

ECOUP

14.05.2025 9.13 EEST



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



Antti Viljakainen
+358 44 591 2216
antti.viljakainen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Eristeiden kysyntänäkymät ovat nousujohteiset

Toistamme EcoUpin lisää -suosituksemme ja 2,5 euron tavoitehintamme. EcoUp koostuu Eriste- ja Teknologia-liiketoiminnoista, jotka operoivat rakentamisen arvoketjussa. Lyhyellä aikavälillä pientalorakentamisen markkinakäänne vauhdittaa Eristeliiketoiminnan kasvua, ja pitkällä aikavälillä molempia liiketoimintoja tukevat kiertotalouden ja kestävän rakentamisen trendit. Lähivuosien kannattavuusparannus tekee tuottoriski-suhteesta vuoden päähän houkuttelevan, vaikka lyhyellä aikavälillä osake on neutraalisti arvostettu.

Eristeliiketoiminta pääroolissa

EcoUp valmistaa molemmissa liiketoiminnoissa kierrätys- tai jätemateriaalista uusia korkeamman jalostusarvon tuotteita. EcoUpin runko on Eristeliiketoiminta, jossa se myy muun muassa paperijätteestä valmistettuja eristemateriaaleja sekä niihin liittyviä asennuspalveluita rakennusliikkeille, talotehtaille, rautakaupoille ja kuluttajille. Lisäksi EcoUpilla on kehitysvaiheessa varhaisen vaiheen Teknologia-liiketoiminta, jolla jätteeksi päätyvästä purkuvillasta voidaan jalostaa uusiotuotteita esimerkiksi betonituotteiden korvaajiksi. EcoUp hakee vuoteen 2026 tähtäävällä strategiallaan kasvua molemmissa liiketoiminnoissa. EcoUpin viime vuosiin on sisältynyt useampia markkinakäänteitä mukaan lukien kustannusinflaation äkillinen kiihtyminen molemmissa liiketoiminnoissa, energiakriisin luoma eristeiden kysyntäpiikki, sekä korkotason nousun romahduttama pientalorakentamisen aktiviteetti. Eristeliiketoiminnan lähivuosien näkymä on kuitenkin nyt valoisampi, sillä korkotason lasku tukee EcoUpille tärkeän pientalorakentamisen aktiviteettia ja yhtiö on yltänyt pirteään kasvuun eristeremonttikonseptillaan. Lisäksi tilikauden 2025 alussa EcoUpin ostama eristeiden myynti- ja asennusyhtiö Ruotsissa vahvistaa vientikyvykkyyksiä, vaikka järjestelyn positiivinen tulosvaikutus vaatiikin kannattavuuskäänteen saavuttamisen ostokohteessa. Pidemmällä aikavälillä EcoUp on

asemoitunut rakentamisen vihreään trendiin erinomaisesti. Yhtiön pääriskit liittyvät mielestämme Eristeliiketoiminnan kehitykseen vaikuttaviin pientalorakentamisen aktiviteettiin sekä kannattavuuskäänteen onnistumiseen Ruotsissa, sillä Teknologia-liiketoiminnan merkitys konsernin arvonmuodostuksessa on mielestämme nykyisellään rajallinen.

Odotuksissa kannattavuusloikka ensi vuonna

Pientalorakentamisen suhdanteen käännettä sekä yritysoston vaikutusta peilaten ennustamme Eristeliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan vuosina 2025–2026 23 % ja 7 %. Siten odotamme Eristeliiketoiminnan liikevaihdon osuvan yhtiön vuoden 2026 40–45 MEUR:n tavoitehaarukan alalaitaan. Teknologiamyyntiä odotamme kertyvän ensi vuonna laite- ja tuotemyyntinä 4 MEUR. Vuonna 2026 yhtiö yltää ennusteissamme juuri 6–8 MEUR:ssa olevan Eristeliiketoiminnan käyttökateen tavoitteeseen, kun taas Teknologia-liiketoiminnan käyttökateen odotamme jäävän nolliin. Vuoden 2026 ennusteidemme saavuttaminen vaatii pientalorakentamisen suhdannekäänteen jatkumista sekä yhtä laitetoimitusta Teknologia-liiketoiminnassa.

Tuloskasvu tekee tuottoriski-suhteesta kiinnostavan

Arvotamme EcoUpia osien summa - mallin ja myös DCF:n avulla. Lyhyttä päätä painottavalla osien summallamme saamme osakkeen arvoksi noin 2,0–3,2 euroa. Kuluvan vuoden ennusteisiimme pohjaten osake ei ole edullinen, mutta lähestyvän tuloskasvun takia osien summa -arvostus kääntyy houkuttelevaksi. Tuloskasvua ja tuotto-odotusta lähivuosina tukee pientalorakentamisen palautuminen, vaikka markkinakasvun vauhtiin liittyikin epävarmuutta. Laskelmassamme kypsä Eristeliiketoiminta vastaa noin 90 % konsernin arvosta. Myös DCF (vajaat 3 €/osake) antaa arvostuksesta positiivista kuvaa.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

2,50 EUR

(aik. 2,60 EUR)

Osakekurssi:

2,10 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	30,7	38,1	44,3	50,5
kasvu-%	1 %	24 %	16 %	14 %
Käyttökate	2,8	3,6	6,0	6,6
Käyttökate-%	9,0 %	9,5 %	13,5 %	13,0 %
Nettotulos	-1,4	-0,5	1,6	2,1
EPS (oik.)	-0,09	0,01	0,23	0,29

P/E (oik.)	neg.	>100	9,0	7,3
P/B	1,1	1,1	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,5 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	41,0	7,5	6,0
EV/EBITDA	8,3	6,2	3,6	3,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,5	0,4

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

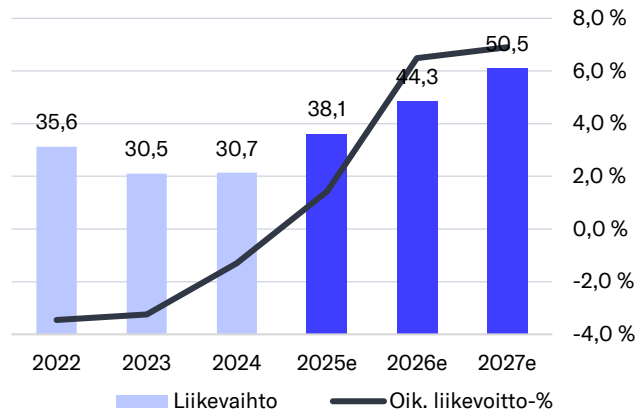
EcoUp arvioi vuoden 2025 liikevaihdon ja käyttökateen kasvavan verrattuna vuoteen 2024.

Osakekurssi



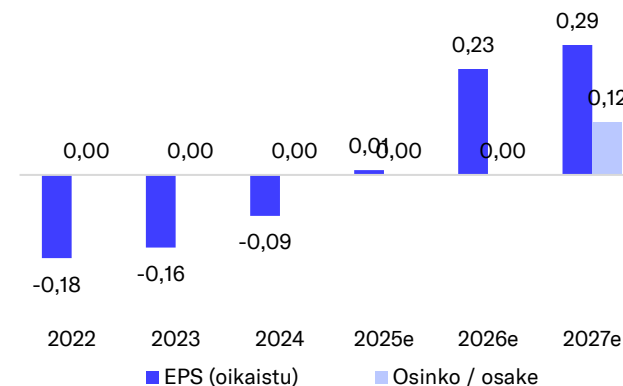
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,10	2,10	2,10
Osakemäärä, milj. kpl	8,90	8,90	8,90
Markkina-arvo	19	19	19
Yritysarvo (EV)	22	22	21
P/E (oik.)	>100	9,0	7,3
P/E	neg.	11,8	9,1
P/B	1,1	1,0	0,9
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	6,2	3,6	3,2
EV/EBIT (oik.)	41,0	7,5	6,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-7
Eristeliiketoiminta	8-19
Teknologiaaliiketoiminta	20-26
Taloudelliset tavoitteet	27
Taloudellinen tilanne	28
Ennusteet	29-35
Sijoitusprofiili	36
Arvonmäärittäminen	37-46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

EcoUp lyhyesti

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

2021

Listautuminen First North -markkinapaikalle

30,7 MEUR

Liikevaihto 2024

-1,3 % (-3,2 %)

EBITA liikevoittomarginaali 2024 (2023)

3 %

liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2018-2024

0,8 %

Keskimääräinen sijoitetun pääoman tuotto 2020-2024

166

Henkilöstön lkm. keskimäärin 2024

JUURET 1980 LUVULLA

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

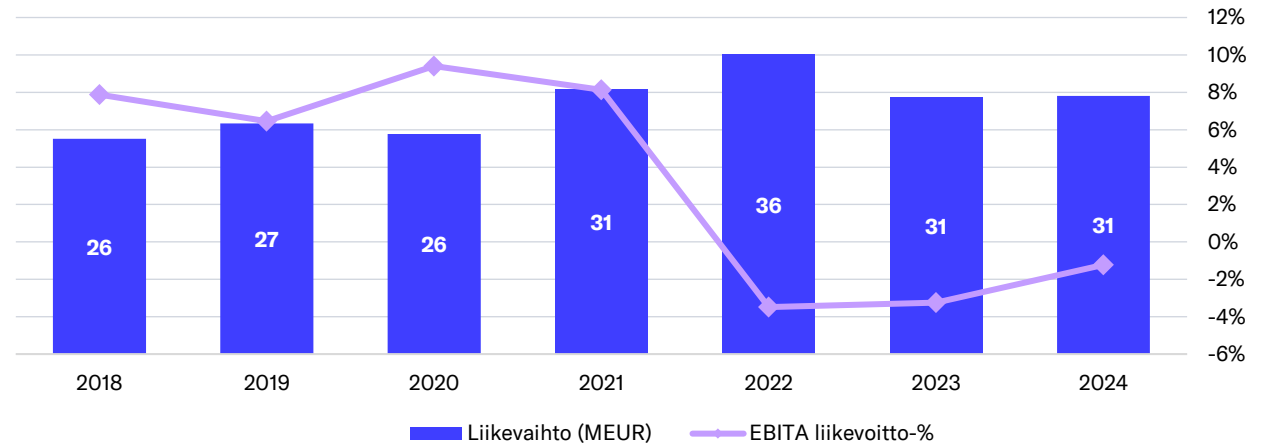
UUDEN TEKNOLOGIAN KEHITYS

- Uudenmaan Imupalvelu Oy osaksi konsernia
- Geopolymeeriraaka-aineiden valmistamisteknologian kehittäminen
- Mineraalipohjaisten jättevillojen teollinen hyödyntäminen
- Listautuminen First North – markkinapaikalle

MARKKINALTA KAPULOITA RATTAISIIN

- Inflaatio ja uudisrakentamisen sukellus vaikeuttavat toiminta-ympäristöä molemmissa liiketoiminnoissa
- Yhtiö uusii taloudelliset tavoitteensa vuodelle 2026
- Investoinnit kapasiteetin nostoon ja tehokkuuden parantamiseen jatkuvat
- Eristeremonttikonsepti-liiketoiminnan kasvattaminen jatkuu
- Vientipanostuksia jatketaan
- Teknologialiiketoiminnan kaupallistaminen etenee hitaasti

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus 1/2

EcoUp on kiertotalouskonserni

EcoUp on kiertotalouskonserni, jonka toimintaa ohjaavat hiilineutraalius, energiatehokkuus ja materiaalien uusiokäyttö. EcoUp operoi etenkin rakennusteollisuuden arvoketjussa, johon yhtiö tarjoaa tuotteita ja palveluita (Eristeliiketoiminta) sekä teknologiaa (Teknologialiiketoiminta). EcoUpin päätuotteita ovat etenkin Ekovilla-brändillä myytävät levy- ja puhallusvillaeristeet, kun taas palvelut koostuvat lähinnä asennuspalveluista ja rakennusalan kiertotalouspalveluista (ml. suurtehoimuroinnit). Näiden perinteisempien liiketoimintojen lisäksi EcoUp on kehittänyt viime vuosina nyt teknisesti toimivaksi osoitetun teknologian mineraalivillan kierrätykseen. Tässä liiketoiminnassa yhtiö on vuosien 2022–2023 takaiskujen jälkeen yhä varhaisessa kaupallistamisen vaiheessa.

Nykymuotoinen EcoUp-konserni on perustettu vuonna 2018, mutta konserniin kuuluvilla yhtiöillä on korkeimmillaan neljän vuosikymmenen kokemus ekologisten rakennusmateriaalien valmistamisesta sekä kiertotaloudesta. EcoUpilla on Suomessa 3 tuotantolaitosta ja työntekijöitä konsernissa oli vuonna 2024 keskimäärin 165. Noin 90 % myynnistään Suomesta kerryttävä EcoUp teki vuonna 2024 31 MEUR:n liikevaihdolla -0,4 MEUR:n liikearvopoistoista oikaistun liikevoiton ja -1,4 MEUR:n nettotuloksen.

EcoUp on viime vuosina toteuttanut pääosin orgaanista kasvustrategiaa, jonka tavoite on markkinaosuuksien nosto kilpailijoita ekologisemmalla tuoteportfolioilla, kuluttajille suunnatun avaimet käteen -eristeremonttikonseptin kaupallistaminen sekä kehitetyn teknologian

kaupallistaminen. Kasvupanostusten rahoittamiseksi EcoUp listautui Helsingin Pörssin First North -markkinapaikalle syyskuussa 2021. EcoUp keräsi 15 MEUR:n bruttovarat selvästi ylimerkityssä listautumisannissa.

Konsernin historiallinen kehitys

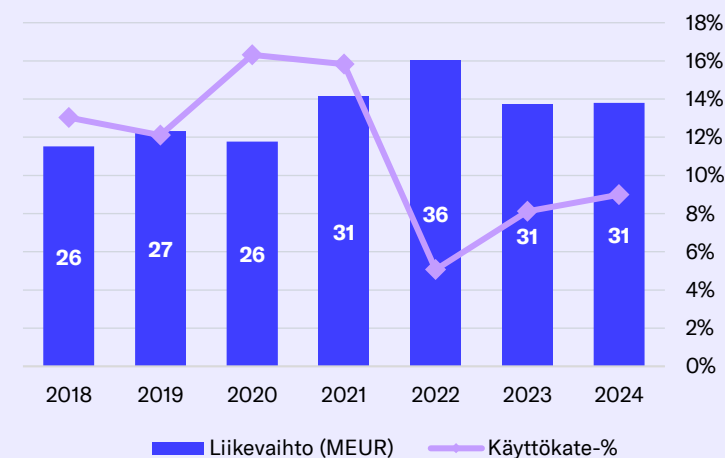
Nykymuotoinen EcoUp-konserni on muodostunut vasta hiljattain ja konsernirakennetta on täydentänyt vuoden 2021 alussa vielä Uudenmaan Imupalvelun (UIP) enemmistön hankinta sekä tilikauden 2025 alussa konserniin yhdistelty ruotsalainen Isoleringslandslaget AB.

Vuosina 2018–2021 EcoUpin liikevaihto pysyi melko vakaana 26–31 MEUR:n haarukassa, kun taas käyttökate on heilunut 3,3–5,0 MEUR:n välillä ja nettotulos on ollut lievästi positiivinen. Vuosi 2022 oli yhtiölle taloudellisesti hankala kiihtyneen inflaation takia, vaikka yhtiö tekikin korkean 36 MEUR:n liikevaihdon Euroopan energiakriisin tuoman kysyntäpiikin turvin. Vuonna 2023 rakentamisen merkittävä supistuminen Suomessa ja vientimarkkinoilla vei EcoUpin volyymit ja liikevaihdon selvään alamäkeen, mutta yhtiön tekemien hinnankorotuksien ja tehostustoimien myötä kannattavuus parani vuodesta 2022. Tilikausilla 2023 ja 2024 EcoUpin liiketoiminta on kärsinyt sille tärkeän pientalorakentamisen historiallisen alhaisesta aktiviteetista, mutta yhtiö on puolustanut kannattavuuttaan ja yltänyt selvästi positiiviseen liiketoiminnan rahavirtaan. Rahavirran yhtiö on kohdistanut molempien liiketoimintojensa kasvuinvestointeihin.



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

Liikevaihto ja kannattavuus



Yhtiökuvaus 2/2

Viime vuosina yhtiön tulosta ovat arviomme mukaan rasittaneet Teknologialiiketoiminnan kehittämiseen tehdyt panostukset ja myös perinteisemmässä Eristeliiketoiminnassa yhtiö on keskittynyt pitkän ajan kasvualustan pohjan rakentamiseen (sis. mm. raaka-aineriskien laskeminen sekä tuotekehitys). Konsernin pidempää historiaa omaavien osien tuloskunto on arviomme mukaan ollut ajan yli pomppuista sekä kasvun että marginaalien osalta, mutta kroonisia tappiokierteitä yhtiön osien historiasta ei löydy.

Yhtiön pitkän aikavälin track-record ja lyhyen aikavälin haasteet huomioiden sijoittajat eivät mielestämme saa yhtiössä selkänöjää historiallisista numeroista. Siten fokuksen pitää olla EcoUpin hyvässä asemoitumisessa vihreän rakentamisen yleistymisen trendiin.

Liiketoimintaa vetää enemmistöomistaja

EcoUpin toimitusjohtajana on vuodesta 2022 lähtien toiminut Matti Kaski, joka on myös yhtiön hallituksen jäsen. Matti Kaski omistaa perheyhtiö Kaski Partners Oy:n kautta epäsuorasti enemmistön EcoUpin osakkeista.

EcoUpin johtoryhmässä on nykyisellään 6 henkilöä. Johtoryhmän jäsenten omistusosuudet yhtiöstä vaihtelevat tuntuista useiden prosenttien omistuksista pienempiin sijoituksiin, mutta kaikilla johtoryhmän jäsenillä on omistuksia lukuun ottamatta Teknologialiiketoiminnan johdossa vuoden 2024 lopulla aloittanut Sami Pitkästä. Luultavasti johtoryhmän jäsenille kohdistuu myös suuri osa EcoUpin vuonna 2023 lanseeraamasta optio-ohjelmasta. Arviomme mukaan yhtiön johtoryhmä on pääosin hyvin sitoutettu yhtiöön omistuksellisesti, mitä pidämme muiden omistajien kannalta positiivisena asiana.

