

# PARTNERA

27.05.2025 9.25 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**LAAJA RAPORTTI**



# Sijoitusyhtiöstä rakennustuoteyhtiöksi

*Sijoitusyhtiö Partneran strategian keskiöön on noussut vaahtolasin tuotantoyhtiö Foamit Group. Foamit Groupilla on meneillään merkittävät kasvuinvestoinnit tuotantolaitoksillaan, minkä lisäksi strategiaan kuuluvat yritysostot ja maantieteellinen laajentuminen. Lähivuosien tulokasvuun nojaava tuotto-odotus jää arviomme mukaan kookkaiden investointien kohottaman tuottovaateemme tasolle. Näin ollen toistamme 0,85 euron tavoitehintamme ja laskemme suosituksemme Vähennä-tasolle.*

## Partnera on murrosvaiheessa oleva sijoitusyhtiö

Epäonnistuneen KPA Unicon –sijoituksen jälkeen Partneran strategia uudistettiin vuonna 2024. Uusi strategia tähtää vaahtolasiyhtiö Foamit Groupin kehittämiseen investointien sekä yritysostojen avulla, kun taas muista omistuksista pyritään irtaantumiseen. Jo tapahtuneiden irtaantumisten jäljiltä Foamit Group on Partneran ainoa enemmistöomistus ja yhtiön taseasema on erittäin vahva. Foamit Group on syntynyt yritysostojen seurauksena, ja konsernin muodostavat Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa toimivat Uusioaines Oy, Hasopor AB sekä Glasopor AS. Konserni on Pohjoismaiden johtava ja ainoa vaahtolasin valmistaja, minkä lisäksi yhtiö omistaa Suomen ainoan lasinkierrätyslaitoksen. Viime vuosina kehitys on ollut vahvaa etenkin Ruotsissa infrarakentamisen suurhankkeiden tukemana, kun taas etenkin Norjassa kehitys on jäänyt vaisuksi. Vaahtolasi on lasin kierrätyksessä syntyvästä lasipölystä valmistettava rakennusmateriaali, joka soveltuu erityisesti keveyttä, eristävyyttä sekä kosteudenhallintaa vaativiin rakentamisen tarpeisiin. Pääasialliset käyttökohteet ovat olleet suurien tie- ja rataprojektien routaeristyksessä ja kevennemateriaalina. Kilpailua Foamit Group käy pääasiassa vaihtoehtoisia rakennusmateriaaleja vastaan, ja vaahtolasi profiloituu arviomme mukaan vaihtoehtoisia rakennusmateriaaleja ekologisemmaksi sekä

suorituskykyisemmäksi, joskin preemiohintaiseksi tuotteeksi.

## Foamit Groupin strategia on kasvuhakuinen

Partnera tavoittelee Foamit Groupin liikevaihdon kasvattamista 100 MEUR:oon vuoteen 2028 mennessä, mikä vastaa liikevaihdon yli kaksinkertaistamista vuoden 2024 tasolta. Tavoitteen saavuttaminen vaatii laajentumista uusille markkina-alueille yritysostojen avulla. Käynnissä olevien merkittävien orgaanisten investointien siivittämänä odotamme liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 7 % 44 MEUR:oon ja ensi vuonna 12 % 50 MEUR:oon. Pohjoismaiden lähivuosien infrarakentamisen orastava kasvunäkymä sekä vaahtolasin matala markkinaosuus mahdollistavat liikevaihdon kasvun. Kannattavuuden osalta Foamit Group tavoittelee 20 %:n käyttökate-%:a, kun viime vuosina yhtiö on yltänyt keskimäärin reilun 15 %:n tasolle. Etenkin Norjan tuotantoyksikön tehokkuutta parantamalla näemme nykyisessä kannattavuustasossa parantamisen varaa, ja Foamit Groupin käyttökateen ennusteemme lähivuosille ovat 16–17,5 %:n tasolla. Tesi on merkittävänä vähemmistöomistajana Foamit Groupissa, minkä myötä kolmannes Foamit Groupin tuloksesta kuuluu vähemmistöomistajille.

## Arvostus neutraalilla alueella

Arvotamme Partneraa osien summa –laskelmaan pohjautuen. Osakekannan arvo keskittyy tällä hetkellä omistukseen Foamit Groupissa (0,55 euroa/osake) sekä Partneran nettokassaan (0,58 euroa/osake). Osien summan –mukainen arvo on 1,1 euroa osakkeelta. Merkittävä alennus suhteessa osien summan mukaiseen arvoon on mielestämme arvon purkautumisen viive sekä investointien riskitekijät huomioiden perusteltu. Foamit Groupin lähivuosien tulokasvun vauhti tulee arviomme mukaan olemaan ensisijainen osakkeen tuottojen ajuri. Odotammekin konkreettisempia merkkejä tulokasvun käynnistymisestä ennen tukeutumista lähemmäs osien summan mukaista arvoa.

## Suositus

**Vähennä**

(aik. Lisää)

## Tavoitehinta:

**0,85 EUR**

(aik. 0,85 EUR)

## Osakekurssi:

0,81 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



|                       | 2024   | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>Liikevaihto</b>    | 41,4   | 44,2  | 49,7  | 52,8  |
| <b>kasvu-%</b>        | -18 %  | 7 %   | 12 %  | 6 %   |
| <b>EBIT oik.</b>      | 0,9    | 1,8   | 2,4   | 3,8   |
| <b>EBIT-% oik.</b>    | 2,1 %  | 4,0 % | 4,8 % | 7,1 % |
| <b>Nettotulos</b>     | 4,7    | -0,5  | -0,1  | 0,8   |
| <b>EPS (oik.)</b>     | -0,01  | 0,02  | 0,03  | 0,05  |
| <b>P/E (oik.)</b>     | neg.   | 44,6  | 27,1  | 15,3  |
| <b>P/B</b>            | 0,5    | 0,7   | 0,7   | 0,7   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 14,7 % | 2,5 % | 1,2 % | 3,7 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | 22,6   | 18,1  | 13,6  | 8,1   |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 3,3    | 5,4   | 4,6   | 3,7   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 0,5    | 0,7   | 0,7   | 0,6   |

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

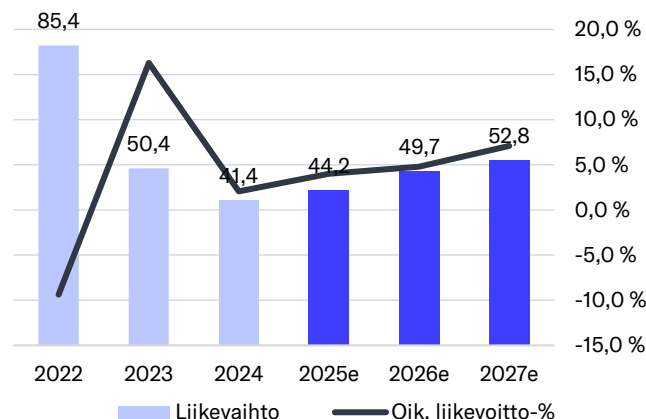
Partnera ei anna lyhyen aikavälin näkymiä strategian päälinjausten toteuttamisen ja liiketoiminnan luonteen vuoksi.

## Osakekurssi



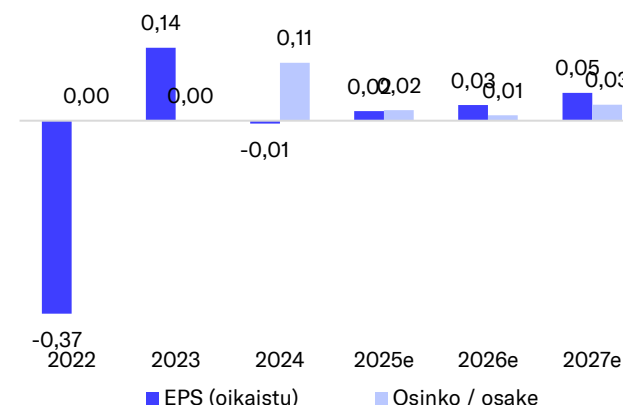
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Merkittävän nettokassan ohjaaminen strategiaan sijoituskohteisiin
- Foamit Groupilla hyvät kysyntäajurit
- Nykyisen valmistuskapasiteetin tehokkuusparannukseen on hyvät edellytykset
- Nordic Optionin myynti keskipitkällä aikavälillä

## Riskitekijät

- Merkittäviin orgaanisten investointien epäonnistuminen
- Yritystoihin liittyvät riskit
- Keskittynyt omistajuus
- Irtaantuminen Nordic Optionista lykkääntyy tai tapahtuu heikolla kauppahinnalla
- Vaahtolasin kysyntään liittyvät riskit
- Kilpailu vaihtoehtoisten rakennusmateriaalien suunnalta

| Arvostustaso                 | 2025e | 2026e | 2027e   |
|------------------------------|-------|-------|---------|
| <b>Osakekurssi</b>           | 0,81  | 0,81  | 0,81    |
| <b>Osakemäärä, milj. kpl</b> | 36,2  | 36,2  | 36,2    |
| <b>Markkina-arvo</b>         | 29    | 29    | 29      |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>       | 32    | 32    | 31      |
| <b>P/E (oik.)</b>            | 44,6  | 27,1  | 15,3    |
| <b>P/E</b>                   | neg.  | neg.  | 37,8    |
| <b>P/B</b>                   | 0,7   | 0,7   | 0,7     |
| <b>P/S</b>                   | 0,7   | 0,6   | 0,6     |
| <b>EV/Liikevaihto</b>        | 0,7   | 0,7   | 0,6     |
| <b>EV/EBITDA</b>             | 5,4   | 4,6   | 3,7     |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>        | 18,1  | 13,6  | 8,1     |
| <b>Osinko/tulos (%)</b>      | neg.  | neg.  | 139,8 % |
| <b>Osinkotuotto-%</b>        | 2,5 % | 1,2 % | 3,7 %   |

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

|                                         |              |
|-----------------------------------------|--------------|
| Yhtiökuvaus                             | <b>5-15</b>  |
| Strategia ja taloudelliset tavoitteet   | <b>16-17</b> |
| Toimiala ja markkina                    | <b>18-20</b> |
| Taloudellinen tilanne                   | <b>21</b>    |
| Ennusteet                               | <b>22-27</b> |
| Sijoitusprofiili                        | <b>28</b>    |
| Arvonmäärittäminen                      | <b>29-35</b> |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | <b>36</b>    |

# Partnera lyhyesti

Partnera on liiketoimintakonserni, joka keskittyy tytäryhtiönsä Foamit Groupin kasvattamiseen. Yhtiö investoi Foamit Groupin kierrätyslasiin pohjautuvan vaahtolasin tuotantokapasiteettiin ja hakee kasvua kiertotalouden ja kestävän rakentamisen markkinoilta.

**41,4 MEUR** (-5,3 %)

Foamit Groupin liikevaihto 2024 (kasvu-%)

**6,0 MEUR** (14,5 %)

Foamit Groupin EBITDA 2024 (EBITDA-%)

**7,6 %** (2020-2024)

Foamit Groupin Keskimääräinen liikevaihdon kasvu

**95**

Foamit Groupin henkilöstön määrä 2024

**18,6 MEUR**

Foamit Groupin tilauskanta 2024 lopussa

### VAKAA SIOITUSYHTIÖ

Partnera nimi käyttöön vuonna 2015

Sijoitukset Uusioaineeseen ja Hasoporiin Pohjoismaisen Foamit Groupin luomiseksi

Vaikuttavuussijoittamiseen keskittyvän strategian jalkauttamisen jälkeen tekninen listautuminen First North listalle vuonna 2020

### TAKAISKU PROJEKTITOIMITUKSISTA

Vuonna 2021 tehty sijoitus energia-teknologiayhtiö KPA Uniconiin epäonnistuu suurien projektitoimitus-ongelmien myötä

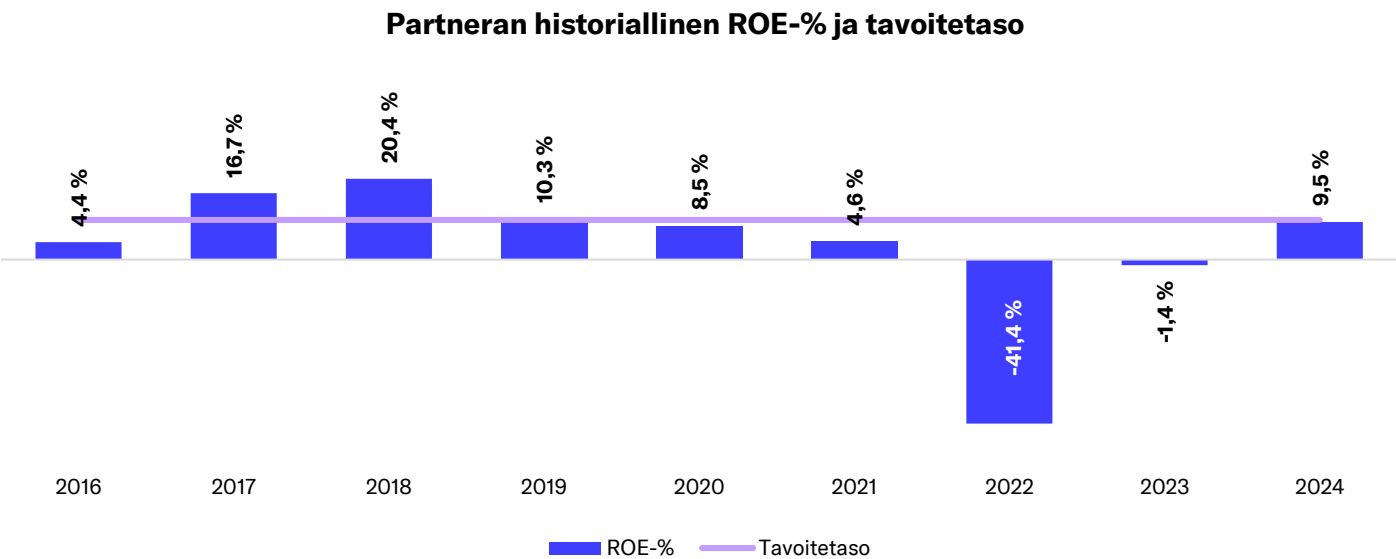
Foamit Groupiin liittyy Norjalainen Hasopor

### FOAMIT GROUP KESKIÖÖN

Onnistunut irtaantuminen sijoitusyhtiö Findasta

Strateginen päätös keskittää varat vaahtolasiyhtiö Foamit Groupin kehittämiseen

Mittavat laajennusinvestoinnit vaahtolasikapasiteetin kasvattamiseksi



# Partnera

## Sijoitusyhtiön juuret ulottuvat kauas

Partnera on oululainen liiketoimintakonserni, jonka keskiössä on omistaja-arvon kasvattaminen sekä kestävä tulevaisuuden rakentaminen. Partneran juuret ulottuvat aina vuoteen 1882 Oulun kantakaupungin puhelinlinjojen avaamiseen ja myöhemmin Oulun Puhelimeen. Vuonna 2013 yhtiön historia puhelinliiketoiminnassa päättyi, kun Partnera (tällöin Oulu ICT) myi DNA:n osakkeet, jotka se oli saanut teleliiketoiminnan sulautuessa DNA:han vuonna 2007. Nykyisen strategiansa yhtiö otti käyttöön 2017, minkä jälkeen se on rakentanut liiketoimintakonserniaan pala kerrallaan yritysjärjestelyvetoisesti. Historiallisen puhelinliiketoiminnan myötä Partneralla on varsin laaja omistajuus, ja maaliskuun lopussa sillä oli vajaat 24 000 osakkeenomistajaa. Selvästi suurimpana omistajana on reilun 47 %:n omistusosuudella Oulun kaupunki, joka käsityksemme mukaan ei osallistu yhtiön operatiiviseen toimintaan kuin nimitysvaliokunnan kautta.

Nykyiset Partneran omistukset ovat strateginen 66 %:n enemmistöomistus vaahtolasiyhtiö Foamit Groupissa sekä ei-strateginen 34 %:n omistus pääomasijoitusrahasto Nordic Optionissa. Strategian ulkopuolisista omaisuuseristä Partnera on kertonut pyrkivänsä aktiivisesti irtaantumaan, minkä myötä tulevaisuuden kannalta Partnera-konsernin kannalta avainasemassa tulee olemaan Foamit Group.

## Vastuullisuusteemat ovat korkealla prioriteettilistalla

Partnera on sijoitusyhtiö, jonka ensisijaisena tavoitteena on omistaja-arvon kasvattaminen. Taloudellinen tavoite vähintään 10 %:n oman pääoman tuotosta linkittyä vahvasti omistaja-arvon kasvattamiseen. Lisäksi Partnera pyrkii rakentamaan kestävää tulevaisuutta aikaansaamalla

mittavia myönteisiä vaikutuksia ympäristöön ja yhteiskuntaan.

## Strateginen muutoskohta on käynnissä

Strategisten tavoitteidensa puitteissa Partnera tarkensi loppuvuonna 2024 strategiaansa keskittymään lasin käsittely- ja vaahtolasin valmistusyhtiö Foamit Groupiin. Investointien, yritysostojen sekä operatiivisen kehittämisen tuella Foamit Group tavoittelee liikevaihtonsa kaksinkertaistamista sekä 20 % käyttökatetta vuoteen 2028 mennessä. Osana kunnianhimoista strategiaa Foamit tutkii mahdollisuuksia liiketoiminnan laajentamiseen Pohjoismaiden ulkopuolelle.

Foamit Groupin kehittämisen lisäksi varoja kohdennetaan myös voitonjakoon, sillä yli 50 % konsernin vuosituloksesta pyritään jakamaan omistajille osinkoina. Findan myynnistä tuloutuneen myyntivoiton myötä tilikauden 2024 tuloksesta jaettava osinko nousikin yhtiön markkina-arvoon nähden korkeaksi 0,11 euroon.

Mikäli Foamit Group jää ainoaksi omistukseksi ja pääomien pääasiallinen allokontikanava on osingot, jää sijoitusyhtiömuotoisen liiketoimintamallin rooli yhtälössä mielestämme kysymysmerkiksi. Näin ollen pidämme rakennemuutoksia sekä profiloitumista operatiiviseksi yhtiöksi, Foamit Groupiksi, todennäköisenä lähitulevaisuudessa. Tämä riippuu arviomme mukaan Nordic Optionista irtaantumisen aikataulusta sekä mahdollisista muista Foamit Groupin strategian mukaisista yritysjärjestelymahdollisuuksista.

