

ECOUP

22.07.2026 9.15 EEST



Tommi Saarinen, Analyytikko
+358 400530573
tommi.saarinen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Käännne odottaa markkinalta lähtölaukausta

EcoUp koostuu Eriste- ja Teknologia-liiketoiminnoista, jotka operoivat rakentamisen arvoketjussa. EcoUpin kysynnälle olennainen Pientalorakentamisen markkinakäännne antaa alustavia merkkejä käänteestä, mutta odotamme yhtiön saavuttavan tyydyttävän tulostason vasta tilikaudella 2028. Tuloskäänteestä riippuvaista hyvää tuotto-odotusta saadaan näin ollen vielä odottaa, minkä lisäksi käänteeseen pitkittymiseen liittyvät riskit ovat vielä todelliset. Näin ollen tuotto-riskisuhde kääntyy papereissamme varsin neutraaliksi. Tarkistamme tavoitehintamme 1,2 euroon (aik. 1 eur) ja toistamme Vähennä-suosituksemme.

Järjestelyt kääntävät painopistettä palveluista Ruotsiin

EcoUp valmistaa molemmissa liiketoiminnoissa kierrätys- tai jättemateriaalista uusia korkeamman jalostusarvon tuotteita. EcoUpin runko on Eristeliiketoiminta, jossa se myy muun muassa paperijätteestä valmistettuja eristemateriaaleja sekä niihin liittyviä asennuspalveluita rakennusliikkeille, talotehtaille, rautakaupoille ja kuluttajille. Lisäksi EcoUpilla on kehitysvaiheessa Teknologia-liiketoiminta, jossa kehitetyn laitteiston avulla erinäisiä materiaaleja voidaan jauhaa pieneen partikkelikokoon, mikä mahdollistaa materiaalien uusiokäytön. Vuoteen 2028 tähtäävässä strategiassa EcoUp tavoittelee merkittävää käännnettä Eristeliiketoiminnassa, minkä lisäksi Teknologia-liiketoiminnassa tavoitellaan positiivista operatiivista rahavirtaa jo kuluvalle tilikaudella. EcoUpin viime vuosiin on sisältynyt useampia markkinakäänteitä mukaan lukien kustannusinflaation äkillinen kiihtyminen, energiakriisin luoma eristeiden kysyntäpiikki, sekä korkotason nousun romahduttama pientalorakentamisen aktiviteetti. Odotamme Eristeliiketoiminnan lähivuosien kasvunäkymän olevan terve pientalorakentamisen markkina-aktiviteetin tukemana, vaikka käännne on toistuvasti antanut odottaa itseään ennustamaamme kauemmin. Viimeaikaiset yritysjärjestelyt korostavat yhtiön profiilia EkoVilla-eristeisiin keskittyvänä tuoteyhtiönä, sillä

palvelumyynnin osuus Suomessa on laskenut ja vientikyvykyys Ruotsiin on vahvistunut. Pääriskit liittyvät mielestämme pientalorakentamisen aktiviteettiin sekä kannattavuuskäänteeseen onnistumiseen Ruotsissa. Teknologia-liiketoiminnan merkitys osakkeen arvonmuodostuksessa on arviomme mukaan rajallinen, minkä myötä sijoitustarinan riskitekijät linkittyvät mielestämme etunenässä Eristeliiketoimintaan.

Pientalorakentaminen on edelleen montussa

Pientalorakentamisen vaimeaa kuvaa peilaten ennustamme Eristeliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan orgaanisesti vuosina 2026–2028 5 %, 11 % ja 12 %, jolloin liikevaihto jää yhtiön 40–45 MEUR:n tavoitteen alle vuonna 2028. Katteiden odotamme säilyvän vahvana ja Eristeliiketoiminnan käyttökatteen paranevan noin 1,5 MEUR:sta (2026e) noin 3,5 MEUR:oon (2028e), jolloin yhtiön yli 10 %:n kannattavuustavoite ylittyy vasta vuosikymmenen loppua kohden. Konsernin lähivuosien ennusteemme nojaavat täysin Eristeliiketoiminnan kehitykseen, mutta otamme vaikeasti ennustettavan Teknologia-liiketoiminnan huomioon arvostuksessa positiivisen odotusarvon optiona. Tarkistimme Eristeliiketoiminnan kustannusrakenteen ennusteitamme, millä oli negatiivinen vaikutus lähivuosien käyttökatteen ennusteisiimme.

Arvostuskuva vaikuttaa neutraalilta

Eristeliiketoiminnan sekä konsernin nettovelan ennusteisiin pohjaavat EV/EBITDA kertoimet ovat lähivuosille 10x–6x tasoilla. Kokonaisuutena kertoimet ovat korkeat, mutta markkinan käänteeseen koittaessa odotamme kertoimien sulavan matalalle tasolle. Osien summa -laskelman arvo on 1,2 euroa osakkeelta. Lähivuosien kireä arvostus, sekä markkinan käänteeseen ajoitukseen ja sitä kautta kannattavuuteen liittyvät riskit painavat vaakakupissa pitkän aikavälin tuotto-odotusta enemmän, minkä myötä emme kiirehdi nyt mielestämme varsin neutraalisti hinnoitellun osakkeen kyytiin.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

1,20 EUR

(aik. 1,00 EUR)

Osakekurssi:

1,20 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	29,3	28,8	32,0	35,8
kasvu-%	-4 %	-2 %	11 %	12 %
Käyttökate	0,7	1,5	2,4	3,5
Käyttökate-%	2,3 %	5,2 %	7,6 %	9,8 %
Nettotulos	-3,0	-2,4	-0,8	0,4
EPS (oik.)	-0,24	-0,18	-0,04	0,06

P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	18,9
P/B	0,9	0,9	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	15,2
EV/EBITDA	26,9	10,3	6,1	3,8
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5	0,4

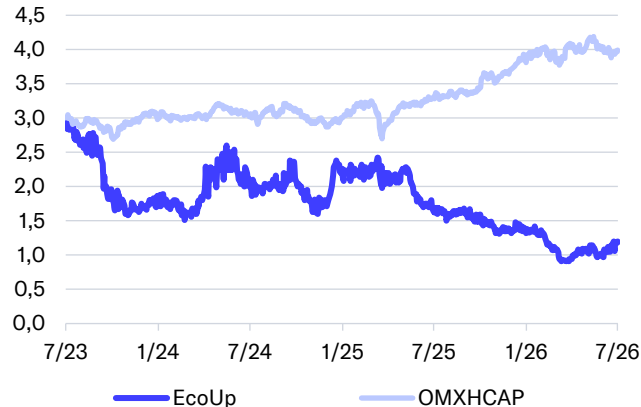
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

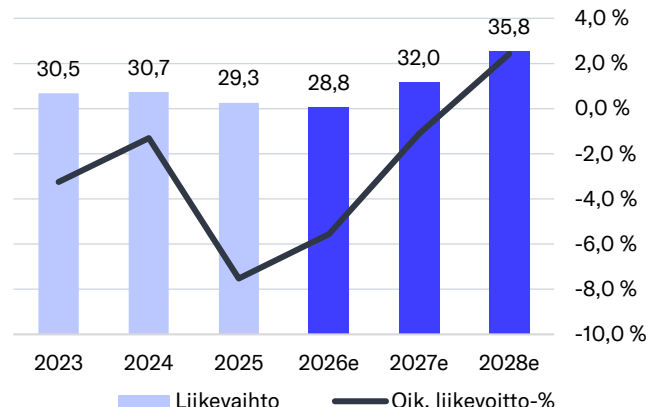
EcoUp arvioi liikevaihdon olevan suunnilleen samalla tasolla vuonna 2026 vuoteen 2025 verrattuna ja käyttökatteen kasvavan vuonna 2026 vuoteen 2025 verrattuna.

Osakekurssi



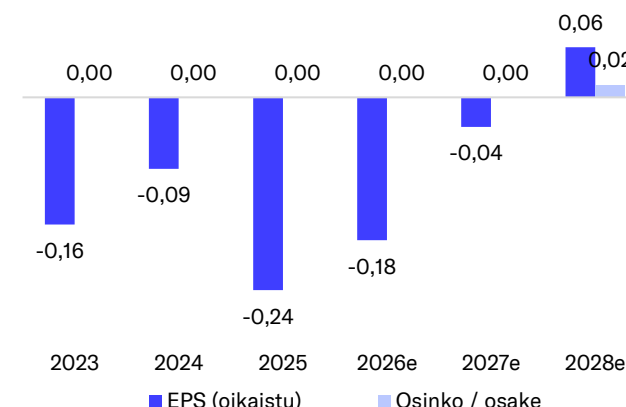
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Lähivuosien kasvunäkymä on nousujohteinen päämarkkinoiden palautuessa vaisulta tasolta
- Yrityskaupalla vahvistetut resurssit Ruotsissa mahdollistavat viennin kasvun
- Markkinaraon löytyminen Teknologialiiketoiminnassa kehitetylle laitteelle
- Eristeliiketoiminnan tuotannon käyttöasteen vahvistuessa kasvu skaalautuu voimalla tuloriveille

Riskitekijät

- Pientalorakentamisen määrän jääminen matalalle tasolle
- Ostetun Ruotsin tytäryhtiön kannattavuuskäänteeseen liittyvät riskit
- Raaka-aineiden hintaan ja saatavuuteen liittyvät riskit
- Teknologialiiketoiminnan investointien jatkuminen ilman kaupallista edistystä
- Kilpailu uusien ympäristöystävällisten eristeiden suunnalta

	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,20	1,20	1,20
Osakemäärä, milj. kpl	11,1	11,1	11,1
Markkina-arvo	13	13	13
Yritysarvo (EV)	15	15	13
P/E (oik.)	neg.	neg.	18,9
P/E	neg.	neg.	37,5
P/B	0,9	1,0	0,9
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	10,3	6,1	3,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	15,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,3 %

Lähde: Inderes

EcoUp lyhyesti

EcoUp on kiertotalouskonserni, jonka toimintaa ohjaavat hiilineutraalius, energiatehokkuus ja materiaalien uusiokäyttö. EcoUp operoi etenkin rakennusteollisuuden arvoketjussa, johon yhtiö tarjoaa sekä tuotteita, palveluita että teknologiaa.

2021

Listautuminen First North -markkinapaikalle

29,3 MEUR

Liikevaihto 2025

-8,6 % (-1,3 %)

EBITA liikevoittomarginaali 2025 (2024)

1 %

liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2019-2025

-4 %

Keskimääräinen sijoitetun pääoman tuotto 2021-2025

176

Henkilöstön lkm. keskimäärin 2025

JUURET 1980 LUVULLA

- Konsernin toiminta alkoi vuonna 1979 Kymen Puhalluseristevilla Oy:nä
- Nykymuotoinen EcoUp-konserni on perustettu vuonna 2018
- Konsernissa on yli neljän vuosikymmenen kokemus ekologisten rakennusmateriaalien valmistamisesta sekä kiertotaloudesta

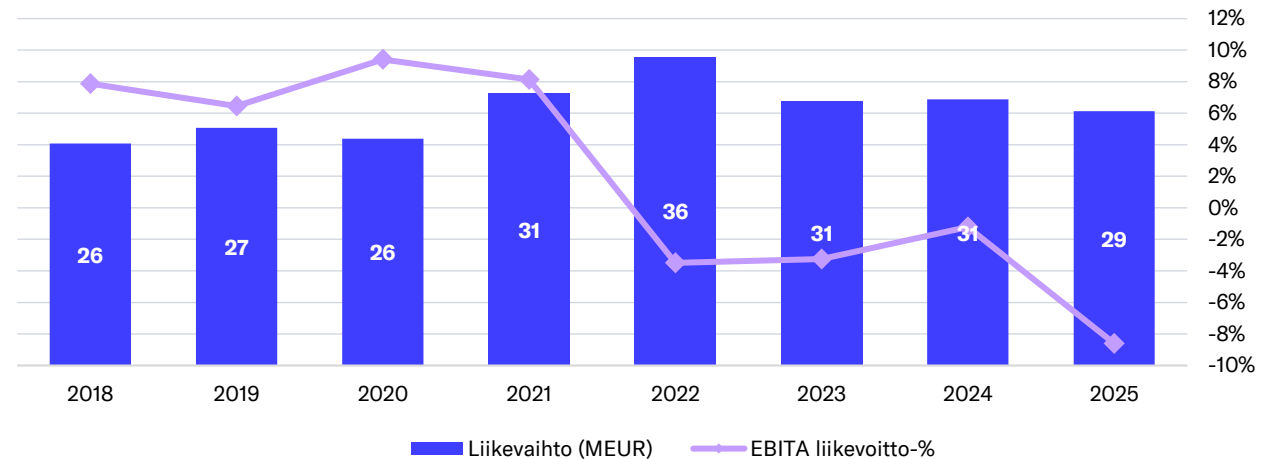
UUDEN TEKNOLOGIAN KEHITYS

- Teknologian kehitys jättemateriaalien jauhamiseen hyödynnettävään muotoon
- Listautuminen First North – markkinapaikalle
- Pandemian aiheuttama rakennusbuumi, energiakriisin aiheuttamat eristysbuumi sekä kustannusinflaatio tekevät liiketoimintaympäristöstä haastavan

MARKKINALTA KAPULOITA RATAISIIN

- Inflaatio ja uudisrakentamisen sukellus vaikeuttavat toimintaympäristöä molemmissa liiketoiminnoissa
- Taloudelliset tavoitteet uusitaan
- Investoinnit kapasiteetin nostoon ja tehokkuuden parantamiseen jatkuvat
- Eristeremonttikonsepti-liiketoiminnan kasvattaminen jatkuu
- Vientipanostuksia jatketaan
- Teknologia-liiketoiminnan kaupallistaminen etenee hitaasti

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus 1/2

EcoUp on kiertotalouskonserni

EcoUp on kiertotalouskonserni, jonka toimintaa ohjaavat hiilineutraalius, energiatehokkuus ja materiaalien uusiokäyttö. EcoUp operoi etenkin rakennusteollisuuden arvoketjussa, johon yhtiö tarjoaa tuotteita ja palveluita (Eristeliiketoiminta) sekä teknologiaa (Teknologialiiketoiminta). EcoUpin päätuotteita ovat etenkin Ekovilla-brändillä myytävät levy- ja puhallusvillaeristeet, kun taas palvelut koostuvat lähinnä eristeiden asennuksista. Näiden perinteisempien liiketoimintojen lisäksi EcoUp on kehittänyt viime vuosina teknologian erilaisten kiviainespohjaisten rakennusjätteiden (mineraalivilla, tiili, lasi, betoni, asfaltti) kierrättämiseksi uusiksi raaka-aineiksi. EcoUp on tuotteistanut teknologian WasteX-linjastoksi, jolla voidaan jauhaa edellä mainittujen materiaalien lisäksi masuunikuonaa. Tässä liiketoiminnassa yhtiö on yhä varhaisessa kaupallistamisen vaiheessa.

Nykymuotoinen EcoUp-konserni on perustettu vuonna 2018, mutta konserniin kuuluvilla yhtiöillä on korkeimmillaan neljän vuosikymmenen kokemus ekologisten rakennusmateriaalien valmistamisesta sekä kiertotaloudesta. EcoUpilla on Suomessa tuotantolaitoksia viidellä eri paikkakunnalla ja työntekijöitä konsernissa oli Q1'26:lla keskimäärin 156, mikä kuvastaa karkeasti konsernin nykyistä henkilöstömäärää tehtyjen yritysjärjestelyjen jälkeen. Vahvan kausiluonteisuuden vuoksi henkilöstömäärä on kuitenkin H2:lla tyypillisesti H1:tä korkeampi. Noin 80 % myynnistään Suomesta kerryttävä EcoUp teki vuonna 2025 29 MEUR:n liikevaihdolla -2,5 MEUR:n liikearvopoistoista oikaistun liikevoiton ja -3 MEUR:n nettotuloksen.

EcoUp on kuluvalle vuosikymmenellä tavoitellut orgaanista kasvua, nostamalla markkinaosuuksia kilpailijoita

ekologisemmalla tuoteportfolioilla, kuluttajille suunnatun avaimet käteen -eristeremonttikonseptin kaupallistamisella sekä kehitetyn teknologian kaupallistamisella. Panostusten rahoittamiseksi EcoUp listautui Helsingin Pörssin First North -markkinapaikalle syyskuussa 2021. EcoUp keräsi 15 MEUR:n bruttovarat listautumisannissa.

Turbulenssi on ollut hurjaa kuluvalle vuosikymmenellä

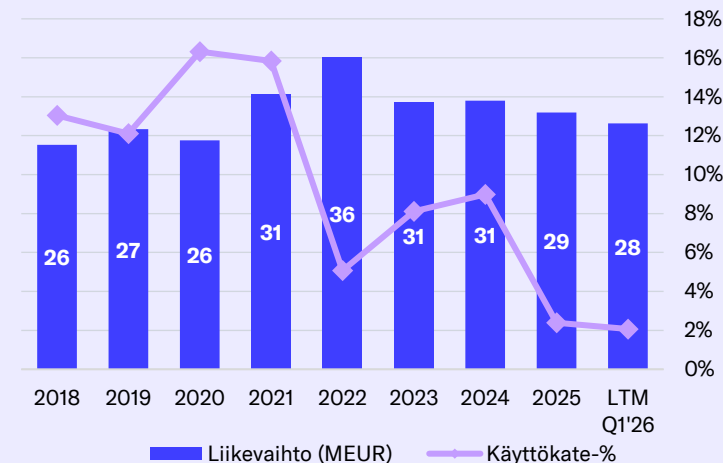
Nykymuotoinen EcoUp-konserni on muodostunut vuonna 2018 ja konsernirakennetta täydennettiin vuoden 2021 alussa Uudenmaan Imupalvelun (UIP) enemmistön hankinnalla. Omistuksesta kuitenkin luovuttiin tilikaudella 2025, sillä liiketoimintojen väliset synergiat jäivät yhtiön alkuperäisistä odotuksista. Tilikauden 2025 alussa EcoUp-konserniin hankittiin ruotsalainen eristeiden myynti- ja asennusyhtiö Isoleringslandslaget AB. Järjestely kohdisti konsernin fokusta Eristetuotteisiin, ja samalla vahvensi konsernin jalansijaa Ruotsissa.

Viimeisen viiden vuoden aikana liikevaihdon sekä kannattavuuden vaihtelu on ollut voimakasta, mitä pääosin selittää EcoUpin liikevaihdon suuri altistus pientalojen uudisrakentamiselle, joka puolestaan on kohdannut voimakasta turbulenssia 2020-luvun alkupuoliskolla. Vuosikymmenen alun nollakorot sekä pandemian luoma kysyntä väljemmälle asumiselle tukivat EcoUpin kannattavuutta sekä liikevaihtoa. Vuoden 2022 energiakriisi niin ikään tuki eristeiden kysyntää, mutta samalla aiheutti voimakkaan kustannuspaineen, mikä näkyi liikevaihdon voimakkaana kasvuna ja kannattavuuden heikentymisenä. Pientalojen uudisrakentamisen vaisu kehitys on pitänyt viimeisimpinä vuosina yhtiön suoritustason selvästi taloudellisten tavoitteiden kunnianhimoa matalammalla tasolla.



- Vakiintunut Eristeliiketoiminta
- Varhaisen kehitysvaiheen Teknologialiiketoiminta
- Yhtiötä tukee vihreä trendi ja uusi lainsäädäntö
- Tuotanto on hiilinegatiivista
- Toiminta-ajatus nojaa materiaalien uusiokäyttöön
- Tuotantolaitoksia on 3 kpl Suomessa

Liikevaihto ja kannattavuus



Yhtiökuvaus 2/2

Viime vuosina yhtiön tulosta on rasittanut liiketoiminnan volyymin lasku, johon yhtiön kiinteä kulurakenne ei ole pystynyt sopeutumaan. Eristeliiketoiminnan korkean myyntikate-%:n myötä alemmat kannattavuusrivit ovat herkkiä myyntivolyymin vaihteluille, ja tämä dynamiikka on viime vuosina toiminut negatiiviseen suuntaan. Myös Teknologiaaliiketoiminnan kehittämiseksi tehdyt investoinnit ovat painaneet liikevoittoa, mutta vähenevissä määrin painopisteen siirryttyä tuote- ja kehitysvaiheesta myyntivaiheeseen.

Eristeliiketoiminnassa yhtiö on tehnyt myös merkittäviä laajennus- ja tehokkuusinvestointeja ylläpitoinvestointien lisäksi. Tilikaudella 2021 EcoUp kasvatti eristelevyn valmistuskapasiteettia merkittävästi, minkä lisäksi täysin uusi Vantaan tuotantolaitos otettiin käyttöön vuonna 2023.

Puikoissa on tuore toimitusjohtaja

Vuoden 2026 alussa EcoUpin toimitusjohtajana aloittanut Pauli Anttila on EcoUpin kolmas toimitusjohtaja 2020-luvulla. Listautumisen jälkeisen vaisun kehityksen myötä toimitusjohtajaa vaihdettiin vuonna 2022, jolloin ohjat yhtiössä otti EcoUpin hallituksen puheenjohtaja ja pääomistajan edustaja Matti Kaski. Pidämme todennäköisenä, että puheenjohtajan toimitusjohtajakausi oli alusta alkaen väliaikaisen luonteinen, ja että tuore toimitusjohtajanimitys edustaa pidempään harkittua ja pysyvää liikettä.

EcoUpin johtoryhmässä on nykyisellään 5 henkilöä. Johtoryhmän jäsenten omistusosuudet yhtiöstä vaihtelevat tuntuvista useiden prosenttien omistuksista pienempiin sijoituksiin. Suurimmat osakkeenomistajat johtoryhmässä ovat pitkään yhtiön palveluksessa toiminut Lauri Törrö sekä tuore toimitusjohtaja Pauli Anttila, joka osti merkittävän

osakepotin aloitettuaan EcoUpin palveluksessa. Tämä on varsin poikkeuksellinen toimenpide, joka yhdenmukaistaa toimitusjohtajan ansaintaa osakkeenomistajien kanssa. Pidämme tätä osakkeenomistajien kannalta erinomaisena järjestelynä.

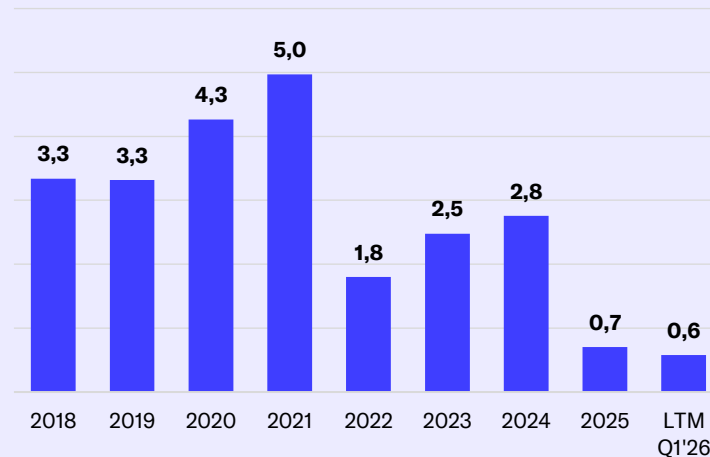
Yhtiöllä on pörssihistorian aikana ollut kaksi optio-ohjelmaa. Vuoden 2023 optio-ohjelma oli sidottu operatiivisiin tavoitteisiin ja nykykurssiin nähden korkeaan merkintähintaan, eikä optio-ohjelmaan perustuen näin ollen tehty toistaiseksi merkintöjä. Vuonna 2026 EcoUp julkaisi toisen optio-ohjelman. Uusi optio-ohjelma on kooltaan suuri (miljoonaa osaketta/ 8,2 % osakekannasta), ja osakkeen merkintähinta on nykykurssin yläpuolella 1,37 eurossa.

Kaski Partners käyttää yhtiössä määräysvaltaa

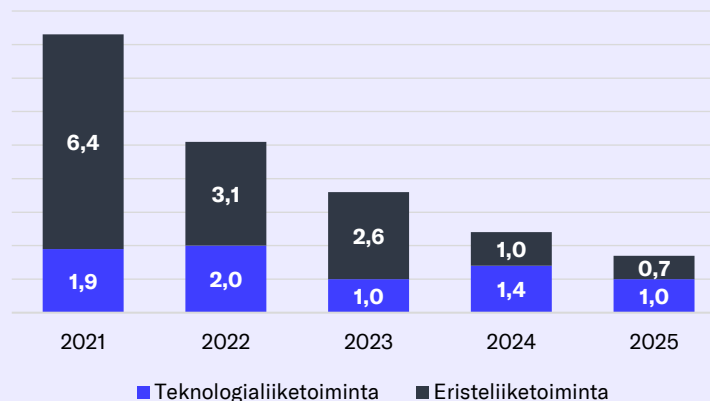
EcoUpin pääomistaja on oululainen holding-yhtiö Kaski Partners, jonka juuret ovat ovi- ja ikkunatuotteisiin keskittyneessä Kaskipuu-yhtiössä. Kaski Partners omistaa EcoUpista alkuvuoden 2026 osakeannin jälkeen 40,5 %.