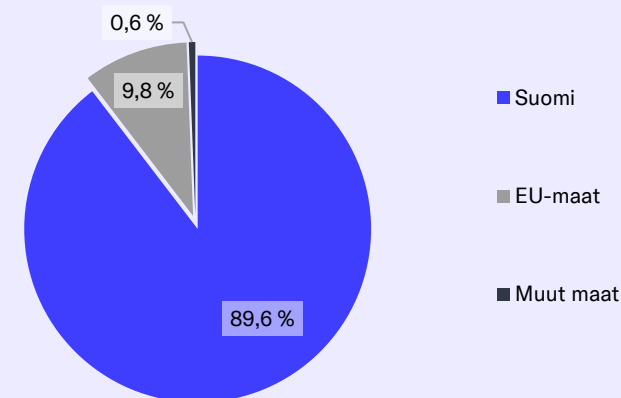
EcoUpin hallituksessa on neljä jäsentä, joista kaksi jäsentä ovat merkittäviä Kaski Partnersin omistajia ja siten riippuvaisia merkittävistä osakkeenomistajista. Muut jäsenet ovat riippumattomia sekä yhtiöstä että merkittävistä osakkeenomistajista. Näin ollen hallituksen rakenne on mielestämme pörssiyhtiölle hieman poikkeuksellinen, mutta näemme kasvollisen omistajan sekä omistuksen ja määräysvallan keskittymisen ennemmin omistaja-arvonluontia tukevana tekijänä kuin riskitekijänä.

Kaski Partners käyttää yhtiössä määräysvaltaa

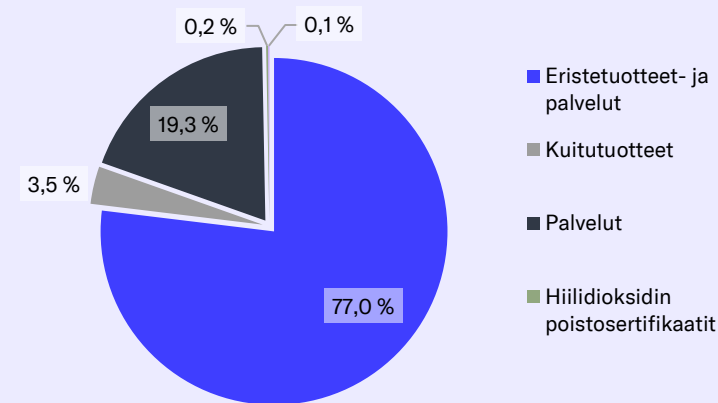
EcoUpin pääomistaja on oululainen holding-yhtiö Kaski Partners, jonka juuret ovat ovi- ja ikkunatuotteisiin keskittyneessä Kaskipuu-yhtiössä. Kaski Partners omistaa EcoUpista helmikuun 2025 tietojen perusteella noin 51 % (äänistä sama prosenttiosuus). Näin ollen määräysvalta yhtiöstä on Kaski Partnersilla.

EcoUp on Kaski Partnersille yhtiön vuoden 2021 syyskuussa julkistetun listautumisesitteen mukaan portfoliosijoitus, minkä takia pidämme mahdollisena, että pitkässä juoksussa Kaski Partnersin omistus yhtiöstä laskee. Toistaiseksi Kaski Partnersin omistusosuus EcoUpissa on kehittynyt melko vakaasti. Arviomme mukaan Kaski Partners on kuitenkin ilman selkeää horisonttia operoiva pitkäaikainen sijoittaja, joten arviomme mukaan mahdollisia liikkeitä EcoUp-omistuksen suhteen tullaan harkitsemaan maltillisesti ja tyydyttävää keventämishintaa tavoitellen. Pitkällä aikavälillä tapahtuva pääomistajan osuuden lasku ei mielestämme olisi negatiivinen ajuri osakkeelle, sillä samalla osakkeen likviditeetti paranisi.

Liikevaihdon jakautuminen maantieteellisesti 2024



Liikevaihdon jakautuminen toimialoittain 2024



Eristeliiketoiminta 1/11

Eristeliiketoiminta lyhyesti

EcoUpin Eristeliiketoiminta on yhtiön liiketoiminnan runko, joka on tuonut toistaiseksi konsernin koko liikevaihdon. EcoUp valmistaa jatkossa perinteisiä Eristetuotteita Suomessa kolmella tehtaalla Kuusankoskella, Kiimingissä ja Vantaalla. Lisäksi yhtiöllä on erityyppisiä asennus- ja kiertotalouspalveluita tarjolla valtaosassa Suomea. Vuoden 2025 yrityskaupan jälkeen eristeiden asennus- ja myyntiyhtiö EcoUpilta löytyy myös Ruotsista. Kypsässä Eristeliiketoiminnassa työskentelee valtaosa yhtiön henkilöstöstä.

Eristeliiketoiminnan liikevaihtovirrat

Eristeliiketoiminnan tärkeimmät liikevaihtovirrat syntyvät seuraavista lähteistä:

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

Ekovillan kilpailuetuja ovat ekologisuus (ml. kierrätysmateriaali ja hiilinegatiivinen tuotantotapa) sekä hengittävyys. Vastaavasti kilpailuhaitat löytyvät vielä rajallisesta paloturvallisuudesta, minkä takia Ekovilla ei käytännössä sovellu korkeiden rakennusten eristeisiin. Ekovilla on myös mineraalivilloja 20–40 % kalliimpaa. Ekovillaa on saatavilla sekä rakennusten seiniin ja kattoihin asennettavina levyinä Kuusankosken tehtaalta että toisaalta

yläpohjiin puhallettavana puhallusvillana Kiimingin, Vantaan ja Kuusankosken tehtailta. Yhtiön vuoden 2023 lopussa käyttöön ottama uusi puhallusvillan tuotantolaitos Vantaalla kasvatti tuotantokapasiteettia noin 30 % ja paransi tuotannon tehokkuutta. Parantuneen kapasiteetin ja heikon kysyntätilanteen takia arvioimme Eristeliiketoiminnalla olevan mahdollisuus kasvattaa tuotantomääriä lähivuosina vähäisillä lisäpanostuksilla. Ekovillan kilpailijoita ovat kivi- ja lasipohjaiset mineraalivillat, jotka ovat Ekovillaa edullisempia, mutta toisaalta niitä on hankala kierrättää ja niiden tuotannon päästöt ovat isoja.

EcoUpin toinen eristemateriaalituote on ylijäämäkivivillasta (esim. leikkausjätteet) valmistettava lkivilla, jota yhtiö valmistaa itse kehittämällään teknologialla Tarvasjoen uudessa tuotantolaitoksessa. lkivillan kilpailuetuja suhteessa neitseelliseen kivivillaan ovat parempi eristävyys, mutta puhallusvillana se soveltuu lähinnä vain yhteen loppukäyttöön eli ylä- ja alapohjien eristämiseen. Arviomme mukaan EcoUpin lkivillan liikevaihto on jäänyt viime vuosina matalalle tasolle, ja liikevaihtoa on dominoinut EkoVillan myynti.

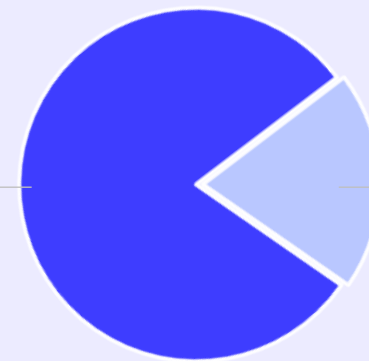
Toiseksi suurin palanen segmentin liikevaihdosta ovat arviomme mukaan olleet puhtaat palvelut. Palvelut sisältävät muun muassa asennustyötä, puhallusvillan puhallusta, kevennysaineiden puhalluksia sekä etenkin UIP:n oston jälkeen myös kierrätettävän mineraalivillamateriaalin keräämistä. Lisäksi palveluihin kuuluu osittain omakotitaloissa sekä rivi- tai erillistaloyhtiöissä asuville kuluttajille suunnattu eristeremonttikonsepti avaimet käteen -periaatteella. Palveluiden osuus EcoUpin vuoden 2024 liikevaihdosta oli 19 % ilman eristeisiin suoraan liittyneitä palveluita.

Eristeliiketoiminnan liikevaihtovirrat

Tuotteet (~80 % liikevaihdosta)



- Raaka-aine keräyspaperi ja kierrätetty puukuitu
- Uusiomateriaalilevyissä markkinajohtaja
- Tuotantoprosessi on hiilinegatiivinen
- Ei sovi korkeisiin rakennuksiin
- Tuote on kehitetty eristeeksi 1970-luvun lopulla



Palvelut (~20 % liikevaihdosta)

- Asennustyöt, puhallusvillan ja kevennysaineiden puhallus, kierrätettävän mineraalivillan kerääminen
- Pientaloille suunnattu eristeremonttikonsepti avaimet käteen periaatteella

Eristeliiketoiminta 2/11

Palveluista uusiin kasvulähtö on eristeremonttikonsepti, jossa EcoUp käytännössä markkinoi ja myy suomalaisille omakotitalojen omistajille ja rivi- sekä erillistaloyhtiölle pakettia, joka sisältää taloon uudet ekologiset eristemateriaalit, vanhan materiaalin purun ja poisviennin, uusien eristeiden asennuksen sekä tarvittaessa myös kumppanin kautta rahoituksen. Eristeremonttikonsepti koki käsityksemme mukaan selvän kysyntäpiikin vuoden 2022 lopun ja vuoden 2023 alun energiakriisissä, jolloin pientalon lämmityskustannuksia säästävän toimenpiteen takaisinmaksuaika oli parhaimmillaan joitakin kuukausia. Energian hinnan laskun myötä remontin takaisinmaksuaika on pidentynyt, mutta tästä huolimatta konseptin myynti pysyi kasvussa tilikaudella 2024. Laskelma eristeremontin takaisinmaksuajasta on erittäin herkkä oletukselle energian hinnasta sekä talon tyypistä (vrt. uusissa, energiatehokkaissa ja pienissä taloissa säästöjen löytäminen on vaikeampaa). Yli 5 vuoden takaisinmaksuajalla remonteja ei kuitenkaan juuri tehdä.

Mielestämme tämä liiketoiminta sopii hyvin EcoUpille, sillä yhtiö saa uuden hyväkatteisen suoramyyntikanavan omalle eristemateriaalilleen. Omakotitalojen ja muiden pientalojen omistajille ei ole ollut tarjolla vastaavaa konseptia aiemmin Suomessa, vaikka pienehköt rakennusalan toimijat ovat paikallisesti tämän tyyppisiä remonteja tehneet. Vaikka EcoUpin ydin on mielestämme valmistavassa teollisuudessa ja materiaalin tuotannossa, palvelut ovat mielestämme olennainen osa kokonaisuutta, sillä osa eristeistä tyypillisesti myydään asennettuna ja toisaalta kierrätysmateriaalin omassa hallussa oleva kerääminen (UIP) voi tuoda EcoUpin tehtaille ilmaista raaka-ainetta. Siten emme pidä fokuksitumista puhtaaksi tuoteyhtiöksi

järkevänä EcoUpille.

Kuitutuotteet eli kierrätettävästä mineraalivillamateriaalista tehtävät asfaltti- ja akustiikkakuidut muodostivat EcoUpille vuonna 2024 pienen liikevaihtovirran 4 %:n osuudella kokonaisliikevaihdosta. Nämä materiaalit voivat korvata uusiutumattomista materiaaleista valmistettuja komponentteja tai tuotteita esimerkiksi asfaltin valmistuksessa tai sisustuksen sovelluksissa. Nämä tuotteet ovat toistaiseksi pieniä ja yksittäisistä asiakkaista riippuvaisia niche-sovelluksia. EcoUpin alkuvuodesta 2024 päivitetystä strategiasta nämä tuotteet eivät ole merkittävässä roolissa, vaikka ne arvioimme mukaan yhtiön tarjoamassa säilyvätkin. Tuotteen roolin pienenemistä kuvaa myös EcoUpin päätös sulkea Ylistarolla sijainnut tuotantolaitos, jossa kuitutuotteita pääasiassa valmistettiin.

Liiketoimintamalli nojaa kierrätetyn materiaalin jalostamiseen entistä arvokkaampaan muotoon

EcoUpin Eristeliiketoiminnan liikevaihtovirrat ovat hyvin erilaisia, joten niillä on jossain määrin omat liiketoimintamallinsa liiketoiminnan sisällä. Isossa kuvassa EcoUp toimii kuitenkin *upcycling*-periaatteella, jossa kerran käytetty materiaali jalostetaan yhtiön osin itse kehittämällä prosesseilla uuteen entistä arvokkaampaan muotoon.

Ekovillaan yhtiö joutuu hankkimaan raaka-aineensa (ml. kierrätyspaperi ja -kartonki) markkinoilta, mutta pääsääntöisesti raaka-aineet pystytään hankkimaan melko läheltä eli alle 100 kilometrin säteellä tehtaista.

Toimipaikat

- Eristeliiketoiminnan tuotantolaitos
- Teknologialiiketoiminta



Eristeliiketoiminta 3/11

Raaka-ainelähteitä on myös useita. Tämä rajaa saatavuusriskejä, joskin näemme, että jatkossa kilpailu kierrätysraaka-aineesta voi olla kovaa ja osassa virtoja (esim. kierrätyspaperi) myös tarjonta voi rakenteellisesti supistua.

Vastaavasti Ikivillan ja kuitutuotteisiin EcoUpin on tarkoitus kerätä purku- tai ylijäämävillaa rakennuksilta, talotehtailta ja/tai kierrätyskeskuksista. Näiden tuotteiden osalta raaka-aineesta ei tarvitse maksaa tai parhaimmillaan yhtiö saa keräämistään materiaaleista palveluliikevaihtoa, mikä on tietysti houkutteleva lähtökohta marginaalien kannalta.

Tuotanto on kovaa ydintä

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

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

Arviomme mukaan EcoUpin kapasiteetin käyttöaste laski vuoden 2023 loppua kohden vuositason vertailussa ja pysytteli vuonna 2024 matalalla tasolla pientalojen uudisrakentamisen heikkoa suhdannetta peilaten.

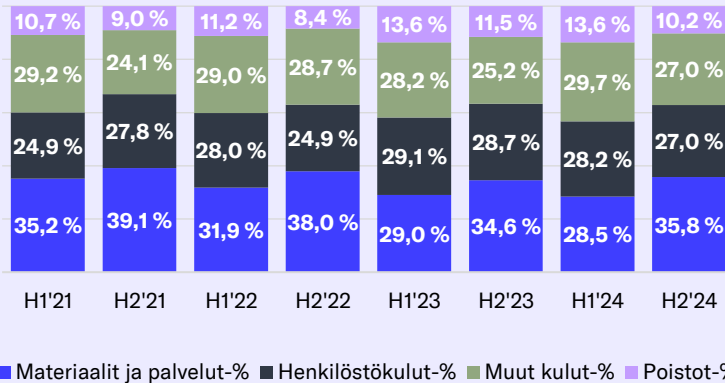
Kapasiteetin vajaakäytöstä huolimatta suhtaudumme vuonna 2023 tiedotettuun Vantaan 2 MEUR:n tehdasinvestointiin orastavan positiivisesti tehokkuushyödyistä johtuen. Puhallusvillakapasiteetin kasvatus pääkaupunkiseudun markkinan läheisyydessä arviomme mukaan laskee logistiikkakuluja, mahdollistaa puhallusvillan tarjoamisen laajemmalle alueelle sekä laskee palvelun suoraa henkilöstökuluja. Yhtiö on myös osoittanut viime vuosina yltävänsä tyydyttävään tehokkuuteen myös kapasiteetin selvän vajaakäytön vallitessa.

Asiakasrakenne on monipuolinen eikä myynti ole pelkkää kertakauppaa

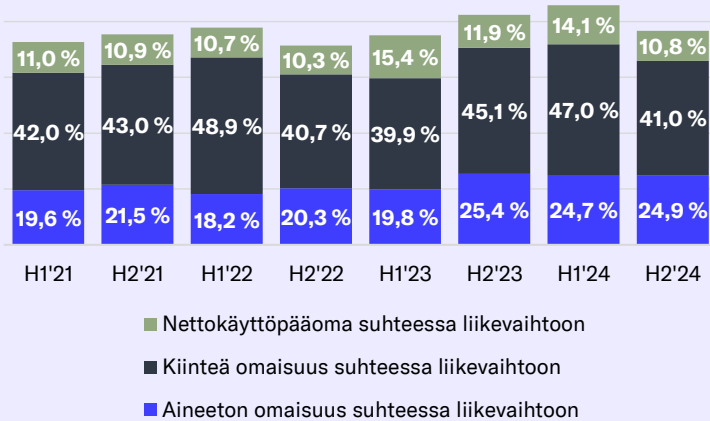
EcoUp myy tuotteensa rautakaupoille, talotehtaille, rakennusliikkeille ja projekteihin erityyppisille asiakkaille. Viennin osuus on ollut pieni, mutta esimerkiksi vuonna 2022 eristetuotteiden vienti Tanskaan ja Ruotsiin kasvoi voimakkaasti Euroopan energiakriisissä. Energian hinnan tasoituttua selvästi vuonna 2023 eristemarkkinan pullonkaula on siirtynyt enenevässä määrin tarjontapuolelta kysyntään. Viennin osuus tulee todennäköisesti kasvamaan lähivuosina, sillä EcoUpin Suomessa tuottamia villoja Ruotsissa tulee asentamaan vuoden 2025 alussa ostettu Isoleringslandslaget. Näin ollen Ruotsin markkinan osalta EcoUp tulee nauttimaan myös palveluntarjoajana ”asennuskatteesta”.

Suomi säilyy arviomme mukaan päämarkkinana yhtiön valmistuskapasiteetin sijainnin ja logistiikkakustannusten takia. Pidämme silti vientikyvykkyyden parantamista yhtiön kannalta järkevänä, sillä se voi tasoittaa hieman liiketoiminnan voimakasta kausiluonteisuutta ja alentaa yhtiön riippuvuutta Suomen (uudis)rakentamisen suhdanteesta.

Operatiivinen kulurakenne (% operatiivisista kuluista)



Pääomien sitoutuminen



Eristeliiketoiminta 4/11

Lisäksi eristämisen lisääntymisen pitäisi olla muualla Euroopassa pitkäaikaisempikin trendi akuutin energiakriisin jälkeenkin (vrt. Suomessa eristevahvuudet ovat jo korkeita). Arviomme mukaan lähellä satamaa sijaitseva suunniteltu Vantaan tehdas (ml. tehtaalle suunniteltu pakkauskonsepti) parantaa yhtiön vientikyvykkyyttä. Pidämme silti myös mahdollisena, että yhtiö harkitsisi puhallusvillatehtaan rakentamista johonkin Itämeren alueen maahan asemoituakseen paremmin Keski-Euroopan kasvuun, sillä pitkällä tähtäimellä kilpailukykyinen vienti Suomesta ulkomaille on vaikeaa logistiikkakulujen korkean suhteellisen osuuden takia. Tämä olisi joidenkin miljoonien eurojen investointi, jos oletetaan kiinteistöt vuokrattaviksi. Vuosien 2024–2026 strategiakaudella uusien tehtaiden rakentaminen ei kuitenkaan vaikuta olevan yhtiön agendalla.

