aikavälin kokonaistuotto-odotus nouseekin selvästi yli käyttämämme 11 %:n oman pääoman tuottovaateen.

On myös hyvä huomata, että olettamalla ettei osakkeen hinnoittelussa tapahtuisi ajanjakson aikana muutoksia (2025e P/E 8,6x) olisi lähivuosien vuosittainen kokonaistuotto-odotus silti linjassa tuottovaatimuksen kanssa.

Tasepohjainen arvostus

Nurmisen eri liiketoimintojen pääomavaatimusten eroavaisuuksien vuoksi tasepohjainen arvostus ei ole mielestämme yhtiön kannalta kaikista relevantein. Yhtiöllä sitoutuu kiinteitä pääomia kuitenkin merkittävässä määrin vetureihin sekä myös osaltaan terminaalikiinteistöihin. Siten tasepohjaista arvostusta voi käyttää tietynasteisena arvostuksen kuumemittarina.

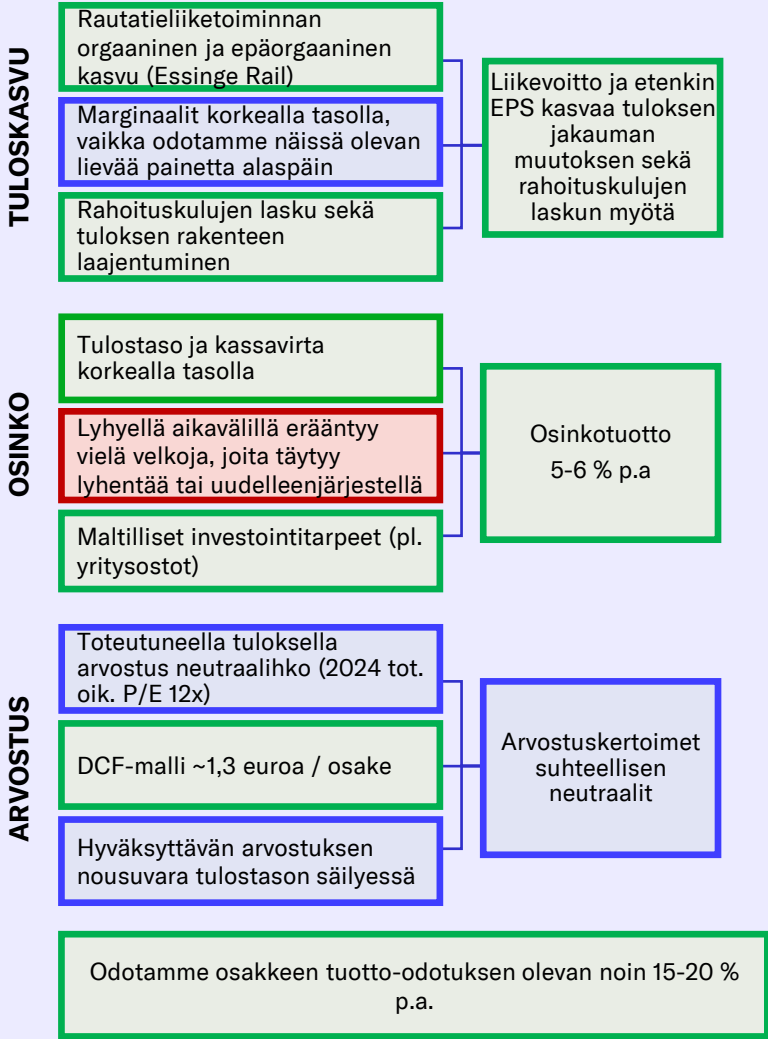
Nurmisen tasepohjainen P/B-luku on tälle vuodelle 2,3x, mitä ei voi pitää kohtuuttomana huomioiden ennustamamme lähivuosien pääoman tuotot (ROE-% 2025e-2026e ka. 26-27 %). Tätä tukee myös, että staattisen tulostuoton näkökulmasta yhtiön tulisi yltää kestävästi noin 25 %:n oman pääoman tuottoon, jotta nykyinen tasepohjainen arvostus vastaisi oman pääoman normaalien olosuhteiden kustannusta olettaen, ettei näissä tapahtuisi muutoksia.

