

# Nurminen Logistics

Seurannan aloitus



Julkaisuajankohta  
11.3.2024 8:02

## Ennätysvireessä kuluvaan vuoteen

- Aloitamme Nurminen Logisticsin seurannan OSTA-suosituksella ja 1,30 euron tavoitehinnalla.** Yhtiö ylsi viime vuonna ennätystulokseen haastavasta markkinaympäristöstä huolimatta ja odotamme hyvän tulostason säilyvän. Kattava palveluverkosto, pitkäaikaiset sopimukset sekä globaalit megatrendit, kuten vihreä siirtymä ja toimitusketjujen riskienhallinta, tukevat yhtiön liiketoimintaa tulevina vuosina. Yritysjärjestelyt ja Kiinan suoran konttijunayhteyden palautuminen geopoliittisen tilanteen niin sallissa tarjoavat Nurmiseen sijoittavalle optioarvoa.
- Vankkaa ja todennettua osaamista rautatielogistiikasta:** Nurminen on pitkän linjan suomalainen logistiikka-alan yhtiö, joka on toiminut pioneerina Pohjoismaat, Euroopan ja Aasian yhdistävillä konttijunareiteillä. Yhtiön palveluiden ytimen muodostavat rautatiekuljetukset sekä terminaali- ja huolintapalvelut, jotka rakentuvat pohjoismaisen Nordic Hub -verkoston ja Euroopan Aasiaan yhdistävän Trans-Kaspian reitin ympärille.
- Maltillisesti pääomaa sitova toimintamalli:** Nurmisen nettokäyttöpääoma on normaalioloissa minimaalinen tai jopa negatiivinen. Trans-Kaspian konttijunareiteillä liiketoiminnasta merkittävä osa toteutetaan kumppaniverkoston kautta alihankintana. Pääomaa sitovat merkittävässä määrin käytännössä vain omat terminaalit sekä Suomen rautatieliikenteen veturit.
- Vihreä siirtymä tukee rautatiekuljetusten kysyntää:** Rautatiekuljetusten hiilijalanjälki on selkeästi vaihtoehtoisia rahtimuotoja pienempi. Kasvava ympäristötietoisuus, kehittyvä päästökauppa sekä kiristyvät kestävyysraportoinnin vaatimukset tukevat kysynnän kehitystä tulevina vuosina.
- Näkymät ja ohjelistus:** Lyhyen aikavälin näkymiä painavat yleisen talouskehityksen hitaus sekä tämän raportin kirjoitushetkellä pinnalla olevat poliittiset lakot, jotka väistämättä heijastuvat kansainväliseen kauppaan sidoksissa olevaan yhtiöön. Nurmisella on kuitenkin pitkäaikaisia sopimuksia useamman asiakkaan kanssa, jotka tukevat liiketoimintaa lähivuodet. Vuodelle 2024 yhtiö ohjeistaa sekä liikevaihdon että vertailukelpoisen liikevoiton kasvua, mikä olisi ennätysvahva vertailukausi huomioiden erinomainen suoritus.
- Arvonmäärittäminen:** 1,30 euron tavoitehintamme perustuu P/E-kertoimeen 9x, jota sovellamme vuosien 2024 ja 2025 ennusteisiimme painoin 25 % / 75 %.

Suositus **OSTA**

Tavoitehintaa (€) **1,30**

Hinta (€)*	1,13
Ylin (12kk)	1,38
Alin (12kk)	0,77

Markkina-arvo (M€)	88
Indeksipaino	0 %
Beta	1,02
Kaupankäyntitunnus	NLG1V
Seuraava tulosjulkistuspäivä	25.4.2024

Kurssikehitys	1kk	3kk	12kk
Hinta (€)	1,16	0,90	0,86
Muutos	-2,6 %	25,0 %	31,6 %



Lähde: OP Markets, Bloomberg, \*) 8.3.

### Nurminen Logistics

Milj. euroa	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	141,3	122,5	128,0	142,0	149,4	156,8
Liikevaihdon kasvu (%)	75 %	-13 %	4 %	11 %	5 %	5 %
Oik. liikevoitto	9,6	6,9	21,5	22,8	22,0	21,6
Oik. liikevoitto (%)	7 %	6 %	17 %	16 %	15 %	14 %
Tulos ennen veroja	7,8	1,9	29,3	19,8	20,0	19,8
Tulos/osake	0,15	-0,01	0,18	0,14	0,14	0,14
Osinko/osake	0,00	0,02	0,06	0,07	0,08	0,08
Osinkotuotto (%)	0,0 %	3,3 %	5,3 %	6,2 %	7,1 %	7,1 %
P/E	12,7	-43,2	6,1	8,1	8,0	8,1
P/B	9,9	3,5	3,2	2,6	2,2	2,0
ROE	46 %	-4 %	31 %	21 %	19 %	17 %
ROCE	30 %	5 %	31 %	23 %	24 %	25 %
Omavaraisuusaste	32 %	35 %	40 %	47 %	54 %	55 %
Gearing	116 %	120 %	78 %	55 %	32 %	16 %

Lähde: OP Markets



Analytiikko

Joona Harjama

+358 10 252 4351

joona.harjama@op.fi

## Investment case

- **Kansainvälisten rautatiekuljetusten erikoisosaaja.** Nurmisella on vankkaa todennettua osaamista kansainvälisistä rautatiekuljetuksista, ja yhtiö on toiminut pioneerina Pohjoismaat, Euroopan ja Aasian yhdistävillä reiteillä. Liiketoimintaa tukevat omat terminaalit sekä vahvat kansainväliset verkostot alan toimijoiden parissa.
- **Laaja rooli logistiikan arvoketjussa.** Logistiikan arvoketju ulkomaankaupassa voidaan jakaa kolmeen osaan: syöttöliikenne lähtömaassa, tavarankäsittely ja huolintapalvelut satamassa sekä jatkokuljetukset määränpäähän. Nurmisen palvelut kattavat kaikki arvoketjun osa-alueet joko itsenäisesti tai kumppaniverkoston kautta hoidettuna. Tämä tarjoaa asiakkaille kattavan logistiikkapalvelukokonaisuuden avaimet käteen -ratkaisuna.
- **Maltillisesti pääomaa sitova toimintamalli.** Nurmisen nettokäyttöpääoma on normaalioloissa minimaalinen tai jopa negatiivinen. Kansainvälisillä konttijunareitillä liiketoiminnasta merkittävä osa toteutetaan kumppaniverkoston kautta alihankintana. Pääomaa sitovat merkittävässä määrin käytännössä vain omat terminaalit sekä Suomen rautatieliikenteen veturit.
- **Yritysjärjestelyt ja Kiinan suoran konttijunayhteyden palautuminen tarjoavat optioarvoa.** Yhtiö on kommentoinut suunnittelevansa yritysjärjestelyjä lähitulevaisuudessa. Lisäksi yhtiöllä on valmius ajaa ylös menestyksekkäs suora Kiinan konttijunayhteys geopoliittisen tilanteen niin sallissa. Edellä mainitut seikat tarjoavat optioarvoa Nurmiseen sijoittavalle.

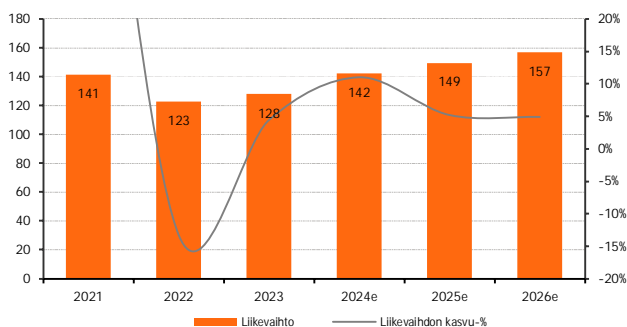
## Ajurit

- **Euroopan ja Aasian välisen kaupan kasvu.** Nurmisen strategiassa keskeisessä osassa on olla Euroopan ja Aasian välisen kaupan mahdollistaja, joten Aasiaan suuntautuvan kaupan kehityksellä on yhtiölle merkittävä vaikutus.
- **Vihreä siirtymä ja toimitusketjujen riskienhallinta ajaa rahtia raiteille.** Päästökaupan ja kestävyysraportoinnin kiristyvät vaatimukset tukevat rautatiekuljetuksia vähäpäästöisyytensä ansiosta. Samalla toimitusketjuihin liittyvä riskienhallinta luo kysyntää nopeille ja toimitusvarmoille rautatiekuljetuksille.
- **Tunnettuuden kasvattaminen ja uusasiakashankinnassa onnistuminen.** Yhtiö onnistui ajamaan nopeasti ylös uuden Trans-Kaspian konttijunareitin Ukrainan sodan myötä lopetetun suoran Kiinan yhteyden tilalle. Yhtiö on jo kärkitoimijoita reitillä, mutta uusien eurooppalaisten asiakkaiden löytäminen ja volyymien kasvattaminen ovat tärkeässä osassa kasvuodotusten lunastamisessa.

## Riskit

- **Alttius makrotalouden sykleille.** Yhtiön toiminta nojaa vahvasti kansainvälisen kaupan kehitykseen, ja on näin ollen altis talouden suhdannevaihteluille.
- **Kaksi isoa asiakasta.** Global Transport and Logistics Pte. Ltd toi 22 % vuoden 2023 liikevaihdosta. Ensimmäisellä vuosipuoliskolla 11 % tuli kansainvälisen kaivosyhtiö Glencoren tytäryhtiö Kazzinc LTD:ltä. Vaikka yhtiön asiakaskunta on toimialoittain melko hajautunutta, on Nurmiseen sijoittavan hyvä seurata suurten asiakkuuksien kehitystä.
- **Poliittiset riskit.** Yhtiön asiakkaiden Venäjältä tilaamien raaka-aineiden joutuminen pakotelistalle olisi toteutessaan merkittävä isku Nurmiselle. Kyseiset tuotteet ovat kuitenkin melko kriittisiä ruokahuollon sekä vihreän siirtymän näkökulmasta, mikä vähentää arviomme mukaan riskin realisoidumisen todennäköisyyttä.
- **Merkittävä osuus tuloksesta vähemmistöomistajille.** Baltian liiketoiminnasta paikallinen johto omistaa 49 %, North Railista 20 % sijoittajaryhmä. Molemmilla on keskeinen rooli yhtiön tuloksenteon kannalta, mikä tarkoittaa kassavirrasta ison osan valuvan vähemmistöomistajille.

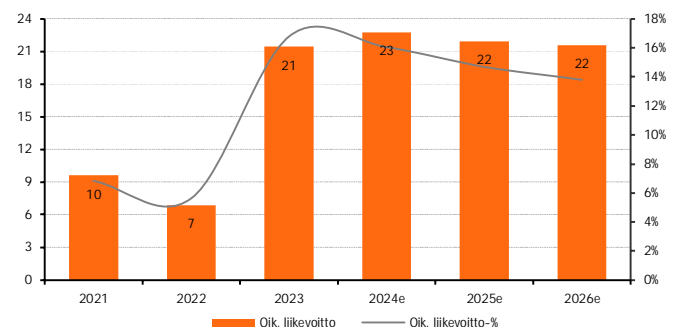
Liikevaihto (mlj. euroa) ja liikevaihdon kasvu-%



Lähde: OP Markets

Vuonna 2021 liikevaihdon kasvu 75 %

Oikaistu liikevoitto (mlj. euroa) ja oikaistu liikevoitto-%



Lähde: OP Markets

## Yhtiökuvaus

### Nurminen lyhyesti

Nurminen Logistics on suomalainen pitkän historian omaava logistiikkapalveluita tarjoava yritys. Yhtiö liiketoiminta koostuu rautatiekuljetuksista sekä niitä tukevista terminaali- ja huolintapalveluista. Yhtiö työllistää noin 200 logistiikan ammattilaista, ja on Suomen suurin yksityinen rautatieoperaattori.

Nurmisen kansainvälinen logistiikkaverkosto yhdistää tällä hetkellä Pohjoismaat, Euroopan ja Aasian. Yhtiön kotimaiset toimipisteet sijaitsevat Helsingissä, Kotkassa ja Vainikkalassa, ja kansainvälisesti Nurmisella on toimipisteitä Kiinassa, Itävallassa, Latviassa ja Liettuassa.

Nurmisen visiona on olla kestävä kasvun kumppani, joka yhdistää Euroopan ja Aasian markkinat vähäpäästöisillä logistiikkapalveluilla. Yhtiön missio on tarjota kestävää ja arvoa tuottavaa pohjoismaista logistiikkaa.

### Historia

Nurmisen historia ulottuu lähes 140 vuoden päähän ja yhtiölle on aina ollut tunnusomaista tavaravirtojen hallinta – tavalla tai toisella. Lisäksi läpi historian on olennaista ollut tasaisesti etenevä uudistuminen, kun liiketoimintoja on hankittu tai divestoitu toimintaympäristössä havaittujen muutosten myötä.

**1886:** Yhtiön juuret ovat Raumalla, jossa Johan Nurminen perustaa sekatarvakaupan. Kaupassa myydään puutavaraa, laivatavikkeita ja siirtomaatavaroita. Varustamotoiminta käynnistyy vuonna 1891 ja 1900-luvun alkuvuosina kaikkiaan 22 alusta liikennöi maailman merillä. Ensimmäisen maailmansodan vuosina John Nurminen on Suomen suurin huolinta-alan toimija.

**1930–1960:** Toimintaan tulee uusia tukijalkoja, kun John Nurmisenestä tulee Matkatoimisto Kalevan osakas vuonna 1935. Varustamotoiminta elää vahvinta kauttaan 1950-luvulla jälleenrakentamisen myötävaikutuksella. Lentorahtihuolinta käynnistyy Helsinki-Vantaalla 1967.

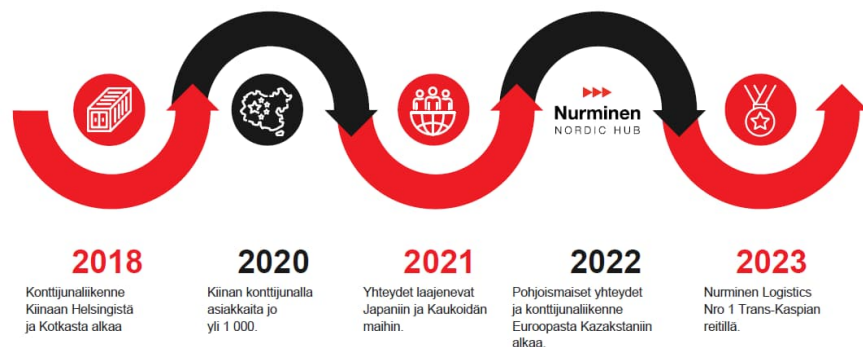
**1970–1990:** Varustamotoiminnasta on luovuttu ja keskeisiä liiketoiminta-alueita ovat vienti- ja tuontihuolinta, Neuvostoliiton autoliikenne, terminaali- ja varastointipalvelut sekä lentoliikenteen maapalvelut.

**2000-luku:** Keskittyminen logistiikkapalveluihin. Yhtiöstä tulee merkittävä toimija ajoneuvo-logistiikassa Itämeren alueella. Suomessa Nurminen on maan suurin sairaankuljettaja, ja liiketoiminta myydään pääomasijoittaja Sentica Partnersille vuonna 2008. Vuonna 2007 käynnistyy Vuosaaren logistiikkakeskuksen rakennustyöt. Seuraavana vuonna Nurminen listautuu pörssiin järjestelyssä, jossa Nurminen osti pörssilistatun kassakaappivalmistaja Kasolan liiketoiminnan.

**2010-luku:** Konttijunaliikenne Kiinaan käynnistyy vuonna 2018. Reitti kattaa useita Kiinan ja Aasian keskeisiä kaupunkeja.

**2020-luku:** Kiinan suora konttijunayhteys rikkoo 1 000 asiakkaan rajapyykin. Vuonna 2021 liikenne laajenee Japaniin ja Kaukoitään. Vuonna 2022 yhtiö aloittaa pohjoismaiset yhteydet ja konttijunaliikenne Euroopasta Kazakstaniin alkaa, kun Kiinan suora junayhteys katkeaa Venäjän aloittaman hyökkäyssodan seurauksena. Jo vuonna 2023 yhtiöstä tuli suurin liikennöitsijä Trans-Kaspian reitillä. Helmikuussa 2023 yhtiö hankki North Rail Oy:n, jonka myötä yhtiön jalansija kotimaassa vahvistuu. Samalla yhtiön palvelut laajenevat kattamaan koko logistiikan arvoketjun.

### Viimeaikaiset virstanpylväät



Lähde: Nurminen Logistics

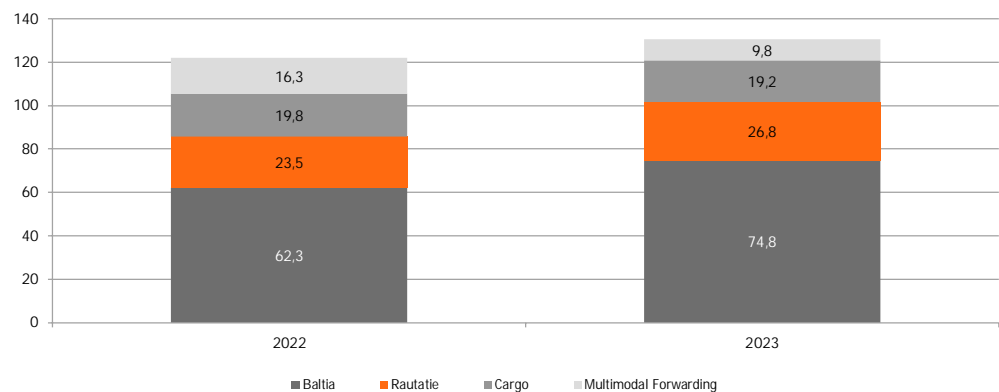
## Liiketoiminta-alueet

Nurmisella on vain yksi raportoitava liiketoimintasegmentti. Yhtiö kuitenkin julkaisee liikevaihdon neljältä eri liiketoiminta-alueelta ja kommentoi verbaalisesti näiden kannattavuutta. Liiketoiminta-alueet ovat:

- **Rautatieliiketoiminta**
- **Cargo-liiketoiminta**
- **Multimodal Forwarding -liiketoiminta**
- **Baltian liiketoiminta**

Vuosina 2022 ja 2023 liikevaihdolla mitattuna Nurmisen selkeästi suurin segmentti on ollut Baltia. Rautateiden liikevaihto on laskenut vuoden 2021 tasolta Kiinan suoran konttijunayhteyden loputtua ainakin toistaiseksi. Yhtiön kolmanneksi suurin segmentti on Cargo-liiketoiminta, ja historiallisesti pienin osuus liikevaihdosta on tullut Multimodal Forwarding -liiketoiminnasta.

Liikevaihdon jakauma segmenteittäin (milj. euroa)



Lähde: OP Markets

## Rautatieliiketoiminta

Rautatieliiketoiminta on Nurmisen strategian ydin ja keskeinen kasvuajuri etenkin pitkällä aikavälillä. Rautatieliiketoiminta luo automaattisen syötteen muille liiketoiminta-alueille (Cargo ja Multimodal Forwardingin huolintapalvelut) ja on siten tärkeä tekijä myös näiden liiketoimintojen volyymin terveelle kehitykselle. Nurminen on ainoa pohjoiseurooppalainen huolintaliike, joka on samalla myös rautatieoperaattori. Rautatieliiketoiminta koostuu konttijunaliiketoiminnasta sekä perinteisestä rautatiekuljetuksesta. Nurminen on rakentanut laajan yhteistyöverkoston ja kykenee kuljettamaan asiakkaan rahat varsin kattavasti Euroopan ja Aasian markkinoille. Yhtiöllä oli erittäin kilpailukykyinen suora junayhteys Kiinaan, mutta Venäjän hyökkäyssodan seurauksena junayhteys katkaistiin vuoden 2022 alkupuolella. Nurminen reagoi tilanteeseen nopeasti ja rakensi Venäjän kiertävän vaihtoehdoisen Trans-Kaspian reitin Keski-Aasian markkinoille. Toinen keskeinen maantieteellinen kokonaisuus on Nordic Hub, joka yhdistää Pohjoismaat Euroopan ja Keski-Aasian markkinoille. Nordic Hub:ssa runkolinjana toimii vuonna 2022 aloitettu säännöllinen konttijunayhteys Pohjois-Norjan Narvikista Etelä-Ruotsiin, mistä kuljetuksia voidaan jatkaa eteenpäin maailmalle. Nurmisella ei ole kansainvälisessä logistiikassa käytössä omaa kuljetuskalustoa, joten liiketoiminnan bruttomarginaali on suhteellisen matala. Toisaalta liiketoiminta ei sido pääomia ja myös käyttöpääoman tarve on minimaalinen.