EcoUp on Kaski Partnersille yhtiön vuoden 2021 syyskuussa julkistetun listautumisesitteen mukaan portfoliosijoitus, minkä takia pidämme mahdollisena, että pitkässä juoksussa Kaski Partnersin omistus yhtiöstä laskee. Pörssihistorian aikana Kaski Partnersin omistusosuus EcoUpissa on laskenut noin 10 %-yksiköllä. Arviomme mukaan Kaski Partners on kuitenkin ilman selkeää horisonttia operoiva pitkäaikainen sijoittaja, joten arviomme mukaan mahdollisia liikkeitä EcoUp-omistuksen suhteen tullaan harkitsemaan maltillisesti ja tyydyttävää keventämishintaa tavoitellen. Pitkällä aikavälillä tapahtuva pääomistajan osuuden lasku ei mielestämme olisi negatiivinen ajuri osakkeelle, sillä tällä voisi olla osakkeen likviditeettiä parantava vaikutus.

Käyttökate
2018–Q1'26 LTM, MEUR



EcoUp konsernin investoinnit
2021–2025, MEUR



Eristeliiketoiminta 1/11

Eristeliiketoiminta lyhyesti

EcoUpin Eristeliiketoiminta on yhtiön liiketoiminnan runko, joka on tuonut toistaiseksi konsernin koko liikevaihdon. EcoUp valmistaa eristetuotteita Suomessa kolmella tehtaalla Kuusankoskella, Kiimingissä ja Vantaalla. Lisäksi yhtiöllä on erityyppisiä asennus- ja kiertotalouspalveluita tarjolla valtaosassa Suomea. Vuoden 2025 yrityskaupan jälkeen eristeiden asennus- ja myyntiyhtiö EcoUpilta löytyy myös Ruotsista. Liiketoiminnan elinkaareltaan kypsässä vaiheessa olevassa Eristeliiketoiminnassa työskentelee käytännössä koko konsernin henkilöstö.

Eristeliiketoiminnan liikevaihtovirrat

Eristeliiketoiminnan tärkeimmät liikevaihtovirrat syntyvät seuraavista lähteistä:

EcoUp valmistaa eristemateriaalia sekä levyinä että puhallusvillana. Yhtiön tunnetuin brändi on noin 40 vuotta sitten kehitetty Ekovilla, joka on kierrätetystä puukuidusta valmistettua eristettä. Ekovilla on Suomessa markkinoiden myynnillä mitattuna suurin kierrätysmateriaaliin nojaava eristetuote, ja arvioimme mukaan valtaosa yhtiön liikevaihdosta tulee Ekovilla-toimitusten (sis. Ekovilla ja siihen liitännäiset palvelut) kautta.

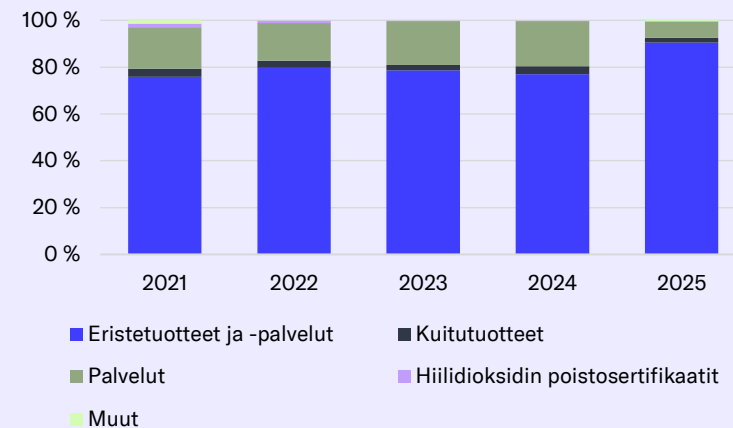
Ekovillan kilpailuetuja ovat ekologisuus (ml. kierrätysmateriaali ja hiilinegatiivinen tuotantotapa) sekä hengittävyys. Vastaavasti kilpailuhaitat löytyvät vielä rajallisesta paloturvallisuudesta, minkä takia Ekovilla ei sovellu korkeiden rakennusten eristeisiin. Ekovilla on myös mineraalivilloja 20–40 % kalliimpaa. Ekovillaa on saatavilla sekä rakennusten seiniin ja kattoihin asennettavina levyinä Kuusankosken tehtaalta että toisaalta puhallettavana puhallusvillana (Suomessa etenkin yläpohjiin) Kiimingin, Vantaan ja Kuusankosken tehtailta. Yhtiön vuoden 2023

lopussa käyttöön ottama uusi puhallusvillan tuotantolaitos Vantaalla kasvatti tuotantokapasiteettia noin 30 % ja paransi tuotannon tehokkuutta. Parantuneen kapasiteetin ja heikon kysyntätilanteen takia arvioimme Eristeliiketoiminnalla olevan mahdollisuus kasvattaa tuotantomääriä lähivuosina vähäisillä lisäpanostuksilla. Ekovillan kilpailijoita ovat muut puukuitupohjaiset eristeet (esim. Hunton ja Termex) sekä kivi- ja lasipohjaiset mineraalivillat. Mineraalivillat ovat Ekovillaa edullisempia, mutta toisaalta niitä on hankala kierrättää ja niiden tuotannon päästöt ovat suuria.

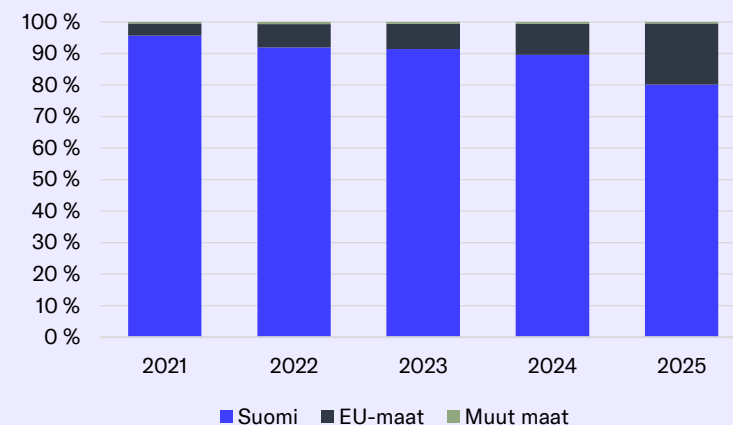
Toiseksi suurin palanen Eristeliiketoiminnan liikevaihdosta ovat olleet puhtaat palvelut. Yhtiö on tilinpäätöksessä eritellyt tuotealueiden liikevaihto-osuuksia, joissa Palveluiden osuus on ollut kuluvalle vuosikymmenellä 16–19 % tasolla. Tämä vastaa käsityksemme mukaan Uudenmaan Imupalvelun liikevaihto-osuutta. EcoUpin irtaannuttua UIP:stä, palveluliikevaihdon osuus laskee merkittävästi, mikä näkyi osin tilikauden 2025 raportoinnissa. Eristeliiketoimintaan sisältyy kuitenkin edelleen merkittävästi asennukseen, kuljetukseen ja imurointiin liittyviä palveluita, mutta näiden liikevaihto-osuutta on haastava arvioida. Kokonaisuutena EcoUp on tehtyjen yritysjärjestelyiden jälkeen entistä enemmän tuoteyhtiö, vaikka laaja asennusverkosto onkin yhtiölle strategisesti tärkeä resurssi.

Palveluista uusin kasvulähtö on eristeremonttikonsepti, jossa EcoUp käytännössä markkinoi ja myy suomalaisille omakotitalojen omistajille ja rivi- sekä erillistaloyhtiöille pakettia, joka sisältää taloon uudet ekologiset eristemateriaalit, vanhan materiaalin purun ja poisviennin, uusien eristeiden asennuksen sekä tarvittaessa myös kumppanin kautta rahoituksen.

Liikevaihdon jakautuminen tuoteryhmittäin 2021–2025



Liikevaihdon jakautuminen maantieteellisesti 2021–2025



Eristeliiketoiminta 2/11

Eristeremonttikonsepti koki käsityksemme mukaan selvän kysyntäpiikin vuoden 2022 lopun ja vuoden 2023 alun energiakriisissä, jolloin pientalon lämmityskustannuksia säästävän toimenpiteen takaisinmaksuaika oli parhaimmillaan joitakin kuukausia. Energian hinnan laskun myötä remontin takaisinmaksuaika on pidentynyt, mutta tästä huolimatta konseptin myynti on käsityksemme mukaan laskenut maltillisesti. Laskelma eristeremontin takaisinmaksuajasta on erittäin herkkä oletukselle energian hinnasta sekä talon tyypistä (vrt. uusissa, energiatehokkaissa ja pienissä taloissa säästöjen löytäminen on vaikeampaa). Yli 5 vuoden takaisinmaksuajalla remonteja ei kuitenkaan juuri tehdä.

Mielestämme tämä liiketoiminta sopii hyvin EcoUpille, sillä yhtiö saa uuden hyväkatteisen suoramyyntikanavan omalle eristemateriaalilleen. Omakotitalojen ja muiden pientalojen omistajille ei ole ollut tarjolla vastaavaa konseptia aiemmin Suomessa, vaikka pienehköt rakennusalan toimijat ovat paikallisesti tämäntyyppisiä remonteja tehneet. Vaikka EcoUpin ydin on mielestämme valmistavassa teollisuudessa ja materiaalin tuotannossa, palvelut ovat mielestämme olennainen osa kokonaisuutta, sillä osa eristeistä tyypillisesti myydään asennettuna. Eristeremonttikonsepti on arviomme mukaan EcoUpille tärkeää strategisesti kahdesta syystä. Korjausrakentamisen ajama kysyntä tasaa EcoUpin muutoin uudisrakentamisesta vahvasti riippuvaista kysyntäkuvaa. Toiseksi, konsepti arviomme mukaan tasaa ainakin joltain osin Eristeliiketoiminnan vuoden jälkipuoliskoon vahvasti painottuvaa sesonkia, mikä puolestaan helpottaa resurssien kuten työvoiman hallintaa.

Kuitutuotteet eli kierrätysmateriaalista valmistettavat asfaltti- ja akustiikkakuidut muodostivat EcoUpille vuonna

2025 edellisiä vuosia matalamman 2 %:n liikevaihtovirran. Nämä materiaalit voivat korvata uusiutumattomista materiaaleista valmistettuja komponentteja tai tuotteita esimerkiksi asfaltin valmistuksessa tai sisustuksen sovelluksissa. Nämä tuotteet ovat toistaiseksi pieniä ja yksittäisistä asiakkaista riippuvaisia niche-sovelluksia. EcoUp kuitenkin kartoittaa uusia käyttökohteita sekä markkinoita kuitutuotteille.

Puhallus- ja levyvilla keskiössä

Eristeliiketoiminnan liikevaihtovirrat linkittyvät arviomme mukaan enenevässä määrin yhtiön historiassa pääosaa näytelleille puhallus- ja levyvillatuotteille. Muut liikevaihtovirrat rakentuvat tämän tarjoaman myynnin tai tuotannon ympärille. Nähdäksemme esimerkiksi palvelutarjoaman ensisijainen strateginen merkitys on eristeiden myynnin edistäminen, kun taas kuitutuotteet käsityksemme mukaan hyödyntävät ainakin osin EkoVillan tuotantoprosesseja.

Isossa kuvassa EcoUp toimii *upcycling*-periaatteella, jossa kerran käytetty materiaali jalostetaan yhtiön osin itse kehittämällä prosesseilla uuteen entistä arvokkaampaan muotoon. Tällä logiikalla yhtiö kartoittaa Eristeliiketoiminnassa myös uusia tuotteita tai ratkaisuja, joista potentiaalisina yhtiö on hiljattain nostanut esiin uudenlaiset levytuotteet, puukuitupohjaiset pakkausratkaisut ja pelletöityjen kuitujen erilaiset käyttötarkoitukset. Ekovillan yhtiö joutuu hankkimaan raaka-aineensa (ml. kierrätyspaperi ja -kartonki) markkinoilta, mutta pääsääntöisesti raaka-aineet pystytään hankkimaan melko läheltä eli alle 100 kilometrin säteellä tehtaista. Raaka-ainelähteitä on myös useita.

Toimipaikat

-  Eristeliiketoiminnan tuotantolaitos
-  Teknologialiiketoiminta



Eristeliiketoiminta 3/11

Tämä rajaa saatavuusriskejä, joskin näemme, että jatkossa kilpailu kierrätysraaka-aineesta voi olla kovaa ja osassa virttoja (esim. kierrätyspaperi) myös tarjonta voi rakenteellisesti supistua. Viime vuosina tästä ei ole kuitenkaan ollut merkkejä ja materiaalin saatavuus on säilynyt hyvänä.

Tuotanto on kovaa ydintä

Mielestämme EcoUpin perinteisen liiketoiminnan kovinta ydintä on tuotanto, jonka yhtiö hoitaa omilla tehtaillaan. Keskeisiä tuotantopanoksia ovat raaka-aineiden lisäksi, energia (sähkö ja lämpö), työ sekä tietysti tehtäisiin, varastoon ja saamisiin sitoutuva pääoma. Arviomme mukaan yhtiön tuotantolaitokset ovat sinänsä kilpailukykyisiä ja melko hyvässä teknisessä kunnossa, mutta pienenä niche-pelurina EcoUp ei pääse nauttimaan valmistavan teollisuuden tyypillisesti korkeista skaalan tuomista hyödyistä.

Kannattavuuden muodostumisen perspektiivistä tuotannossa onnistuminen on yhtiölle ensiarvoisen tärkeää ja käytännössä tämä tarkoittaa korkean kapasiteetin käyttöasteen ylläpitoa, hyvää materiaalitehokkuutta (ml. hukan minimointi) ja toisaalta riittävän kilpailukykyistä raaka-aineapalettia.

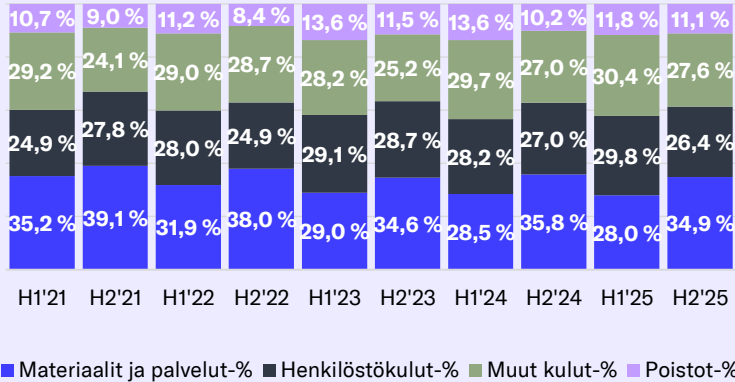
Arviomme mukaan EcoUpin kapasiteetin käyttöaste laski vuoden 2023 aikana ja on pysytellyt verrattain matalalla tasolla tästä eteenpäin pientalojen uudisrakentamisen heikkona pysynyttä suhdannetta peilaten. Kapasiteetin vajaakäytöstä huolimatta suhtaudumme vuonna 2023 tiedotettuun Vantaan 2 MEUR:n tehdasinvestointiin orastavan positiivisesti tehokkuushyödyistä johtuen. Puhallusvillakapasiteetin kasvatus pääkaupunkiseudun

markkinan läheisyydessä arviomme mukaan laskee logistiikkakuluja, mahdollistaa puhallusvillan tarjoamisen laajemmalle alueelle sekä laskee palvelun suoria henkilöstökuluja.

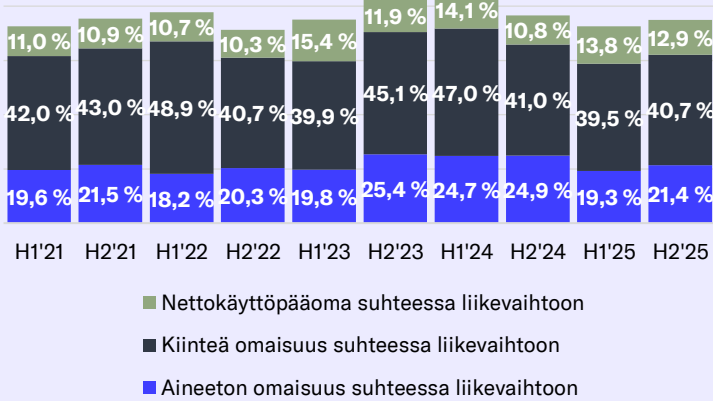
Viennissä tavoitellaan kasvua

Viennin osuus kasvoi huomattavasti tilikaudella 2025 EcoUpin hankittua ruotsalaisen eristeiden myynti- ja asennusyhtiön Isoleringslandslagetin. Isoleringslandslaget oli ovesttaessa velkainen ja selvästi tappiollinen, ja toimet yhtiön kääntämiseksi kannattavaksi ovat käynnissä. Käänteeseen saavuttamiseksi töitä on arviomme mukaan kuitenkin huomattavasti jäljellä yhtiön oltua käyttökattetasolla selvästi tappiollinen tilikaudella 2025. Käsitksemme mukaan myös joidenkin avainhenkilöiden irtisanoutumiset ovat lisäksi hidastaneet etenemistä käännepolulla. Vaisun nykytilanteen kääntöpuolella parannusvara Ruotsin tytärtyhtiössä onkin huomattava, ja EcoUp tavoitteleeekin moninkertaista liikevaihtoa nykytasoon nähden. Tällä olisi arviomme mukaan erittäin positiivinen vaikutus EcoUpin kannattavuuteen, sillä yhtiö saisi vajaakäynnissä toimivia tuotantolaitoksiaan tehokkaampaan käyttöön, ja tukea kannattavuuteen tulisi myös Ruotsin tytärtyhtiön tuloskäänteestä. Tätä taustaa heijastellen pidämme tavoitetta strategisesti vedenpitävänä, vaikka logistiikka kustannukset rasittavatkin viennin kannattavuuspotentiaalia. Tavoite on kuitenkin mielestämme vaativa, eikä sen saavuttamisesta ole takeita. Ruotsin pientalojen uudismarkkina on Suomen tavoin supistunut voimakkaasti viime vuosina, joten kilpailutilanne on arviomme mukaan kireä. Siten kysyntätilanteen parantuminen olisi kriittinen tuki EcoUpin laajentumistavoitteille Ruotsissa.

Operatiivinen kulurakenne (% operatiivisista kuluista)



Pääomien sitoutuminen



Eristeliiketoiminta 4/11

Vaikka orgaaniset kasvutavoitteet keskittyvät Ruotsiin, pysyy Suomi arviomme mukaan päämarkkinana tuotannon sijainnin ja logistiikkakustannusten vuoksi.

Vientikyvykkyyden vahvistaminen on kuitenkin mielestämme perusteltua kysyntäajurien hajauttamiseksi Suomen pientalojen uudisrakentamisesta sekä kausivaihtelun tasoittamiseksi. Eristämisen lisääntymisen pitäisi olla muualla Euroopassa pitkäaikaisempikin trendi akuutin energiakriisin jälkeenkin (vrt. Suomessa eristevahvuudet ovat jo korkeita). Vienti tehdään pääosin särkeinä satamien lähellä sijaitsevilta Vantaan ja Kuusankosken tehtailta.

Rautakaupat ovat suurin myyntikanava

EcoUp myy tuotteensa rautakaupoille, talotehtaille, rakennusliikkeille ja projekteihin erityyppisille asiakkaille. EcoUpilla on myyntiä sekä välikäsilä (esim. tukkurit ja rautakaupat) että suoraan loppukäyttäjälle. Samat myyntikanavat ovat käsityksemme mukaan käytössä Ruotsissa, mutta olemme liikevaihtojakaumaa arvioidessamme eriyttäneet viennin omaksi kokonaisuudekseen (liikevaihto-osuus 20 %).

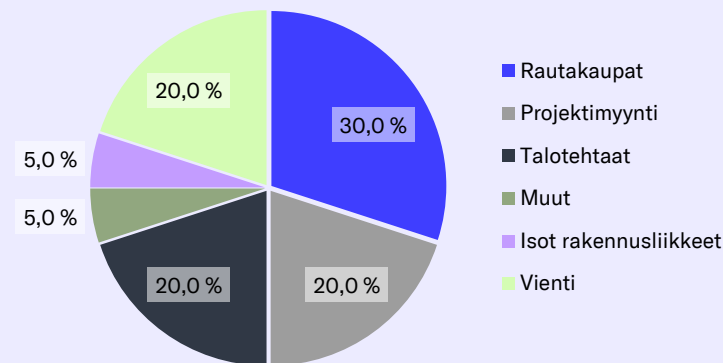
Käsityksemme mukaan myyntikanavat ovat kohtalaisen tasaväkisiä strategisessa merkityksessä, vaikka tiettyjä eroja kanavien välillä onkin. EcoUpin suurin myyntikanava liikevaihdolla mitattuna on rautakaupat, josta materiaalia ostavat yksityishenkilöt sekä pienemmän kokoluokan urakoitsijat. Myyntikanavan heikkoutena on se, että EcoUpilla on heikko näkyvyys kuka on eristet tuotteiden loppukäyttäjä. Suuri rautakauppanavan osuus alleviivaa arviomme mukaan EcoUpin tuotteiden kilpailukykyisyyttä, sillä kanavan sisällä kilpailu on kovaa ja ostopäätös pohjaa tuotteen ominaisuuksiin ja hintaan. Projektimyyntissä sekä

myyntissä talotehtaille EcoUp hyödyntää Suomen kattavaa asennusverkostoaan, joka on arviomme mukaan tärkeä kilpailutekijä näissä myyntikanavissa. Näissä kanavissa yksittäiset toimitusmäärät ovat suuria, mikä tuo tehokkuushyötyjä toimituksiin.

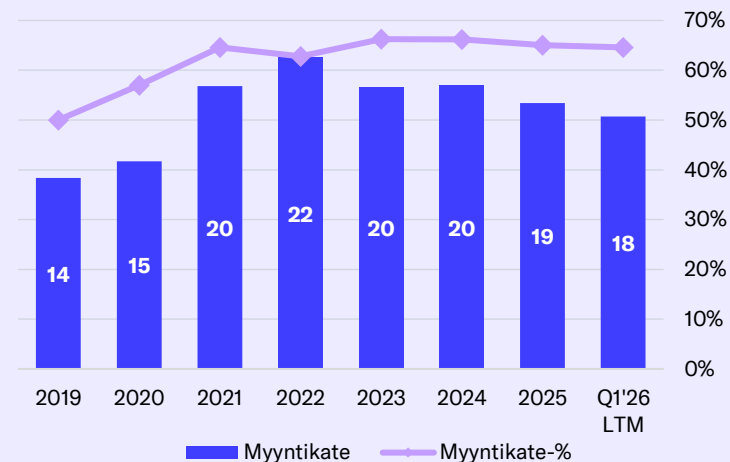
Tilikaudella 2023 EcoUp teki merkittävät hinnankorotukset kompensoidakseen kustannusinflaatiota, mikä jälkeen hinnat ovat käsityksemme mukaan kehittyneet verrattain vaakalessossa. Inflaation nostaessa päätään vuonna 2026, hinnankorotukset voivat tulla jälleen kysymykseen. Kustannusinflaatio ja korkotason nousu ovat EcoUpin loppumarkkinalle negatiivisia ajureita. Vallitseva energian ja öljyjohdannaisen inflaatio iskee arviomme mukaan monin paikoin kilpailijoihin EcoUpia pahemmin, sillä osalla kilpailijoista tuotantolaitokset sijaitsevat Keski-Euroopassa ja materiaalikustannukset linkittyvät suuremmin inflaation riivaamiin raaka-aineisiin. Puhallusvillassa kilpailijoilla on kuitenkin tuotantoa myös Suomessa (Termex, Isover) ja Pohjoismaissa (Hunton).

Arviomme mukaan yhtiöllä ei ole Eristeliiketoiminnassa tai palveluissa huomattavan merkittävistä yksittäisistä asiakkaista kumpuavia riskikeskittymiä. Lisäksi EcoUpin tuotteita ja palveluita päätyy sekä sykliseen uudisrakentamiseen että toisaalta tuntuilta osin vakaampaan korjausrakentamiseen. EcoUp ei ole julkistanut näiden loppukäyttöjen suhdetta, mutta arvioimme uudisrakentamisen olevan tavanomaisessa liiketoimintaympäristössä suurempi osa. Kokonaisuutena EcoUpin portfolio on melko syklinen rakentamiseen liitännäisenä liiketoimintana, vaikka viime vuosien uudisrakentamisen historiallisen jyrkkä suhdanteen sukeltaminen ylikorostaakin syklisyyttä suhteessa tavanomaisempiin rakennussykleihin.