DCF-laskelma

Olemme määrittäneet Nurmisen arvoa myös DCF-mallilla. Yhtiön liiketoimintojen kehitysvaiheiden (mm. kansainvälinen rautatielogistiikka kasvu, North Railin erittäin korkea kannattavuus) ja toisaalta lyhyehköstä näkyvyydestä johtuen yhtiön pidemmän aikavälin kehityksen ennustaminen on vaikeaa, mikä lisää riskejä molempiin suuntiin. DCF-malli on myös herkkä siihen asetetuille parametreille ja etenkin terminaalijakson muuttujille.

Osaketuoton ajurit 2024-2027e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvonmääritys ja suositus 4/4

Olemme kuitenkin mielestämme käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson parametreissa riittävän konservatiivisia arvioita, mitä mukaillen näemme mallin tarjoavan tarpeeksi relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille.

Nurmisen kohdalla lisähaastetta aiheuttaa aiemmin läpikäydyt konsernirakenteen vähemmistöosuudet, jotka nykyisestä kassavirtojen jakaumasta johtuen ovat olennaisessa roolissa arvonmäärityksen kannalta. Olemme pyrkineet taklaamaan tätä käyttämällä aiemmin määrittämiämme markkina-arvoja North Railin sekä Baltian vähemmistöille, mutta tämä ei kuitenkaan silti täysin eliminoi konsernirakenteeseen liittyviä haasteita. Käytämme DCF-laskelmaa kuitenkin arvonmäärityksen tukena, sillä mielestämme se tuo parhaiten esiin osakkeeseen ladatut odotukset pidemmältä aikaväliltä.

Mallimme pohjautuu aiemmin läpikäymillemme ennusteille. Terminaalivaiheen kasvu mallissamme on 2,0 % ja liikevoittomarginaalin ennuste 8 %, jota voi pitää varsin konservatiivisena nykytasoon peilattuna (vrt Nurmisen taloudellinen tavoite oik. EBIT-% > 13 %, 2024 tot. 18,2 %). Nykyisellään soveltamamme pääoman kustannus (WACC 9,6 % ja CoE 11,0 %) on arviomme mukaan Helsingin pörssin keskimääräisen tason yläpuolella, mikä heijastelee nykyistä tuloksen jakaumaa sekä osin volatiilista markkinaa. Mielestämme tuottovaatimuksessa voisi olla asteittaista laskuvaraa tuottojen jakauman laajentumisen kautta tai korkotasojen laskun kautta. Lisäksi pidemmällä aikavälillä riskitasoa voisi laskea, mikäli yhtiö pystyy osoittamaan nykyiset marginaalitasonsa kestäviksi.

DCF-laskelmamme indikoima arvo Nurmisen osakkeelle on noin 1,3 euroa osakkeelta, mikä on selvästi nykykurssin yläpuolella. Vastaavasti terminaalijakson painoarvo on vain 35 %, minkä myötä malli ei ole aggressiivinen pitkän aikavälin odotusten suhteen. Tätä mielestämme kuvastaa myös, että mikäli olettaisimme terminaalijakson kannattavuudeksi 10 % asettuisi mallimme noin 1,5 euroon osakkeelta. Kokonaisuutena kassavirtapohjainen arvonmääritys kuitenkin nähdäksemme tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta.

Suhteellinen arvostus ei ole relevantti

Suhteellisen arvostuksen käytettävyyttä heikentää huomattavasti se, ettei Nurmiselle ja sen liiketoimintaprofiilille (ml. kasvuprofiili) ole käytännössä löydettävissä verrokkeja samalta markkinalta. Käyttämämme verrokkiryhmä koostuukin pääosin selvästi suuremmista logistiikka-alan yhtiöistä, joilla on hyvin erilaiset liiketoimintaprofiilit sekä kasvuaihiot Nurmiseen verrattuna. Siten emme näe suhteellista arvostusta relevanttina Nurmisen kannalta.