## Partneran omistukset



### Foamit Group

Lasinkierrätys- ja vaahtolasinvalmistusyhtiö  
Liikevaihto (2024): 41,4 MEUR  
Käyttökate-% (2024): 15 %  
Omistusosuus: 66 %



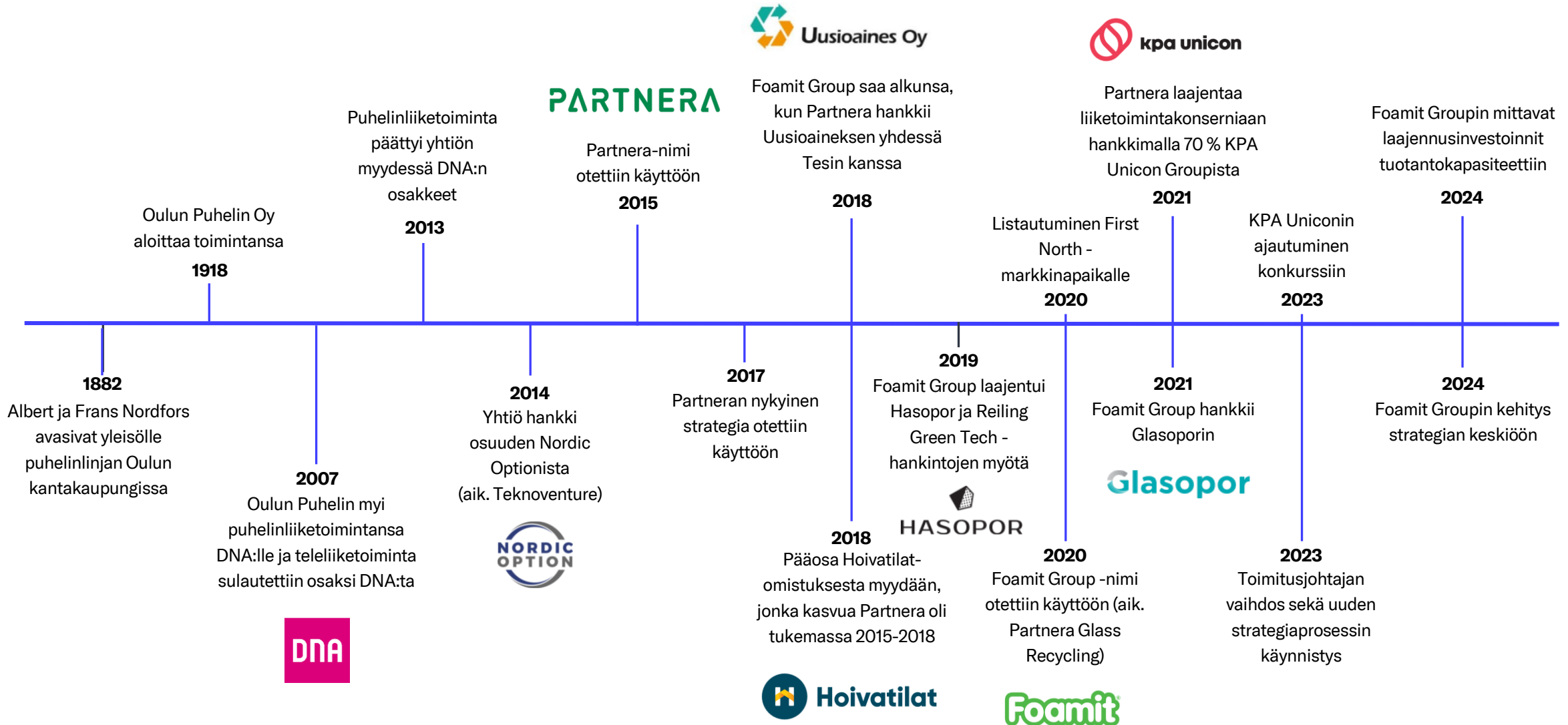
### Nordic Option

Osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto  
12 kohdeyhtiötä Pohjois-Suomen alueella  
Omistusosuus: 34 %

## Suurimmat osakkeenomistajat (3/2025)

| Osakkeenomistajat                     | Osakkeet          | % osakkeista   |
|---------------------------------------|-------------------|----------------|
| Oulun Kaupunki                        | 17 634 491        | 47,2 %         |
| Arvo Invest Nordic Oy                 | 3 810 652         | 10,2 %         |
| Partnera Oy                           | 1 240 772         | 3,3 %          |
| Pakarinen Janne Heikki Petteri        | 443 992           | 1,2 %          |
| Japak Oy                              | 368 462           | 1,0 %          |
| Haloan Oy                             | 300 289           | 0,8 %          |
| Mininvest Oy                          | 297 956           | 0,8 %          |
| Oulun Kultta Oy                       | 267 000           | 0,7 %          |
| Pohjanmaan Arvo Sijoitusosuuskunta    | 212 500           | 0,6 %          |
| Osuuskauppa Arina                     | 177 850           | 0,5 %          |
| <b>10 suurinta omistajaa yhteensä</b> | <b>24 753 964</b> | <b>66,2 %</b>  |
| <b>Muut</b>                           | <b>12 648 002</b> | <b>33,8 %</b>  |
| <b>Yhteensä</b>                       | <b>37 401 966</b> | <b>100,0 %</b> |

# Partneran historia



# Foamit Group (1/4)

## Lasinkierrätys- ja vaahtolasinvalmistusyhtiö

Foamit Group on vaahtolasin valmistus- sekä lasinkierrätysyhtiö. Foamit Groupin pääliiketoiminta on vaahtolasin valmistus, myynti ja markkinointi Pohjoismaissa, kun taas Suomeen keskittyvä lasin kierrätys on pienemmässä roolissa. Vaahtolasia Foamit Group valmistaa paikallisissa tuotantoyksiköissä Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Suomen tuotantolaitoksen yhteydessä Foamit Groupilla on lisäksi lasin kierrätyslaitos, joka tuottaa kierrätyslasia suomalaisen pakkausteollisuuden tarpeisiin sekä lasijauhetta vaahtolasin valmistusta varten. Konserni on syntynyt kolmen merkittävän yritysoston seurauksena yhdistäen Pohjoismaisen vaahtolasin valmistuskapasiteetin Foamit Groupin omistukseen.

Foamit Group valmistaa vaahtolasia eri raekooissa eri käyttötarkoituksiin. Lämpimältä enintään 2–3 sentin rakeista koostuvaa vaahtolasia (Foamit 20 ja Foamit 30) käytetään pääasiassa rakennusten kosteuden hallintaan ja eristämiseen, kun taas rakeiden läpimitaltaan enintään 6 sentin vaahtolasia käytetään enemmän infrarakentamisen tarpeisiin. Foamit Groupin myynti koostuu pääosin suuren raekoon vaahtolasin (Foamit 60) myynnistä, jota käytetään erityisesti infrarakentamisen tarpeisiin. Tilikaudella 2024 Foamit Groupin liikevaihto laski vaisussa infrarakentamisen markkinassa 5 % 41,4 MEUR:oon ja yhtiö teki 14,5 %:n marginaalia vastaavan 6 MEUR:n käyttökattteen.

## Vaahtolasi korvaa luonnonmateriaaleja sekä eristeitä

Vaahtolasi on monipuolinen rakennusmateriaali, joka tarjoaa useita etuja sekä infra- että talonrakentamisessa. Sillä voidaan korvata soraa, mursketta, hiekkaa ja eristelevyjä erilaisissa sovelluksissa. Vaahtolasin keskeisiä

etuja ovat:

Vaahtolasi on huomattavan **kevyttä** verrattuna perinteisiin maa-aineksiin, kuten soraan. Tämä on merkittävä etu, sillä se vähentää maapohjan kuormitusta. Kevyt materiaali ei paina maata kasaan, mikä on erityisen tärkeää pehmeillä tai heikosti kantavilla pohjamailla. Näin vältetään painumia, vajoamisia ja tarvetta kalliille pohjanvahvistustöille. Kevyemmän materiaalin kuljetus, käsittely ja asentaminen on myös helpompaa ja nopeampaa.

Vaahtolasilla on erinomainen **lämmöneristyskyky**. Se estää tehokkaasti lämmön siirtymistä maaperään, mikä vähentää tai estää maan jäätymistä rakenteiden alla. Tämä suojaa teitä, katuja ja rakennusten perustuksia routavaurioilta. Talonrakentamisessa vaahtolasi alapohjan eristeinä pienentää lämpöhäviöitä, mikä säästää lämmityskustannuksia ja parantaa asumismukavuutta.

Vaikka vaahtolasi on kevyttä, se on riittävän **lujaa** kantamaan rakenteiden aiheuttamat kuormat. Se soveltuu hyvin teiden, katujen ja useimpien asuinrakennusten perustuksiin, jakaen kuorman laajemmalle alueelle.

Vaahtolasi **läpäisee veden**, mutta ei ime sitä itseensä. Tämä on tärkeää, sillä vesi pääsee valumaan pois rakenteiden ympäriltä estäen kosteuden kertymisen ja vähentäen home- ja lahovaurioiden riskiä. Vaahtolasikerros toimii myös salaojana edistämällä rakenteiden kuivumista.

Vaahtolasi on erittäin **kestävää**, sillä se ei reagoi juuri minkään kanssa. Se ei lahoa, ruostu tai hajoa ajan myötä, edes kosteassa maaperässä tai teollisuusympäristöissä. Tämän ansiosta se säilyttää ominaisuutensa pitkään, vähentäen huollon ja korjausten tarvetta.

## Päätuotteet

### Yli 50 % liikevaihdosta

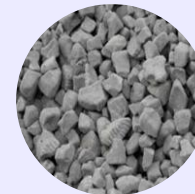


#### FOAMIT 60 Vaahtolasi

**Raekoko:** 0–60 mm

**Käyttökohde:** Tiet, kadut, kevyen liikenteen väylät, rautatiet, satamat, piha-alueet, urheilukentät, putkikaivannot, tausta- ja alustäytöt, routasuojaukset ja talojen perustukset.

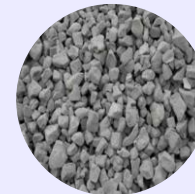
### Alle 50 % liikevaihdosta



#### FOAMIT 30 Vaahtolasi

**Raekoko:** 20–30 mm

**Käyttökohde:** Seinän ulkopuolinen lämmöneristys, alapohjat, salaojitukset, väestönsuojien yläpohjat, routasuojaus, piharakenteet ja perustukset.



#### FOAMIT 20 Vaahtolasi

**Raekoko:** 4–20 mm

**Käyttökohde:** Rakennusten ylä-, väli- ja alapohjat, maanvaraiset alapohjat, märkätilojen kallistukset, tasakattojen kallistukset ja väestönsuojien päällisten täytöt



#### Puhdistettu jätelasia

**Tuotteet:** Kirkas, ruskea, vihreä ja sekavärinen siru

**Käyttökohde:** Lasivillan ja uusien pakkaus- ja tasolasien valmistukseen

# Foamit Group (2/4)

Kevyttä vaahtolasia on **helppo käsitellä, kuljettaa ja asentaa**, mikä nopeuttaa rakennusvaihetta. Asennus vaatii vähemmän raskasta kalustoa, ja koska vaahtolasikerros ei tarvitse erillistä tiivistämistä, säästetään sekä aikaa että kustannuksia.

Vaahtolasi puolestaan ei lähtökohtaisesti sovellu kohteisiin, joissa on erittäin raskaita kuormia tai syviä rakenteita. Myöskään kohteet, joissa on kova pohjamaa, korkea pohjaveden pinta tai joihin rakennetaan erittäin korkeita rakennuksia, eivät välttämättä sovellu vaahtolasille.

## Loppuasiakkaana on valtaosin julkinen toimija

Viime vuosina valtaosa Foamit Groupin liikevaihdosta on koostunut infrarakentamisesta. Yhtiön pääasiallinen myyntikanava on suoramarkkinointi suurien rakennusprojektien rakennuttajille, suunnittelijoille ja urakoitsijoille. Suuret infrarakentamisen projektit ovat Foamitille erityisen tärkeitä, sillä yksittäiset suuret projektit saattavat muodostaa 5–10 % tilikauden vaahtolasin toimitusmääristä. Eristämiseen soveltuvia pienempiä vaahtolasin raekokoja on viime vuosina käytetty valtaosin julkisessa rakentamisessa, kuten kouluissa ja hoivarakennuksissa. Näin ollen Foamitin myynti kohdistuu lähes täysin kohteisiin, joissa rakennuttajana on julkinen taho (pääosin valtioiden virastot). Tämä on suojannut Foamitin kysyntää viime vuosina hyvin heikossa rakentamisen suhdanteessa. Yhtiö lisäksi suunnittelee kuluttajia ja pienempiä urakoitsijoita varten suunnatun rautakauppa-jakelukanavan aktivoimista, mutta viime vuosina yhtiön tuotantokapasiteetti on käytännössä myyty kokonaan olemassa olevilla suorilla projektimyynteillä. Pienien raekokojen myyntiosuuden kasvattaminen on

yhtiön prioriteettilistalla korkealla, sillä sen katetaso on selvästi suuremman raekoon vaahtolasia parempi.

Liikevaihdon kausivaihtelu on maltillista. Infrarakentamisen projektit kuitenkin yleensä hidastuvat tai pysähtyvät kylmimpien talvikuukausien aikana, mikä vähentää myös vaahtolasin toimituksia. Tästä huolimatta tuotantolaitokset jatkavat tyypillisesti toimintaansa korkealla käyttöasteella, kun vaahtolasia tuotetaan varastoon vilkkaampaa sesonkia varten.

## Aine- ja tarvikekäyttö on energiaa ja kierrätyslasia

Vaahtolasia valmistetaan kierrätyslasista, joka on ensin puhdistettu ja jauhettu hienoksi jauhoksi. Tähän jauheeseen sekoitetaan vaahtotusainetta, joka saa lasin kuplimaan ja paisumaan. Seos kuumennetaan uunissa (900 °C) korkeassa lämpötilassa, jolloin lasijauhe sulaa ja paisuu moninkertaiseksi alkuperäisestä koostaan. Jäähdyessään massa muodostaa vaahtolasia, joka on täynnä pieniä ilmakuplia. Suurin osa vaahtolasin tilavuudesta on ilmaa, mikä antaa materiaalille sen ominaisen keveyden ja erinomaisen eristävyys. Lopuksi vaahtolasi murskataan sopivan kokoisiksi rakeiksi, ja se on valmista käytettäväksi.

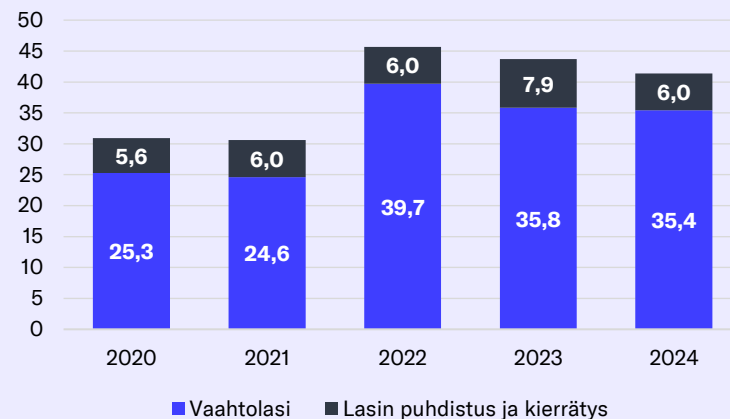
Näin ollen vaahtolasin valmistuksen pääraaka-aine on kierrätetty lasi. Suomessa Foamit Group vastaanottaa ja jalostaa kierrätyslasin omassa lasinkierrätyslaitoksessaan, kun taas Ruotsissa ja Norjassa raaka-aine ostetaan lasinkierrätyslaitoksilta. Ruotsissa Foamit Group hankkii kierrätyslasia Ruotsin ainoalta lasinkierrätys- ja käsittely-yritykseltä Svensk Glasåtervinningilta, joka toimii Foamitin kanssa samassa teollisuuspuistossa.

## Asiakkaat

*Tyypillisesti suurien infraprojektien urakoitsijat*



## Liikevaihdon jakauma Foamit Group, MEUR



# Foamit Group (3/4)

Vastaavasti Norjassa Foamit Group tekee yhteistyötä Sirkel Materialgjenvinningin kanssa, joka on Norjan ainoa lasi- ja metallipakkausten lajittelulaitos. Vaikka materiaalin toimitusketju on erittäin keskittynyt, tähän liittyvät riskit ovat maltilliset, sillä vaahtolasin raaka-aineena käytetty lasijauhe syntyy lasin kierrätysprosessin sivutuotteena, eikä sille ole käytännössä muita järkevän jalostusarvon käyttökohteita. Tämä rajaa huomattavasti Foamit Groupin materiaalin toimittajien hinnoitteluvoimaa. Paikallisten raaka-ainetoimittajien lisäksi Foamit hankkii merkittävän osuuden raaka-ainetarpeestaan ulkomailta eli käytännössä manner-Euroopasta. Kierrätyslasin lisäksi merkittävä kustannuserä on energia, sillä vaahtolasin valmistusprosessissa 900 °C-asteeseen lämmitettävä uuni vaatii merkittävästi energiaa. Merkittävänä energian lähteenä Foamitin uunit käyttävät uusiutuvaa sähköä sekä fossiilisia polttoaineita, kuten propaania. Foamit on ilmoittanut asteittain luopuvansa fossiilisilla polttoaineilla toimivista uuneistaan, minkä myötä riippuvuus sähkön hinnasta tulee jatkossa kasvamaan, mutta puolestaan tuotannon päästöintensiteetti tulee laskemaan. Viime vuosina materiaalit ja palvelut ovat vastanneet noin 50 % Foamitin liikevaihdosta.

## Kustannusrakenteessa on joustoa

Materiaalikustannusten lisäksi merkittäviä kustannuseriä Foamitille ovat henkilöstökustannukset ja liiketoiminnan muut kulut. Henkilöstökustannukset koostuvat korvauksista yhtiön työllistämille vajaalle 100:lle henkilölle, joista noin 60 % on viime vuosina työskennellyt suoraan tuotannollisissa tehtävissä, kun taas loppuosa on työskennellyt toimihenkilöinä, esimerkiksi myynti- ja hallintotehtävissä. Henkilöstökustannukset ovat valtaosin lyhyellä aikavälillä kiinteitä, vaikka lomautukset antavatkin hieman joustoa

Kokonaisuudessaan henkilöstökulut ovat vastanneet keskimäärin noin 16 % Foamitin liikevaihdosta viime vuosina.

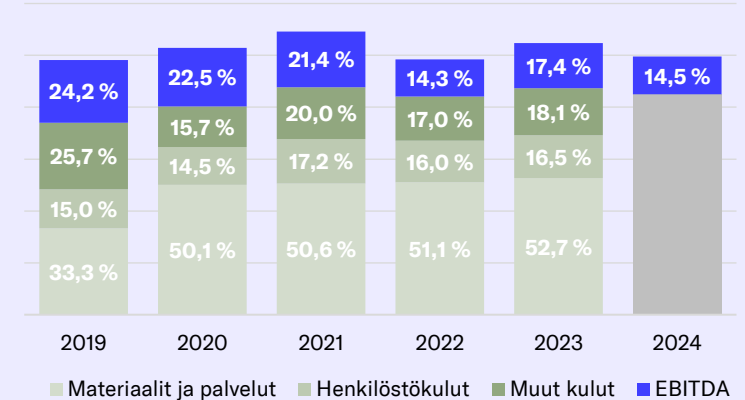
Liiketoiminnan muut kulut koostuvat muista tavanomaisista liiketoiminnan kuluista, kuten vuokrista, matkustuskustannuksista sekä markkinoinnista, mutta suurimmaksi osin käyttö- ja ylläpitokuluista, johon lukeutuu tuotantolaitteiston ja kiinteistöjen ylläpitokuluja. Kokonaisuudessaan liiketoiminnan muut kulut ovat vastanneet keskimäärin noin 18 % Foamitin liikevaihdosta viime vuosina.

Valtaosa Foamitin poistoista ja arvonalentumisista liittyy vaahtolasin tuotantoon vaatimien koneiden ja kaluston poistoihin. Poistot ja arvonalentumiset (ei sisällä liikearvon poistoja) ovat viime vuosina vastanneet noin 9 % Foamitin liikevaihdosta, mikä korostaa liiketoiminnan pääomavaltaisuutta. Koko Foamitin kustannusrakenteesta arvioimme reilun 60 % olevan puolen vuoden tähtäimellä muuttuvia, kun taas loppuosa on kiinteän luonteisia.

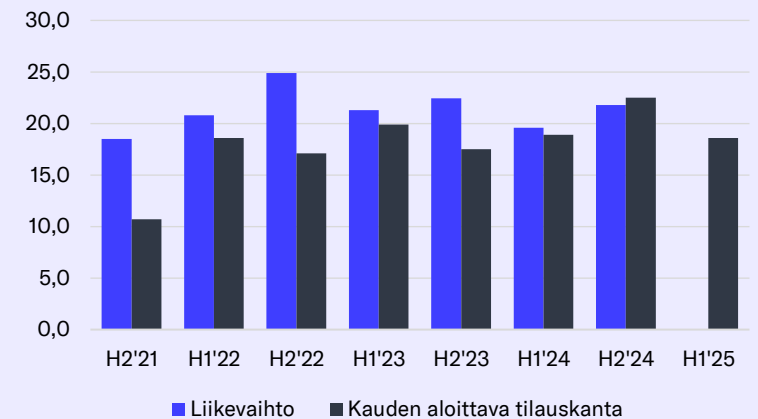
## Kierrätyslasiliiketoiminta keskittyy Suomeen

Vaahtolasiliiketoiminnan lisäksi Foamitilla on Suomen Forssan tuotantolaitoksen yhteydessä Suomen ainoa lasin kierrätyslaitos. Laitoksessa lasi vastaanotetaan, puhdistetaan sekä lajitellaan värin mukaan, minkä jälkeen lasi toimitetaan takaisin teollisuuteen sekä Suomeen että vientituotteeksi. Kierrätyslasin pääkäyttökohteet ovat lasivilla, pakkauslasit ja tasolasit. Kierrätyslasista merkittävä osuus päättyy vientituotteeksi. Lasinkäsittelyprosessin yhteydessä sivuvirtana syntyy lasijauhetta, jota Foamit käyttää raaka-aineena vaahtolasin valmistusprosessissa.