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

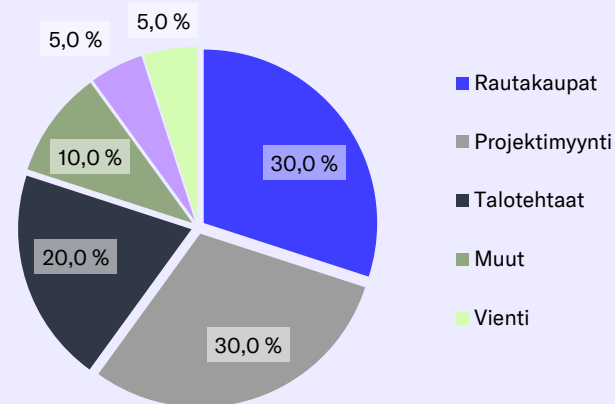
EcoUpilla on myyntiä sekä välikäsille (esim. tukkurit ja rautakaupat) että suoraan loppukäyttäjälle. Arviomme

mukaan yhtiön myynnistä noin 60 % on vuosisopimuksiin tai jatkuviin sopimuksiin pohjautuvaa myyntiä, kun taas loput tulee projektimyynnistä ja kertatoimituksista. Toiminnan logiikka huomioiden pidämme molempia myyntikanavia yhtiölle yhtä tärkeinä, vaikka suoramyyntissä hinnoitteluvoima ja marginaaliprofiili voi olla pitkässäkin juoksussa hieman välikäsille päätyvää myyntiä parempi. Tilikaudella 2024 EcoUpin eristeiden myyntihintoihin ei tehty arviomme mukaan kokonaisuutena merkittäviä muutoksia toisin kuin vuonna 2023, jolloin yhtiö teki merkittävät hinnankorotukset kompensoidakseen kustannusinflaation vaikutusta.

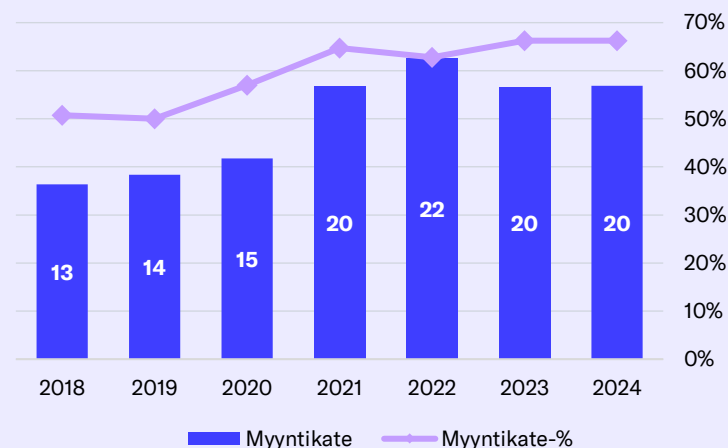
Vuonna 2022 odottamaton inflaatio nostikin esiin pitkiin sopimuksiin liittyvät hinnoitteluriskit. Normaaleissa olosuhteissa pidämme pidempiä sopimuksia yhtiölle perusteltuina, sillä ne antavat liiketoiminnalle tiettyä jatkuvuutta. Hiipuvassa markkinassa tehdyt onnistuneet hinnankorotukset ovat mielestämme osoitus EcoUpin kohtalaisesta hinnoitteluvoimasta ainutlaatuisen tuotteen turvin. Osaltaan hinnankorotukset mahdollistuivat arviomme mukaan vaihtoehtoisten eristemateriaalien hintojen noususta kustannusinflaation (energia) saattelemana.

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

Liikevaihto asiakasalueittain¹



Myyntikate (MEUR) ja myyntikate-%



Eristeliiketoiminta 5/11

Myyntikatteet ovat korkeita teolliselle yhtiölle

Numeroiden valossa EcoUpin liiketoiminnan rakenne ja liiketoimintamalli eivät ole teollisuusyhtiölle aivan tyypillisiä. Raaka-aineiden hankintalogiikoiden ja palveluiden merkittävän osuuden takia EcoUpin Eristeliiketoiminnan myyntikatteet ovat teollisuusyhtiölle korkealla 50–66 %:n tasolla. Toisaalta henkilöstökulut ovat korkeahkolla tasolla, vajaat 30 % liikevaihdosta, ja myös liiketoiminnan muut kulut ovat edellisen kanssa jokseenkin samalla tasolla (arviot ovat karkeita, sillä konsernin niissä voi olla mittavista aktivoinneista huolimatta Teknologialiiketoiminnalle kuuluvia kuluja myös käyttökäteen yläpuolella). Näin ollen kulurakenne on arviomme mukaan kokonaisuutena melko kiinteä, ja arviomme mukaan Eristeliiketoiminnan kuluista 30–35 % on lyhyellä tähtäimellä kiinteitä, kun taas loput 65–70 % ovat muuttuvia kuluja.

Korkea myyntikate ja todennäköisesti melko kiinteä kulurakenne huomioiden näemme Eristeliiketoiminnassa tiettyä skaalautumisen varaa, sillä ainakaan nykyisten tehtaiden kapasiteetin nostojen ei pitäisi arviomme mukaan kohottaa tuotannon henkilöstökuluja ja tehtaiden muita kuluja samassa suhteessa. Uusien tehtaiden lisääminen kokonaisuuteen nostaisi toki myös kiinteitä kuluja, mutta tähän yhtiöllä ei arviomme mukaan ole lähtökohtaisesti tarvetta Vantaan investoinnin jälkeen.

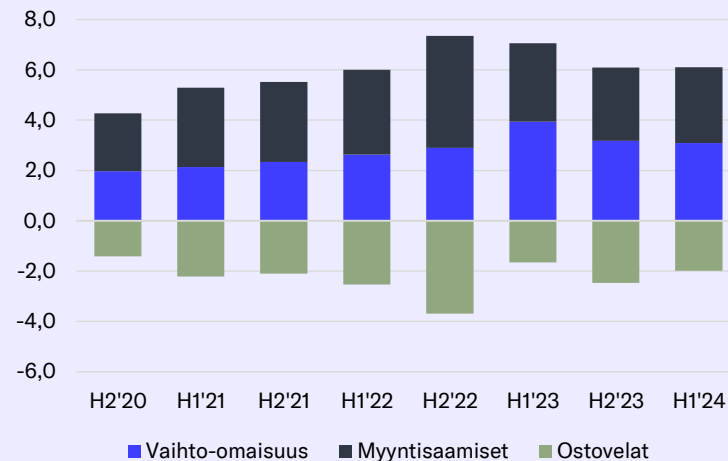
Yhtiö sitoo teollisuudelle tyypillisesti pääomaa

Arviomme mukaan EcoUpin taseen pääomista valtaosa on sitoutunut Eristeliiketoimintaan, vaikka taseessa on myös Teknologialiiketoiminnalle kuuluvaa aineetonta omaisuutta ja hieman myös kiinteää omaisuutta tehtaaseen liittyen. Viime vuosina EcoUpin kiinteän omaisuuden suhde

liikevaihtoon on ollut 30–45 %:ssa, mikä on valmistavalle teollisuudelle tyypillistä. Arviomme mukaan kiinteästä omaisuusmassasta suuren osan kattaa yhtiön tuotantolaitoksissa käytettävät koneet ja laitteet, joilla yhtiö tuottaa eristetuotteitaan. Lisäksi yhtiö on investoinut raaka-ainelogistiikkaan turvatakseen riittävän ja kulutehokkaan tavan hankkia raaka-ainetta tuotantoprosesseihinsa. Luonnollisesti liiketoiminnan kasvattaminen sitoo lisää pääomaa tehtaisiin, joskin nykytehtaiden pullonkaulainvestointien osalta pääoman sitoutuminen on uusinwestointeja selvästi maltillisempaa.

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

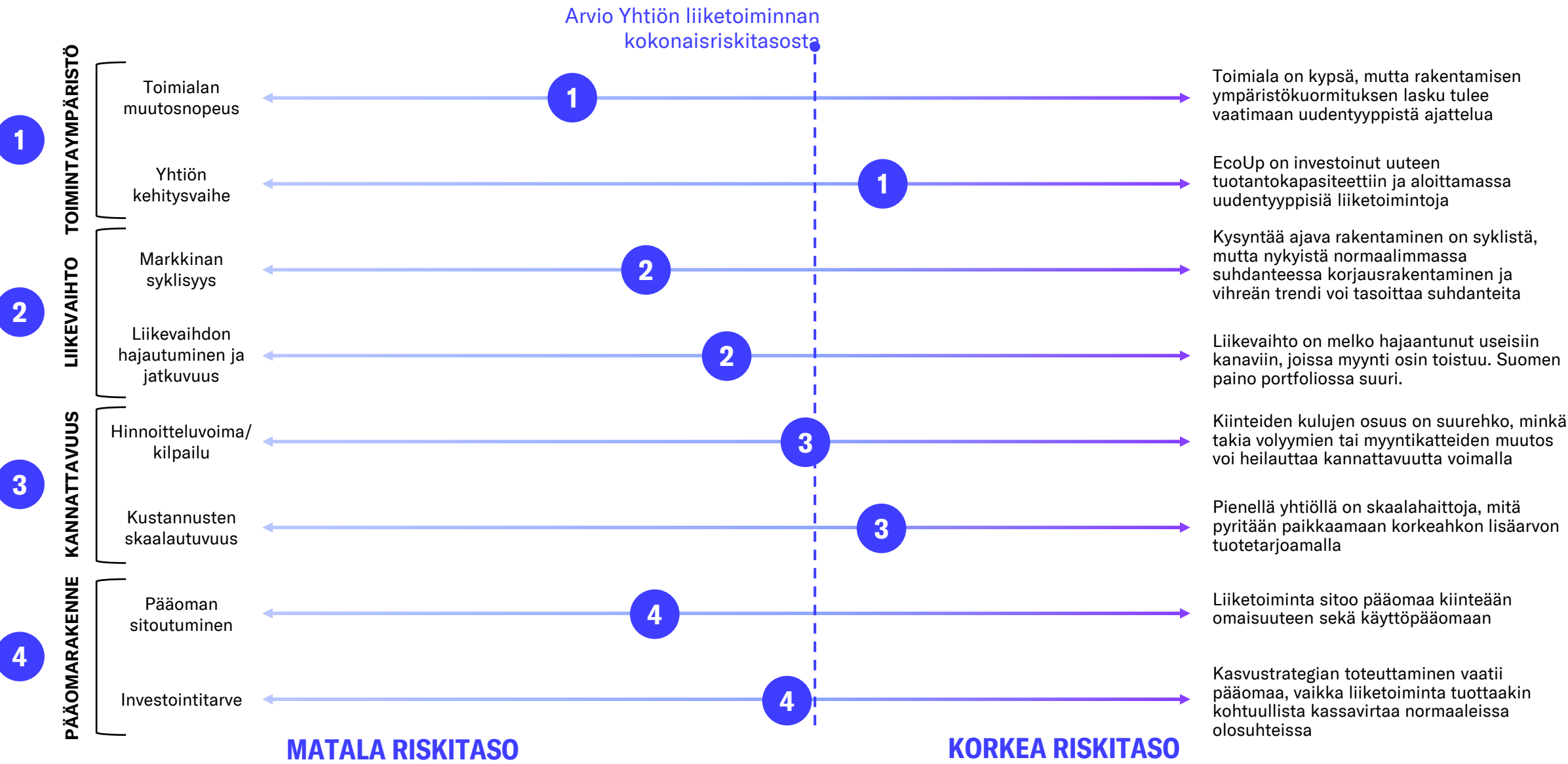
Nettokäyttöpääomaerät (MEUR)



Henkilökunnan määrä keskimäärin



Eristeliiketoiminnan riskiprofiili



Eristeliiketoiminnan strategia

-2024

TOTEUTUNUT

- Palvelupuolen ja raaka-ainehankinta täydennys
- Tuotannon raaka-ainetehokkuuden parantaminen ja raaka-ainepohjan laajentaminen
- Uusien liiketoimintojen suunnittelu ja kasvuaihioiden valmistelu
- Vähähiilisyys konsernistrategian ytimeen
- Kuluttajien eristeremonttikonseptin lanseeraaminen

2024–2026

KULUVA STRATEGIAKAUSI

- Asennustoiminnan kehittäminen ja tehokkuuden parantaminen
- Pientalosaneraus -konseptin kehittäminen ja kasvattaminen
- Kaikkien Ekovilla-tuotteiden markkinaosuuden ja myynnin kasvattaminen
- Kansainvälistymisen vahvistaminen Itämeren alueella

2027-

PITKÄ AIKAVÄLI

- Eristemarkkinoita nopeamman kasvun jatkaminen Suomessa
- Kannattavuuden ylläpito ja jatkuva parantaminen
- Mahdolliset uudet kiertotaloustuotteet
- Aseman säilyttäminen ekologisimpana eristemateriaalivaihtoehtona Suomessa ja mahdollisesti myös yksittäisissä Euroopan maissa

STRATEGISET TAVOITTEET

STRATEGIAN TOTEUTUS

- Tuotteet ja palvelut sekä tuotanto- ja raaka-ainehankinta on yhdistetty kokonaisuudeksi
- Levykapasiteettia kasvatettu merkittävästi
- Tuotanto on hiilinegatiivista
- Kestävä raaka-ainepohja on rakennettu
- Kuluttajien eristeremonttikonseptin lanseeraus
- Teknologialiiketoiminnan tuotekehityksen rahoittaminen liiketoiminnan rahavirralla
- Uudenmaan Imupalvelu yritysosto

- Uuden konttiasennuskonseptin kehitys tehokkuuden parantamiseksi
- Vantaan puhallusvillatehtaan sujuva käyttöönotto
- Kuluttajien eristeremonttikonseptin kasvattaminen
- Varautuminen markkinan käänteeseen valmistautumalla Ekovilla-tuotteiden volyymin nostamiseen ja laatuun
- Asennus- ja myyntiyhtiön Isoleringslandslaget AB:n osto Ruotsissa
- Tehokkuuden ylläpito Suomessa ja ostetun Ruotsin yhtiön kannattavuuskäänteen saavuttaminen

- Skaalaetujen hakeminen
- Uusien tuotteiden kehittäminen ja kaupallistaminen asteittain
- Kansainvälistymisen kiihdyttäminen tehdasinvestoinnilla optiona

Eristeliiketoiminta 8/11

Eristeliiketoiminnan markkina

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

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

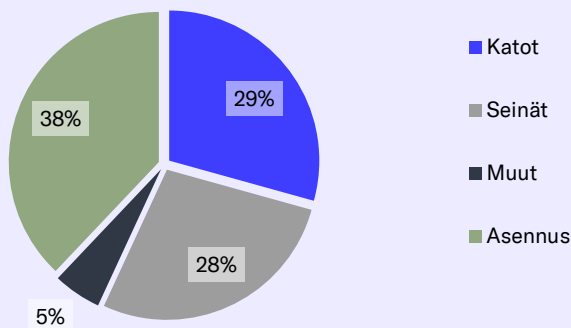
aloituksista. Arviomme mukaan vuosina 2021 ja 2022 eristemarkkina kasvoi volyymeillä mitattuna selvästi vuoden 2020 tasosta, kun taas vuonna 2023 markkina romahti selvästi vuoden 2020 alapuolelle. Hinnat ovat nousseet inflaation myötä, mutta kokonaismarkkinakoon muutokset heijastelevat silti volyymimuutoksia. EcoUp odottaa pientalorakentamisen palautuvan noin 10 000 aloituksen tahtiin vuonna 2026, mikä vastaisi volyymiltaan vuoden 2020 tasoa.

Ekovillan paloluokitusta parantamalla korkeisiin rakennuksiin soveltuvaksi markkinakokoa voisi teoriassa olla mahdollista laajentaa nykyiseltä tasolta. Arviomme mukaan paloluokitusprojekti on hieman yhtiön odotuksia hitaammin Kuusankosken levyinvestointien aikatauluja ja tuotantosuunnitelmaa heijastellen. Emme odota paloluokituksen parantamisen tuovan käytännössä lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä merkittävää laajentumista yhtiön kohdemarkkinoihin, sillä korkeiden rakennusten eristysten

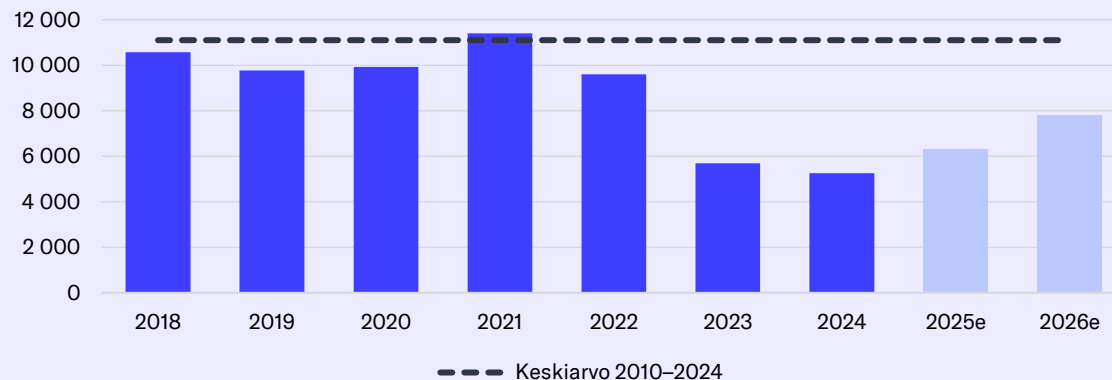
lainsäädäntöön liittyy käsityksemme mukaan myös muita Ekovillalle epäedullisia pykäläiä.

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

Eristemarkkinan jakautuminen



Pientalojen vuosittaiset aloitukset (KPL)¹



Eristeliiketoiminta 9/11

Pitkän ajan markkinakasvuolettama on rajallinen

EcoUpin eri markkinalähteisiin (mm. RTS) pohjautuvien ja koko eristemarkkinan kasvun taustalla on rakennusvolyyymi sekä uudisrakentamisen että korjausrakentamisen osalta, ja näin ollen eristemarkkinan pitkän ajan kasvun voi ajatella peilaavan rakentamisen kasvua. Rakentamisen kasvunäkymät ovat Suomessa hidasta pitkän ajan BKT-kasvun olettaa peilaten arviomme mukaan maltillisella noin 1–2 %:n tasolla ajan yli.