Nurminen osti vuonna 2023 rautatieoperaattori Operail Finland Oy:n Viron valtiolta. Nurminen omistaa liiketoiminnasta 80 prosenttia ja muut sijoittajat 20 prosenttia. Liiketoiminta on oston jälkeen brändätty uudelleen ja uusi nimi on North Rail Oy. Ostetulla yhtiöllä oli hankintahetkellä yhdeksän veturia, jotka on otettu käyttöön vuosina 2018–2020. Vuoden 2023 aikana yhtiö hankki vielä kolme veturia lisää, jonka myötä se liikennöi Suomen sisällä 12 veturin voimin. Oman vetokaluston sekä henkilöstön ansiosta liiketoiminnan bruttomarginaali on huomattavasti kansainvälistä junaliikennettä korkeampi ja liikevaihdon kasvu tulee siten hyvällä vivulla tulokseen. Lisäksi VR:n luovuttua idänkaupan toimituksista North Railin neuvotteluasema on näkemyksemme mukaan tällä hetkellä asiakkaiden suuntaan vahva, mikä yhdessä oman veturikaluston kanssa

tukee marginaaleja. Veturit ovat uusia ja investointitarve (etenkin korvausinvestointeina) on kokonaisuutena suhteellisen vähäinen. Arviomme mukaan merkittävä osa liikennevolyymista on lannoitteiden ja metallien läpikulkuliikennettä Venäjältä, jota yhtiö kuljettaa Vainikkalan rajanylityspaikalta Euroopan markkinoille. Tältä osin liiketoiminta altistuu myös poliittisille riskeille, mutta pidämme epätodennäköisenä, että länsimaat asettaisivat kiristäviä sanktioita, sillä nämä todennäköisesti aiheuttaisivat merkittäviä ongelmia muun muassa eurooppalaiselle ruokatuotannolle. Pidämme sen sijaan todennäköisempänä Venäjän asettamia vastapakotteita, joilla se pyrkisi aiheuttamaan kiusaa länsimaille, kuten se toimi maakaasutoimitusten kohdalla vuonna 2022.

Suora ja nopea junayhteys Kiinaan oli asiakkaan kannalta todella kilpailukykyinen vaihtoehto merirahdille. Arviomme mukaan uusi Trans-Kaspian reitti ei ainakaan tässä vaiheessa omaa yhtä suurta liiketoimintapotentiaalia kuin suora yhteys Kiinaan, mutta toisaalta merirahdi ei ole kilpailukykyinen Keski-Aasian markkinoilla maantieteellisten tekijöiden seurauksena (satamakaupungit ovat kaukana) ja siten markkina on Nurmisen kannalta suojatumpi. Lisäksi geopolittisten jännitteiden seurauksena markkinoilla on keskusteltu paljon de-globalisaatiosta, jossa yritykset siirtävät tuotantokapasiteettia pois Kiinasta. Investoinnit suuntautuvat markkinoille, joissa poliittiset olosuhteet ovat neutraalimmat, vaikka useissa Aasian maissa yhteiskunnan demokraattiset rakenteet ovat melko kehitymättömät. De-globalisaatio tarjoaa myös Nurmiselle uusia kasvumahdollisuuksia, kun junareittejä voidaan avata uusiin teollisiin keskittymiin Aasian maissa. Rautateillä kapasiteetti on valmiina ja valtiot vastaavat mahdollisesta lisärakentamisesta. Siten täysin uusien reittien rakentaminen ei aiheuta investointitarpeita Nurmiselle. Yhtiö maksaa rataverkoston käytöstä tietyn tariffin mukaisen maksun, mutta laskuttaa tämän toimialan normaalin käytännön mukaan aina asiakkaalta. Merirahdin kilpailukykyä ovat vahingoittaneet myös viime aikojen tapahtumat kuten ongelmat Suezin kanavassa sekä turvallisuustekijät Punaisella merellä. Tällaiset tapahtumat luovat merkittäviä ongelmia asiakasyrityksille, kun tuotteiden toimitusajat venyvät kohtuuttomiksi. Lisäksi merirahdin hinnat ovat reagoineet varsin voimakkaasti kriiseihin ja tuoneet siten turhaa huolta asiakasyrityksille. Toistaiseksi rautatiet eivät ole kohdanneet merkittäviä ongelmia esimerkiksi luonnonkatastrofien seurauksena, vaan kuljetusmuoto on ollut erittäin luotettava.

Ympäristö- ja ESG-näkökulmasta rautatieliikenne on ainakin tässä vaiheessa ylivertainen vaihtoehto meri- tai lentorahdille. Suorat ja epäsuorat päästöt ovat rautatieliikenteessä huomattavasti matalammat kuin muissa kuljetusmuodoissa.

## Cargo-liiketoiminta

Nurmisen toinen liiketoimintasegmentti on terminaalipalveluja tarjoava Cargo-liiketoiminta. Monipuoliset terminaalipalvelut sisältävät mm. kuljetusten lastausta ja purkua, lyhytaikaista varastointia, erilaisia konttipalveluita sekä lisäpalveluita kuten etiketöintiä, uudelleenpakkausta ja näytteenottoa. Yhtiöllä on terminaalit Helsingin Vuosaaren sekä Kotkan satamissa sekä Vainikkalan rajanylityspaikalla Etelä-Karjalassa.

Terminaalipalveluja tarkasteltaessa on tärkeää huomioida, ettei liiketoiminta ole varastointia vaan optimoitua tavarankäsittelyä ja välittämistä. Yhtiön johdon mukaan toimitukset viipyvät terminaaleissa keskimäärin ainoastaan joitakin päiviä, jonka jälkeen ne jatkavat matkaa kohti seuraavaa etappia tai määränpäättä. Esimerkkinä tehokkaasta tavarankäsittelystä toimii tuontitavarankäsittely – kun Vuosaaren terminaaliiin saapuu toimitus ulkomailta, parhaimmillaan rahti on perillä asiakkaan luona vain vuorokaudessa.

Yhtiön vahvuuksia terminaalitoiminnoissa ovat käsityksemme mukaan optimoidun käsittelyprosessin lisäksi mm. kyky käsitellä valtavan painavia rahteja kuten esimerkiksi suuria konepajateollisuuden käytössä olevia moottoreita. Vuosaarella yhtiöllä on erillinen rautatiehalli, johon veturi pystytään ajamaan sisään purkua ja lastausta varten – tämä on kriittistä esimerkiksi kartonkituotteiden käsittelyssä, sillä materiaali ei kestä kosteutta kovin hyvin. Lisäksi Nurmisella on liiketoiminta-alueella myös selkeää erikoisosaamista, kuten esimerkiksi Kotkan satamassa tapahtuva kemikaalivarastointi.

Terminaaliliiketoiminta on hyvin paljolti sidoksissa Rautatieliiketoiminnan volyymeihin, ja segmentin kysyntä altistuu logistiikkakysynnän mukana talouden sykleille. Nurminen pyrkii tarjoamaan terminaalipalvelujaan käyttäville asiakkaille lisäksi myös muita korkeamman katteen

lisäarvopalveluita, jotka tukevat segmentin kannattavuutta, mutta joista toisaalta asiakkaat saattavat ainakin osittain luopua heikossa markkinasyklissä kustannussäästöjen saavuttamiseksi.

Cargo-liiketoiminta on ollut viime vuosina liikevaihdolla mitattuna Nurmisen kolmanneksi suurin segmentti. Yhtiö ei raportoi liiketoiminta-alueidensa kannattavuutta erikseen, mutta käsityksemme mukaan terminaali-liiketoiminta on yhtiön segmenteistä matalakatteisin osa, jossa lisäarvopalveluiden avulla voidaan ylittää kohtuulliseen 10 prosentin marginaaliin. Segmentin liiketoiminnan volyyymi on tiiviisti sidoksissa yhtiön terminaaleihin, mikä tarkoittaa kasvun vaativan terminaalityöjen laajentamista joko hankkimalla kiinteistöjä tai solmimalla vuokrasopimuksia.

Yhtiö omistaa terminaali-kiinteistönsä vuokraamisen sijasta itse. Vuosaaren kiinteistössä toteutettiin 2007 sale-and-leaseback -järjestely, jossa kiinteistö myytiin työeläkevakuutusyhtiö Ilmariselle. Yhtiön johdon mukaan järjestely tuli vuosien saatossa kalliiksi markkinatasoa korkeampien vuokratasojen kautta, joka rasitti yhtiön kassavirtaa usean vuoden ajan. Yhtiö toteutti vuonna 2020 suunnatun osakeannin, jonka tuotoilla yhtiö hankki 51 % omistuksen kiinteistöyhtiöstä takaisin itselleen Ilmarisen jäätyä kiinteistöyhtiön osakkaaksi 49 % osuudella. Samassa yhteydessä vuokrasopimuksen ehtoja neuvoteltiin uudelleen vastaamaan markkinatasoa ja vahvistaen samalla yhtiön operatiivista kassavirtaa.

Nurmisen mukaan yhtiön nykyiset toimitilat vastaavat varastointitilan puolesta hyvin terminaalityöjen kysynnän tarpeita, eikä yhtiöllä ole suunnitelmassa hankkia uusia kiinteistöjä tai tehdä pitkäaikaisia vuokrasopimuksia kapasiteetin kasvattamiseksi. Yhtiöllä on johdon mukaan hyvät kumppanuussuhteet, jotka mahdollistavat tilojen lyhytaikaisen vuokrauksen satamissa kysyntäpiikkien aikana kapasiteetin venyttämiseksi.

## Multimodal Forwarding -liiketoiminta

Nurmisen kolmas liiketoimintasegmentti on viennin ja tuonnin kokonaisratkaisuja tarjoava Multimodal Forwarding. Segmentin palvelut kattavat mm. vienti-, tuonti- ja transitotullausta sekä logistiikkaketjujen suunnittelua ja organisoimista yhdistäen tarvittaessa useamman eri kuljetusmuodon (multimodaalikuljetus) avaimet käteen -palveluna asiakkaille.

Huolintapalvelut perustuvat pitkälti osaavaan henkilöstöön ja tietojärjestelmiin, ja on näin ollen hyvin tasekevyttä liiketoimintaa, jossa investointitarpeet ovat matalat. Käsityksemme mukaan huolintatoiminnassa kannattavuusmarginaalit ovat vahvalla tasolla. On kuitenkin hyvä huomioida, että huolinnan kasvupotentiaali on terminaalityöiden tapaan rajallinen.

Segmentin toisen palvelukokonaisuuden muodostaa multimodaalikuljetukset, jotka yhdistävät useamman eri kuljetustavan. Tämä mahdollistaa kuljetusratkaisut ovelta ovelle yhdistämällä rautatiekuljetuksiin esimerkiksi meri- ja maantiekuljetuksia. Esimerkinomaisesti palvelu voi sisältää kuljetuksen järjestämisen asiakkaan tuotantolaitokselta Nurmisen Vuosaaren satamaterminaaliin. Vuosaareissa tuote tullataan, käsitellään ja lastataan Hampuriin lähtevään rahtilaivaan. Hampurista toimitus jatkaa matkaansa Euroopan läpi Trans-Kaspian reittiä pitkin määränpäähen esimerkiksi Keski-Aasian Kazakstaniin. Tarvittaessa kuljetus toimitetaan vielä pidemmälle Kiinaan asti. Matka voi sisältää tarpeen vaatiessa kuljetusosuuksia myös maanteitse. Käsityksemme mukaan yhtiö on sopinut Kiinan viranomaisten kanssa mahdollisuudesta järjestää myös kauttakulkukuljetuksia Kiinan halki maan satamiin, josta toimituksia voidaan järjestää tarvittaessa myös pidemmälle Aasiaan. Kuten edellä on todettu, näkemyksemme mukaan kuitenkin Venäjän hyökkäyssodan myötä suoran junayhteyden katkeaminen Kiinaan rokkitti pisimpien kuljetusten kannattavuutta ja nosti Keski-Aasian toimitusten suhteellista merkitystä. Näemme multimodaalityöjen omaavan hyvät kehitysnäkymät kansainvälisten kuljetusten kasvun rinnalla.

## Baltian liiketoiminta

Nurmisen liiketoiminnan neljäs ja liikevaihdolla mitattuna suurin segmentti viime vuodet on ollut Baltia. Yhtiön johdon mukaan Baltiassa on vahvaa varustamo- sekä rautatieosaamista. Segmentti operoi Baltiassa tuonti- ja vientiliikenteen parissa tarjoten asiakkailleen hyvin samanlaisia palveluita kuin esimerkiksi Rautatieliiketoiminta tarjoaa suomalaisille asiakasyrityksille Euroopan ja Aasian välillä. Merkittävä osa tuonnista on käsityksemme mukaan erilaisia metalleja, joita tuodaan Kazakstanista ja välitetään Baltiasta eteenpäin asiakkaille. Vienti vastaavasti koostuu paljolti kuljetuksista eri raaka-aineiden loppukäyttäjille esimerkiksi Kazakstaniin sekä

Uzbekistaniin. Rautatiekuljetusten organisoinnin ohella Baltian liiketoiminta tarjoaa isoille varustamoille konttiliikenteen hallinnointi- ja myyntipalveluja.

Baltian osalta on huomionarvoista, että paikallinen johto omistaa liiketoiminnasta 49 %, mikä johdosta merkittävä osa segmentin tuloksesta valuu Nurmisen osakkeenomistajien ulottumattomille.

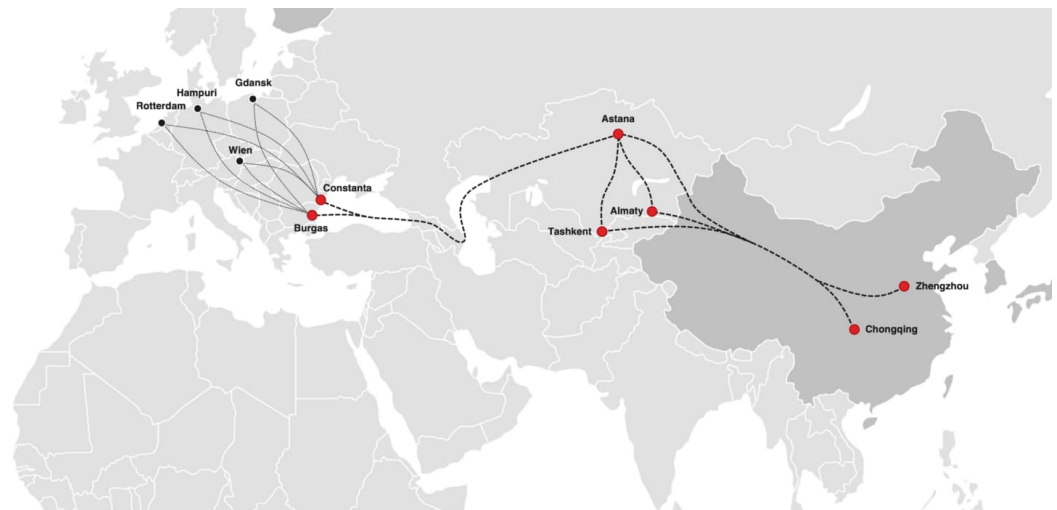
## Nurmisen palveluverkosto

### Nordic Hub -verkosto



Lähde: Nurminen Logistics

### Trans-Kaspian reitti



Lähde: Nurminen Logistics



**Vuosaaren  
logistiikkakeskus****Kotkan  
logistiikkakeskus****Vainikkalan terminaali  
Lappeenrannassa**

Kuvien lähde: Nurminen Logistics



## Logistiikan arvoketju

Nurminen operoi kaikissa arvoketjun vaiheissa joko itse tai kumppaniverkostonsa kautta. Arvoketjun hallinta mahdollistaa näkemyksemme mukaan kilpailukykyisten logistiikkapalveluiden tarjoamisen yhtiön asiakkaille, mikä tukee marginaaleja. Näemme yhtiön Euroopan mittakaavassa kokonaisvaltaisena logistiikkatalona, jolla on kyvykkyydet tarjota asiakkaille kansainvälisesti kattavat palvelut.

### **Kuljetukset tuotantolaitoksilta**

Logistiikan toimitusketjun alkupäässä on esimerkiksi tuotantolaitos, josta tuotteet tai materiaalit kuljetetaan kohti määränpäättä Suomessa tai vaihtoehtoisesti terminaaliin odottamaan kuljetusta ulkomaille. Nurminen pääsi Operail Finland Oy:n hankinnan kautta viime vuonna osaksi arvoketjun alkupäättä, kun se alkoi operoida North Rail -brändillään kotimaan sisäisiä rautatiekuljetuksia. Kuljetukset esimerkiksi tuotantolaitoksilta terminaaleihin toimivat tärkeänä syöttöliikenteenä terminaali- ja huolintapalveluille, sekä luonnollisesti myös jatkokuljetuksille.

### **Terminaali- ja huolintapalvelut**

Nurminen hallitsee arvoketjun keskeisistä vaihetta esimerkiksi Vuosaaren satamaterminaalissaan, jossa sen toiminnot sisältävät mm. kuljetusten lastausta ja purkua, raskaan tavaran käsittelyä, huolintaa ja tullauspalveluja. Avainasia arvoketjun keskeisessä vaiheessa on jatkokuljetusten suunnittelu ja käytännön järjestelyjen kuten esimerkiksi kansainvälisissä kuljetuksissa vaaditun dokumentaation hoitaminen.

### **Jatkokuljetukset määränpäähän**

Arvoketjun viimeisessä osassa Nurminen hoitaa jatkokuljetukset määränpäähän. Trans-Kaspian kautta reititetynä asiakkaiden tuotteet kuljetetaan ensin merirahtina Hampuriin, josta matka jatkuu rautateitse Romanian Constantaan. Musta- ja Kaspianmeri ylitetään laivalla, muut osuudet taittavat rautateitse. Toimituksen lopullinen määränpää on esimerkiksi Keski-Aasiassa Kazakstanissa tai Uzbekistanissa. Tämän kaltainen eri kuljetusmuotojen yhdistely on myös konkreettinen esimerkki multimodaalikuljetuksista, joissa Nurminen hoitaa asiakkailleen koko toimitusketjun suunnittelun ja toteutuksen yhteistyössä kumppaniverkostonsa kanssa.

## Asiakkaat

### **Viime vuonna kaksi suurinta asiakasta toivat liikevaihdosta yli neljänneksen**

Nurminen kommentoi yksittäisiä asiakassuhteitaan ainoastaan, jos yksittäisen asiakkaan tuoma liikevaihto ylittää 10 prosentin rajan. Vuoden 2023 tilinpäätöksessään yhtiö toteaa 22 prosenttia tilikauden liikevaihdosta tulleen Global Transport and Logistics Pte Ltd:ltä. Koko vuoden osalta yksikään muu asiakkuus ei edellä mainittua rajaa ylittänyt, mutta viime vuoden ensimmäisellä puoliskolla 11 prosenttia konsernin liikevaihdosta tuli Kazzinc LTD:ltä, joka on kansainvälisen kaivosyhtiö Glencoren kazakstanilainen tytäryhtiö. Tämä tarkoittaa laskelmiemme mukaan sitä, että koko tilikauden 2023 liikevaihdosta 34–40 milj. euroa (26–31 %) tuli kahdelta edellä mainituilta yritykseltä. Vuonna 2022 yhtiöllä ei ollut yksittäisiä asiakkaita, joilta saadut tuotot olisivat ylittäneet 10 prosenttia liikevaihdosta.