Liikevaihto asiakasalueittain¹



Myyntikate (MEUR) ja myyntikate-%



Eristeliiketoiminta 5/11

Arviomme mukaan yhtiön myynnistä noin puolet on vuosisopimuksiin tai jatkuviin sopimuksiin pohjautuvaa myyntiä, kun taas loput tulee projektimyynnistä ja kertatoimituksista. Pisimmät sopimukset ovat käsityksemme mukaan noin kaksivuotisia, eikä hinta ole niissäkään välttämättä kiinteä koko sopimuskaudelle. Sopimukseen sisältyy myös ehtoja poikkeustilanteiden varalle. Yllättävän inflaation (kuten 2022) vaikutusten torjuminen vaatii kuitenkin aina aktiivisia toimenpiteitä ja toteutuu tyypillisesti viiveellä, ja neuvotteluissa aiempi hinta toimii ostajan näkökulmasta referenssipisteenä. Kokonaisuutena pidämme nykyistä inflaation kiihtymistä vuosien 2022–2023 markkinaympäristöön verrattuna lievempänä uhkana.

Arvioimme Eristeliiketoiminnan tuotteiden ja palveluiden hintojen olevan normaaleissa olosuhteissa melko vakaita, sillä EcoUpin tuotteet ovat kilpailijoita kalliimpia premium-valintoja. Raaka-aineiden hinnoilla ja kilpailutilanteella voi olla tietty vaikutus hinnoitteluun. Hintojen muutoksen vipu EcoUpin marginaaleihin on luonnollisesti merkittävä. Palveluita EcoUp myy arviomme mukaan tarpeen mukaan eri myyntikanaviin ja asiakkaille.

Myyntikatteet ovat korkeita teolliselle yhtiölle

Numeroiden valossa EcoUpin liiketoiminnan rakenne ja liiketoimintamalli eivät ole teollisuusyhtiölle aivan tyypillisiä. Raaka-aineiden hankintalogiikoiden ja palveluiden osuuden takia EcoUpin Eristeliiketoiminnan myyntikatteet ovat teollisuusyhtiölle korkealla 62–66 %:n (2022–2026) tasolla. Kaikkien muuttuvien kulujen jälkeinen kate on kuitenkin tätä huomattavasti matalammalla (käsityksemme mukaan 30–40 %), mikä rajaa kasvun skaalautumista tulosriveille. Henkilöstökulut ovat olleet keskimäärin korkeahkolla

tasolla, vajaan 30 % liikevaihdosta, ja myös liiketoiminnan muut kulut ovat olleet samalla tasolla.

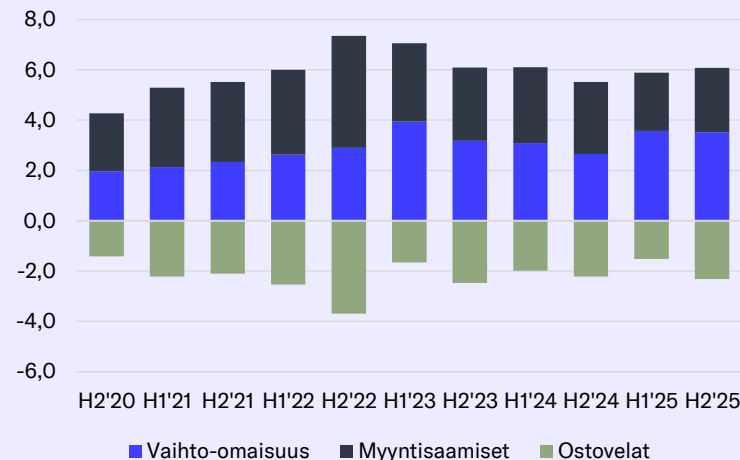
Korkea myyntikate ja todennäköisesti melko kiinteä kulurakenne huomioiden näemme Eristeliiketoiminnassa skaalautumisen varaa, sillä ainakaan tehtaiden nykyisten kapasiteetin nostojen ei pitäisi arviomme mukaan kohottaa tuotannon henkilöstökuluja ja tehtaiden muita kuluja samassa suhteessa.

Yhtiö sitoo teollisuudelle tyypillisesti pääomaa

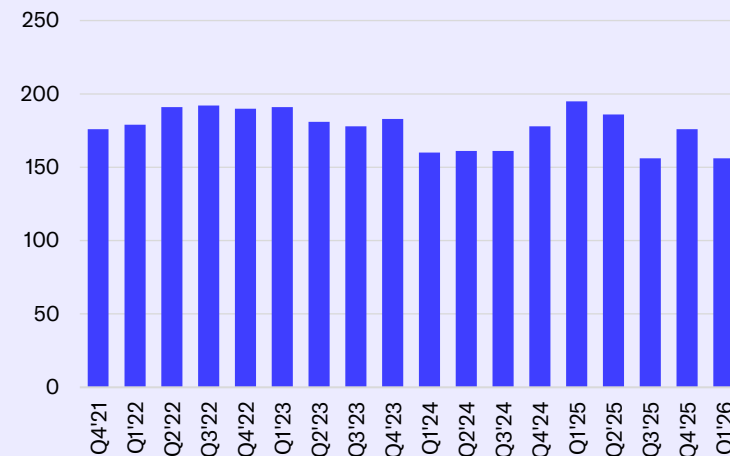
Arviomme mukaan EcoUpin taseen pääomista valtaosa on sitoutunut Eristeliiketoimintaan, vaikka taseessa on myös Teknologialiiketoiminnalle kuuluvia omaisuuseriä. Viime vuosina EcoUpin kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon on ollut 40–45 %:ssa, mikä on valmistavalle teollisuudelle tyypillistä. Arviomme mukaan kiinteästä omaisuusmassasta suuren osan kattaa yhtiön tuotantolaitoksissa käytettävät koneet ja laitteet, joilla yhtiö tuottaa eristet tuotteitaan. Lisäksi yhtiö on investoinut raaka-ainelogistiikkaan turvatakseen riittävän ja kulutehokkaan tavan hankkia raaka-ainetta tuotantoprosesseihinsa. Tehtaiden nykyiset matalat käyttöasteet huomioiden kasvu etenkin kotimaassa ei vaadi lisäinvestointeja tehtaisiin.

Lisäksi pääomia sitoutuu käyttöpääomaan. Ostovelat kiertävät EcoUpilla tyypillisesti hieman myyntisaamisia nopeammin, mikä voimistaa käyttöpääoman sitoutumista. Näiden lisäksi merkittävä käyttöpääomaerä on varasto, jota Eristeliiketoimintaan sitoutuu noin 10 % liikevaihdosta normaaleissa olosuhteissa. Siten liiketoiminta ei ole mielestämme erityisen pääomakevyttä, mutta prosessiteollisuuden pääomaintensiteetistä (ml. pitkän ajan investointitarpeet) ei EcoUpin tapauksessa voida puhuta.

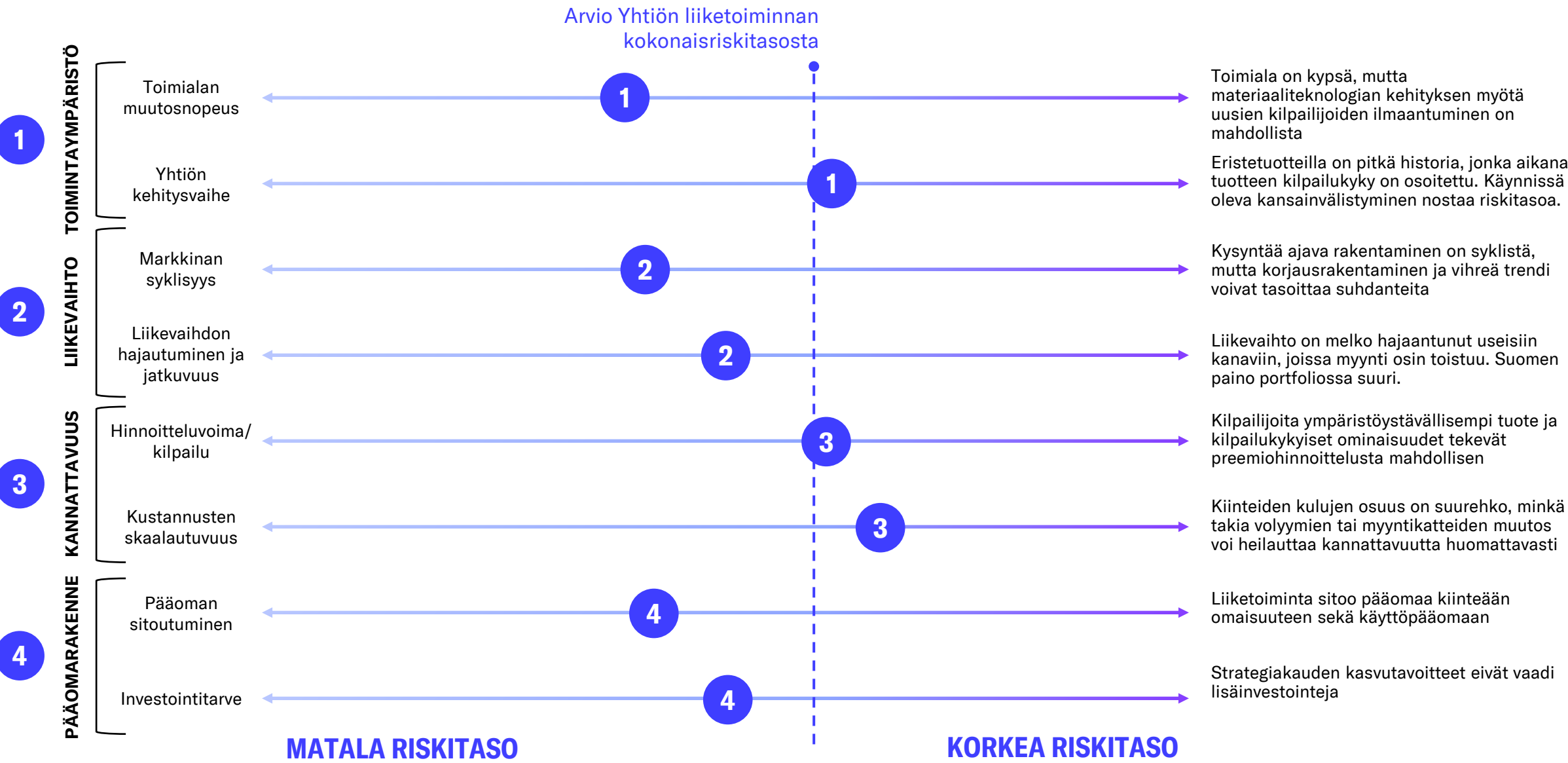
Nettokäyttöpääomaerät (MEUR)



Henkilökunnan määrä keskimäärin



Eristeliiketoiminnan riskiprofiili



Eristeliiketoiminnan strategia

-2025	2026–2028	2029-
TOTEUTUNUT	KULUVA STRATEGIAKAUSI	PITKÄ AIKAVÄLI
STRATEGISET TAVOITTEET		
- Tuotannon raaka-ainetehokkuuden parantaminen ja raaka-ainepohjan laajentaminen - Uusien liiketoimintojen suunnittelu ja kasvuaihioiden valmistelu - Vähähiilisyys konsernistrategian ytimeen - Kuluttajien eristeremonttikonseptin lanseeraaminen	- Ekovilla Suomessa: ”Arvojensa mukainen toimija”, valmiina vastaamaan kysyntään markkinatilanteen parantuessa. - Ekovilla Ruotsissa: Liikevaihdon moninkertaistaminen uudella toisella kotimarkkinalla - Kansainvälisen liiketoiminnan kasvattaminen - Uusien tuotteiden ja käyttökohteiden kehittäminen	- Eristemarkkinoita nopeamman kasvun jatkaminen Suomessa - Kannattavuuden ylläpito ja jatkuva parantaminen - Mahdolliset uudet kiertotaloustuotteet - Aseman säilyttäminen ekologisimpana eristemateriaalivaihtoehtona Suomessa ja mahdollisesti myös yksittäisissä Euroopan maissa
STRATEGIAN TOTEUTUS		
- Tuotteet ja palvelut sekä tuotanto- ja raaka-ainehankinta on yhdistetty kokonaisuudeksi - Levykapasiteettia kasvatettu merkittävästi - Tuotanto on hiilinegatiivista - Kestävä raaka-ainepohja on rakennettu - Teknologialiiketoiminnan tuotekehityksen rahoittaminen liiketoiminnan rahavirralla - Uudenmaan Imupalvelun osakekannan myynti, ja resurssien vahvistaminen Ruotsissa - Isoleringslandslaget-yritysoston turvin	- Myynnin kehittäminen ja eristeportfolion monipuolistaminen Suomessa - Tuotannon tehokkuuden kehittäminen ja kohdennetut investoinnit - Vahvan pohjan rakentaminen Ekovillalle Ruotsissa ja positiivisen kannattavuuden saavuttaminen - Laajentuminen rautakauppajakeluun ja asiakaskunnan kasvattaminen Ruotsissa - Vientiliiketoiminnan kasvattaminen Itämeren alueella - Uusien kiertotaloustuotteiden (levytuotteet, pakkausratkaisut, pelletöidyt kuidut) kehittäminen ja kaupallistaminen	- Skaalaetujen hakeminen - Uusien tuotteiden kehittäminen ja kaupallistaminen asteittain - Kansainvälistymisen kiihdyttäminen tehdasinvestoinnilla optiona

Eristeliiketoiminta 8/11

Eristeliiketoiminnan markkina

EcoUpin eri markkinalähteisiin (mm. RTS) pohjautuvien ja yhtiön listautumisesitteessä esitettyjen arvioiden mukaan Suomen eristemateriaalimarkkinan koko oli vuonna 2020 320 MEUR ilman palveluita. Koska EcoUpin tuoteportfolio ei sovellu korkeisiin rakennuksiin, tästä markkinasta yhtiölle relevanttia on vain reilut puolet eli noin 180 MEUR. Tästä relevantista materiaalimarkkinasta noin 80 MEUR on seinäeristeitä, noin 85 MEUR kattoeristeitä ja 15 MEUR muita eristeitä. Luonnollisesti yhtiölle relevanttia markkinaa ovat myös eristeisiin liittyvät palvelut, joiden markkinakoon EcoUp arvioi olevan noin 110 MEUR Suomessa vuonna 2020. Eristeliiketoiminnan relevantti saavutettavissa oleva markkina oli siten Suomessa yhteensä 290 MEUR vuonna 2020.

Tuoreempaa laajaa markkinatutkimusta eristemarkkinasta ei ole saatavilla, mutta EcoUpille relevantin markkinan kehityksestä voi saada osviittaa pientalorakentamisen

aloituksista. Arviomme mukaan vuosina 2021 ja 2022 eristemarkkina kasvoi volyymeillä mitattuna selvästi vuoden 2020 tasosta, kun taas vuonna 2023 markkina romahti selvästi vuoden 2020 alapuolelle. Hinnat ovat nousseet inflaation myötä, mutta kokonaismarkkinakoon muutokset heijastelevat silti volyymimuutoksia. Taloudellisissa tavoitteissa EcoUp odottaa markkina-aktiviteetin paranevan vuosien 2023–2025 vaisulta tasolta, mikä on mielestämme järkeenkäypä, mutta väljä oletus. Kolme vuotta kestänyt pientalorakentamisen hyvin matala taso viitoittaa arviomme mukaan rakenteellisen trendikehityksen hidastumista, mutta samalla arvioimme nykyisen rakentamisen tahdin olevan pidemmän aikavälin trendin alapuolella. Näin ollen rakentamisaktiviteetin taso kuluvan vuosikymmenen loppupuolella löytynee edellisen vuosikymmenen keskiarvon ja viime vuosien matalan tason välistä. Tämä on linjassa yhtiön odotusten kanssa ja jättää tilaa monenlaiselle markkinakehitykselle. Avaamme tarkemmin

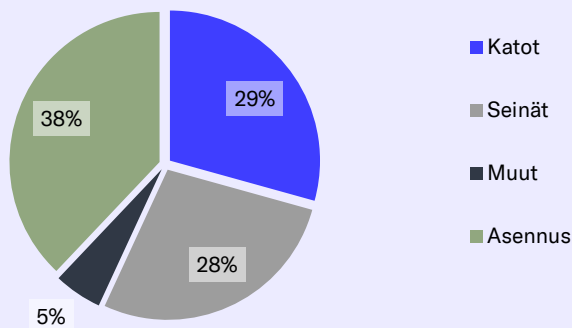
uudisrakentamisen markkinakehityksen odotuksiamme Ennusteet-kappaleessa.

Kuluttajien eristeremonttikonseptille potentiaalisia omakotitaloja oli yhtiön listautumisesitteen (2021) mukaan Suomessa 230 000, mikä tekee kokonaismarkkinan teoreettiseksi arvoksi tyypillisellä noin 7 000 euron keskihinnalla noin 1,6 miljardia euroa. Näin ollen potentiaali on huomattava suhteessa yhtiön kokoluokkaan, vaikka vuositasolla markkina jääkin tietysti murto-osaan koko kakusta ja kakulle on luonnollisesti myös muita jakajia.

Pitkän ajan markkinakasvuolettama on rajallinen

EcoUpin eri markkinalähteisiin (mm. RTS) pohjautuvien ja koko eristemarkkinan kasvun taustalla on rakennusvolyymi sekä uudisrakentamisen että korjausrakentamisen osalta, ja näin ollen eristemarkkinan pitkän ajan kasvun voi ajatella peilaavan rakentamisen kasvua.

Eristemarkkinan jakautuminen



Pientalojen vuosittaiset aloitukset (KPL)¹



Eristeliiketoiminta 9/11

Rakentamisen kasvunäkymät ovat Suomessa hidasta pitkän ajan BKT-kasvun olettamaa peilaten arviomme mukaan maltillisella noin 1–2 %:n tasolla ajan yli.

Kasvavat energiatehokkuusvaatimukset ja todennäköiseltä vaikuttava energia- ja lämmityskustannusten rakenteellinen nousu sekä volatilitteetti voivat nostaa vielä lievästi eristevahvuuksia Suomessa, minkä takia eristemateriaalimarkkina voi kasvaa hieman BKT-kasvua ja siihen liitännäistä koko rakennusmarkkinaa nopeammin (vrt. globaali eristemarkkinan kasvuoletus 5 % vs. pitkän ajan BKT-kasvu 3–4%). Merkittävää vetoapua emme tätä kautta usko yhtiön saavan markkinan kasvusta. Pohjoisessa Keski-Euroopassa potentiaalia eristevahvuuksien kasvattamiseen on Suomea enemmän, joten vientimarkkinoiden kasvu voi olla BKT-kasvua tai rakentamisen kasvua ripeämpää. Yhtiön kasvupotentiaali pelkästään markkinan mukana on ajan yli rajallinen, ja selkeäksi kasvuliiketoiminnaksi profiloitumiseksi Eristeliiketoiminnan pitääkin mielestämme

pystyä valtaamaan markkinaosuutta muilta toimijoilta.

EcoUpin markkinaosuus antaa mahdollisuuksia

Kun huomioidaan, että EcoUpin eristetuotteiden ja -palveluiden liikevaihto ja arvioitu markkinakoko, arvioimme yhtiöllä olevan relevantista kohdemarkkinasta vajaan 10 %:n markkinaosuus. Siten yhtiöllä on parantamisen varaa markkina-osuudessa, eikä EcoUpille merkittävä joidenkin miljoonien eurojen kasvu juuri heilauttaisi isoa kuvaa Suomen eristemarkkinoiden markkinaosuuskentällä. Esimerkiksi yhtiön vuoden 2028 tavoitteiden mukainen yli 40 MEUR:n liikevaihtomassa ei vaadi arviomme mukaan merkittäviä voittoja markkinaosuudessa. Kypsällä ja kilpaillulla markkinalla markkinaosuusvoitot ovat kiven takana ja vaativat vahvaa strategiaa, kilpailukykyistä tarjoamaa sekä mahdollisesti myös tukea tiukentuvasta ympäristöregulaatiosta. Siten markkinaosuuden nostaminen ei ole helppoa.

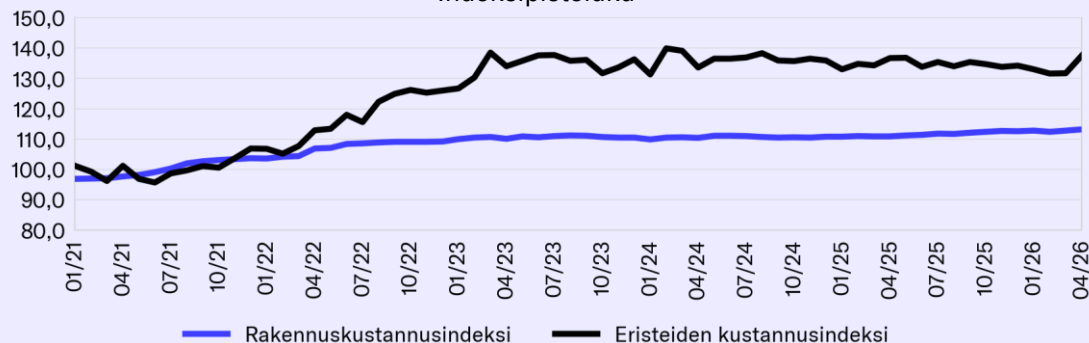
Lainsäädäntö tukee yhtiön asemoitumista

Arviomme mukaan rakennusmarkkinalla keskeisimpiä trendejä lähivuosina ovat rakentamisen ympäristörasitteen rajaaminen, tuottavuuden parantaminen ja kaupungistuminen. Kaupungistuminen on pitkäaikainen globaali trendi, kun taas tuottavuuden parantaminen on ollut suomalaisten rakennusyritysten agendalla jo pitkään alan vaatimattoman kannattavuuskehityksen takia.

Näihin trendeihin EcoUp on asemoitunut mielestämme jokseenkin neutraalisti suhteessa koko toimialaan, sillä yhtiöllä on liiketoimintaa Suomen kasvukeskuksissa ja yhtiön tuotteet sopivat tuottavuuden parantamisessa yhtenä työkaluna olevaan modulaariseen rakentamiseen.

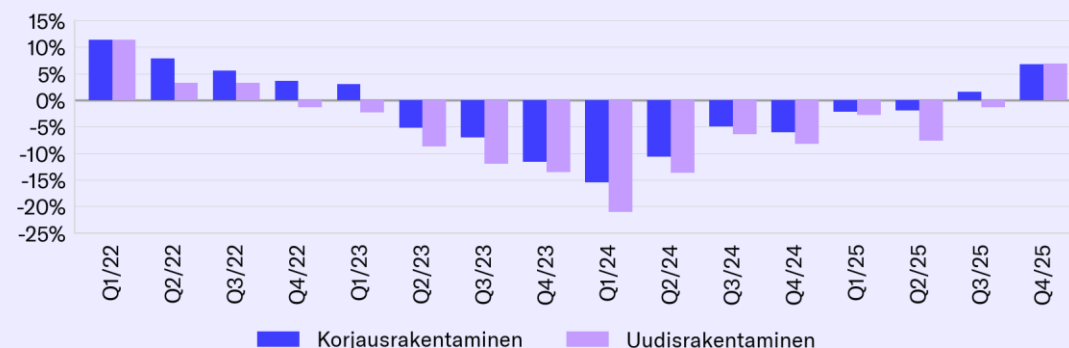
Kustannusindeksit

Indeksipisteluku



Rakentamisen suhdannekuvaaja

Indeksin muutos y/y, %



Eristeliiketoiminta 10/11

Parhaiten EcoUp on kuitenkin mielestämme asemoitunut trendeistä ilmastomuutokseen, johon liittyy epäsuorasti mutta oleellisesti mielestämme myös kiertotalous (ts. neitseellisten materiaalien käytön vähennys).

Ilmastomuutosta heijastellen myös hiiltä varastoivalla puurakentamisella on kasvuajureita, ja puun odotetaan voittavan markkinaosuutta muilta rakennusmateriaaleilta markkinan sisällä. Tämä sopii EcoUpille, sillä Ekovillan vahvuudet korostuvat juuri puutaloissa, joissa haetaan usein hengittävyyttä, korkeaa sisäilman laatua ja vähähiilistä materiaa-liratkaisua.

