

Nordisk Bergteknik

Förväntad turnaround drivet av paradigmskifte och strukturella trender

Nordisk Bergteknik ("Nordisk Bergteknik", "Bolaget" eller "Koncernen") är norra Europas största aktör inom berghantering och grundläggning, med ett helhetserbjudande riktat mot infrastruktur, gruv- och byggindustrin. Koncernen har under det senaste decenniet vuxit kraftigt genom en kombination av förvärv och organisk expansion och omsätter i dag cirka 3,4 mdSEK med verksamhet i Sverige, Norge och Finland.

Efter en period av konjunkturpress och operativ konsolidering befinner sig bolaget i en ny fas med fokus på lönsamhet, integration och selektiv tillväxt. Samtidigt förväntas framtida efterfrågan drivas av strukturella investeringar i infrastruktur och gruvnäring, där Nordisk Bergteknik har en tydlig exponering. Med en diversifierad affärsmodell, stark marknadsposition och en ökande andel långsiktiga projekt bedöms Bolaget vara väl positionerat för en återgång till tillväxt och successivt förbättrad lönsamhet.

Marknadsposition och affärsmodell

Nordisk Bergteknik har byggt upp en ledande marknadsposition inom berghantering och grundläggning genom en bred tjänsteportfölj och hög operativ flexibilitet. Bolaget agerar huvudsakligen som strategisk partner till större bygg- och anläggningsbolag och är exponerat mot projekt med hög teknisk komplexitet och långa genomförandetider.

Strukturella drivkrafter

Efterfrågan bedöms i ökande grad drivas av strukturella faktorer snarare än traditionell konjunktur. Ökade statliga investeringar i infrastruktur, försvar och gruvnäring, i kombination med ett skifte mot ökad försörjningssäkerhet, bedöms skapa ett mer uthålligt efterfrågeunderlag än under tidigare cykler.

Operativ omställning och lönsamhetsfokus

Efter en period av snabb, huvudsakligen förvärvsdriven expansion, och därefter konjunkturmotvind har bolaget skiftat fokus mot integration, kostnadskontroll och selektiv tillväxt. Genomförda strukturåtgärder förväntas successivt få genomslag i resultatet i takt med normaliserad beläggning och större projektstorlek.

Finansiell utveckling och utsikter

Med en diversifierad exponering mellan segment och geografi bedöms Nordisk Bergteknik ha goda förutsättningar för en återgång till tillväxt. Prognosen indikerar successivt stigande omsättning och en tydlig förbättring av EBIT-marginalen under prognosperioden.

Investeringssyn

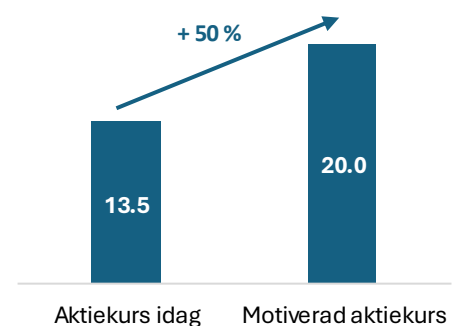
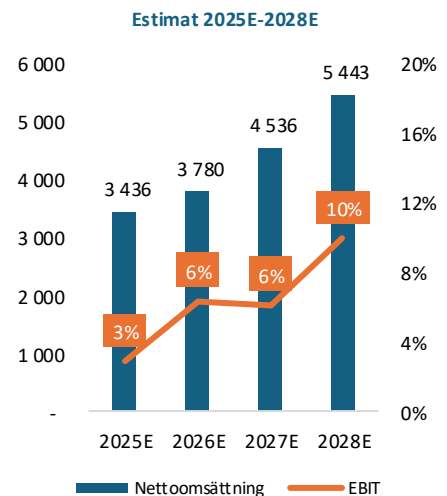
Mot bakgrund av bolagets marknadsposition, strukturella efterfrågedrivare och pågående operativa omställning bedöms Nordisk Bergteknik vara väl positionerat för förbättrad lönsamhet och tillväxt de kommande åren. Vår värdering baseras på ett normaliserat intjäningsantagande där Bolaget estimeras omsätta 5,4 mdSEK år 2028 med en EBIT-marginal om 10 %.

I analysen tillämpas en EV/EBIT-multipel om 10x på estimerad EBIT år 2028, vilken bedöms spegla bolagets normaliserade intjäningsförmåga i ett stabilare marknadsläge. Med hänsyn till den återstående tidsperioden fram till år 2028 samt Bolagets finansiella risk tillämpas en diskonteringsränta om 15 %. Baserat på ovanstående antaganden uppgår det beräknade nuvärdet till ett motiverat aktiepris om 20 kr. Detta motsvarar en uppsida om cirka 50 %.



NORDISK BERGTEKNIK

VD	Andreas Christoffersson
Styrelseordförande	Mats O. Paulsson
Lista	Nasdaq Small Cap
Ticker	NORB B
Aktiekurs (SEK)	13.45
Antal aktier (Miljoner)	57,24
Börsvärde (MSEK)	770
Nettoskuld (MSEK)	1560
EV (MSEK)	2357



(MSEK)	2021	2022	2023	2024	R12	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	1918	3402	3526	3305	3436	3780	4536	5443
Omsättningstillväxt	90%	77%	4%	-6%	4%	10%	20%	20%
Bruttoresultat	1176	1958	2138	2093	2090	2366	2827	3435
Bruttomarginal %	61%	58%	61%	63%	61%	63%	62%	63%
Summa rörelsekostnader	-912	-1472	-1694	-1660	-1671	-1749	-2097	-2405
D&A	-146	-248	-312	-329	-320	-378	-454	-490
EBIT	119	239	133	105	99	239	276	540
EBIT marginal %	6%	7%	4%	3%	3%	6%	6%	10%

Nordisk Bergteknik

Innehållsförteckning

Om Bolaget	3-5
Marknadsanalys – översikt	6
Marknadsanalys – fördjupning & drivkrafter	7-9
Finansiell historik	10-12
Finansiell prognos – förväntad tillväxt	13
Finansiell prognos – förväntad lönsamhet	14
Värdering	15
Estimat	16
Disclaimer	17



NORDISK
BERGTEKNIK

Om Bolaget



Om Nordisk Bergteknik

Nordisk Bergteknik ("Nordisk Bergteknik", "Bolaget" eller "Koncernen") är en strategisk partner inom utvalda nischer på marknaden för anläggnings och entreprenadtjänster riktade mot infrastruktur, gruv och byggindustri. Efter flera år med en hög förvärvstakt är Bolaget idag norra Europas största aktör inom sin nisch med cirka 1 200 anställda och ett helhetserbjudande inom de två största segmenten, berghantering och grundläggning. Därutöver har Nordisk Bergteknik under senare tid etablerat ett segment specifikt riktat mot nordisk gruvnäring. Koncernen erbjuder tjänster ovan och under jord, samt i och på vatten. Tidigare genomförda förvärv i kombination med långsiktiga investeringar i verksamheten har skapat förutsättningar för en konkurrenskraftig plattform med en modern maskinpark, en bred tjänsteportfölj och en hög operativ flexibilitet, vilket möjliggör deltagande i ett brett spektrum av uppdrag – från mindre projekt till större totalåtaganden.

Koncernen är verksam inom samtliga ovan nämnda segment i Sverige. I Norge har Bolaget exponering mot berghantering. Därutöver har Nordisk Bergteknik viss verksamhet i Finland inom berghantering och gruvnäring; den finska verksamheten redovisas dock inom det svenska segmentet Berghantering Sverige.

Nordisk Bergtekniks huvudsakliga marknader

Berghantering

- **Borring:** Framförallt i förberedelsen för losshållning och grundläggning
- **Losshållning:** Innefattar aktiviteter för delning av berg
- **Bergförstärkning:** Viktmakthållning av berg och betongkonstruktioner för att undvika ras och olyckor samt för att stärka upp äldre konstruktioner

Grundläggning

- **Pålning:** Genomförs för att säkerställa en stabil och säker grund för exempelvis byggnader
- **Grundförstärkning:** Aktiviteter för att hindra och förebygga nedsänkning av byggnader
- **Spontning:** Arbete för att hindra vatten och jord från att ta sig in på olika byggområden

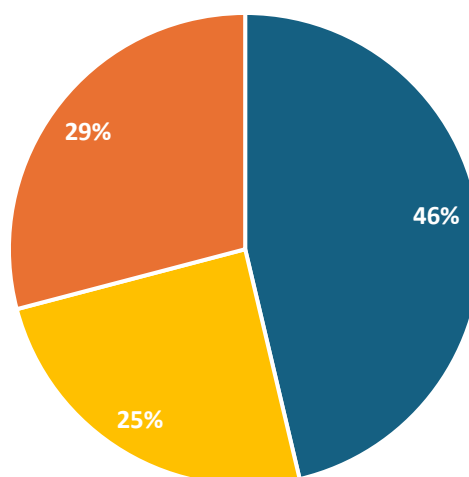
Mining

- Nytt affärsområde där Nordisk Bergteknik agerar helhetsleverantör av gruvtjänster, från **prospektering till produktionsuppdrag**.
- Redan idag omsätter koncernen närmare **700 MSEK årligen** inom gruvrelaterade tjänster (tidigare redovisat inom Berghantergin) riktade till marknadens ledande aktörer

Fördelning mellan om affärsområde och geografisk marknad

Under perioden 2020–2024 utgjorde segmentet Berghantering Sverige 46 % av koncernens omsättning, Berghantering Norge 29 %, medan Grundläggning Sverige stod för resterande 25 %. Bolaget uppvisar därmed en välbalanserad diversifiering, både geografiskt och affärsmässigt.