Vaikka liikevaihto on hajautunut usealle toimialalle, ja parhaimmillaan vahvat asiakkuudet ovat yhtiölle eduksi, on Nurmiseen sijoittavan tärkeää seurata asian kehittymistä. Toisaalta, yhtiön johto on indikoinut sen omaavan pitkäaikaisia sopimuksia useiden asiakkaiden kanssa, jotka tukevat lähivuosien kannattavuutta. Tämä osaltaan luudentaa edellä kuvatusta liikevaihdon keskittyneisyydestä aiheutuvaa riskiä ainakin lyhyellä aikavälillä.

### **Asiakastoimialat**

Nurmisen asiakkaat koostuvat pitkälti kaivos-, kemian-, konepaja-, metalli- sekä metsäteollisuuden yrityksistä. Nurmisen asiakasmäärä ja -rakenne on laajentunut yhtiön toiminnan muovautuessa Suurin muutos tapahtui Kiinan suoran konttijunayhteyden avauduttua vuonna 2018, jonka myötä liikevaihdon rakenne muuttui entistä hajautuneemmaksi.

Ukrainan sodan alkamisen jälkeen asiakasmäärät kääntyivät hetkellisesti laskuun Kiinan reitin sulkeutumisen seurauksena. Viime vuosi oli jälleen vahva asiakasmäärien kehityksen osalta. Näemme jatkossa asiakasmäärien kasvun osalta keskeisinä tekijöinä sekä Nordic Hub -konseptin että Trans-Kaspian reitin tunnettuuden kasvattamisen Pohjoismaissa ja Keski-Euroopassa, joka tukisi uusasiakashankintaa ja orgaanisen liiketoiminnan kasvua.

Nurmisen asiakastoimialoilla niin rahtimäärät kuin myös kuljetusten arvo ovat keskimäärin verrattain korkeita. Suurten teollisuusasiakkaiden ohella yhtiön asiakaskunta kattaa käsityksemme mukaan myös elintarvikealan toimijoita sekä pienempiä, kappaletavaraa toimittavia yrityksiä.

**North Rail kuljettaa ruokahuollolle ja vihreälle siirtymälle kriittisiä hyödykkeitä, jotka ovat pääosin peräisin Venäjältä**

North Railin kuljetuksista merkittävä osa koostuu lannoitteista, metalleista sekä mineraaleista, jotka ovat kriittisiä kansainvälisen ruokahuollon (lannoitteet) ja vihreän siirtymän kannalta (mineraalit ja metallit). Arviomme mukaan tämä vähentää, mutta ei poista, yhtiön liikevaihdon syklisyyttä.

Edellä mainitut raaka-aineet tulevat pääosin Venäjältä, jotka yhtiö jakelee Vainikkalan raja-aseman läheisyydessä sijaitsevasta terminaalistaan Kotkan sataman kautta eteenpäin maailmalle. Tähän liittyen näemme mahdollisena, että kyseiset tuotteet voisivat joutua kireässä geopolitisessa ympäristössä länsimaiden pakotelistalle (tai vastapakotteiden kohteeksi), millä olisi arviomme mukaan merkittävän negatiivisia vaikutuksia Nurmisen liiketoiminnalle. Kyseisten raaka-aineiden kriittisyys niin ruokahuollon kuin vihreän siirtymän näkökulmasta kuitenkin pienentää riskin realisoitumisen todennäköisyyttä huomattavasti.

**Sopimukset ja hinnoittelu**

Logistiikka-alalla kuljetuksiin liittyvät raamisopimukset ovat yleisiä. Sopimukset eivät takaa volyymeja, mutta rajoittavat asiakkaiden mahdollisuuksia käyttää kilpailijoiden palveluita. Raamisopimuksen sisällä asiakkaat kuitenkin varaavat käsityksemme mukaan etukäteen kuljetuksista tilaa toimituksilleen esimerkiksi puolen vuoden mittaiselle jaksolle tarpeiden mukaan, mikä tukee ennustettavuutta. Käsityksemme mukaan Nurminen pystyy arvioimaan noin kaksi kolmasosaa vuosittaisesta liikevaihdosta raamisopimusten pohjalta. Yhtiön näkökulmasta on tärkeää ymmärtää asiakkaiden näkymiä ja kuljetustarpeita, jottei kapasiteettia varata asiakkaille, jotka eivät tuo liikevaihtoa, sillä liiketoiminta perustuu käyttöasteiden maksimointiin. North Railin osalta sopimukset eroavat yhtiön johdon mukaan muista osa-alueista, ja liiketoiminta perustuu kiinteisiin sopimuksiin ja suuriin volyymeihin.

Nurminen kommentoi vuoden 2023 tulosjulkistuksensa yhteydessä omaavansa pitkäaikaisia sopimuksia useiden asiakkaiden kanssa, jotka turvaavat vakaan kannattavuuden tuleville vuosille. Arviomme mukaan yhtiö viittaa kommentillaan North Railin kiinteisiin sopimuksiin, sekä olemassa oleviin konttijunakuljetusten raamisopimuksiin, jotka ovat osoittautuneet ennustettavuudeltaan hyviksi.

Käsityksemme mukaan Nurminen hinnoittelee palvelunsa dynaamisesti, jolloin varastoinnin ja kuljetusten hinnat elävät kapasiteetin käyttöasteen ja toisaalta kuljetettavien volyymien perusteella. Yhtiöllä on vahva neuvotteluasema suhteessa asiakkaisiinsa, mikä näkyy esimerkiksi siten, että asiakkaat lähtökohtaisesti maksavat kuljetuksensa ennakoon.

## Markkinakatsaus

Nurmisen tärkeimmät markkinat muodostuvat näkemyksemme mukaan Suomen ulkomaankaupasta, Euroopan ja Aasian välisestä kaupankäynnistä sekä edellä mainittujen ympärille rakentuvasta kokonaisuudesta. Näin ollen, yhtiön koko huomioiden, potentiaalinen markkina on hyvin suuri, eikä näkemyksemme mukaan aseta juurikaan rajoitteita yhtiön kasvulle vielä aikoihin.

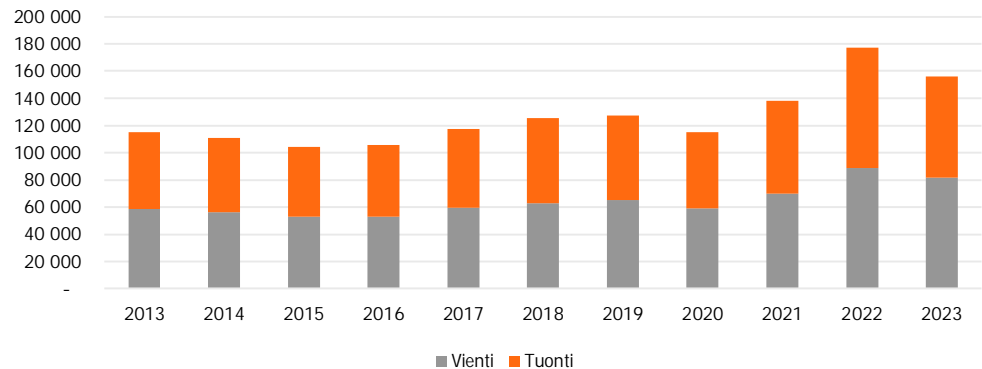
Suurin potentiaali, ja samalla kysymysmerkki, muodostuu sen osalta, kuinka hyvin Nurminen pystyy valtaamaan markkinaosuutta perinteiseltä merirahdilta. Näemme tavarakaupan markkinakasvun olevan uusasiakashankinnan ja uusien reittien avaamisen ohella tärkein organisen kasvun lähde.

Kansainväliseen kauppaan nojaavana toimialana talouden syklit tuovat väistämättä volatiliiteettia yhtiön tuloskehitykseen ja myös käänneet geopolitiikassa voivat tuoda muutoksia toimintaympäristöön. Rautatiekuljetukset vaikuttavat kuitenkin olevan pitkän aikavälin megatrendin aallonharjalla ympäristö- ja kustannustekijöiden seurauksena. Tätä taustaa vasten Nurmisen positio logistiikkamarkkinassa on hyvä.

### Suomen ulkomaan tavarakauppa

Tilastokeskuksen mukaan Suomen ulkomaankaupan arvo tavaratuonnin ja -viennin osalta oli vuonna 2023 yhteensä noin 156 mrd. euroa. Tavarakaupan arvo laski 12 prosenttia edellisvuodesta pitkälti talouden yleisen epävarmuuden, historiallisen nopeasti nousseiden korkojen ja inflaatiopaineiden seurauksena. Pidemmällä aikavälillä niin tavarakauppa kuin myös tavaroiden viennin ja tuonnin suhde on säilynyt melko vakaana. Logistiikkamarkkinan koko on tästä luonnollisesti vain murto-osa, mutta mittaluokka antaa osviittaa potentiaalisen markkinan suuruudesta.

Suomen ulkomaan tavarakauppa, 2013-2023 (milj. euroa)



Lähde: Tilastokeskus, OP Markets

### Euroopan ja Aasian välinen kauppa

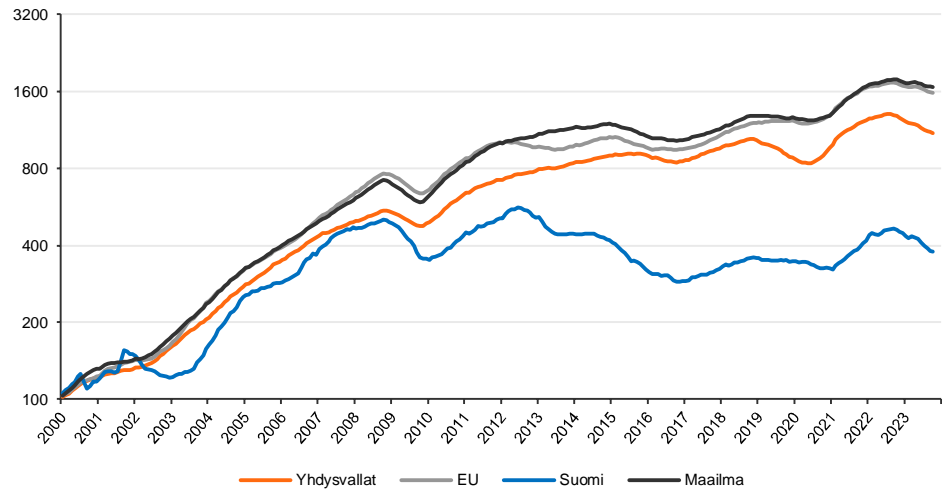
Nurmisen visiona on yhdistää Aasian ja Euroopan markkinat vähäpäästöisillä logistiikkapalveluilla, ja näin ollen kansainvälisen kaupan osalta Nurmisen tapauksessa on keskeistä arvioida Euroopan ja Aasian välisen kaupankäynnin kehitysnäkymiä.

Euroopan ja Aasian välisestä kaupankäynnistä 2000-luvulla merkittävä osa on muodostunut Kiinan kanssa käydyn kaupan ympärille. Kahdenvälinen kauppa Kiinan ja Suomen välillä on kasvanut merkittävästi, mutta selkeästi Euroopan Unionin tahtia hitaammin. Konttiliikenteen arvonkehitys on seurannut hyvin läheisesti kaupan kehitystä.

Nykyisen geopoliittisen tilanteen seurauksena yritykset ovat vähentäneet ja arviomme mukaan vähentävät myös tulevaisuudessa riippuvuuttaan Kiinasta. Tyypillisesti tällaiset syklit ovat pitkiä ja muutos näkyy toimintaympäristössä asteittain. Toimintoja siirretään muihin Aasian maihin, joten liikennevolyymien voidaan olettaa säilyvän isossa kuvassa, mutta Kiinan merkitys todennäköisesti

laskee tasaisesti. Uskomme ilmiön lisäävän rakenteellista kysyntää uusille yhteyksille muualle Aasiaan, ja näkemyksemme mukaan tämä tarjoaa kasvumahdollisuuksia Nurmisen olemassa olevalle Trans-Kaspian reitille, mutta myös kasvattaa potentiaalia uusien reittien avaamiselle.

#### Kahdenvälisen kaupan arvon kehitys Kiinan kanssa (2000 = 100)

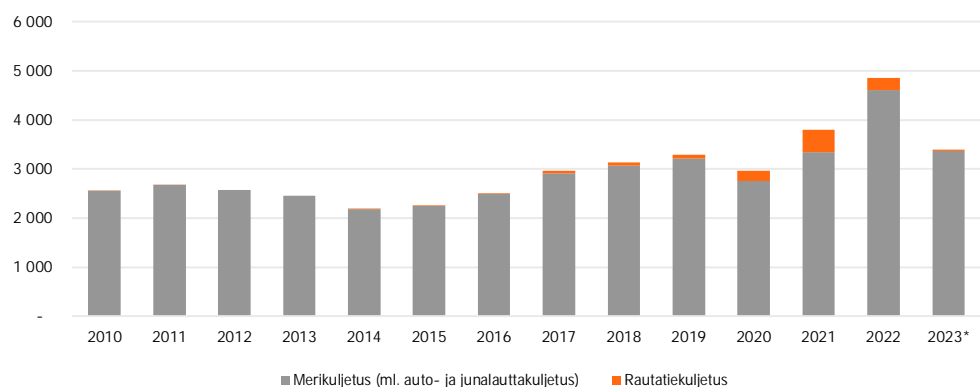


Lähde: OP Markets, Bloomberg, IMF

#### Rautatiekuljetukset kilpailevat pääasiassa merirahdin kanssa

Rautatiekuljetuksille olennaisin kilpaileva kuljetusmuoto on merirahti. Pidemmillä aikavälillä tarkasteltuna Kiinan ja Suomen välinen konttiliikenne on nojannut lähes täysin meriliikenteen varaan. Rautatieliikenteen osuus alkoi nosta merkitystään viime vuosikymmenen loppupuolella, ja laskelmiemme mukaan vuonna 2021 sen osuus Kiinan ja Suomen välisen konttiliikenteen arvosta oli kohonnut jo 12 prosenttiin. Arvioimme Nurmisen kontribuution Suomen ja Kiinan välisen rautatieaktiviteetin kasvuun olleen suuri. Rautatieliikenteen kehitys on hidastunut merkittävästi vuoden 2022 ensimmäisen neljänneksen jälkeen Venäjän aloittaman hyökkäyssodan seurauksena, mikä rajoittaa myös lähitulevaisuuden kasvunäkymää Kiinan ja muun Aasian rautatieviennin osalta.

#### Suomen ja Kiinan välisen konttiliikenteen arvonkehitys, 2010-2023\* (milj. euroa)



Lähde: Tullin tilastopalvelu, OP Markets

\*1-11/2023

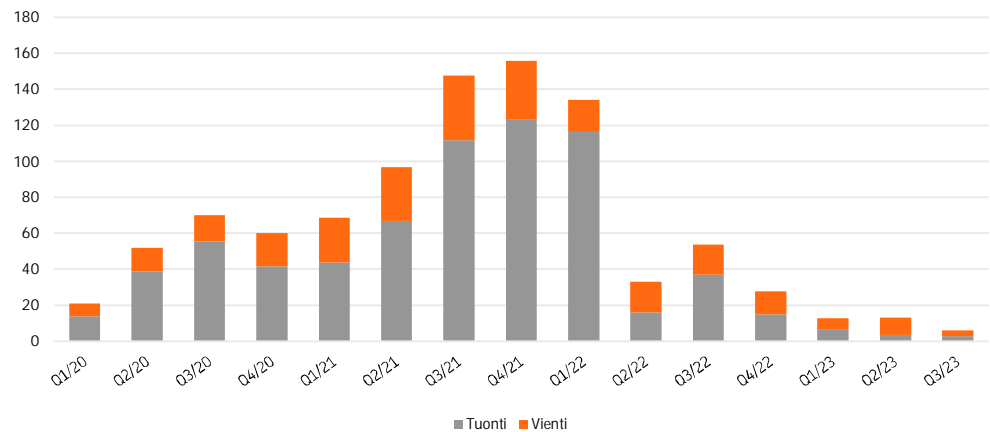
Rautatiekuljetukset eivät pysty kilpailemaan merirahdin kanssa hinnoittelulla, vaan kilpailuedut löytyvät pääosin nopeudesta ja toimitusvarmuudesta. Käsityksemme mukaan Nurmisen suora konttijunayhteys Suomesta Kiinaan kesti noin 2 viikkoa, kun vastaavasti merirahti reititetynä Suezin kanavan kautta viipyy vastaavalla matkalla noin 8 viikkoa. Trans-Kaspian reitti on kuitenkin aiempaa suoraa yhteyttä huomattavasti logistisesti monimutkaisempi, minkä takia keskimääräinen toimitusaika reitillä on myös käsityksemme mukaan selkeästi pidempi. Merirahdin osalta keskeinen vahvuus on suuret kuljetusvolyymit, mikä mahdollistaa edullisemman hinnoittelun

matalampien yksikkökustannusten kautta. Kokonaisuutena tarkasteltuna tämä tarkoittaa sitä, että rautateitse kuljetetaan keskimäärin arvokkaampia tuotteita sekä asiakkaan näkökulmasta kiireellisempiä toimituksia merirahtiin nähden.

Geopoliittinen kriisi Lähi-Idässä on vaikuttanut negatiivisesti merirahdin kilpailukykyyn rahtialusten siirtymässä käyttämään vaihtoehtoja, Afrikan eteläkärjen kiertävää hitaampaa reittiä Suezin kanavan sijaan. Lähi-idän tilanteen ohella viimeaikaiset kriisit kuten koronapandemia sekä Venäjän hyökkäys Ukrainaun ovat aiheuttaneet muutospaineita toimitusketjujen riskienhallinnalle. Tämä on heijastunut myös logistiikka-alan toimintatapoihin. Yritykset miettivät entistä tarkemmin eri kuljetusmuotojen vahvuuksia ja haavoittuvuuksia sekä pyrkivät mahdollisuuksien mukaan hajauttamaan toimituksia kuljetusmuotojen ja -reittien osalta. Edellä mainitut seikat parantavat näkemyksemme mukaan rautatiekuljetusten suhteellista asemaa.

**Junarahtikuljetusten arvo nousi ennätyslukemiin vuoden 2021 aikana, mutta hidastui merkittävästi Venäjän hyökkäyssodan seurauksena**

Suomen ja Kiinan välisen rautatiekonttillikenteen arvonkehitys (milj. euroa)

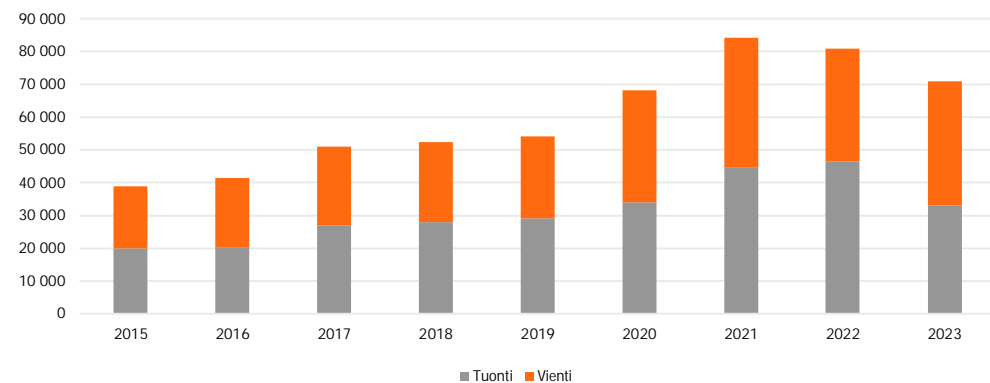


Lähde: Tullin tilastopalvelu, OP Markets

Rautatiekuljetusten suosio kuljetusten arvolla mitattuna on ollut nousussa myös Euroopan Unionin tasolla. Euroopan komission julkaiseman datan mukaan EU-maiden ja EU:n ulkopuolisten maiden välisessä kaupankäynnissä rautatiekuljetusten arvo kasvoi vuosina 2015-2023 keskimäärin 8 prosenttia vuosivauhdilla (CAGR), merikuljetusten kasvaessa 4 prosentilla samalla aikajaksolla.