## Kustannusrakenne ja käyttökate Foamit Group, %-liikevaihdosta<sup>1</sup>



## Liikevaihto ja tilauskanta Foamit Group, MEUR



<sup>1</sup>Foamit Groupin tilikauden 2024 tilinpäätöstietoja ei ole kokonaisuudessaan julkaistu

# Foamit Group (4/4)

Lasiliiketoiminta on arviomme mukaan suhteellisen vakaata, sillä kierrätyslasi muodostaa vain pienen osan lasin valmistusmarkkinan raaka-ainetarpeesta, se on hinnaltaan kilpailukykyistä ja neitseelliseen materiaaliin nähden vastuullinen vaihtoehto. Lasiliiketoiminnan tuotantovolyymin rajoittava tekijä onkin kierrätyslasin saatavuus. Tämä rajaa lasiliiketoiminnan kasvumahdollisuuksia, sillä Suomessa lasin kierrätysaste on jo hyvin korkea. Raaka-aineen saatavuutta yhtiö pyrkii kuitenkin vahvistamaan tutkimalla uudenlaisten kierrätyslasien, kuten esimerkiksi autojen tuulilasien kierrätysmahdollisuuksien parantamista. Lasiliiketoiminnan liikevaihto on viime vuosina ollut noin 6 MEUR:n tuntumassa lukuun ottamatta vuotta 2023, jolloin liiketoiminta ylsi noin 8 MEUR:n liikevaihtoon.

## Orgaaninen kasvu on jäänyt viime vuosina vaisuksi

Vuosien 2021–2024 aikana Foamit Groupin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 11 % vuodessa. Tämä kasvu selittyy täysin tilikauden 2022 orgaanisesta kasvupyrähdyksestä sekä Norjan Glasopor-yrityskaupasta. Vuosina 2023 ja 2024 liikevaihdon kehitys on ollut negatiivista. Mikä selittyy vaahtolasiliiketoiminnan liikevaihdon laskulla vuoden 2022 korkealta tasolta. Vaahtolasiliiketoiminnan liikevaihdon lasku selittyy käsityksemme mukaan pääosin yleisestä vaisusta kysynnästä rakennusmarkkinoilla, vaikka selvästi suuremman osan liikevaihdosta tuovan infrarakentamisen supistuminen on ollut muuhun rakentamiseen nähden lievää. Vaahtolasiliiketoiminnan liikevaihdon laskua ovat ajaneet Norjan ja Suomen markkina-alueiden kehitys, kun taas Ruotsissa kehitys on ollut vakaata infrarakentamisen kiitetävän kysynnän ansiosta.

## Pääomaa sitoutuu tuotantolaitoksiin

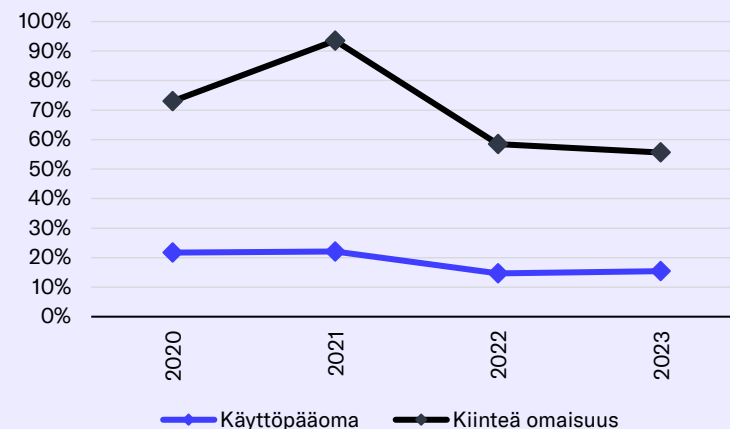
Teollisen tuotannon lainalaisuuksia myötäillen Foamitin tärkein omaisuuserä on sen tuotantolaitokset Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Näihin Foamit on viime vuosina investoinut 2–4 MEUR vuosittain. Merkittävien Norjan (10 MEUR) ja Suomen (2,2 MEUR) laajennusinvestointien myötä lähivuosien investointitahti tulee kiihtymään. Investointien myötä Norjan vaahtolasin tuotantokapasiteetti tulee kaksinkertaistumaan, ja Suomen pienijakeisen vaahtolasin tuotantokapasiteetti tulee myös vahvistumaan huomattavasti. Suhteellisen pääomaintensiivistä liiketoimintamallia kuvaa 1,7x–1,8x tasoilla viime vuosina ollut aineellisen käyttöomaisuuden kiertoaika<sup>1</sup>.

Kiinteän omaisuuden lisäksi Foamit sitoo pääomaa myös käyttöpääomaan. Käyttöpääoman suurimmat erät muodostuvat myyntisaamisista ja varastosta. Käyttöpääomia sitoutuu kuitenkin selvästi kiinteää omaisuutta vähemmän, mitä heijastelee käyttöpääoman suhteellisen korkea noin 6x kiertonopeus.

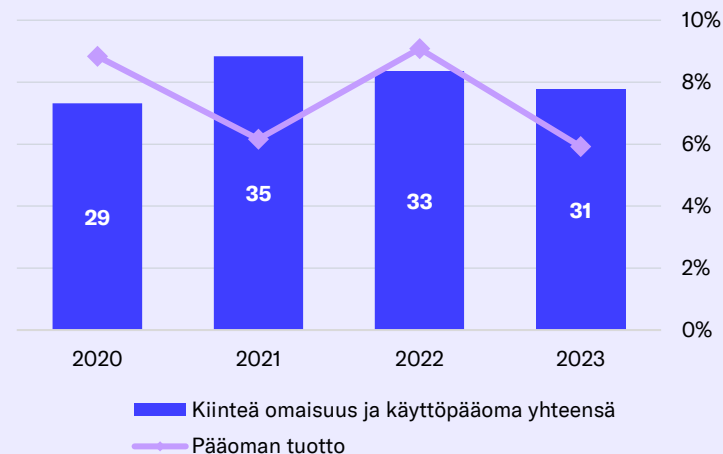
## Pääoman tuotot

Foamit Groupin sijoitetun pääoman tuotto operatiivisille omaisuuserille<sup>2</sup> on viime vuosina yltänyt keskimäärin noin 8 %:iin. Liikearvo huomioiden sijoitetun pääoman tuotto jää matalammalle tasolle. Pääoman tuotto ei ole viime vuosina yltänyt arviomme mukaan pääoman kustannuksen tasolle, minkä myötä kannattavuuden tai pääomatehokkuuden parantaminen ovat omistaja-arvon kannalta ensisijaisia ajureita orgaanisen kasvun sijaan. Kannattavuusparannuspotentiaali kiteytyy arviomme mukaan etenkin Norjan tuotantolaitoksen tehokkuuden ja kannattavuuden kohti Foamit Groupin muiden tuotantolaitosten suoritustasoa.

Kiinteä omaisuus ja käyttöpääoma  
%-liikevaihdosta



Sijoitettu pääoma ja tuotto  
(MEUR, %)



<sup>1</sup>Liikevaihto/aineellinen käyttöomaisuus <sup>2</sup>NOPAT/ keskimääräinen käyttöpääoma ja kiinteä omaisuus

# Foamit Groupin referenssikohteita

## TALON RAKENTAMINEN

SUOMI



### Asuinkorttelipiha

- **Projektin kuvaus:** Suuri asuinkorttelin sisäpiha Espoossa
- **Urakoitsija/Rakennuttaja:** Westpro CC Oy/ Asunto Oy Espoon Alesia
- **Vaahtolasi:** Kevyt täyte tarvitaan maiseman luomiseen samalla kun minimoidaan alla olevan pysäköintihallin katon kuormitus

RUOTSI



### BoKlok pientalot

- **Kuvaus:** 48 pientalon rakentaminen
- **Urakoitsija/Rakennuttaja:** NCC/IKEA
- **Vaahtolasi:** Korkea pohjavesi ja savi vaativat kevyttä täytettä painumisen estämiseksi

NORJA



### Kirkko ja kulttuuritalo

- **Kuvaus:** Vakaan täytemaan käyttö rakentamisessa
- **Urakoitsija/Rakennuttaja:** JM/Nittedalin kunta
- **Vaahtolasi:** Maaperä vaatii materiaalin alhaista painoa ja vakautta

## INFRA



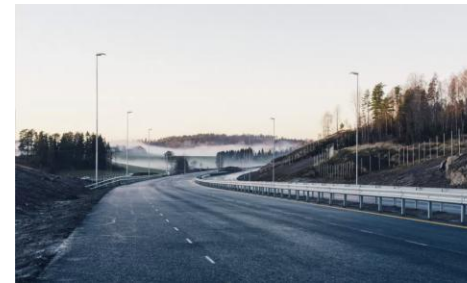
### Raide-Jokeri

- **Projektin kuvaus:** Kevyt täyte putkikaivannoissa uudelle pikaraitiolinjalle
- **Urakoitsija/Rakennuttaja:** YIT/Helsingin ja Espoon kaupunki
- **Vaahtolasi:** Kompensoi betonitukien painoa huonossa maaperässä



### Götan kanavan kunnostus

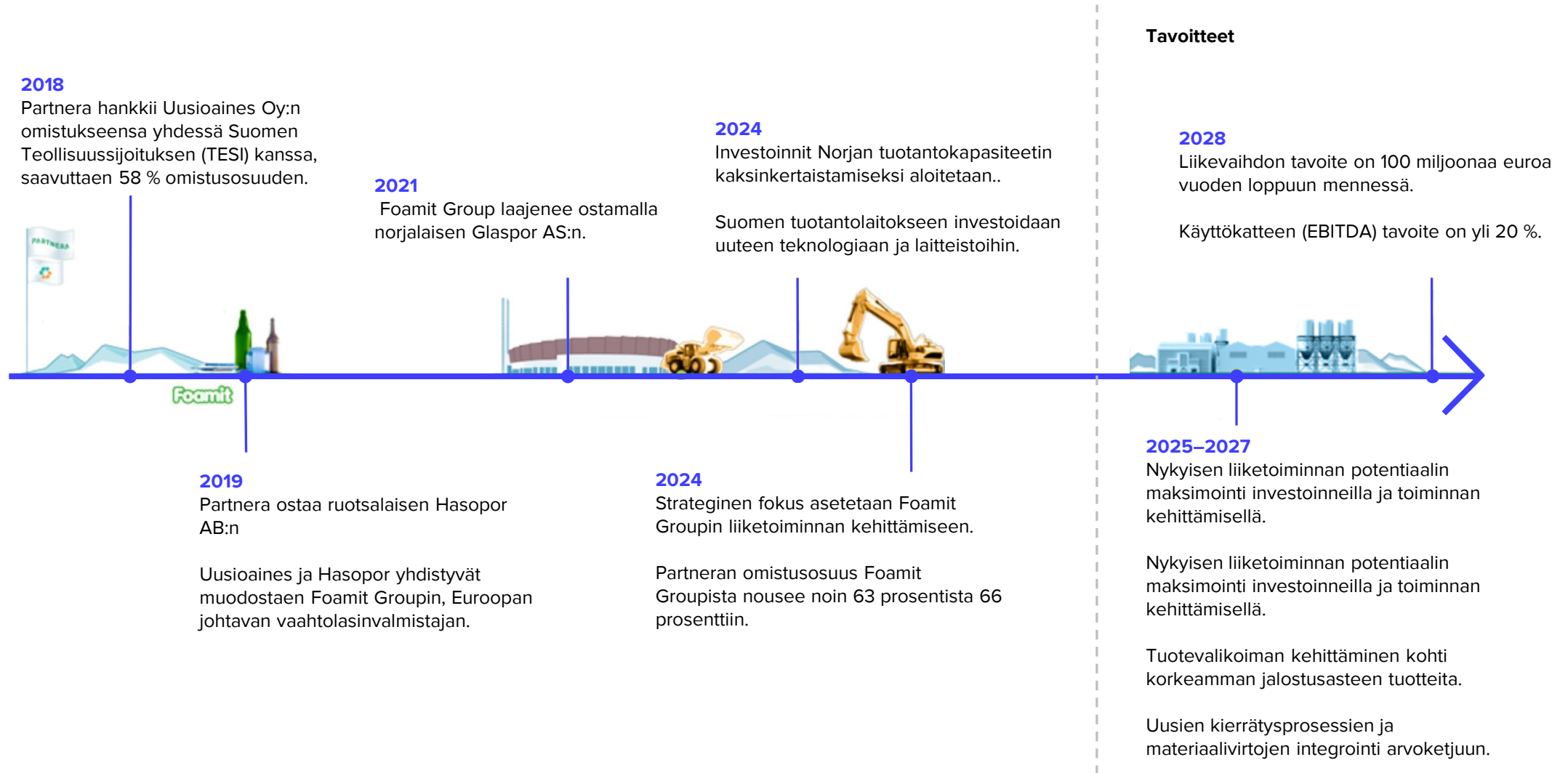
- **Kuvaus:** Kanavanpenkereen kunnostus kevyellä täytteellä
- **Urakoitsija/Rakennuttaja:** SM Entreprenad/Göta kanalbolag
- **Vaahtolasin määrä:** 34 000<sup>3</sup>
- **Vaahtolasi:** Epävakaa maaperä vaatii kevyttä täytettä painumisen estämiseksi ja penkereen nostamiseksi



### Moottoritie

- **Projektin kuvaus:** Uuden moottoritieosuuden rakentaminen
- **Urakoitsija/Rakennuttaja:** NCC/Norjan tiehallinto
- **Vaahtolasin määrä:** 60 000 m<sup>3</sup>
- **Vaahtolasi:** Herkkä maaperä vaatii kevyttä täytettä ylikuormituksen välttämiseksi

# Foamit Groupin aikajana



# Arvoketjuanalyysi

## Korvaavien tuotteiden uhka (4/5)

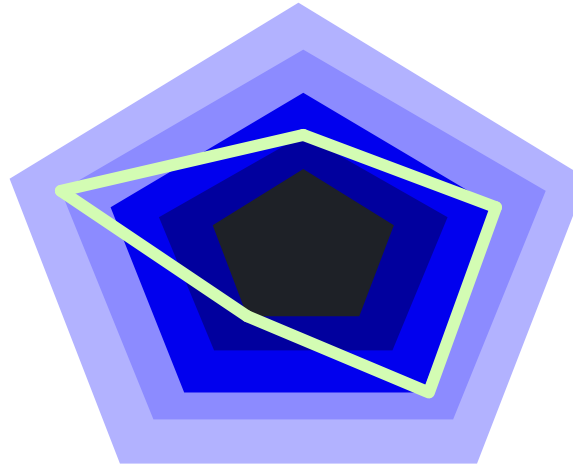
- Vaahtolasi on melko uusi materiaali ja käyttö on vasta vakiintumassa
- Infrarakentamisessa vaihtoehtoinen materiaali on kevytsora
- Rakennusten eristämisessä lasi- ja kivivillalla vakiintunut asema
- Keveyttä, eristävyyttä ja/tai kosteudenhallintaa vaativissa kohteissa vaahtolasi on ylivoimainen valinta

## Uusien kilpailijoiden uhka (1/5)

- Toiminnan aloittaminen vaatii mittavia investointeja, mikä antaa suojaa uusien tulokkaita vastaan
- Markkinan koko ei ole valtava, minkä myötä houkuttelevuus uusille investoinneille on rajallinen
- Foamit Groupilla on Pohjoismaissa suurin tuotannon skaala, minkä myötä uuden tulokkaan olisi vaikea kilpailla hinnalla
- Vaadittu teknologiaosaaminen on kohtalaisen korkea

## Nykyinen kilpailutilanne (2/5)

- Pohjoismaissa Foamit Groupilla on vahva markkina-asema, sillä yhtiöllä omistaa käytännössä koko Pohjoismaisen vaahtolasin valmistuskapasiteetin
- Kuljetuskustannukset suojaavat Manner-Eurooppalaiselta kilpailulta
- Pääkilpailija on vaihtoehtoiset materiaalit



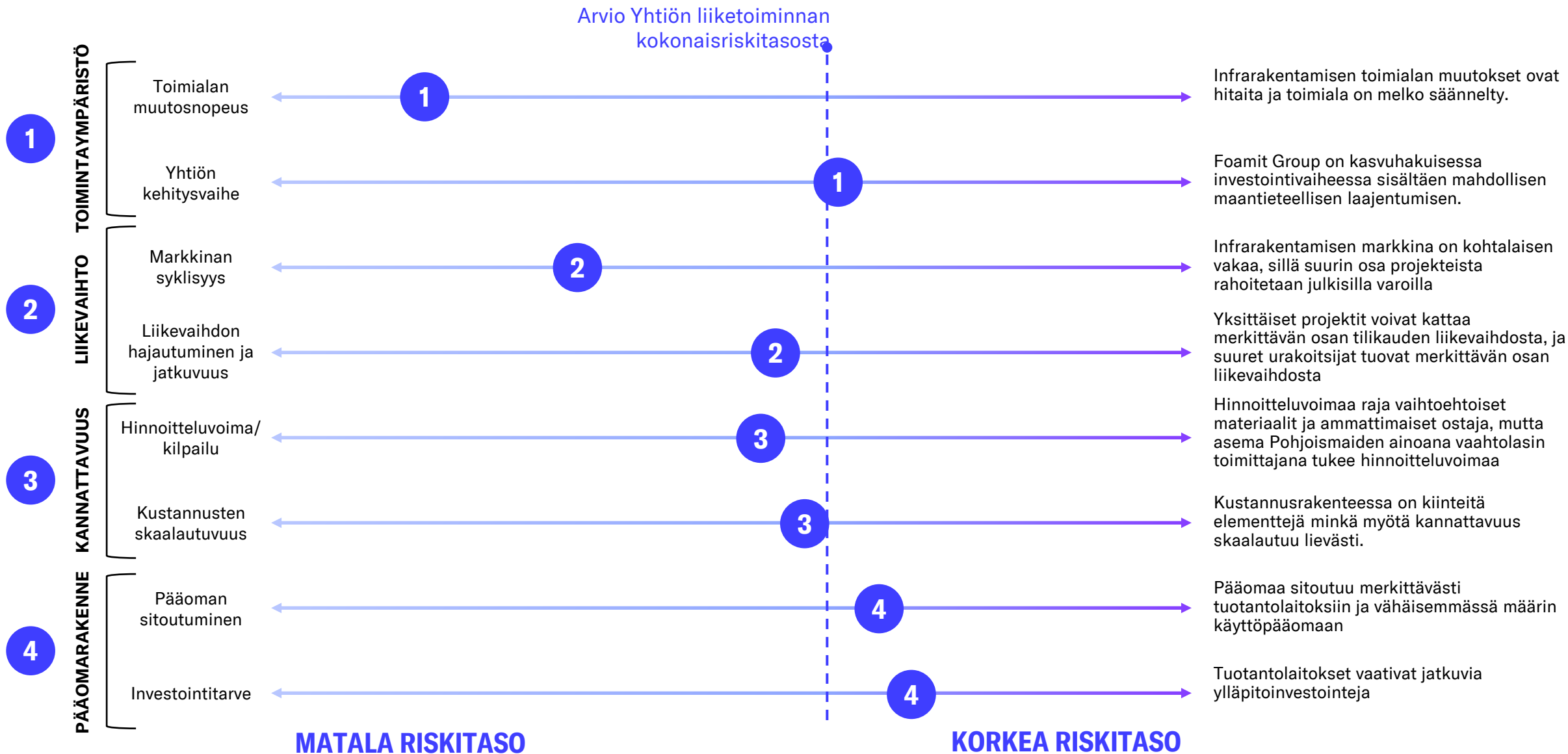
## Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (3/5)

- Vaahtolasin raaka-aineeksi päätyvälle kierrätyslasille ei juuri ole vaihtoehtoisia käyttökohdetta, minkä vuoksi kyseisestä raaka-aineesta ei käydä veristä kilpailua
- Sekä materiaalin ostajia, että tuottajia on vähäinen määrä, minkä myötä toimittajasuhteet ovat tiiviitä kumppanuuksia

## Ostajien neuvotteluvoima (3/5)

- Neuvotteluvoima vaihtelee projektin ja käyttötarkoituksen mukaan
- Ostajan neuvotteluvoimaa tukevat tekijät
  - Suurissa infrarakentamisen projekteissa hintatietoiset ja ammattimaiset ostajat
  - Suuret yksittäiset tilaukset ovat erityisen tärkeitä Foamit Groupille
  - Mahdolliset korvaavat tuotteet
- Tuottajan neuvotteluvoimaa tukevat tekijät
  - Toimittajien vähäinen määrä
  - Vaahtolasi soveltuu tiettyihin käyttökohteisiin ylivoimaisesti

# Foamit Groupin liiketoiminnan riskiprofiili



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

## Foamit Group Partneran strategian keskiössä

Partneran strategiset tavoitteet ovat omistaja-arvon kasvattaminen sekä kestäväns tulevaisuuden rakentaminen aikaansaamalla mittavia myönteisiä vaikutuksia ympäristöön ja yhteiskuntaan. Omistaja-arvon kasvattamista mittaava taloudellinen tavoite on vähintään 10 %:n oman pääoman tuottoon yltäminen. Osinkoja Partnera pyrkii jakamaan 50 % konsernin vuosituloksestaan.