Ilmastomuutoksen hillitseminen on herättänyt sekä poliitikot että kuluttajat. Näistä ensimmäiset pyrkivät tulppaamaan ilmastomuutosta lainsäädännön kautta, kun taas jälkimmäinen ryhmä voi äänestää lompakollaan. EU on säättänyt kunnianhimoiset tavoitteet hiilipäästöjen vähentämisestä (-55 % vuoteen 2030 mennessä) ja yhdyskuntajätteen kierrätysasteen nostamisesta 65 %:iin vuoteen 2035 mennessä. Suomen yhdyskuntajätteen kierrätysaste oli 2023 noin 45 % ja on kääntynyt nousuun, mutta etäisyys 65 %:n tavoitteeseen on yhä selvä. Pohjoismaihin verrattuna vihreän lainsäädännön kehitys on Suomessa käsityksemme mukaan keskitasoa, joskin Suomi otti alkuvuonna 2026 käyttöön sitovat rakentamisen hiilijalanjälkirajat Ruotsia ja Norjaa aiemmin. Toisaalta kuluttajien halu valita ympäristön kannalta vähemmän rasittavia ratkaisuja on noussut kuluttajaliiketoiminnoissa näkyvästi ennen vuosien 2022–2023 inflaatio-ostovoimakriisiä. Pidämme todennäköisenä, että tämä voima alkaa vaikuttaa myös asumisessa ja rakennusallalla vähintään keskipitkällä tähtäimellä, mutta lyhyellä tähtäimellä ostovoimahaasteet ja heikko taloustilanne ovat jarruja.

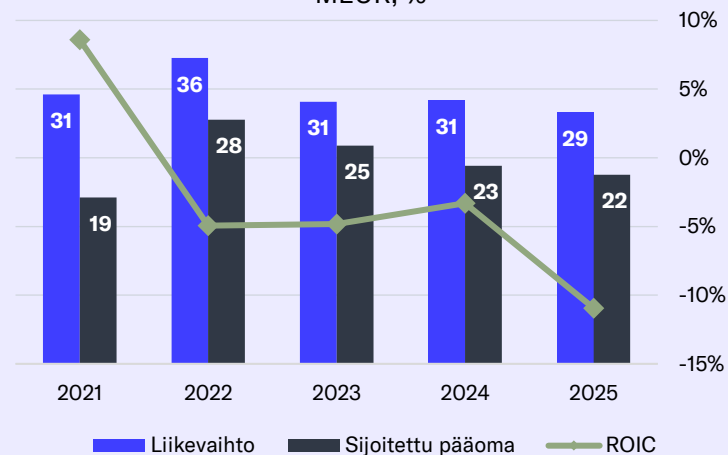
Arviomme mukaan sekä lainsäädännön muuttuminen, että

kuluttajakäyttäytymisen muutos tukevat EcoUpin hiilinegatiivisten ja kierrätysmateriaaleista tehtyjen tuotteiden näkymiä. Näiden trendien ansiosta näemme yhtiöllä olevan edellytyksiä markkinaosuuden kasvuun Suomessa seuraavan vuosikymmenen aikana. Regulaation ja kuluttajakäytöksen muutosten ajoitukseen liittyy kuitenkin lyhyellä tähtäimellä epävarmuutta. Vuodesta 2025 asteittain voimaan astuneeseen rakentamislakiin viime hetkellä tehtyt, kestävän rakentamisen vaatimuksia keventäneet muutokset rajasivat ilmastaselvitysvelvoitteen ulkopuolelle mm. pientalot ja korjausrakentamisen. Sitovat hiilijalanjälkirajat tulivat lopulta voimaan tammikuussa 2026, mutta maltillisina, joten varsinainen sääntelyn vetovaikutus kysyntään siirtyy vasta vuoden 2029 suunniteltuun sääntelykiristykseen ja EU:n 2030-tavoitteisiin.

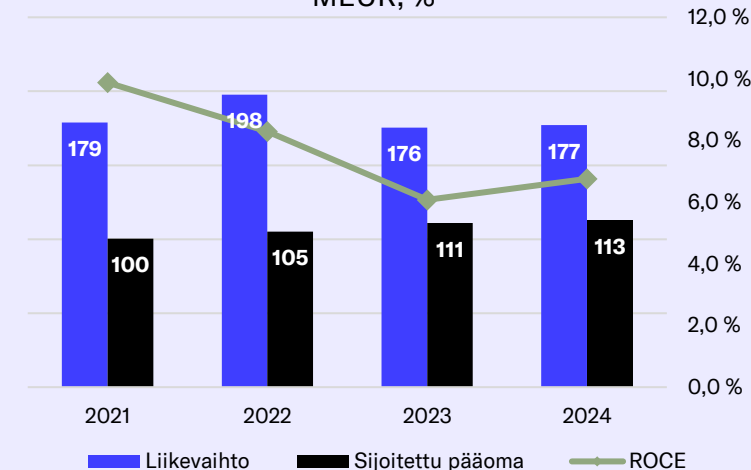
Eristeliiketoiminnan kilpailu

Eristemarkkinan kilpailukenttä vaihtelee tuotesegmenteittäin. Puhallusvillassa EcoUpin pääkilpailijoita ovat arviomme mukaan Hunton, Saint-Gobainin Isover ja Termex. Levyeristeissä kilpailu tulee etenkin suurilta mineraalivillatoimijoilta (Saint-Gobain, Rockwool ja Paroc) sekä puukuitupohjaisissa levyissä Huntonilta. Muovipohjaisilla eristeillä kilpailee lisäksi Finnfoam. Näistä yhtiöistä Saint-Gobain ja Rockwool ovat globaaleja jättejä, ja myös Partekista ponnistanut Paroc on nykyään osa yhdysvaltalaisista pörssi-yhtiö Owens Corningia. Finnfoam on sen sijaan Suomessa, Ruotsissa, Itämeren alueella sekä Espanjassa toimiva konserni, jonka liikevaihto oli reilut 177 MEUR vuonna 2024. Saint-Gobain, Rockwool ja Paroc ovat keskittyneet lasi- ja kivipohjaisten mineraalivillojen tuottamiseen lähinnä neitseellisistä materiaalista, kun taas Finnfoamin tuoteportfolio on muovipohjainen.

EcoUp liikevaihto ja sijoitettu pääoma
MEUR, %



Finnfoam liikevaihto ja sijoitettu pääoma
MEUR, %



Eristeliiketoiminta 11/11

Näin ollen kilpailijoiden tuoteportfolioiden rakenne eroaa huomattavasti EcoUpista, vaikka eri tuotteet kilpailevatkin suoraan keskenään samassa loppukäyttösovelluksessa. Jokseenkin vastaavalla kuitupohjaisella portfolioilla EcoUpin kanssa toimii Pohjoismaissa vain norjalainen Hunton. Arviomme mukaan Saint-Gobainin, Rockwoolin ja myös Parocin vahvuudet ovat suuruuden ekonomiassa, korkeassa teknologisessa kyvykkyydessä ja mineraalivillatuotteiden yleisissä hyödyissä. Finnfoam ja etenkin Hunton ovat taas EcoUpin tavoin paikallisempia niche-pelureita. Tarkoista markkinaosuuksista meillä ei ole tietoa, mutta arviomme mukaan Paroc, Rockwool ja Saint-Gobain ovat suurimpia pelureita ja EcoUp on Suomessa markkinan viidenneksi suurin yhtiö. Huntonin arvioimme olevan EcoUpia selvästi pienempi Suomessa eristeiden osalta. Kokonaisuutena EcoUp on selvässä haastajan asemassa, mutta toisaalta yhtiön asemoituminen ilmastonmuutostrendiin on pääkilpailijoita parempi. Siten yhtiöllä pitäisi olla edellytyksiä napata markkinaosuuksia kaikilta kilpailijoilta lähivuosina.

EcoUpin taloudellisen tuloksen peilaaminen kilpailijoihin on haastavaa, sillä niiden Suomen yksiköiden tuloksista ei ole relevanttia tietoa. Lisäksi EcoUpin numeroissa on Teknologiaaliiketoimintaan liittyviä kuluja ja yhtiö on FAS-kirjanpidossa. Lisäksi Saint Gobainissa ja Owens Corningissa on paljon muiden materiaalien tuotantoa. Kivivillaan keskittynyt Rockwool (huom. Rockwoolilla on rakentamiseen liittyvien loppukäyttöjen lisäksi teollisuuden sovelluksia) on vuosina 2015–2025 pystynyt kasvamaan konsernitasolla pääosin orgaanisesti noin 6 %:n vuosivauhtia keskimäärin vajaan 19 %:n EBITDA-%:lla ja 12 %:n EBIT-%:lla. Kannattavuuden osalta Rockwoolin trendi on

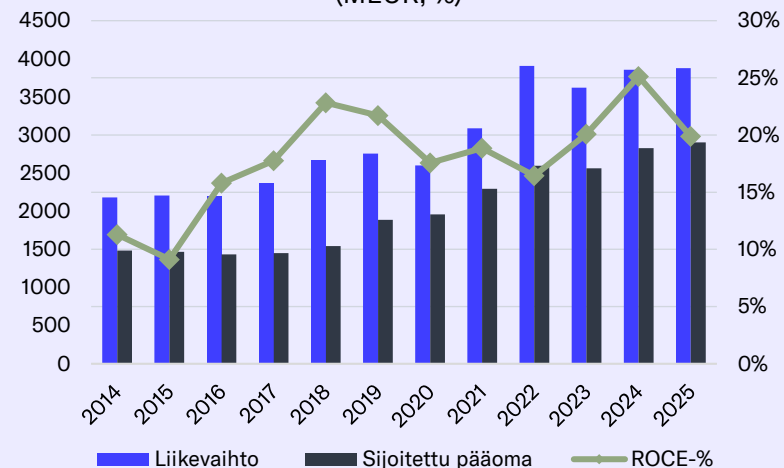
myös nousujohteinen.

Mielestämme Rockwoolin kasvu kuvaa markkinan tervettä kasvukuvaa, ja myös kannattavuus osoittaa toimialan marginaalipotentialin olevan melko hyvä, vaikka yhtiön mineraalivillatuotanto sitookin paljon pääomaa. Finnfoamin liikevaihto kehittyi 2016–2021 melko vakaasti, kun taas vuonna 2022 liikevaihto kasvoi yli 10 % ja laski vuonna 2023 selvästi, mikä vastaa myös EcoUpin kehitystä. Samaan aikaan Finnfoamin EBIT-% on ollut keskimäärin noin 8 %.

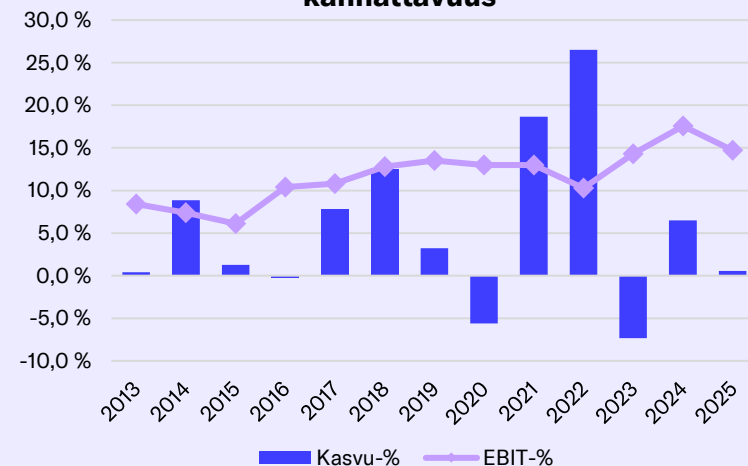
EcoUpin suoritus on viime vuosina jäänyt jälkeen niin suomalaisesta Finnfoamista, kuin globaalista verrokista Rockwoolista. Liikevaihdon kehitys on ollut verrokkien kanssa saman suuntaista, mutta EcoUpin kannattavuus on ollut kilpailijoita kovemmassa paineessa. Tämä johtuu arviomme mukaan osaltaan EcoUpin tekemistä yritysjärjestelyistä, emmekä tulkitse ydinliiketoiminnalla olevan tuntuvia kilpailuhaittoja suhteessa verrokkeihin. Toisaalta toimialaa heikomman track-recordin myötä EcoUpilla on todistettavaa kilpailukyvyn näkökulmasta. Toimialalla myös suuruuden ekonomia näyttää toistaiseksi viime vuosina tuoneen parempaa kannattavuutta ja pääoman tuottoa kuin niche-portfolio.

Kilpailija-analyysiin peilattuna yhtiön taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme saavutettavalla tasolla (käyttökate-% yli 10 % vuonna 2028), sillä avainkilpailijat ovat viime vuosina yltäneet tavoitellulle tasolle. Myös puukuitueristeitä valmistava pienempi toimija Hunton on yltänyt lähelle EcoUpin asettamaa tavoitetasoa viime vuosina (2021-2024 keskiarvo EBITDA-% 9 %).

Rockwool liikevaihto ja sijoitettu pääoma
(MEUR, %)



Rockwool liikevaihdon kasvu ja kannattavuus



Teknologia liiketoiminta 1/6

Teknologia liiketoiminnan kehitys

Teknologia liiketoiminta on EcoUpille alkuvaiheen liiketoiminta, joka on ollut tuotekehitysvaiheessa useamman vuoden. Kehitystyötä on viime vuosina rahoitettu Eristeliiketoiminnan rahavirralla sekä ulkoisella rahoituksella, ja liiketoiminnan painopiste on muuttunut selvästi tuotekehityksestä kaupallisen läpimurron etsimiseen. Arviomme mukaan yhtiö on sijoittanut kehitystyöhön yli 7 MEUR. Sijoitukset ovat osin rasittaneet konsernin tulosta etenkin poistoina käyttökatteen alapuolella viime vuosina ja osaltaan kasvattaneet investointien ja aktivointien kautta kiinteää ja aineetonta omaisuutta EcoUpin taseessa.

EcoUp osoitti vuonna 2020 kehittämiensä WasteX-linjaston toimivuuden purkuvillan käsittelyssä. Vuoden 2021 alussa yhtiö sai valmiiksi teollisen mittakaavan pilottilaitoksen Varsinais-Suomessa, joka on EcoUpin omistuksessa. Samana vuonna EcoUp aloitti teknologiansa markkinoinnin ja myynnin Euroopassa.

EcoUpin tavoitteena vuonna 2022 oli teknologia liiketoiminnan kaupallinen läpimurto Euroopassa. Ukrainan sodan aiheuttama inflaatio kuitenkin moninkertaisti prosessissa tarvittavien kemikaalien kustannukset, mikä teki menetelmästä liian kalliin. Lisäksi sodan myötä potentiaalisten asiakkaiden riskinottohalukkuus heikkeni. Tämän seurauksena EcoUp joutui jo alkuvuodesta arvioimaan konseptinsa uudelleen. Uudelleenkonseptoinnissa EcoUp pyrki ratkaisemaan kalliiden kemikaalien ongelman muuttamalla koko prosessin perustumaan jäteraaka-aineisiin. Vuoden 2023 aikana yhtiö lanseerasi Teknologia liiketoiminta-segmentin

ensimmäisen kaupallisen tuotteen, Cubecon. Cubecon on kuution muotoinen betonia muistuttava uusiotuote kaupunkirakentamisen tarpeisiin. Vaativia tai kantavia rakenteita ei Cubecosta käsityksemme mukaan voi rakentaa, vaan elementti käy toistaiseksi vain yksinkertaisimpiin sovelluksiin. Ensimmäiset Cubecon kaupalliset toimitukset tehtiin vuoden 2024 aikana.

Tuoreena lisänä Teknologia liiketoimintaan EcoUp on laajentanut teknologian käyttöä masuunikuonan jauhamiseen. Materiaali on laajasti käytössä betoniteollisuudessa ja masuunikuonan toimitusketju on nykyisellään käsityksemme mukaan Suomessa hyvin keskittynyt. Siten masuunikuonan jauhatusta ja myyntiä suuntautuu jo olemassa olevaan markkinaan ja markkinan keskittynyt rakenne voi tukea marginaalipotentialiaa. Markkinalle murtautuminen ei kuitenkaan arviomme mukaan ole helppoa ja tuotantovolyymit ovat varmasti kilpailijoita selvästi pienemmät.

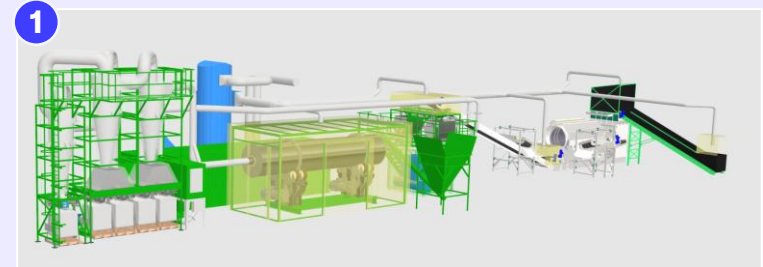
Takaiskujen jälkeen odotukset Teknologia liiketoiminnan kaupallisesta läpilyönnistä on syytä pitää maltillisina ja arvioimmekin, että EcoUp joutuu löytämään menetelmälleen kaupalliset sovellukset oman tehtaan tuotannollaan Suomessa ennen kuin tavoiteltu kansainvälistyminen ja laitetoimitusten tavoittelu on ajankohtaista.

WasteX pohjaa uuteen tekniseen ratkaisuun

EcoUpin teknologia nojaa kivipohjaisten jättemateriaalien kuten mineraalivillan, tiilen, lasin, betonin tai asfaltin jauhamiseen.

Teknologia liiketoiminnan strategiset painopisteet

WASTEX-LINJASTON MYYNTI



JAUHETUN MASUUNIKUONAN TUOTTAMINEN



BETONIN KALTAISET LOPPUTUOTTEET



Teknologialiiketoiminta 2/6

Parhaimmillaan asiakkaiden olisi laitteiston avulla mahdollista välttää kaatopaikkamaksut ja saada lisätuloa lopputuotteen myynnistä sekä pienentää omaa ympäristökuormitusta. Potentiaalisia asiakkaita Teknologialiiketoiminnalle ovat arviomme mukaan suuria materiaalivirtoja käsittelevät toimijat, kuten kierrätyspalvelu- ja rakennusyhtiöt. Pelkkien asiakkuuksien ja oman toiminnan ohella myös kumppanuudet voivat olla keskeisessä roolissa kaupallistamisessa.

Prosessissa materiaalin käsittelyn hoitaa EcoUpin kehittämä WasteX-laitteisto, joka puhdistaa ja jauhaa jäteraaka-aineen erittäin pieneen partikkelikokoon. EcoUp ei ole avannut laitteistolle kaavailtuja hintoja, ja ne voivat myös vaihdella toimituksen laajuudesta riippuen. Arviomme mukaan investointikustannus yhdelle laitteistolle ylittää joihinkin miljooniin euroihin, joten kyseessä on asiakkaalta merkittävä investointi. Siten kaupallistamisen onnistuminen vaatii laitteistolta vakuuttavaa arvolupausta (ts. lopputuotteita, joille on kysyntää). Lisäksi käyttöönotto vaatinee asiakkaalta uuden tyyppisen ajattelun omaamista sekä muutoksia materiaalivirtojen hallintaan.

Laboratorio-olosuhteissa raaka-aine on sopinut betonin kaltaisten tuotteiden valmistukseen, joissa kierrätettävästä materiaalista riippuen korvataan joko sideainetta (sementti) tai runkoainetta (esim. tiili tai asfaltti). Matka laboratoriosta kaupalliseksi tuotteeksi on kuitenkin ollut hidas, ja riittävän kustannuskilpailukyyn saavuttamiseen on arviomme mukaan edelleen matkaa.

Vihreän siirtymän megatrendi tukena

Teknologialiiketoiminnan kaupallisen potentiaalin perusta nojaa mielestämme voimakkaasti EU:n ja paikalliseen lainsäädäntöön, jotka edellyttävät materiaalien

kierrätysasteen nostamista, sekä yhtiöiden omiin vastuullisuustavoitteisiin, jotka ohjaavat kehitystä. Lisäksi huomioitavaa on, että rakennusala on kierrättämisen osalta varsin alikehittynyt, sillä esimerkiksi vaikeasti käsiteltävästä ja kierrätettävästä purkuvillasta valtaosa päättyy kaatopaikoille Euroopassa.

Liiketoiminta pohjautuu teknologiaosaamiseen

Vaikka EcoUp on rakentanut Suomeen itse teknologiaa hyödyntävän laitteiston ja Varsinais-Suomen tehdas voi toimia sopimusvalmistajana myös jatkossa, tuotanto ei ole kuulunut Teknologialiiketoiminnan suunnitellun liiketoimintamallin runkoon suuremmassa mittakaavassa. Hitaan kaupallisen etenemisen vuoksi EcoUp joutuu kuitenkin päivittämään tuotantoaan ja tekemään tuotteita, joilla on kaupallisia asiakkaita (esim. Cubeco). Selkeän konseptin rakentaminen käytännössä on siis edellytys laajemmalle Teknologialiiketoiminnan kaupallistamiselle, vaikka uskomme edelleenkin EcoUpin pyrkivän välttämään tuotantoyhtiöksi päätyksen Teknologialiiketoiminnassa ainakin Suomen ulkopuolella.

Laitteiston kaupallistamiseen keskittyminen lopputuotteiden valmistamisen sijaan on mielestämme loogista ja osin myös välttämätöntä. Omien tuotantolaitosten lisääminen vaatisi pääomia ja muita resursseja, joita EcoUpilla ei ole nykyisellään hallussaan. Teknologialiiketoiminnassa arviomme siis EcoUpin pyrkivän edelleen olemaan isossa kuvassa yhtiö, joka myy lopputuotteen sijaan laitteita asiakkailleen. Näin ollen Teknologialiiketoiminnan liiketoimintamalli vastaa lähinnä omaa IPR:ää omistavia konepajayhtiöitä. Luonnollisesti EcoUpista ei kuitenkaan tule valmistavaa konepajaa vaan komponenttien valmistamisen hoitavat alihankkijat.

Teknologialiiketoiminnan aikajana

2020

Teknologian toimimisen todistaminen purkuvillan käsittelyssä

2021

Markkinoinnin ja myynnin aloitus Euroopassa, ensimmäinen kaupallinen asiakassopimus

2022

Konsepti palautetaan suunnittelupöydälle, kun inflaatio teki alkuperäisen konseptin kilpailukyvyttömäksi

2023

Ensimmäisen kaupallisen tuotesovelluksen Cubeco-rakennustuotteen lanseeraus

2024

Kehitysvaiheessa on myös muita lopputuotteita yhteistyössä asiakkaiden kanssa

2025

Yhtiön odottamat kaupallisen mittakaavan toimitukset jäävät tilikaudella toteutumatta

2026

Tavoitteena operatiivisen rahavirran kääntäminen positiiviseksi

Teknologia liiketoiminta 3/6

Haittapuolena valitussa liiketoimintamallissa on mielestämme se, että asiakkaalle uuden teknologian ostaminen ja käyttöönotto on osin tuntematon riski. Siten laitteiston myyminen voi olla hitaampaa ja vaikeampaa kuin markkinoiden löytäminen lopputuotteelle olisi.

Myyntikatteissa on potentiaalia

Ulkoiseen valmistukseen nojaavan konepajayhtiön liiketoimintamalli on mielestämme hyvä mahdollisuus EcoUpille Teknologia liiketoiminnassa, sillä se on pääomakevyt ja skaalautuva verrattuna liiketoimintamalliin, jossa EcoUp toimisi itse lopputuotteen valmistajana. Alihankittavien laitetoimitusten osalta yhtiölle syntyy materiaali- ja palvelukuluja, mutta laitteita sisältävien toimitusten liikevaihtopotentiaali on myös suuri. Arviomme mukaan tällä liiketoimintamallilla EcoUpin on Teknologia liiketoiminnassa mahdollista saavuttaa tiettyä skaalautuvuutta, jos laitemyynnin kasvattaminen onnistuisi.

Liiketoiminnan ylösajo on vielä vaiheessa

Hyvien myyntikatteiden vastapainoksi Teknologia liiketoiminnassa on arviomme mukaan korkeat kiinteät kulut, joita yhtiön pitää kasvattaa kaupallistamisen edistyessä. Yhtiön pitää vielä panostaa arviomme mukaan esimerkiksi myyntiin ja asiakasrajapinnassa toimivaan henkilöstöön liikevaihdon kasvaessa. Todennäköisesti tarvittava oma tuotanto myös sitoo pääomaa ja nostaa kiinteitä kuluja, vaikka konseptikehityksen onnistuessa oman tuotannon kannattavuuskin (ml. uusi ekologinen preemiotuote) olisi luultavasti hyvä.