**Rautatiekuljetusten euromääräinen arvo EU:n ulkopuolelle suuntautuvassa kaupassa kasvoi keskimäärin 8 % vuodessa aikavälillä 2015–2023**

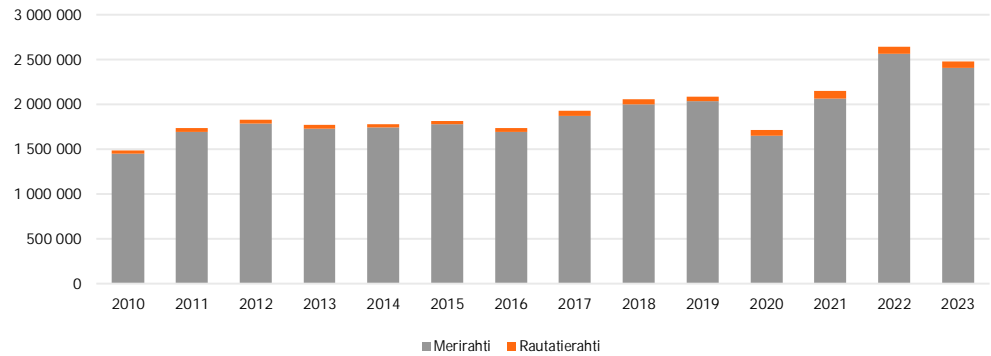
Rautatiekuljetusten kehitys, EU:n ulkopuolelle suuntautuva kauppa (milj. euroa)



Lähde: Euroopan komissio, OP Markets



### EU:n ulkopuolinen kauppa kuljetusmuodon mukaan (milj. euroa)



Lähde: Euroopan komissio, OP Markets

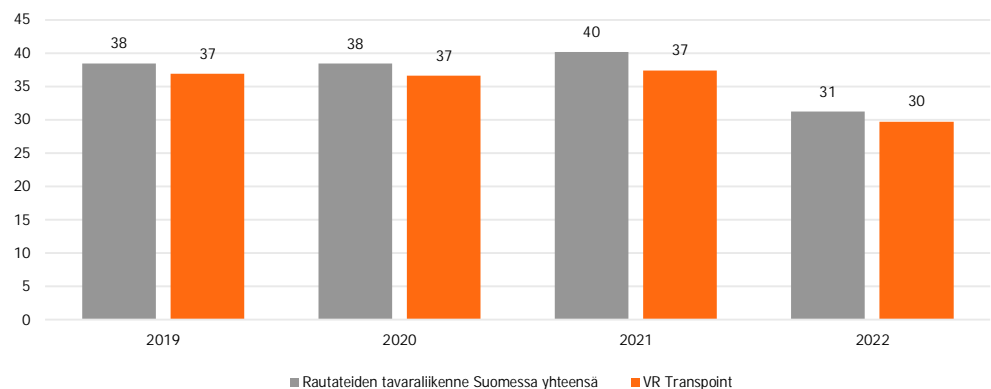
### Suomen rautatiekuljetusmarkkina

Väyläviraston julkaisemien tilastojen perusteella Suomen rautatiekuljetusten vuositason volyyymi kehittyi melko tasaisesti 38-40 milj. tonnin välillä vuosina 2019-2021. Tästä kotimaan kuljetusten volyyymi vaihteli 23–24 milj. tonnin ja kansainvälisten kuljetusten volyyymi 15–16 milj. tonnin välillä. VR Transpoint on ollut kyseisellä aikajaksolla kotimaan tavaraliikenteessä lähes monopoliasemassa noin 95 prosentin markkinaosuudella.

VR kuitenkin luopui idän tavaraliikenteen kuljetuksista vuonna 2022 Venäjän hyökkäyssodan alkamisen jälkeen. VR on kertonut noin kolmanneksen kaikista rautatiekuljetuksista olleen idänkauppaa, mikä tarkoittaa yhtiön kuljettaneen itärajalta tavaraa hieman yli 12 milj. tonnia vuosittain. VR:n junaliikenteen liikevaihto vuonna 2021 oli 305 milj. euroa. Olettaen liikevaihdon jakautuneen volyyymien suhteessa, olisi idänkaupan liikevaihto ollut noin 100 milj. euroa.

Tämä antaa osviittaa North Railin itärajan kuljetusten toimitusten liikevaihtopotentialista. Venäjän hyökkäyssodan ja siihen liittyvien pakkotteiden seurauksena potentiaalinen markkina on kuitenkin tällä hetkellä varmasti historiallisia tasoja pienempi, kun Venäjältä tilataan lähinnä esimerkiksi ruokahuollon kannalta kriittisiä raaka-aineita. Tämän lisäksi North Raililla on mahdollisuus kasvattaa markkinaosuutta myös kotimaan sisäisten kuljetusten osalta.

### Kotimaan tavaraliikenteen kuljetusvolyymit (milj. tonnia)



Lähde: VR Transport, Väylävirasto, OP Markets

### Kilpailu rautateillä

#### Kansainvälinen kilpailu

Rautatietoiminta on Euroopassa perinteisesti hyvin valtiollista liiketoimintaa. Euroopan ja Aasian välisellä rautatiereitillä liikennöiviä toimijoita on muun muassa Saksan valtion omistaman Deutsche Bahnin tytäryhtiö DB Cargo Eurasia, Itävallan valtiollisen ÖBB:n tytäryhtiö Rail Cargo Group, joista ainakin jälkimmäinen toimii Nurmisen kilpailijana Trans-Kaspian reitillä. Perinteisesti Euroopan ja Aasian väliset kuljetukset on reititetty Venäjän läpi, mutta geopoliittisen tilanteen vuoksi monet toimijat välttävät kyseistä reittiä eettisestä näkökulmasta, vaikka se ei länsimaiden pakolistalla

olekaan (pl. muutamat erikseen määritellyt tuotteet). Tästä huolimatta osa toimijoista käyttää yhä reittiä sen nopeuden ja yksinkertaisuuden vuoksi, joka mahdollistaa arviomme mukaan myös edullisemman hinnoittelun. Kaupallisia kilpailijoita ovat muun muassa DHL Global Forwarding, Maersk, sekä Inter-Rail Group.

Nurminen on yksi Euroopan ja Aasian välisten rautatierahtikuljetusten pioneereista ja arviomme mukaan yhtiön kilpailuasema kansainvälisissä kuljetuksissa on varsin hyvä. Yhtiö ei pyri kilpailemaan Euroopan sisäisissä kuljetuksissa, vaan vahvuudet tulevat esiin, kun tavaraa toimitetaan alueelta toiselle tai alueiden läpi. Nurmisen kilpailuetu on tarjota toimivia logistiikkapalveluita Pohjoismaiden ja muun Euroopan, sekä Euroopan ja Aasian välillä, yhdistäen eri markkinat. Käsityksemme mukaan Nurminen nähdään mielekkäänä kumppanina eurooppalaisten logistiikka-alan toimijoiden keskuudessa, sillä yhtiö tuo uutta asiakasvirtaa alueelle. Tämä tuottaa esimerkiksi varsinaista kuljettamista Euroopassa toteuttaville kumppaneille uutta liikevaihtoa. Yhtiö onkin onnistunut luomaan vahvat kumppanuussuhteet alan sisällä kansainvälisesti.

Edellä mainittujen asioiden lisäksi Nurmisen kilpaluetuna toimii näkemyksemme mukaan osaava ja kokenut henkilöstö sekä kevyt organisaatorakenne. Tämä mahdollistaa ketterän toiminnan ja nopean reagoinnin toimintaympäristön muutoksiin, mistä konkreettisena osoituksen toimii Trans-Kaspian reitin nopea lanseeraus Venäjän hyökkäyssodan alkamisen myötä alasajetun Kiinan suoran konttijunayhteyden tilalle.

Yhtiön suora konttijunayhteys Kiinaan toimi aiemmin merkittävänä kilpailuetuna erityisesti pohjois-eurooppalaisten asiakkaiden keskuudessa tarjoten nopean ja toimitusvarman yhteyden Aasiaan. Nurmisen asemaa tuki myös Suomen raideleveys, joka on muusta Euroopasta poiketen yhteneväinen Venäjän ja Kazakstanin raideleveyden kanssa, mikä tarkoittaa jouhevampaa, ja myös edullisempaa liikennöintiä, kun samalla junalla voidaan jatkaa matkaa maarajojen yli. Yhtiöllä on käsityksemme mukaan hyvät valmiudet Kiinan yhteyden palauttamiseen melko nopeasti geopolittisen tilanteen niin salliessa.

## Kilpailu Suomessa

Nurmisen toiminta laajentui viime vuonna kotimaan sisäisiin rautatiekuljetuksiin North Railin hankinnan myötä. Kotimaan rautatiekuljetuksissa Nurmisella on arviomme mukaan vahva positio, ja keskeisin kilpailija kotimaassa on VR Transpoint. VR kuljettaa kotimaassa massatavaraa rautateitse ja maanteillä palveluiden painoutuessa vientiteollisuuden tuote- ja raaka-ainekuljetuksiin. Asiakaskunta koostuu käsityksemme mukaan Nurmisen tavoin pitkälti teollisuuden toimijoista. VR:llä on myös kuljetusten suunnitteluun, kuormien lastaukseen ja purkuun sekä asiakirjojen laadintaan liittyviä palveluita.

VR Transpointin luovuttua idänkaupan kuljetuksista vuoden 2022 aikana, näemme Nurmisen North Rail brändin omaavan vahvan neuvotteluaseman asiakkaisiinsa nähden itärajalta kuljettavien tuotteiden osalta.

## Alalle tulon esteet

Arviomme mukaan rautatielogistiikassa on merkittäviä alalle tulon kynnyksiä, vaikka suoranaisia esteitä ei olekaan. Nämä rajoittavat etenkin pienten toimijoiden markkinoille tuloa. Arviomme mukaan tulevana vuosina relevanteimmat kilpailijat tulevat logistiikka-alan suurten toimijoiden joukosta, ja kilpailu kovenee näkemyksemme mukaan erityisesti Euroopan ja Aasian välisillä reiteillä.

Kansainvälisten kuljetusten osalta alalle tulo vaatii verkostoituneisuutta, joka mahdollistaa eri kuljetusmuotojen yhdistelmät sekä tehokkaat reititykset ja toimitusaikojen minimoinnin. Vaihtoehtoisesti alalle tulo vaatii melko mittavia pääomia veturi- ja tietojärjestelmäinvestointeihin, joiden lisäksi osaavan henkilöstön kasaaminen ei onnistu käden käänteessä. Lisäksi logistiikka-alalla riittävän suurella asiakaspohjalla on keskeinen merkitys, sillä pienillä volyyymeilla on haastavaa lähteä kilpailemaan kannattavasti. Edellä mainituista syistä pienemmät toimijat valitsevat käsityksemme mukaan tyypillisesti maantielogistiikan, jossa alalle tulon kynnyks on rautatieliiketoimintaa matalampi.

Alalle tuloa hidastaa myös sääntely. Esimerkiksi Suomessa rautatieliikennöinti on hyvin pitkälle säänneltyä toimintaa, jossa toimiluvan saaminen ja veturikaluston hyväksyntä voi kestää helposti useamman vuoden. Lisäksi alalla henkilöstön on oltava viranomaisten toimesta lisensoitu, ja toimilupa vaikuttaa myös esimerkiksi kuljettavan rahdin tyyppi.

## Rautatie on vähäpäästöinen kuljetusmuoto

**Kasvava ympäristötietoisuus, kehittyvä päästökauppa ja kiristyvät raportointivaatimukset tukevat rautateiden kilpailukykyä**

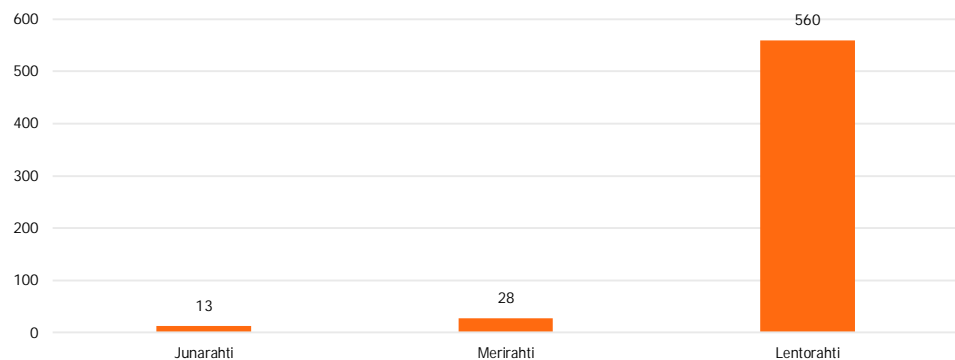
Kasvava ympäristötietoisuus ja raportointivelvoitteet tukevat rautatiekuljetusten kysyntää enenevässä määrin. Rautatieliikenne on huomattavan vähäpäästöistä sekä lento- että merirahtiin nähden. Yhtiö käyttää itse esimerkkinä Helsinki-Shanghai reittiä kuvaamaan eri kuljetusmuotojen hiilijalanjälkeä. Merirahti synnyttää kyseisellä reitillä yli kaksinkertaiset päästöt, ja lentorahti jopa 43-kertaiset päästöt junarahtiin verrattuna, kun lastin paino vakioidaan.

Näkemyksemme mukaan kasvavat raportointivelvoitteet ja päästökauppajärjestelmän kehitys vaikuttavat rautatiekuljetusten kysyntään tulevaisuudessa positiivisesti. Korkeampipäästöinen pääkilpailija meriliikenne tulee vuoden 2024 aikana asteittain osaksi päästökauppajärjestelmää, ja vuonna 2027 päästökauppaa sovelletaan meriliikenteessä jo täysimääräisesti, minkä pitäisi tukea rautatiekuljetusten suhteellista kilpailukykyä.

Tämän lisäksi EU:n uusi kestävyysraportointidirektiivi CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) tulee lisäämään yritysten raportointivelvoitteita asteittain suuryrityksistä pk-yrityksiin. CSRD on muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevan direktiivin (Non-Financial Reporting Directive, NFRD) laajennus. Suuret julkiset yritykset ovat jo tähän mennessä raportoineet NFRD:n mukaisesti, mutta raportointivelvoite laajenee asteittain vuosina 2025–2027 ensin muihin suuryrityksiin ja myöhemmin pk-yrityksiin. Arvioimme kestävyysraportoinnin vaikuttavan päästökaupan tavoin positiivisesti niin Nurmisen kuin myös muiden rautatietojen toimintaan.

Esimerkinomaisesti voi todeta, että yrityksille on huomattavasti yksinkertaisempaa vähentää hiilijalanjälkeään siirtämällä toimituksensa mereltä tai ilmasta raiteille kuin parantaa esimerkiksi tehtaan hiilijalanjälkeä.

**Hiilijalanjälki eri rahtimuodoissa Helsinki-Shanghai -reitillä, tCO<sub>2</sub>\***



Lähde: Nurminen Logistics, OP Markets

\*Lastin paino 100 tonnia

## Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Nurminen tiedotti syyskuussa 2023 uudesta strategiasta sekä pitkän aikavälin taloudellisista tavoitteistaan vuosille 2023–2025. Strategiakaudella yhtiön tavoitteena on jatkaa kansainvälisen palveluverkoston kasvattamista niin Euroopassa kuin Aasiassa, panostaen samalla asiakaskokemukseen sekä vastuullisuuden ja digitaalisten palveluiden kehittämiseen.

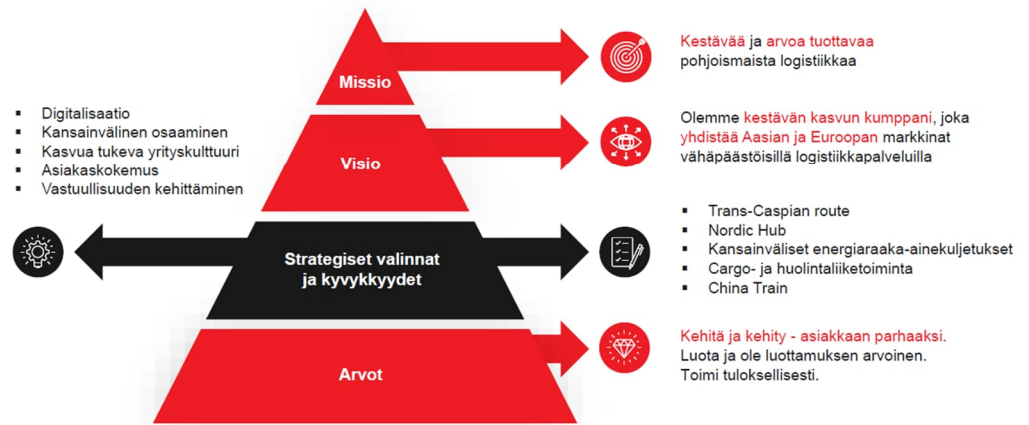
Nurminen pyrkii samalla tukemaan toiminnallaan asiakkaidensa vastuullisuustavoitteita ja kilpailukykyä tarjoamalla rautatieoperoinnillaan ratkaisuja logistiikan hiilidioksidipäästöjen alentamiseksi. Yhtiö arvioi kysyntää tukevan muun muassa kasvava ympäristötietoisuus ja kiristyvät päästöraportointiin vaatimukset.

Yhtiön mukaan sen taloudellinen asema mahdollistaa myös yrityskaupat strategiakaudella. Isot yrityskaupat tai investoinnit saattavat hetkellisesti heikentää omavaraisuutta tarkastelujakson aikana. Nurmisen taloudelliset tavoitteet ottavat huomioon omistaja-arvon kestävä kasvun, jonka lisäksi tavoitteissa on huomioitu rautatieliiketoiminnan kasvunäkymät sekä valmiudet yritysostoihin niin Suomessa kuin maailmalla.

### Nurmisen pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet:

- **EBIT-% yli 13 %**
- **Omavaraisuusaste-% yli 40 %**
- **Gearing alle 80 %**
- **Nettovelat / EBITDA alle 2**
- **Kasvava euromääräinen osinko.**

## Nurminen Logisticsin strategia



Lähde: Nurminen Logistics

## Vuosi 2024 – Ohjeistus ja näkymät

Nurminen ohjeistaa kuluvalle vuodelle liikevaihdon ja vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan vuodesta 2023. Yhtiön mukaan ohjeistus perustuu mm. rautatieoperoinnin kasvuun kohdemarkkinoilla, energiaraaka-aineen laivauksiin sekä Cargo -liiketoiminnan kannattavuuden parantumiseen. Ensimmäisen vuosineljänneksen liikevaihdon kehitys sekä liikevoiton kehitykseen liittyvät ennusteet tukevat yhtiön mukaan vuositason ohjeistusta.