Partnera päivitti strategiaansa vuoden 2024 marraskuussa. Strategian keskiöön nostettiin Foamit Group, johon Partnera aikoo keskittää merkittävät käytettävissä olevat pääomansa. Samassa yhteydessä Partnera kertoi Foamit Groupille asetetuista taloudellisista tavoitteista, jotka ovat 100 MEUR:n liikevaihto ja yli 20 %:n käyttökatemarginaali vuoden 2028 loppuun mennessä. Osinkoja Partnera pyrkii jakamaan 50 % konsernin vuosituloksestaan.

## Investoinneilla haetaan tuntuva kasvua

Foamit Groupin tulevat investoinnit tulevat kohdistumaan omien tuotantolaitosten lisäksi suurella todennäköisyydellä yritysostoihin. Merkittäviä investointiprojekteja Foamit Groupilla onkin jo käynnissä, sillä Norjan tuotantolaitoksen ympäristöystävällisyyttä parannetaan sähkökäyttöisillä tuotantolinjoilla, mikä myös kaksinkertaistaa Norjan tuotantolaitoksen kapasiteetin. Tuotannon hiilijalanjäljen pienentäminen on tärkeää etenkin Norjassa, sillä julkisissa kilpailutuksissa projektin toteutuksen hiilijalanjälki on muihin kohdemarkkinoihin nähden tärkeässä asemassa. Tämän lisäksi Suomessa on käynnissä 2,2 MEUR:n investointi, mikä lisää tuotannon joustavuutta ja mahdollistaa korkeamman jalostusasteen lopputuotteen valmistusmäärän kasvattamisen.

Yhtiön tahtotilana on laajentuminen nykyiseltä Pohjoismaiden markkina-alueelta Manner-Eurooppaan, mikä todennäköisesti toteutettaisiin yritysostolla. Yritysoistoista Foamit Groupilla on kokemusta, sillä konserni on syntynyt Ruotsin Hasopor-, Norjan Glasopor- ja Suomen Uusioaines -yritysoistojen myötä.

Foamit Groupin 100 MEUR:n liikevaihtotavoitteen eli liikevaihdon yli kaksinkertaistaminen edellyttääkin mittavia investointeja. Taseen kiertonopeuden pysyessä vakiona, liikevaihdon kaksinkertaistaminen vaatisi myös operatiivisten omaisuuserien kaksinkertaistamista eli yli 30 MEUR:n investointeja. Oletettavasti osa kasvusta tullaan tekemään yritysostoin, minkä myötä pääomavaateet ovat vielä korkeammat, sillä odotamme yrityskauppojen tapahtuvan tasearvoja korkeammilla hinnoilla.

Foamit Groupin velkakapasiteetin arvioimme nykyisellään maltilliseksi (alle 10 MEUR). Huomioon ottaen jo tiedotetut mittavat investoinnit, vaatisivat suuremmat lisäpanostukset arvioimme mukaan pääomitusta yhtiön omistajilta eli Partneralta ja Suomen Teollisuussijoitukselta (Tesi). Partnera omistaa Foamit Groupista tällä hetkellä 66 %, kun taas loppuosan omistaa Tesi. Odotamme omistajien myös rahoittavan merkittävämpiä investointeja omistusosuksiensa suhteessa, ellei uusia omistusjärjestelyjä tehdä. Vuoden 2024 lopussa Tesi ja Partnera kasvattivat omistusosuuksia Foamit Groupissa samalla pääomittaen yhtiötä yhteensä 3 MEUR:lla. Partneran investointeihin kohdistettavissa olevat varat koostuvat nettokassasta sekä omistuksesta pääomasijoitusyhtiö Nordic Optionissa, jonka olemme arvioineet tasearvon mukaisesti noin 6 MEUR:n arvoiseksi.

## Taloudelliset tavoitteet ja osingonjakopolitiikka

|              |                                                                                                                                                                                                                                                        |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Kasvu        | 100 MEUR:n liikevaihto vuoden 2028 loppuun mennessä                                                                                                                                                                                                    |
| Kannattavuus | Käyttökate-% (EBITDA-%) yli 20 %.                                                                                                                                                                                                                      |
| Osinko       | Tavoitteena on jakaa vakaata osinkoa, mikä tarkoittaa pitkällä aikavälillä keskimäärin yli 50 % osinkoa konsernin vuosituloksesta ottaen huomioon yhtiön taloudellisen aseman, strategiset tavoitteet sekä pääoman allokontitarpeet kokonaisuudessaan. |

## Kasvustrategian kulmakivet

|                                                                                                    |                                                              |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| 1.<br>Nykyisen liiketoiminnan potentiaalin maksimointi investoinneilla ja toiminnan kehittämisellä | 2.<br>Vaahtolasin myynnin laajentaminen uusille markkinoille |
| 3.<br>Tuotevalikoiman kehittäminen korkean jalostusasteen tuotteisiin                              | 4.<br>Investoiminen arvoketjuun                              |

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

Nordic Optionista irtaantuminen on strategian mukaisesti käynnissä, mutta tämän toteutumisen aikataulu on toistaiseksi hämärän peitossa. Ottaen huomioon vuonna 2025 maksetun suuren (4 MEUR) osingon, on Partneran investointeihin käytettävissä oleva tulivoima kokonaisuutena arviomme mukaan reilut 10 MEUR. Merkittävä rahoituksen lähde on myös Foamit Groupin liiketoiminnan rahavirta<sup>1</sup>, joka on viime vuosina ollut 6–7 MEUR:n tuntumassa.

Kokonaisuutena arvioimme Foamit Groupilla sekä sen pääomistajilla olevan riittävät pääomat liikevaihtotavoitteen saavuttamiseen. Kapasiteetin kasvattamisen lisäksi yhtiön on kuitenkin onnistuttava myös myynnissä ja markkinoinnissa, mitä emme pidä itsestäänselvyytenä. Kannattavuustavoitetta sen sijaan pidämme kunnianhimoisena Foamit Groupin viime vuosien iskukykyyn nähden. Avainasemassa kannattavuuden parantamisessa on arviomme mukaan etenkin Norjan tuotantoyksikön (Glasopor) kannattavuuden parantaminen, sillä ennen Glasoporin liittämistä Foamit konserniin oli käyttökate-% 20 %:n tuntumassa.

## Työkalupakissa muutakin kuin investointeja

Investointien lisäksi kasvua ja kannattavuutta haetaan Foamit Groupin tuote- ja raaka-aineportfoliota laajentamalla sekä organisaatiota vahvistamalla niin myynnin kuin tuotekehityksenkin osalta. Ensimmäisiä konkreettisia strategian mukaisia avauksia onkin jo nähtävillä. Lasiliiketoiminnassa edistetään raaka-aineportfolion laajentamista tutkimalla mahdollisuutta kierrättää autojen tuulilaseja. Tuulilasi kierrätys on tällä hetkellä vähäistä, koska niiden sisältämän PVB-kalvon poistaminen on haastavaa. Vastaavasti käynnissä oleva pienijakeisen

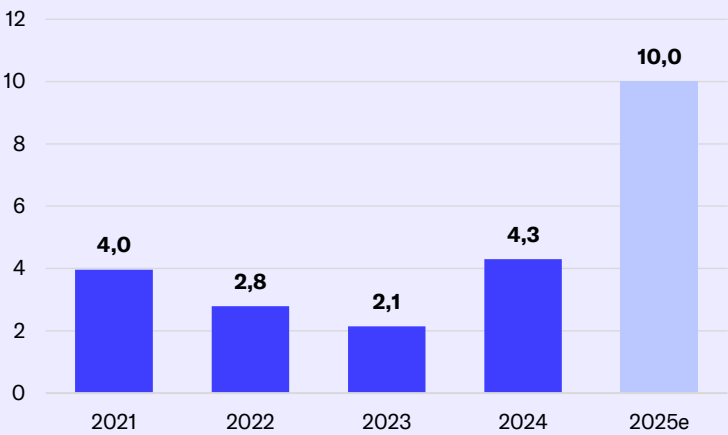
vaahtolasin tuotantokapasiteetin kasvattaminen on panostus tarjonnan laajentamiseen, vaikka tuote itsessään ei ole uusi. Organisaation vahvistamisen osalta merkittävä askel otettiin, kun Tuomas Jääskeläinen rekrytoitiin Foamit Groupin teknologia- ja tuotekehitysjohtajaksi maailman johtavasta vaahtolasin asiantuntijaorganisaatiosta SGGC GmbH:sta.

## Päätös keskittyä Foamit Groupiin oli looginen ratkaisu

Foamit Group oli Partneran suurin ja ainoa merkittävä operatiivinen liiketoiminta KPA Uniconin tehtyä konkurssin vuonna 2023. Arvioimme, että myös Foamit Groupista irtaantumista on kartoitettu osana strategista tarkastelua, mutta yhtiön kehittämisen jatkaminen on todettu irtaantumista paremmaksi vaihtoehdoksi omistaja-arvon kasvattamisen näkökulmasta. Pidämme tätä järkevänä valintana omistaja-arvon kasvattamisen näkökulmasta. Kasvuhakuisuudessa astetta matalampikin tavoitetaso olisi mielestämme ollut perusteltu, sillä Norjan tuotantolaitoksen suoritustasossa sekä Ruotsin tuotantolaitoksen kapasiteetissa vaikuttaa olevan vahvistamisen varaa ennen uusien markkina-alueiden harkitsemista.

Erittäin kasvuhakuisella strategialla on onnistuessaan edellytykset luoda merkittävästi omistaja-arvoa, mutta riskitason arvioimme korkeaksi. Kasvutavoitteet linkittyvät Pohjoismaisen kapasiteetin kasvattamisen lisäksi maantieteelliseen laajentumiseen, yritysostoihin sekä uusiin tuotteisiin ja tuotantoinnovaatioihin. Vuoteen 2028 tähtäävät kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet viitoittavat mielestämme yritysostojen merkittävään rooliin strategian toteutuksessa, sillä muiden toimien taloudelliset vaikutukset vaativat pidempää aikahorisonttia.

Foamit Groupin investoinnit  
MEUR



Foamit Groupin yritysjärjestelyt

| Ostokohde     | Vuosi | Velaton kauppahinta | Liikevaihto <sup>1</sup> |
|---------------|-------|---------------------|--------------------------|
| Uusioaines Oy | 2018  | 19,8 MEUR           | 15 MEUR                  |
| Hasopor AB    | 2019  | N/A                 | 8 MEUR                   |
| Glasopor AS   | 2021  | 10,5 MEUR           | 11,5 MEUR                |

<sup>1</sup> Ennen rahoituskuluja, veroja ja käyttöpääoman muutoksia

# Toimiala ja markkina 1/3

## Infrarakentaminen vakaa perusta vaihtelevassa rakennusmarkkinassa

Rakennusmarkkinoita on historiallisesti leimannut suhdanneherkkyys, erityisesti asuntorakentamisen osalta, joka on kokenut voimakkaita nousu- ja laskukausia Pohjoismaissa. Infrarakentaminen on sen sijaan osoittanut huomattavasti suurempaa vakautta pitkällä aikavälillä, osittain julkisen sektorin investointien tasoittavan vaikutuksen ansiosta. Koko rakennusala Pohjoismaissa koki kuitenkin vuosina 2023–2024 poikkeuksellisen rajun pudotuksen. Tämä johtui ennen kaikkea asuntorakentamisen jyrkästä hidastumisesta tai jopa romahtamisesta – asuntoaloitukset putosivat merkittävästi useissa maissa korkojen ja kustannusten nousun sekä kysynnän heikkenemisen seurauksena. Muu talonrakentaminen ja korjausrakentaminen supistuivat yleisesti ottaen vähemmän.

Keväällä 2025 rakennusmarkkinan yleisnäkymä Pohjoismaissa on varovaisen positiivinen; hidas elpyminen näyttää olevan käynnistymässä inflaation hidastuttua ja korkojen laskuodotusten myötä. Epävarmuus ja paikoin syntynyt asuntojen ylitarjonta kuitenkin hidastavat toipumista. Maa- ja vesirakentamisen eli infran odotetaan jatkavan vakaampana tai kasvavan useimmissa Pohjoismaissa vuoden 2024 lievän supistumisen jälkeen. Infran kysyntää tukevat jatkossakin koko aluetta koskevat merkittävät ajurit: vihreä siirtymä (erityisesti energia- ja ratahankkeet), korjausvelka väylissä ja verkoissa, kaupungistumisen jatkuminen sekä geopoliittisen tilanteen myötä kasvaneet panostukset puolustukseen ja huoltovarmuuteen liittyvään infraan. Vaahtolasia voidaan hyödyntää monipuolisesti eri rakentamisen sektoreilla, mutta sen käyttö painottuu volyymiltaan selkeästi juuri

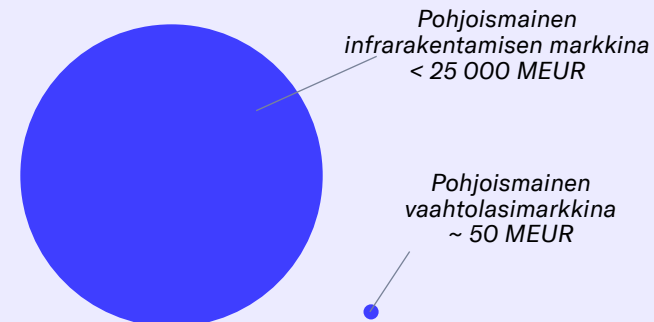
infrarakentamisen kohteisiin eri Pohjoismaissa, joissa sen ominaisuudet, kuten keveys ja eristävyys, pääsevät parhaiten esiin. Käytön laajentaminen korjaus ja uudisrakentamisen puolella eriste- ja maan vakautusmateriaalina puolestaan nähdäksemme antaa eväät markkinakoon kasvattamiselle.

## Vaahtolasimarkkinan kasvu kytkeytyy kestävyystrendeihin ja tunnettuuteen pohjoismaissa

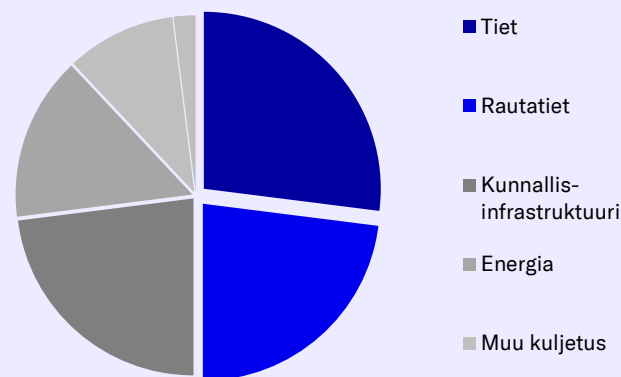
Vaikka vaahtolasin pääasiallinen käyttökohde on infrarakentaminen, joka on Pohjoismaissa suuri ja suhteellisen vakaa markkinasegmentti, on vaahtolasin oma markkinakoko tästä vain murto-osa. Foamit Groupin lisäksi markkina-alueella ei juuri ole vaahtolasitoimijoita, minkä myötä Foamit Group muodostaa tällä hetkellä Pohjoismaisen vaahtolasimarkkinan käytännössä kokonaan. Näin ollen arvioimme vaahtolasimarkkinan kooksi Pohjoismaissa noin 50 MEUR, mikä vastaa selvästi noin 0,2 %:n osuutta koko Pohjoismaisesta infrarakennusmarkkinasta. Tämän merkittävän kokoluokkaeron vuoksi yleisen rakennusmarkkinan markkinan kasvu tai suhdannevaihtelut eivät ole ensisijainen tekijä vaahtolasimarkkinan kehitykselle. Sen sijaan vaahtolasin kysyntää ja kasvua ajavat Pohjoismaissa erityisesti materiaalin omat ominaisuudet ja niiden sopivuus alueen tarpeisiin sekä laajemmat megatrendit.

Keskeisin ajuri on Pohjoismaissa vahvasti korostuva pyrkimys kestävään kehitykseen ja kiertotalouteen. Vaahtolasi, joka valmistetaan tyypillisesti kierrätyslasista, vastaa näihin tavoitteisiin. Sen käyttö tukee vihreää siirtymää, joka on merkittävä investointien veturi koko Pohjoismaiden infra-alalla.

## Vaahtolasimarkkina on pieni suhteessa infrarakentamisen markkinaan



## Teiden ja rautateiden rakentaminen vastaa noin 50 % Pohjoismaisesta infrarakentamisesta



# Toimiala ja markkina 2/3

Toiseksi, vaahtolasin tekniset ominaisuudet – kuten keveys, eristävyys, kosteudenkestävyys ja kantavuus – tekevät siitä houkuttelevan ratkaisun vaativiin pohjoismaisiin olosuhteisiin ja erityisesti suuriin infrarakentamisen hankkeisiin. Materiaalin tunnettuus ja hyväksyntä ovat kasvaneet, mistä kertoo sen käyttö merkittävässä tie- ja ratahankkeissa esimerkiksi Ruotsissa ja Norjassa. Kolmanneksi, korkeat vihreän rakentamisen standardit ja mahdolliset julkiset kannustimet Pohjoismaissa suosivat energiatehokkaita ja kestäviä materiaaleja. Vaahtolasin markkinan kysyntäajurit ovatkin edellä mainittuja tekijöitä heijastellen nousujohteiset. Foamit Group on myös itse ilmeinen kasvuajuri vaahtolasimarkkinalle mittavien laajennusinvestointien myötä. Näin ollen vaahtolasin käytön yleistyminen ja penetraatioaste, joita ajavat ympäristötietoisuus, tekninen soveltuvuus ja tunnettuus, ovat ratkaisevampia tekijöitä markkinan kehitykselle kuin rakennusalan yleinen suhdannevaihtelu.

## Suurhankkeet vahvistavat infran positiivista perusnäkömää

Pohjoismaiden infrastruktuurimarkkinoiden positiivista ja vakaata perusnäkömää vahvistaa merkittävästi lukuisten suurten rakennushankkeiden eteneminen suunnittelu- ja toteutusvaiheisiin erityisesti Ruotsissa, Suomessa ja Norjassa. Nämä projektit heijastavat selvästi aiemmin tunnistettuja keskeisiä ajureita, kuten vihreää siirtymää, liikenneverkkojen parantamista ja strategisia teollisuusinvestointeja, ja ne luovat ennustettavan kysynnän infra-alan toimijoille tulevina vuosina. Erityisesti Ruotsi erottuu tulevien hankkeiden mittakaavassa. Maahan on suunnitteilla useita erittäin suuria vihreän siirtymän teollisuushankkeita, kuten vähähiilisen teräksen tuotantolaitoksia Pohjois-Ruotsiin, sekä merkittäviä

Lähde: Inderes, GRK listautumisesite

investointeja vetytalouteen ja tuulivoimaan. Näiden teollisten investointien rinnalla Ruotsissa panostetaan voimakkaasti rataverkoston kehittämiseen (esim. North Bothnia Line, Malmбанan) ja muuhun liikenneinfraan sekä energiaverkkojen vahvistamiseen kasvavan sähköntarpeen tyydyttämiseksi.

Suomessa hankekanta on myös vahva ja monipuolinen. Suunnitteilla on suuria liikenneväylähankkeita, jotka painottuvat tällä hetkellä erityisesti rautatieliikenteeseen (kuten Länsirata ja Lentonrata), mutta sisältävät myös merkittäviä tiehankkeita. Näiden ohella huomattavia investointeja kohdistuu energia- ja teollisuussektoreille, mukaan lukien suuren mittaluokan tuulivoimahankkeet, akkuteollisuuden materiaali-investoinnit, mahdolliset vetyhankkeet sekä muun teollisuuden modernisointi. Myös digitaalisen infrastruktuurin, kuten datakeskusten, rakentaminen on kasvussa.

Norjassa näkymät ovat vakaat ja vahvat. Kasvua ajaa hallituksen strateginen panostus vihreään teollisuuteen, mikä tarkoittaa tulevia investointeja erityisesti merituulivoimaan, vetyyn, akkuihin ja hiilidioksidin talteenottoon liittyvään infraan. Samanaikaisesti Norjassa jatkuvat tärkeät panostukset liikenneinfrastruktuuriin, kuten teiden ja ratojen parantamiseen ja ylläpitoon.

Kaiken kaikkiaan nämä suunnitellut ja käynnissä olevat hankkeet Ruotsissa, Suomessa ja Norjassa osoittavat selkeää investointifokusta sekä liikenneverkkojen modernisointiin ja korjausvelan purkamiseen – erityisesti raiteilla – että energiamurrokseen ja teollisuuden vihreään siirtymään liittyvään infraan, mikä luo vankan pohjan infra-alan toiminnalle tuleville vuosille.