Teknologia liiketoimintaan palkattava henkilöstö on myös arviomme mukaan suhteellisen kallista, sillä teknologian

operointi ja myynti vaativat korkeaa osaamista ja koulutusta. EcoUp on hidastanut investointejaan Teknologia liiketoimintaan, ja investoinnit ovat vuosina 2023–2025 olleet reilun 1 MEUR:n vuosittaisella tasolla. Odotamme investointitahdin säilyvän maltillisena, ellei kaupallistaminen lähde todenteolla etenemään. Tätä heijastelee arviomme mukaan yhtiön strategiapäivityksen muotoilu: ”Teknologia liiketoimintaan investoidaan liiketoiminnan kehityspotentiaalin mukaisesti”. Rajallisen investointikapasiteetin sekä toistaiseksi verkkaisen kaupallistamisen etenemisen myötä EcoUp etsii Teknologia liiketoiminnalle kanssaomistajia, jotka voisivat tuoda lisäresursseja Teknologian kehittämiseen. Tätä heijastellen EcoUpilla on valmius Teknologia liiketoiminnan yhtiöittämiselle omaksi kokonaisuudekseen.

EcoUp aloitti Teknologia liiketoiminnassa vuoden 2026 alussa yhteistyön Rakennusbetoni- ja Elementti Oy:n kanssa hyödyntääkseen purkumateriaaleja ja teollisia sivuvirtoja vähähiilisten betonituotteiden valmistelussa. Omistusjärjestelyjä tähän yhteistyöhön ei kuitenkaan liittynyt.

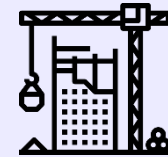
Tähtäimessä suuret markkinat

EcoUpin tähtäin teknologiakehityksessä on listautumisesta lähtien ollut Suomen rajojen ulkopuolella. Jotta tällä optiolla on potentiaalia realisoitua, on ratkaisun todistettava kilpailukyky ensin Suomen markkinalla. Teknologia liiketoiminnan liikevaihto ei ole ylittänyt raportointikynnystä, minkä myötä kansainvälistymisen varaan laskeminen on nykytilanteessa täysin ennen aikaista.

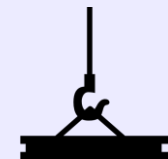
Potentiaaliset asiakasryhmät



Kierrätys- ja jäteoperaattorit (vrt. Suomessa esim. L&T)



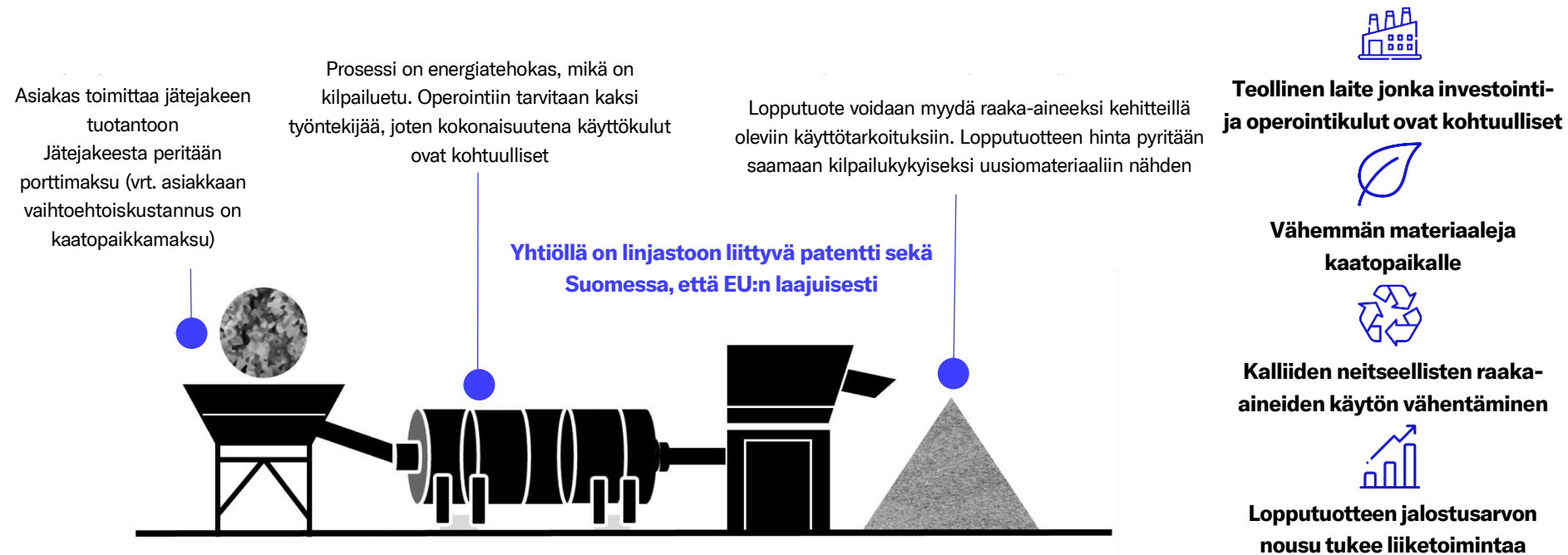
Rakennusyhtiöt (vrt. Suomessa esim. YIT)



Rakennusmateriaalivalmistajat (vrt. Suomessa esim. Paroc)

Teknologia liiketoiminnan toimintaperiaate ja asiakkaan liiketoimintamalli

EcoUpin WasteX-linjastolla voidaan valmistaa jättemateriaalista korkeamman jalostusarvon raaka-aineita



Teknologia liiketoiminta 5/6

Vuoden 2021 listautumisesitteessä EcoUp arvioi, että Euroopan vuosittaisen 2,5 miljoonan tonnin purkuviillavirran prosessoimiseen tarvittaisiin 500 EcoUpin laitteistoa. Laitteen keskihintaa ei ole avattu, mutta jos arvioisimme sen 1–2 MEUR:oon, markkina pelkästään Euroopassa voisi olla 500–1000 MEUR:n luokassa. Näin ollen markkina on suuri suhteessa yhtiön kokoluokkaan sekä toteutettuihin investointeihin. Arvioituun suureen markkinakokoon on mielestämme suhtauduttava varauksella, sillä markkina ei ole toistaiseksi syntynyt. Lisäksi markkinan kasvaminen tähän kokoluokan vie aikaa, eikä voittavasta Teknologiasta ole takeita. Mikäli markkina alkaisi kasvamaan ja muotoutumaan, olisi markkinalle odotettavissa korkean pääoman tuottopotentialin myötä odotettavissa kilpailijoita, mikä rajaa hinnoitteluvoimaa.

Suuret saavutettavissa olevat markkinat ja niiden mahdollistama pitkän aikavälin potentiaali ovat mielestämme positiivisia asioita EcoUpin kannalta. Sijoittajien ei mielestämme kuitenkaan isoista numeroista kannata sokaistua ainakaan ennen konkreettisia ja nykyistä vahvempia näyttöjä Teknologia liiketoiminnan kaupallistamisen onnistumisesta.

Kuluvana vuonna tavoitellaan neutraalia rahavirtaa

EcoUp pyrkii vuoden 2025 lopussa päivitettyissä tavoitteissa Teknologia liiketoiminnan osalta positiiviseen operatiiviseen kassavirtaan vuoden 2026 loppuun mennessä. Tavoite vaatii arviomme mukaan kuluvan vuoden aikana joko

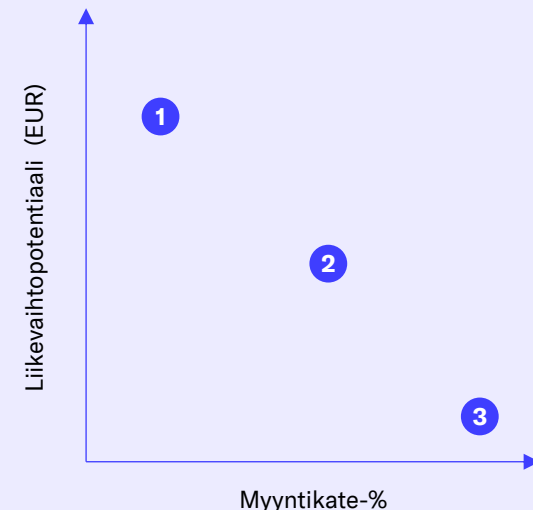
- WasteX-linjaston myyntiä ja laitetoimitusten käynnistymistä tai

- Masuunikuonan jauhamisen liiketoiminnan kasvua tai
- Liiketoiminnan kustannusten karsimista lähelle nollatasoa

Nykyisten tai muiden lopputuotteiden myynnillä arvioimme nollarahavirran saavuttamisen olevan haastavaa. Näihin liittyen yhtiö on tehnyt pieniä toimituksia, mutta liikevaihto on jäänyt vähäiseksi.

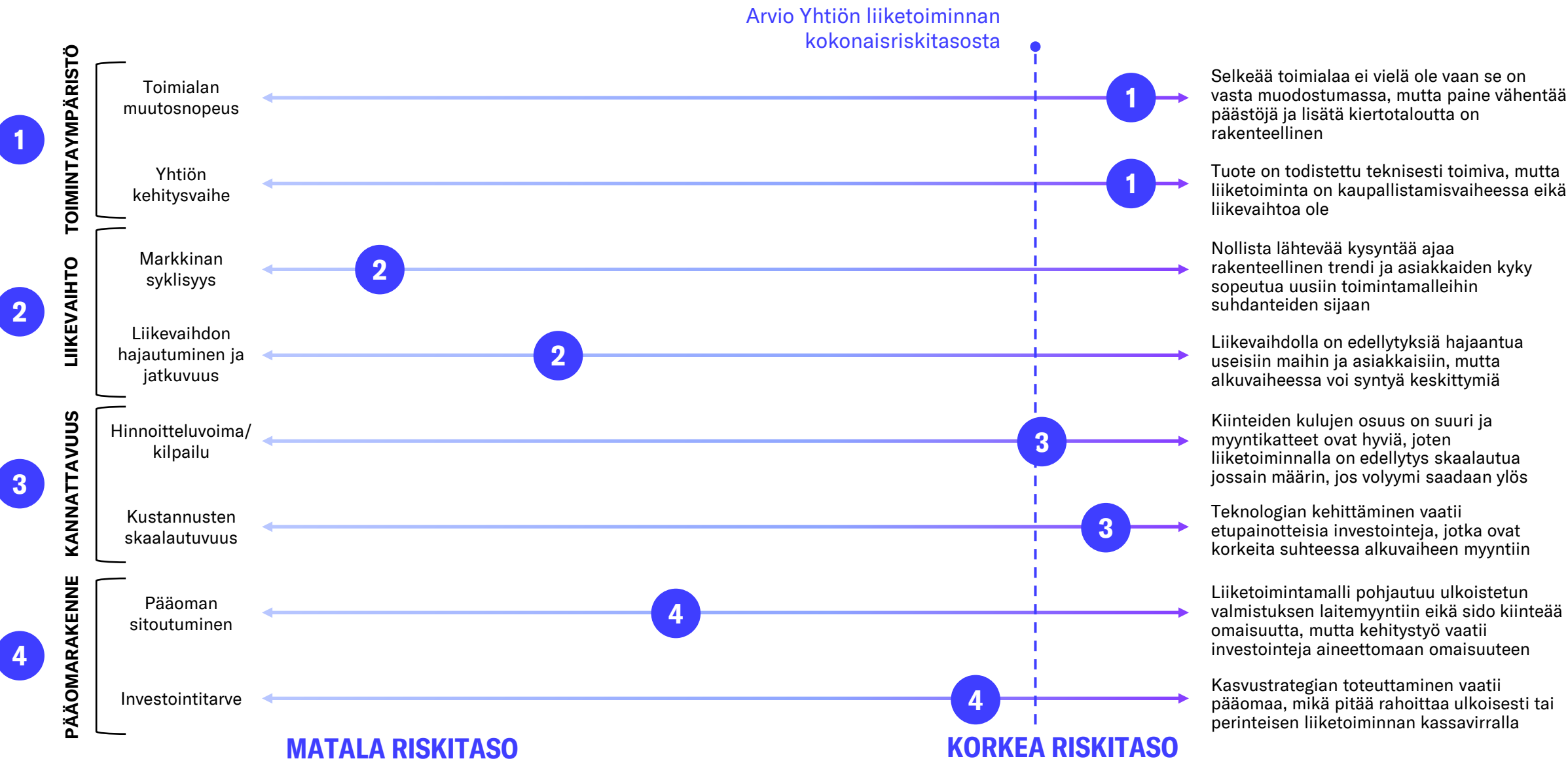
Parhaassakaan tapauksessa Teknologia liiketoiminta on edelleen hyvin varhaisessa kehitysvaiheessa kuluvan tavoitekauden lopulla (2026). Kaupalliset onnistumiset olisivat kuitenkin tärkeä näyttö yhtiön etsiessä kumppania liiketoiminnan jatkokehitystä varten. Myös EcoUpin kyky investoida Teknologia liiketoiminnan jatkokehitykseen on rajallinen Eristeliiketoiminnan rahavirran kärsiessä heikosta markkinatilanteesta. Tätä heijastellen rahavirran kääntäminen neutraaliksi lyhyellä aikavälillä on looginen tavoite.

Teknologia liiketoiminnan liikevaihto-virrat ja niiden katerakenteet*



- 1) Laitetoimituksesta syntyy alihankintakuluja ja myyntikate on alempi. Liikevaihtopotentialia laite kuitenkin arviomme mukaan nostaa selvästi
- 2) Huoltotyö on henkilöintensiivistä liiketoimintaa, mutta myyntikate on hyvä. Varaosamyynnissä myyntikatteet ovat myös tyypillisesti hyviä
- 3) Asiakkaan tuotantovolyyminä saatavan rojaltil myyntikate on myös korkea (ei lisäkuluja). Riski asiakkaan saavuttamasta volyyminä on yhteinen. Arviomme mukaan rojaltil tai muu asiakkaan myyntiin liittyvä komponentti on EcoUpille vaihtoehto etenkin ensimmäisten laitetoimitusten kynnnyksen alentamiseen.

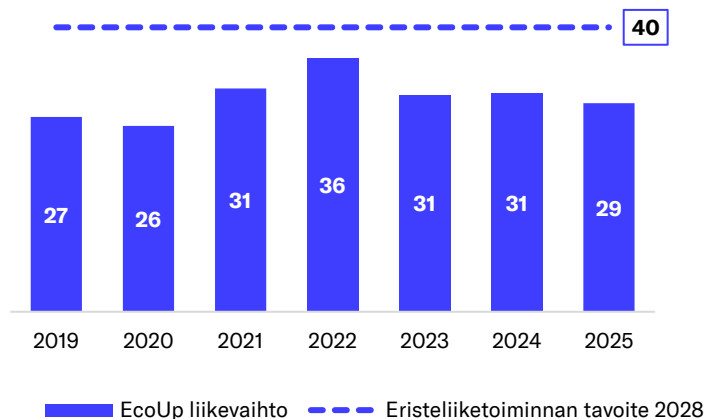
Liiketoiminnan riskiprofiili



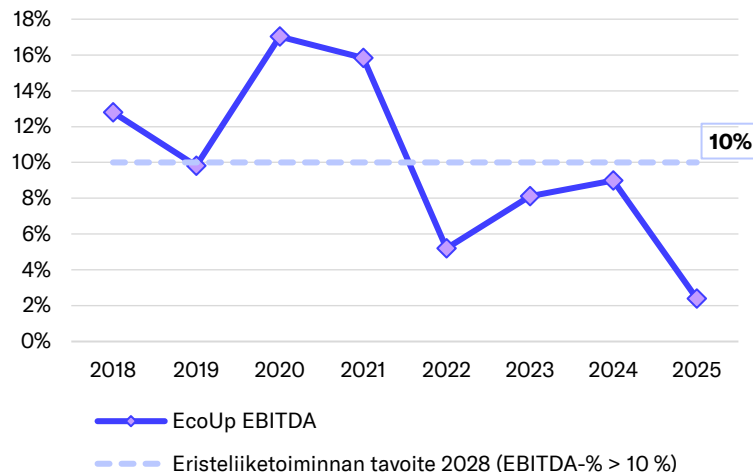
Taloudelliset tavoitteet

EcoUpin taloudelliset tavoitteet

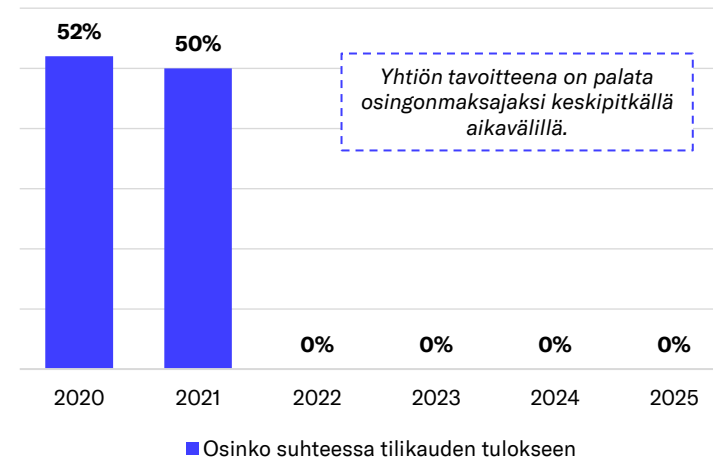
Liikevaihdon kehitys



Kannattavuuden kehitys



Voitonjakotavoite



Yhtiön asettamat taloudelliset tavoitteet



Liikevaihtotavoite: yli 40 MEUR **Eristeliiketoiminnan** liikevaihto vuonna 2028



Kannattavuus:
Eristeliiketoiminnan EBITDA-% yli 10 % vuoteen 2028 mennessä
Teknologia-liiketoiminta positiivinen operatiivinen rahavirta vuoteen 2026 mennessä



Voitonjako: Yhtiön tavoitteena on palata osingonmaksajaksi keskipitkällä aikavälillä.

Inderesin kommentit tavoitteista

- Eristeliiketoiminnan liikevaihtotavoite kannalta saavuttaminen vaatii arviomme mukaan vajaan 14 %:n vuosittaista kasvuvauhtia vuosilta 2026–2028, mikä arviomme mukaan vaatii taakseen pientalojen uudisrakentamisen markkinan pirstymistä. Arviomme mukaan Eristeliiketoiminnan vuoden 2025 liikevaihto oli reilut 27 MEUR, kun tarkastelusta rajataan pois myyty Uudenmaan Imupalvelu, joka oli vielä H1'25:llä mukana luvuissa. Kokonaisuudessaan liikevaihdossa tavoitellaan siis noin 50 %:n kasvua kolmen vuoden aikana, mikä on mielestämme vaativa tavoite. Mahdottomaksi sitä ei kuitenkaan voi tuomita huomioiden uudisrakentamisen matalan vedon sekä kasvumahdollisuudet Ruotsin markkinalla. EcoUp toteaa tavoitteiden perustuvan nykyistä parempaan markkinatilanteeseen, muttei kuitenkaan historiassa nähdylle tasolle. Tämä on mielestämme realistinen taustaoletus.
- Kannattavuustavoite (yli 10 % käyttökatte-%) on historiaan nähden realistinen. Yhtiö ylsi lähelle tätä tasoa tilikaudella 2024 alhaisilla tuotantovolyymeilla. Mikäli liikevaihtotavoite saavutetaan, odotamme myös kannattavuustavoitteen täyttyvän kirkkaasti, sillä kasvun pitäisi skaalautua kannattavuusriveille nykyiseltä matalalta tuotannon käyttöasteelta.
- Teknologia-liiketoiminnan rahavirran kääntäminen positiiviseksi vaatisi arviomme mukaan laitemyyntiä tai masuunikuonan jauhamisliiketoiminnan selvempää käynnistymistä. Strategisesti rahavirran vahvistaminen on hyvin perusteltu liike.

Taloudellinen tilanne

Liiketoiminta sitoo kiinteää omaisuutta

EcoUpin konsernitaseen varojen suurin erä on kiinteä omaisuus, jota yhtiöllä oli vuoden 2025 lopussa pitkäaikaisessa omaisuudessa 12 MEUR. Tämä erä sisältää tuotantolaitokset eli koneet ja laitteet sekä niihin liittyviä maa-alueita ja rakennuksia. Arviomme mukaan aineellisen omaisuuden arvo on perusteltavissa, sillä yhden uuden levytehtaan hinta voi olla 10–15 MEUR:n haarukassa. Siten emme näe kiinteässä omaisuudessa merkittäviä alaskirjausriskejä. Mikäli Teknologialiiketoiminnan kaupallinen eteneminen jää jatkossakin vaisuksi, voi liiketoiminta-alueen omaisuuseriin kohdistua jonkinasteisia alaskirjauksia. Vauhdikas poistotahti pitää kuitenkin suurempien alaskirjausten todennäköisyyden papereissamme matalana. Pitkäaikaisessa omaisuudessa yhtiöllä on lisäksi 6 MEUR aineetonta omaisuutta, mikä sisältää konserniliiketoimintaa (1,5 MEUR, jota poistetaan FAS-kirjanpidossa) ja myös Teknologialiiketoiminnan aktivoituja kuluja sekä muita aineettomia omaisuuseriä (vaja 5 MEUR).

Käyttöpääoman sitoutuminen on maltillista

Vaihtuvissa vastaavissa suurimmat erät ovat osin valmistavassa teollisuudessa operoivalle yhtiölle tyypillisesti käyttöpääomaerä eli saamisia ja varastoa. Vuoden 2025 vaihto-omaisuus oli 3,5 MEUR:ssa ja myyntisaamiset 2,5 MEUR:ssa. Liiketoiminnan voimakkaan kausiluonteisuuden takia käyttöpääoma voi vaihdella vuoden aikana. Tyypillisesti EcoUp sitoo käyttöpääomaa H1:llä, kun taas H2:lla käyttöpääomaa vapautuu. Käyttöpääoman sitoutumista hillitsee korottomat velat, joiden määrä on viime vuosina ylittänyt saamisten määrän merkittäväällä marginaalilla. Siten Eristeliiketoiminta ei sido

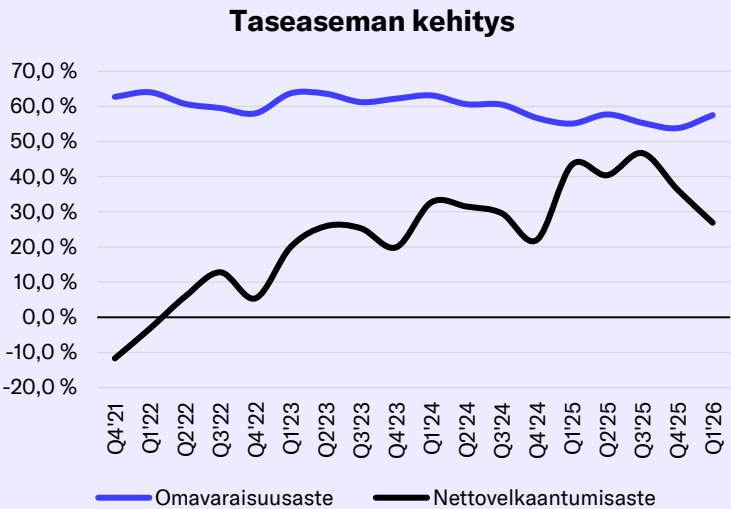
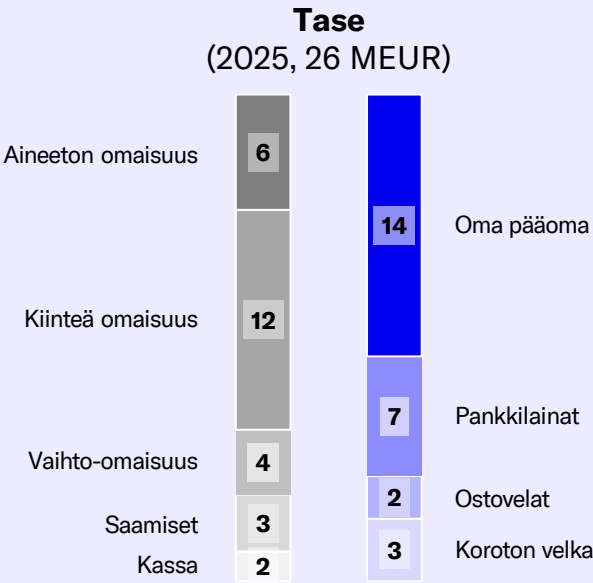
käyttöpääomaa merkittävästi perinteisen teollisen liiketoiminnan lainalaisuudet huomioiden.

Edellisen tilikauden vajaan 5 MEUR:n korottomat vastuut koostuivat reilun 2 MEUR:n ostovelosta ja vajaan 3 MEUR:n siirtovelosta ja muista lyhytaikaisista vastuista. Näin ollen EcoUpin vaihto-omaisuudesta, myyntisaamisista ja korottomista veloista muodostuva käyttöpääoma oli tilikauden 2025 päätteeksi vajaan 2 MEUR:ssa, mikä vastaa EcoUpille tilikauden lopussa melko tavanomaista vajaan 6 %:n suhdetta liikevaihtoon.