Fördelning i omsättning mellan affärsområden 2020-2024



■ Berg Sverige ■ Grund Sverige ■ Berg Norge

Diversifierade genom olika segment och geografisk närvaro

Om Bolaget

Nordisk Bergtekniks dotterbolag

Berghantering



BOHUS BERGSPRÄNGNING

Bohus Bergsprängning

Erbjuder tjänster inom berghantering såsom bormning, lossställning, bergförstärkning, bergspräckning och vajersågning. Företaget grundades 1990 och har geografiskt fokus i Västsverige. Bolaget arbetar med allt från stora infrastruktuprojekt till husgrunder och bergtäkter.



BR. ANDERSSONS GRUS

Bröderna Anderssons Grus

Erbjuder tjänster inom krossning och leverans av grus och även andra tjänster inom gruv- och återvinningsbranschen. Bolaget grundades 1976 och verkar främst i Västerbotten och övriga delar av Norrland. Det mesta av arbetet sker i grustag eller i bergtäkter.



DBS NORDISK BERGTEKNIK

Diamantborservice – DBS

Erbjuder tjänster för gruvindustrin med fokus på borrhägar. DBS konstruerar, bygger, anpassar samt servar maskiner och har stor erfarenhet av riggar för både underjords- och ovanjordsbruk. Förutom borrhägar har DBS kompetens inom entreprenadmaskiner.



NORDISK FJELLSIKRING

Nordisk Fjellsikring

Erbjuder tjänster inom bergförstärkning. Specialister på betongsprutning, tunnelsäkring och alla typer av säkringsarbeten som hängning av nät och bultning som skydd mot stenras. Bolaget är en sammanslagning av Gjerden Fjellsikring och Visnor Fjell och utför uppdrag i hela Norge.



NORDISK FJELLSPRENGNING

Nordisk Fjellsprengning

Erbjuder tjänster inom berghantering såsom bormning och lossställning åt entreprenörer, stat och kommun. Bolaget grundades 1966 och utför uppdrag över hela Norge och i Sverige samt har erfarenhet av internationella projekt.



S Blomquist Entreprenad

Erbjuder maskintjänster, transporter och deponi i Göteborgsregionen. Bolaget grundades 2004 och är med sina närmare 20 år i branschen väletablerade på den lokala marknaden som en efterfrågad partner i större infrastruktuprojekt.



SNEMYR BETONGSPRØYTING

Snemyr Betongsprøyting

Specialister på betongsprutning. Arbetar med betongsprutning i tunnlar, murar, bergskärningar och olika utrymmen. Utför brandskydd med PE-skum och skydd arbeten med sprutbetong i tunnlar. Bolaget grundades 1979 och åtar sig uppdrag i hela Norge.



STH SPÅR & ENTREPRENAD AB

STH Spår & Entreprenad AB

Erbjuder tjänster i och kring spårområden såsom underhåll av spår och plattformar. Bolaget grundades 2015 och verkar främst i Stockholm och Mälardalen men åtar sig uppdrag i hela Sverige.



Torbjörn Sundh Entreprenad

Erbjuder tjänster inom infrastruktur- och anläggningentreprenader, maskintjänster samt drift och underhåll av transportnätet. Bolaget grundades 1990 och åtar sig uppdrag i Umeåområdet och arbetar både mot stora och små kunder.



TSB BORRENTREPRENAD AB

TSB Borrentreprenad

Erbjuder tjänster såsom styrd bormning, hammarbormning och kärnbormning. Bolaget grundades 1992 och verkar främst i Norrland men åtar sig uppdrag i hela Sverige. TSB's kunder finns inom infrastrukturområdet, gruv- och vindkraftsindustrin, samt bland energi- och fastighetsbolag.



Visnor Rehab

Erbjuder tjänster inom betongrehabilitering såsom betongrehabilitering av broar, kajer och byggnader. Bolaget grundades 2007 och åtar sig uppdrag i hela Norge.

Grundläggning



SVENSSON
Allt inom grundläggning

BGS Svensson

Specialister inom allmänna grundläggningsarbeten samt grundförstärkning med inriktning på befintliga fastigheter. BGS Svensson grundades 2008 och arbetar över hela Sverige och delar av Norge.



NORDISK GRUNDTEKNIK

Nordisk Grundteknik

Är en av Nordens ledande aktörer inom grundläggning och arbetar med alla tjänster inom området som förstärkning, pållning, jordspikning, sjöentreprenader och mycket mer.

Mining



POWER MINING
NORDISK BERGTEKNIK

Power Mining

Erbjuder tjänster inom berghantering såsom bormning och lossställning och är en komplett leverantör inom underjords- och tunnelarbeten. Bolaget grundades 2015 och bedriver verksamhet i både Finland och Sverige. Bolagets uppdragsgivare återfinns framför allt inom infrastrukturområdet och gruvindustrin.



protek
NORDISK BERGTEKNIK

Protek

Erbjuder tjänster inom kärnbormning och kvalificerade geotekniska undersökningar för kunder inom prospekteringsindustrin. Bolaget grundades 1999 och bedriver verksamhet i Sverige och Norge. Bolaget kan utföra djuphålsbormning ned till +2 500 meters djup samt i otillgängliga områden.



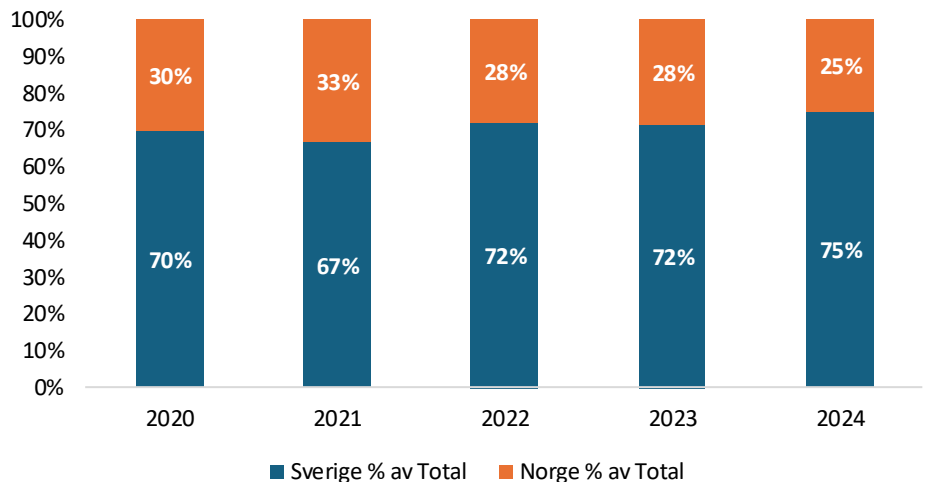
NORRBOTTENS BERGTEKNIK

Norrbottens Bergteknik

Erbjuder tjänster inom berghantering såsom bormning, lossställning, bergförstärkning, bergspräckning och vajersågning. Bolaget grundades 1991. Bolagets uppdrag sträcker sig över hela landet och arbetar med projekt inom bland annat infrastruktur, vindkraft bergtäkter och gruvmiljöer.

Om Bolaget

Fördelning i omsättning mellan Sverige vs Norge



Kundbas

SKANSKA

NCC

PEAB

Avseende kundbasen har Nordisk Bergteknik en betydande exponering mot offentliga investeringar i infrastruktur, där cirka 75 % av slutkunderna utgörs av den offentliga sektorn. Koncernens direkta kunder är dock i huvudsak privata bolag som utför total- eller delentreprenader åt stat och kommun, med fokus på samhällsbärande infrastruktur. Bland de största kunderna återfinns de svenska byggbolagen Skanska, Peab och NCC. Nordisk Bergteknik påverkas därmed både av långsiktiga offentliga investeringsnivåer samt av byggbolagens projektplanering och orderstock.

Nordisk Bergteknik är verksamt inom mark och anläggningsprojekt, energirelaterad infrastruktur samt gruvrelaterade tjänster. Samtliga dessa områden bedöms stå inför ökade investeringar, drivet av eftersatt infrastruktur, omställningsbehov samt ett accelererat behov av försörjningssäkerhet avseende kritiska metaller.

Renodling och strategisk omställning

Bolaget har under tidigare år genomgått en omfattande expansion, drivet av såväl förvärv som organisk tillväxt. Denna snabba tillväxtfas avtog under perioden 2022-2024 i takt med att marknadsklimatet förändrades, präglad av stigande räntor, en försvagad konjunktur och lägre aktivitet inom industrirelaterade projekt. De välkända industrisatsningarna i Norrland, Hybrit och Northvolt, utgör exempel på tidigare betydande slutkunder som tillkom i spåren av en stark investeringsvilja i norra Sverige, men där investeringsplaner därefter har skjutits upp, temporärt eller permanent, till följd av ett förändrat marknadsklimat.

I det förändrade marknadsläget har Nordisk Bergteknik skiftat fokus från volymdriven tillväxt, som tidigare i hög grad baserades på förvärv, till ökad renodling, integration och lönsamhet. Parallellt har Bolaget strategiskt stärkt positionen inom gruvnäringen genom etableringen av affärsområdet "Mining". Detta område bedöms utgöra en central framtida tillväxtmotor, understött av starka råvarumarknader och en ökande europeisk efterfrågan på kritiska metaller såväl som basmetaller.