Nurminen kommentoi jatkavansa panostuksia rautatieliiketoiminnan kasvattamiseen Suomessa, Keski-Euroopassa ja Pohjoismaissa. Toimenpiteet keskittyvät mm. yhteistyöverkoston kasvattamiseen ja aktiiviseen myyntityöhön. Lisäksi yhtiö tulee avaamaan kuluvan vuoden alkupuoliskolla uuden rautatiereitin Pohjoismaissa, joka tulee palvelemaan muun muassa

suomalaisia teollisuuden ja kaupan alan asiakkaita. Energiaraaka-aineen toimituksiin liittyen tarvittavat lupaprosessit eri puolilla Eurooppaa saatiin vietyä loppuun ja koekuljetukset aloitettua loppuvuoden 2023 aikana. Nurminen arvioi kuljetusten kysynnän kehittyvän positiivisesti kuluvan vuoden aikana.

Yhtiö kommentoi viime vuoden tulosraportissaan pitkäaikaisten sopimusten useiden asiakkaiden kanssa turvaavan vakaan kannattavuuden lähivuosille. Nämä liittyvät arviomme mukaan sekä North Railin että Baltian toimintoihin.

Odotamme yleisen talouskehityksen hitauden painavan logistiikkamarkkinaa ainakin alkuvuoden ajan, millä on vaikutusta erityisesti yhtiön terminaali- ja huolintapalveluihin Suomessa. Yhtiölle relevantin logistiikkamarkkinan odotetaan kuitenkin vahvistuvan asteittain kuluvan vuoden jälkimmäisellä puoliskolla. Yhtiö uskoo geopoliittisen ja taloudellisen epävarmuuden lisäävän tarvetta toimivalle logistiikalle sekä vaihtoehtoisille kuljetusmuodoille. Samalla kestävyteen liittyvät raportointivaatimukset luovat kysyntää vähäpäästöisille rautatiekuljetuksille.

## Tulosennusteet

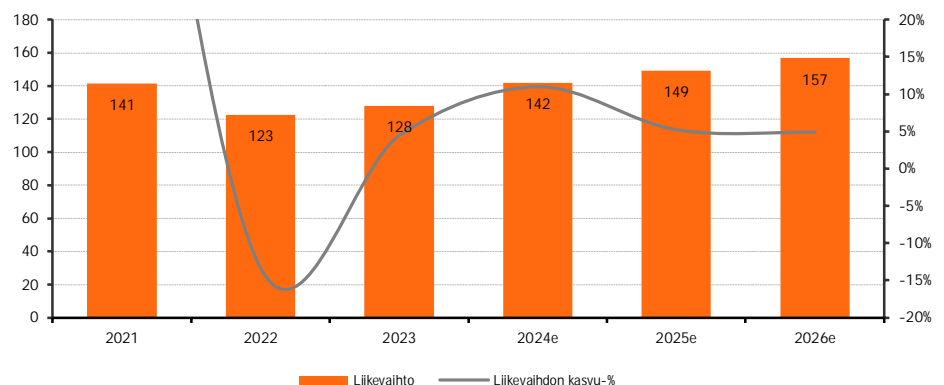
### Liikevaihto

Nurmisen liikevaihto on ollut viime vuodet volatiilia, kun vahvan vuoden 2021 jälkeen äkillinen muutos geopoliittisessa ympäristössä vei pohjan yhtiön suoralta Kiinan konttijunayhteydeltä. Yhtiön liikevaihto palautui viime vuonna kasvu-uralle kasvaen 128,0 milj. euroon (v/v +4 %). Liikevaihdon kehitystä tuki kotimaan rautatieliiketoiminnan kasvu North Railin hankinnan myötä, Baltian liiketoiminnan kasvaneet volyymit ja onnistumiset myynnissä sekä kansainvälisen tunnettuuden kasvattamisessa.

Odotamme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 11 prosenttia 142,0 milj. euroon Rautatieliiketoiminnan ja Baltian toimiessa tärkeimpinä tukijalkoina. Vuosina 2025–2026 odotamme kasvun kulmakertoimen hieman loiventuvan ja liikevaihdon nousevan 149,4 ja 156,8 milj. euroon.

Tulevina vuosina myös yritysjärjestelyt ovat todennäköinen kasvun ajuri. Pidemmällä tähtäimellä myös Kiinan konttijunayhteyden palautuminen voi tuoda mukanaan merkittävän kasvuloikan. Ennustemme perustuvat kuitenkin yhtiön nykyiseen struktuuriin, emmekä ole sisältäneet ennusteisimme myöskään Kiinan yhteyden palautumista geopolitiikkaan liittyvän suuren epävarmuuden johdosta.

Liikevaihto (milj. euroa) ja liikevaihdon kasvu-%

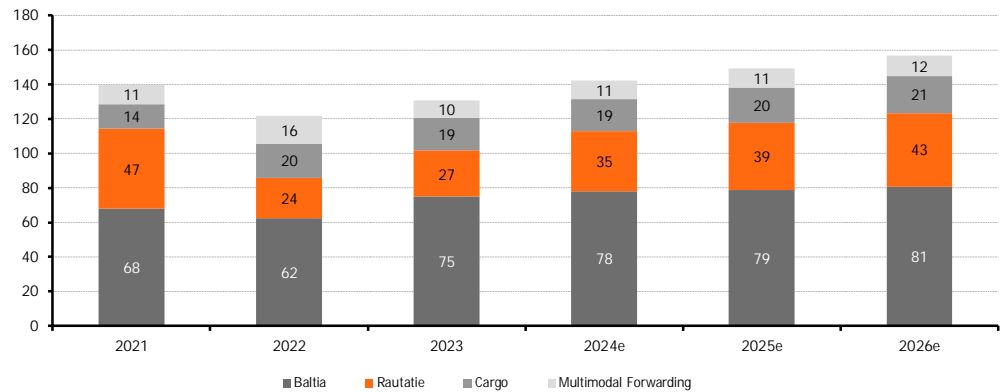


Lähde: OP Markets

Vuonna 2021 liikevaihdon kasvu 75 %



### Liikevaihto segmenteittäin (milj. euroa)

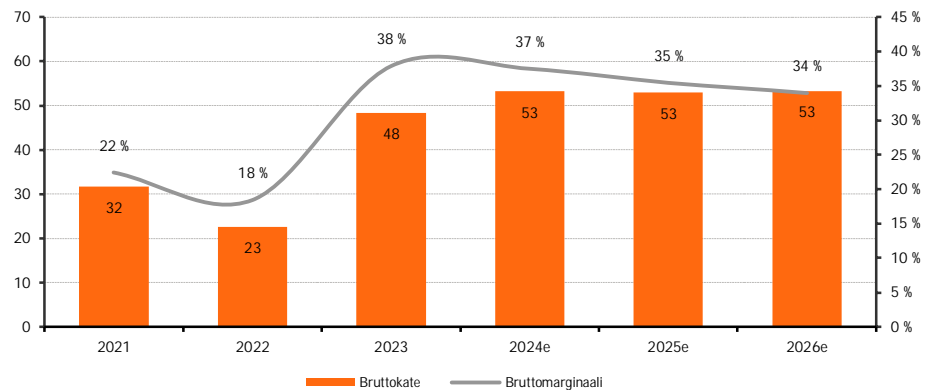


Lähde: OP Markets

### Kustannukset

Nurmisen kustannuksista 79,5 milj. euroa koostui vuonna 2023 **materiaaleista ja palveluista**. Materiaalit ja palvelut muodostavat selkeästi suurimman osan yhtiön kustannuksista, kun suuri osa liiketoiminnasta toteutetaan alihankintana. Yhtiön kokonaiskustannukset elävät näin ollen merkittävästi liikevaihdon mukana. Nurmisen bruttomarginaali kasvoi viime vuonna selkeästi vertailukaudesta. Tätä selittää North Railin hankinta, jossa yhtiö operoi kotimaan kuljetuksia itse omalla kalustollaan katetason ollessa näin merkittävästi ulkoistettuja palveluita korkeampi.

### Bruttokate ja -marginaali



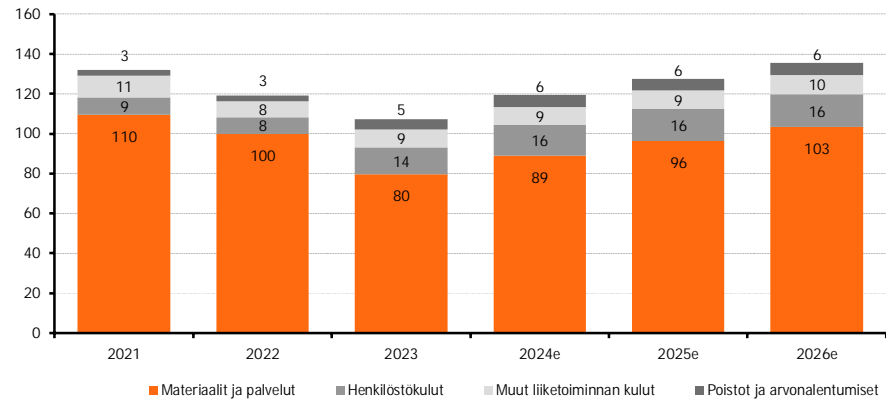
Lähde: OP Markets

Kiinteiden kulujen osuus on palveluyhtiölle tyypillisesti matala. Viime vuonna kiinteiden kulujen osuus mukaan luettuna henkilöstökulut, liiketoiminnan muut kulut sekä poistot oli 25 prosenttia operatiivisista kustannuksista. Näin ollen liikevaihdon kasvaessa operatiivinen tulosvipu on melko maltillinen.

**Henkilöstökulut** olivat vuosina 2021–2022 n. 8,5 milj. euroa (6–7 % liikevaihdesta). Viime vuonna henkilöstökulut nousivat 13,6 milj. euroon (11 % liikevaihdesta) pitkälti North Railin hankinnan myötä kasvaneen henkilöstömäärän ajamana. Vuoden 2023 lopussa Nurminen työllisti 186 henkilöä, kun vuoden 2022 lopussa vastaava lukema oli 141. Odotamme henkilöstökustannusten nousevan seuraavina vuosina keskimäärin 2–3 prosentilla viime vuoden jälkimmäisen puoliskon tasoilta pääasiassa yleisen palkkainflation ajamana. Käsityksemme mukaan logistiikka-alalla on vähintään lievä pula osaavasta työvoimasta, jonka seurauksena palkkakustannuksiin voi kohdistua nousupainetta, mikäli rekrytointitarpeet kasvavat odotuksiamme enemmän liiketoiminnan kasvun seurauksena.

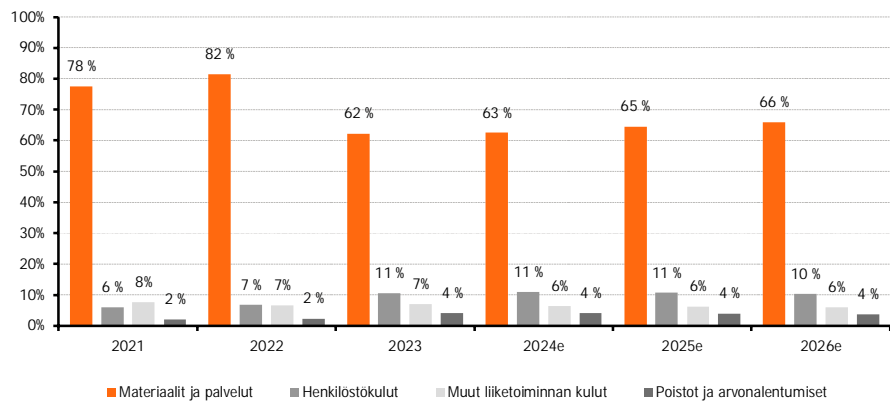
**Liiketoiminnan muut kulut** olivat viime vuonna 8,9 milj. euroa (7 % liikevaihdosta). Muut kulut sisältävät mm. myyntiin ja markkinointiin liittyviä hallinnollisia kuluja sekä ICT-kehityskuluja. Odotamme liiketoiminnan muiden kulujen olevan tulevina vuosina historiallisiin tasoihin perustuen keskimäärin 6,2 prosenttia liikevaihdosta, kasvaen maltillisesti liikevaihdon mukana. **Poistot** kasvoivat viime vuonna 5,3 milj. euroon (4 %) pääosin North Railin hankinnan mukana tulleen veturikaluston myötä. Ennakoimme poistojen asettuvan 6,0 milj. euron tasolle tulevina vuosina.

### Kustannusrakenne (milj. euroa)



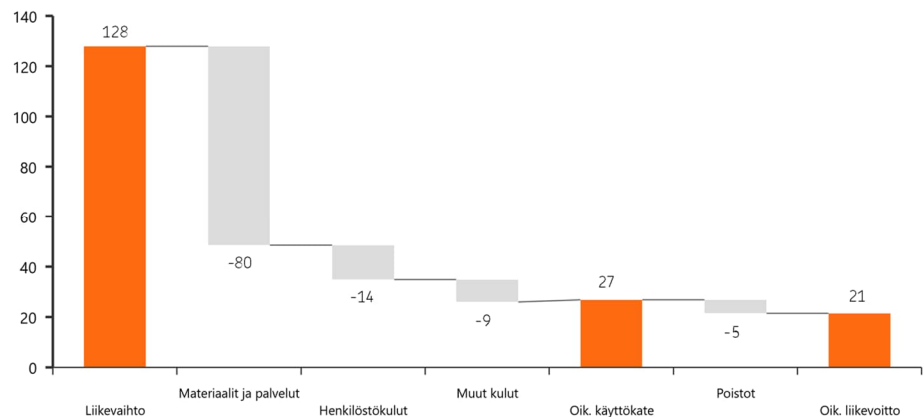
Lähde: OP Markets

### Kustannukset, osuus liikevaihdosta



Lähde: OP Markets

### Operatiivisen tuloksen komponentit, 2023 (milj. euroa)



Lähde: OP Markets

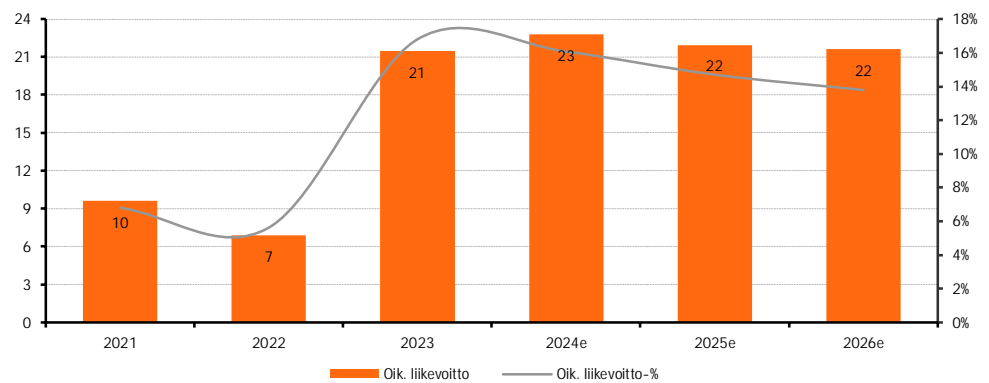
## Kannattavuus

Kannattavuuden osalta viime vuosi oli Nurmiselle ennätysellinen vertailukelpoisen liikevoiton yli kolminkertaistuksessa 21,5 milj. euroon (marginaali 16,8 %). Vahvan tuloksen taustalla olivat samat ajurit kuin liikevaihdon osalta, joiden lisäksi myös organisaation tehostamiseen liittyvät toimenpiteet edistivät kannattavuutta. Raportoitu liikevoitto oli 33,1 milj. euroa, jota tuki North Railin hankintaan liittyvä kertaluonteinen (ei kassavirtavaikutteinen) 12,3 milj. euron tuloutus. Yhtiö hankki North Railin 9,2 milj. euron käteisvastikkeella, mutta lopullisen hankintamenolaskelman mukainen käypiin arvoihin perustuva nettovarallisuus hankintahetkellä oli 21,5 milj. euroa.

Edellä kuvatuilla liikevaihto- ja kustannusennusteillamme päädyimme 16 prosentin liikevoittomarginaaliin vuonna 2024, joka tarkoittaa 22,8 milj. euron vertailukelpoista liikevoittoa. Odotamme kannattavuuden säilyvän vahvalla tasolla, marginaalin kuitenkin laskiessa 15 prosenttiin vuonna 2025 ja 14 prosenttiin vuonna 2026.

Nurmisen pitkän aikavälin taloudellisissa tavoitteissa määritelty kannattavuustavoite on 13 prosentin liikevoittomarginaali, joka on mielestämme viime aikainen kehitys ja näkymät huomioiden täysin realistinen. Uskomme yhtiön saavuttavan kannattavuustavoitteensa jokaisena vuonna kolmen vuoden ennusteperiodimme aikana.

Oikaistu liikevoitto (milj. euroa) ja oikaistu liikevoitto-%



Lähde: OP Markets

## Rahoituskustannukset ja verot

Nurmisen nettorahoituskulut kasvoivat viime vuonna merkittävästi 3,8 milj. euroon vertailukauden 1,5 milj. eurosta. Rahoituskustannusten nousua ajoi korkojen nousu sekä North Railin hankinnan seurauksena kasvaneet korolliset velat. Odotamme nettorahoituskulujen laskevan kuluvaan vuonna korkojen laskun ja velkojen lyhennysten seurauksena 3,0 milj. euroon. Vuosina 2025 ja 2026 odotamme velkatason laskun jatkuvan ja nettorahoituskulujen olevan noin 2 milj. euroa vuodessa.

Ennustamme tuloverojen olevan noin 3 milj. euroa vuosittain läpi ennustejakson. Oletamme yhtiön hyödyntävän aiempien vuosien kertyneitä verotuksellisia tappioitaan tulevien vuosien aikana.

**Nurminen Logistics**

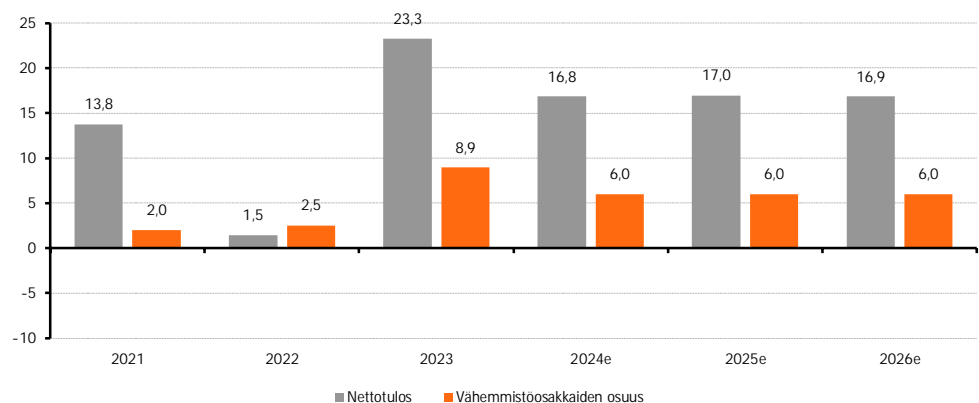
Milj. euroa	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>141,3</b>	<b>122,5</b>	<b>128,0</b>	<b>142,0</b>	<b>149,4</b>	<b>156,8</b>
Liikevaihdon kasvu-%	75 %	-13 %	4 %	11 %	5 %	5 %
<b>Bruttokate</b>	<b>31,7</b>	<b>22,6</b>	<b>48,4</b>	<b>53,2</b>	<b>53,0</b>	<b>53,3</b>
Bruttomarginaali	22 %	18 %	38 %	37 %	35 %	34 %
Henkilöstökulut	8,6	8,3	13,6	15,7	16,0	16,3
Muut liiketoiminnan kulut	10,8	8,2	8,9	9,0	9,3	9,6
Poistot ja arvonalentumiset	3,0	2,8	5,3	6,0	6,0	6,0
<b>Olk. käyttökate</b>	<b>12,6</b>	<b>9,7</b>	<b>26,8</b>	<b>28,8</b>	<b>28,0</b>	<b>27,6</b>
<b>Olk. liikevoitto</b>	<b>9,6</b>	<b>6,9</b>	<b>21,5</b>	<b>22,8</b>	<b>22,0</b>	<b>21,6</b>
<b>Marginaali</b>						
Oik. käyttökate-%	9 %	8 %	21 %	20 %	19 %	18 %
Oik. liikevoitto-%	7 %	6 %	17 %	16 %	15 %	14 %
Rahoituskulut netto	-1,8	-1,5	-3,8	-3,0	-2,0	-1,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>7,8</b>	<b>1,9</b>	<b>29,3</b>	<b>19,8</b>	<b>20,0</b>	<b>19,8</b>
Tuloverot	6,0	-0,5	-6,1	-3,0	-3,0	-3,0
Nettotulos	13,8	1,5	23,3	16,8	17,0	16,9
<b>Nettotulos (emoyhtiö)</b>	<b>11,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>14,3</b>	<b>10,8</b>	<b>11,0</b>	<b>10,9</b>
Tulos/osake (emoyhtiö)	0,15	-0,01	0,18	0,14	0,14	0,14

Lähde: OP Markets

**Vähemmistöosakkaat**

Nurmiseen sijoittavan on tärkeää huomata, että nettotuloksesta merkittävä osuus valuu vähemmistöomistajille. Baltian liiketoiminnasta paikallinen johto omistaa 49 %. North Railista 20 % omistaa sijoittajaryhmä ja Vuosaaren terminaalikiinteistöistä 49 % työeläkevakuutusyhtiö Ilmarinen. Näistä kiinteistöomistuksen negatiivinen vaikutus osakkeenomistajille on hyvin vähäinen.