Jäljellä oleva velkakapasiteetti on rajallinen

Taseen vastattavaa-puolella yhtiön oma pääoma oli vuoden lopussa 14 MEUR. Velkaa yhtiöllä oli 6,5 MEUR, josta lyhytaikaista 1,9 MEUR. Kassan huomioiva nettovelka oli tilikauden päätteeksi noin 5 MEUR:ssa. Kassa oli vuoden 2025 lopussa 2 MEUR:ssa, mutta Q1'26:lla kassaa kuitenkin vahvisti EcoUpin toteuttama suunnattu osakeanti, jossa yhtiö keräsi noin 3 MEUR:n varat. Annin tarkoituksena oli pääomarakenteen vahvistaminen sekä kasvu, ja tehostusinvestointien mahdollistaminen.

Q1'26:llä nettovelkaantuneisuus laski 27 %:iin ja omavaraisuusaste nousi 58 %:iin (Q4'25: 36 % & 54 %) toteutetun osakeannin tuella. Tämä vastaa arviomme mukaan absoluuttisesti matalaa 4 MEUR:n nettovelkaa, mikä on kuitenkin merkittävä määrä yhtiön tulokuntoon nähden. Emme näe absoluuttisesti matalaa velkamäärää nykyisellään ongelmana, mutta yhtiön kapasiteetti lisävelalle arviomme mukaan nykyisellä tulokunnolla käytännössä olematon.



Ennusteet 1/4

Ennustemalli

Laadimme lähivuosien ennusteet tarkemmin *Eristeliiketoiminnalle*, kun taas huomattavaa epävarmuutta sisältävät *Teknologia-liiketoiminnan* ennusteet eriytimme omaksi kokonaisuudekseen. Ennustamme Eristeliiketoiminnan liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä arvioidun markkinakasvun ja markkinaosuuksien kehityksen kautta. Tulos ja rahavirtaennusteemme perustuvat arvioimaamme kustannusrakenteen, verojen, rahoituskulujen sekä investointien ennusteisiin.

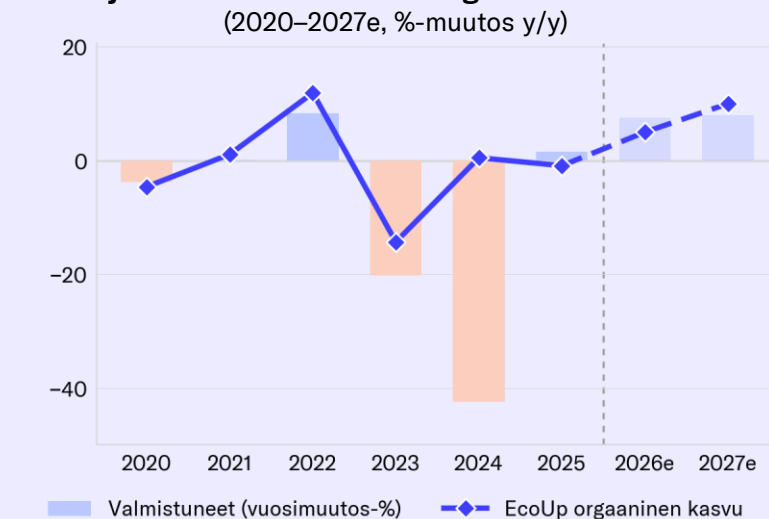
Teknologia-liiketoimintaa mallinamme ennusteskenaarion kautta, jota käytämme pohjana arvonmäärityksessä. Skenaarion toteutumiseen liittyy huomattavaa epävarmuutta, mutta se edustaa nykystrategian puitteissa mahdollista kehityskulkua. Otamme Teknologia-liiketoiminnan ennustamiseen liittyvän korkean epävarmuuden huomioon arvostuksessa.

Eristeliiketoiminnan liikevaihdon ennusteet

Viime vuodet ovat olleet Eristeliiketoiminnalle erittäin vaikeita pientalojen uudisrakentamisen romahduksen takia. Rivi- ja pientaloja rakennettiin vuosina 2018–2022 keskimäärin noin 10 000 vuodessa kun taas vuosina 2023–2025 rakentamisen määrät ovat jääneet noin 5 000 rakennukseen. Tätä heijastellen orgaaninen kasvu 2020 vuosikymmenellä on jäänyt negatiiviseksi (arvioimme mukaan 2020–2025 CAGR -2 %). Volyymikehityksen arvioimme olleen vielä tätä vaisumpaa, sillä vuoden 2022 kustannusinflaatioon reagoitiin huomattavilla hinnankorotuksilla, eikä hinnoissa ole arvioimme mukaan tämän jälkeen tapahtunut merkittävää laskua. Samaan

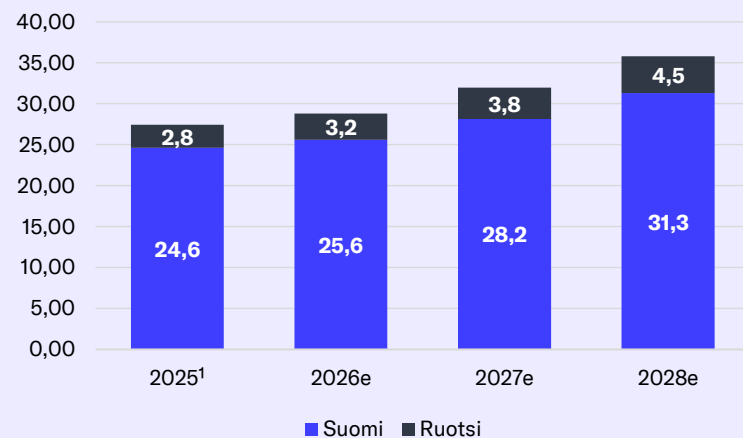
aikaan EcoUp on investoinut Eristeliiketoiminnan tuotantokapasiteettiin. Levyeristeiden tuotantokapasiteetti on kaksinkertaistettu ja Vantaan vuonna 2023 valmistunut puhallusvillatehdas kasvatti puhallusvillan valmistuskapasiteettia noin 30 %:lla. Tätä taustaa vasten yhtiöllä on arviomme mukaan mahdollisuus kasvattaa tuotantomääriä nykytasolta merkittävästi, ilman merkittäviä lisäinvestointeja. Myös raaka-aineen, eli kierrätyspaperin saatavuus on käsityksemme mukaan kasvun mahdollistavalla tasolla lähivuosina. Näin ollen liikevaihdon kasvua rajoittava tekijä on yksinomaan kysyntä, joka linkittyy vahvasti pientalojen uudisrakentamisen markkina-aktiiviteettiin. Asuntorakentamisen markkina on perinteisesti herkkä korkomuutoksille, minkä myötä Lähi-Idän konfliktin aiheuttama inflaatio sekä siitä johdannaiset kustannus- ja korkopaineet ovat heikentäneet markkinanäkymää. Q1'26:n rakennusluvut Suomessa ja Ruotsissa jäivät lähelle viime vuosien pohjatasoja, minkä myötä markkinoiden kasvukuva kuluvalle tilikaudella näyttää olevan jäämässä vaisuksi. Inflaatio- ja korkopaineet ovatkin merkittävä riskitekijä EcoUpin lyhyen aikavälin liikevaihdon kehitykselle markkinakysynnän näkökulmasta. Positiivisella puolella arvioimme EcoUpin tuotteen kustannusrakenteen kärsivän kustannusinflaatiosta kilpaileviin materiaaleihin nähden lievemmin. Kilpailevat mineraalipohjaisten eristemateriaalien valmistusprosessit ovat hyvin energiasäästäviä, minkä lisäksi muovijohdannaiset eristemateriaalit kärsivät inflaatiosta voimakkaasti.

Suomen valmistuneiden pientalojen (kpl) vuosimuutos ja Eristeliiketoiminnan orgaaninen kasvu



Eristeliiketoiminnan liikevaihdon kehitys

(2025 pro forma–2028e, MEUR)



¹Vuoden 2025 Suomen liikevaihdosta on poistettu arvioitu Uudenmaan Imupalvelun osuus, jonka osakekannan EcoUp myi Q2'25:llä

Ennusteet 2/4

Pientalojen uudisrakentamisen markkinan kehitys

Tilastokeskusten rakennuslupien ja valmistuneiden rakennusten kautta odotuksemme lähivuosien pientalorakentamisen markkinakehitykselle ovat seuraavat:

2026

Rakennuslupien määrä pysyttelee vuoden 2025 tasolla. Heikko Q1'26 ja korkotason nousu-uhka pitävät markkinan varovaisena. Valmistuneiden kohteiden määrä kasvaa +5–10 % (y/y) edellisen vuoden lupakasvun mukana.

2027

Rakennuslupien määrä kasvaa 15 % (y/y); H1'27 mennessä odotamme Hormuzin salmen tilanteen ratkenneen, mikä painaa korko-odotuksia sekä inflaatiota alas. Valmistuneiden kohteiden määrä kasvaa kuitenkin ”vain” +8 % koska kaikki luvitetut hankkeet eivät ehdi valmistumaan samana vuonna.

2028

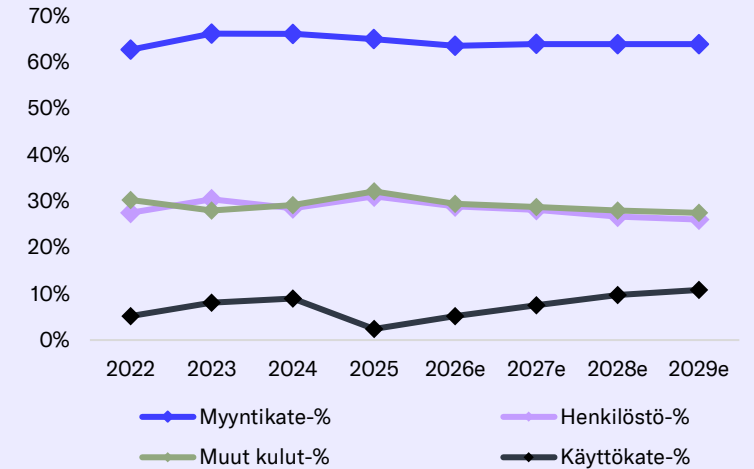
Rakennuslupien määrä kasvaa +10 %; markkina palaa kohti uutta trenditasoa. Valmistuneiden kohteiden määrä kasvaa +12 % kun edellisenä vuonna luvitettuja rakennuksia valmistuu.

Tämä kasvuvauhti tarkoittaisi vuonna 2028 noin 6 500 pientalon rakennusmäärää Suomessa, mikä on selvästi alle 2020-luvun 10 000 asunnon rakentamisen keskiarvon sekä alle Rakennusteollisuuden kevään 2026 suhdannekatsauksen odottaman tason (2027e 7 000 pientalojen rakennusaloitusta). Tämä on mielestämme tasapainoinen ennuste, sillä selkeää ajuria kasvun käynnistymiselle ei ole nähtävissä ja selvempää kasvun käynnistymistä on odotettu jo useampi vuosi. Myös vanhojen asuntojen heikko hintakehitys, suurien

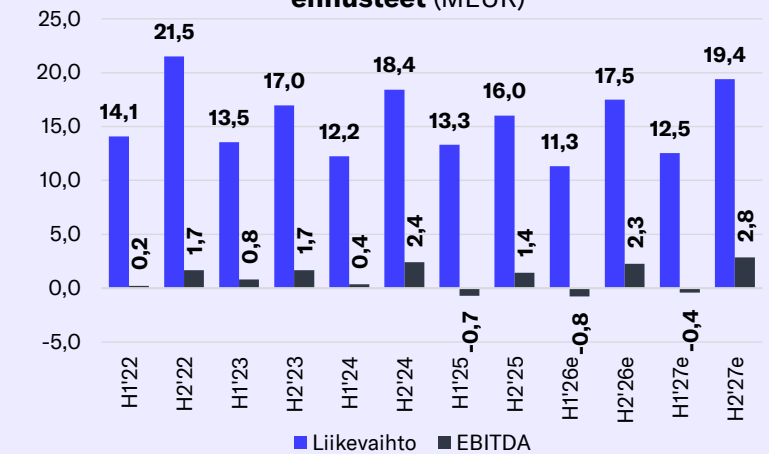
ikäluokkien ikääntyminen ja syntyvyyden lasku puoltavat konservatiivisempia oletuksia pientalojen rakentamisen suhteen.

Tämän markkinakehityksen summana odotamme EcoUpin uudisrakentamiseen liitännäisen liikevaihdon kasvavan orgaanisesti vauhdikkaasti etenkin tilikausina 2027 ja 2028. Lievästi markkinakehitystä paremmat kasvuodotuksemme perustuvat inflaation pohjaamaan kustannusetuun ja sen mahdollistamiin pieniin markkinaosuusvoittoihin. Korjausrakentamiseen, ja muuhun rakentamiseen liitännäisen liikevaihdon odotamme kasvavan lähivuosina noin 3 %:n tahtia, jonka lähtötason arvioimme olleen tilikaudella 2025 noin 40 % EcoUpin liikevaihdosta. Ruotsin liiketoiminnan odotamme yltävän matalalta alle 3 MEUR:n lähtötasolta (2025) 5 MEUR:oon tilikauden 2028 loppuun mennessä. Näiden summana odotamme Eristeliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan orgaanisesti 5, 11 ja 12 % vuosina 2026–2028. Tämän jälkeen odotamme Suomen eristeliiketoiminnan tasaantuvan asteittain rakentamisen pitkän aikavälin, noin bkt:n mukaiselle 3 %:n kasvu-uralle vuodesta 2030 eteenpäin. Ruotsissa odotamme liikevaihdon kasvun jatkuvan markkinaa nopeampana matalalta lähtötasolta. Kilpailukykyisestä tuotteesta huolimatta markkinan valtaaminen Ruotsissa tulee olemaan arviomme mukaan yhtiölle merkittävä haaste. EcoUpin arviomme mukaan vajaa kapasiteetin käyntiaste huomioiden kasvu Ruotsissa on paperilla omistaja-arvonluonnin kannalta hyvä mahdollisuus. Ruotsin valloitus on kuitenkin vasta alussa, ja yhtiö kohtasi vaikeuksia heti alkuvaiheessa, kun tietyt avainhenkilöt irtisanoutuivat tytäryhtiön palveluksesta. Näin ollen pidämme kasvuodotuksemme Ruotsin suhteen toistaiseksi maltillisina.

Kustannusrakenteen ennusteet



Eristeliiketoiminnan puolivuositaiset ennusteet (MEUR)



Ennusteet 3/4

Odotamme myyntikatteen säilyvän lähivuosina vahvalla tasolla 64 %:n tuntumassa. Tämä vastaa lievää laskua edellisvuosien keskimääräiseltä tasolta (~2 %-yksikköä), mikä johtuu myydyin Uudenmaan Imupalvelun suhteellisesti korkeammasta myyntikatteesta, mikä kuitenkin kompensoituu alemmilla kustannusriveillä.

Hinnoitteluvoimaa suhteessa kilpailijoihin ylläpitää ennusteessamme kilpailijoita lievempi. Muussa kulurakenteessa näemme lievää skaalautumisen varaa, mutta oletuksemme on, että tuotannon kasvaessa myös henkilöstökuluja sekä liiketoiminnan muita kuluja on lisättävä verrattuna edellisvuosien säästöliekkitasoon. Näin ollen odotamme henkilöstökulujen liikevaihto-osuuden laskevan viime vuosien reilun 29 %:n tasolta vajaaseen 27 %:iin vuoteen 2029 mennessä ja liiketoiminnan muiden kulujen liikevaihto-osuuden laskevan viime vuosien noin 30 %:n tasolta noin vajaaseen 28 %:iin, vaikka Ruotsin liikevaihto-osuuden kasvu toisi arviomme mukaan logistiikkakulujen kautta lievää nousupainetta tälle kustannusriville.

Eristeliiketoiminnan investointien odotamme olevan 1,5 MEUR/vuosi vuoteen 2028 asti, mikä on taloudellisten tavoitteiden viitoittama taso. Tämä on selvästi poistotahtia matalampi taso, minkä myötä odotamme poistotason laskevan kuluvan vuosikymmenen loppua kohden. Liikearvon poistoissa odotamme tason laskua kuluvalla tilikaudella Uudenmaan Imupalvelun osakekannan myynnistä johtuen.

Odotamme pääomatehokkuuden paranevan huomattavasti kahta väylää. Ensimmäiseksi, historiallinen tase heijastelee taseeseen aktivoituja Teknologialiiketoiminnan investointeja, ja odotamme investointitahdin hidastuvan huomattavasti. Nopeakon poistotahdin myötä

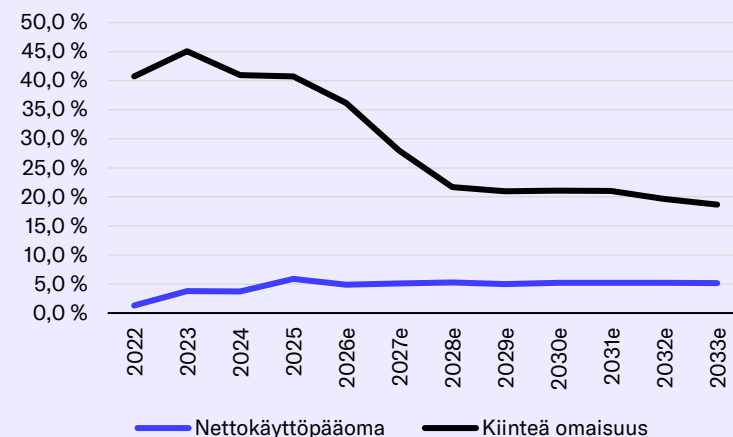
omaisuuserien tasearvot laskevat vauhdilla, mikä tukee pääoman tuoton mittareita. Toiseksi, käsityksemme mukaan EcoUpin tuotantovolyymit toimivat nykyisellään matalalla käyntiasteella, minkä myötä liikevaihtoa on mahdollisuus kasvattaa ilman merkittäviä lisäinvestointeja.

Lähivuosina nämä tekijät heijastuvat numeroissa poistotasoa matalampina investointeina. Luottamustamme investointien ennustettamme kohtaan tukeen yhtiön taloudellisissa tavoitteissa julkilausuma 1,5 MEUR:n keskimääräinen vuotuinen investointitaso Eristeliiketoiminnassa 2026–2028. Kuitenkin ennustamamme pääomatehokkuuden parantaminen vaatii EcoUpilta merkittävää parannusta. Mahdollinen Teknologialiiketoiminnan eriyttäminen omaksi yhtiökseen toisi näkyvyyttä tase-erien jakautumiseen liiketoimintojen välillä.

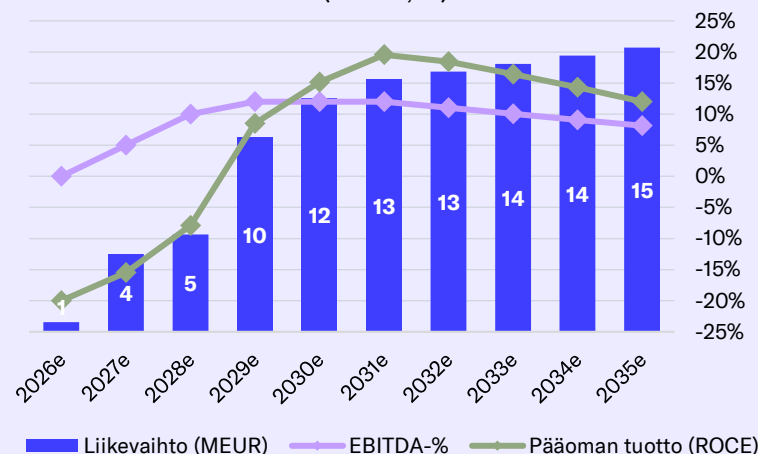
Eriytimme Teknologialiiketoiminnan ennusteet

Liiketoimintojen eriävien elinkaaren vaiheiden vuoksi eriytimme Teknologialiiketoiminnan ennusteet konsernin ennusteista. Teknologialiiketoiminnan riskitaso on huomattavasti Eristeliiketoimintaa korkeampi ja ennustaminen hyvin vaikeaa. Siten arvonnäytystä varten liiketoimintojen erillinen mallintaminen on mielestämme perusteltu lähtökohta, ja yhtiöiden ennustettuja kassavirtoja tulee näin ollen diskontata hyvin eritasoisilla tuottovaateilla. Teknologialiiketoiminnan kehityskulkuun liittyy jo lyhyellä tähtäimellä merkittävästi kysymysmerkkejä. Teknologialiiketoiminnan osalta kumppanimallin tuominen strategiaan nostaa myös kysymysmerkit sen suhteen, kuinka suuri omistusosuus EcoUpin osakkeenomistajilla on Teknologialiiketoimintaan ja sen arvonnäytteen tulevaisuudessa.

Kiinteän omaisuuden ja nettokäyttöpääoman suhde liikevaihtoon



Teknologialiiketoiminnan ennusteskennario (MEUR, %)



Ennusteet 4/4

Hahmottelimme Teknologialiiketoiminnalle ennusteskenaarion, joka liiketoiminnan olisi arvioimme mukaan mahdollista saavuttaa tehdyn kehitystyön, saatavilla olevien resurssien sekä nykyisen strategian puitteissa. Ennusteessa liiketoiminta yltää 2030-luvulla 2–3 vuotuisen laitetoimitukseen. Näistä yhtiö kotiuttaisi 10–15 MEUR:n vuotuisen liikevaihdon sekä matalan kaksinumeroisen käyttökatemarginaalin. Ennusteen haastavuutta korostaa se, että muuntautuminen laitetoimittajaksi toteutuisi verrattain matalalla, noin 0,5 MEUR/vuosi investointitasolla. Tämä voisi olla mahdollista vahvasti laitteiston sopimusvalmistukseen pohjaavalla liiketoimintamallilla, mikä on käsityksemme mukaan ollut yhtiön tavoittelema.

Viimeisen viiden vuoden aikana EcoUp on investoinut Teknologialiiketoimintaan noin 7 MEUR, minkä tasearvon nykyisellään arvioimme noin 5 MEUR:oon. Mikäli liiketoiminnan kaupallistaminen ei etene, kohdistuu tähän tase-arvoon alaskirjausriski.

Tuloslaskelma alarivit tukevat tuloskehitystä lähivuosina

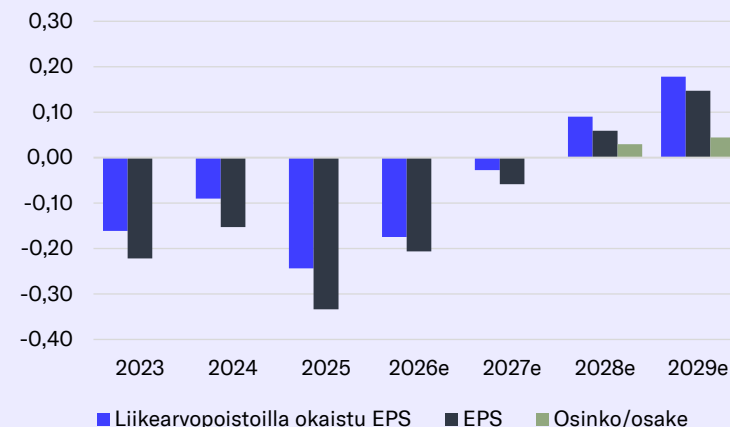
Odotamme poistotason laskevan asteittain lähivuosina, kun investointien taso laskee selvästi edellisvuosien tasolta. Mallinnuksemme sisältää lähivuosille vain Eristeliiketoiminnan investoinnit, sillä arvioimme Teknologialiiketoiminnan tarvitsevan ulkopuolista rahoittajaa tai yhteistyöjärjestelyä, mikäli investointeja jatketaan edes hieman suuremmassa mittakaavassa, ja tarkastelemme Teknologialiiketoimintaa omana kokonaisuutenaan. Myös liikearvopoistojen taso laskee selvästi, kun Uudenmaan Imupalveluun liittyvä liikearvo poistuu taseelta, ja suuri jäljellä olevasta liikearvosta tulee

täysin poistetuksi tilikauden 2028 päätteeksi.