Samtidigt förväntas statliga investeringar i infrastruktur öka, i takt med att regeringar stimulerar ekonomin genom infrastruktursatsningar. Dessa investeringar drivs dels av behovet att hantera en betydande underhållsskuld, dels av ambitionen att motverka en utdragen lågkonjunktur och dels av Nato-inträdet med uppdaterade krav på kritisk infrastruktur. Omfattningen av riktade gröna satsningar, som tidigare utgjorde en bas för efterfrågan, är mer osäker framåt och i högre grad beroende av politisk inriktning och framtida regeringskonstellationer. Sammantaget bedöms utvecklingen vara tydligt gynnsam för Bolagets två huvudsegment, berghantering och grundläggning.

Kombinationen av en mer renodlad verksamhet, ökande statliga investeringar i infrastruktur samt en strategisk breddning mot gruvnäringen bedöms skapa goda förutsättningar för en positiv utveckling, vilken i dagsläget inte fullt ut återspeglas i Bolagets värdering.

Underhållsskuld förväntas
driva efterfrågan

Marknadsanalys – översikt

Berghantering Sverige

Inom berghantering fungerar Nordisk Bergteknik som ett komplement till de största projektutvecklings- och byggbolagen, såsom Skanska, NCC och Peab, och positionerar sig därmed som en strategisk partner till dessa aktörer. Uppdaterade estimat från Bolaget gällande total marknadsstorlek saknas. Som bakgrund angav dock Nordisk Bergteknik i årsredovisningen för 2022 att den svenska marknaden för berghantering uppgick till cirka 3,6 miljarder SEK år 2021, samt att marknaden under de fem föregående åren uppvisade en genomsnittlig årlig tillväxt (CAGR) om cirka 8 %. Givet den angivna tillväxttakten motsvarar detta en estimerad marknadsstorlek om cirka 4,9 miljarder SEK i dag. Det bör samtidigt noteras att den svaga konjunkturen under de senaste åren sannolikt haft en dämpande, temporär effekt på marknadsutvecklingen, varför den faktiska marknadsstorleken kan avvika från ovan nämnt estimat.

Grundläggning Sverige

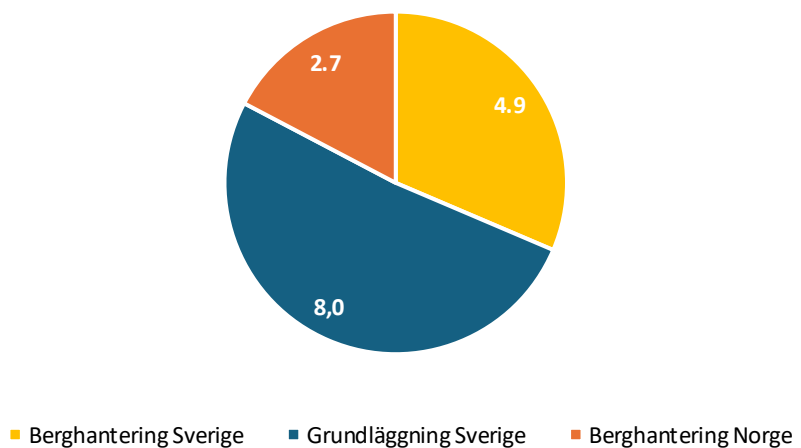
Bolaget angav i årsredovisningen för 2022 att den svenska marknaden för grundläggning uppgick till cirka 5,3 miljarder SEK år 2021. Marknaden hade under de föregående fem åren uppvisat en genomsnittlig årlig tillväxttakt om cirka 11 %. Med utgångspunkt i denna tillväxttakt motsvarar detta en estimerad marknadsstorlek om cirka 8 miljarder SEK i dag, samtidigt som den egentliga marknadsstorleken i nuläget kan vara lägre till följd av den svaga konjunkturutvecklingen under senare år.

Berghantering Norge

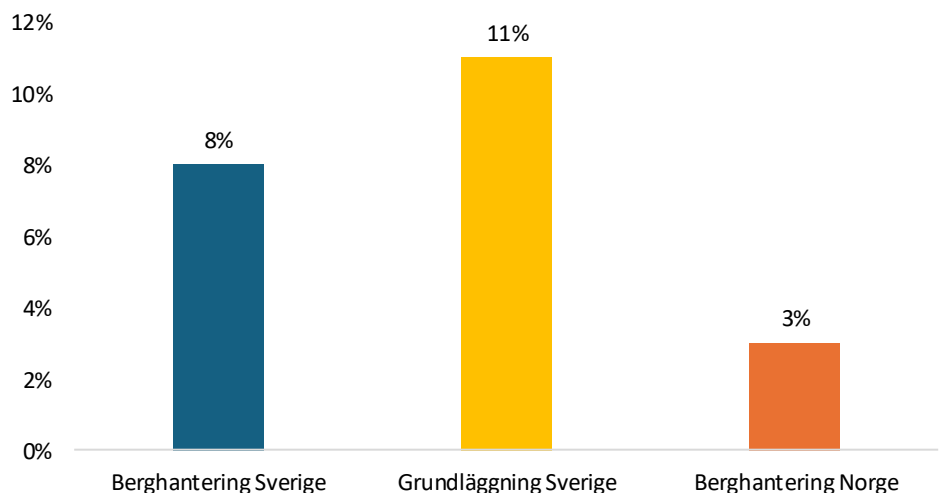
I årsredovisningen för 2022 angav Bolaget att den norska marknaden för berghantering uppgick till cirka 2,4 miljarder NOK år 2021. Den historiska tillväxttakten uppgavs till cirka 3 % per år över en femårsperiod. Med utgångspunkt i den angivna tillväxttakten motsvarar detta en estimerad marknadsstorlek om cirka 2,7 miljarder NOK idag, där den faktiska marknadsutvecklingen under senare år kan ha påverkats av det svagare konjunkturläget som tidigare beskrivits.

Tydlig historisk
marknadstillväxt

Estimerad marknadsstorlek (MdSEK & mdNOK)



Historisk CAGR (sannolikt förändrad)



Utrymme för att ökad
tillväxttakt de
kommande 10 åren

Marknadsanalys – fördjupning & drivkrafter

Paradigmskifte talar för snabbare tillväxttakt framåt

Nordisk Bergtekniks tre verksamhetsområden, berghantering, grundläggning och mining, påverkas samtidigt av flera strukturella skiften i Sverige och Norge. Till skillnad från tidigare konjunkturcykler drivs efterfrågan i dag inte enbart av traditionell konjunkturpolitik, utan även av säkerhetspolitiska realiteter samt Europas ökade fokus på försörjningssäkerhet av kritiska metaller. Sammantaget skapar detta ett mer uthålligt och brett efterfrågeunderlag över samtliga segment än vad som varit fallet under tidigare byggrelaterade cykler.

Mot denna bakgrund finns skäl att bedöma att de historiska tillväxtantaganden som legat till grund för Bolagets marknadsbedömningar inte fullt ut reflekterar de drivkrafter som nu successivt tar form. I dessa antaganden har berghantering och grundläggning i Sverige samt berghantering i Norge antagits växa med en CAGR om 8 %, 11 % respektive 3 %. De strukturella förändringar som präglar marknaden talar för att den långsiktiga tillväxtpotentialen är högre än vad som antagits i tidigare marknadsestimater, vilket redogörs för nedan.

Ökad statlig investeringsvilja

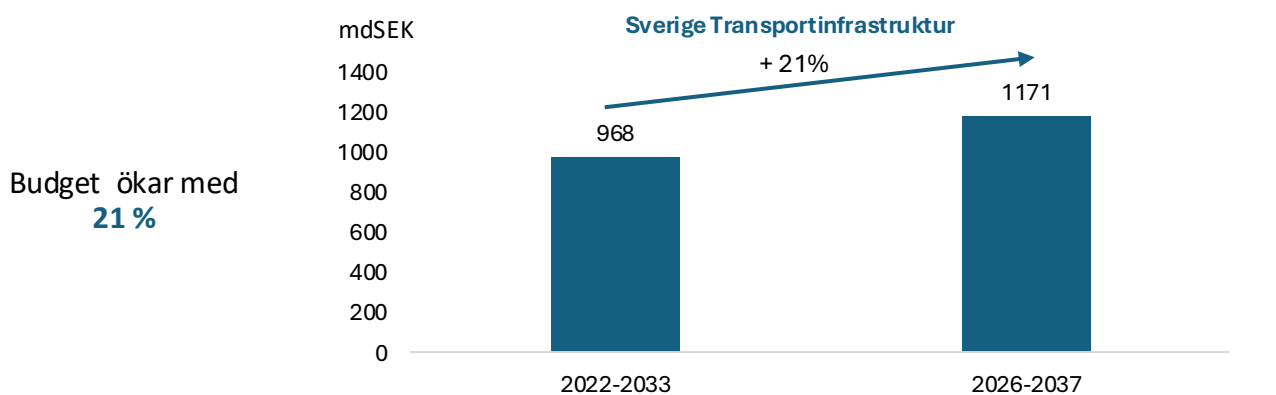
Ökad acceptans för statlig upplåning

Den svenska och norska anläggningsmarknaden befinner sig i ett tydligt strukturellt skifte. Till skillnad från tidigare konjunkturcykler, där investeringar i infrastruktur i huvudsak varit beroende av budgetbalans och kortsiktiga konjunkturåtgärder, drivs efterfrågan i dag av en bredare uppsättning politiska och säkerhetspolitiska faktorer. Sammantaget har detta lett till ökad acceptans för statlig upplåning i syfte att finansiera långsiktiga investeringar, vilket innebär ett tydligt uppbrott mot den budgetrestriktiva politik som präglat perioden sedan 1990-talet.