Kasvavat energiatehokkuusvaatimukset ja mahdollinen potentiaalinen nousu sekä volatilitteetti voivat nostaa vielä lievästi eristevahvuuksia Suomessa, minkä takia eristemateriaalimarkkina voi kasvaa hieman BKT-kasvua ja siihen liitännäistä koko rakennusmarkkinaa nopeammin (vrt. globaali eristemarkkinan kasvuoletus 5 % vs. pitkän ajan BKT-kasvu 3–4%). Merkittävää vetoapua emme tätä kautta usko yhtiön saavan markkinan kasvusta. Pohjoisessa Keski-Euroopassa potentiaalia eristevahvuuksien kasvattamiseen

on Suomea enemmän, joten vientimarkkinoilla kasvu voi olla BKT-kasvua tai rakentamisen kasvua ripeämpää. Yhtiön kasvupotentiaali pelkästään markkinan mukana on ajan yli rajallinen, ja selkeäksi kasvuliiketoiminnaksi profiloitumiseksi Eristeliiketoiminnan pitääkin mielestämme pystyä valtaamaan markkinaosuutta muilta toimijoilta.

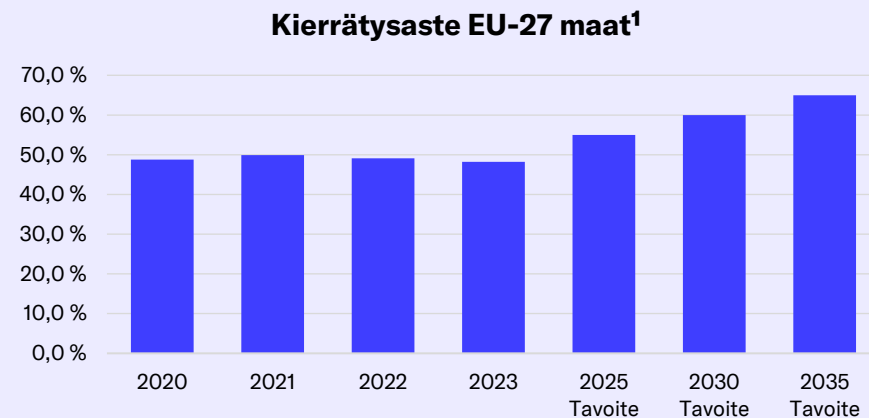
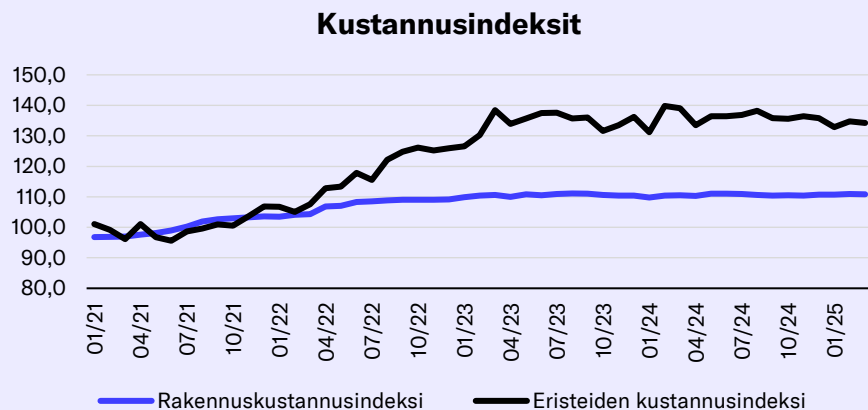
EcoUpin markkinaosuus antaa mahdollisuuksia

Kun huomioidaan, että EcoUpin eristetuotteiden ja -palveluiden liikevaihto ja arvioitu markkinakoko, arvioimme yhtiöllä olevan relevantista kohdemarkkinasta karkeasti 10 %:n markkinaosuus. Siten yhtiöllä on selkeää parantamisen varaa markkina-osuudessa, eikä EcoUpille merkittävä joidenkin miljoonien eurojen kasvu juuri heilauttaisi isoa kuvaa Suomen eristemarkkinoiden markkinaosuuskentällä. Esimerkiksi yhtiön vuoden 2026 tavoitteiden mukainen 40–45 MEUR:n liikevaihtomassa ei vaadi arviomme mukaan merkittäviä voittoja markkinaosuudessa. Kypsällä ja kilpaillulla markkinalla markkinaosuusvoitot ovat kiven

takana ja vaativat vahvaa strategiaa, kilpailukykyistä tarjoamaa sekä mahdollisesti myös tukea tiukentuvasta ympäristöregulaatiosta. Siten markkinaosuuden nostaminen ei ole helppoa.

Lainsäädäntö tukee yhtiön asemoitumista

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



Eristeliiketoiminta 10/11

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

Parhaiten EcoUp on kuitenkin mielestämme asemoitunut trendeistä ilmastomuutokseen, johon liittyy epäsuorasti mutta oleellisesti mielestämme myös kiertotalous (ts. neitseellisten materiaalien käytön vähennys). Ilmastomuutosta heijastellen myös hiiltä varastoivalla puurakentamisella on kasvuajureita, ja puun odotetaan voittavan markkinaosuutta muilta rakennusmateriaaleilta markkinan sisällä. Tämä sopii EcoUpille, sillä Ekovillan vahvuudet korostuvat juuri puutaloissa, joissa haetaan usein hengittävyyttä, korkeaa sisäilman laatua ja vähähiilistä materiaalityökalua.

Ilmastomuutoksen hillitseminen on herättänyt sekä poliitikot että kuluttajat. Näistä ensimmäiset pyrkivät tulppaamaan ilmastomuutosta lainsäädännön kautta, kun taas jälkimmäinen ryhmä voi äänestää lompakollaan. EU on säättänyt kunnianhimoisen ja tiukentuneen tavoitteen hiilipäästövähennyksistä vuodelle 2030 ja kierrätysasteen nostamisesta 65 %:iin (nyt alle 40 %) vuoteen 2035 mennessä. Lisäksi Suomessa on kansallisia tavoitteita, vaikka kokonaisuutena vihreän lainsäädännön kehittäminen on ollut Suomessa jonkin verran muita Pohjoismaita hitaampaa. Toisaalta kuluttajien halu valita ympäristön kannalta vähemmän rasittavia ratkaisuja on noussut kuluttajaliiketoiminnoissa näkyvästi ennen vuosien 2022–2023 inflaatio- ostovoimakriisiä. Pidämme todennäköisenä, että tämä voima alkaa vaikuttaa myös asumisessa ja rakennusalaalla vähintään keskipitkällä tähtäimellä, mutta lyhyellä tähtäimellä ostovoimahaasteet ja heikko

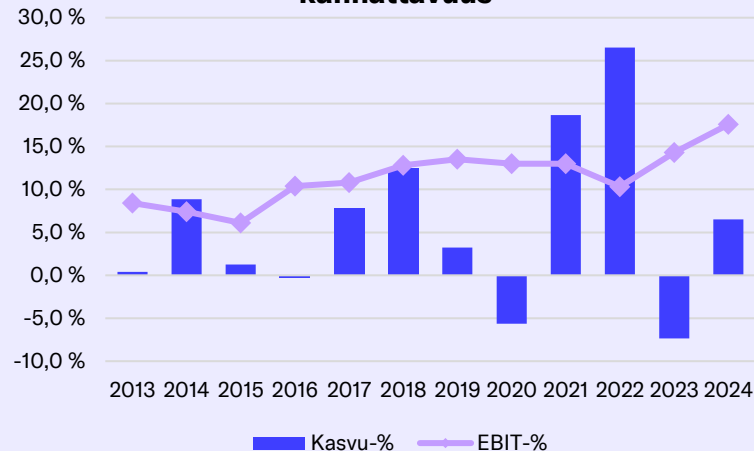
taloustilanne ovat jarruja.

Arviomme mukaan sekä lainsäädännön muuttuminen, että kuluttajakäyttäytymisen muutos tukevat EcoUpin hiileneutraalisten ja kierrätysmateriaaleista tehtyjen tuotteiden näkymiä. Näiden trendien ansiosta näemme yhtiöllä olevan edellytyksiä markkinaosuuden kasvuun Suomessa seuraavan vuosikymmenen aikana. Regulaation ja kuluttajakäytöksen muutosten ajoitukseen liittyy kuitenkin lyhyellä tähtäimellä epävarmuutta. Tästä esimerkkinä toimii vuodesta 2025 asteittain voimaan astuvaan rakennuslakiin viime hetkellä tehty kestävä rakentamisen vaatimuksia keventäneet muutokset ('rakentamislain korjaussarja').

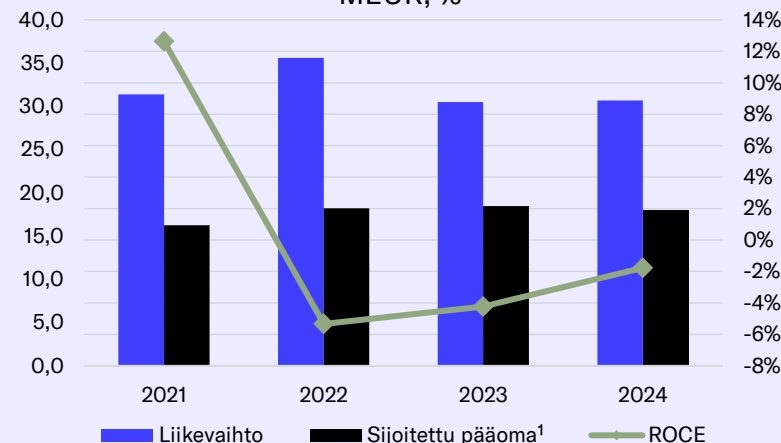
Eristeliiketoiminnan kilpailu

Arviomme mukaan EcoUpin pääkilpailijoita Suomen eristemateriaalimarkkinoilla ovat Saint-Gobain, Rockwool, Paroc ja Finnfoam. Näistä yhtiöistä kaksi ensimmäistä ovat globaaleja jättejä, ja myös Partekista ponnistanut Paroc on nykyään osa yhdysvaltalaisesta pörssiyrityksestä Owens Corningia. Finnfoam on sen sijaan Suomessa, Ruotsissa, Itämeren alueella sekä Espanjassa toimiva konserni, jonka liikevaihto oli reilut 170 MEUR vuonna 2023. Saint-Gobain, Rockwool ja Paroc ovat keskittyneet lasi- ja kivipohjaisten mineraalivillojen tuottamiseen lähinnä neitseellisistä materiaaleista, kun taas Finnfoamin tuoteportfolio on muovipohjainen. Näin ollen kilpailijoiden tuoteportfolioiden rakenne eroaa huomattavasti EcoUpista, vaikka eri tuotteet kilpailevatkin suoraan keskenään samassa loppukäyttösovelluksessa. Jokseenkin vastaavalla kuitupohjaisella portfolioilla EcoUpin kanssa toimii Pohjoismaissa vain norjalainen Hunton.

Rockwool liikevaihdon kasvu ja kannattavuus



EcoUp liikevaihto ja sijoitettu pääoma MEUR, %



Eristeliiketoiminta 11/11

Arviomme mukaan Saint-Gobainin, Rockwoolin ja myös Parocin vahvuudet ovat suuruuden ekonomiassa, korkeassa teknologisessa kyvykkyydessä ja mineraalivillatuotteiden yleisissä hyödyissä. Finnfoam ja etenkin Hunton ovat taas EcoUpin tavoin paikallisempia niche-pelureita. Tarkoista markkinaosuuksista meillä ei ole tietoa, mutta arviomme mukaan Paroc, Rockwool ja Saint-Gobain ovat suurimpia pelureita ja EcoUp on Suomessa markkinan viidenneksi suurin yhtiö. Huntonin arviomme olevan EcoUpia selvästi pienempi Suomessa eristeiden osalta. Siten EcoUp on selvässä haastajan asemassa, mutta toisaalta yhtiön asemoituminen ilmastomuutostrendiin on pääkilpailijoita parempi. Siten yhtiöllä pitäisi olla edellytyksiä napata markkinaosuuksia kaikilta kilpailijoilta lähivuosina.

EcoUpin taloudellisen tuloksen peilaaminen kilpailijoihin on haastavaa, sillä niiden Suomen yksiköiden tuloksista ei ole relevanttia tietoa. Lisäksi EcoUpin numeroissa on Teknologialiiketoimintaan liittyviä kuluja ja yhtiö on FAS-kirjanpidossa. Lisäksi Saint Gobainissa ja Owens Corningissa on paljon muiden materiaalien tuotantoa. Kivivillaan keskittynyt Rockwool (huom. Rockwoolilla on rakentamiseen liittyvien loppukäyttöjen lisäksi teollisuuden sovelluksia) on vuosina 2014–2024 pystynyt kasvamaan konsernitasolla yli 6 %:n vuosivauhtia keskimäärin vajaan 19 %:n EBITDA-%:lla ja 12 %:n EBIT-%:lla. Kannattavuuden osalta Rockwoolin trendi on myös nousujohteinen.

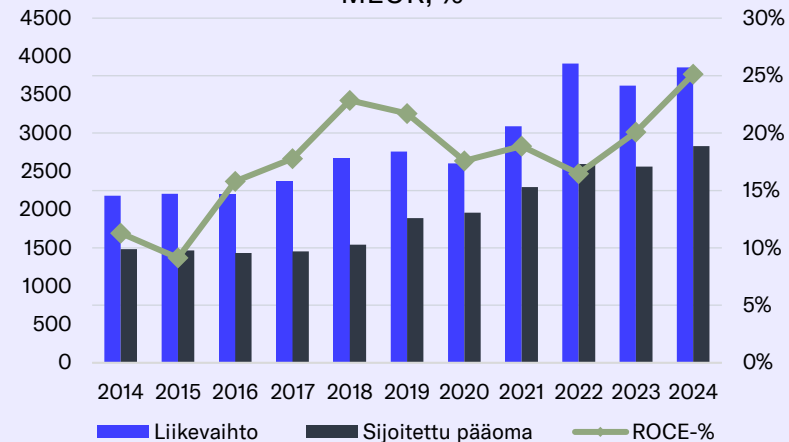
Mielestämme Rockwoolin kasvu peilaa eristemarkkinan tervettä kasvukuvaa (hieman BKT-kasvua nopeampi kasvu) ja toisaalta kannattavuus osoittaa toimialan marginaalipotentialin olevan melko hyvä, vaikka yhtiön mineraalivillatuotanto sitoo toki paljon pääomaa. Finnfoamin

liikevaihto sen sijaan kehittyi 2016–2021 melko vakaasti, kun taas vuonna 2022 liikevaihto kasvoi yli 10 % ja laski vuonna 2023 selvästi, mikä vastaa myös EcoUpin kehitystä. Samaan aikaan Finnfoamin EBIT-% on ollut keskimäärin karkeasti 8 %.

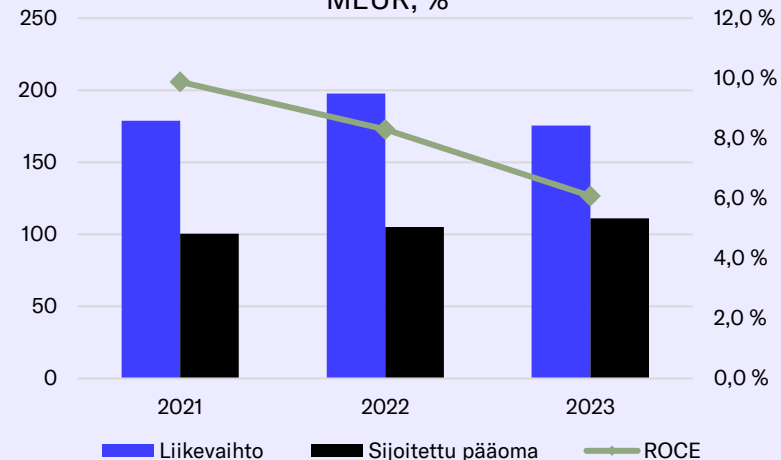
EcoUpin suoritus on viime vuosina ollut mielestämme jokseenkin vertailukelpoinen suhteessa Finnfoamiin ja jäänyt jälkeen globaalista verrokista Rockwoolista. Numeroiden ylätasoa vertailemalla ei mielestämme indikoi, että EcoUpilla olisi tuntuvia kilpailuhaittoja suhteessa verrokkeihin, mutta toisaalta toimialaa vahvemmalla track-recordilla EcoUp ei pääse pullistelemaan. Toimialalla myös suuruuden ekonomia näyttää toistaiseksi tuoneen parempaa kannattavuutta ja pääoman tuottoa kuin niche-portfolio.

Kilpailija-analyysiin peilattuna yhtiön taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme järkevällä tasolla, joskin kannattavuustavoitteiden toteutuessa Eristeliiketoiminta olisi marginaalivertailussa toimialan kärkipäätä. Siten tavoite on vaativa eikä toimialan logiikkaan suhteutettuna kannattavuustavoitteen ylläpito ei ole helppoa.

Rockwool liikevaihto ja sijoitettu pääoma
MEUR, %



Finnfoam liikevaihto ja sijoitettu pääoma
MEUR, %



Teknologia liiketoiminta 1/7

Teknologia liiketoiminnan kehitys

Teknologia liiketoiminta on EcoUpille alkuvaiheen liiketoiminta, joka on ollut tuotekehitysvaiheessa useamman vuoden. Tuotekehitystyötä Teknologia liiketoiminnan parissa on tehnyt arviomme mukaan noin 10 henkilöä, ja kehitystyötä on viime vuosina rahoitettu Eristeliiketoiminnan rahavirralla sekä ulkoisella rahoituksella. Arviomme mukaan yhtiö on sijoittanut kehitystyöhön yli 5 MEUR. Sijoitukset ovat osin rasittaneet konsernin tulosta etenkin poistoina käyttökattien alapuolella viime vuosina ja osaltaan kasvattaneet investointien ja aktivointien kautta kiinteää ja aineetonta omaisuutta EcoUpin taseessa.

EcoUp osoitti vuonna 2020 kehittämiensä WasteX-linjaston toimivuuden purkuvillan käsittelyssä. Vuoden 2021 alussa yhtiö sai valmiiksi teollisen mittakaavan pilottilaitoksen Varsinais-Suomessa, joka on EcoUpin omistuksessa. Samana vuonna EcoUp aloitti teknologiansa markkinoinnin ja myynnin Euroopassa. Vuoden 2021 lopussa yhtiö solmi kolmivuotisen sopimuksen erikoislaastituotteen valmistamisesta, joka ulottuu vuoteen 2024. Vaikka sopimus onkin toistaiseksi tuottanut vain vähän liikevaihtoa asiakkaaseen liittyvistä syistä, se oli ensimmäinen konkreettinen esimerkki siitä, millaista liiketoimintaa EcoUpin teknologian ympärille voidaan rakentaa.