Vuosina 2021–2023 Nurmisen kumulatiivinen nettotulos oli 38,5 milj. euroa, josta vähemmistöomistajien osuus oli 13,4 milj. euroa, joka vastaa 35 prosentin osuutta nettotuloksesta. Odotamme vähemmistöomistajille allokoituvan tuloksen olevan vuosittain 6 milj. euroa ennustejaksomme aikana.

**Vähemmistöosakkaille valuu merkittävä osa Nurmisen tuloksesta****Vähemmistöosakkaiden osuus tuloksesta**

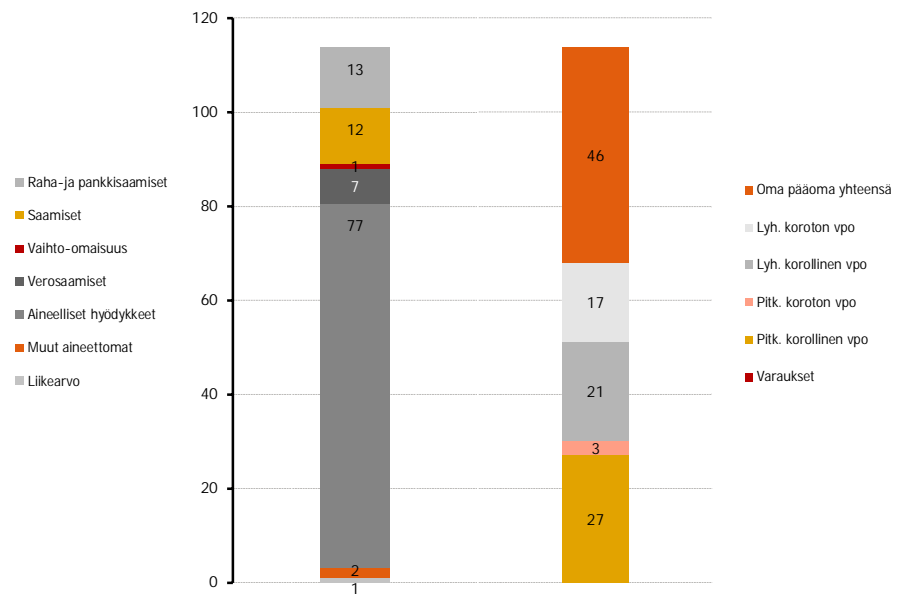
Lähde: OP Markets

## Tase

Nurmisen taseen loppusumma oli viime vuoden lopussa 114 milj. euroa. Yhtiön omavaraisuusaste oli 42 prosenttia, mikä ylittää yhtiön pitkän aikavälin tavoitteen (40 %). Korollista nettovelkaa oli vuoden lopussa 35,6 milj. euroa, ja nettovelkojen suhde käyttökatteeseen oli 0,93x. Myös kertaeristä oikaistuun käyttökatteeseen nähden tunnusluku oli 1,3x eli selkeästi pitkän aikavälin tavoitetasoa parempi (alle 2). Yhtiön nettovelkaantuneisuusaste laski viime vuonna 78 prosenttiin (tavoite alle 80 %).

Nurmisen tasetilanne vahvistui vahvan vuoden myötä merkittävästi, mutta yhtiön nettovelka on kuitenkin tämänhetkiseen 88 milj. euron markkina-arvoon nähden melko korkea.

### Vastaavaa ja vastattavaa, 2023 (milj. euroa)



Lähde: OP Markets

### Varat

Nurmisen taseen varoista merkittävin osa, yhteensä 77 milj. euroa, koostuu Vuosaaren terminaalikiinteistöstä, North Railin veturikalustosta sekä terminaalin tonttiin liittyvästä maanvuokraoikeudesta, joka näkyy taseessa käyttöoikeusomaisuutena.

Pitkäaikaisissa varoissa on myös 7 milj. euroa laskennallisia verosaamisia aiempien vuosien käyttämättömistä verotuksellisista tappioista. Yhtiö on arvioinut tulevansa käyttämään verosaamiset vuoden 2026 loppuun mennessä, mikä keventää maksettavien verojen määrää tulevien vuosien aikana. Liikearvon määrä yhtiön taseessa on minimaalinen (1 milj. euroa).

Lyhytaikaisista varoista suurimman osan muodostavat myyntisaamiset 12 milj. euroa sekä rahavarat 13 milj. euroa.

### Oma pääoma

Nurmisen taseen oma pääoma oli vuoden 2023 lopussa 46 milj. euroa, josta 18 milj. euroa on vähemmistöomistajien omaa pääomaa. Näin ollen Nurmisen emoyhtiön omistajille kuuluvaa omaa pääomaa on tasessa 27 milj. euroa.

### Velat

Viime vuoden lopussa Nurmisella oli yhteensä 68 milj. euroa vierasta pääomaa. Korollisten velkojen määrä oli 48 milj. (ml. vuokrasopimusvelat), josta lyhytaikaista oli 21 milj. euroa.

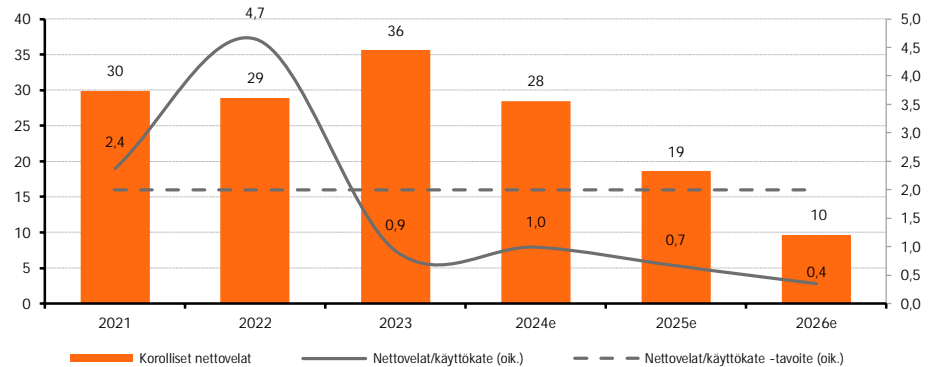


Yhtiön velkojen rakennetta arvioitaessa on hyvä huomata, että Nurmisen omistaessa 51 prosenttia Vuosaaren kiinteistöosakeyhtiöstä, sisältyvät kiinteistöyhtiön varat ja velat Nurmisen taseeseen. Yhtiön johdon mukaan kiinteistön vuokratuotot ovat kattaneet lainanlyhennykset ja rahoituskustannukset myös korkojen nousun jälkeen. Tämän lisäksi velkaantuneisuutta nostaa kiinteistön tonttiin liittyvät maanvuokravastuut.

Yhtiö arvioi, että kiinteistöyhtiön likvidointiarvo on velkoja suurempi. Kiinteistösektorin pehmeystä huolimatta logistiikkakohteiden sijoituskysyntä on säilynyt alan toimijoiden mukaan vahvana, mikä tukee johdon näkemystä. Arvioimme kuitenkin kiinteistöosakeyhtiön omistuksen myynnin tarjoavan yhtiölle lähinnä optioarvoa.

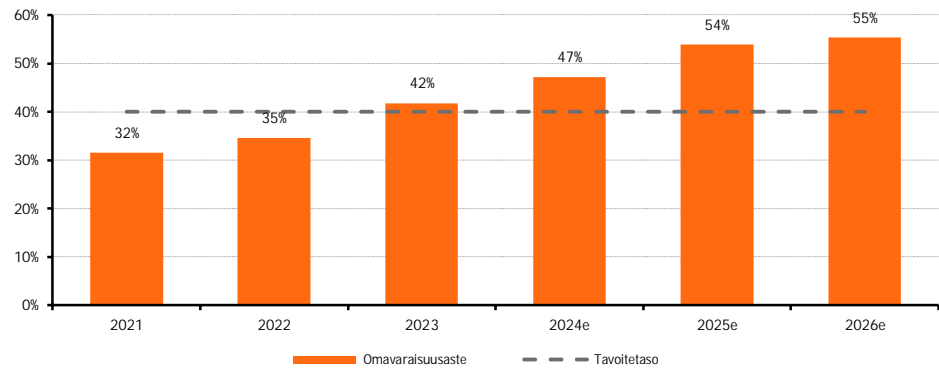
### Taseen tunnusluvut suhteessa tavoitteisiin

#### Nettovelat / käyttökate



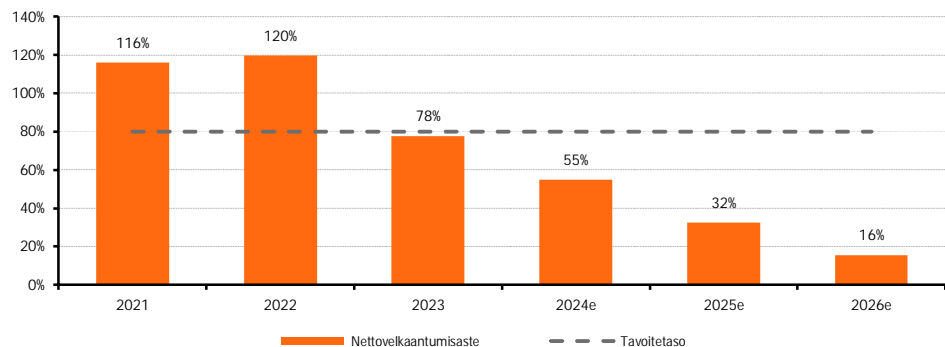
Lähde: OP Markets

#### Omavaraisuusaste



Lähde: OP Markets

#### Nettovelkaantumisaste (Gearing)



Lähde: OP Markets

<b>Tase</b>						
Milj. euroa	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Vastaavaa:</b>						
Liikearvo	1	1	1	1	1	1
Muut aineettomat	1	1	2	2	2	2
Aineelliset hyödykkeet	47	45	77	73	68	64
Verosaamiset	7	7	7	7	7	7
Vaihto-omaisuus	0	0	1	1	1	2
Saamiset	19	9	12	16	16	17
Lyhytaikaiset sijoitukset	0	0	0	0	0	0
Raha- ja pankkisaamiset	7	6	13	10	10	19
<b>Yhteensä</b>	<b>82</b>	<b>70</b>	<b>114</b>	<b>110</b>	<b>107</b>	<b>112</b>
<b>Vastattavaa:</b>						
Osakepääoma	4	4	4	4	4	4
Muu sidottu	39	38	38	38	38	38
Vapaa pääoma	-28	-29	-15	-9	-3	1
Vähemmistöosuus	11	11	18	18	18	18
<b>Oma pääoma yhteensä</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>46</b>	<b>52</b>	<b>58</b>	<b>62</b>
Varaukset	0	0	0	0	0	0
Pitk. korollinen vpo	34	25	27	29	23	23
Pitk. koroton vpo	0	0	3	3	3	3
Lyh. korollinen vpo	3	11	21	9	6	6
Lyh. koroton vpo	19	10	17	17	18	19
<b>Yhteensä</b>	<b>82</b>	<b>70</b>	<b>114</b>	<b>110</b>	<b>107</b>	<b>112</b>

Lähde: OP Markets

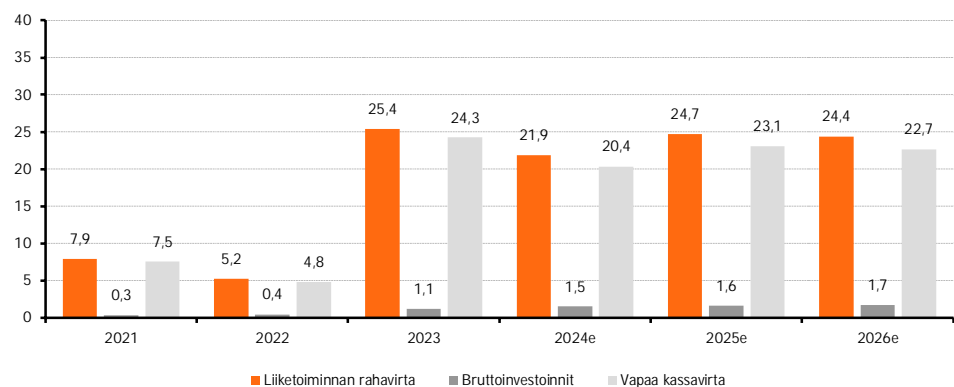
## Kassavirta

Nurmisen liiketoiminnan rahavirta vuonna 2023 oli erittäin vahva 25,4 milj. euroa verrattuna aiempien vuosien tasoihin (2021: 7,9 milj. euroa; 2022: 5,2 milj. euroa). Käyttöpääoman muutoksen vaikutus kassavirtaan oli 3,8 milj. euroa.

Palveluyhtiölle tyypillisesti Nurmisen investointitarpeet ovat matalat. Kiinteistöt sekä North Railin hankinnan mukana tulleet veturit ovat yhtiön mukaan hyväkuntoisia, eikä niihin kohdistu käsityksemme mukaan suuria investointeja tulevana vuosina. Vetureiden käyttöikä on jopa yli 40 vuotta. Bruttoinvestoinnit käyttöomaisuuteen olivat viime vuonna 1,1 milj. euroa sisältäen mm. tietojärjestelmiin ja digitalisaatioon tehtyjä investointeja. Ennustamme bruttoinvestointien olevan 1,5-1,7 milj. euroa tulevana vuosina.

Arvioimme Nurmisen vapaan kassavirran jatkuvan liiketoiminnan kehityksen mukaisesti vahvalla tasolla, huomioiden vähäiset investointitarpeet sekä alhaisen käyttöpääoman sitoutumisen.

### Kassavirta



Lähde: OP Markets

## Käyttöpääoma

Nurmisen operatiivinen liiketoiminta sitoo hyvin rajallisesti käyttöpääomaa. Yhtiön käyttöpääoma on ollut viime vuosina melko vakaa. Myyntisaamiset sekä ostovelat ovat olleet keskimäärin 10 prosenttia liikevaihdosta ja vaihto-omaisuus alle prosentin liikevaihdosta vuosina 2021–2023. Nurmisen nettokäyttöpääoma oli sekä vuoden 2022 että 2023 lopussa negatiivinen. Matalilla tai negatiivisilla käyttöpääomilla toimiminen voidaan nähdä etenkin korkeiden korkojen ajanjaksolla positiivisena tekijänä, joka vahvistaa pääoman tuottoa.

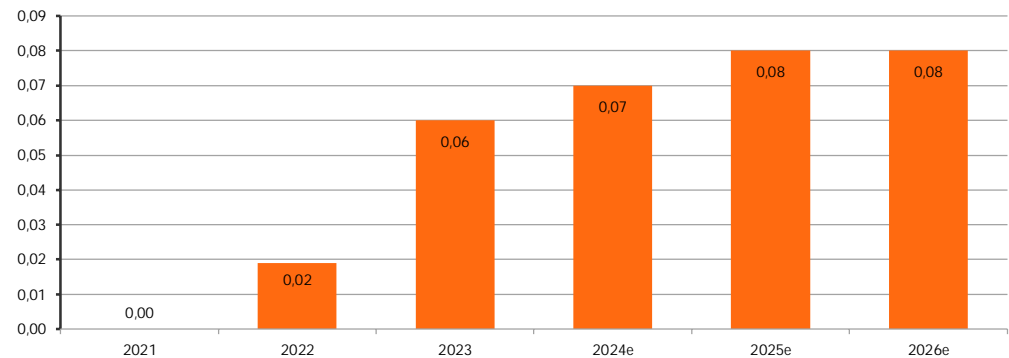
Odotamme myyntisaamisten asettuvan 11 prosenttiin, vaihto-omaisuuden yhteen prosenttiin ja ostovelkojen 12 prosenttiin liikevaihdosta läpi ennustejaksomme.

## Osingonjako

Nurminen ei jakanut vuosien 2014-2021 aikana osinkoa, mutta palasi osingonmaksajaksi vuonna 2022 jaettuaan osinkoa 0,019 euroa osaketta kohden. Tilikaudelta 2023 yhtiökokoukselle esitettävä osinko on enintään 0,06 euroa osakkeelta. Yhtiön osingonjakopolitiikan mukaan tavoitteena on maksaa kasvavaa euromääräistä osinkoa.

Ennustamme Nurmisen maksavan tulevana vuosina osinkoa 0,07 euroa osakkeelta vuonna 2024 ja 0,08 euroa osakkeelta vuosina 2025-2026.