I Sverige har detta tagit sig uttryck i ett skifte i synen på överskottsmålets praktiska tillämpning. Infrastruktur har under lång tid varit ett område där investeringarna varit otillräckliga i relation till behovet, vilket resulterat i en betydande underhållsskuld i bred omfattning. Kombinationen av en flerårig lågkonjunktur, ökade säkerhetskrav efter NATO-inträdet, regional osäkerhet i försörjningsleden samt behov av klimatanpassning har medfört att den politiska viljan i dag präglas av ökad acceptans för större underskott i syfte att möjliggöra investeringar.

Detta har redan resulterat i ett tydligt ökat budgetutrymme, vilket bland annat syns i Trafikverkets nationella transportplan där investeringar föreslås öka från tidigare kommunicerad plan om 968 mdSEK för perioden 2022–2033 till 1 171 mdSEK för perioden 2026–2037, motsvarande en ökning om cirka 203 mdSEK eller 21 %.

De delar av investeringsramen som växer snabbast är samtidigt projekt med hög teknisk komplexitet, såsom tunnlar, ny järnväg, större väginvesteringar samt förstärkningsåtgärder av befintlig infrastruktur. Detta innebär en direkt koppling till Nordisk Bergtekniks kärnverksamhet inom berghantering och grundläggning, där Bolaget är exponerat mot just de typer av projekt som prioriteras i den utökade planen.



Norge: fortsatt hög investeringsnivå i transportinfrastruktur

I Norge har staten sedan länge haft en hög investeringsnivå inom transportinfrastruktur, och den senaste nationella transportplanen för perioden 2025–2036 bekräftar en fortsatt expansiv inriktning. Den totala investeringsramen uppgår till cirka 1 308 mdNOK. Även om ökningen i relativa termer är mer begränsad än i Sverige, är investeringsnivån i absoluta tal fortsatt mycket hög och understödjer ett stabilt efterfrågeunderlag inom berghantering, särskilt kopplat till väg- och järnvägstunnlar, stabilisering och större bergschakter.

Marknadsanalys – fördjupning & drivkrafter

NATO-inträde och säkerhetskrav på kritisk infrastruktur

Sveriges NATO-medlemskap innebär ökade krav på motståndskraft i samhällskritisk infrastruktur. Detta omfattar bland annat energisystem, försvarsfastigheter, kommunala ledningsnät, skyddsrum och berggrum samt ny generell militär infrastruktur.

Högre ställda krav på infrastruktur

Utöver tidigare nämnda konjunkturpolitiska stimulanser finns därför också ett strukturellt investeringsbehov specifikt kopplat till försvar och säkerhet. Mot bakgrund av diskussionerna inom NATO om försvarsutgifter uppgående till 5 % av BNP samt historiska erfarenheter där cirka 20–30 % av försvarsutgifterna relaterar till infrastruktur, logistik samt skydds- och beredskapsanläggningar bedöms detta sannolikt leda till betydande infrastruktursatsningar.

Vid en svensk BNP om cirka 6 000 mdSEK motsvarar detta infrastrukturrelaterade försvarsinvesteringar om cirka 60–90 mdSEK per år. Samtidigt råder osäkerhet kring såväl utfallet inom detta intervall samt hur stor andel som tillfaller Bolagets verksamhetsområden. NATO-inträdet utgör dock en ytterligare strukturell drivkraft för ökade infrastruktursatsningar ur ett säkerhetsperspektiv.

Försörjningssäkerhet och gruvnäring som strukturell tillväxt drivare

Parallellt med ökade infrastruktursatsningar pågår ett tydligt paradigmskifte kopplat till råmaterial, gruvnäring och försörjningssäkerhet. Europa befinner sig i en situation där tillgången till kritiska metaller såsom sällsynta jordartsmetaller, koppar, nickel, grafit och uran har blivit en strategisk fråga snarare än enbart en marknadsfråga. USA:s uppdaterade listor över kritiska mineraler, med successiva tillägg, förstärker detta indirekt genom att öka konkurrensen om globala flöden, vilket i sin tur ökar incitamenten för inhemsk europeisk produktion.

I Sverige syns denna utveckling tydligt genom flera konkreta beslut och investeringar i närtid. Ett exempel är regeringens avskaffande av förbudet mot uranbrytning samt upphävandet av den kommunala vetorätten i tillståndsprocessen. Detta innebär en fundamental förändring i svensk mineralpolitik och öppnar för inhemsk produktion av ett strategiskt råmaterial.

Regulatorisk medvind för gruvnäringen

Även om uran i sig inte utgör den största marknaden för gruvnäringen, signalerar beslutet en tydlig omsvängning i den regulatoriska miljön. Över tid bedöms denna förändring kunna omfatta även andra kritiska mineralresurser där Sverige har dokumenterade förekomster, såsom litium.

Därtill har LKAB:s fynd av sällsynta jordartsmetaller (Rare Earth Elements, "REE") i Kiruna klassats som Europas största kända REE-depå vilket ytterligare understryker Sveriges roll i den europeiska försörjningsstrategin. Slutligen handlas flera metaller såsom guld, silver och koppar på historiska nivåer.

Sammantaget talar detta för ett långsiktigt och strukturellt högre investeringsbehov inom gruvrelaterad infrastruktur. Beaktat ovan är det därför inte förvånande att de två gruvjättarna LKAB och Boliden kommunicerat omfattande expansions- och omställningsprojekt, med investeringsnivåer i flertalet projekt som sträcker sig över tiotals miljarder kronor över tid. LKAB har exempelvis beslutat om en ny sorteringsanläggning på cirka 6 mdSEK och tagit steg mot industriparcker för kritiska mineraler, medan Boliden under de senaste åren haft capex-nivåer om cirka 13–15 mdSEK per år. Därutöver har bolaget drivit flera större expansionsprojekt inom zink, bly och silver, däribland Odda och Garpenberg.

Nya tillväxtområden utöver Svenska gruvjättar

Parallellt har nya gruvprojekt inom koppar, såsom Viscaria i Kirunaområdet, avancerat i takt med förbättrade marknads- och regulatoriska förutsättningar, vilket ytterligare förstärker bilden av ett brett uppsving i investeringsviljan inom svensk gruvnäring.

Ökade investeringar hos gruvjättar och mindre företag

För Nordisk Bergteknik innebär detta en tydligt tillväxtpotential inom affärsområdet Mining, med exponering mot bland annat gruvtjänster inom prospektering och produktion. Till skillnad från konjunkturdrivna industriprojekt är denna efterfrågan i hög grad politiskt och strategiskt förankrad, vilket ökar dess uthållighet över tid.

Vidare innebär den geografiska expansionen till Finland, med betydande råvarureserver inom bland annat nickel, koppar, zink och krom, en vältajmad positionering mot ytterligare strukturellt driven efterfrågan inom gruv- och anläggningssegmentet i Norden.

Sammantaget indikerar detta att gruvrelaterade investeringar och miningverksamhet, likt övrig infrastruktur, går från att vara en cyklisk industri till att bli ett alltmer strategiskt och långsiktigt prioriterat område i Norden.

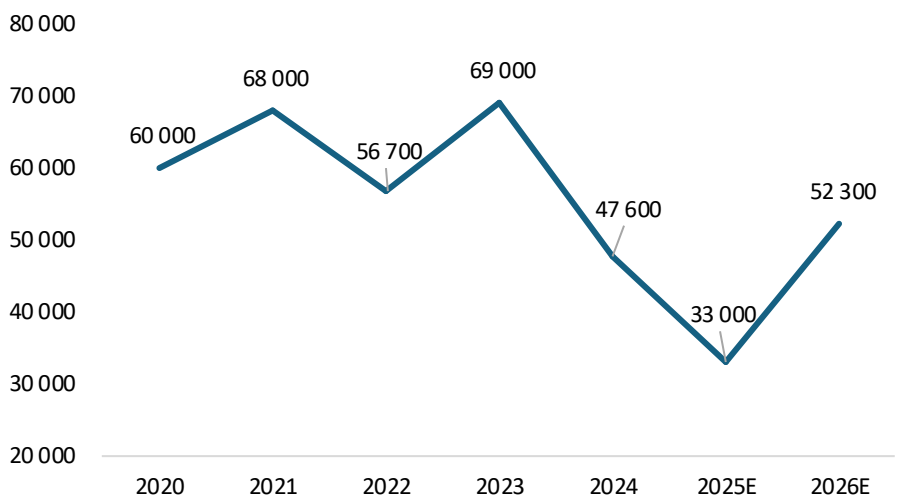
Marknadsanalys – fördjupning & drivkrafter

Bostadsbrist, och förväntad ökad efterfrågan på grundläggning

Även bostadsmarknaden bidrar till ett strukturellt högre efterfrågeunderlag, särskilt inom grundläggning. Boverket bedömer att Sverige har ett behov av cirka 523 000 nya bostäder fram till 2033, motsvarande drygt 52 000 bostäder per år. Detta står i tydlig kontrast till utfallet för år 2024, där antalet färdigställda bostäder uppgick till omkring 40 000, samt prognosen för 2025 om cirka 33 000 bostäder. Gapet mellan det strukturella behovet och den faktiska byggtakten innebär ett ackumulerat underskott, vilket sannolikt korrigeras när investeringsviljan normaliseras.