EcoUpin tavoitteena vuonna 2022 oli teknologia liiketoiminnan kaupallinen läpimurto Euroopassa. Ukrainan sodan aiheuttama inflaatio kuitenkin moninkertaisti prosessissa tarvittavien kemikaalien kustannukset, mikä teki menetelmästä liian kalliin. Lisäksi sodan myötä potentiaalisten asiakkaiden

riskinottohalukkuus heikkeni. Tämän seurauksena EcoUp joutui jo alkuvuodesta arvioimaan konseptinsa uudelleen. Uudelleenkonspektoinnissa EcoUp pyrki ratkaisemaan kalliiden kemikaalien ongelman muuttamalla koko prosessin perustumaan jäteraaka-aineisiin. Samana vuonna EcoUp sai Suomessa patentin innovaatiolleen, joka mahdollistaa mineraalivillan energiatehokkaan jauhatuksen ja suodatuksen uudeksi raaka-aineeksi. Yhtiön käsityksen mukaan tämä patentti on sittemmin laajentunut EU:n laajuiseksi. Menetelmän immateriaalioikeuksien (IPR) suojaaminen on edennyt yhtiön tavoitteiden mukaisesti.

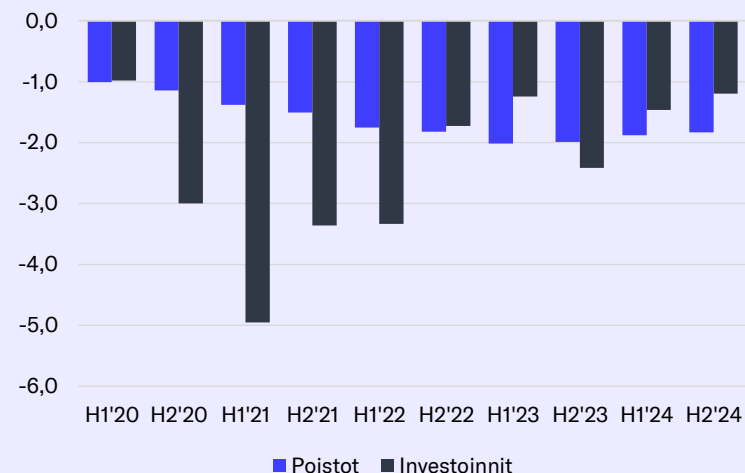
Vuoden 2023 aikana yhtiö lanseerasi Teknologia liiketoiminta-segmentin ensimmäisen kaupallisen tuotteen, Cubecon. Cubecon on kuution muotoinen betonia muistuttava uusiotuote kaupunkirakentamisen tarpeisiin. Vaativia tai kantavia rakenteita ei Cubecosta käsityksemme mukaan voi rakentaa, vaan elementti käy toistaiseksi vain yksinkertaisimpiin sovelluksiin. Ensimmäiset Cubecon kaupalliset toimitukset tehtiin vuoden 2024 aikana, mutta liikevaihto jäi edelleen vähäiseksi.

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

Teknologia liiketoiminta

- Teknologia on kehitetty toimivaksi viime vuosina
- Prosessoitava raaka-aine on toistaiseksi purkuvilla
- Teknologia sopii muillekin materiaaleille
- Patentti innovaatiolle saatu Suomessa
- Liiketoiminnassa työskentelee arviolta 10 henkeä
- Liikevaihto on vielä käytännössä nollassa
- Tulos on vielä tappiollinen alhaisen myynnin takia
- Kaupallistamisen alkuvaihe käynnissä
- Ansainta: valmistuslaitteiden myynti, rojaltit ja huolto
- Päämarkkina-alueena on alkuun Eurooppa

Konsernin Investoinnit ja poistot (MEUR)



Teknologia liiketoiminta 2/7

WasteX pohjaa uuteen tekniseen ratkaisuun

Käytännössä EcoUpin teknologia nojaa nykyään kaatopaikkajätteen päätyvän mineraalivillan tai muun vastaavan materiaalin käsittelyyn teollistetulla prosessilla, jonka lopputuotteena on korkean lisäarvon raaka-aine. Asiakkaiden olisi siis laitteiston avulla mahdollista välttää kaatopaikkamaksut ja saada lisätuloa lopputuotteen myynnistä sekä pienentää omaa ympäristökuormitusta. Potentiaalisia asiakkaita Teknologia liiketoiminnalle ovat arviomme mukaan suuria materiaalivirtoja jo nyt käsittelevät toimijat, kuten kierrätyspalveluiden tarjoajat (vrt. esim. Lassila&Tikanoja Suomessa) ja rakennusyhtiöt.

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

Laboratorio-olosuhteissa raaka-aine on sopinut muun muassa sementin korvikkeeksi tai betonin, tiilien ja asfaltin valmistukseen, mutta matka laboratoriosta kaupalliseksi tuotteeksi on ollut hidas, ja riittävän kustannuskilpailukyvyyn saavuttamisessa on arviomme mukaan edelleen työtä tehtävänä. Lisäksi arvioimme yhtiön tavoittelevan noin 20–30 %:n hintapreemiota vihreämmälle tuotteelleen.

Asiakkaan perspektiivistä laitteiston käyttöönoton houkuttelevuutta lisää myös se, että raaka-aineesta ei välttämättä tarvitse maksaa, vaan jätteen tuottaja toimittaa sen laitteiston läheisyyteen ja parhaimmillaan maksaa porttimaksun (vrt. vaihtoehtoiskustannus on kuljetus kaatopaikalle ja kaatopaikkamaksu). Kaatopaikkamaksujen ja kaatopaikkoihin liittyvällä lainsäädännöllä tasolla on siten oleellinen vaikutus Teknologia liiketoiminnan tarjonnan houkuttelevuuteen asiakkaan silmissä. Luonnollisesti purkuvillan kaltaisen tuotteen logistiikka ei ole pitkällä matkoilla helppoa ja halpaa, joten laitteistot on saatava asennettua kohtuullisen lähelle suuria jätteen tuottajia (vrt. etäisyys kaatopaikalle). Myös purkuvillan erottelu muusta rakennusjätteestä voi aiheuttaa haasteita.

Vihreän siirtymän megatrendi tukena

Teknologia liiketoiminnan kaupallisen potentiaalin perusta nojaa mielestämme voimakkaasti EU:n lainsäädäntöön, jonka mukaan materiaalin kierrätysastetta pitää nostaa. Lisäksi huomioitavaa on, että rakennusala on kierrättämisen osalta varsin alikehittynyt, sillä esimerkiksi vaikeasti käsiteltävästä ja kierrätettävästä purkuvillasta valtaosa päättyy edelleen kaatopaikoille Euroopassa. Näin ollen yhtiön teknologialla on takaiskuista huolimatta kyky vastata konkreettiseen ongelmaan, jonka ratkaisuun voimassa oleva lainsäädäntö kannustaa ainakin jollain tasolla.

Liiketoiminta pohjautuu teknologiaosaamiseen

Vaikka EcoUp on rakentanut Suomeen itse teknologiaa hyödyntävän laitteiston ja Varsinais-Suomen tehdas voi toimia sopimusvalmistajana myös jatkossa, tuotanto ei ole kuulunut Teknologia liiketoiminnan suunnitellun liiketoimintamallin runkoon suuremmassa mittakaavassa.

Teknologia liiketoiminnan aikajana

2020

Teknologian toimimisen todistaminen purkuvillan käsittelyssä

2021

Markkinoinnin ja myynnin aloitus Euroopassa, ensimmäinen kaupallinen asiakassopimus

2022

Konsepti palautetaan suunnittelupöydälle, kun inflaatio teki alkuperäisen konseptin kilpailukyvyttömäksi

2023

Ensimmäisen kaupallisen tuotesovelluksen Cubeco-rakennustuotteen lanseeraus

2024

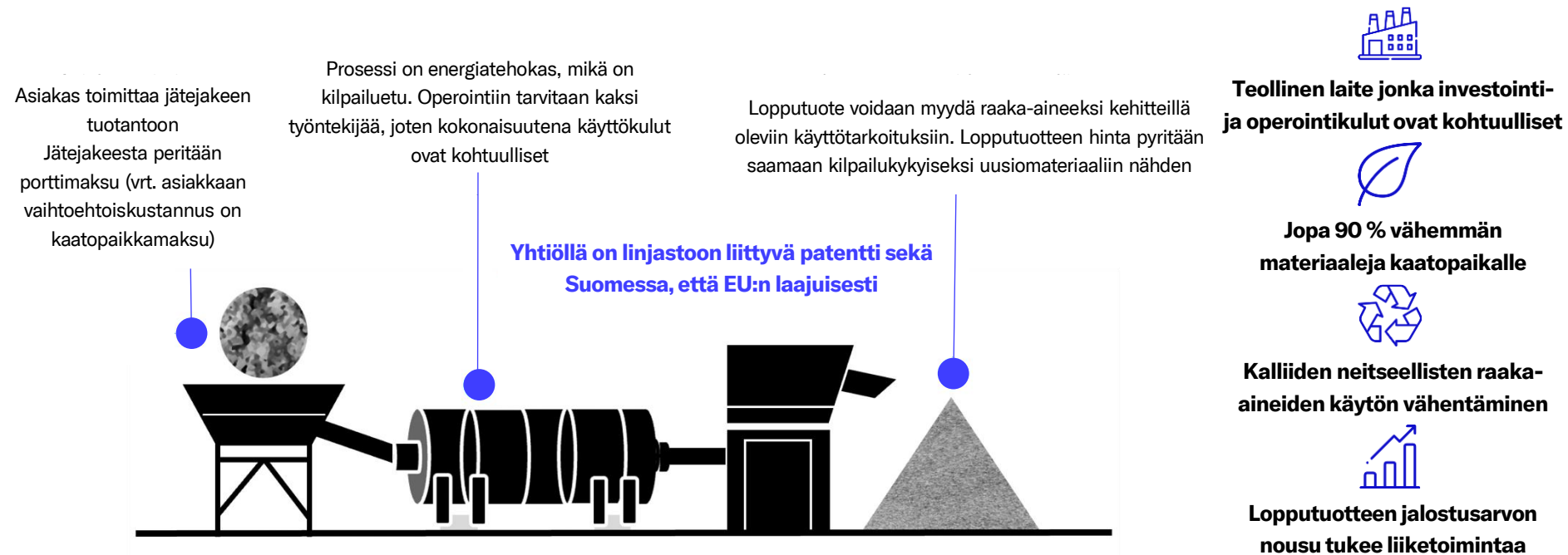
Kehitysvaiheessa on myös muita lopputuotteita yhteistyössä asiakkaiden kanssa

2025

Yhtiö odottaa solmivansa kaupallisia sopimuksia tilikauden aikana

Teknologia liiketoiminnan toimintaperiaate ja asiakkaan liiketoimintamalli

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



Teknologia liiketoiminta 4/7

Viimeaikaisten haasteiden jälkeen yhtiö joutuu kuitenkin päivittämään tuotantoaan ja tekemään tuotteita, joilla on kaupallisia asiakkaita (esim. Cubeco). Selkeän konseptin rakentaminen käytännössä on siis edellytys laajemmalle Teknologia liiketoiminnan kaupallistamiselle, vaikka uskomme edelleenkin EcoUpin pyrkivän välttämään tuotantoyhtiöksi päätyksen Teknologia liiketoiminnassa ainakin Suomen ulkopuolella.

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

Myyntikatteet voivat olla hyviä

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

skaalautuvuutta, jos laitemyynnin kasvattaminen onnistuisi tai tarjonta erottuisi vuosikymmenen loppupuolella.

Hyvien myyntikatteiden vastapainoksi Teknologia liiketoiminnassa on arviomme mukaan korkeat kiinteät kulut. Lähivuosina yhtiön pitää panostaa vielä huomattavasti esimerkiksi myynti- ja tuotekehityshenkilöstöön sekä mahdollisesti myös omaan kokoonpano-osaamiseen, jotta kaupallistamisessa lyötäisiin täysi höyry päälle. Todennäköisesti tarvittava oma tuotanto myös sitoo pääomaa ja nostaa kiinteitä kuluja, vaikka konseptikehityksen onnistuessa oman tuotannon kannattavuuskin (ml. uusi ekologinen preemiotuote) olisi luultavasti hyvä.

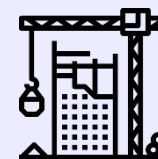
Teknologia liiketoimintaan palkattava henkilöstö on myös arviomme mukaan suhteellisen kallista, sillä teknologian kehitystyö ja myynti vaativat korkeaa osaamista ja koulutusta. Lisäksi teknologian kaupallistaminen, tuotekehitys ja IPR:n suojaaminen nostavat muita kuluja. Odotamme Teknologia liiketoiminnalta tappiollisia tuloksia ja selvästi negatiivista kassavirtaa ennen kuin liikevaihto ehtii saavuttamaan kriittisen pisteen. Odotamme EcoUpin investoivan vuosina 2025–2026 noin 1,5 ja 2,5 MEUR, heijastellen odottamiamme kaupallistamisen edistysaskelia ja niiden vaatimia lisäresursseja. Vuosina 2023 ja 2024 Teknologia liiketoiminnan investoinnit olivat 1 ja 1,4 MEUR.

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

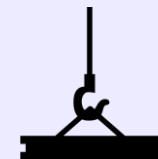
Potentiaaliset asiakasryhmät



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



Rakennusyhtiöt
(vrt. Suomessa esim. YIT)



Rakennusmateriaalivalmistajat
(vrt. Suomessa esim. Paroc)

Teknologia liiketoiminta 5/7

Tähtäimessä Manner-Eurooppa

Jos uusittu konsepti ja mahdollinen oma tehdas pystyisivät tuottamaan kustannuskilpailukykyisesti laadukkaita tuotteita ja yhtiö löytäisi niille kaupalliset markkinat, EcoUp jatkaisi kaupallistamista arviomme mukaan EU:n alueella ja tarkemmin maissa, joissa käsitellään suuria rakennus- ja purkujätevirtoja, ja joissa kierrätystavoitteita ei ole saavutettu. Potentiaalisia maita ovat esimerkiksi Ruotsi, Norja, Tanska, Saksa, Puola, Ranska, Espanja ja Italia. Mielestämme tämä on looginen valinta, sillä läheisiin länsimaihin keskittyminen pitää riskit kurissa ja markkinapotentiaalikin on alkuun varmuudella riittävän iso. Myynti on myös mahdollista hoitaa näihin maihin Suomesta käsin ilman tyypillisesti kallista paikallista myyntiorganisaatiota.

Tuotekehityksessä maaliviiva on myös kaukana

Arviomme mukaan painonpisteet tuotekehityksessä ovat purkuvillaratkaisun lopputuotteiden kehittämisessä ja optimoinnissa. Muihin materiaaleihin emme usko yhtiön siirtävän vielä suuremmin fokustaan, vaikka teknologian muokkaaminen esimerkiksi betonin kaltaiselle suurivolyymiselle tuotteelle soveltuvaksi moninkertaistaisi Teknologia liiketoiminnan saavutettavissa olevan markkinan. Pidämme kuitenkin riskien hallintaa markkinan kasvattamista tärkeämpänä prioriteettina.

IPR:n suojaamisessa onnistuminen on keskeistä

Immateriaalioikeuksien suojaaminen pysyy merkittävänä kehitysalueena. Suomessa yhtiö sai patentin innovaatiolleen vuonna 2022, ja patentti käsityksemme mukaan laajentui myös EU:n laajuiseksi. Yhtiö ei ole arvioinut patentin mahdollista kestoja, mutta Suomessa ja

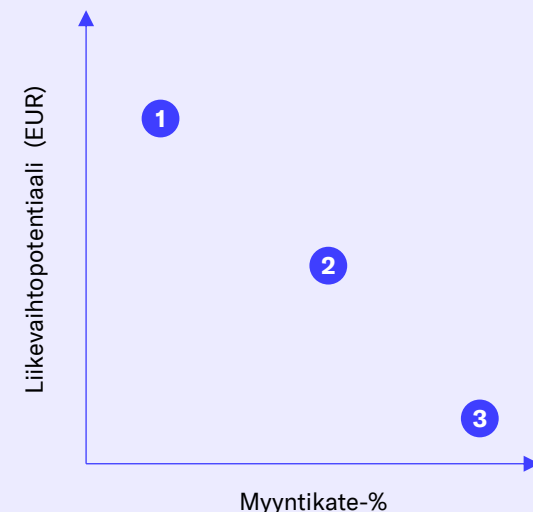
Euroopassa patenttien kesto on korkeimmillaan 20 vuotta. Näin ollen patenteilla on edellytyksiä turvata EcoUpin selustaa parhaimmillaan varsin pitkäksi ajaksi. Euroopan menetelmäpatentin jälkeen EcoUpin IPR on mielestämme melko hyvin suojattu ainakin yhtiön keskipitkän aikavälin tarpeiden valossa. Sijoittajien kannalta IPR:n suojaamisessa onnistuminen on mielestämme varsin kriittistä, sillä se on Teknologia liiketoiminnan riskitasoon ja siten koko yhtiön riskiprofiiliin vaikuttava tekijä.

Potentiaaliset markkinat ovat erittäin suuret

Vuoden 2021 listautumisesitteessä EcoUp arvioi, että Euroopan vuosittaisen 2,5 miljoonan tonnin purkuvillavirran prosessoimiseen tarvittaisiin 500 EcoUpin laitteistoa. Laitteen keskihintaa ei ole avattu, mutta jos arvioisimme sen 1–2 MEUR:oon, markkina pelkästään Euroopassa voisi olla 500–1000 MEUR:n luokassa. Kaikkea materiaalia ei tietenkään tulla nähtävissä olevassa tulevaisuudessa kierrättämään eikä kaikkia kierrätettävää tulla prosessoimaan EcoUpin laitteistoilla, mutta markkina on silti suuri suhteessa yhtiön tavoitteisiin. Lisäksi markkina on neitseellinen. Toisaalta näemme tämän hyvänä asiana, sillä Teknologia liiketoiminnan ei periaatteessa tarvitse vallata alaa vakiintuneilta teknologioilta. Riskinä on kuitenkin, että asiakkaiden ja heidän asiakkaidensa halu ja kyky sopeutua uuden teknologian vaatimuksiin on hidasta.