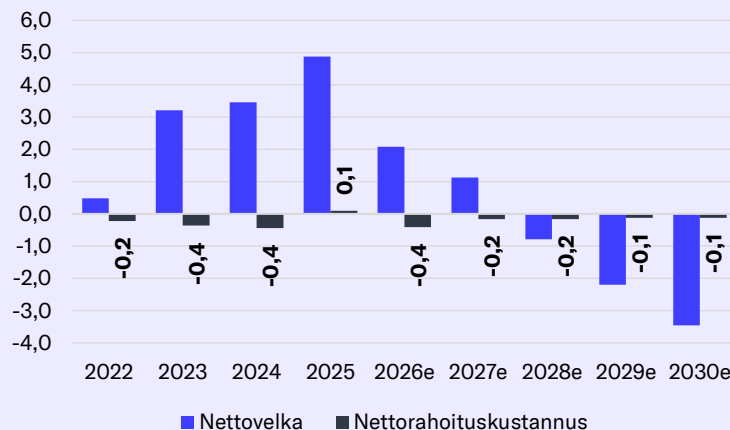
Edellisen neljän tilikauden aikana arvioimme EcoUpilla syntyneen noin 6 MEUR:n edestä verovähennettäviä tappioita, jotka on hyödynnettävissä liikearvopoistoilla oikaistun PBT¹:n kääntyessä positiiviseksi. Tätä heijastellen odotamme EcoUpin maksavan nollaveroja tilikauteen 2031 asti. Teknologialiiketoiminnan yhtiöittäminen tai odotuksia korkeampi kannattavuus Ruotsin liiketoiminnassa voisivat tätä kuvaa kuitenkin muuttaa.

Kuluvan tilikauden alussa tehty osakeanti, sekä ennusteissamme paraneva rahavirta painavat nettovelan laskuun, ja odotamme nettovelan laskevan nolliin tilikauteen 2028 mennessä. Vahvistuvan tulostason sekä taseaseman tukemana odotamme EcoUpin maksavan pienen osingon tilikauden 2028 tulokseen perustuen (2029 keväällä), ja kasvattavan osinkoaan tästä eteenpäin. Osingon ennusteet ovat tietysti alisteisia tulos- ja rahavirtaennusteiden toteutumiselle. Selvistä nettokassasta huolimatta odotamme rahoituskulujen pysyvän lievästi negatiivisina tavanomaisia pankkiasiointiin liittyviä kuluja heijastellen.

Osakekohtainen tulos ja osinko
(EUR/Osake)



Nettovelka ja nettorahoituskustannus
(MEUR)



¹Tulos ennen veroja

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset

- Eriytimme Teknologialiiketoiminnan ennusteet konsernin ennusteista omaksi kokonaisuudekseen, mikä laski liikevaihdon ennusteitamme lähivuosille. Tämä ei vaikuttanut tulostaseihin, sillä olimme mallintaneet Teknologialiiketoimintaa lähivuosien matalan kannattavuusprofiilin käyttökate neutraalina liiketoimintana (ei tulokontribuutiota).
- Samalla tarkastimme Eristeliiketoiminnan kustannusrakenteen ennusteita, millä oli negatiivinen vaikutus tulosenennusteisiin. Laskeneiden tulosenennusteiden taustalla on aiempaa maltillisempi odotus tulostason vahvistumisesta liikevaihdon kasvun mukana, mihin linkittyy lisäksi aiempaa konservatiivisemmat oletukset Ruotsin tytäryhtiön tulospäänteen etenemisestä. Ennustelaskuista huolimatta odotamme käyttökateen yli nelinkertaistuvan orgaanisesti vuoteen 2028 mennessä tilikauden 2025 matalasta tasosta.
- Tarkastimme lähivuosien verojen ennusteet nolnaan vastaamaan arvioimaamme verovähennettävissä olevia tappioita.

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	29,3	28,8	-2 %	36,3	32,0	-12 %	41,6	35,8	-14 %
Käyttökate	1,5	1,5	-1 %	3,2	2,4	-24 %	4,1	3,5	-14 %
Liikevoitto	-2,1	-1,9		-0,3	-0,7		0,5	0,5	
Tulos ennen veroja	-2,5	-2,4		-0,5	-0,9		0,3	0,4	
EPS (ilman kertaeriä)	-0,18	-0,18		-0,01	-0,04		0,06	0,06	
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1

Eristeliiketoiminnassa edellytykset merkittävälle tulokasvulle lähivuosina

2

Vankka markkina-asema ympäristöystävällisen eristämisen markkinataskussa

3

Vihreä siirtymä kiristää rakennusten energiatehokkuusvaatimuksia sekä eristeiden valmistuksen ympäristövaatimuksia

4

Arvostus tukee tuotto-potentiaalia kannattavuustavoitteiden toteutuessa

5

Teknologialiiketoiminta on positiivinen optio, jonka kohtalo ratkennee vuoden 2026 loppuun mennessä

Potentiaali

- Lähivuosien tulokasvunäkymä on suotuisa päämarkkinoiden palautuessa vaisulta tasolta
- Yrityskaupalla vahvistetut resurssit Ruotsissa mahdollistavat viennin kasvun
- Markkinaraon löytyminen Teknologialiiketoiminnassa kehitetylle laitteelle
- Korjausrakentamiseen keskittyvän Eristeremontti –palvelun kasvu

Riskit

- Pientalorakentamisen määrän jääminen matalalle tasolle
- Ostetun Ruotsin tytäryhtiön kannattavuuskäänteeseen liittyvät riskit
- Raaka-aineiden hintaan ja saatavuuteen liittyvät riskit
- Teknologialiiketoiminnan investointien jatkuminen ilman kaupallista edistystä
- Kilpailu uusien ympäristöystävällisten eristeiden suunnalta

Arvostus 1/4

Arvo pohjaa Eristeliiketoimintaan

Pohjaamme EcoUp-konsernin arvon erityisesti Eristeliiketoiminnan arvoon, sillä arviomme mukaan kyseinen liiketoiminta kattaa valtaosan konsernin arvosta, ja tämän liiketoiminnan arvonmäärittäykseen liittyy Teknologialiiketoimintaan verrattuna vähemmän epävarmuutta. Arviomme osakkeen hyväksyttävää arvostusta näistä liiketoiminnoista koostuvalla osien summa –mallilla, mutta arvoa dominoi Eristeliiketoiminta.

Kassavirtalaskelman nousuvara nojaa tulosparannukseen

Lähdemme Eristeliiketoiminnan arvostuksessa liikkeelle kassavirtalaskelmasta. Kassavirtalaskelma viitoittaa laatimiemme ennusteidemme mukaisten kassavirtojen arvoa, mahdollistaa yksittäisten ennusteparametrien herkkyyksianalyysit, sekä toimii suuntaa-antavana tarkistuspisteenä hyväksyttävien kertoimien määrittelyssä.

Kassavirtalaskelmamme perustuu Eristeliiketoiminnan ennusteisiin, kun aiemmin pidimme Teknologialiiketoiminnan ennusteita samassa kassavirtalaskelmassa. Eristeliiketoiminnan selvästi kypsempää elinkaaren vaihetta, matalampaa riskiprofiilia sekä parempaa ennustettavuutta heijastellen kassavirtalaskelmassa tulee mielestämme soveltaa koko konserniin nähden matalampaa tuottovaadetta.

Eristeliiketoiminnan tuottovaade on kuitenkin arviomme mukaan pörssin keskimääräistä tuottovaadetta korkeammalla. Tuottovaadetta kohottaa liiketoiminnan pieni koko, osakkeen matala likviditeetti sekä liiketoiminnan merkittävä herkkyys taloustilanteen sekä korkotason muutoksille. Sovellamme näin ollen Eristeliiketoiminnan

kassavirtalaskelmassa 11,8 % omanpääoman tuottoa sekä 10,7 %:n keskimääräistä pääoman kustannusta.

Tällä tuottovaateella sekä operatiivisilla ennusteilla kassavirtalaskelma antaa osakkeen velattomaksi arvoksi (EV) 16,9 MEUR, ja oman pääoman käyväksi arvoksi 15 MEUR. Tämä vastaa 1,3 euron osakekohtaista arvoa. Kassavirtalaskelman viitoittama velaton arvo suhteessa lyhyen aikavälin ennusteisiin on korkeahko. Kassavirtalaskelman velattomalla arvolla lasketut EV/EBITDA kertoimet vuosien 2026 ja 2027 käyttökatteilla ovat 10,3x ja 6x. Korkeat kertoimet kuvastavat keskipitkän aikavälin huomattavaa tuloskasvuodotusta, mikä nostaa riskitasoa. Pidämme oletusta kuitenkin perusteltuna, sillä EcoUpin kohdemarkkinan on perusteltua nähdä olevan suhdannekuopassa, ja nousevat volyymit tukisivat kannattavuutta operatiivisen vivun kautta. Terminaaliolotuksemme perustuu Gordonin kasvumalliin, mutta suhteuttamalla terminaaliarvoa ennusteperiodin lopun käyttökatteeseen, vastaa 22 MEUR:n terminaaliarvo vajaan 5x EV/EBITDA-kerrointa tai noin 8,5x EV/EBIT-kerrointa. Tämä on mielestämme jokseenkin tasapainoinen oletus ylisykliseen kannattavuustasoon peilattuna.

Kassavirtalaskelman viitoittama arvo on herkin muutoksille ennusteperiodin tuottovaateessa sekä liikevoittomarginaalissa. Herkkyyksianalyysissämme muutokset odottamassamme liikevaihdon kasvuvauhdissa, eivät juurikaan muuta kassavirtamallin arvoa. Tämä johtuu siitä että, merkittävimmät ennusteparametrit ovat sidottu liikevaihdon kehittymiseen (% liikevaihdosta); liikevaihdon korkeampi kasvu vaatisi yhtiöltä lisää investointeja pitkällä aikavälillä kiinteään omaisuuteen sekä käyttöpääomaan.

	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,20	1,20	1,20
Osakemäärä, milj. kpl	11,1	11,1	11,1
Markkina-arvo	13	13	13
Yritysarvo (EV)	15	15	13
P/E (oik.)	neg.	neg.	18,9
P/E	neg.	neg.	37,5
P/B	0,9	1,0	0,9
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	10,3	6,1	3,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	15,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,3 %

Lähde: Inderes

Markkina-arvon ja EV:n kehitys
EcoUp, MEUR, 2021–2026



Arvostus 2/4

Herkkyysanalyysi kertoo järkeenkäypää tarinaa, omistaja-arvon kannalta yhtiön ensisijainen ajuri on kannattavuustason parantaminen, ei kasvun tavoittelu kannattavuustasoa parantamatta. Kuten olemme maininneet, volyymien kasvu on kuitenkin EcoUpille tärkeä kannattavuusajuri, joten strategisesti myös myyntimäärien kasvun tavoittelu on hyvin perusteltua.

Käyttökate-kerroin on viimevuosien tasolla

EcoUpin arvostusta on mielestämme perustelluinta tarkastella nykyisellään EV/EBITDA-, EV/Liikevaihto- sekä P/B-kertoimilla, sillä alempien liikevoitto/tulosrivien tarkastelu ei ole negatiivisesta tai nollatasosta johtuen mielekäästä. Liiketoimintaa arvostetaan tällä hetkellä vuosille 2026 ja 2027 EV/EBITDA-kertoimilla 10x ja 6x, P/B-kertoimilla 0,9x sekä EV/Liikevaihto kertoimilla 0,5x.

EV/liikevaihto- sekä P/B-kertoimet toimivat mielestämme lähinnä arvostustasoon sisältyvien kasvu ja kannattavuusoletusten muutosten seuraamiseen, eikä kertoimien absoluuttiset tasot mielestämme ohjaa arvostusta. EcoUpin pörssihistorian ennätysmatalan tulostason takia on mielestämme luonnollista, että tase- ja liikevaihtopohjaiset kertoimet ovat lähellä pohjatasojaan, mikä heijastelee sijoittajien aiempaa matalampia odotuksia kasvun, marginaalitason sekä pääomatehokkuuden suhteen.

Vallitseva matala kannattavuustaso toisalta nostaa käyttökatepohjaisten kertoimien tasoa. Nykyiset kuluvan vuoden 10x ja seuraavan vuoden 6x ovat lähellä historiassa EcoUpin pörssihistorian käyttökatekertoimien tavanomaista tasoa. Kuluvan ja seuraavan vuoden kertoimien merkittävä ero juontaa juurensa viimevuosien ennusteistamme, jotka

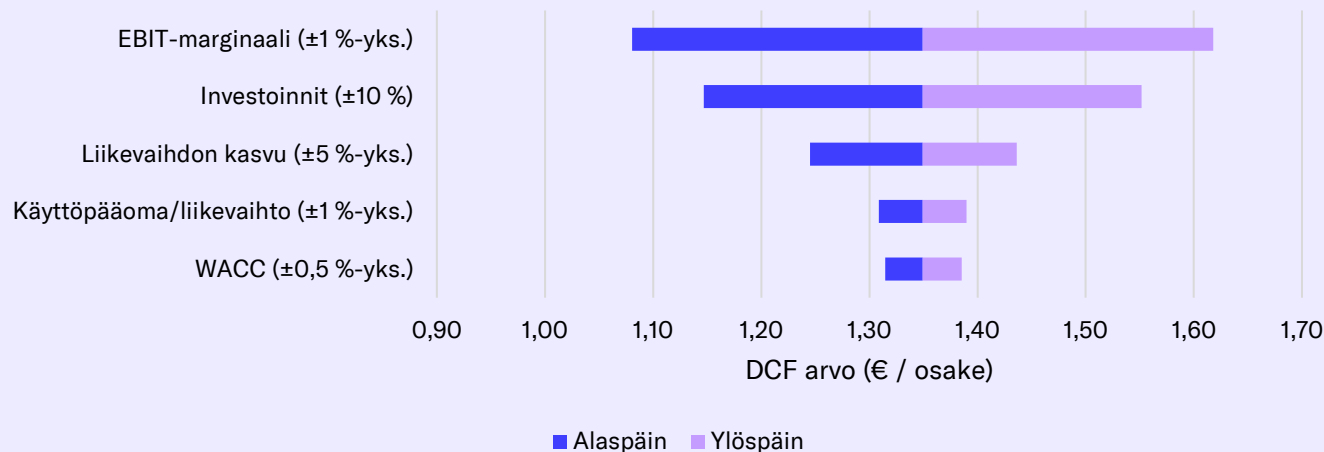
ovat odottaneet markkinatilanteen sekä kannattavuuden vahvistumista, mikä on toistaiseksi jäänyt toteutumatta. Kokonaisuutena nykyiset arvostuskertoimet vastaavat karkeasti vuosina nähtyjä tasoja. Tavanomaiset käyttökatekertoimet yhdistettynä keskipitkän aikavälin positiiviseen tuloskasvunäkymään, on kertoimien nykytaso mielestämme tuotto-odotusta tukeva elementti.

Täydellistä verrokkiyhtiötä ei ole löydettävissä

Valikoimastamme listatusta verrokkiryhmästä kaksi on liiketoiminnan perusteiltaan ylitse muiden. Sekä Steico, että Nordic Fiberboard valmistavat biopohjaisia eristemateriaaleja, jotka ovat verrattavissa EcoUpin tarjoomaan. Merkittävimpänä erona on kuitenkin se, että verrokkit käyttävät eristemateriaalin valmistuksessa raakaa puumateriaalia EcoUpin käyttämän kierrätysmateriaalin sijaan.

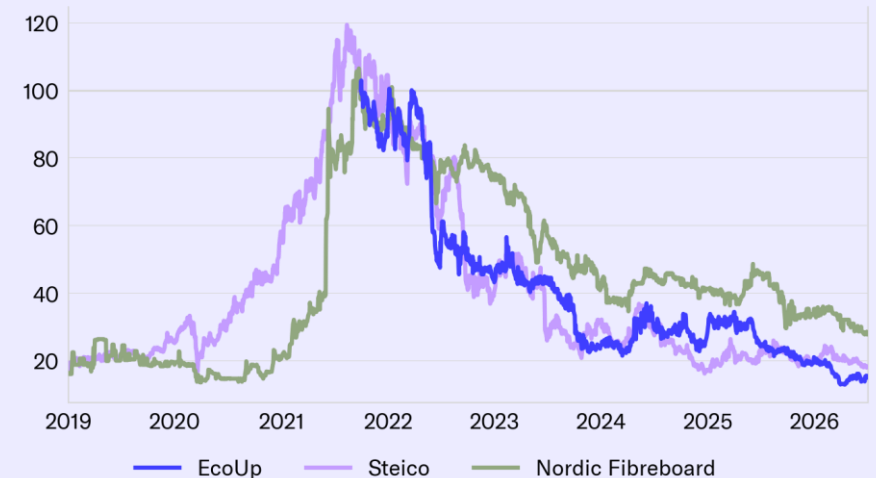
DCF-herkkyysanalyysi

Parametrin muutoksen vaikutus ennusteperiodilla DCF-arvoon



EcoUpin ja verrokkien kurssikehitys

2019-2026 Indekssoitu (9/2021 = 100)



Arvostus 3/4

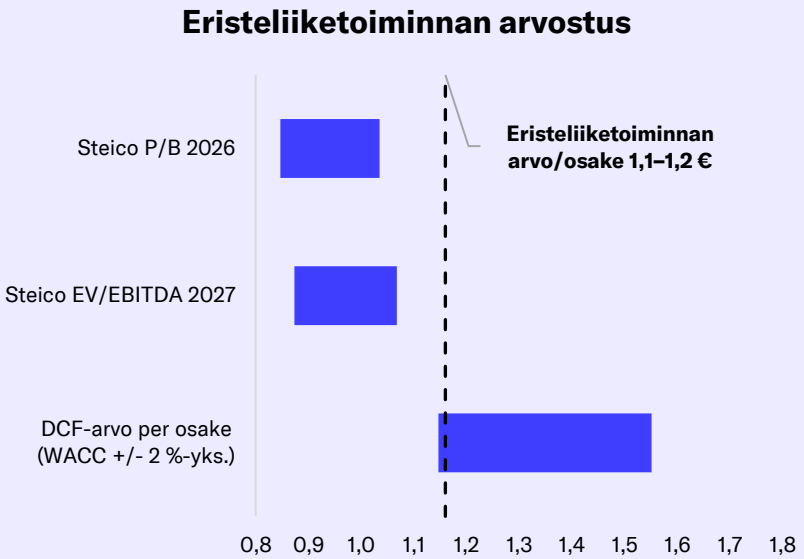
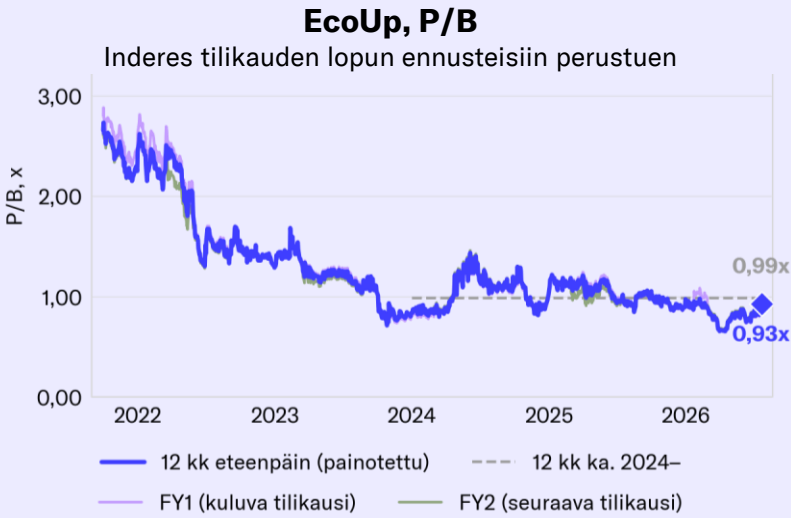
Nordic Fiberboard on EcoUpiakin pienempi yhtiö, jolla ei ole lainkaan analytikkoseurantaa, eikä näin ollen ennusteita saatavilla. Steico puolestaan on alan globaali johtaja, jolla on puolellaan suuren skaalan tuoma etu. Steicon liiketoimintamalli nojaa EcoUpia vahvemmin palvelujen sijaan tuotteeseen ja tuotantoon, eikä yhtiöllä ole EcoUpin kaltaista asennuskapasiteettia. Tämän myötä Steicon liiketoiminta on huomattavasti pääomavaltaisempaa, ja vaatii korkeampaa liikevoittomarginaalia tyydyttävän pääoman tuoton saavuttamiseen. Näiden verrokkien osakekurssien sekä liiketoiminnan tunnuslukujen tarkastelu viestii, että EcoUpin viimevuosien tulostason mureneminen on johtunut etunenässä markkinavetoisista tekijöistä, eikä verrokkit ole onnistuneet omistaja-arvon luomisessa merkittävästi EcoUpia paremmin. Muun verrokkiryhmän liiketoiminta on heikommin verrattavissa EcoUpiin, mutta kysyntäajurit ovat arviomme mukaan saman suuntaisia. Näin ollen muun verrokkiryhmän arvostuksen tai ennusteiden muutokset voivat kieliä kysyntäodotusten muutoksista.

Pidämme verrokeista Steicoa parhaana verrokkina EcoUpin arvostukselle. Lisäksi Steicon omistusrakenne on hyvin verrattavissa EcoUpiin, sillä myös Steicon omistus on keskittynyt suuremmalle teolliselle toimijalle (Kingspan omistus 51 %). Käyttökatepohjaisesti Steico on arvostettu kuluvalle vuodelle selvästi EcoUpia edullisemmin, kun taas ensi vuoden kertoimella EcoUpin arvostus painuu hieman Steicoa matalammalle. Tähän peilattuna EcoUpin arvostus ei vaikuta erityisen houkuttelevalta, mutta ei erityisen yliarvostetultaakaan tulosparannuksen toteutuessa. Steicon korkeampaa kannattavuustasoa peilaten sen EV/liikevaihto-kerroin on noin kaksinkertainen. Tämä kuvaa tulostähtäimen

toteutumiseen liittyvää tuotto-potentiaalia. Pidämme verrokkianalyysin antamaa signaalia lievästä yliarvostuksesta merkitykseltään vähäisenä perustuen löydettävissä olevan verrokkiryhmän välttävään vertailukelpoisuuteen kahta yhtiötä lukuun ottamatta. Verrokkien analyysi kuitenkin vahvistaa luottoamme siihen, että EcoUpin viime vuosien tulosromahdus liittyy ennemmin toimialakohtaisiin tekijöihin, kuin yhtiön sisäisiin ongelmiin.

Eristeliiketoiminnan hyväksyttävä arvostus

Eristeliiketoiminnan hyväksyttävää arvostustasoa painaa arviomme mukaan liiketoiminnan syklinen luonne, pieni koko, sekä niche-toimijana rajallinen kasvu-ura. Hyväksyttävää arvostustasoa puolestaan liiketoiminnan profiloituminen vaihtoehtoisia eristemuotoja ympäristöystävällisemmäksi vaihtoehdoksi. Pitkän aikavälin neutraaliin kannattavuustasoon nähden pidämme noin 5–6x EV/EBITDA arvostustasoa yhtiölle hyväksyttävänä tasona. Liiketoiminnan syklisen luonteen vuoksi käyttökate, sekä yksittäisten vuosien käyttökatteeseen perustuvat kertoimet voivat kuitenkin vaihdella merkittävästi. Koska nykyinen kannattavuustaso on arviomme mukaan rakenteellista kannattavuutta selvästi matalammalla, hyväksymme lähivuosille pitkän aikavälin neutraaleja kertoimia korkeammat kertoimet. Odotamme Eristeliiketoiminnan saavuttavan pidemmän aikavälin normaalin tulostason vuosina 2028–2029, jolloin kertoimet painuisivat hyväksymämme tason alapuolelle, mikä pitää pidemmän aikavälin tuotto-odotuksen hyvänä.



Arvostus 4/4

Arvostusmenetelmät puoltavat kokonaisuutena Eristeliiketoiminnan lievää alennushinnoittelua suhteessa kassavirtamallin viitoittamaan arvoon. Tämä käy mielestämme järkeen kassavirtamallin oletuksiin sisällytetty huomattava tuloskäännö sekä nykyinen matala tulostaso huomioiden.

Teknologia liiketoiminnan arvonmääritys on haastavaa

Teknologia liiketoiminnan arvonmääritys on liiketoiminnan varhaisen vaiheen (ei liikevaihtoa) vuoksi hyvin haastavaa. Pohjaamme liiketoiminnan arvon ennusteskenaarioon, jossa liiketoiminta yltää 2030-luvulla noin 15 MEUR:n liikevaihtoon, sekä noin 10 % käyttökatemarginaaliin. Haaste ennusteskenaariossa on se, että kasvu pitäisi saavuttaa rajallisilla lisäinvestoinneilla, mikä tukisi pääoman tuoton (ROCE-%) 2030-luvulla 15 %:n tuntumaan. Tämä on mielestämme mahdollinen kehityskulku EcoUpin Teknologia liiketoiminnan kumppanuusmalliin pohjaavan strategian raameissa. Korostamme, että ennusteisiin liittyy huomattavasti korkeampaa epävarmuutta kuin esimerkiksi Eristeliiketoiminnan ennusteisiimme. Skenaariossamme kassavirta kääntyy positiivisesti vuonna 2030, mihin mennessä liiketoiminta vaatisi lisäinvestointeja EcoUpin toimesta ainoastaan 2 MEUR:n edestä kiinteään omaisuuteen ja käyttö pääomaan. Kassavirtalaskelman nykyarvoksi muodostuu 3 MEUR, mikä vastaa aiempaa arviotamme Teknologia liiketoiminnan arvosta osien summa –laskelmassa. Teknologia liiketoimintaan on arviomme mukaan investoitu yli 7 MEUR, joten arviomme liiketoiminta-aihion arvosta on selvästi investointimäärää alempana. Siten investointeja ei toistaiseksi voi pitää onnistuneina. Uutta liiketoimintamallia rakennettaessa tämä on korkeasta riskitasosta johtuen arviomme mukaan kuitenkin varsin

yleinen lopputulema. Uuden liiketoimintamallin kehittäminen on itsessään haastava ja riskipitoinen hanke, minkä lisäksi markkinatilanne on heittänyt merkittävästi kapuloita rattaisiin liiketoimintamallin tavoitellun ylösajon aikana.