I ett europeiskt sammanhang diskuteras därutöver stödprogram för bostadsrelaterade investeringar om tiotals miljarder euro. Även om dessa initiativ inte är örönmärkta per land motsvarar detta i svensk kontext potential om ett tillskott uppgående till flera miljarder kronor över tid.

~ Färdigställda Bostäder 2020-2025 (årligt behov enligt Boverket 2026E)



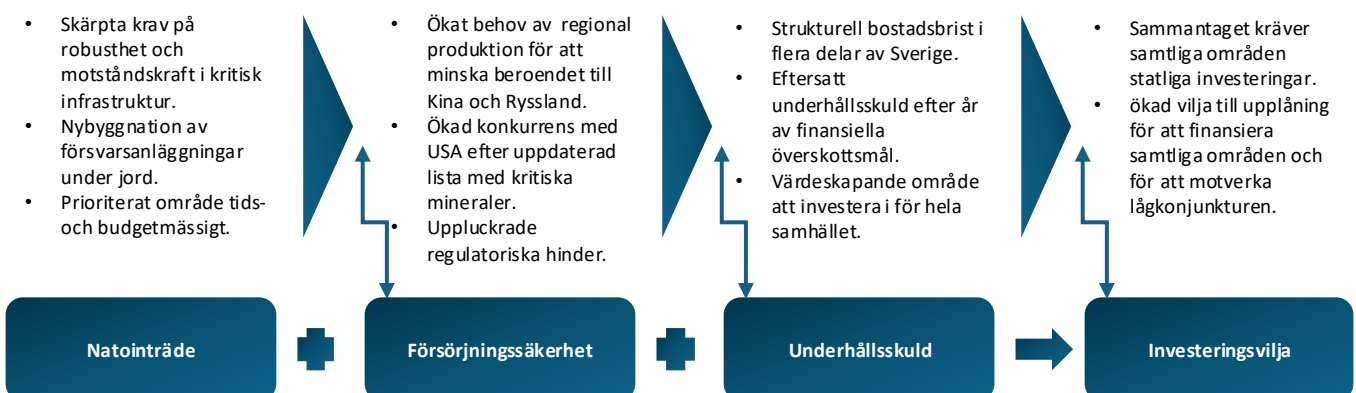
Nybyggnation 2024-2025 låg under det årliga behovet om 52 300 bostäder

Sammanfattning

Givet att cirka 75 % av koncernens slutkunder ytterst utgörs av offentliga investeringar framträder ett tydligt genomgående tema: det finns skäl att anta att efterfrågan i ökande utsträckning drivs av ett strukturellt skifte mot högre och mer uthålliga statliga investeringar, snarare än enbart av traditionella konjunkturcykler. Säkerhetspolitiska, försörjningsstrategiska och samhällsekonomiska behov förväntas prioriteras i allt högre grad framför tidigare budgetrestriktiva ramverk, vilket skapar ett mer stabilt investeringsklimat för Nordisk Bergtekniks kärnverksamheter än under tidigare cykler. Mot denna bakgrund bedöms en långsiktig tillväxttakt om 20 % per segment som rimlig.

Goda förutsättningar för ökad tillväxt de kommande 10 åren

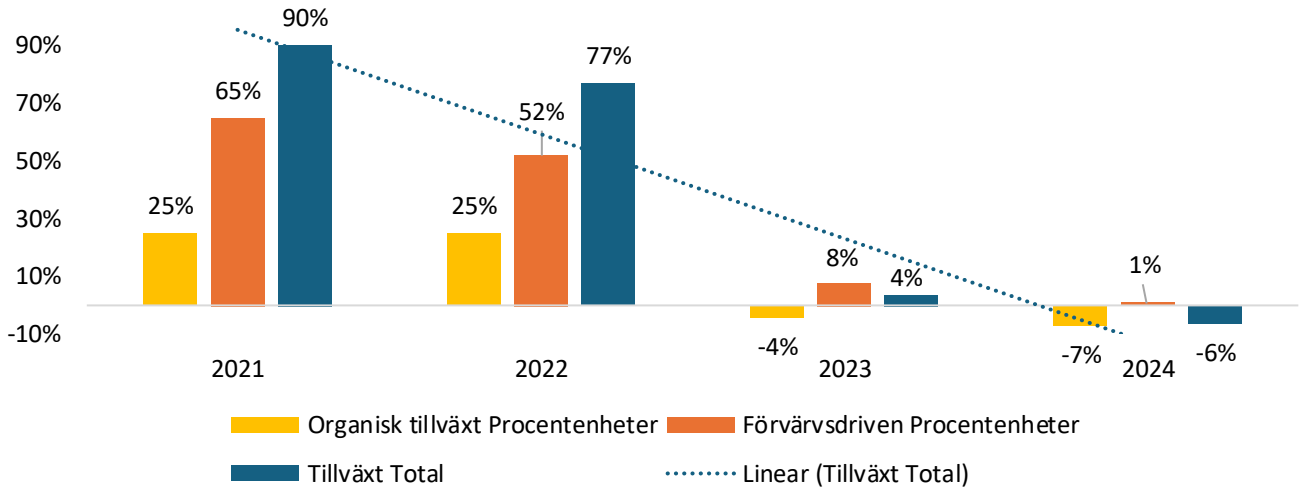
Centrala värderdrivare för Nordisk Bergteknik kommande 10 åren



Finansiell historik

Fram till och med år 2021 uppvisade Nordisk Bergteknik en stark tillväxt, driven av såväl organiska initiativ som förvärv. Under år 2021 uppgick tillväxttakten till 90 %, varav 65 procentenheter var förvärvsrelaterade och 25 procentenheter utgjordes av organisk tillväxt. Under 2022 fortsatte Bolaget att växa, om än i en lägre takt än föregående år. De efterföljande åren präglades av ett tidigare nämnt försämrat konjunkturläge, som tog sin början redan under år 2022, drivet av kraftigt stigande inflation och räntor, både i Sverige och globalt.

Tillväxt och fördelning

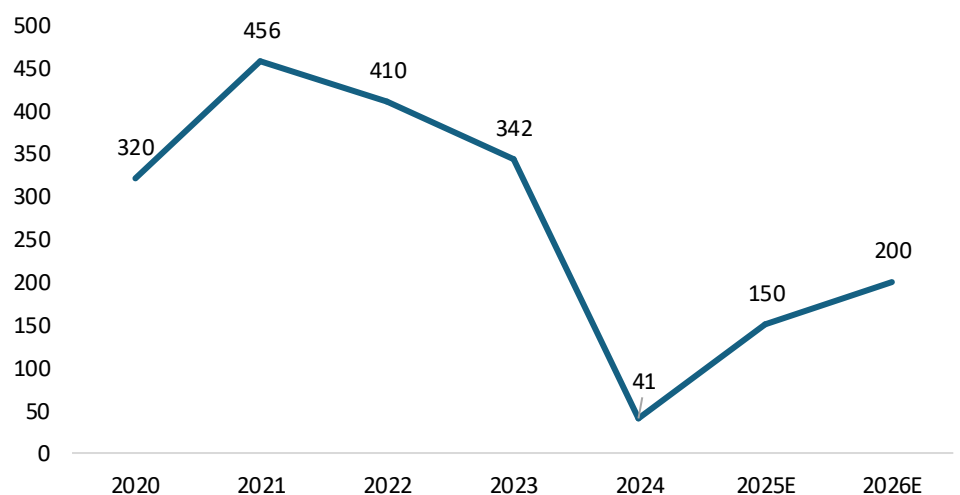


Det förändrade marknadsklimatet drabbade Nordisk Bergteknik från flera perspektiv. Den stigande inflationen bidrog till ökade inköpskostnader samtidigt som intäkter från befintliga projekt var låsta till tidigare prisnivåer. Därtill steg räntekostnaderna på lån upptagna i samband med tidigare förvärv.

Även Bolagets kunder och slutkunder påverkades negativt av högre projektkostnader, där Hybrit och Northvolt som tidigare nämnt utgör två välkända exempel på projekt vars kostnadsutveckling begränsade expansionsmöjligheterna jämfört med tidigare förväntningar. Ytterligare ett område som visade en tydlig avmattning till följd av högre projektkostnader i det rådande marknadsklimatet var antalet nyinstallerade vindkraftverk. Båda dessa områden nådde, likt Nordisk Bergtekniks tillväxt, en topp under 2021 och har därefter minskat år för år.