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

Arvostuksen yhteenveto

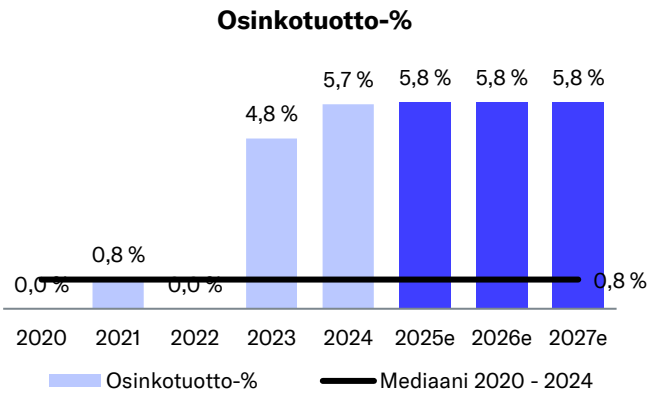
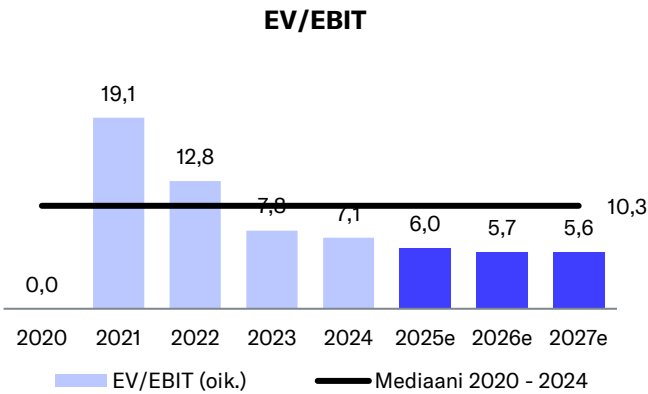
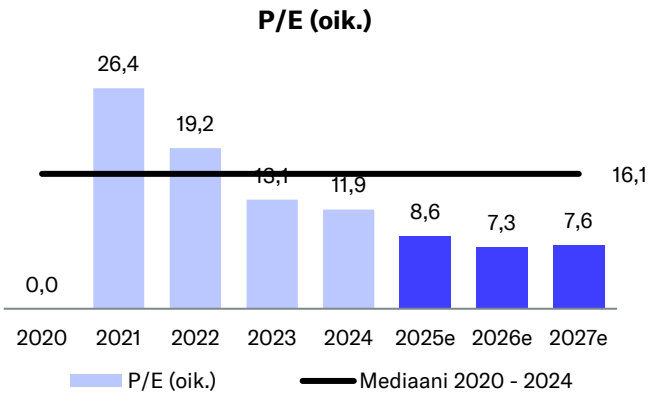
Toistamme Nurmisen lisää-suosituksen sekä 1,2 euron tavoitehintamme. Mielestämme osakkeen nykyinen arvostus on maltillinen ja näemmekin siinä nousuvaraa lähivuosille. Tätä konkretisoi myös tavoitehintamme, mikä vastaisi kuluvan vuoden ennusteillamme P/E-kerrointa 10x ja ensi vuoden ennusteella 8,5x. Positiivista suositustamme tukevat myös muut käyttämämme menetelmät. Sen sijaan vahvempi positiivinen näkemys vaatisi taakseen mielestämme selkeämpiä lyhyen aikavälin ajureita, joita kuitenkin etenkin geo- ja kauppapoliittinen tilanne jarruttaa. Arvioimme yhtiön pyrkivän kuitenkin kiihdyttämään kansainvälistä kasvuaan epäorgaanisin keinoin, jotka tähänastisten näyttöjen perusteella ovat mielestämme positiivisen odotusarvon liikkeitä. Nykyisellään sijoittaja saa myös mielestämme ilmaisen option potentiaaliltaan huomattavan pohjoisen reitin palautumisesta pitkällä aikavälillä.