## Lähivuosien Pohjoismaisia tie- ja ratahankkeita

| Maa                                                                                   | Tyyppi | Projekti                                     | Arvo MEUR   |
|---------------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------------------------------------|-------------|
|    | Rata   | Länsirata                                    | 3 400–4 000 |
|    | Tie    | E18 ohituskaista Turku/Raisio                | 230         |
|    | Tie    | Kotka-Kouvola tietyöt                        | 200         |
|    | Rata   | North Bothnia Line -junarata                 | Jopa 4 000  |
|    | Rata   | Malmбанan-junarata                           | 500         |
|    | Rata   | Hallsberg-Luulaja-junarata                   | n/a         |
|    | Tie    | E134 Oslofjordforbindelsen                   | ~500        |
|  | Tie    | E6 Megården-Mørsvikbotn                      | ~900        |
|  | Rata   | Fellesprosjektet Arna-Stanghelle (E16-osuus) | ~3600       |

# Toimiala ja markkina 3/3

Pohjoismaiden ulkopuolella myös Saksan merkittävä, vuoden 2025 alussa julkistettu infrapanostus parantaa Keski-Euroopan markkinanäkymiä. Osana laajempaa elvytyspakettia Saksa on perustamassa 500 miljardin euron infrastruktuurirahastoa seuraavalle 10–12 vuodelle, jonka odotetaan vauhdittavan merkittävästi maan rakennusala ja vastaavan pitkäaikaiseen alirahoitukseen. Esimerkiksi Kiel-instituutti ennustaa pelkästään tämän rahaston vaikutuksesta lähes 4 prosentin kasvua Saksan uudisrakentamiselle vuonna 2026. Tämä luo huomattavia mahdollisuuksia ja lisää Keski-Euroopan markkinan houkuttelevuutta Foamitin laajentumispyrkimyksiä peilaten.

### Kasvua voi hakea myös infrarakentamisen ulkopuolelta

Foamit Groupin pyrkimyksenä on laajentaa vaahtolasin käyttöä infrarakentamisesta muun uudis- ja korjausrakentamisen puolella, mikä lisää vaahtolasimarkkinan kasvupotentiaalia sekä tekee siitä entistäkin vähemmän riippuvaisen infrarakennusmarkkinan kehityksestä. Kääntöpuolella muu rakentaminen on selvästi syklisempää, mutta matala markkinaosuus suojaa laskusuhdanteen riskeiltä ainakin aluksi. Muu rakentaminen on myös kateprofiililtaan houkutteleva markkina, sillä talonrakennuksessa käytettyjen pienempijakeisen vaahtolasin hintapiste on infrarakentamisessa käytettyä jaekokoa korkeampi. Suhtaudumme muun rakentamisen mahdollistamaan kasvupotentiaaliin toistaiseksi varovaisesti, sillä vaahtolasin käytön yleistymisen vaatii arviomme mukaan vielä paljon työtä rakennusmateriaalin tunnettuuden vahvistamiseksi.

### Manner-Euroopassa kilpailijoita on enemmän

Pohjoismaiden ulkopuolella Euroopan vaahtolasimarkkina on laajempi, käsittäen arviolta 20–25 valmistajaa, joista

merkittävä osa sijaitsee Saksassa ja Itävallassa. Lopputuotteissa voi olla yhtiöiden välillä merkittäviäkin eroja, minkä myötä kaikki yhtiöt eivät ole toistensa suoranaisia kilpailijoita. Käsityksemme mukaan Foamit Groupin kanssa parhaiten vastaavaa tuotetta valmistaa ainakin Sveitsiläinen Misapor AG. Vaikka Foamit Group on selkeä markkinajohtaja Pohjoismaissa, on Euroopan ja globaalin markkinan johtava toimija on yhdysvaltalainen Owens Corning. Owens Corning vahvisti asemaansa merkittävästi ostettuaan vuonna 2017 alan aiemman markkinajohtajan Pittsburgh Corningin (jonka liikevaihto oli tuolloin noin 240 MEUR). Owens Corning valmistaa vaahtolasia Belgiassa ja Tšekissä, ja sen voidaan olettaa olevan liikevaihdoltaan huomattavasti suurempi kuin muut toimijat. Muita merkittäviä, joskin todennäköisesti Owens Corningia pienempiä, toimijoita Euroopassa ovat esimerkiksi Glapor Saksassa ja Misapor Sveitsissä. Markkinalla toimii myös useita muita, pääosin paikallisia tai tiettyihin tuotesegmentteihin keskittyneitä valmistajia erityisesti saksankielisessä Euroopassa. Tarkkaa kuvaa yksittäisten vaahtolasitoimijoiden kannattavuudesta on kuitenkin vaikea muodostaa, sillä monet toimijat ovat osa suurempia konserneja tai niiden raportointi ei erittele vaahtolasiliiketoiminnan tulosta tarkasti. Huomionarvoista on kuitenkin, että Owens Corningin koko Insulation-segmentin käyttökateprosentti on viime vuosina ollut lähellä 25 prosenttia. Vaikka segmentti sisältää muitakin eristetuotteita, antaa tämä viitteitä vaahtolasiliiketoiminnalle saavutettavissa olevasta kannattavuustasosta tehokkaasti toimittaessa. Owens Corningin suuri koko ja globaali läsnäolo tekevät siitä vahvan kilpailijan markkinalla, jolla on nähtävissä myös konsolidaatiota yritysstojen ja fuusioiden kautta.

### Euroopan vaahtolasin tuottajia

| Asema <sup>1</sup> | Yhtiö                        | Koti-markkina | Ensisijainen tuotetyyppi        |
|--------------------|------------------------------|---------------|---------------------------------|
| 1                  | Owens Corning (FOAMGLAS)     | Belgia        | Levyt/Paneelit                  |
| 2                  | Foamit Group                 | Pohjoismaat   | Murske/Rakeet                   |
| 3                  | Veriso GmbH & Co. KG         | Saksa         | Murske/Rakeet                   |
| 4                  | Glapor Werk Mitterteich GmbH | Saksa         | Murske/Rakeet<br>Levyt/Paneelit |
| 5                  | Misapor AG                   | Sveitsi       | Murske/Rakeet                   |
| 6                  | GEOCELL Schaumglas GmbH      | Itävalta      | Murske/Rakeet                   |
| 7                  | Refaglass s.r.o.             | Tšekki        | Murske/Rakeet<br>Levyt/Paneelit |
| 8                  | Polydros S.A.                | Espanja       | Levyt/Paneelit<br>Harkot        |
| 9                  | Pinosklo                     | Ukraina       | Levyt/Paneelit<br>Harkot        |
| 10                 | Steinbach Schaumglas         | Saksa         | Murske/Rakeet                   |

<sup>1</sup>Inderesin arvio markkinaosuuksien järjestyksestä

# Taloudellinen tilanne

## Taseella näkyy merkittävä vähemmistöomistaja

Partneran omistaessa enemmistön (66 %) Foamit Groupista, yhdistellään Foamit Groupin omaisuuserät täysimääräisesti Partneran taseeseen. Vähemmistöomistajien (Tesi Foamit Groupissa) omistusosuutta kuvaa puolestaan taseen vastattavaa puolen 8,4 MEUR:n vähemmistöosuudet. Foamit Groupin vuoden 2024 tilinpäätöstä ei ole vielä julkaistu, mutta Partneran taseen vastattavaa puolen rivit heijastelevat arviomme mukaan pitkälti Foamit Groupin omaisuuseriä. Tästä poikkeuksena ovat pysyvien vastaavien 5,7 MEUR:n Sijoitukset, joka vastaa Partneran omistusosuutta pääomasijoitusyhtiö Nordic Optionissa sekä Partneran 29 MEUR:n rahavarat.

## Omaisuuserät liittyvät pitkälti Foamit Groupiin

Partneran taseen loppusumma tilikauden 2024 lopussa oli 83 MEUR. Pitkäaikaiset varat koostuvat pääosin Foamit Groupin omaisuuseristä. Suurin pitkäaikainen omaisuuserä taseessa on 24 MEUR:n kiinteä omaisuus, joka koostuu Foamit Groupin valmistuskapasiteetista. Aineettomat omaisuuserät koostuvat Foamit Groupin yrityskauppojen seurauksena syntyneestä 5 MEUR:n liikearvosta. Liikearvoa on viime vuosina poistettu FAS-kirjanpitokäytännön mukaisesti, mutta Parteran tilikaudelle 2025 kaavailema siirtymä IFRS-kirjanpitoon tulee päättämään säännölliset liikearvon poistot. Lyhytaikaiset omaisuuserät koostuvat Foamit Groupin käyttöpääomaeristä sekä kassasta, jonka arvioimme olevan käytännössä täysin Partnera-emoyhtiössä. Tällä on merkitystä, sillä Parteran pääomittaessa Foamit Groupia tulee myös vähemmistöomistaja Tesin lähtökohtaisesti sijoittaa Foamit Groupiin, ellei pääomituksen yhteydessä tehdä muita

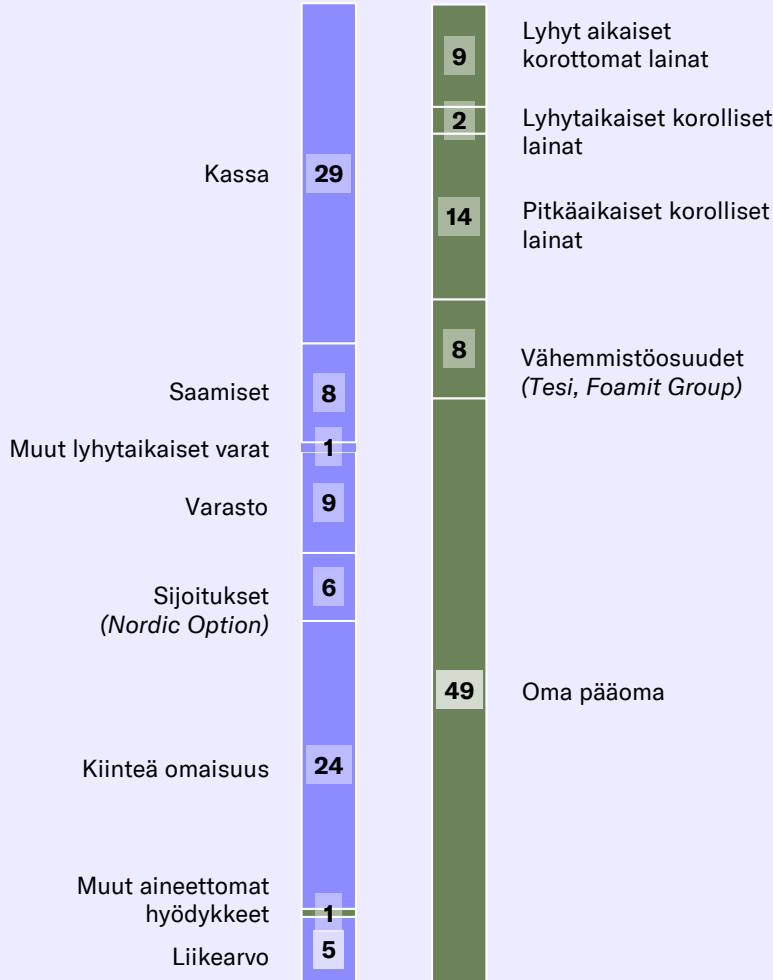
omistusjärjestelyjä. Käyttöpääomaeristä myyntisaamiset ja ostovelat ovat tasapainossa, sillä molemmat ovat suuruusluokaltaan 8 MEUR:n tuntumassa. Näin ollen muulla pääomalla rahoitettavaksi jää varasto, joka oli tilikauden päätteessä 9 MEUR:ssa.

## Tase on vakavarainen

Partneran taseen omavaraisuusaste oli tilikauden 2024 päätteessä korkealla tasolla 69 %:ssa. Omavaraisuutta vahvisti tilikaudella 2024 tapahtunut irtaantuminen Finda-omistuksesta, jonka positiivinen tulosvaikutus oli reilut 12 MEUR. Myynnistä saatuja varoja käytettiin osin velan lyhennykseen, mutta suurin osa 29 MEUR:n myyntihinnasta oli tilikauden päätteessä edelleen likvideinä varoina. Vakavaraisuutta sekä erittäin vahvaa likviditeettiä tulee heikentämään jo maksettu 4 MEUR:n osinko sekä Foamitin huomattavien investointihankkeiden jatkuminen. Alkuvuonna 2024 tiedotettu Norjan tuotantolaitoksen 10 MEUR:n investoinnista arviomme mukaan suurin osa kohdistuu tilikaudelle 2025, minkä lisäksi Suomeen kohdistuva investointi on liikkeellä.

Pankkilainaa konsernilla oli tilikauden päätteessä reilut 16 MEUR, josta 14 MEUR oli pitkäaikaista. Tämä velka koostuu täysin Foamit Groupin veloista. Foamit Groupin velkakapasiteetin arvioimme olevan nykyisellään rajallinen, minkä myötä odotamme pääomistajien pääomittavan Foamit Groupia todennäköisten seuraavien investointihankkeiden yhteydessä.

Partneran Tase  
MEUR, 2024



# Ennusteet (1/3)

## Ennustemalli

Mallinnamme lyhyellä sekä pitkällä aikavälillä Partneran liiketoimintaa ensisijaisesti Foamit Groupin kautta, sillä Foamit Group on Partneran strategian keskiössä sekä ainoa operatiivinen liiketoiminta. Foamit Groupille on lisäksi saatavilla kohtalaiset vertailuluvut sekä yksityiskohtainen kustannusrakenne, vaikka viimeiseen viiteen vuoteen sisältyykin merkittäviä yrityskauppoja.

Lyhyellä aikavälillä ennusteemme pohjaavat Foamit Groupin tilauskantaan, investointien myötä kehittyvään kapasiteettiin sekä lyhyen aikavälin näkymiin ensisijaisesti infrarakentamisen markkinoilla, jonka kehitystä ajavat suunnitellut infrarakentamisen hankkeet. Kustannusrakennetta ennustamme yksityiskohtaisesti seuraavan 5 vuoden osalta.

Pitkällä aikavälillä liikevaihdon ennusteemme pohjaavat kohdemarkkinoiden kasvuennusteisiimme, jotka myötäilevät BKT:n kehitystä, kun taas kannattavuusennusteemme pohjaavat arvioomme liiketoiminnan kannattavuuspotentiaalista.

Odotamme Foamit Groupin ja Partneran raportoinnin tarkentuvan jo kuluvan vuoden aikana, sillä Partnera on siirtymässä IFRS-kirjanpidon alaisuuteen lähiaikoina. Ennusteemme eivät sisällä ennusteperiodilla hyvin todennäköisesti tapahtuvia yritysostoja niiden arvostukseen ja ajoitukseen liittyvän korkean epävarmuuden vuoksi.

Päästäksemme Foamit Groupin operatiivisista ennusteista Partnera-konsernin ennusteisiin, ennustamme lisäksi emoyhtiön kustannukset, vähemmistön tulo-osuuden, konsernin veroasteen sekä rahoituskustannukset.

Partnera -emoyhtiön kulujen arvioimme laskevan

ennusteperiodilla viime vuosia matalammalle tasolla ja lopulta noin vajaan 1 MEUR, vuosittaiselle tasolle. Emoyhtiön kustannuksista johtuen konsernin käyttökatteen ennusteemme ovat Foamit Groupin ennusteiden alapuolella. Emoyhtiön kustannussäästöt ovat mielestämme myös potentiaalinen omistaja-arvonluonnin väylä.

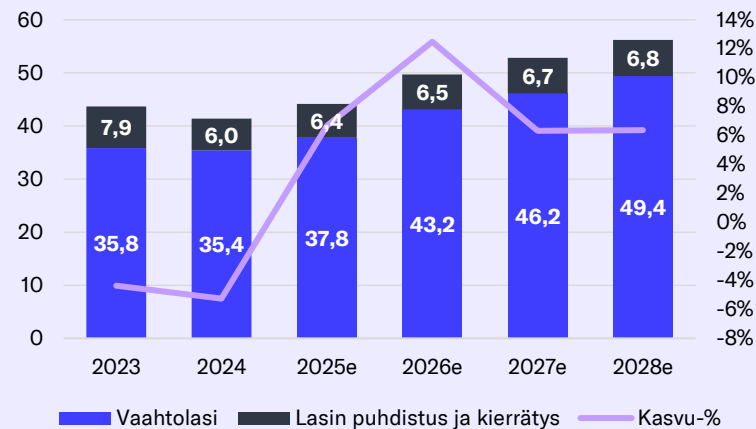
Vähemmistön tulo-osuuden ennusteemme pohjaavat Foamit Groupin nettotuloksen ennusteisiimme, josta 33 % kuuluu vähemmistöomistaja Tesille. Verojen ennusteet perustuvat Pohjoismaissa vallitseviin 20–22 %:n yhteisöveroasteisiin, ja rahoituskulujen ennusteet korkotasoon sekä velan määrään konserniyhtiöissä.

Osuus osakkuusyrityiden voitosta heiluu Nordic Optionin irtaantumisen mukana, minkä myötä rivin ennustaminen on erittäin haastavaa. Näin ollen emme sisällytä osakkuusyrityiden tulo-osuutta konsernin ennusteisiimme, vaan otamme omistuksen arvon huomioon tase-arvoon perustuen valuatiassa. Tätä puoltaa myös ennusteperiodilla hyvin todennäköisesti tapahtuva irtaantuminen Nordic Optionista.

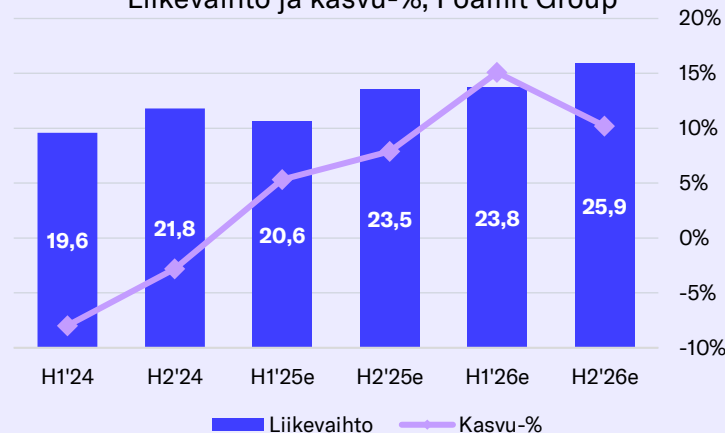
## Lyhyen aikavälin näkymä on ollut nousujohteinen

Foamit Group lähti tilikauteen vertailukaudta aavistuksen matalammalla (-2 %) tilauskannalla, mutta tilikauden alun tiedotettujen Ruotsin ja Norjan tilausten myötä kysyntäkuva on hieman parantunut. Etenkin Ruotsin vaahtolasin markkinatilanne vaikuttaa edelleen vahvalta. Suomessa tervekattaisen lasin puhdistus- ja kierrätysliiketoiminnan odotamme kasvavan kuluvana vuonna 7 % edellisen tilikauden lasin saatavuushaasteiden helpottaessa. Vaahtolasiliiketoiminnan odotamme niin ikään yltävän 7 %:n kasvuun vaisun vertailukauden tasolta, ja kasvun olevan hieman vauhdikkaampaa H2:lla.

**Liikevaihdon jakauma**  
Foamit Group, MEUR



**Puolivuosittaiset ennusteet**  
Liikevaihto ja kasvu-%, Foamit Group



## Ennusteet (2/3)

Liikevaihtoa kannattelee hyvällä tasolla pysyttelevä infrarakentamisen aktiviteetti Pohjoismaiden suurhankkeiden tukemana. Muun rakentamisen tuen odotamme jäävän vähäiseksi, vaikka korkotason lasku tukeekin aktiviteettia. Foamit Groupin Käyttökate-%:n odotamme vahvistuvan 16 %:iin tilikaudella 2025. Kannattavuutta tukee ennustamamme lievä volyymin kasvu, lasin puhdistus- ja kierrätysliiketoiminnan liikevaihto-osuuden kasvu sekä maltillisesti Norjan uusi tuotantokapasiteetti. Norjan suurinvestoinnin odotamme valmistuvan tämän tilikauden aikana, mikä tukee myyntimääriä ja kannattavuutta kuitenkin kuluvalle tilikaudella ennusteessamme vain rajallisesti. Uuden kapasiteetin ja tuotantolaitteiston ylösajon odotamme tuottavan tiettyjä tehokkuushaittoja, minkä myötä selvempää tukea kannattavuuteen odotamme vasta vuodelle 2026.