### Osingonjako, euroa/osake



Lähde: OP Markets

## Tuloslaskelma, tase ja kassavirta

### Tuloslaskelma

Milj. euroa	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>141</b>	<b>123</b>	<b>128</b>	<b>142</b>	<b>149</b>	<b>157</b>
<b>Bruttokate</b>	<b>32</b>	<b>23</b>	<b>48</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>53</b>
Henkilöstökustannukset	9	8	14	16	16	16
Muut kustannukset	11	8	9	9	9	10
Kustannukset yhteensä	129	113	101	113	121	129
<b>Käyttökate</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>38</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
<b>Käyttökate - ilman kertaerä</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
Poistot	3	3	5	6	6	6
<b>Liikevoitto</b>	<b>10</b>	<b>3</b>	<b>33</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
<b>Liikevoitto - ilman kertaerä</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
Rahoituserät	-2	-1	-4	-3	-2	-2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>29</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
Verot	-6	0	6	3	3	3
Vähemmistöosuus	2	3	9	6	6	6
<b>Nettotulos</b>	<b>12</b>	<b>-1</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
<b>Tulos/osake</b>	<b>0,15</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,18</b>	<b>0,14</b>	<b>0,14</b>	<b>0,14</b>
<b>Osinko/osake</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,07</b>	<b>0,07</b>

Lähde: OP Markets

### Tase

Milj. euroa	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Vastaavaa:</b>						
Liikearvo	1	1	1	1	1	1
Muut aineettomat	1	1	2	2	2	2
Aineelliset hyödykkeet	47	45	77	73	68	64
Verosaamiset	7	7	7	7	7	7
Vaihto-omaisuus	0	0	1	1	1	2
Saamiset	19	9	12	16	16	17
Lyhytaikaiset sijoitukset	0	0	0	0	0	0
Raha- ja pankkisaamiset	7	6	13	10	11	20
<b>Yhteensä</b>	<b>82</b>	<b>70</b>	<b>114</b>	<b>110</b>	<b>108</b>	<b>114</b>
<b>Vastattavaa:</b>						
Osakepääoma	4	4	4	4	4	4
Muu sidottu	39	38	38	38	38	38
Vapaa pääoma	-28	-29	-15	-9	-2	3
Vähemmistöosuus	11	11	18	18	18	18
<b>Oma pääoma yhteensä</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>46</b>	<b>52</b>	<b>58</b>	<b>64</b>
Varaukset	0	0	0	0	0	0
Pitk. korollinen vpo	34	25	27	29	23	23
Pitk. koroton vpo	0	0	3	3	3	3
Lyh. korollinen vpo	3	11	21	9	6	6
Lyh. koroton vpo	19	10	17	17	18	19
<b>Yhteensä</b>	<b>82</b>	<b>70</b>	<b>114</b>	<b>110</b>	<b>108</b>	<b>114</b>

Lähde: OP Markets

### Kassavirta

Milj. euroa	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevoitto	10	3	33	23	22	22
-Verot	6	0	-6	-3	-3	-3
-Korkojen verosuoja	1	0	-1	0	0	0
NOPLAT*	17	3	26	19	19	18
+Poistot	3	3	5	6	6	6
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>20</b>	<b>5</b>	<b>32</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>24</b>
+Saamiset	19	9	12	16	16	17
+Vaihto-omaisuus	0	0	1	1	1	2
-Lyh. koroton vpo	-19	-10	-17	-17	-18	-19
Nettokäyttöpääoma	0	-1	-4	0	0	0
NKP muutos ed.v.	0	-1	-3	4	0	0
-Bruttoinvestoinnit	0	0	1	2	2	2
<b>Vapaa kassavirta</b>	<b>19</b>	<b>6</b>	<b>33</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>23</b>

Lähde: OP Markets

# Suositus ja tavoitehinta

## Verrokkiryhmän arvostus

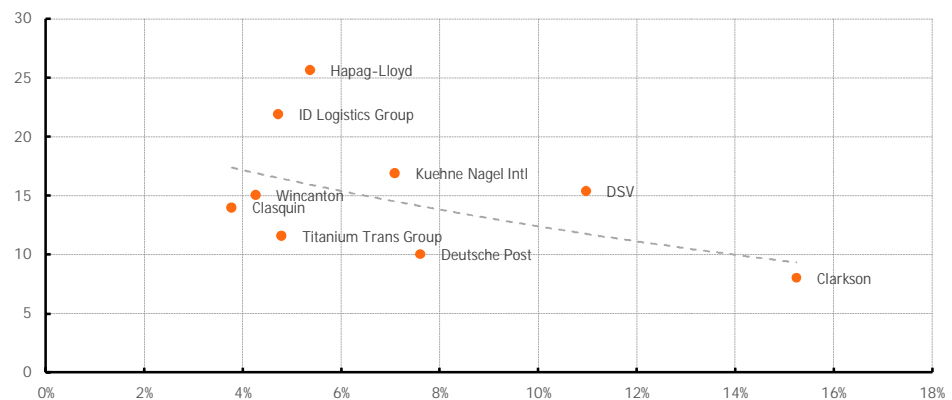
Nurmisen vertailuryhmän muodostavat kansainväliset logistiikka-alan toimijat. Alla esitetty vertailuryhmä sisältää keskikokoisia yhtiöitä sekä globaaleja jättejä, joiden markkina-arvo on moninkertainen Nurmiseen suhteutettuna.

Nurminen - Verrokkiryhmä									
	MCAP EURm	EV / Sales		EV / EBITDA		EV / EBIT		P/E	
		2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Clasquin	295	0,5x	0,5x	9,6x	8,7x	14,0x	12,9x	20,0x	17,8x
Deutsche Post	48 410	0,8x	0,7x	5,9x	5,5x	10,0x	8,9x	12,0x	10,4x
Clarkson	1 386	1,2x	1,2x	6,7x	6,7x	8,0x	8,1x	14,7x	14,9x
DSV	31 377	1,7x	1,6x	11,8x	11,2x	15,4x	14,3x	18,8x	16,4x
Hapag-Lloyd	23 183	1,4x	1,4x	8,2x	9,4x	25,7x	40,7x	38,6x	66,5x
ID Logistics Group	2 068	1,0x	1,0x	6,9x	6,3x	21,9x	19,8x	30,2x	26,1x
Kuehne Nagel Intl	31 175	1,2x	1,2x	11,8x	11,0x	16,9x	15,6x	23,7x	21,9x
Titanium Trans Group	70	0,6x	0,5x	4,7x	4,4x	11,6x	10,2x	8,7x	6,9x
Wincanton	867	0,6x	0,6x	8,3x	8,1x	15,0x	14,6x	17,9x	17,5x
<b>Mediaani</b>		<b>1,0x</b>	<b>1,0x</b>	<b>8,2x</b>	<b>8,1x</b>	<b>15,0x</b>	<b>14,3x</b>	<b>20,0x</b>	<b>17,5x</b>
Keskiarvo		1,0x	1,0x	8,2x	7,9x	15,4x	16,1x	20,5x	22,0x
<b>Nurminen Logistics (OP)</b>	<b>88</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,7x</b>	<b>4,1x</b>	<b>3,9x</b>	<b>5,2x</b>	<b>4,9x</b>	<b>8,2x</b>	<b>8,1x</b>
Erotus (vs. mediaani)		-20 %	-25 %	-50 %	-52 %	-66 %	-66 %	-59 %	-54 %

Lähde: OP Markets, Factset

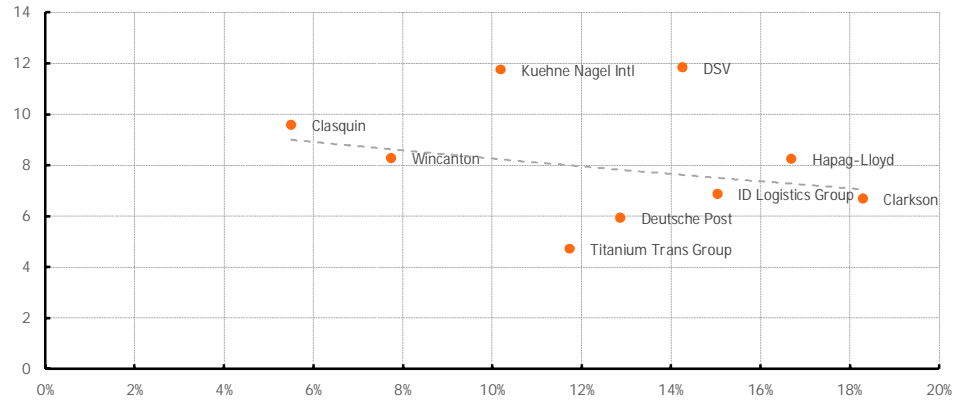
Logistiikka-alan toimijoiden arvostuskertoimien haarukka on suhteellisen leveä, ja sen sisältä on vaikea löytää selkeää ajuria yhtiöiden arvostukselle. Vertailuyhtiöt ovat myös toisiinsa nähden fokusalueiltaan erilaisia toimijoita, mikä näkemyksemme mukaan selittää yhteisten arvostusajurien puuttumista. Esimerkiksi EV/EBIT-kertoimen ja EBIT-marginaalin sekä EV/EBITDA-kertoimen ja EBITDA-marginaalin välillä on havaittavissa hienoista korrelaatiota joidenkin verrokkiyhtiöiden välillä, mutta toisaalta muutaman yhtiön arvostuksen ja kannattavuuden välinen suhde rikkoo korrelaation koko vertailuryhmää tarkasteltaessa. Myöskään esimerkiksi markkina-arvo ei näytä selittävän yhtiöiden välisiä arvostuseroja. Arvostuskertoimien vaihteluväli tarjoaa kuitenkin tietynlaisen arvostushaarukan myös Nurmisen arvostukselle.

### 2024 - EV/EBIT ja EBIT-%



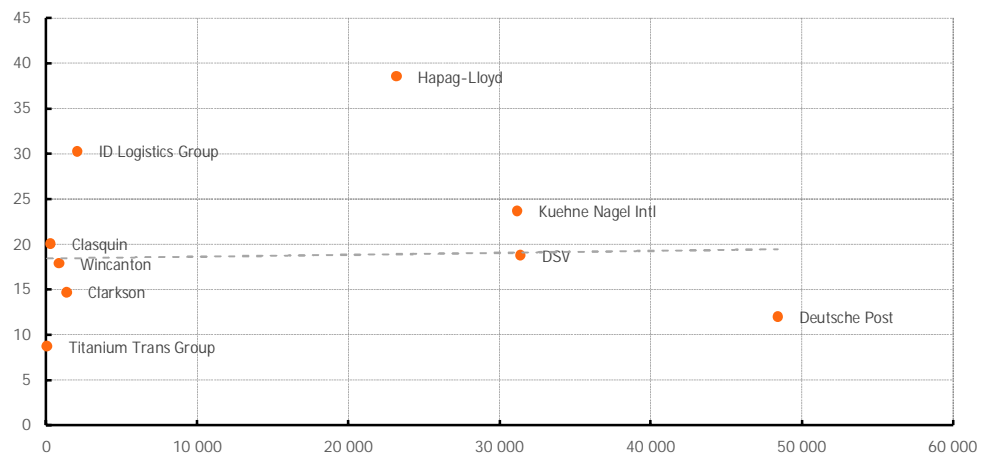
Lähde: OP Markets, FactSet

## 2024 - EV/EBITDA ja EBITDA-%



Lähde: OP Markets, FactSet

## 2024 - P/E ja markkina-arvo (milj. euroa)



Lähde: OP Markets, FactSet

## Arvonmääritys – tavoitehinta 1,30 euroa

**Aloitamme Nurmisen seurannan 1,30 euron tavoitehinnalla ja OSTA-suosituksella**

Suosimme arvonmäärityksessä pääsääntöisesti EV-pohjaisia arvostuskertoimia, mutta Nurmisen yhtiö rakenne luo tälle tarkastelulle kuitenkin merkittävän haasteen. EV-pohjainen arvonmääritys ei sovellu yhtiön jatkuvaan seurantaan, sillä tarvittavia lukuja ei ole systemaattisesti saatavilla. Baltian liiketoiminta on tällä hetkellä yhtiön selkeästi suurin liiketoiminta-alue, ja kuten olemme aiemmin todenneet, paikallinen johto omistaa 49 prosenttia Baltian liiketoiminnasta. Lisäksi Rautatieliiketoiminnan sisällä North Railista vähemmistöomistajat omistavat 20 prosenttia. Näiden kahden kokonaisuuden seurauksena merkittävä osuus nettotuloksesta valuu vähemmistöomistajille. Yhtiö ei raportoi liiketoimintojen kannattavuutta erikseen, mikä vaikeuttaa osien arvon summa -mallin (SOTP) perustuvaa arvonmääritystä. Tästä syystä nojaamme arvonmäärityksessä P/E-kertoimeen. Olemme kuitenkin tehneet myös arviomme yhtiön arvosta SOTP-mallilla, joka sisältää tiettyjä oletuksia.

Nurmisen liiketoiminnan kasvumahdollisuudet ovat hyvät, mutta erityisesti hyvät kasvumahdollisuudet omaavan kansainvälisten rautatiekuljetusten matalahkon bruttomarginaalin seurauksena tulosvipu on maltillinen. Tämä puoltaa suhteellisen matalaa tulosperusteista arvostuskerrointa. Tulospöytäkasvun ollessa maltillista odotamme osakemarkkinan edellyttävän yhtiöltä kilpailukykyistä osinkotuottoa, jotta kokonaistuotto olisi markkinoiden kannalta mielekäs.

Alla on kuvattu vuosien 2024-2026 EPS- ja osinkoennusteemme. Vuoden 2024 aikana maksettava osinko on hallituksen yhtiökokoukselle esittämä voitonjakoehdotus. Vastaavasti vuosien 2025 ja 2026 osinkoennusteet kuvaavat osakkeenomistajalle kunkin vuoden aikana maksettavaa osinkoa. Osakkeen arvoa olemme tarkastelleet P/E-kertoimilla 7x-10x ja eri vuosien EPS-ennusteillamme. Osinkotuotossa olemme suhteuttaneet kyseisen vuoden osinkoennusteemme P/E-kertoimen indikoimaan kurssitasoon. P/E-kertoimella 9 osakkeen arvoksi muodostuu 1,30 euroa, jolla

osinkotuotto olisi keskimäärin 5 % vuosien 2024-2025 ennusteillamme. Tämä on mielestämme relevantti taso osakkeen arvolle 12 kuukauden aikajänteellä. Tuottopotentiali kääntyy suositusjakamaumamme perusteella OSTA-suositukseen.

### Nurminen Logistics - arvonmääritys

	EPS	P/E kerroin			
		7x	8x	9x	10x
2024e	0,14	0,97	1,11	<b>1,25</b>	1,39
2025e	0,14	0,98	1,12	<b>1,26</b>	1,40
2026e	0,14	0,97	1,11	1,25	1,39

Eri P/E-tasojen indikoima osinkotuotto

	DPS	7x	8x	9x	10x
2024e	0,06	6,2 %	5,4 %	<b>4,8 %</b>	4,3 %
2025e	0,07	7,1 %	6,2 %	<b>5,5 %</b>	5,0 %
2026e	0,08	8,2 %	7,2 %	6,4 %	5,8 %

Osakkeen arvo	Painotus	Euroa/osake
2024e	25 %	1,2
2025e	75 %	1,3
<b>Tavoitehintaa</b>		<b>1,3</b>

Lähde: OP Markets

Jos Nurminen raportoisi, tai tulee tulevaisuudessa raportoimaan, segmenttien kannattavuuksiin liittyviä tietoja, mahdollistaisi se sekä EV-pohjaisten kertoimien käytön ja esimerkiksi osien arvon summa -analyysiin perustuvan arvonmäärityksen. Alla olevassa taulukossa olemme hahmotelleet osien arvon summaa perustuen sekä raportoituihin lukuihin, mutta myös esimerkiksi arvioihimme eri segmenttien kannattavuuksista.

Perustamme arviomme yhtiön kertomiin tietoihin siltä osin, kun niitä on ollut saatavilla. Baltian osalta yhtiö on kertonut vuoden 2022 vuosikertomuksessaan paikallisten yhtiöiden osalta tiedot liikevaihdosta ja tuloksesta ennen veroja. North Railin tilikautta 2023 avattiin vuoden 2023 tilinpäätöstiedoteessa liikevaihdon ja tilikauden tuloksen osalta. Cargo -liiketoiminnan kannattavuutta on kommentoitu aiempien vuosien tilinpäätöksissä. Multimodal Forwarding -liiketoiminnan osalta esitetty kannattavuus perustuu OP:n arvioon.

SOTP-analyysissä esitetyt parametrit auttavat hahmottamaan, kuinka markkinat näkemyksemme mukaan hinnoittelevat liiketoiminnan eri osia. Analyysi on viitteellinen, emmekä ole käyttäneet laskelmia tavoitehintamme määrittelyssä. Tarkastelun perusteella Nurmisen osakkeenomistajille kuuluva EBIT olisi 14,8 milj. euroa ja osakkeen arvoksi saamme 1,30 euroa. Tällä kurssitasolla Nurmisen EV/EBIT-kerroin olisi 9x.

**Vaihtoehtoinen lähestymistapa - osien arvon summa (SOTP)**

Analyysi perustuu vuosien 2022 ja 2023 aikana raportoituihin lukuihin sekä OP:n arvioihin esimerkiksi segmenttien kannattavuuksien osalta.

Segmenttikohdaiset luvut	2023			Emoyhtiö	
	Liikevaihto	EBIT-%	EBIT	Omistus	EBIT
Rautatieliiketoiminta					
Rautatiet, pl. North Rail	4,7	10 %	0,5	100 %	0,5
North Rail	22,1	36 %	8,0	80 %	6,4
Cargo	19,2	9 %	1,7	100 %	1,7
Multimodal Forwarding	9,8	9 %	0,9	100 %	0,9
Baltia	74,8	14 %	10,5	51 %	5,3
<b>Yhteensä</b>			<b>21,5</b>		<b>14,8</b>

Osien arvon summa	EBIT (emoyhtiö)	EV/EBIT	EV	Nettovelat	Markkina-arvo	Euroa/osake
Rautatieliiketoiminta						
Rautatiet, pl. North Rail	0,5	8x	3,8			
North Rail	6,4	11x	70,0			
Cargo	1,7	6x	10,4			
Multimodal Forwarding	0,9	6x	5,3			
Baltia	5,3	9x	48,1			
<b>Yhteensä</b>	<b>14,8</b>	<b>9x</b>	<b>137,5</b>	<b>35,6</b>	<b>101,9</b>	<b>1,3</b>

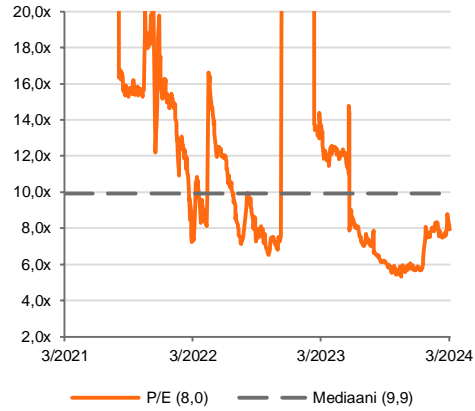
Lähde: OP Markets



# Historialliset arvostuskertoimet

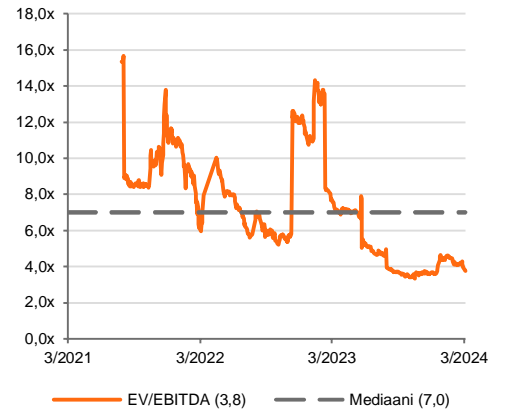
Historialliset arvostuskertoimet (12kk eteenpäin katsova)

**Nurminen Logistics Oyj Class A - P/E**



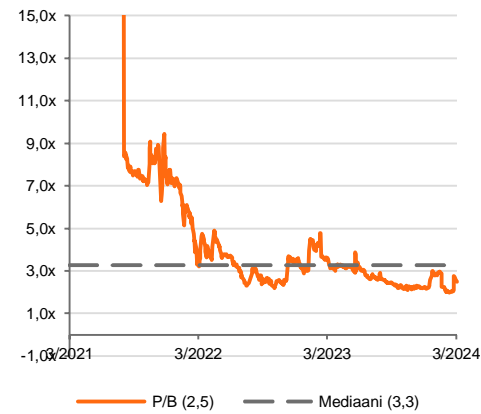
Lähde: Factset, OP Markets

**Nurminen Logistics Oyj Class A - EV/EBITDA**



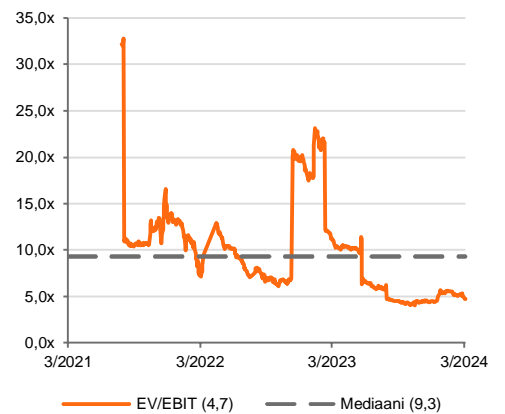
Lähde: Factset, OP Markets

**Nurminen Logistics Oyj Class A - P/B**



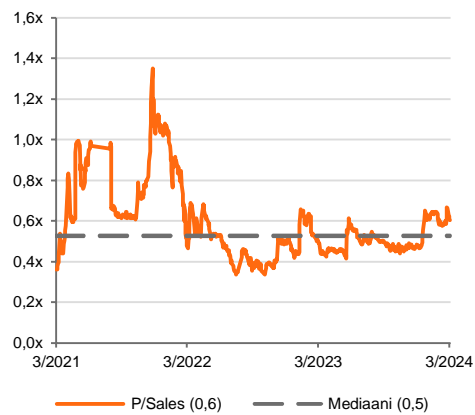
Lähde: Factset, OP Markets

**Nurminen Logistics Oyj Class A - EV/EBIT**



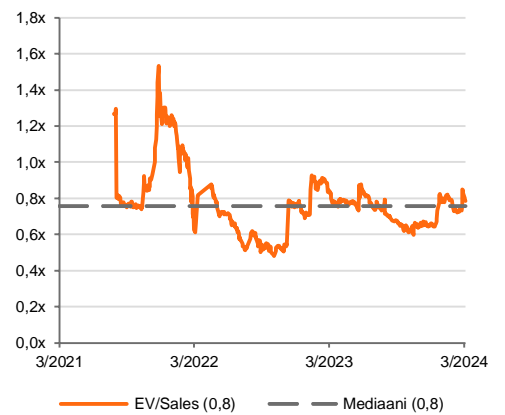
Lähde: Factset, OP Markets

**Nurminen Logistics Oyj Class A - P/S**



Lähde: Factset, OP Markets

**Nurminen Logistics Oyj Class A - EV/Sales**



Lähde: Factset, OP Markets

## Hallitus



**Irmeli Rytönen**

Hallituksen puheenjohtaja

s. 1959, OTK

Hallitusammattilainen 2020-

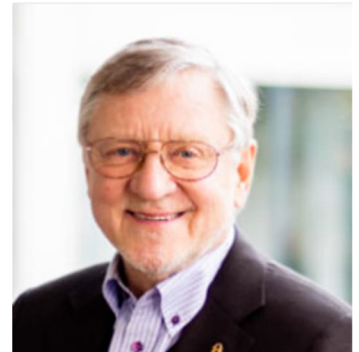


**Karri Koskela**

Hallituksen jäsen

s. 1973, B.Sc.