Vastaavasti Nurmisen osakkeen käyvän arvon näemme tällä hetkellä olevan 1,1-1,7 euroa osakkeelta, mikä pohjautuu lähivuosien ennusteisiimme, soveltamiimme hyväksyttäviin arvostuskertoimiin sekä kassavirtamalliin ja sen herkkyyyslaskelmiin. Keskeisimpinä ajureina käyvälle arvolle pidämme pitkäaikaisia näyttöjä tulostason kestävyyydestä sekä tuloksen jakaantumista laajemmalle (ts. kansainvälisen rautatielogistiikan kasvu), mitkä laskisivat tulokseen liittyviä riskitasoja ja osakkeen tuottovaatimusta.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	0,45	1,96	0,60	1,26	1,05	1,04	1,04	1,04	1,04
Osakemäärä, milj. kpl	44,6	77,1	78,0	78,1	78,2	80,7	80,7	80,7	80,7
Markkina-arvo	20	151	47	98	82	84	84	84	84
Yritysarvo (EV)	106	194	88	168	135	140	130	121	112
P/E (oik.)	neg.	26,4	19,2	13,1	11,9	8,6	7,3	7,6	7,8
P/E	neg.	12,8	neg.	6,9	11,6	9,3	7,8	8,0	8,2
P/B	7,3	10,0	3,6	3,6	2,5	2,3	2,0	1,7	1,6
P/S	0,2	1,1	0,4	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,3	1,4	0,7	1,3	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	22,1	15,4	14,1	4,4	5,5	4,7	4,4	4,3	4,2
EV/EBIT (oik.)	>100	19,1	12,8	7,8	7,1	6,0	5,7	5,6	5,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	10,5 %	0,0 %	32,7 %	66,1 %	53,8 %	44,7 %	46,3 %	47,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,8 %	0,0 %	4,8 %	5,7 %	5,8 %	5,8 %	5,8 %	5,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Kuehne + Nagel	24027	26003	15,3	15,0	9,8	9,6	1,0	0,9	19,7	19,2	4,1	4,2	6,7
DSV	51470	51118	18,7	15,3	12,9	10,5	1,5	1,3	28,1	22,8	0,5	0,5	3,0
Hapag Lloyd	25397	24201	31,2	176,0	8,2	10,1	1,4	1,4	33,1	33,0	1,3	1,7	1,4
Id Logistics	2698	3794	22,4	20,0	6,5	5,9	1,0	1,0	38,3	31,5			4,0
Nurminen Logistics (Inderes)	84	140	6,0	5,7	4,7	4,4	1,1	1,0	8,6	7,3	5,8	5,8	2,3
Keskiarvo			21,9	56,6	9,4	9,0	1,2	1,1	29,8	26,6	1,9	2,1	3,8
Mediaani			20,5	17,7	9,0	9,9	1,2	1,1	30,6	27,1	1,3	1,7	3,5
Erotus-% vrt. mediaani			-71 %	-68 %	-48 %	-56 %	-8 %	-13 %	-72 %	-73 %	362 %	237 %	-35 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

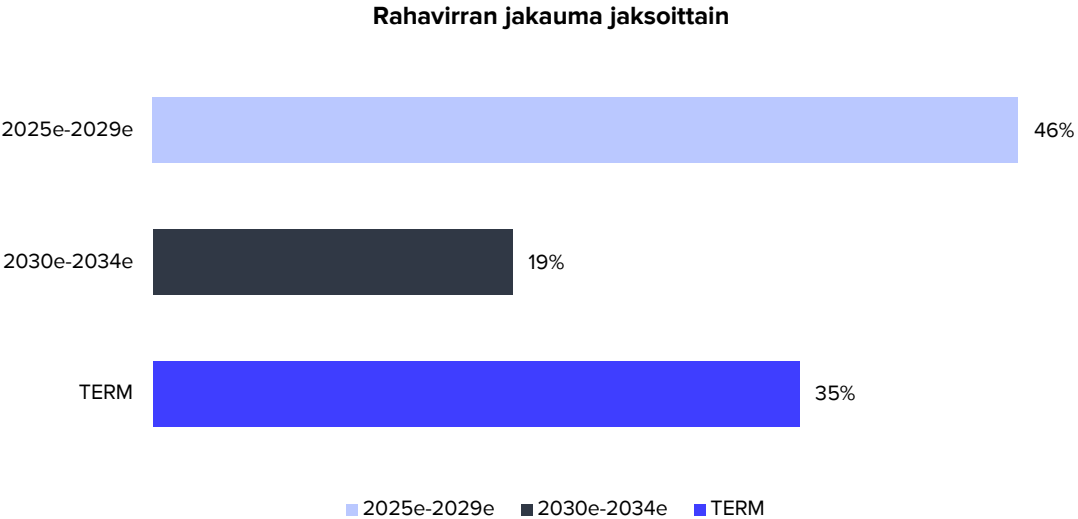
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-18,1 %	20,0 %	6,2 %	4,1 %	3,2 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	18,4 %	17,7 %	16,6 %	14,9 %	13,8 %	12,0 %	10,5 %	9,5 %	8,5 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Liikevoitto	19,3	22,3	22,2	20,7	19,7	17,8	16,1	14,9	13,7	13,2	13,4	
+ Kokonaispoistot	5,4	7,7	7,6	7,4	6,9	6,6	6,5	6,0	5,7	5,4	5,2	
- Maksetut verot	-2,2	-4,0	-4,0	-3,5	-3,5	-3,2	-2,8	-2,6	-2,4	-2,3	-2,3	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-5,8	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	16,0	24,6	25,0	24,0	22,8	20,9	19,4	18,0	16,7	16,0	16,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	10,3	-3,3	-3,6	-3,7	-3,8	-5,0	-4,0	-4,1	-4,2	-4,2	-5,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	26,3	21,3	21,4	20,3	19,0	15,9	15,4	13,9	12,5	11,8	10,7	
+/- Muut	-15,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	11,3	21,3	21,4	20,3	19,0	15,9	15,4	13,9	12,5	11,8	10,7	142
Diskontattu vapaa kassavirta		20,2	18,6	16,0	13,7	10,5	9,2	7,6	6,2	5,4	4,4	59,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		171	151	132	116	102	91,9	82,7	75,1	68,9	63,5	59,1
Velaton arvo DCF		171										
- Korolliset velat		-46										
+ Rahavarat		16										
-Vähemmistöosuus		-34										
-Osinko/pääomapalautus		-4,7										
Oman pääoman arvo DCF		102										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,27										