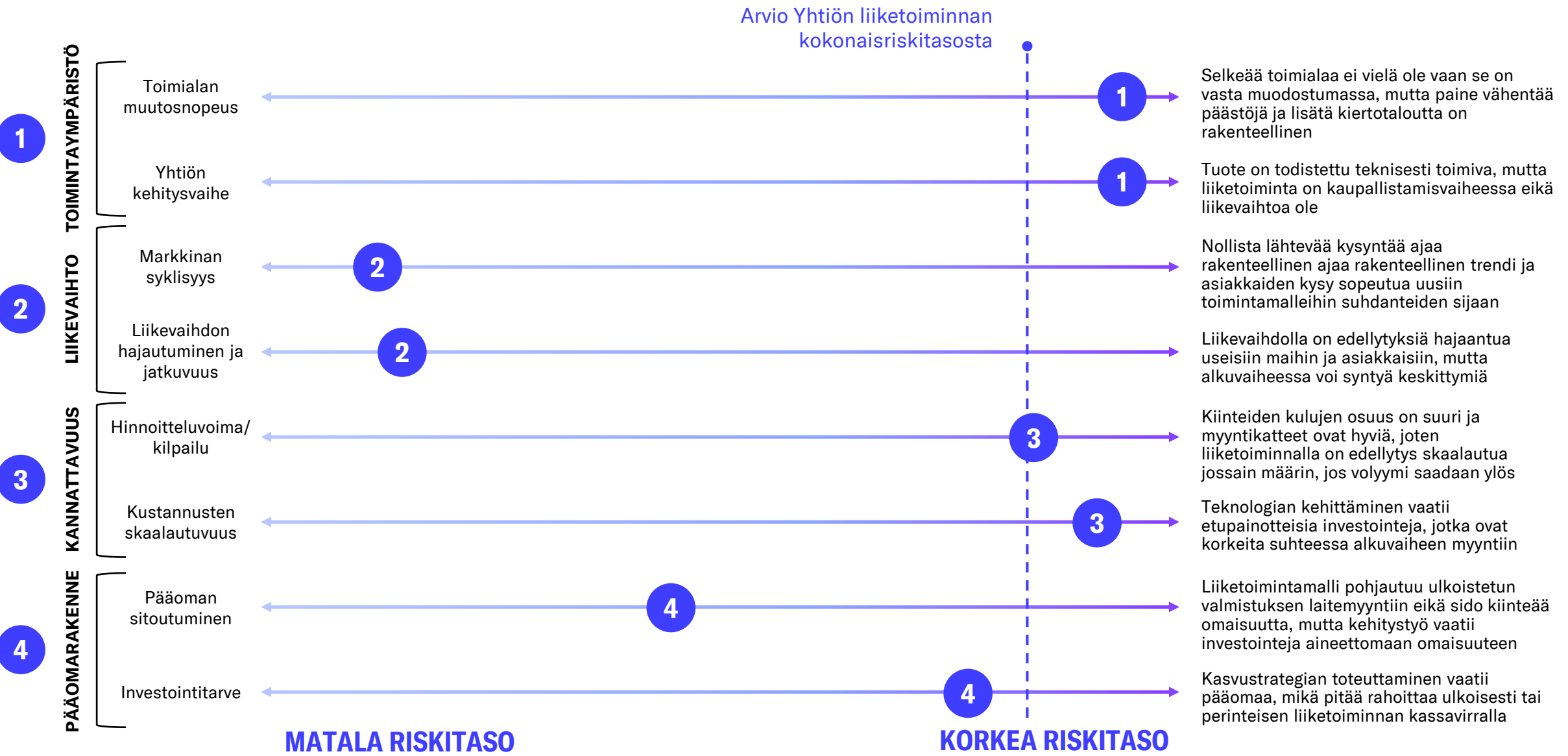
Suuret saavutettavissa olevat markkinat ja niiden mahdollistama pitkän aikavälin potentiaali ovat mielestämme positiivisia asioita EcoUpin kannalta. Sijoittajien ei mielestämme kuitenkaan isoista numeroista kannata sokaistua ainakaan ennen konkreettisia ja nykyistä vahvempia näyttöjä Teknologia liiketoiminnan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

Teknologia liiketoiminnan liikevaihto-virrat ja niiden katerakenteet*



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

Liiketoiminnan riskiprofiili



Teknologia liiketoiminta 7/7

Kilpailun uhka on toistaiseksi tuntematon

Kuten todettua, EcoUpin kehittämä teknologia on uusi, eikä se suoraan pyri korvaamaan mitään yleisessä käytössä olevaa teknologiaa. Näin ollen vakiintuneita kilpailijoita ei ole. Geopolymeerit ja niihin liittyvä tekniikka ovat käsityksemme mukaan kuitenkin herättäneet yleistä kiinnostusta maailmalla, joten muutkin yhtiöt voivat olla kehittämässä vastaavaa teknologiaa tai ratkomassa samoja ongelmia muilla sovelluksilla. Toistaiseksi kukaan ei kuitenkaan vaikuta saavuttaneen merkittävää läpilyöntiä alueella, joten emme usko EcoUpilla olevan merkittävää etu- tai takamatkaa kehitystyössä.

Mikäli EcoUp onnistuu kehittämään kannattavan ratkaisun suurelle markkinalle, taloudelliset kannustimet houkuttelevat markkinalle tietenkin uutta kilpailua. Teknologia liiketoiminnan tulevaisuuden kilpailu-uhkia on kuitenkin vaikea arvioida ennen markkinan muodostumista.

Taloudelliset tavoitteet - Teknologia liiketoiminta

EcoUpin helmikuussa 2024 päivittämien taloudellisten tavoitteiden mukaan Teknologia liiketoiminnan käyttökäteen odotetaan yltävän nollassa vuonna 2026. Mielestämme tavoite on tehtyihin panostuksiin ja tutkimustyöhön nähden realistinen, vaikka Teknologia liiketoiminnan kaupallisten sovellusten kehittäminen on ollut toistaiseksi odotuksia hitaampaa. Makrotalouden tilanne on muuttanut nopeasti Teknologia liiketoimintaan liittyviä operointikustannuksia, hankaloittanut uuden teknologian käyttöönottoa ja nostanut sen hyödyntämiseen liittyviä kaupallisia riskejä.

Mielestämme onkin selvää, että parhaassakaan tapauksessa Teknologia liiketoiminta ei ehdi kuin raapaista relevanttien markkinoiden pintaa lyhyellä ja keskipitkällä

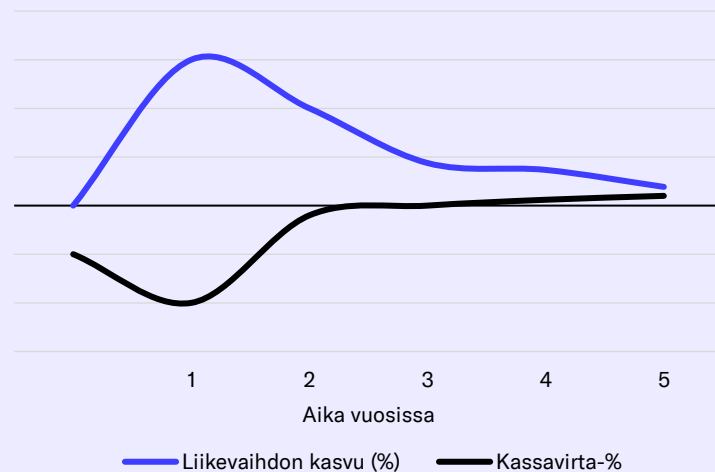
aikavälillä. Näin ollen liiketoimintaa on tarkasteltava pitkällä aikajänteellä ja kärsivällisesti. Toisaalta EcoUpin mittakaava ja resurssit huomioiden jotain tuloksia pitää mielestämme tulla jo keskipitkällä aikavälillä. Heikossa skenaariossa (ts. myynti ei käynnisty kunnolla viimeistään vuonna 2026) yhtiö taas joutuisi myös harkitsemaan liiketoimintaan tehtävien panostusten jatkamista. Siten vuoteen 2026 yltävä tavoitekausi on mielestämme kriittinen teknologian pitkän aikavälin kehityksen kannalta.

Yhtiö kertoi investoivansa Teknologia liiketoimintaan kehityspotentiaalin mukaisesti, mikä jättää arviomme mukaan mahdollisuuden panostusten mittakaavan muutokseen, mikäli polkua potentiaalin realisoitumiselle ei ole näköpiirissä tai vaihtoehtoisesti kysyntä konkretisoituu. Mielestämme tämä lähestymistapa on järkevä, sillä EcoUpin resursseilla läpimurtoa ei ole mahdollista hakea hinnalla millä hyvänsä.

Liikevaihdon osalta EcoUp ei ole antanut Teknologia liiketoiminnalle omaa tavoitetta, mutta arvioimme neutraalin käyttökäteen saavuttamisen vaativan noin 8–10 MEUR:n liikevaihtokuorman. Tämän saavuttaminen vaatii arviomme mukaan lopputuotteen myynnin lisäksi ensimmäisen tuotantolinjastokaupan, joten tavoitteen saavuttaminen vaatii yhtiöltä ripeää etenemistä nykyiseltä 0 MEUR:n liikevaihtotasolta.

Pitkällä perspektiivillä Teknologia liiketoiminnassa on mielestämme tiettyä skaalautumispotentiaalia etenkin pääoman tuotolla mitattuna, ja sen marginaalipotentiali on mielestämme hyvää kaksinumeroista tasoa, jos kaupallistaminen onnistuu. Lähivuosina Teknologia liiketoiminta edelleen laimentaa konsernin marginaalia käyttökäteen alapuolella alhaisen liikevaihdon ja aktivointien poistojen tappiollisuuden takia.

Teknologia liiketoiminnan kassavirran havainnollistava kehityskaari*

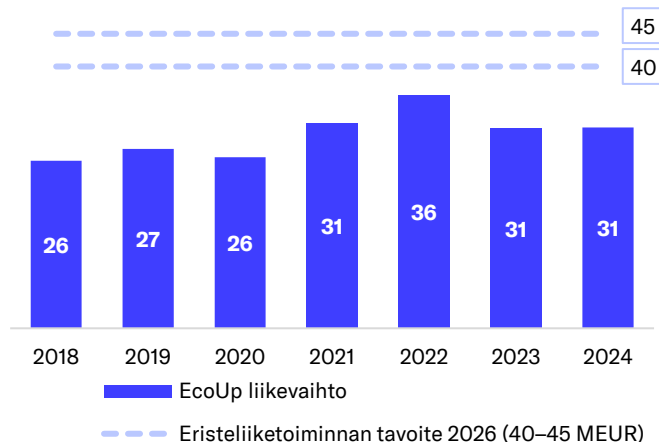


- Lähtötilanteessa liikevaihtoa ei ole ja kassavirta on negatiivinen tuotekehityspanostusten takia
- Kasvu on nollassa vuosina 1.-5. voi olla nopeaa, jos teknologia on hyödyllinen ja helposti käyttöön otettava
- Rahavirta voi vajota syvemmälle tappiolle 1.-5. vuoden kohdalla, kun liikevaihto on vähäistä ja hinnoittelu entry-tasoa, mutta myyntiin ja tuotteen jatkokehitykseen investoidaan etupainotteisesti
- Kannattavuus alkaa parantua ja neutraalin kassavirran 4.-8. vuonna, kun etupainotteisia investointeja vastaan alkaa kertyä liikevaihtoa
- Kannattavuus paranee nopeasti kasvun myötä, kun kulurakenne skaalautuu (myyntikate on hyvä). Vaihto-ehto on kovemman kasvun haku lisäinvestoinneilla.

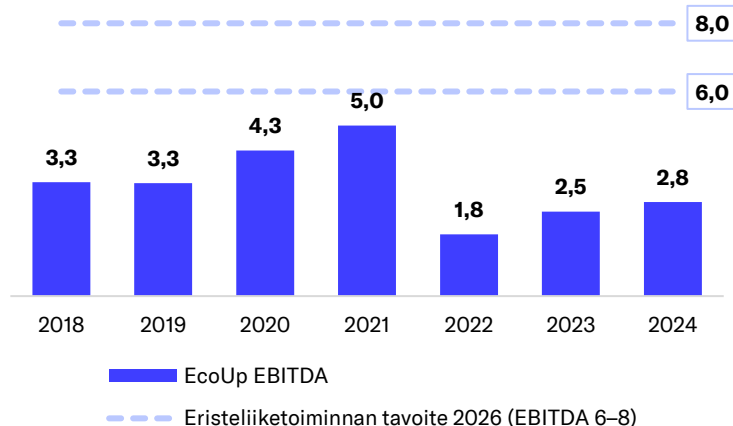
Taloudelliset tavoitteet

EcoUpin taloudelliset tavoitteet

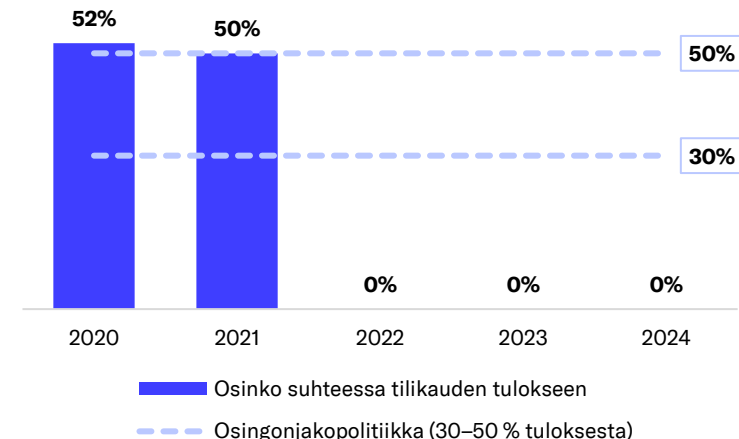
Liikevaihdon kehitys



Kannattavuuden kehitys



Voitonjakotavoite



Yhtiön asettamat taloudelliset tavoitteet vuodelle 2026



Liikevaihtotavoite: 40–45 MEUR **Eristeliiketoiminnan** liikevaihto vuonna 2026



Kannattavuus:
Eristeliiketoiminnan EBITDA 6–8 MEUR
Teknologia-liiketoiminta käyttökateen osalta positiivinen



Voitonjako: Jaettavan osingon määrä 30–50 prosenttia EcoUpin tilikauden tuloksesta

Inderesin kommentit tavoitteista

- Eristeliiketoiminnan liikevaihtotavoitteen kannalta Ruotsissa tehdyn yritysoston tuoma reilun 4 MEUR:n tuki liikevaihdon on avainasemassa. Ottaen huomioon yritysoston vaikutuksen, orgaanisen kasvun pitäisi ylittää 8 % tasolle vuosina 2025 ja 2026 tavoitteen alarajan saavuttamiseksi. Markkina tukee kasvua selvästi vuosien matalalta tasolta, mutta emme odota pientalojen rakentamismäärän yltävän 10 000 kappaleeseen, mitä EcoUp on käyttänyt taloudellisten tavoitteidensa taustaoletuksena. Myös kuluttajien eristeremonttikonseptissa on potentiaalia nopeampaan kasvuun. Siten tavoite on mielestämme yhtiön saavutettavissa, mutta markkinan palautumisen kulmakerroin luo suuren epävarmuustekijän.
- Kannattavuustavoite Eristeliiketoiminnalle on 6–8 MEUR:n käyttökate, mikä vastaa 13–20 %:n käyttökate-%:a. Tätä tavoitetta pidämme maltillisena ainakin alalaidan osalta huomioiden konsernin historiassa saavuttama taso (2018–2020 k.a. EBITDA-% 14 %) ja liiketoiminnan rakenne (ml. kilpailijoiden marginaalit). Teknologia-liiketoiminnan osalta kannattavuustavoitteen saavuttamiseen liittyy merkittävää epävarmuutta, sillä arvioimme mukaan tavoite vaatii useiden miljoonien eurojen myynnin tuotteista ja/tai laitteista.
- Pääoman allokoinnissa yhtiön tulisi mielestämme suosia pääoman sijoittamista takaisin liiketoimintaan arvonaluonnin maksimoimiseksi, kun huomioidaan kiertotaloussektorin näkymät. Myös tase on mielestämme syytä pitää vahvana.

Taloudellinen tilanne

Liiketoiminta sitoo kiinteää omaisuutta

EcoUpin konsernitaseen varojen selvästi suurin erä on kiinteä omaisuus, jota yhtiöllä oli vuoden 2024 lopussa pitkäaikaisessa omaisuudessa 13 MEUR. Tämä erä sisältää yhtiön tuotantolaitokset eli etenkin koneet ja laitteet sekä niihin liittyviä maa-alueita ja rakennuksia. Arviomme mukaan aineellisen omaisuuden arvo on helposti perusteltavissa, sillä pelkästään yhden uuden levytehtaan hinta voi olla 10–15 MEUR:n haarukassa. Näin ollen emme näe kiinteässä omaisuudessa alaskirjausriskejä. Pitkäaikaisessa omaisuudessa yhtiöllä on lisäksi aineetonta omaisuutta 8 MEUR, mikä sisältää konserniliikearvoa (2,7 MEUR, jota poistetaan FAS-kirjanpidossa) ja myös Teknologialiiketoiminnan aktivoituja kuluja (3,5 MEUR) sekä muita tavallisia aineettomia omaisuuseriä (esim. it-investointeja). Teknologialiiketoiminnan aktivointien kuranntiuden perustelu vaatii arviomme mukaan etenemistä liiketoiminnan kaupallistamisessa lähivuosina ja niihin liittyisi mielestämme alaskirjausriskejä, jos kaupallistaminen ei etenisi.