Ennustamme poistojen luonnollisesti kasvavan kuluvana vuonna Norjan valmistuvan lisäkapasiteetin myötä. Konsernin negatiivisesta nettovelasta huolimatta odotamme rahoituskulujen pysyvän -0,8 MEUR:ssa Foamit Groupin velkatasosta johtuen. Näiden erien jälkeen odotamme Foamitin nettotuloksen yltävän nollarajalle ja Partera-konsernin oikaistun EPS:n asettuvan 0,02 euroon.

### Ensi vuonna nautitaan investointien hedelmistä

Vuodelle 2026 odotamme sekä Suomen että Norjan kapasiteetin hyötyjen siivittävän Foamit Groupin liikevaihdon 12 %:n kasvuun. Kapasiteetin myyntiä helpottaa ennustettu infrarakentamisen kasvu ja pohjoismaiset suurhankkeet, mutta myynnissä ja markkinoinnissa vaaditaan tästä huolimatta onnistumisia. Vaadittujen

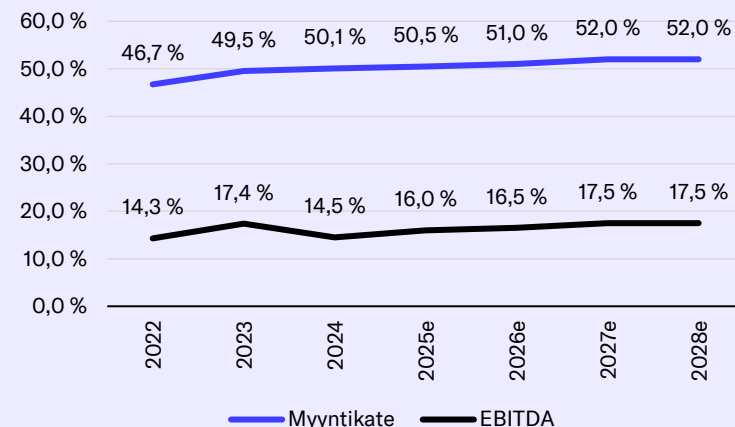
myyntipanostusten sekä tuotekehityksen myötä ennustamamme kannattavuusparannus pohjaa ensisijaisesti myyntikatteen vahvistumiseen, eikä muiden kulurivien skaalautumiseen. Foamit Groupin käyttökate-ennustamme vahvistuvan 16,5 %:iin volyymin nousun, parempikatteisen pienijakeisen vaahtolasin liikevaihto-osuuden nousun, sekä Norjan tuotantoyksikön kannattavuuden vahvistumisen myötä. Suurin investointien myötä kasvavien poistojen takia liikevoitto kasvaa käyttökateä maltillisemmin. Rahoituskulujen, sekä vähemmistön tulo-osuuden jälkeen odotamme Parteran osakkeenomistajille kuuluvan EPS:n yltävän 0,03 euroon.

### Ennustemme jäävät yhtiön tavoitteista

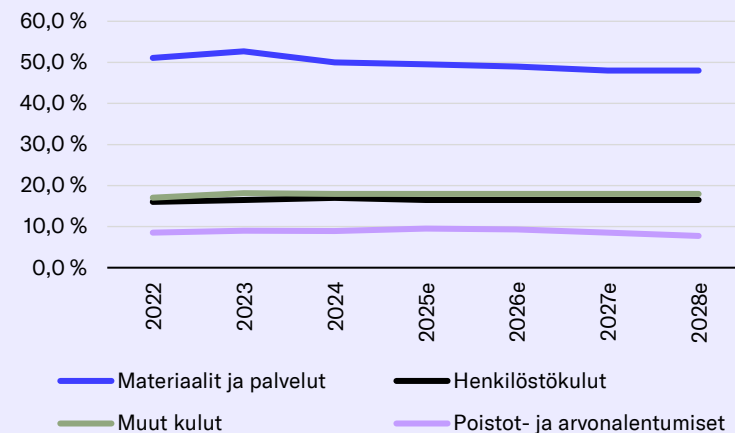
Vuosina 2027 ja 2028 odotamme kapasiteetin käyttöasteen paranevan asteittain ja yhtiön onnistuvan jatkamaan noin 6 %:n kasvua hieman markkinaa nopeammin vaahtolasin käytön hiljalleen yleistyessä. Vuoden 2028 liikevaihdon kasvuennustemme on 56 MEUR:ssa, mikä on selvästi yhtiön tavoittelemaa 100 MEUR:n tasoa matalammalla. Yksi syy tähän on se, että ennustemme eivät sisällä yritysostoja, kun taas Foamit Groupin taloudellisissa tavoitteissa tämä on oleellinen kasvuväylä. Lisäksi vaadimme orgaanisten kasvutoimien toimimisesta lisänäyttöjä ennen kuin olemme valmiita sisällyttämään pidempää vauhdikkaan kasvun periodia ennusteisiimme.

Kasvu sekä Norjan tuotantolaitoksen etenevä tuloskäänne vahvistavat käyttökate-%:n vajaaseen 18 %:iin, mikä on melko lähellä yhtiön tavoittelemaa 20 %:n tasoa.

Foamit Group EBITDA ja Myyntikate  
%-liikevaihdosta



Foamit Group kustannusrakenne  
%-liikevaihdosta



# Ennusteet (3/3)

Tärkein tekijä kannattavuuden parantamisessa on arviomme mukaan Norjan tuotantolaitoksen kannattavuuden vahvistaminen, mihin käynnissä olevat investoinnit antavat eväät. Ennusteissamme osingonmaksun jälkeen yli jäävä rahavirta lyhentää velkaa ja siten myös rahoituskuluja. Tämä tukee oikaistua osakekohtaista tulosta, joka asettuu ennusteissamme 0,05 ja 0,07 euroon osakkeelta vuosina 2027 ja 2028.

## Osinkoennusteet maltilliset

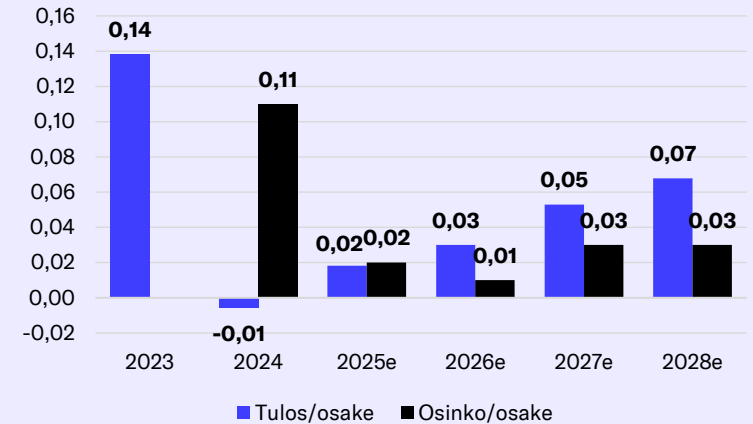
Lähivuosien osingot nousevat kuluvan tilikauden 0,02 eurosta 0,03 euroon vuoteen 2028 mennessä, vastaten karkeasti yhtiön osinkopolitiikan mukaista 50 %:n jakosuhdetta liikearvopoistoista oikaistusta EPS:stä. Käytämme ennusteissamme nimenomaan oikaistua EPS:ää, koska liikearvopoistot tulevat yhtiön kirjanpidosta poistumaan tulevan kirjanpitokäytännön muutoksen myötä. Lyhyen aikavälin osinkoihin voisi tuoda nousupainetta onnistunut irtaantuminen Nordic Optionista. Muutenkin osinkoennusteemme ovat riippuvaisia tulosennusteistamme, ja ennusteita parempi tai huonompi tuloskehitys heilauttaisi myös maksettavan osingon määrää.

## Pitkän aikavälin ennusteet

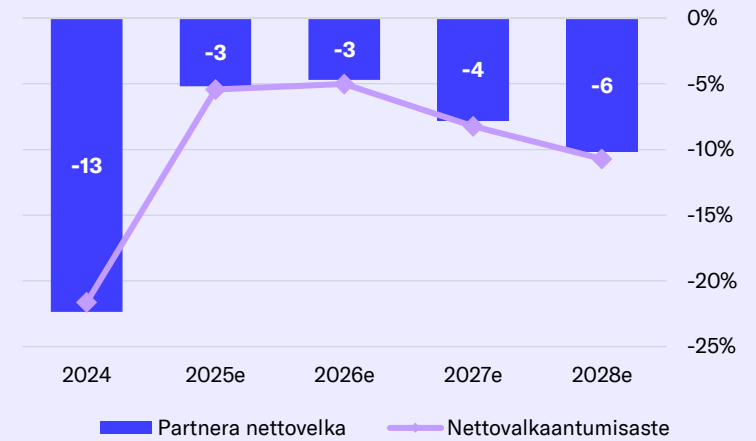
Vuodesta 2028 eteenpäin odotamme Foamit Groupin kasvun hidastuvan noin nimellisen talouskasvun tasolle 2–3 %:iin. Konsernin liikevoitto-%:n asettuvan 8 %:iin, mikä vastaa pääoman tuotolla mitattuna noin 10 %:n tasoa. 10 %:n pääoman tuotto on mielestämme kohtuullinen pitkän aikavälin oletus teollista valmistusta harjoittavalle yhtiölle, jonka pääasialliset kilpailuedut perustuvat skaalaetuihin ja tuotannon kustannustehokkuuteen. Pitkän aikavälin ennustamamme pääomantuotto on myös karkeasti linjassa

Partneran 10 %:n oman pääoman tuottotavoitteen kanssa.

Osinko ja liikearvopoistoista oikaistu tulos per osake (Partnera)



Partneran nettovelka MEUR, %



# Ennusteissa useampia pieniä muutoksia

## Ennustemuutokset

- Poistimme ennusteistamme osakkuusyhtiöiden osuuden tuloksesta ja otamme Partneran Nordic Option –omistuksen huomioon arvostuksessa myytävänä olevana omaisuuseränä. Tällä oli 0,2 MEUR:n negatiivinen vaikutus lähivuosien käyttökatteen ennusteisiimme.
- Tarkistimme Emoyhtiön kuluennustettamme 0,2 MEUR ylöspäin vastaamaan paremmin arviotamme vuoden 2024 toteumasta. Odotamme emoyhtiön kulujen asettuvan -1,2 MEUR:oon vuonna 2025
- Nostimme kuluvan vuoden Foamit Groupin liikevaihdon kasvuennustettamme alkuvuoden pirteään tilausvirran myötä, millä oli 0,2 MEUR: positiivinen vaikutus käyttökatteen ennusteeseen
- Laskimme vuoden 2026 käyttökatteen ennustettamme heijastellen aiempaa arviotamme korkeampia kasvun vaatimia etupainotteisia kustannuksia
- Nostimme lähivuosien investointien ennusteitamme heijastelemaan Norjan ja Suomen käynnissä olevia 12 MEUR:n investointiohjelmia
- Korkeammat investointien ennusteet johtivat poistoennusteiden nousuun, millä oli negatiivinen vaikutus alarivien ennusteisiimme
- Laskimme rahoituskulujen ennusteitamme laskeneen korkotason ajamana

| Ennustemuutokset            | 2025e | 2025e | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos | 2027e | 2027e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 42,5  | 44,2  | 4 %    | 47,6  | 49,7  | 4 %    | 49,5  | 52,8  | 7 %    |
| Käyttökate                  | 6,4   | 6,0   | -7 %   | 7,9   | 7,1   | -11 %  | 8,3   | 8,3   | 0 %    |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 1,3   | 1,8   | 36 %   | 3,7   | 2,4   | -36 %  | 4,3   | 3,8   | -13 %  |
| Liikevoitto                 | 1,3   | 0,6   | -52 %  | 2,6   | 1,2   | -53 %  | 3,2   | 2,6   | -18 %  |
| Tulos ennen veroja          | 1,3   | -0,2  | -114 % | 2,0   | 0,5   | -77 %  | 2,4   | 2,0   | -19 %  |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,00  | 0,02  |        | 0,02  | 0,03  | 50 %   | 0,02  | 0,05  | 165 %  |
| Osakekohtainen osinko       | 0,02  | 0,02  | 0 %    | 0,02  | 0,01  | -50 %  | 0,02  | 0,03  | 50 %   |

Lähde: Inderes

# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma                      | 2023         | H1'24       | H2'24        | 2024         | H1'25e       | H2'25e       | 2025e        | 2026e       | 2027e       | 2028e       |
|------------------------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>50,4</b>  | <b>19,6</b> | <b>21,8</b>  | <b>41,4</b>  | <b>20,6</b>  | <b>23,5</b>  | <b>44,2</b>  | <b>49,7</b> | <b>52,8</b> | <b>56,2</b> |
| Foamit Group käyttökate            | 43,7         | 19,6        | 21,8         | 41,4         | 20,6         | 23,5         | 44,2         | 49,7        | 52,8        | 56,2        |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>8,2</b>   | <b>3,7</b>  | <b>2,1</b>   | <b>5,8</b>   | <b>2,8</b>   | <b>3,2</b>   | <b>6,0</b>   | <b>7,1</b>  | <b>8,3</b>  | <b>9,0</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset         | -5,7         | -2,4        | -2,4         | -4,8         | -2,5         | -2,8         | -5,3         | -5,8        | -5,7        | -5,6        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>8,2</b>   | <b>0,6</b>  | <b>0,2</b>   | <b>0,9</b>   | <b>0,8</b>   | <b>0,9</b>   | <b>1,8</b>   | <b>2,4</b>  | <b>3,8</b>  | <b>4,6</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>2,6</b>   | <b>1,2</b>  | <b>-0,3</b>  | <b>0,9</b>   | <b>0,3</b>   | <b>0,4</b>   | <b>0,6</b>   | <b>1,2</b>  | <b>2,6</b>  | <b>3,5</b>  |
| Nettorahoituskulut                 | -3,1         | 5,2         | -0,7         | 4,4          | -0,4         | -0,4         | -0,8         | -0,8        | -0,7        | -0,5        |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>-0,6</b>  | <b>6,4</b>  | <b>-1,1</b>  | <b>5,4</b>   | <b>-0,1</b>  | <b>0,0</b>   | <b>-0,2</b>  | <b>0,5</b>  | <b>2,0</b>  | <b>2,9</b>  |
| Verot                              | -0,4         | -1,5        | 0,1          | -1,4         | -0,1         | -0,1         | -0,2         | -0,4        | -0,8        | -1,0        |
| Vähemmistöosuudet                  | 0,3          | 0,4         | 0,3          | 0,7          | 0,0          | 0,0          | -0,1         | -0,1        | -0,4        | -0,6        |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>-0,6</b>  | <b>5,3</b>  | <b>-0,6</b>  | <b>4,7</b>   | <b>-0,3</b>  | <b>-0,2</b>  | <b>-0,5</b>  | <b>-0,1</b> | <b>0,8</b>  | <b>1,3</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>0,14</b>  | <b>0,00</b> | <b>0,00</b>  | <b>-0,01</b> | <b>0,01</b>  | <b>0,01</b>  | <b>0,02</b>  | <b>0,03</b> | <b>0,05</b> | <b>0,07</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>-0,02</b> | <b>0,15</b> | <b>-0,02</b> | <b>0,13</b>  | <b>-0,01</b> | <b>-0,01</b> | <b>-0,01</b> | <b>0,00</b> | <b>0,02</b> | <b>0,04</b> |

| Tunnusluvut                          | 2023     | H1'24   | H2'24   | 2024    | H1'25e | H2'25e  | 2025e   | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|--------------------------------------|----------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | -40,9 %  | -29,8 % | -2,8 %  | -17,8 % | 5,1 %  | 7,9 %   | 6,6 %   | 12,5 % | 6,3 %  | 6,4 %  |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | -202,5 % | -92,1 % | -26,0 % | -89,6 % | 32,7 % | 308,2 % | 107,3 % | 34,7 % | 58,1 % | 22,3 % |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | 16,3 %   | 18,6 %  | 9,6 %   | 13,9 %  | 13,3 % | 13,7 %  | 13,5 %  | 14,2 % | 15,7 % | 16,0 % |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | 16,3 %   | 3,2 %   | 1,1 %   | 2,1 %   | 4,0 %  | 4,0 %   | 4,0 %   | 4,8 %  | 7,1 %  | 8,2 %  |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | -1,3 %   | 26,8 %  | -2,7 %  | 11,3 %  | -1,4 % | -0,8 %  | -1,1 %  | -0,1 % | 1,5 %  | 2,3 %  |

Lähde: Inderes

| Vastaavaa                      | 2023        | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>59,2</b> | <b>36,3</b> | <b>41,3</b> | <b>39,6</b> | <b>37,6</b> |
| Liikearvo                      | 6,8         | 5,5         | 4,3         | 3,2         | 2,0         |
| Aineettomat hyödykkeet         | 0,6         | 0,7         | 0,8         | 0,8         | 1,0         |
| Käyttöomaisuus                 | 24,3        | 24,4        | 30,2        | 29,6        | 28,6        |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 14,3        | 5,8         | 6,0         | 6,0         | 6,0         |
| Muut sijoitukset               | 13,2        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>24,4</b> | <b>46,6</b> | <b>35,4</b> | <b>35,3</b> | <b>36,3</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 8,3         | 8,6         | 8,8         | 9,9         | 10,6        |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,5         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,8         |
| Myyntisaamiset                 | 8,9         | 8,4         | 8,8         | 9,9         | 10,6        |
| Likvidit varat                 | 6,7         | 28,9        | 16,9        | 14,6        | 14,3        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>83,6</b> | <b>83,0</b> | <b>76,7</b> | <b>74,9</b> | <b>73,9</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2023        | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>45,9</b> | <b>57,9</b> | <b>53,3</b> | <b>52,5</b> | <b>52,9</b> |
| Osakepääoma                    | 6,4         | 6,4         | 6,4         | 6,4         | 6,4         |
| Kertyneet voittovarot          | 37,6        | 42,6        | 38,2        | 37,4        | 37,8        |
| 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                 | 0,3         | 0,4         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |
| Vähemmistöosuus                | 1,6         | 8,4         | 8,4         | 8,4         | 8,4         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>26,0</b> | <b>14,2</b> | <b>12,1</b> | <b>10,1</b> | <b>8,1</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Varaukset                      | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Korolliset velat               | 19,2        | 14,1        | 12,0        | 10,0        | 8,0         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 6,7         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>11,7</b> | <b>11,0</b> | <b>11,3</b> | <b>12,3</b> | <b>12,8</b> |
| Korolliset velat               | 2,5         | 2,3         | 2,0         | 2,0         | 2,0         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 7,7         | 7,3         | 7,9         | 8,9         | 9,5         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 1,5         | 1,3         | 1,3         | 1,3         | 1,3         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>83,6</b> | <b>83,0</b> | <b>76,7</b> | <b>74,9</b> | <b>73,9</b> |

# Sijoitusprofiili

1

Sijoitustarina selkiytynyt vaahtolasiyhtiö Foamit Groupin ympärille

2

Foamit Groupin kasvuhakuinen strategia luo pohjan tulevien vuosien tulokasvulle

3

Foamit Group Pohjoismaisen pienen vaahtolasimarkkinan ainoa varteenotettava toimija

4

Vakaan infrarakentamisen markkinan lisäksi uudis- ja korjausrakentaminen tarjoavat kasvumahdollisuuksia

5

Vahva taseasema mahdollistaa kasvustrategian vaatimat mittavat investoinnit

## Potentiaali

- Merkittävän nettokassan ohjaaminen strategiaan sijoituskohteisiin
- Vaahtolasin kysyntänäkymä on nousujohteinen vahvan infrarakentamisen markkinan tukemana
- Nykyisen valmistuskapasiteetin tehokkuusparannukseen on hyvät edellytykset
- Nordic Optionista irtaantuminen vapauttaa pääomia

---

## Riskit

- Kasvustrategiaan kuuluviin yritysostoihin liittyvät riskit
- Merkittäviin orgaanisten investointien epäonnistuminen
- Irttaantuminen Nordic Optionista lykkääntyy tai tapahtuu heikolla kauppahinnalla
- Vaahtolasin kysyntään liittyvät riskit
- Kilpailu vaihtoehtoisten rakennusmateriaalien suunnalta

# Arvostus 1/3

## Arvostusmetodit

Partneran arvonmäärityksen lähtökohtana on strategian keskiössä olevan Foamit Groupin arvonmääritys. Määritämme Foamit Groupin arvoa lähivuosien ennusteisiin perustuvilla EV/EBITDA ja EV/EBITA – kertoimilla, joiden hyväksyttävää tasoa arvioimme ennusteidemme mukaisen kasvun ja pääoman tuoton yhdistelmän sekä verrokkianalyysin perusteella. Lisäksi otamme huomioon pidemmän aikavälin kassavirran tuottokykyyn pohjaavan Foamit Groupille laatimamme kassavirtalaskelman. Foamit Groupin lisäksi Partneran osakkeen arvoon vaikuttavat tekijät ovat Partnera – emoyhtiön rahavarat ja kustannukset, Tesin vähemmistöomistus Foamit Groupissa, sekä Partneran omistusosuus Nordic Optionissa, jotka otamme huomioon osien summa –laskelmassamme.