Pääoman kustannus (WACC)

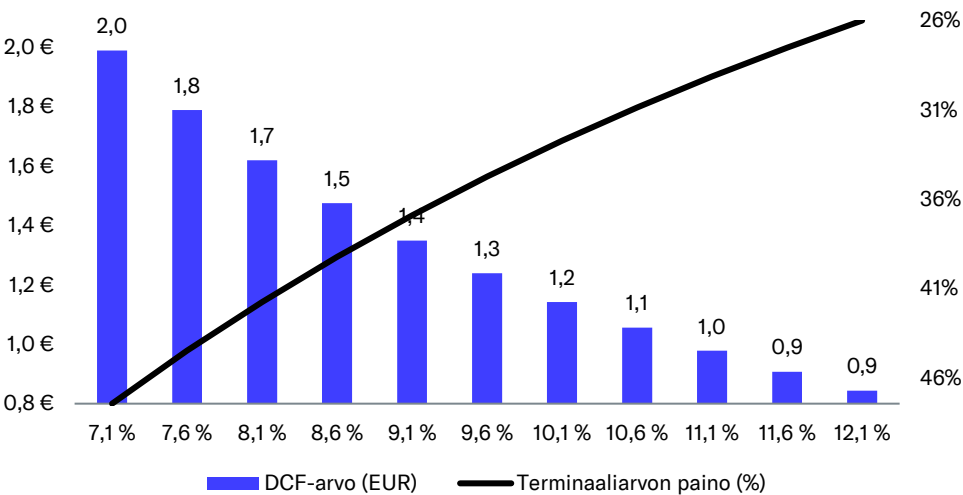
Vero-% (WACC)	19,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	8,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,6 %