~ Nya Vindkraftverk 2020-2026

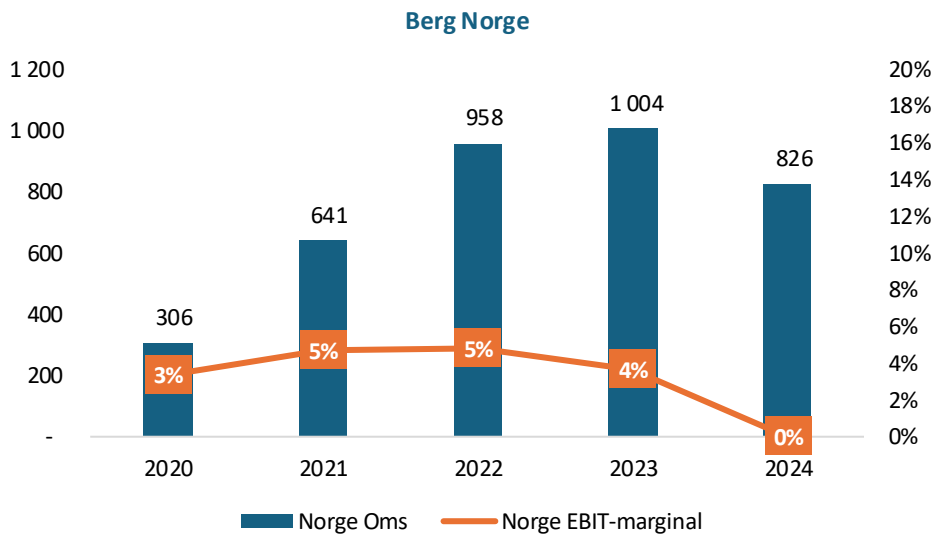
Vindkrafttrenden illustrerar marknadsklimatet som rådit inom grön teknologi



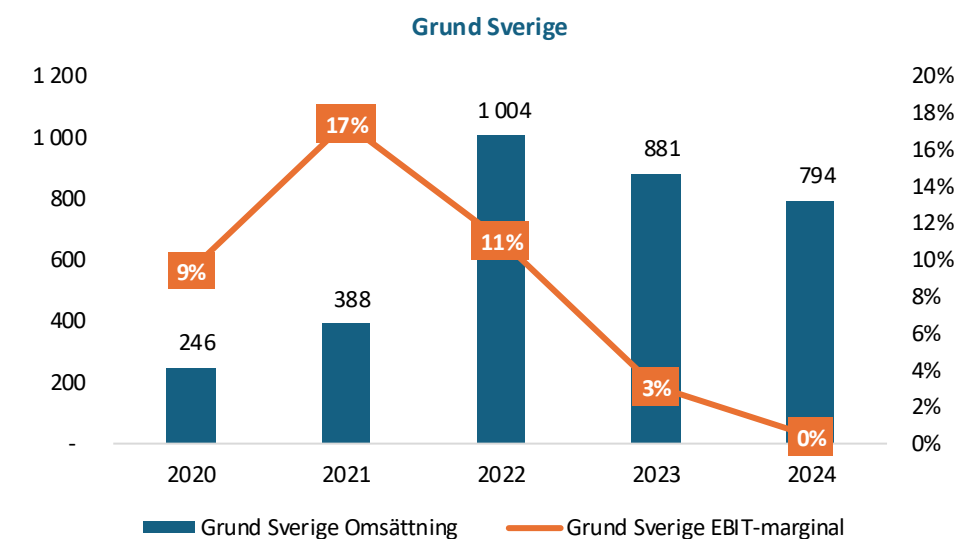
Sammantaget innebar det förändrade marknadsklimatet en utmanande situation för en aktör som på kort tid expanderat kraftigt i både storlek och komplexitet, delvis finansierat genom ökade skulder. För koncernen som helhet resulterade detta i en tillväxt om 4 % under 2023, där den organiska tillväxten uppgick till -4 % medan den förvärvsdrivna tillväxten var 8 %. Under 2024 uppgick tillväxten till -6 % jämfört med föregående år, varav den organiska tillväxten var -7 % och den förvärvsdrivna tillväxten 1 %.

Finansiell historik

Ur ett segmentperspektiv drabbades den norska verksamheten inom Berg samt den svenska verksamheten inom Grund hårdast, både avseende omsättning och lönsamhet.

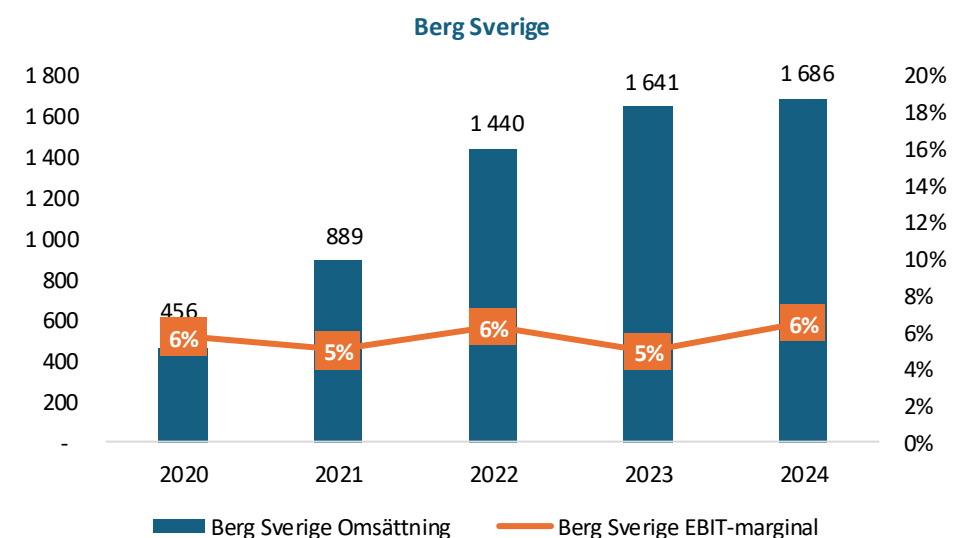


Utmanande marknadsklimat satte tydligt avtryck i tillväxttakt och lönsamhet hos segmenten Berg Norge och Grund Sverige



Den svenska verksamheten inom Berg fortsatte däremot att leverera en stark lönsamhet, trots en avtagande tillväxttakt i omsättningen. Detta belyser styrkan i en diversifierad tjänstportfölj med tre separata segment, där tillväxt och lönsamhet påverkas i olika grad beroende på konjunkturcykeln.

Stark utveckling inom segmentet Berg Sverige trots konjunkturmotvind



Finansiell historik

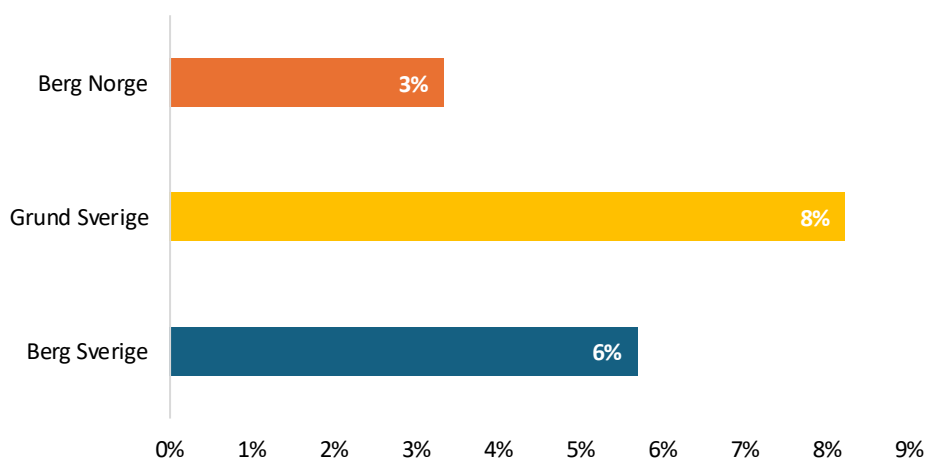
Mot denna bakgrund av det utmanande marknadsklimatet kan Bolagets operativa prestation under perioden ändå bedömas som väl genomförd. Många konkurrenter, och bolag generellt, som expanderat snabbt under det tidigare marknadsklimatet, drabbades väsentligt hårdare och tvingades till såväl avyttringar som nyemissioner.

För Nordisk Bergteknik har varken avyttringar eller nyemissioner varit nödvändiga, vilket indikerar en affärsmodell med god operativ och finansiell flexibilitet, där diversifieringen mellan olika segment och geografiska marknader bidragit till att hantera konjunkturförsvagningen.

Därutöver har Bolaget under perioden haft ett tydligt fokus på att integrera tidigare genomförda förvärv, samtidigt som kostnadsbasen anpassats till de förändrade marknadsförutsättningarna. Dessa åtgärder har ännu inte fullt ut återspeglats i resultatet, men bedöms skapa goda förutsättningar för en återgång till tydlig lönsamhet inom samtliga segment framåt.

Genomsnittlig EBIT-marginal 2020-2024

Stabil underliggande lönsamhet

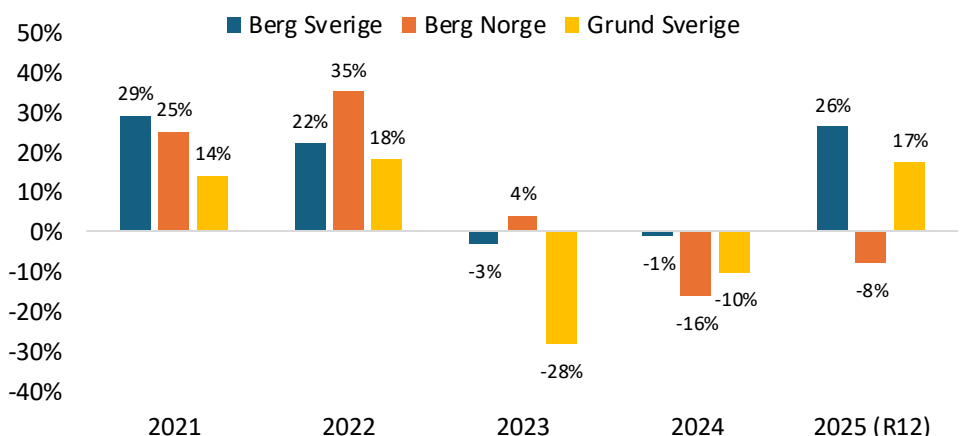


Om den organiska tillväxttakten isoleras och rullande tolv månader fram till och med tredje kvartalet 2025 beaktas, indikerar utvecklingen att botten i den operativa prestationen är passerad. Samtliga segment har under perioden uppvisat positiv EBIT, om än fortsatt på låga nivåer.