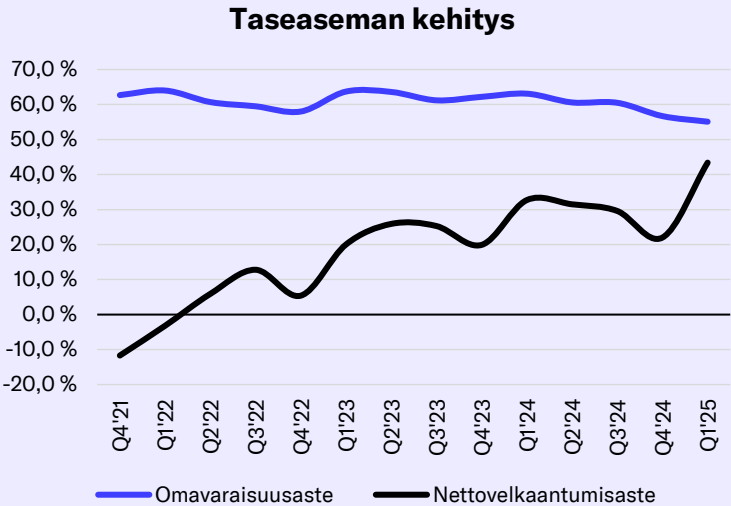
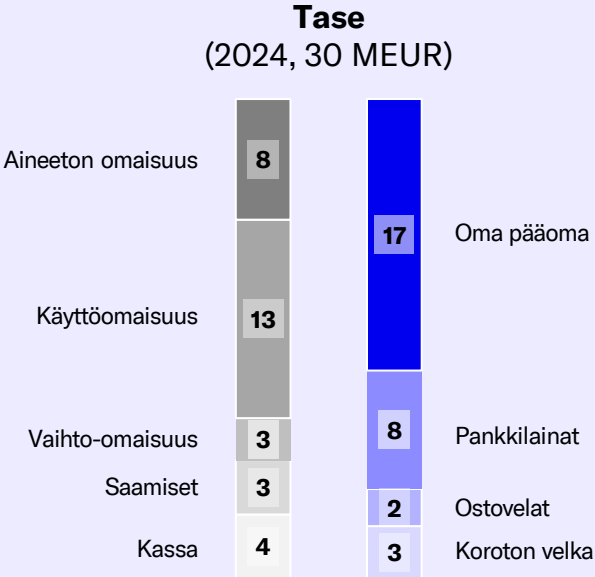
Vaihtuvissa vastaavissa suurimmat erät ovat osin valmistavassa teollisuudessa operoivalle yhtiölle tyypillisesti käyttöpääomaeriä eli myyntisaamisia ja varastoa. Vuoden 2024 lopussa näiden molempien arvot olivat vajaan 3 MEUR. Liiketoiminnan voimakkaan kausiluonteisuuden takia käyttöpääoma voi myös vaihdella huomattavasti vuoden aikana. Tyypillisesti EcoUp sitoo käyttöpääomaa H1:llä, kun taas H2:lla käyttöpääomaa vapautuu. Vuoden 2024 lopussa EcoUpin varastosta, myyntisaamisista ja ostovelosta muodostuvan käyttöpääoman suhde edeltävän vuoden liikevaihtoon oli 11 %. Eristeliiketoiminta ei siten sido käyttöpääomaa merkittävästi perinteisen teollisen liiketoiminnan

lainalaisuudet huomioiden. Kassa oli vuoden 2024 lopussa 4 MEUR, missä on arviomme mukaan jo varsin hyvin turvamarginaalia liiketoiminnan likviditeetti tarpeiden näkökulmasta. Loppuosa EcoUpin taseen loppusummasta koostuivat pitkäaikaisista sijoituksista ja erityyppisistä ulkoisista sekä konsernin sisäisistä saamisista. EcoUpin mittakaavassa yksikään näistä eristä tai nämä erät yhdistettynä eivät ole merkittäviä.

Jäljellä oleva velkakapasiteetti on rajallinen

Taseen vastattavaa-puolella yhtiön oma pääoma oli vuodenlopussa 17 MEUR. Kaikki yhtiön vajaan 8 MEUR:n korolliset velat olivat pitkäaikaista velkaa. Kassan huomioiva nettovelka oli tilikauden päätteeksi reilussa 3 MEUR:ssa. Ruotsin uutta tytäryhtiötä ei oltu vielä vuoden lopulla konsolidoitu, millä tulee olemaan arviomme mukaan noin 0,4 MEUR:n korottava vaikutus korollisiin velkoihin. Korottomissa vastuissa suurin erä oli reilun 2 MEUR:ssa olleet ostovelat. Ostovelat olivat hyvin lähellä myyntisaamisten tasoa, minkä myötä nettokäyttöpääoma asettuu noin vaihto-omaisuuden tasolle. Muita korottomia velkoja (siirtovelat, muut velat, laskennalliset verovelat) taseessa oli noin 2,6 MEUR (8 % taseesta).

Q1'25:llä nettovelkaantuneisuus kohosi 43 %:iin yritysoston sekä EcoUpin tavanomaisen nettokäyttöpääoman sitoutumisen myötä. Tämä vastaa arviomme mukaan vajaan 7 MEUR:n nettovelkaa ja 2,8x suhdetta edellisen vuoden käyttökatteeseen. Näin ollen edellisen vuoden operatiiviseen rahavirtaan nähden nähden taseessa on tasapainoisesti velkavipua, mutta merkittävää lisävelkaantumisen varaa ei nykyisellä käyttökatteen tasolla arviomme mukaan ole.



Ennusteet 1/4

Ennustemalli

Ennustamme EcoUpin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä arvioidun markkinakasvun ja markkinaosuuksien kasvun kautta.

Liikevaihtoennusteemme jakautuu kahteen osaan eli perinteiseen Eristeliiketoimintaan sekä toisaalta Teknologia-liiketoiminnan laitteiden ja lopputuotteiden myyntiin. Varhaisessa kehitysvaiheessa olevaan Teknologia-liiketoimintaan liittyy selvästi kypsässä vaiheessa olevaan Eristeliiketoimintaan verrattuna korkeampi ennusteriski. Tätä jakoa ei kuitenkaan ainakaan vielä voi todentaa yhtiön raportoinnista, sillä EcoUp raportoi lukunsa toistaiseksi vain konsernitasolla. EcoUpin tulosta ennustamme lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä mallintamalla yhtiön myyntikatetta ja kiinteän kulurakenteen kehitystä konsernitasolla. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjautuvat arvioituun markkinakasvuun sekä konsernille arvioimaamme pitkän ajan marginaalipotentialiin.

Liikevaihdon kasvu on ajureita vuodelle 2025

Vuodet 2023 ja 2024 olivat EcoUpille vaikeita pientalojen uudisrakentamisen romahduksen myötä. Vuonna 2024 yhtiö onnistui kuitenkin kustannusten hallinnalla punnertamaan vapaan rahavirran nollan tuntumaan vajaan 3 MEUR:n investoinneista huolimatta. Matalilla volyyymeilla on kuitenkin väistämättä vaikutus yhtiön kannattavuuteen operatiivisesta vivusta johtuen.

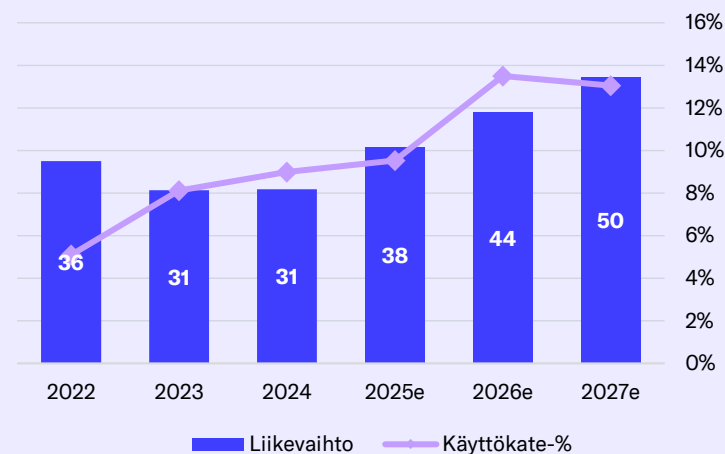
Odotamme vuodesta 2025 EcoUpilta selkeää käännettä parempaan. Pientalojen uudisrakentamisen edellytykset ovat parantuneet selvästi lyhyiden korkojen notkahdettua korkealta tasolta. Pientaloteollisuus PTT ry raportoi jäsenyritystensä tilauskannan olleen Q1:n päätteeksi 11 %:n

kasvussa vuodentakaiseen nähden, ja Rakennusteollisuus povasi pientalorakentamiselle jopa vajaan 20 % kasvua vuodelle 2025. Näin ollen viimeisimmät markkinatiedot tukevat Eristeliiketoiminnan kasvuodotuksiamme, vaikka kauppasodan negatiivinen vaikutus talouskasvulle lähiaikojen ennusteriskejä kohottaakin. Rakennusten eristetarpeet seuraavat aloituksia kuitenkin kuukausien viiveellä, mikä viitoittaa selkeästi parempaa kehitystä EcoUpille vasta loppuvuoteen katsottaessa.

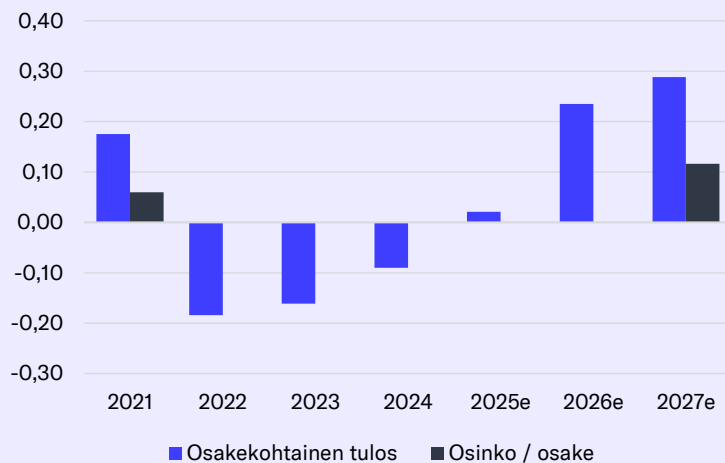
Hitaammassa laskussa olleesta korjausrakentamisesta emme odota uudisrakentamiseen verrattavissa olevaa kasvuruisketta. EcoUpin Eristeremonttikonsepti on kuitenkin yltänyt kasvuun heikommassakin markkinatilanteessa, mikä puoltaa kasvun jatkumista korjausrakentamisen loivemmassa markkinakäänteessä. Konseptin tarkempaa liikevaihto-osuutta ei kuitenkaan ole tiedossa, mikä tekee konsernitason vaikutuksen arvioinnista haastavaa.

Vuonna 2025 odotamme liikevaihdon kasvun kiihtyvän selvästi. H1:llä odotamme Eristeliiketoiminnalta 24 %:n kasvua synkistä vertailukausista markkinan asteittaisen palautumisen sekä epäorgaanisen kasvun (1,8 MEUR/15%) tukemana, mikä vastaa kasvun hidastumista Q1:n 27 %:n tasolta. H2:n eristesesonngilla odotamme Eristeliiketoiminnan kasvun jatkuvan rivakkana markkina-aktiiviteetin parantuessa selvästi. Odotamme H2:n orgaanisen kasvun asettuvan vajaan 8 %:n ja yritysoston tukevan kasvua edelleen 15 %:lla. Koko vuodelle odotamme EcoUpilta 24 %:n liikevaihdon kasvua 38 MEUR:oon, mitä tukee lievästi Teknologia-liiketoiminnan liikevaihdon kasvu 0,4 MEUR:oon ensimmäisten kaupallisten tuotteiden toimitusten tukemana.

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos- ja osinko



Ennusteet 2/4

Kannattavuuden osalta odotamme EcoUpin käyttökateen vuonna 2025 asettuvan 3,6 MEUR:oon, mikä vastaa 10 %:n käyttökate-%:a. Ennustamamme kannattavuuden vahvistumisen taustalla on Eristeliiketoiminnan kasvava volyymi, ja Vantaan uuden tehtaan sekä muiden tehostustoimien myötä paraneva tehokkuus. Kannattavuusparannusta rajoittavat Eristeliiketoiminnassa henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen kasvu (~10 %), mikä heijastelee tuotantomäärien kasvua sekä Ruotsin tytäryhtiön välttävää kannattavuutta. Lisäksi odotamme Teknologialiiketoiminnan tappioiden jäävän käyttökate- ja kulujen aktivoimista johtuen.

Ennustamme normaalien poistojen kehittyvän vakaasti investointien oltua viime vuosina karkeasti poistojen tasolla ja yhtiön soveltaessa tasapoistomenetelmää kirjanpidossaan. Siten odotamme yhtiön tekevän noin 0,5 MEUR:n liikearvopoistoista oikaistun liikevoiton (EBITA-%: 1,4 %) vuonna 2025. Liikearvopoistojen odotamme olevan edellisvuoden tasolla ja korkotason laskun myötä rahoituskulujen kutistuvan lievästi -0,3 MEUR:oon. Liikevoiton jäädessä ennusteessamme nolnaan, emme odota vuodelta kirjattavan veroja. Nämä tekijät huomioiden odotamme yhtiön tekevän vuonna 2025 0,02 euron liikearvopoistoista oikaistun EPS:n. Osinkoa emme odota yhtiön vuoden 2025 tuloksesta jakavan, sillä Teknologialiiketoiminnan kaupallistamisen edistäminen vaatii edelleen investointeja.

Markkinan palautuminen jatkuu vuonna 2026

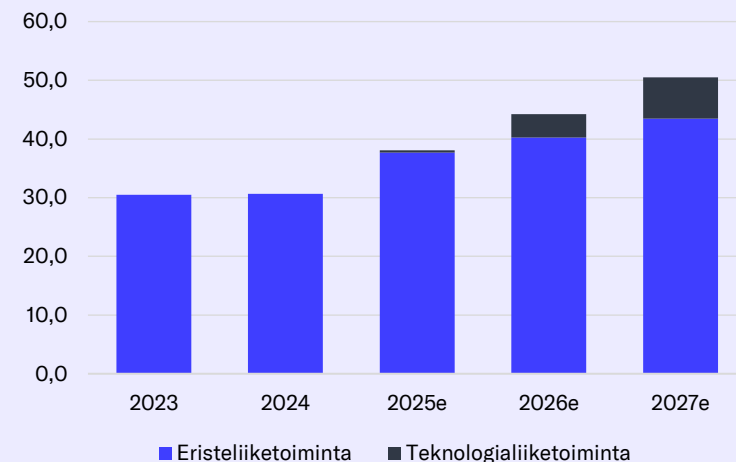
Odotamme pientalojen uudisrakentamisen jäävän vuonna 2025 vielä selvästi pidemmän aikavälin keskiarvon

alapuolelle, minkä myötä Eristeliiketoiminnan kasvuedellytysten pitäisi jatkua hyvinä vuonna 2026. Emme kuitenkaan odota Pientalojen aloitusmäärien yltävän vuonna 2026 10 000 kappaleeseen, mitä EcoUp on käyttänyt taloudellisten tavoitteidensa taustaoletuksena. Vaikka odotuksemme markkinakehitystä on yhtiön arviota konservatiivisempi, odotamme EcoUpin yltävä liikevaihdon 40–45 MEUR:n tavoitehaarukkaansa, joka on arviomme mukaan asetettu selvästi ennen Ruotsin yrityskauppa-mahdollisuuden syntymistä. Odotamme Eristeliiketoiminnan liikevaihdon yltävän 40,3 MEUR:oon, mikä vastaa kiitettävää 7 %:n kasvua vuonna 2026. Ennustamaamme kasvua tukee paranevan markkinatilanteen lisäksi yrityskaupan myötä vahvistuvat resurssit Ruotsin viennin kasvattamiselle. Merkittäviä markkinaosuuksien muutoksia Suomessa ennusteemme ei edellytä, mutta Ruotsissa EkoVillan tulisi yltää markkinaa nopeampaan kasvuun matalalta tasolta.

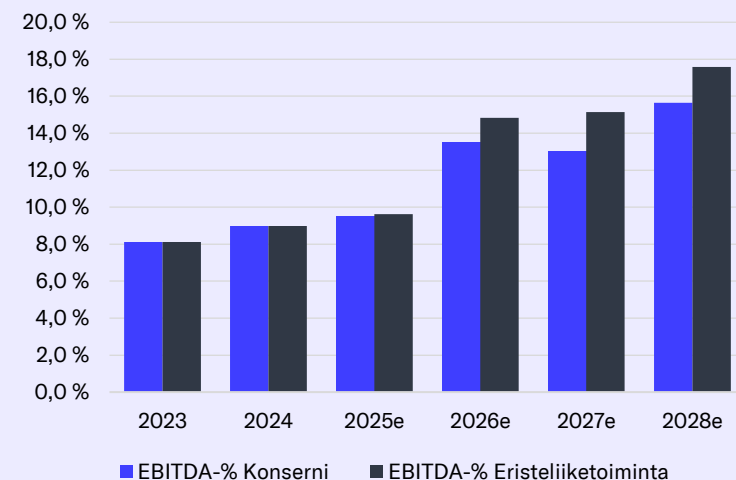
Teknologialiiketoiminnan odotamme yltävän 4 MEUR:n liikevaihtoon vuonna 2026, mikä tarkoittaa merkittävää kasvua sekä teknologian kaupallistamisen selviä edistysaskeleita. Ennusteemme vaatii myös arviomme mukaan liikevaihtoa ensimmäisestä laitteistokaupasta. Mikäli Teknologialiiketoiminta jää edelleen vuonna 2026 reilusti yhtiön tavoitetasoista, odotamme yhtiön harkitsevan myös merkittävämpiä strategisia liikkeitä liiketoiminnan osalta, kuten tuotekehityspanostusten keskeyttämistä.

Kokonaisuutena odotamme liikevaihdon asettuvan vuonna 2026 44 MEUR:oon, mikä vastaa merkittävää 16 %:n kasvua.

Liikevaihdon jakauma



Liiketoimintojen kannattavuudet



Ennusteet 3/4

Eristeliiketoiminnan operatiivisen kulurakenteen odotamme kasvavan liikevaihtoa hitaammin vuonna 2026 tuotannon käyntiasteiden vahvistuessa ja Ruotsin tytäryhtiön kannattavuuden tervehtyessä.

Teknologia-liiketoiminnan odotamme kasvattavan vuonna 2026 kulurakennettaan liikevaihdon mukana, minkä myötä vaikutus käyttökatteeseen jää edelleen nollan tuntumaan. Tämä on linjassa EcoUpin vuodelle 2026 Teknologia-liiketoiminnalle asettaman 0-käyttökate-tavoitteen kanssa. Poistojen ja jatkuvien investointien myötä vaikutus tuloslaskelman alemmille riveille on kuitenkin edelleen negatiivinen. Näin ollen odotamme konsernin kannattavuuden vahvistuvan edelleen ja käyttökatteen asettuvan vuonna 2026 vajaaseen 6 MEUR:oon, mikä vastaa EcoUpin taloudellisten tavoitteiden alarajan mukaista kehitystä (2026 käyttökatetavoite 6–8 MEUR).

Alariveillä verot kasvavat kannattavuuden mukana ja rahoituskulut jatkavat lievässä laskussa, minkä jälkeen EcoUpin liikearvopoistoista oikaistu EPS-ennusteemme vuodelle 2026 on 0,23 euroa. Odotamme yhtiön jatkavan varojen allokoitua takaisin liiketoimintaan Teknologia-liiketoiminnan kaupallistamisen edetessä ja täten emme usko yhtiön jakavan osinkoa vuonna 2026. Arvioimme yhtiön taseen pysyvän terveenä investoinneista huolimatta, minkä taustalla on paraneva tulos.