Lähde: Inderes

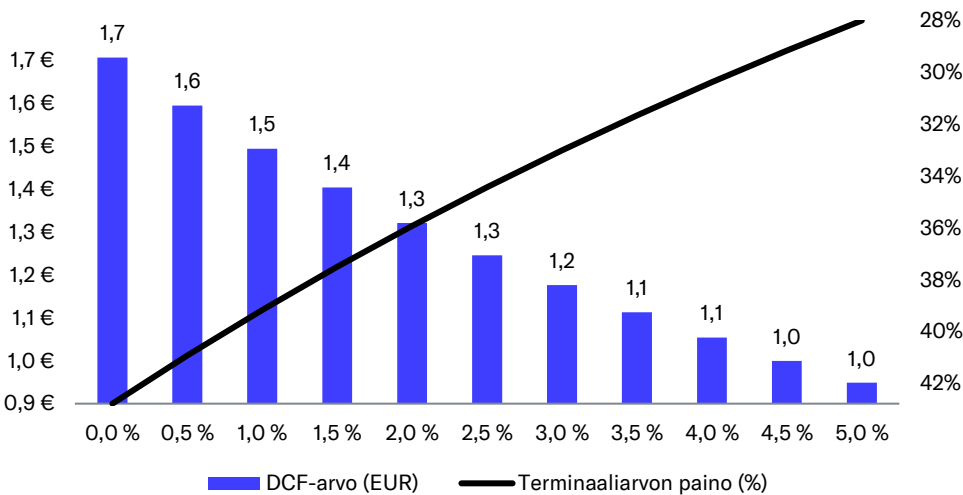


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

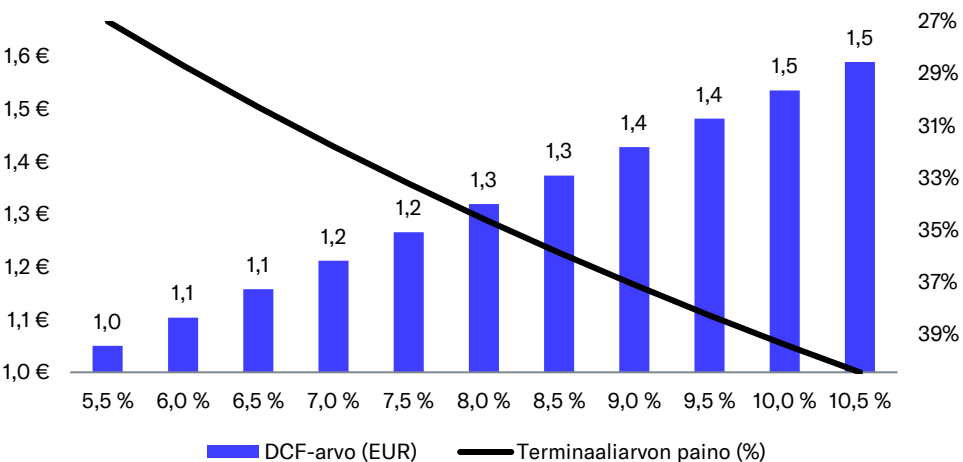
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