På rullande tolv månader till och med tredje kvartalet 2025 uppgick EBIT-marginalen till 5,4 % inom Berg Sverige, 0,7 % inom Berg Norge samt 0,8 % inom Grund Sverige. Nivåerna ligger tydligt under genomsnittet för perioden 2020–2024, men utgör samtidigt en förbättring jämfört med helåret 2024 för Berg Norge och Grund Sverige. För Berg Sverige ligger EBIT-marginalen under 2024 års nivå om 6,5 % och bedöms delvis påverkas av det nyetablerade mining-segmentet, vilket medför att datapunkten är svår att isolera och tolka i nuläget.

Organisk tillväxttakt per segment

Trendskifte under de senaste 12 månaderna



Sammantaget talar både marknadsutvecklingen och bolagets operativa utgångsläge för att Nordisk Bergteknik går in i nästa fas med väsentligt bättre förutsättningar än under perioden 2022–2024.

Finansiell prognos – förväntad tillväxt

Efter flera år präglade av svagare marknadsförhållanden har bolaget under 2025 börjat se tecken på en vändning, vilken bedöms få genomslag även under de kommande åren.

På efterfrågesidan stöds detta bland annat av ökade investeringsramar inom transportinfrastruktur och försvar, där projekten i hög grad är planerade och finansierade över flera år. Ett konkret exempel på att efterfrågan återvänt är det nyligen kommunicerade kontraktet med Trafikverket om 575 MSEK, vilket är Bolagets enskilt största kontrakt hittills.

Inom segmentet Berghantering Sverige är beläggningen redan hög, driven av återkommande gruvrelaterade uppdrag, där en ökande andel av segmentets intäkter dock nu hänförs till det nyligen etablerade Mining-segmentet framåt. Det som förväntas förändras jämfört med tidigare år är främst projektens karaktär, där större och mer komplexa infrastruktur- och gruvrelaterade uppdrag successivt ersätter mindre arbeten. Detta skapar förutsättningar för omsättningstillväxt inom befintlig struktur, utan behov av motsvarande uppbyggnad av organisation eller maskinpark.

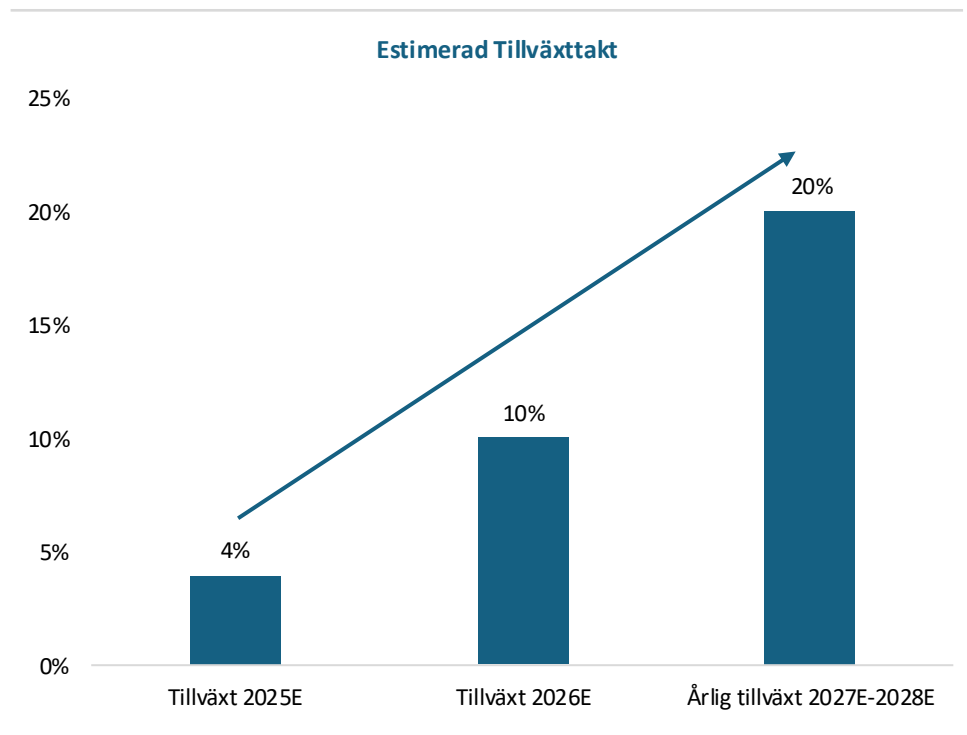
Utvecklingen i Norge har varit mer volatil, men också mer förändringsdriven. Under lågkonjunkturen har antalet operativa bolag reducerats från åtta till fem, vilket lagt grunden för ett mer fokuserat erbjudande. Under 2025 har detta börjat få genomslag, med en organisk tillväxt om 20 % i tredje kvartalet. I takt med att projektaktiviteten successivt återhämtas, bedöms volymökningar bidra tydligt till omsättningstillväxten i segmentet.

Grundläggningsverksamheten i Sverige har haft den mest cykliska utvecklingen, men också den tydligaste kopplingen till en framtida volymåterhämtning. Efter flera år med kraftigt reducerade byggstarter har bolaget under 2024–2025 sett en tydlig ökning i offertförfrågningar, särskilt för större projekt i storstadsregioner. Mycket av aktiviteten avser projekt som tidigare skjutits upp och nu åter tas vidare, vilket talar för en successiv volymuppgång när byggaktiviteten normaliseras.

Mot denna samlade bakgrund framstår en tillväxttakt om 10 % under 2026 som rimlig, i takt med att redan vunna och planerade projekt successivt genomförs. Därefter estimeras den årliga tillväxttacken accelerera till 20 % per segment, drivet av en normaliserad beläggning, genomförandet av kontrakterade projekt samt att tidigare nämnda strukturella investeringar börjar få fullt genomslag.

Strukturella trender bakom estimerad tillväxttakt

Tillväxt förväntas accelerera de kommande åren



Finansiell prognos – förväntad lönsamhet

Kostnadsåtgärder
förväntas bidra till
lönsamhet

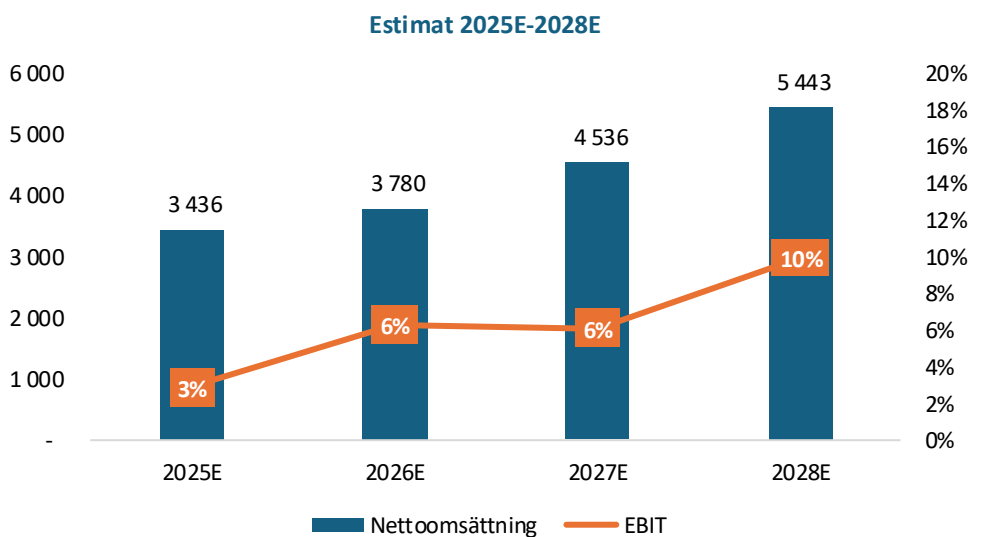
Under perioden 2020–2024 uppvisade Nordisk Bergteknik en varierande lönsamhet mellan segmenten. Berg Sverige genererade i genomsnitt en EBIT-marginal om cirka 6 %, Grundläggning Sverige omkring 8 % – med högre nivåer under tidigare år och tydlig press under senare delen av perioden – samt Berg Norge omkring 3 %. Utvecklingen speglar skillnader i projektmix och marknadsförutsättningar, men också effekterna av den utdragna lågkonjunkturen.

För prognosperioden 2025-2028 bedöms förutsättningarna för lönsamhetsförbättring successivt stärkas. Den förväntade förbättringen drivs i första hand av redan genomförda struktur- och kostnadsåtgärder samt ett mer effektivt utnyttjande av befintliga resurser. I Norge har kostnadsbasen reducerats med cirka 30 MSEK på årsbasis genom omstruktureringen av verksamheten, vilket innebär att förbättringar i volym och beläggning får ett tydligare genomslag i resultatet. Inom grundläggning i Sverige har ett fortgående arbete med integration och kostnadskontroll lagt grund för stabilare lönsamhet även framåt.