Omaisuserien lisäksi Partneran osakkeen hinnoitteluun vaikuttavat osakkeen matala likviditeetti sekä keskittynyt omistusrakenne, jotka arviomme mukaan puoltavat alennusta hyväksyttävään arvostustasoon suhteessa osien summan mukaiseen arvoon.

## Foamit Groupin on keskeisin osa Partneraa

Foamit Groupin lähivuosien ennusteisiin perustuvia hyväksyttäviä arvostuskertoimia nostavia eli tuottovaadetta laskevia tekijöitä ovat arviomme mukaan vankka markkina-asema Pohjoismaissa, keskipitkän aikavälin positiivinen kasvunäkymä, tukeva taseasema sekä tuotannon perustuminen kestäville kiertotalouden periaatteille, mikä myös parantaa kasvunäkymää.

Vastaavasti arvostuskertoimia laskevia eli tuottovaadetta

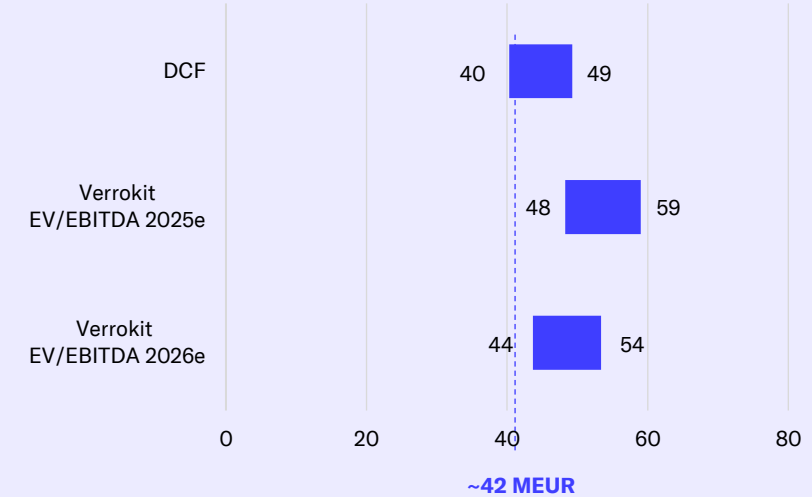
nostavia tekijöitä ovat arviomme mukaan Foamit Groupin liikevaihdon muodostuminen pääosin projektitoimituksista (vähän jatkuvaluonteista liikevaihtoa), yhtiön kansainvälistä laajentumista ja merkittäviä kasvuinvestointeja sisältävä strategia, rajallinen sijoitetun pääoman tuottopotentiaali sekä liiketoiminnan liitännäisyys sykliseen rakennusmarkkinaan, vaikka pääpaino onkin vakaammassa infrarakentamisessa.

Edellä mainittujen tekijöiden summana arviomme Foamit Groupin hyväksyttävän arvostuksen olevan EV/EBITDA 5x–6x ja EV/EBITA 9x–11x.

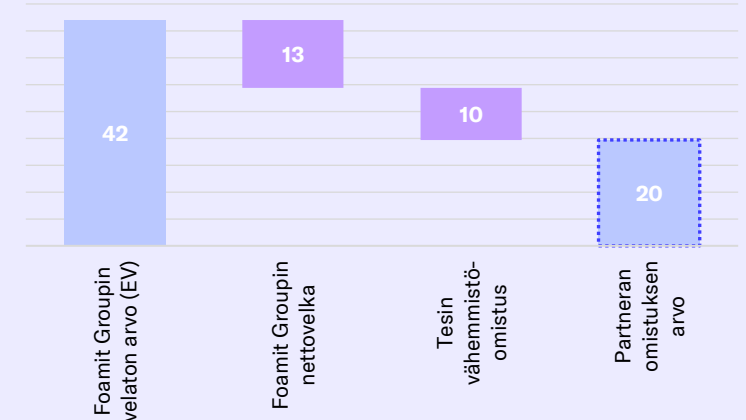
Rakennustuoteyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmämme arvostus (EV/EBITDA 6–8x ja EV/EBIT 12–15x) on Foamit Groupille arvioimaamme arvostustasoa korkeammalla. Tämä on mielestämme perusteltua Foamit Groupin verrokkiryhmää pienempi koko sekä huonompi likviditeetti huomioiden. Verrokki arvostuksesta saakin arviomme mukaan kuvan Foamit Groupin arvostuksen ylärajasta. Vaahtolasin valmistukseen erikoistuneita listattuja yhtiöitä ei tietääksemme ole listattuna mikä heikentää verrokkiarvostuksen toimivuutta mittatikkuna.

Foamit Groupille laatimamme kassavirtalaskelma indikoi 46 MEUR:n velatonta arvoa, mikä vastaa Foamit Groupin nettovelan ja Tesin vähemmistöosuuden jälkeen 22 MEUR:n arvoa Partneran omistusosuudelle. Kassavirtalaskelmamme sisältää odotuksen kannattavuustason nostosta sekä lähivuosien investointien tukeman liikevaihdon selvästä kasvusta, mitkä kohottavat ennusteisiin liittyvää riskitasoa.

Foamit Groupin arvostus eri metodeilla (EV, MEUR)



Partneran omistuksen arvo Foamit Groupissa



# Arvostus 2/3

Näin ollen sovellamme myös korkeahkoa vajaan 11 % tuottovaatimusta, missä on laskuvaraa mikäli yhtiö suorittaa ennusteidemme ja tavoitteidensa mukaisella polulla. Kassavirtamallissamme yhtiö yltää pitkällä aikavälillä 17 %:n EBITDA-marginaaliin mikä vastaa tuottovaatimustamme hieman korkeampaa tuottoa sijoitetulle pääomalle (12–14 % ROCE), mihin yhtiöllä on mielestämme eväät tukeva markkina-asema huomioden. Pitkän aikavälin kasvuennusteemme on riskittömän koron tasolla 2,5 %:ssa.

## Nordic Optionin arvonmääritys on haastavaa

Partneran osakkeen arvoon vaikuttaa Foamit Groupin arvon lisäksi Partnera –emoyhtiön rahavarat ja kustannukset, sekä omistusosuus Nordic Option –pääomasijoitusyhtiössä. Nordic Optionin arvonmääritys on haastavaa rajallisesti julkisesti saatavilla olevan tiedon perusteella. Oletamme Partneran joutuvan hyväksymään Nordic Optionille tasearvoa matalamman myyntihinnan omaisuususerän kehnoa likviditeettiä sekä rahoitusmarkkinan vaisua viimeaikaista sentimenttiä heijastellen. Näin ollen arvotamme Nordic Optionin reilun 10 % tasearvonsa alapuolelle 5 MEUR:oon, mikä vastaa noin 13 % arvioimastamme Partneran osakekannan arvosta. Irtaantumishintaan liittyy kuitenkin merkittävää epävarmuutta, emmekä pidä suurtakaan alasuuntaista poikkeamaa tasearvosta poissuljettuna.

## Kassa on tuhti

Vertaamalla Partneran tilinpäätöksestä emoyhtiön velkojen ja rahavarojen eroa konsernin velkoihin ja rahavaroihin, arvioimme nettovelan jakautumista emoyhtiön (Partnera) ja tytärkonsernin (Foamit Group). Velkojen ja rahavarojen jakautuminen yhtiöiden on arvonmäärityksen kannalta keskeistä, sillä Partneran osakkeenomistajat ’omistavat’ 100

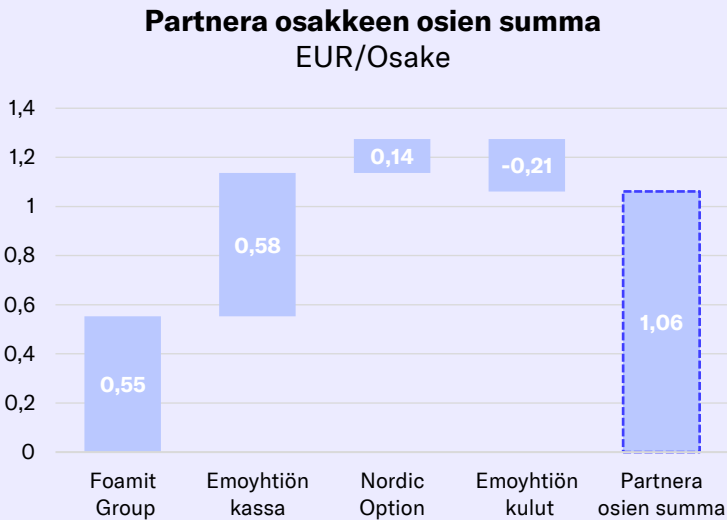
% emoyhtiön varoista ja veloista, kun taas vähemmistöomistusten myötä osakkeenomistaja ’omistavat’ vain 66 % Foamit Groupin varoista ja veloista. Osakkeenomistajien kannalta edullisesti tilikauden lopun konsernin 28 MEUR:n rahavaroista 25 MEUR oli emoyhtiön taseella, kun taas konsernin reilun 16 MEUR:n korollisista veloista ei ollut euroakaan emoyhtiön taseella. Huomioiden maaliskuussa tilikaudelta 2024 maksettu suuri 0,11 euron (4 MEUR) arvioimme Partneran nettokassan 21 MEUR arvoiseksi, mikä vastaa noin puolta arvioimastamme konsernin arvosta. Odotamme Partneran käyttävän merkittävän osan rahavaroistaan Foamit Groupin investointien rahoittamiseen, mutta odotamme lähivuosilta myös osingonmaksuja ylikapitalisoituneen taseen purkamiseksi.

## Odotamme emoyhtiön kulujen laskevan

Partneran emoyhtiön kustannukset on otettava huomioon osana osakkeen arvonmääritystä. Odotamme emoyhtiön kustannusten laskevan jatkossa, sillä toiminnan keskittyessä Foamit Groupiin, jää emoyhtiön rooli jatkossa vähäiseksi. Odotuksissamme on emoyhtiön kulujen olevan lähivuosina 1,2 MEUR ja laskevan ennusteperiodin lopulla MEUR:oon. Diskontattuna nykyhetkeen kassavirtalaskelmassa soveltamalla tuottovaatimuksellamme, saamme konsernikulujen nykyarvoksi vajaan 8 MEUR. Emoyhtiön kuluilla on 20 % vaikutus osien summa –laskelmamme arvoon, minkä myötä ennusteitamme suuremmat kululeikkaukset voisivat tuoda merkittävän lisäyksen arvioimaamme osakkeen käypään arvoon.

| Arvostustaso          | 2025e | 2026e | 2027e   |
|-----------------------|-------|-------|---------|
| Osakekurssi           | 0,81  | 0,81  | 0,81    |
| Osakemäärä, milj. kpl | 36,2  | 36,2  | 36,2    |
| Markkina-arvo         | 29    | 29    | 29      |
| Yritysarvo (EV)       | 32    | 32    | 31      |
| P/E (oik.)            | 44,6  | 27,1  | 15,3    |
| P/E                   | neg.  | neg.  | 37,8    |
| P/B                   | 0,7   | 0,7   | 0,7     |
| P/S                   | 0,7   | 0,6   | 0,6     |
| EV/Liikevaihto        | 0,7   | 0,7   | 0,6     |
| EV/EBITDA             | 5,4   | 4,6   | 3,7     |
| EV/EBIT (oik.)        | 18,1  | 13,6  | 8,1     |
| Osinko/tulos (%)      | neg.  | neg.  | 139,8 % |
| Osinkotuotto-%        | 2,5 % | 1,2 % | 3,7 %   |

Lähde: Inderes



# Arvostus 3/3

## Osien summa selvästi kurssin yläpuolella

Foamit Group ja Nordic Option –omistuksista, emoyhtiön kassasta sekä emoyhtiön kuluista muodostuva osien summan mukainen arvo on vajaassa 1,1 eurossa, mikä on osakekurssin yläpuolella. Valtaosa arvioimastamme konsernin arvosta muodostuu Partneran omistuksesta Foamit Groupissa sekä emoyhtiön kassasta, kun taas emoyhtiön kulujen negatiivinen vaikutus sekä Nordic Option ovat pienemmässä roolissa.

## Arvon purkautumista edistävät toimet ovat käynnissä

Osakekurssin alennus suhteessa osien summan mukaiseen arvoon (20 %) on merkittävä, mutta arvon purkautuminen tulee arviomme mukaan vaatimaan aikaa. Arvon purkautumisen keskiössä on erittäin vakavaraisen taseen käytön tehostaminen osinkojen sekä kasvuinvestointien myötä. Strategian mukaisesti Partneran varoja tullaan lähivuosina investoimaan Foamit Groupiin, ja investointien menestys on tuotto-odotuksen näkökulmasta keskeisessä asemassa. Tesin vähemmistöomistus Foamit Groupissa on mielestämme investointien riskitasoa madaltava seikka, sillä ammattimaisen pääomasijoittajan tuki investointipäätöksiä tehdessä on arvokasta, minkä lisäksi Tesin voi ajatella rahoittavan omistusosuutensa mukaisesti kolmanneksen investoinneista. Partneran pääoman allokointi on kuitenkin viime vuosina onnistunut heikosti, vaikka odottamattomien riskien (sota Euroopassa, energiakriisi, Covid) negatiivinen vaikutus on ollut merkittävä. Vaisut näytöt tuottavien investointien tekemisestä nostaa mielestämme investointeihin ja arvon purkautumiseen liittyvää riskitasoa. Odotamme kuitenkin sijoitustarinan selkeyttämisen, Foamit Groupin kasvuinvestointien, sekä osinkojen olevan osien

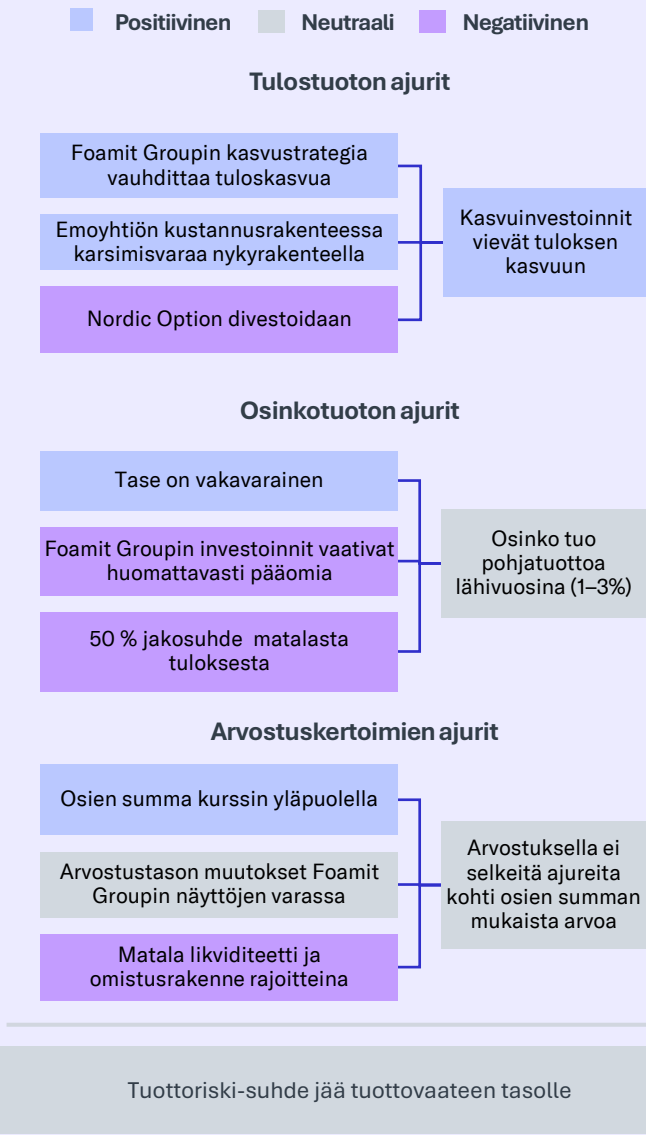
summassa piilevän arvon purkamista edistäviä tekijöitä.

## Osake on neutraalisti hinnoiteltu

Lähivuosien tuotto-odotus nojaa tulokasvuun, matalaan osinkoon, sekä lievään arvostuksen nousuvaraan. Foamit Groupin investoinnit vauhdittavat tulokasvua käytännössä varmuudella lähivuosilla. Merkittävien investointien tuleekin tuottaa merkittävää tulokasvua ja vain pääoman tuottovaatimuksen ylittävät investoinnit ovat osakkeen omistajien kannalta suotuisia. Odotamme Foamit Groupin käynnissä olevien investointien pääoman tuoton vastaavan lähivuosina Foamit Groupille arvioimaamme pääoman kustannusta (WACC 10,7 %), mikä tarkoittaa kokonaisuutena investointien neutraalia vaikutusta konsernin arvoon. Pääoman kustannuksen tasolle yltävät investoinnit kuitenkin arviomme mukaan tukisivat osakkeen arvostusta lähemmäs osien summan mukaista arvoa matalan tasearvostuksen vuoksi (P/B 0,7x).

Toistamme 0,85 euron tavoitehintamme ja laskemme suosituksemme Vähennä-tasolle. Riskitekijät sekä arvon purkautumiseen liittyvät viiveet huomioiden pidämme osaketta tasapainoisesti hinnoiteltuna. Tavoitehintamme tasolla alennus osien summan arvoon on 20 %, mitä pidämme perusteltuna. Lyhyellä aikavälillä päätökset pääoman allokoinnin suhteen (yritysosto, voitonjako, Nordic Optionista irtaantuminen) ovat osakkeen suuntaa ohjaava tekijä, kun taas pidemmällä aikavälillä Foamit Groupin tulokasvu on avainasemassa.