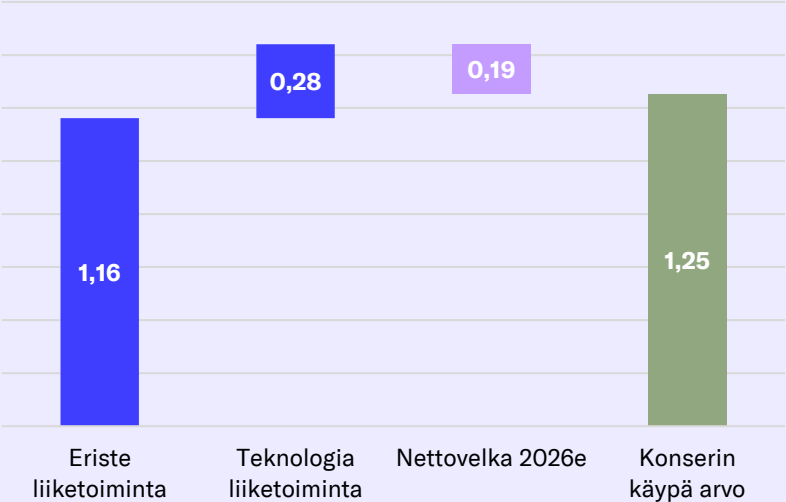
Arvostuksen yhteenveto

Päästäksemme arvioon konsernin oman pääoman arvosta, tulee Teknologia liiketoiminnan ja Eristeliiketoiminnan yhteenlasketusta arvosta vähentää nettovelat. Tämän laskutoimituksen lopputulemana päädyimme reilun 1,2 euron osakekohtaiseen arvoon. Mielestämme tuotto-odotuksella on osakkeen nykytasolta eväät nousta houkuttelevaksi markkinan käänteeseen koittaessa. Huomioiden Eristeliiketoiminnan kysynnän viiveet suhteessa rakentamisen aktiviteettiin, on keskipitkän aikavälin tuotto-odotukseen nojautuminen arviomme mukaan vielä aikaista. Markkinakäänteeseen viivästymiseen sekä lyhyen aikavälin tuloskehitykseen liittyvät riskit pitävät meidät varovaisella kannalla osakkeen suhteen. Erityisen väärinhinnoittelulta osake ei kokonaisuutena vaikuta, ja osakkeen käypä arvo asettuu arviomme mukaan 1,0–1,4 euron haarukkaan. Tavoitehintamme asetamme edellä mainittujen haarukan keskikohtaan (1,2 euroa), ja toistamme Vähennä-suosituksemme. Positiivisten yllätysten mahdollisuus liittyy Teknologia liiketoiminnan kaupallistamisen edistysaskeleisiin tai Pohjoismaisen pientalorakentamisen odotuksiamme pirteämpään vetoon. Kokonaisuutena lyhyen aikavälin ennusteriskit kallistuvat arviomme mukaan ennemmin negatiiviseen kuin positiiviseen suuntaan.

Teknologia liiketoiminnan DCF-oletukset

Oletukset	
WACC	12,0%
Pitkän aikavälin kasvu (g)	3,0%
Pääoman tuoton tavoite (päätevuosi)	15,0%
Veroaste	20,0%
Käyttöpääoma (% liikevaihdosta)	8,0%
Ennustejakso	2026e–2035e
Kassavirtalaskelman tulokset (MEUR)	
PV, ennustejakso 2026e–2035e	0,89
Päätearvo (Gordon, 2035e)	6,88
PV, päätearvo	2,22
Yritysarvo (EV), Teknologia	3,10
Päätearvon osuus EV:stä	71,4%

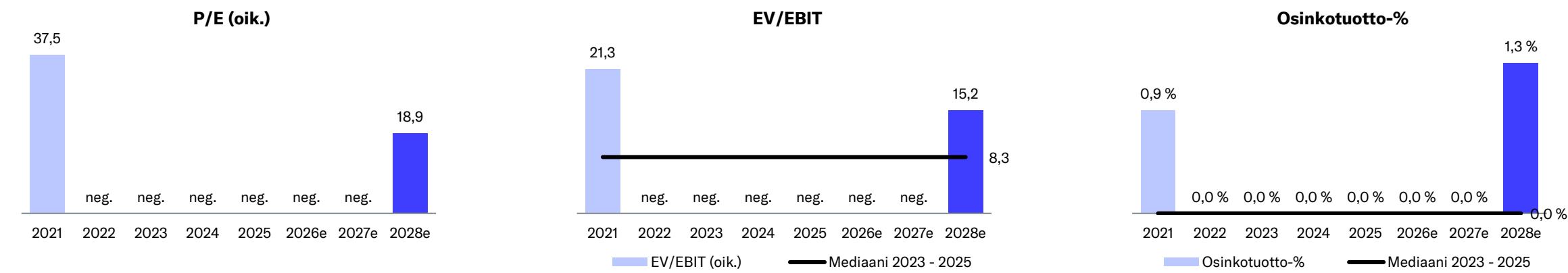
Osien summa -laskelma



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	6,58	3,04	1,73	2,18	1,48	1,20	1,20	1,20	1,20
Osakemäärä, milj. kpl	8,87	8,87	8,87	8,90	8,90	11,1	11,1	11,1	11,1
Markkina-arvo	58	27	15	19	13	13	13	13	13
Yritysarvo (EV)	55	28	19	23	18	15	15	13	12
P/E (oik.)	37,5	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	18,9	8,4
P/E	55,3	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	37,5	8,8
P/B	2,5	1,3	0,8	1,1	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9
P/S	1,9	0,8	0,5	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	1,8	0,8	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	11,1	15,3	7,5	8,3	26,9	10,3	6,1	3,8	2,6
EV/EBIT (oik.)	21,3	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	15,2	6,8
Osinko/tulos (%)	50,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	50,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	3,4 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2026e
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	
EcoUp	13	18			9,0	6,0	0,62	0,50					0,89
Steico	266	363	10,7	9,6	5,4	5,0	0,93	0,87	14,2	12,6	1,9	2,1	0,71
Rockwool	5659	5827	11,3	10,5	7,2	6,7	1,54	1,47	14,5	13,5	2,1	2,3	1,86
Kingspan	13789	16141	16,0	14,4	12,1	11,0	1,62	1,50	18,5	16,2	0,8	0,9	2,84
Recticel	659	634	19,3	15,1	9,7	8,2	0,87	0,80	27,5	21,4	2,4	2,5	1,51
BEWI	382	852	29,1	19,1	8,7	7,7	1,00	0,96		23,1		1,9	0,84
LapWall	61	72	16,8	9,3	10,3	6,6	1,39	1,09	19,2	10,1	3,8	6,6	3,20
HHDC	224	360	48,5	15,9	11,9	7,8	1,00	0,95	158,4	18,3			1,74
Inwido	888	1157	13,0	11,1	9,1	8,0	1,21	1,17	16,3	13,3	3,6	3,9	1,69
Fasadgruppen	159	348	9,2	7,8	6,8	6,0	0,71	0,67	8,1	6,0			0,64
Consti	91	93	9,7	7,4	7,1	5,8	0,27	0,26	12,7	9,5	6,4	6,6	1,91
EcoUp (Inderes)	13	15	-9,6	-41,1	10,3	6,1	0,54	0,46	-6,6	-32,2	0,0	0,0	0,91
Keskiarvo			18,4	12,0	8,5	7,2	0,98	0,93	32,2	14,4	3,0	3,3	1,62
Mediaani			14,5	10,8	8,8	6,7	0,97	0,95	16,3	13,4	2,4	2,4	1,69
Erotus-% vrt. mediaani			-166 %	-482 %	17 %	-10 %	-44 %	-51 %	-141 %	-340 %	-100 %	-100 %	-46 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	30,7	29,3	11,3	17,5	28,8	32,0	35,8	38,7
Käyttökate	2,8	0,7	-0,8	2,3	1,5	2,4	3,5	4,4
Poistot ja arvonalennukset	-3,7	-3,7	-1,8	-1,7	-3,4	-3,1	-3,0	-2,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,4	-2,2	-2,4	0,8	-1,6	-0,4	0,9	1,7
Liikevoitto	-1,0	-3,0	-2,6	0,6	-1,9	-0,7	0,5	1,6
Nettorahoituskulut	-0,4	0,1	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1
Tulos ennen veroja	-1,4	-2,9	-2,8	0,4	-2,4	-0,9	0,4	1,5
Verot	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-1,4	-3,0	-2,8	0,4	-2,4	-0,8	0,4	1,5
EPS (oikaistu)	-0,09	-0,24	-0,24	0,05	-0,18	-0,04	0,06	0,14
EPS (raportoitu)	-0,15	-0,33	-0,25	0,04	-0,21	-0,07	0,03	0,14

Tunnusluvut	2024	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	0,5 %	-4,4 %	-15,0 %	9,1 %	-1,8 %	11,0 %	12,0 %	8,0 %
Käyttökate-%	9,0 %	2,3 %	-6,8 %	13,0 %	5,2 %	7,6 %	9,8 %	11,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	-1,3 %	-7,5 %	-20,9 %	4,4 %	-5,6 %	-1,1 %	2,4 %	4,4 %
Nettotulos-%	-4,4 %	-10,1 %	-24,9 %	2,6 %	-8,2 %	-2,4 %	1,0 %	3,9 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	20,3	18,3	16,3	14,7	13,2
Liikearvo	2,7	1,5	1,2	0,8	0,5
Aineettomat hyödykkeet	4,9	4,7	4,7	4,7	4,7
Käyttöomaisuus	12,6	11,9	10,3	9,0	7,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	10,1	8,2	8,0	9,1	11,3
Vaihto-omaisuus	2,7	3,5	2,7	2,9	3,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Myyntisaamiset	3,4	2,6	2,9	3,2	3,4
Likvidit varat	4,0	1,6	1,9	2,6	4,2
Taseen loppusumma	30,4	26,4	24,3	23,8	24,4

Lähde: Inderes

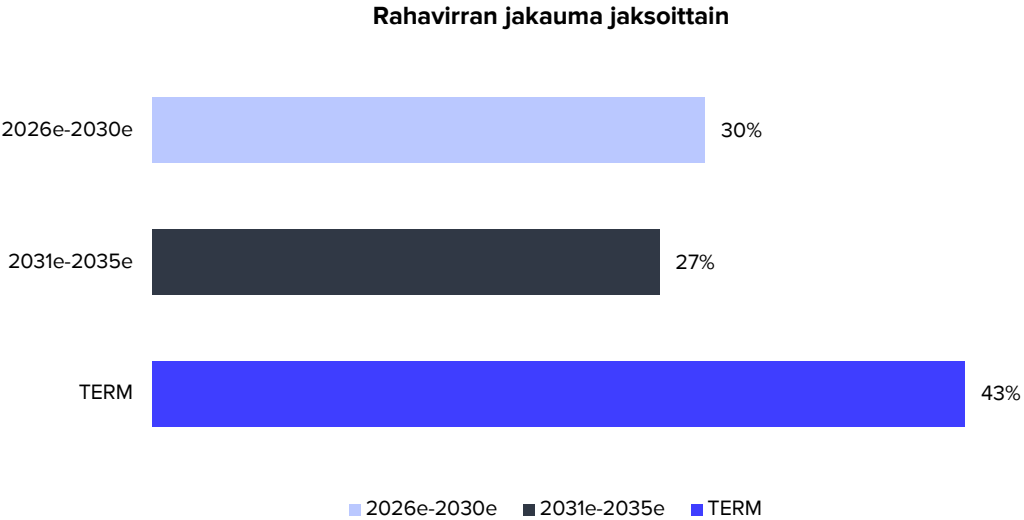
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	17,2	14,2	14,8	14,0	14,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-0,7	-3,7	-6,0	-6,8	-6,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	17,8	17,8	20,7	20,7	20,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	8,3	5,5	3,9	3,9	3,9
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	7,5	4,6	3,0	3,0	3,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,9	0,9	0,9	0,9
Lyhytaikaiset velat	4,9	6,7	5,7	5,9	6,2
Korolliset velat	0,0	1,9	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,2	2,3	2,2	2,4	2,7
Muut lyhytaikaiset velat	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5
Taseen loppusumma	30,4	26,4	24,3	23,8	24,4

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-4,4 %	-1,8 %	11,0 %	12,0 %	8,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	-10,3 %	-6,8 %	-2,2 %	1,4 %	4,2 %	5,5 %	5,5 %	5,3 %	5,1 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %
Liikevoitto	-3,0	-1,9	-0,7	0,5	1,6	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	
+ Kokonaispoistot	3,7	3,4	3,1	3,0	2,8	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,6	0,3	-0,2	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	0,0	1,8	2,3	3,3	4,4	4,6	4,7	4,1	4,0	3,9	3,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,0	-2,0	-2,1	-2,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,5	0,3	0,8	1,8	1,9	2,1	2,2	2,1	2,0	1,8	1,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,5	0,3	0,8	1,8	1,9	2,1	2,2	2,1	2,0	1,8	1,5	19,2
Diskontattu vapaa kassavirta		0,3	0,7	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1	0,9	0,8	0,6	7,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		16,9	16,6	15,9	14,6	13,2	11,9	10,7	9,6	8,7	7,9	7,3
Velaton arvo DCF		16,9										
- Korolliset velat		-6,5										
+ Rahavarat		4,6										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		15,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,3										

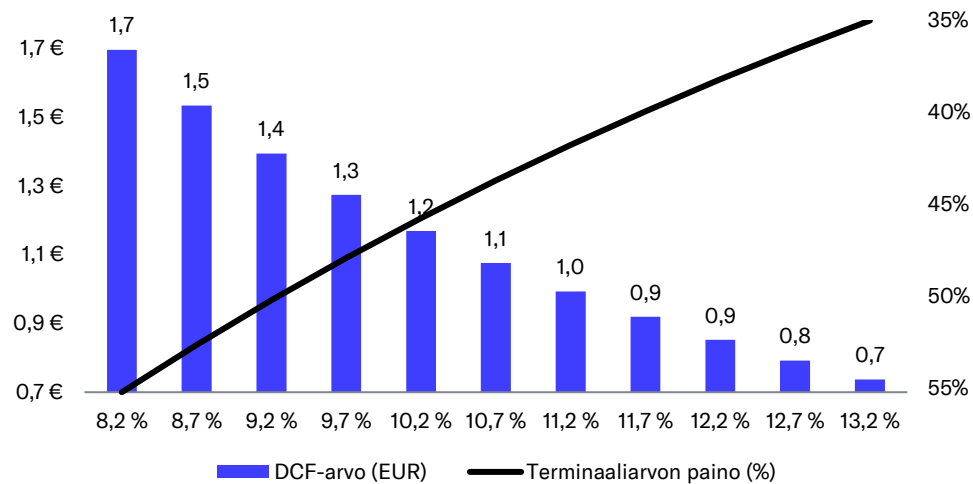
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	19,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,57
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,80 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,7 %

Lähde: Inderes

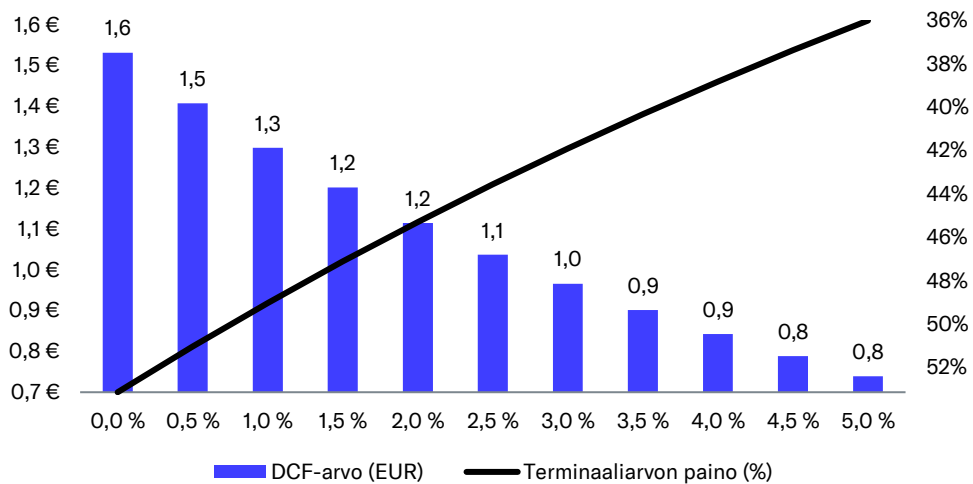


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

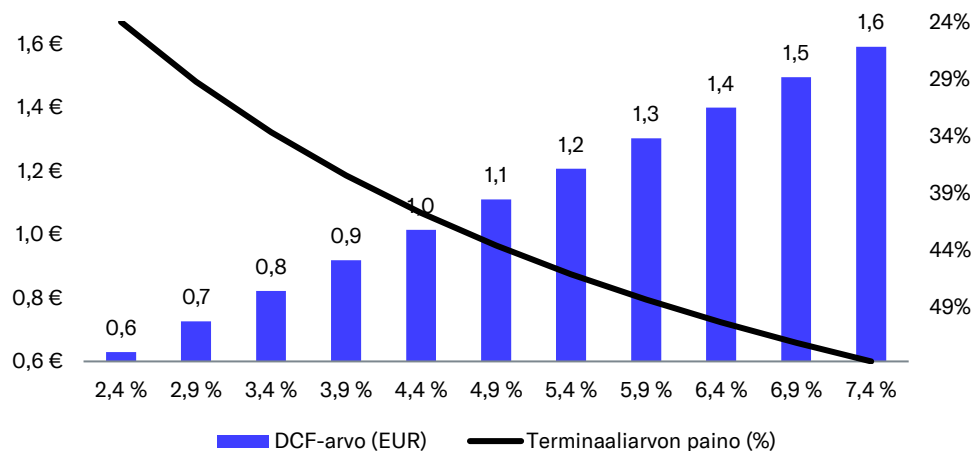
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



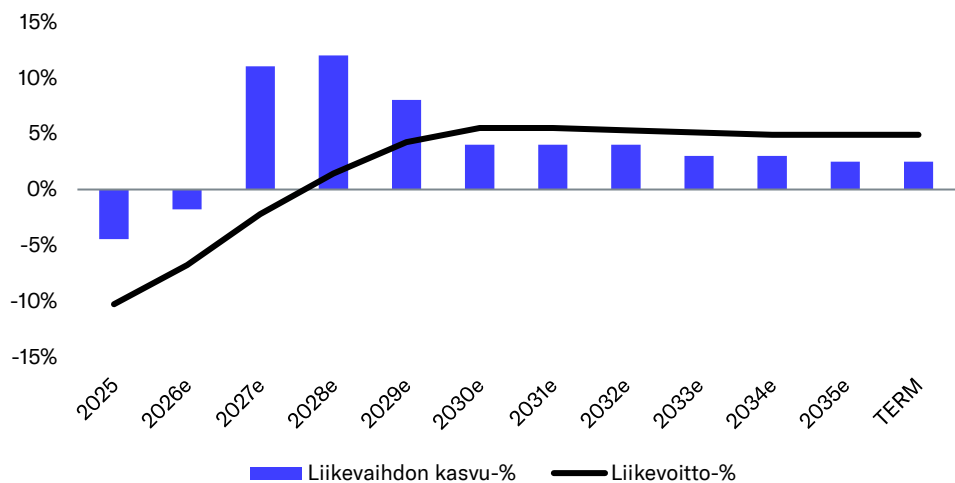
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e	Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	30,5	30,7	29,3	28,8	32,0	EPS (raportoitu)	-0,22	-0,15	-0,33	-0,21	-0,07
Käyttökate	2,5	2,8	0,7	1,5	2,4	EPS (oikaistu)	-0,16	-0,09	-0,24	-0,18	-0,04
Liikevoitto	-1,5	-1,0	-3,0	-1,9	-0,7	Operat. Kassavirta / osake	0,19	0,31	0,00	0,16	0,21
Voitto ennen veroja	-1,9	-1,4	-2,9	-2,4	-0,9	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,24	0,00	-0,17	0,03	0,07
Nettovoitto	-2,0	-1,4	-3,0	-2,4	-0,8	Omapääoma / osake	2,09	1,93	1,60	1,32	1,26
Kertaluontoiset erät	-0,5	-0,6	-0,8	-0,3	-0,3	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e	Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	29,8	30,4	26,4	24,3	23,8	Liikevaihdon kasvu-%	-14 %	1 %	-4 %	-2 %	11 %
Oma pääoma	18,6	17,2	14,2	14,8	14,0	Käyttökatteen kasvu-%	36 %	11 %	-76 %	123 %	63 %
Liikearvo	3,3	2,7	1,5	1,2	0,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	20 %	60 %	-452 %	27 %	78 %
Nettovelat	3,2	3,5	4,9	2,1	1,4	EPS oik. kasvu-%	12 %	44 %	-170 %	26 %	79 %
						Käyttökate-%	8,1 %	9,0 %	2,3 %	5,2 %	7,6 %
Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e	Oik. Liikevoitto-%	-3,2 %	-1,3 %	-7,5 %	-5,6 %	-1,1 %
Käyttökate	2,5	2,8	0,7	1,5	2,4	Liikevoitto-%	-5,0 %	-3,1 %	-10,3 %	-6,8 %	-2,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,7	0,0	-0,6	0,3	-0,2	ROE-%	-10,1 %	-7,6 %	-18,9 %	-16,3 %	-5,3 %
Operatiivinen kassavirta	1,7	2,8	0,0	1,8	2,3	ROI-%	-6,0 %	-3,9 %	-13,2 %	-9,9 %	-3,8 %
Investoinnit	-3,8	-2,4	-1,6	-1,5	-1,5	Omavaraisuusaste	62,2 %	56,7 %	53,8 %	60,7 %	58,8 %
Vapaa kassavirta	-2,1	0,0	-1,5	0,3	0,8	Nettovelkaantumisaste	17,3 %	20,1 %	34,3 %	14,1 %	10,1 %
						Nettovelka/käyttökate	1,3	1,3	7,3	1,4	0,6
						EBITDA/nettorahoituskulut	7,0	6,6	-7,4	3,6	15,3

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevista. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30/09/2021	Osta	8,50 €	7,03 €
29/12/2021	Osta	8,50 €	6,06 €
21/03/2022	Osta	8,50 €	6,73 €
30/05/2022	Vähennä	5,75 €	5,24 €
30/08/2022	Vähennä	4,00 €	3,50 €
28/10/2022	Vähennä	3,75 €	3,34 €
24/01/2023	Vähennä	3,75 €	3,36 €
17/03/2023	Vähennä	3,50 €	3,14 €
02/05/2023	Vähennä	3,25 €	2,90 €
24/08/2023	Vähennä	2,80 €	2,69 €
01/11/2023	Vähennä	2,00 €	1,95 €
29/02/2024	Vähennä	1,80 €	1,67 €
27/03/2024	Vähennä	1,80 €	1,65 €
26/04/2024	Vähennä	1,80 €	2,00 €
19/08/2024	Vähennä	2,00 €	2,04 €
29/10/2024	Vähennä	2,00 €	2,00 €
03/12/2024	Lisää	2,00 €	1,64 €
27/02/2025	Lisää	2,60 €	2,32 €
30/04/2025	Lisää	2,50 €	2,16 €
14/05/2025	Lisää	2,50 €	2,10 €
04/06/2025	Vähennä	2,30 €	€2,14
10/07/2025	Vähennä	1,90 €	1,74 €
19/08/2025	Vähennä	1,70 €	1,60 €
29/10/2025	Vähennä	1,70 €	1,49 €
23/01/2026	Vähennä	1,40 €	1,38 €
27/02/2026	Vähennä	1,30 €	1,28 €
20/04/2026	Vähennä	1,00 €	0,94 €
28/04/2026	Vähennä	1,00 €	1,02 €
22/07/2026	Vähennä	1,20 €	1,20 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**