I prognosen antas bruttokostnaderna (COGS exklusive avskrivningar) uppgå till cirka 41 % av omsättningen under 2025, för att successivt minska till omkring 38 % mot slutet av prognosperioden 2028. Utvecklingen speglar förbättrade inköpsvillkor och ett mer effektivt genomförande av projekten i takt med högre beläggning och större projektstorlek. Samtidigt antas personalkostnaderna uppgå till omkring 30 % av omsättningen under 2025, för att sjunka till cirka 27 % under 2028, drivet av förbättrad produktivitet och sammanslagning av dotterbolag. Övriga externa kostnader, vilket bland annat innefattar konsulttjänster, bedöms ligga relativt stabilt i intervallet 17–18 % av omsättningen, medan avskrivningarna förblir stabila kring 9-10 %, då tillväxten i huvudsak sker inom befintlig maskinpark.

Ett antaget högre kapacitetsutnyttjande av befintlig maskinpark estimeras ge tydlig effekt på lönsamheten när beläggningen ökar, då en stor del av kostnadsbasen är fast. Mot denna bakgrund bedöms EBIT-marginalen uppgå till omkring 3 % under 2025, för att successivt stärkas till 10 % under 2028. I absoluta tal motsvarar detta ett EBIT om cirka 99 MSEK 2025 och omkring 540 MSEK 2028.

Förväntade skalfördelar
vid ökad volym



Parallellt har den finansiella handlingsfriheten stärkts trots betydande skulder. Under 2025 har rörelsekapital frigjorts i takt med att större projekt gått från uppstartsfas till produktion, vilket förbättrat kassaflödet. Därtill har bolaget refinansierat ett banklån om 400 MSEK samt förlängt kreditfaciliteter om totalt 650 MSEK, med ytterligare cirka 200 MSEK i tillgängligt kreditutrymme.

Risker trots förväntad strukturell efterfrågan över lång tid framåt

Även om cirka 75 % av Bolagets slutkunder ytterst utgörs av offentlig sektor sker uppdragsgivningen i huvudsak via privata bygg- och anläggningsbolag såsom Peab och Skanska. Vid en ytterligare konjunkturförsvagning finns därmed en risk att dessa aktörer pausar eller skjuter upp projekt, trots en underliggande strukturell efterfrågan på sikt. En sådan utveckling skulle påverka Nordisk Bergteknik negativt, särskilt givet en relativt ansträngd balansräkning som ger begränsat utrymme för en period med negativt kassaflöde. I ett mer negativt scenario skulle detta potentiellt medföra ett likviditetsbehov finansierat genom avyttringar eller kapitalanskaffning, vilket sannolikt hade haft en negativ påverkan på aktiekursen.

Beroende av statliga
investeringar och
byggjättar

Värdering

Värderingen utgår från antagandet att Nordisk Bergteknik befinner sig i ett skifte från konjunkturpressad till mer normaliserad intjäning, drivet av strukturellt stödd efterfrågan, förbättrad projektmix samt genomförda operativa och finansiella åtgärder. Mot denna bakgrund bedöms år 2028 vara ett representativt år för bolagets långsiktiga intjäningsförmåga.

Värderingen baseras på estimerad EBIT om 540 MSEK för år 2028, vilket bedöms vara det första året där den strukturella efterfrågan fullt ut fått genomslag i verksamhetens omsättning och lönsamhet. Detta inkluderar normaliserad beläggning, genomförda kostnads- och integrationsåtgärder samt en projektmix med högre andel långsiktiga och offentligt finansierade uppdrag.

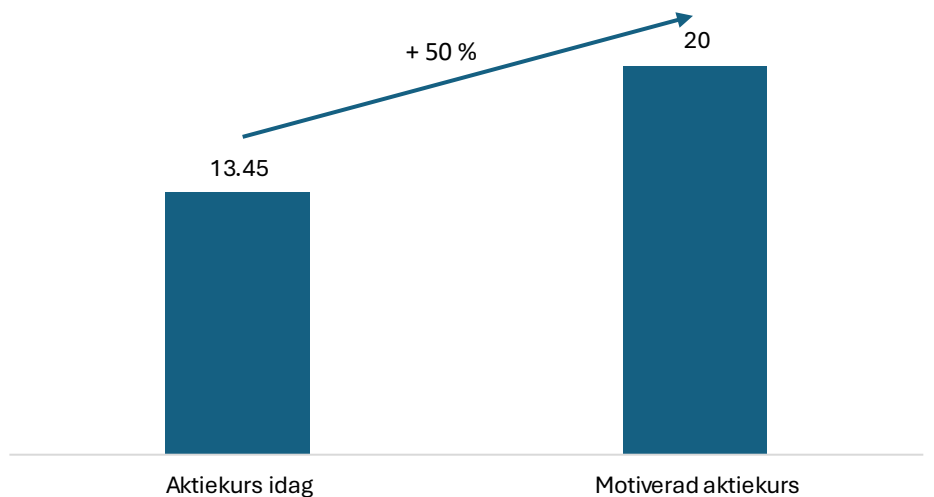
Applicerad EV/EBIT om
10x på estimerat EBIT om
540 MSEK

Det historiska genomsnittet för EV/EBIT under perioden 2021–2024 uppgick till cirka 16x, men bedöms vara missvisande som värderingsgrund. Under denna period pressades EBIT av lågkonjunktur, stigande räntor samt integrationskostnader kopplade till tidigare förvärv, vilket resulterade i artificiellt höga multiplar. I analysen tillämpas därför en EV/EBIT-multipel om 10x, vilken bättre speglar bolagets normaliserade intjäningsförmåga i ett mer stabilt marknads läge och samtidigt tar höjd för projektbaserad verksamhet och kvarvarande cyklicitet.

Med hänsyn till den återstående tidsperioden fram till år 2028 samt bolagets finansiella risk tillämpas en diskonteringsränta om 15 %. Givet dessa antaganden uppgår det beräknade nuvärdet till ett motiverat aktiepris om 20 kronor, vilket motsvarar en uppsida om cirka 50 % jämfört med nuvarande kursnivå.

Värderingen tar inte hänsyn till eventuella framtida förvärv utan baseras på antagandet att Nordisk Bergteknik prioriterar kassaflödesgenerering och successiv nedbetalning av nettoskulden. En sådan utveckling bedöms bidra till en stärkt balansräkning och minskad finansiell risk över tid, vilket i sig utgör en central del av värderingen.

Motiverad aktiekurs
20kr



Estimat

MSEK	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	1918	3402	3526	3305	3436	3780	4536	5443
Övriga rörelseintäkter	34	37	42	60	78	60	60	60
Totala intäkter	1952	3439	3568	3366	3514	3840	4596	5503
Inköp av varor och tjänster	-776	-1481	-1430	-1273	-1424	-1474	-1769	-2068
Bruttokostnader	-776	-1481	-1430	-1273	-1424	-1474	-1769	-2068
Bruttoresultat	1176	1958	2138	2093	2090	2366	2827	3435
Bruttomarginal %	61%	58%	61%	63%	61%	63%	62%	63%
Rörelsekostnader								
Övriga externa kostnader	-362	-613	-677	-601	-626	-680	-816	-925
Personalkostnader	-548	-845	-1003	-1051	-1035	-1058	-1270	-1470
Övriga rörelsekostnader	-2	-14	-14	-8	-10	-10	-10	-10
Summa rörelsekostnader	-912	-1472	-1694	-1660	-1671	-1749	-2097	-2405
EBITDA	265	487	445	433	419	617	730	1029
EBITDA marginal %	14%	14%	13%	13%	12%	16%	16%	19%
D&A	-146	-248	-312	-329	-320	-378	-454	-490
Summa D&A	-146	-248	-312	-329	-320	-378	-454	-490
EBIT	119	239	133	105	99	239	276	540
EBIT marginal %	6%	7%	4%	3%	3%	6%	6%	10%
Finansiella intäkter	3	1	18	22	21	21	21	21
Finansiella kostnader	-54	-55	-96	-111	-87	-76	-91	-54
Finansnetto	-51	-54	-78	-89	-66	-54	-69	-33
EBT	68	185	55	16	33	184	207	506
Skatt	-23	-36	-16	-6	-4	-38	-43	-104
Resultat	45	149	39	10	29	146	164	402
Vinstmarginal %	2%	4%	1%	0%	1%	4%	4%	7%

Disclaimer

Denna aktieanalys av Redkite Partners har upprättats i informationssyfte och baseras på källor som bedöms som tillförlitliga. Trots detta kan riktigheten, fullständigheten eller aktualiteten i informationen inte garanteras. Innehållet ska inte betraktas som investeringsrådgivning, en rekommendation eller ett erbjudande att köpa eller sälja finansiella instrument.

Analysen är inte en uppdragsanalys och har inte upprättats mot ersättning från det analyserade bolaget eller annan närstående part. Bedömningar, antaganden och slutsatser i analysen representerar författarens egna åsikter vid tidpunkten för publicering och kan komma att ändras utan föregående meddelande.

Alla investeringar i finansiella instrument är förenade med risk. Historisk avkastning utgör ingen garanti för framtida resultat. Läsaren ansvarar själv för sina investeringsbeslut och bör vid behov rådgöra med en licensierad finansiell rådgivare.

Författaren och eventuella närstående parter fransäger sig allt ansvar för direkta eller indirekta förluster som kan uppstå till följd av användning av informationen i denna analys.