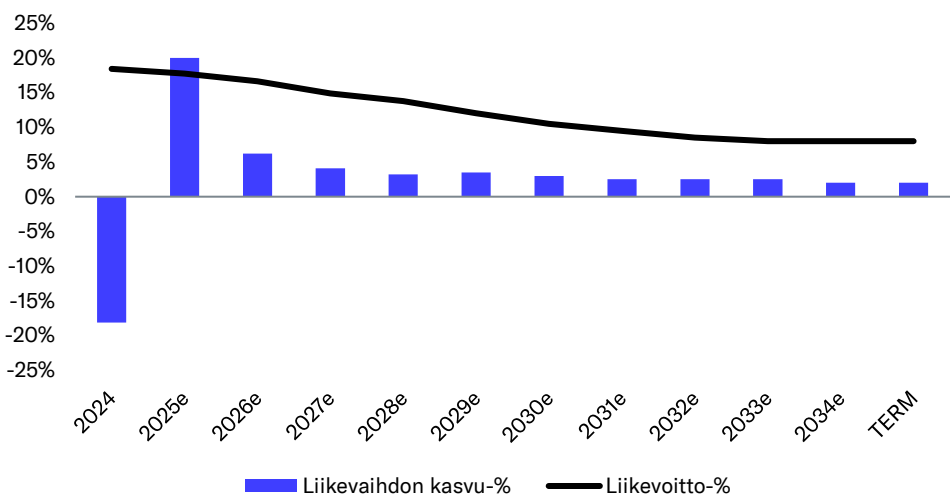
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	122,5	128,0	104,8	125,7	133,5	EPS (raportoitu)	-0,01	0,18	0,09	0,11	0,13
Käyttökate	6,2	38,4	24,7	30,0	29,8	EPS (oikaistu)	0,03	0,10	0,09	0,12	0,14
Liikevoitto	3,4	33,1	19,3	22,3	22,2	Operat. Kassavirta / osake	0,08	0,47	0,21	0,30	0,31
Voitto ennen veroja	1,9	29,3	16,2	18,2	19,7	Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,07	-0,03	0,14	0,26	0,27
Nettovoitto	-1,0	14,3	7,1	9,0	10,8	Omapääoma / osake	0,17	0,35	0,42	0,46	0,53
Kertaluontoiset erät	-3,5	11,6	0,2	-0,9	-0,8	Osinko / osake	0,00	0,06	0,06	0,06	0,06
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	69,7	113,8	101,5	96,3	94,1	Liikevaihdon kasvu-%	-13 %	4 %	-18 %	20 %	6 %
Oma pääoma	24,1	45,9	41,2	45,5	51,4	Käyttökatteen kasvu-%	-51 %	518 %	-36 %	21 %	-1 %
Liikearvo	0,9	0,9	7,4	7,4	7,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	-32 %	212 %	-11 %	21 %	-1 %
Nettovelat	28,9	35,6	29,5	21,3	11,6	EPS oik. kasvu-%	-58 %	210 %	-8 %	36 %	18 %
						Käyttökate-%	5,1 %	30,0 %	23,6 %	23,9 %	22,3 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	5,6 %	16,8 %	18,2 %	18,4 %	17,2 %
Käyttökate	6,2	38,4	24,7	30,0	29,8	Liikevoitto-%	2,8 %	25,9 %	18,4 %	17,7 %	16,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,0	2,6	-5,8	-0,5	-0,2	ROE-%	-7,4 %	70,9 %	23,6 %	25,9 %	27,1 %
Operatiivinen kassavirta	6,2	36,4	16,0	24,6	25,0	ROI-%	5,6 %	43,1 %	21,3 %	26,8 %	28,5 %
Investoinnit	-1,0	-38,6	10,3	-3,3	-3,6	Omavaraisuusaste	34,7 %	41,8 %	40,7 %	49,3 %	57,1 %
Vapaa kassavirta	5,3	-2,2	11,3	21,3	21,4	Nettovelkaantumisaste	119,8 %	77,6 %	71,7 %	46,9 %	22,5 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	0,7	1,3	1,3	1,1	1,0						
EV/EBITDA	14,1	4,4	5,5	4,7	4,4						
EV/EBIT (oik.)	12,8	7,8	7,1	6,0	5,7						
P/E (oik.)	19,2	13,1	11,9	8,6	7,3						
P/B	3,6	3,6	2,5	2,3	2,0						
Osinkotuotto-%	0,0 %	4,8 %	5,7 %	5,8 %	5,8 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin 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 latineilla analytikoilla 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 latineen 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
9.1.2018	Vähennä	0,56 €	0,58 €
9.3.2018	Vähennä	0,52 €	0,54 €
6.6.2018	Vähennä	0,50 €	0,49 €
10.8.2018	Vähennä	0,42 €	0,45 €
19.12.2018	Vähennä	0,27 €	0,28 €
11.3.2019	Myy	0,27 €	0,35 €
7.8.2019	Myy	0,27 €	0,30 €
12.8.2019	Myy	0,25 €	0,27 €
9.3.2020	Myy	0,25 €	0,28 €
10.8.2020	Myy	0,25 €	0,34 €
8.3.2021	Myy	0,35 €	0,70 €
4.8.2021	Myy	0,45 €	1,16 €
9.8.2021	Vähennä	1,10 €	1,21 €

Analytikko vaihtuu

19.11.2021	Lisää	1,70 €	1,53 €
4.3.2022	Lisää	1,25 €	1,10 €
19.4.2022	Vähennä	1,25 €	1,28 €
5.8.2022	Lisää	1,00 €	0,83 €
16.11.2022	Vähennä	0,70 €	0,73 €
15.2.2023	Lisää	1,10 €	0,98 €
2.3.2023	Lisää	1,10 €	0,91 €
29.5.2023	Osta	1,40 €	1,04 €
4.8.2023	Osta	1,40 €	0,99 €
23.10.2023	Osta	1,25 €	0,85 €
25.1.2024	Lisää	1,40 €	1,25 €
1.3.2024	Lisää	1,40 €	1,23 €
26.4.2024	Lisää	1,40 €	1,20 €
30.7.2024	Lisää	1,05 €	0,90 €
5.8.2024	Lisää	1,05 €	0,88 €
30.10.2024	Osta	1,05 €	0,84 €
12.11.2024	Osta	1,20 €	0,97 €
28.2.2025	Lisää	1,20 €	1,10 €
25.4.2025	Lisää	1,20 €	1,10 €
16.6.2025	Lisää	1,20 €	1,04 €



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 sijoittajatieta. 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.**