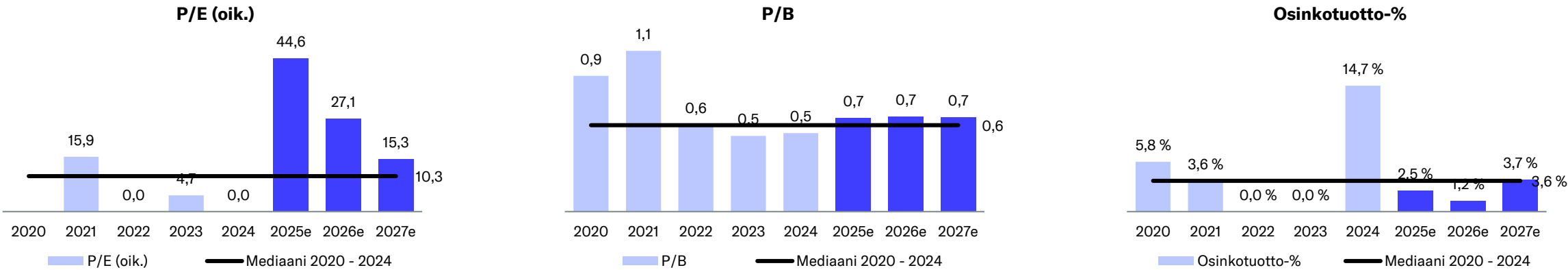
## Osaketuoton ajurit 2024-2027e



# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2020  | 2021   | 2022  | 2023  | 2024   | 2025e | 2026e | 2027e   | 2028e  |
|-----------------------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|--------|
| Osakekurssi           | 1,90  | 2,23   | 0,75  | 0,65  | 0,75   | 0,81  | 0,81  | 0,81    | 0,81   |
| Osakemäärä, milj. kpl |       | 36,2   | 36,2  | 36,2  | 36,2   | 36,2  | 36,2  | 36,2    | 36,2   |
| Markkina-arvo         |       | 81     | 27    | 24    | 27     | 29    | 29    | 29      | 29     |
| Yritysarvo (EV)       |       | 113    | 62    | 39    | 19     | 32    | 32    | 31      | 29     |
| P/E (oik.)            |       | 15,9   | neg.  | 4,7   | neg.   | 44,6  | 27,1  | 15,3    | 12,0   |
| P/E                   |       | 24,4   | neg.  | neg.  | 5,8    | neg.  | neg.  | 37,8    | 22,4   |
| P/B                   | 0,9   | 1,1    | 0,6   | 0,5   | 0,5    | 0,7   | 0,7   | 0,7     | 0,7    |
| P/S                   |       | 1,0    | 0,3   | 0,5   | 0,7    | 0,7   | 0,6   | 0,6     | 0,5    |
| EV/Liikevaihto        |       | 1,4    | 0,7   | 0,8   | 0,5    | 0,7   | 0,7   | 0,6     | 0,5    |
| EV/EBITDA             |       | 9,8    | neg.  | 4,8   | 3,3    | 5,4   | 4,6   | 3,7     | 3,2    |
| EV/EBIT (oik.)        |       | 15,5   | neg.  | 4,8   | 22,6   | 18,1  | 13,6  | 8,1     | 6,4    |
| Osinko/tulos (%)      |       | 87,7 % | 0,0 % | 0,0 % | 85,2 % | neg.  | neg.  | 139,8 % | 82,7 % |
| Osinkotuotto-%        | 5,8 % | 3,6 %  | 0,0 % | 0,0 % | 14,7 % | 2,5 % | 1,2 % | 3,7 %   | 3,7 %  |

Lähde: Inderes



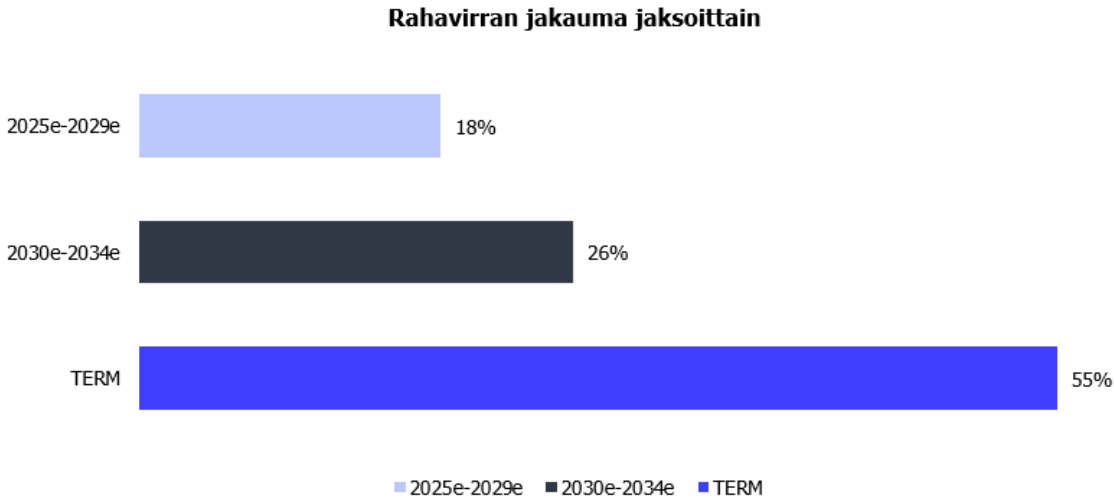
Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

# Foamit Groupin kassavirtalaskelma

| DCF-laskelma                            | 2024   | 2025e       | 2026e      | 2027e      | 2028e      | 2029e      | 2030e       | 2031e       | 2032e       | 2033e       | 2034e       | TERM        |
|-----------------------------------------|--------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | -5,3 % | 6,7 %       | 12,5 %     | 6,3 %      | 6,4 %      | 3,0 %      | 2,5 %       | 2,5 %       | 2,5 %       | 2,5 %       | 2,5 %       | 2,5 %       |
| EBITDA-%                                | 14,5 % | 16,0 %      | 16,5 %     | 17,5 %     | 17,5 %     | 17,0 %     | 17,0 %      | 17,0 %      | 17,0 %      | 17,0 %      | 17,0 %      | 17,0 %      |
| <b>EBITDA</b>                           |        | <b>7,1</b>  | <b>8,2</b> | <b>9,2</b> | <b>9,8</b> | <b>9,8</b> | <b>10,1</b> | <b>10,3</b> | <b>10,6</b> | <b>10,9</b> | <b>11,1</b> |             |
| - Maksetut verot                        |        | -0,6        | -0,7       | -1,0       | -1,2       | -1,2       | -1,2        | -1,5        | -1,5        | -1,6        | -1,6        |             |
| - verot rahoituskuluista                |        | 0,3         | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 0,1        | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |             |
| - Käyttöpääoman muutos                  |        | -0,5        | -0,9       | -0,5       | -0,6       | -0,3       | -0,2        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -0,3        |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         |        | <b>6,3</b>  | <b>6,8</b> | <b>8,0</b> | <b>8,4</b> | <b>8,5</b> | <b>8,7</b>  | <b>8,7</b>  | <b>8,9</b>  | <b>9,1</b>  | <b>9,3</b>  |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     |        | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| - Bruttoinvestoinnit                    |        | -10,1       | -4,1       | -3,7       | -3,7       | -3,7       | -3,7        | -3,7        | -3,7        | -3,7        | -3,8        |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   |        | <b>-3,8</b> | <b>2,7</b> | <b>4,3</b> | <b>4,7</b> | <b>4,8</b> | <b>5,0</b>  | <b>5,0</b>  | <b>5,2</b>  | <b>5,4</b>  | <b>5,6</b>  | <b>68,3</b> |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |        | <b>-3,5</b> | <b>2,3</b> | <b>3,3</b> | <b>3,3</b> | <b>3,0</b> | <b>2,8</b>  | <b>2,5</b>  | <b>2,4</b>  | <b>2,2</b>  | <b>2,1</b>  | <b>25,4</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |        | 45,8        | 49,3       | 47,0       | 43,7       | 40,4       | 37,4        | 34,6        | 32,1        | 29,7        | 27,5        | 25,4        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |        | <b>45,8</b> |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| -Foamit Group nettovelka                |        | 12,6        |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| Oman pääoman arvo                       |        | 33,2        |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| -Vähemmistöosuus                        |        | 11,0        |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| <b>Partneran omistuosuuden arvo</b>     |        | <b>22,2</b> |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |

|                                         |               |
|-----------------------------------------|---------------|
| <b>Pääoman kustannus (WACC)</b>         |               |
| Vero-% (WACC)                           | 21,0 %        |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 20,0 %        |
| Vieraan pääoman kustannus               | 5,0 %         |
| Yrityksen Beta                          | 1,70          |
| Markkinoiden riski-premio               | 4,75 %        |
| Likviditeettipremio                     | 2,00 %        |
| Riskitön korko                          | 2,5 %         |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>12,6 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>10,9 %</b> |

Lähde: Inderes



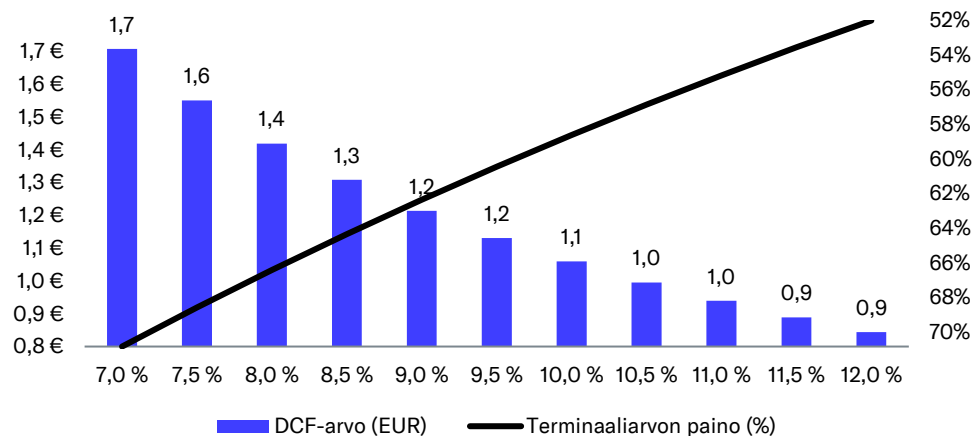
# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT     |             | EV/EBITDA    |              | EV/Liikevaihto |              | P/E          |              | Osinkotuotto-% |              | P/B          |
|----------------------------------|-----------------------|--------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
|                                  |                       |                    | 2025e       | 2026e       | 2025e        | 2026e        | 2025e          | 2026e        | 2025e        | 2026e        | 2025e          | 2026e        | 2025e        |
| Balco Group AB                   | 52                    | 89                 | 19,5        | 9,4         | 9,4          | 6,2          | 0,7            | 0,6          | 15,4         | 6,8          | 2,0            | 6,1          | 0,7          |
| H+H International A/S            | 258                   | 372                | 17,3        | 12,1        | 7,8          | 6,4          | 1,0            | 0,9          | 28,8         | 14,4         |                |              | 1,2          |
| Rockwool A/S                     | 8833                  | 8554               | 12,9        | 12,5        | 9,1          | 8,8          | 2,2            | 2,1          | 17,3         | 16,6         | 2,0            | 2,1          | 2,7          |
| EcoUp Oyj                        | 20                    | 24                 |             | 11,9        | 5,9          | 4,0          | 0,6            | 0,5          |              | 12,7         | 0,4            | 2,2          | 1,2          |
| Steico                           | 301                   | 437                | 13,4        | 10,9        | 6,2          | 5,7          | 1,1            | 1,1          | 17,4         | 13,4         | 1,5            | 1,7          | 0,9          |
| <b>Partnera (Inderes)</b>        | <b>29</b>             | <b>32</b>          | <b>18,1</b> | <b>13,6</b> | <b>5,4</b>   | <b>4,6</b>   | <b>0,7</b>     | <b>0,7</b>   | <b>44,6</b>  | <b>27,1</b>  | <b>2,5</b>     | <b>1,2</b>   | <b>0,7</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>                 |                       |                    | <b>15,8</b> | <b>11,3</b> | <b>7,7</b>   | <b>6,2</b>   | <b>1,1</b>     | <b>1,0</b>   | <b>19,7</b>  | <b>12,8</b>  | <b>1,5</b>     | <b>3,0</b>   | <b>1,3</b>   |
| <b>Mediaani</b>                  |                       |                    | <b>15,3</b> | <b>11,9</b> | <b>7,8</b>   | <b>6,2</b>   | <b>1,0</b>     | <b>0,9</b>   | <b>17,3</b>  | <b>13,4</b>  | <b>1,7</b>     | <b>2,1</b>   | <b>1,2</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>    |                       |                    | <b>18 %</b> | <b>15 %</b> | <b>-31 %</b> | <b>-26 %</b> | <b>-24 %</b>   | <b>-28 %</b> | <b>157 %</b> | <b>103 %</b> | <b>44 %</b>    | <b>-42 %</b> | <b>-44 %</b> |

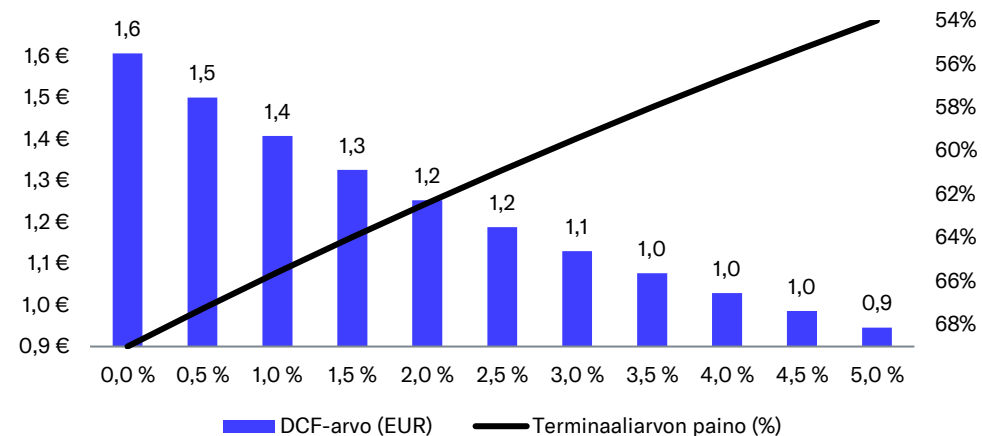
Lähde: Refinitiv / Inderes

# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

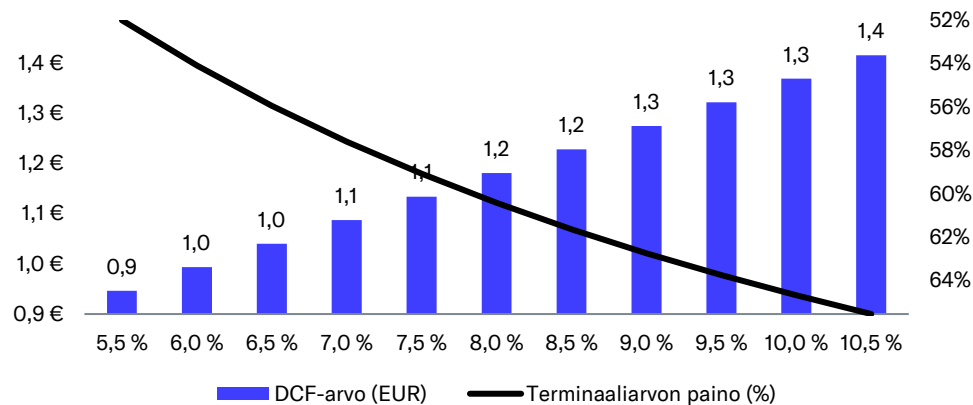
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



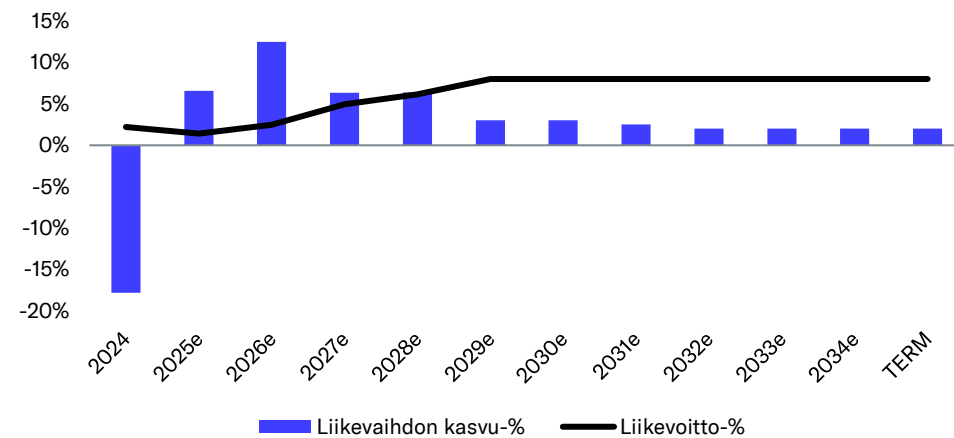
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



# Yhteenveto

| Tuloslaskelma        | 2022  | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e |
|----------------------|-------|------|------|-------|-------|
| Liikevaihto          | 85,4  | 50,4 | 41,4 | 44,2  | 49,7  |
| Käyttökate           | -2,9  | 8,2  | 5,8  | 6,0   | 7,1   |
| Liikevoitto          | -18,9 | 2,6  | 0,9  | 0,6   | 1,2   |
| Voitto ennen veroja  | -26,9 | -0,6 | 5,4  | -0,2  | 0,5   |
| Nettovoitto          | -24,1 | -0,6 | 4,7  | -0,5  | -0,1  |
| Kertaluontoiset erät | -10,9 | -5,6 | 0,1  | -1,1  | -1,1  |

| Tase              | 2022  | 2023 | 2024  | 2025e | 2026e |
|-------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 152,7 | 83,6 | 83,0  | 76,7  | 74,9  |
| Oma pääoma        | 46,7  | 45,9 | 57,9  | 53,3  | 52,5  |
| Liikearvo         | 12,1  | 6,8  | 5,5   | 4,3   | 3,2   |
| Nettovelat        | 33,9  | 15,0 | -12,5 | -2,9  | -2,6  |

| Kassavirta                | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|
| Käyttökate                | -2,9 | 8,2  | 5,8  | 6,0   | 7,1   |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 14,8 | 4,4  | -0,6 | -0,1  | -1,2  |
| Operatiivinen kassavirta  | 11,6 | 11,5 | 4,7  | 5,5   | 5,3   |
| Investoinnit              | -2,0 | 12,1 | 9,5  | -10,1 | -4,1  |
| Vapaa kassavirta          | 3,9  | 20,5 | 16,0 | -4,6  | 1,2   |

| Arvostuskertoimet | 2022  | 2023  | 2024   | 2025e | 2026e |
|-------------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| EV/Liikevaihto    | 0,7   | 0,8   | 0,5    | 0,7   | 0,7   |
| EV/EBITDA         | neg.  | 4,8   | 3,3    | 5,4   | 4,6   |
| EV/EBIT (oik.)    | neg.  | 4,8   | 22,6   | 18,1  | 13,6  |
| P/E (oik.)        | neg.  | 4,7   | neg.   | 44,6  | 27,1  |
| P/B               | 0,6   | 0,5   | 0,5    | 0,7   | 0,7   |
| Osinkotuotto-%    | 0,0 % | 0,0 % | 14,7 % | 2,5 % | 1,2 % |

Lähde: Inderes

| Osakekohtaiset luvut             | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (raportoitu)                 | -0,67 | -0,02 | 0,13  | -0,01 | 0,00  |
| EPS (oikaistu)                   | -0,37 | 0,14  | -0,01 | 0,02  | 0,03  |
| Operat. Kassavirta / osake       | 0,32  | 0,32  | 0,13  | 0,15  | 0,15  |
| Operat. Vapaa kassavirta / osake | 0,11  | 0,57  | 0,44  | -0,13 | 0,03  |
| Omapääoma / osake                | 1,24  | 1,23  | 1,37  | 1,24  | 1,22  |
| Osinko / osake                   | 0,00  | 0,00  | 0,11  | 0,02  | 0,01  |

| Kasvu ja kannattavuus    | 2022    | 2023   | 2024    | 2025e  | 2026e  |
|--------------------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%     | 9 %     | -41 %  | -18 %   | 7 %    | 12 %   |
| Käyttökatteen kasvu-%    | -126 %  | -380 % | -30 %   | 4 %    | 18 %   |
| Liikevoiton oik. kasvu-% | -209 %  | -203 % | -90 %   | 107 %  | 35 %   |
| EPS oik. kasvu-%         | -362 %  | -138 % | -104 %  | -441 % | 65 %   |
| Käyttökate-%             | -3,4 %  | 16,3 % | 13,9 %  | 13,5 % | 14,2 % |
| Oik. Liikevoitto-%       | -9,4 %  | 16,3 % | 2,1 %   | 4,0 %  | 4,8 %  |
| Liikevoitto-%            | -22,1 % | 5,1 %  | 2,2 %   | 1,4 %  | 2,5 %  |
| ROE-%                    | -41,4 % | -1,4 % | 9,9 %   | -1,0 % | -0,1 % |
| ROI-%                    | -17,8 % | 3,2 %  | 1,3 %   | 0,9 %  | 1,9 %  |
| Omavaraisuusaste         | 31,5 %  | 55,0 % | 69,8 %  | 69,6 % | 70,2 % |
| Nettovelkaantumisaste    | 72,6 %  | 32,7 % | -21,6 % | -5,4 % | -5,0 % |

# 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 tulevast. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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

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

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

| Pvm                                   | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|---------------------------------------|----------|---------|-------------|
| 12/12/2021                            | Lisää    | 2,40 €  | 2,08 €      |
| 16/02/2022                            | Vähennä  | 2,20 €  | 2,25 €      |
| 25/05/2022                            | Vähennä  | 1,75 €  | 1,68 €      |
| 04/07/2022                            | Vähennä  | 1,50 €  | 1,46 €      |
| 26/08/2022                            | Vähennä  | 1,20 €  | 1,29 €      |
| 12/12/2022                            | Vähennä  | 0,90 €  | 0,89 €      |
| 03/01/2023                            | Vähennä  | 0,75 €  | 0,75 €      |
| 06/03/2023                            | Vähennä  | 0,75 €  | 0,79 €      |
| 15/05/2023                            | Lisää    | 0,85 €  | 0,71 €      |
| 25/08/2023                            | Lisää    | 0,85 €  | 0,73 €      |
| 16/02/2024                            | Lisää    | 0,75 €  | 0,67 €      |
| 29/05/2024                            | Lisää    | 0,85 €  | 0,75 €      |
| 23/08/2024                            | Lisää    | 0,85 €  | 0,70 €      |
| 10/02/2025                            | Lisää    | 0,85 €  | 0,79 €      |
| 14/02/2025                            | Lisää    | 0,85 €  | 0,83 €      |
| -----<br>Analyytikko vaihtuu<br>----- |          |         |             |
| 27/05/2025                            | Vähennä  | 0,85 €  | 0,83 €      |



# 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.**