Wihuri Packaging CEO 2020-



**Juha Nurminen**

Hallituksen jäsen

s. 1946, KTM



**Olli Pohjanvirta**

Hallituksen jäsen

s. 1967, OTK

Nurminen Logistics CEO



**Erja Sankari**

Hallituksen jäsen

s. 1973, KTM

iLOQ EVP/operatiivinen johtaja

## Johtoryhmä



**Olli Pohjanvirta**

CEO



**Kai Simberg**

CFO



**Marjut Linnajärvi**

VP, Sales and Rail Operations



**Suvi Kulmala**

VP, Human Resources



**Joonas Louho**

VP, Cargo Operations and  
Development



**Toni Mäkelä**

Managing Director, North Rail

## Suurimmat omistajat

### Suurimmat osakkeenomistajat

		Osakkeita	Omistusosuus (%)
1	Suka Invest Oy	12 635 655	16,17
2	Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	11 655 795	14,92
3	K. Hartwall Invest Oy Ab	6 462 585	8,27
4	Nurminen Juha Matti	6 128 520	7,84
5	Avant Tecno Oy	5 739 375	7,35
6	Railcap Oy	2 910 574	3,73
7	JN Uljas Oy	2 716 394	3,48
8	Verman Holding Oy	2 524 297	3,23
9	Relander Pär-Gustaf	1 757 686	2,25
10	Cyberdyne Invest Oy	1 735 454	2,22
11	Pohjanvirta Olli Mikael	1 424 956	1,82
12	Assai Oy	1 242 428	1,59
13	Jocer Oy Ab	1 176 132	1,51
14	Partnos Oy	1 060 686	1,36
15	Anmiil Oy	826 913	1,06
16	VGK Invest Oy	648 000	0,83
17	Vertanen Janne Olavi	631 075	0,81
18	Nurminen Jukka Matias	619 546	0,79
19	Nurminen Mikko Johannes	595 581	0,76
20	Tuunanen Taito	400 139	0,51
21	4capes Oy	400 000	0,51
22	H. G. Paloheimo Oy	376 667	0,48
23	Fagernäs Invest Oy	350 000	0,45
24	Kukkonen Tuomas Sakari	300 000	0,38
25	Vuorinen Hannu Markku	253 227	0,32
26	Hilander Seija-Sisko	250 000	0,32
27	Nurminen Antti Juhani	249 347	0,32
28	Nurminen Noora Tuulia	249 347	0,32
29	Kiillholma Antti Tapio	236 953	0,30
30	Rytkönen Ritva Irmeli	223 175	0,29
	<b>30 suurinta omistajaa yhteensä</b>	<b>65 780 507</b>	<b>84,20</b>
	<b>Hallintarekisteröityä</b>	<b>2 130 598</b>	<b>2,73</b>
	<b>Muut</b>	<b>10 216 750</b>	<b>13,08</b>
	<b>Yhteensä</b>	<b>78 127 855</b>	<b>100</b>

Lähde: Nurminen Logistics, OP Markets

**Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:stä ja sen tuottamista sijoitustutkimuksista:**

Tämän tutkimusraportin on laatinut OP Yrityspankki Oyj:n Markets-liiketoiminta-alueen (OP Markets) Analyysi-tiimi (OP Analyysi). OP Yrityspankki Oyj on luottolaitostoinnasta annetun lain mukainen toimiluvan omaava luottolaitos, jonka toimintaa valvoo Euroopan Keskuspankki ja Finanssivalvonta.

Tutkimusraportin ensimmäisellä sivulla näytetään tutkimuksen ensimmäinen julkaisuajankohta ja tutkimusraportin kirjoittaneen analyytikon nimi. Ensimmäinen julkaisuajankohta tarkoittaa tutkimusraportin arvioitua ensimmäistä julkaisuajankohtaa. Valmistumisajankohta on sama kuin tutkimusraportin ensimmäinen julkaisuajankohta. Tutkimusraportti julkaistaan viipymättä sen jälkeen kun tutkimus on valmistunut.

Tutkimusraporttia koskevia tietoja ei ole lähetetty analyysin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle tarkistusta varten ennen raportin julkistamista.

Tämä OP Yrityspankki Oyj:n tuottama materiaali on puolueetonta ja riippumatonta sijoitustutkimusta. Materiaali on tarkoitettu vain yksityiseen käyttöön eikä sen levittäminen ilman OP Yrityspankki Oyj:n kirjallista lupaa ole sallittua. Tämän tutkimusraportin sisältämää tietoa ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena eikä kehoituksena ostaa arvopapereita, optioita, futuureja tai muita tällaisiin arvopapereihin liittyviä johdannaisia. OP Yrityspankki Oyj on laatinut tämän julkaisun tai raportin tarkoituksenaan tarjota tietoa yksityisille sijoittajille, joille julkaisu tai raportti on jaeltu, mutta sitä ei tule pitää henkilökohtaisena suosituksena hankkia tiettyjä rahoitusvälineitä tai soveltaa tiettyjä strategioita eikä sitä tule siksi pitää henkilökohtaisesti räätälöitynä sijoitusneuvontana eikä siinä oteta huomioon kunkin sijoittajan taloudellista tilannetta, nykyisiä omistuksia tai vastuuta, sijoitustietämystä ja -kokemusta, sijoitustavoitetta ja -aikaa tai riskiprofiilia ja mieltymyksiä.

Tämä raportti voi perustua informaatioon tai sisältää informaatiota, kuten mielipiteitä, suosituksia, arvioita, tavoitehintoja ja arvostuksia, joka perustuu julkisesti saatavilla olevaan informaatioon tai muihin nimettyihin lähteisiin, joita OP Yrityspankki Oyj pitää luotettavina. Tämä ei kuitenkaan takaa, että esitetyt tiedot olisivat kaikilta osin täydellisiä ja virheettömiä. OP Yrityspankki Oyj tai sen palveluksessa oleva henkilökunta ei vastaa raporteista ja näiltä sivuilta saatavan muun informaation perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista, joita OP Yrityspankki Oyj:stä saadun informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. OP Yrityspankki Oyj ei ole missään tapauksessa vastuussa suorista, epäsuorista, satunnaisista, erityisistä tai välillisistä vahingoista, joita tämän julkaisun tai raportin sisältämän informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. Asiakas vastaa aina itse omien sijoituspäätöksensä taloudellisesta tuloksesta.

OP Yrityspankki Oyj antaa sijoitustutkimuksen kohteena kulloinkin oleville osakkeille tavoitehinnan. OP Yrityspankki Oyj ei anna suosituksia tai tavoitehintoja joukkovelkakirjalainoille. Osakkeen tavoitehintaa kuvaa analyytikon näkemystä siitä, paljonko analyytikko odottaa osakkeen kurssin olevan 12 kuukauden kuluttua tavoitehinnan asettamisesta. Tavoitehinnan perusteet ovat yhtiökohtaisia, ja eri arvonmääritysmenetelmien käyttökelpoisuudessa voi esiintyä merkittäviä yhtiökohtaisia eroja.

OP Yrityspankki Oyj voi määrittää sijoitustutkimuksen kohteena kulloinkin olevien omaisuusluokkien (osakeindeksit, korot, valuutta ja raaka-aineet) kohde-etuuksina oleville sijoituskohteille tavoitetason. Tavoitetaso kuvaa analyytikon näkemystä siitä, miten analyytikko odottaa sijoituskohteen arvon muuttuvan annetulla aikahorisontilla tavoitetason asettamisesta. Tavoitetason perusteet ovat sijoituskohdeperusteisia, ja peruseriaatteet perustuvat kansantaloustieteen ja rahoituksen teorioihin. Laskelmat ja menetelmät perustuvat vakioituihin ekonometrisiin työkaluihin ja menetelmiin sekä julkisesti eri sijoituskohteista saatavilla olevaan informaatioon ja tilastoihin.

OP Yrityspankki Oyj käyttää tavoitehinnan arvioinnissa pääasiassa seuraavia menetelmiä: kassavirta-analyysi (DCF = Discounted Cash Flow), vertailuryhmään perustuva analyysi, absoluuttiseen arvostukseen perustuva analyysi, historiallisiin arvostuskertoimiin perustuva analyysi, osien arvon summa, liiketoiminnan ja markkinoiden näkyymiin perustuva analyysi, uutisvirtaan perustuva analyysi.

OP Analyysi käyttää neliportaista suositusjärjestelmää: OSTA, LISÄÄ, VÄHENNÄ ja MYY. Suosituksessa arvioidaan osakkeen tuottoa seuraavan 12 kuukauden aikana. Jos osakkeen odotetaan tuottavan yli 15% seuraavan 12 kuukauden aikana, osakkeen suositus on OSTA. Jos osakkeen odotetaan tuottavan 5–15% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on LISÄÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan (-5)–5% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on VÄHENNÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan alle (-5%), suositus on MYY. Osakkeen odotettu tuotto on tavoitehinnan ja nykyisen osakekurssin välinen ero (%), sisältäen osingot. Poikkeustapauksessa, jossa seurannassa olevan yhtiön osakkeista on tehty julkinen ostotarjous, voi OP Analyysi osoittaa kantansa ostotarjoukseen käyttämällä suosituksia: HYVÄKSY OSTOTARJOUS tai HYLKÄÄ OSTOTARJOUS. Näissä tapauksissa OP Analyysin arvio perustuu käytössä olevien tietojen perusteella tehtyyn analyysiin ostotarjouksen mielekkyydestä osakkeenomistajalle.

OP Yrityspankki Oyj:n tuottamia sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja osakkeille tarkastellaan pääsääntöisesti neljä kertaa vuodessa yhtiöiden neljännesvuositulosten yhteydessä. Suosituksia ja tavoitehintoja on aina mahdollista muuttaa myös muina aikoina, jos siihen ilmenee aihetta. Suositusten ja tavoitehintojen päivittämistiheyttä ei ole rajoitettu.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat perustuvat oletuksiin, jotka eivät välttämättä toteudu eivätkä ne takaa, että arvopaperin kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Arvopaperimarkkinoiden luonteen mukaisesti maltillisetkin yhtiön toiminnan tai toimintaympäristön muutokset tai arvopaperimarkkinoiden yleiset vaihtelut voivat aiheuttaa tuntevia arvonmuutoksia. Arvopaperin aiempi arvonkehitys ei myöskään takaa sen tulevaa arvonkehitystä. Kassavirtamallien yhteydessä esitetään numeerisesti tulosten herkkyyden keskeisten oletusten muutoksille (herkkyysoanalyysi). Sijoittaessaan yksittäisiin osakkeisiin sijoittaja voi menettää sijoituksensa osittain tai kokonaan.

OP Yrityspankki Oyj:n Pankki- ja Sijoitustoimintaan kuuluvilla liiketoiminta-alueilla voidaan käydä omaan lukuun arvopaperikauppaa ja laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä. Lisäksi liiketoiminta-alueilla voidaan tarjota liikkeeseenlaskuun ja emission takaamiseen liittyviä palveluja ja rahoitusvälineitä koskevaa sijoitusneuvontaa sekä harjoittaa toisen lukuun arvopaperien myyntiä, ostoa ja välitystä. Asiakastoimeksiantoihin

perustuvat rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskuun liittyvät Corporate Finance -toiminnot on eriytetty sijoitustutkimukseen ja välitystoimintaan liittyvistä toiminnoista OP Ryhmän eturistiriitojen hallintaa koskevan ohjeen mukaisesti sekä fyysisesti että operatiivisessa toiminnassa. Lisäksi eturistiriitatilanteena on tunnistettu, että OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen puheenjohtaja on Kesko Oyj:n hallituksen jäsen ja OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen jäsen on Raisio Oyj:n hallituneuvoston jäsen. Näiden eturistiriitatilanteiden ei arvioida vaarantavan OP Yrityspankki Oyj:n Analyysi-tiimin Kesko Oyj:tä ja Raisio Oyj:tä koskevan sijoitustutkimuksen puolueettomuutta ja riippumattomuutta.

OP Analyysin analytytikot ja heidän lähipiirinsä voivat omistaa OP Analyysin analysoimien yhtiöiden liikkeeseen laskemia arvopapereita. OP Yrityspankki Oyj:n analytytikot voivat saada tulospalkkioita, jotka perustuvat OP Yrityspankki Oyj:n tai jonkin sen yksikön tai liiketoiminta-alueen yhteenlaskettuun tulokseen. Analytytikoiden palkka ei ole suoraan riippuvainen yksittäisistä OP Yrityspankki Oyj:n tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten hoitamista investointipankkitoimintaan liittyvistä toimeksiannoista.

OP Yrityspankki Oyj:n ja muiden OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluvien yritysten omistusosuus ylittää 5 %:n rajan Terveystalo Oyj:ssä ja SRV Yhtiöt Oyj:ssä Pohjola Vakuutus Oy:n osakeomistusten kautta. Muissa analyysin kohteena olevissa yhtiöissä OP Yrityspankki Oyj:llä tai muulla OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluvalla yrityksellä ei ole yli 5 %:n omistusosuutta. OP Ryhmän liputussääntelyä koskevan poikkeuksen soveltamisen perusteella OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien sijoitusrahastojen omistamia suomalaisten yhtiöiden arvopapereita ja niiden tuottamia ääniä ei lueta mukaan laskettaessa OP Ryhmän keskusyhteisökonsernin kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuutta analyysin kohteena olevissa yhtiöissä.

OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys ei toimi markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden osakkeissa. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys voi kuitenkin toimia markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden velkainstrumenteille. OP Yrityspankki Oyj voi omistaa position tässä tutkimusraportissa mainitussa rahoitusvälineessä.

OP Yrityspankki Oyj:n eri liiketoiminnot pyrkivät aktiivisesti luomaan erilaisia toimeksiantosuhteita eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa tarjotakseen OP Yrityspankki Oyj:n palveluja. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys on toiminut pääjärjestäjänä tai järjestäjänä seuraavissa analyysin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskeneissa julkistetuissa liikkeeseenlaskuissa tai tarjouksissa tai osapuolena muussa liikkeeseenlaskijan kanssa tehdyssä investointipankkipalvelujen tarjoamiseen liittyvässä sopimuksessa analyysin julkaisuhetkellä tai viimeisen 12 kuukauden aikana\*: Cibus, Citycon, Eltel, Fiskars, Kojamo, Metso, Neste, Nokian Renkaat, Oma Säästöpankki, Purmo Group, Rapala, Terveystalo, TVO ja Tornator.

Tiettyjen seurannassa olevien yhtiöiden osalta OP Yrityspankki Oyj harjoittaa ns. komissiopohjaista osaketutkimusta, jossa tutkimus on tuotettu maksua vastaan seurantakohteen kanssa solmitun sopimuksen nojalla. Tutkimuksesta perittävä maksu ei ole OP Yrityspankki Oyj:n kannalta merkittävä, eikä se OP Yrityspankki Oyj:n arvion mukaan vaaranna OP Analyysin riippumattomuutta. Tämän raportin julkaisuhetkellä OP Yrityspankki Oyj:llä oli komissiopohjaista tutkimusta koskeva sopimus seuraavien yhtiöiden kanssa: Aspo, Asuntosalkku, Atria, Exel Composites, Fodelia, HKScan, Koskisen, Modulight, NoHo Partners, Nurminen Logistics, Rapala ja Wetteri.

Suositukset ja tavoitehinnat		Nurminen Logistics	
Suositus	Tavoitehinta (€)	Kurssi (€)	Päivämäärä
OSTA	1,30	1,13	11.3.2024

OP Yrityspankki Oyj:n suositusten jakauma kaikissa tutkituissa osakkeissa ja niissä osakkeissa, joita koskevissa yllä mainituissa\* investointipankkitoimintaan liittyvissä sopimuksissa OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on ollut osapuolena:

Osakesuosituksien jakauma (1.2.2024)				
Suositus	Kaikki yhtiöt		Investointipankkisuhteissa*	
	Kpl	%	Kpl	%
OSTA	22	32	3	33
LISÄÄ	21	31	3	33
VÄHENNÄ	22	32	3	33
MYY	3	4	0	0
	68	100	9	100

**Yhteystiedot****Analyyssi**

Antti Saari	Pääanalyytikko, strategia, finanssi	010 252 4359
Ilkka Saksa	Senioristrategi, korko, valuutta	010 252 4457
Jari Hännikäinen	Seniorimarkkinaekonomisti	010 252 2792
Joonas Häyhä	Seniorianalytikko, kauppa, kulutustavarat, liikenne	010 252 4504
Jussi Mikkonen	Seniorianalytikko, investointitavarat, yrityslainat	010 252 8780
Henri Parkkinen	Seniorianalytikko, metsä, energia, kemia	010 252 4409
Kimmo Stenvall	Seniorianalytikko, operaattorit, teknologia, media	010 252 4561
Carlo Gylling	Metalli, kiinteistöt, yrityslainat, strategia	010 252 4392
Joonas Harjama	Liikenne, rakentaminen, Small Caps	010 252 4351
Juho Saarinen	Elintarvikkeet, terveydenhuolto	010 252 4408
Hawa Grundman	Assistentti	010 252 4311

**OP Yrityspankki Oyj**

Gebhardinaukio 1  
00013 OP  
010 252 011  
etunimi.sukunimi@op.fi

**Asiakkuudet ja myynti**

Tuomas Leisti Johtaja 010 252 2058

**Instituutiomyynti**

Tuomas Kaasalainen 010 252 2534  
Henrik Helppi 010 252 3252  
Tomi Kallio 010 252 2993  
Terhi Ollikainen 010 252 3148  
Wilhelm Stjernvall 010 252 4436

**Execution**

Mikael Ahovuo 010 252 1706  
Lasse Jaakonmäki 010 252 2901  
Ville Orava 010 252 2672  
Ari Triumpf 010 252 4349  
Ville Viertola 010 252 3870