Vuonna 2027 markkina palanee hitaampaan kasvuun

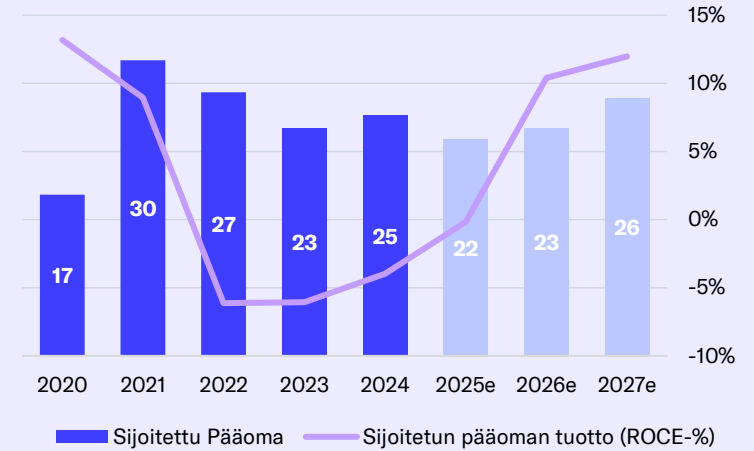
Vuonna 2027 odotamme rakentamisen suhdanteen palaavan lähelle pidemmän aikavälin trendiä heikkojen vuosien jälkeen. Tämä tarkoittaa ennusteessamme rakennusaloitusten jäämistä jonkin verran edeltävän

vuosikymmenen tason alapuolelle. Lisäksi odotamme etenevän vihreän siirtymän tukevan Eristeliiketoiminnan kysyntää suhteessa toimialaan. Tätä markkinaympäristöä heijastellen odotamme Eristeliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan maltillisemmin 8 % 44 MEUR:oon. Teknologia-liiketoiminta yltää ennusteessamme 7 MEUR:n liikevaihtoon linjastokauppojen siivittämänä. Näiden tekijöiden ajamana ennustamme EcoUp konsernille 14 %:n liikevaihdon kasvua 50 MEUR:oon vuonna 2027 Teknologia-liiketoiminnan siivittämänä.

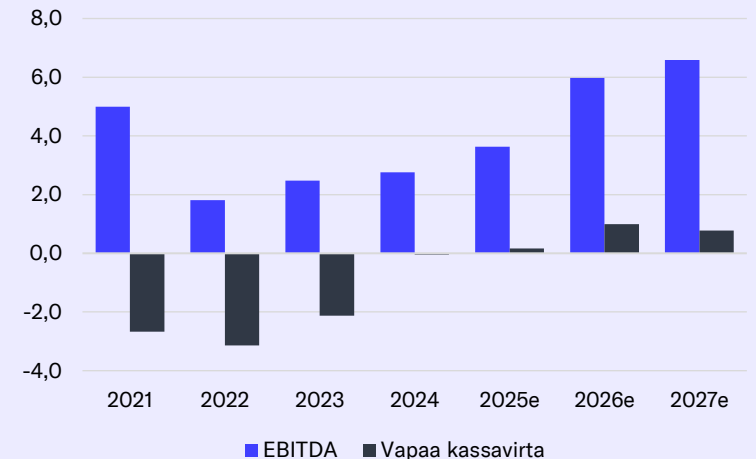
Odotamme EcoUpin vuoden 2027 käyttökatteen asettuvan 6,6 MEUR:oon (EBITDA-%: 13 %). Eristeliiketoiminta on vetovastuussa käyttökatteesta ennusteessamme, sillä Teknologia-liiketoiminnan kannattavuuden odotamme edelleen jäävän matalaksi kasvupanostuksia heijastellen. Konsernin suhteellista kannattavuutta (EBITDA-%) Teknologia-liiketoiminta kuitenkin rasittaa, ja Eristeliiketoiminta yltääkin ennusteessamme yhtiön tavoitetasojen mukaiseen noin 15 %:n käyttökate-%:iin.

Vuoden 2027 poistojen ja rahoituskulujen arvioimme kehittyvän vakaasti, ja verojen kasvavan kannattavuuden mukana. Siten liikearvopoistoista oikaistun EPS:n ennusteemme vuodelle 2027 on 0,29 euroa. Vuonna 2027 yhtiö jatkaa arviomme mukaan kasvuinvestointejaan molempiin liiketoimintoihin, mutta parantuvan kannattavuuden myötä yhtiö palaa arviomme mukaan maltilliseksi osingonmaksajaksi. Tästä huolimatta EcoUpin tase pysyy ennusteissamme vahvana

Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



Kassavirran kehitys



Ennusteet 4/4

Kasvupotentiaalia on lähivuosien jälkeenkin

Vuoden 2027 jälkeen EcoUpin kasvupotentiaalia on vielä jäljellä, sillä odotamme vihreän trendin jatkavan etenemistään eikä Teknologialiiketoiminta ole ehtinyt kypsään vaiheeseen. Toki korostamme, että lähivuodet ovat kriittisiä koko Teknologialiiketoiminnalle, sillä isommat takaiskut kaupallisen konseptin rakentamisessa voisivat pyyhkiä koko liiketoiminnan yhtiön portfolioista.

Eristeliiketoiminnassa riittää myös lainsäädännön ja kierrätystavoitteiden ajamana kasvu-uraa pidemmälläkin perspektiivillä, vaikka odotammekin lähtökohtaisesti Suomen talouden, rakentamisen ja koko eristemarkkinan keskimääräisen kasvun olevan melko hidasta. Ennusteemme ei myöskään pidemmällä aikavälillä sisällä Eristeliiketoiminnan tuotannon laajentamista ulkomaille, vaikka tämä mahdollisuus on olemassa. Arvioimme kilpailun kiristyvän ekologisissa eristeissä markkinatrendien myötä ajan kuluessa, mikä pitää marginaaleja kurissa.

Teknologialiiketoiminta tukee kannattavuutta myöhemmässä vaiheessa

Ennustamme EcoUpin liikevaihdon kasvavan vuosina 2028–2032 noin 3–8 % p.a. Teknologialiiketoimintaan painottuen. Terminaalikasvuennusteemme on Suomen ja Euroopan BKT:n pitkän ajan kasvuoletuksen tasolla 2,0 %:ssa. Teknologialiiketoiminnan erittäin heikon ennustettavuuden takia pitkän ajan ennusteisiin liittyvä epävarmuus on korkea, sillä ennusteissamme Teknologialiiketoiminnan osuus konsernin liikevaihdosta nousee ajan myötä. Siten merkittävätkin ennustemuutokset ovat pidemmällä perspektiivillä mahdollisia, kun näkyvyys teknologian kaupallistamiseen ja odotettuun

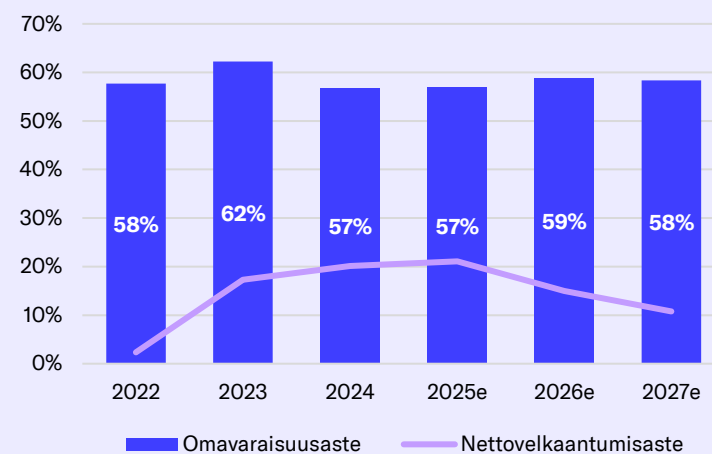
kulmakertoimeen alkaa selkeytyä vuoteen 2026 päättyvän strategiakauden aikana.

Yhtiön EBITDA-%:ien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 16–18 %:n haarukassa. Nämä ennusteet vastaavat 9–10 %:n liikevoittoprosenttia. Teknologialiiketoiminnan osuuden kasvu tukee ennusteissamme kannattavuutta 2030-luvulla, mutta terminaalia kohti mentäessä molemmissa liiketoiminnoissa kiristynyt kilpailu lyö mallissamme marginaaleille sekä pääoman tuotolle jarrua.

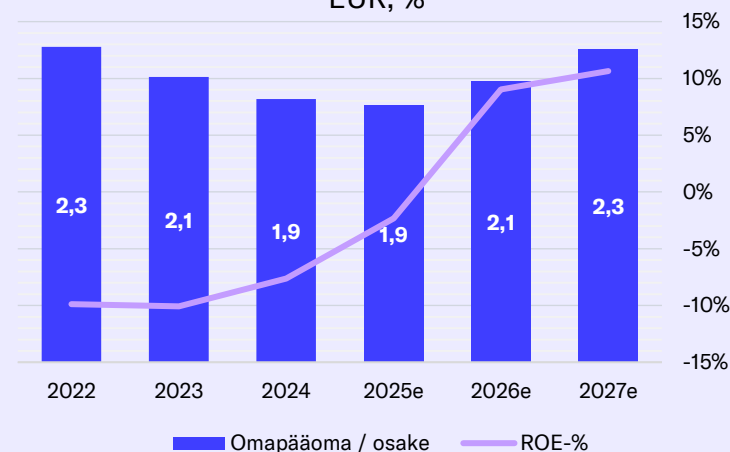
Terminaalin kannattavuuden ennusteemme on vuoden 2021 toteuman tasolla. Parhaimmillaan vajeeseen 20 %:iin yltävä pääoman tuotto myös laskee lähemäs pääoman kustannusta. Teknologian liikevaihto-osuuden kasvaessa korkeampi kannattavuus on mielestämme konsernille mahdollinen 2020-luvun lopulla, mutta tähän suuntaan menevästä kehityksestä vaadimme yhtiöltä lisänäyttöjä.

Rahoituskulujen arvioimme ennusteissamme pysyvän vähäisinä, kun taas veroaste hakeutuu liikearvopoistojen loppuessa kohti Suomen 20 %:n yritysveroastetta. Kasvupanostuksia peilaten odotamme EcoUpin investointien olevan poistoja suurempia ennen kuin terminaalisissa investoinnit laskevat poistojen tasolle. Arvioimme mukaan yhtiöllä on kasvusta huolimatta edellytykset halutessaan ylläpitää osinkopolitiikkansa mukaista 30–50 %:n jakosuhdetta myös pitkällä aikavälillä, koska liiketoimintamalli sitoo pääomaa rajallisesti pitkällä aikavälillä. Osingonjako on kuitenkin täysin riippuvaista tuloskehityksestä.

Taseaseman kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Ennusteisiin tarkistuksia

Ennustemuutokset

- Tarkistimme aavistuksen liikevaihdon sekä kustannusrakenteen ennusteitamme vastaamaan ostetun liiketoiminnan odotuksiamme korkeampaa liikevaihtoa ja raskaampaa kulurakennetta
- Tarkastimme kuluvan vuoden investointien ennusteitamme ylöspäin heijastelemaan tarkemmin yritysoston vaikutusta investointeihin
- Nostimme kuluvan vuoden rahoituskulujen ennusteitamme, sillä odotamme nettovelan pysyvän aiempaa korkeammalla tasolla alkuvuoden ajan käyttöpääoman sitoutumisesta johtuen

Ennustemuutokset	2025	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	37,5	38,1	2 %	43,6	44,3	1 %	50,1	50,5	1 %
Käyttökate	3,6	3,6	0 %	6,0	6,0	0 %	6,6	6,6	0 %
Liikevoitto	0,0	0,0		2,4	2,4	-1 %	3,0	3,0	1 %
Tulos ennen veroja	-0,3	-0,5		2,1	2,1	-2 %	2,7	2,7	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,02	0,01		0,24	0,23	-1 %	0,29	0,29	1 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	13,5	17,0	30,5	12,2	18,4	30,7	15,1	22,9	38,1	44,3	50,5	56,2
Käyttökate	0,8	1,7	2,5	0,4	2,4	2,8	-0,3	3,9	3,6	6,0	6,6	7,9
Poistot ja arvonalennukset	-2,0	-2,0	-4,0	-1,9	-1,8	-3,7	-1,8	-1,8	-3,7	-3,6	-3,6	-3,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,0	0,0	-1,0	-1,2	0,8	-0,4	-1,8	2,4	0,5	2,9	3,5	4,3
Liikevoitto	-1,2	-0,3	-1,5	-1,5	0,6	-1,0	-2,1	2,1	0,0	2,4	3,0	4,3
Liikearvopoiston oikaisu	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	-1,4	-0,5	-1,9	-1,7	0,3	-1,4	-2,4	1,9	-0,5	2,1	2,7	4,0
Verot	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,4	0,0	-0,5	-0,6	-0,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-1,5	-0,5	-2,0	-1,7	0,3	-1,4	-1,9	1,5	-0,5	1,6	2,1	3,2
EPS (oikaistu)	-0,14	-0,02	-0,16	-0,16	0,07	-0,09	-0,19	0,20	0,01	0,23	0,29	0,36
EPS (raportoitu)	-0,16	-0,06	-0,22	-0,19	0,04	-0,15	-0,22	0,16	-0,05	0,18	0,23	0,36

Tunnusluvut	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-3,8 %	-21,2 %	-14,3 %	-9,5 %	8,5 %	0,5 %	23,7 %	24,5 %	24,2 %	16,2 %	14,1 %	11,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-19,1 %	-30,6 %	-19,5 %	29,4 %	-2561,8 %	-59,6 %	48,2 %	184,0 %	-236,0 %	428,2 %	21,2 %	23,7 %
Käyttökate-%	5,6 %	10,1 %	8,1 %	2,9 %	13,0 %	9,0 %	-1,9 %	17,1 %	9,5 %	13,5 %	13,0 %	14,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	-7,1 %	-0,2 %	-3,2 %	-10,1 %	4,5 %	-1,3 %	-12,1 %	10,4 %	1,4 %	6,5 %	6,9 %	7,7 %
Nettotulos-%	-10,8 %	-3,0 %	-6,5 %	-13,8 %	1,8 %	-4,4 %	-12,8 %	6,3 %	-1,3 %	3,6 %	4,1 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	21,6	20,3	19,6	20,0	20,9
Liikearvo	3,3	2,7	2,1	1,6	1,1
Aineettomat hyödykkeet	4,5	4,9	4,9	4,9	4,9
Käyttöomaisuus	13,7	12,6	12,5	13,4	14,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	8,2	10,1	9,9	11,3	14,0
Vaihto-omaisuus	3,2	2,7	3,8	4,2	4,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,4	3,4	4,2	4,9	5,6
Likvidit varat	1,6	4,0	1,9	2,2	3,7
Taseen loppusumma	29,8	30,4	29,5	31,3	34,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	18,6	17,2	16,7	18,3	20,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,7	-0,7	-1,2	0,4	2,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	4,3	8,3	4,7	4,5	4,9
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Korolliset velat	3,4	7,5	3,8	3,5	4,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,3	0,1	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset velat	6,9	4,9	8,1	8,5	9,6
Korolliset velat	1,5	0,0	1,8	1,5	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,5	2,2	3,3	4,0	4,6
Muut lyhytaikaiset velat	3,0	2,6	3,0	3,0	3,0
Taseen loppusumma	29,8	30,4	29,5	31,3	34,9

Sijoitusprofiili

1

Eristeliiketoiminnassa edellytykset merkittävälle tulokasvulle lähivuosina

2

Vankka markkina-asema ympäristöystävällisen eristämisen markkinataskussa

3

Vihreä siirtymä kiristää rakennusten energiatehokkuusvaatimuksia sekä eristeiden valmistuksen ympäristövaatimuksia

4

Arvostus ei rajoita tuotto-potentiaalia kannattavuustavoitteiden toteutuessa

5

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

Potentiaali

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

Riskit

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

Arvonmääritys 1/5

Liiketoimintoja hinnoitellaan eri metodeilla

Arviomme mukaan EcoUpin kaksi liiketoimintaa hinnoitellaan markkinoilla hyvin erityyppisesti. Kypsemmän Eristeliiketoiminnan hinnoittelumekanismi pohjautuu mielestämme tulokseen sekä tuloskasvuun, ja liiketoimintaa voidaan hinnoitella melko perinteisesti toteutuneen tuloksen ja parin seuraavan ennustevuoden tulokertoimilla (esim. oikaistut P/E- ja EV/EBIT, P/FCF). Näitä kertoimia voi myös verrata suhteellisesti, sillä Eristeliiketoiminnalle on löydettävissä listattuna muutamia suoria kilpailijoita ja joukko verrokkeja pohjoismaisista rakennusmateriaalisektorin yhtiöistä.

Haastavampi hinnoiteltava on varhaisen kehitysvaiheen Teknologialiiketoiminta, jonka hinnoittelun tulisi mielestämme perustua liiketoiminnan odotettuun läpilyöntivauhtiin, odotetun kasvun sekä kannattavuuden yhdistelmään, saavuttavissa olevaan markkinaan, kassanpolttovauhtiin ja epäonnistumisriskin todennäköisyyteen. Näin ollen Teknologialiiketoiminnan arvoa voi mielestämme haarukoida lähivuosien EV/S-kertoimella suhteutettuna kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään. Teknologialiiketoiminnan arvo on hyvin herkkä muutoksille kehitysvauhdissa sekä korkotasossa. Teknologialiiketoiminnan hinnoittelua mutkistaa myös se, että liiketoiminnalle ei ole listattuja kilpailijoita, vaan ainoastaan samantyyppisistä elementeistä liiketoimintojaan rakentavia löyhiä verrokkeja eri sektoreilla.

Suosimme yhtiössä osien summa -mallia

Näiden tekijöiden takia suosimme EcoUpissa osien summa -mallia, jossa Eristeliiketoiminta on hinnoiteltu lähiaikojen tuloskunnon ja tuloskasvuolehtaman pohjalta, kun taas

Teknologialiiketoiminta hinnoitellaan pidemmän aikavälin potentiaalin ja odotetun kehitysvauhdin mukaan. Osien summan laatimista vaikeuttaa se, että EcoUpin raportoinnissa liiketoimintoja ei ole eritelty. Siten joudumme arvioimaan itse tuloksen rakennetta, mikä taas nostaa virhemarginaalia ja vastaavasti tuottovaatimusta. Osien summan lisäksi arvotamme yhtiötä DCF-mallilla ja suhteutamme nykyarvoa taloudellisiin tavoitteisiin.

Liiketoimintakohtaisten tekijöiden lisäksi sijoittajien kannattaa mielestämme huomioida, että vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä (ns. free float) on rajallinen, mikä voi edellyttää likviditeettipreemion asettamista EcoUpin osakkeille ainakin osalle sijoittajista. Olemme huomioineet osakkeen rajallisen likviditeetin tuottovaatimusta hieman nostavana ja hyväksyttäviä arvostuskertoimia alentavana tekijänä.

Eristeliiketoiminta kattaa valtaosan arvosta

Mielestämme Eristeliiketoiminnan arvostusta tukevat liiketoimintojen terve keskipitkän ajan kasvupotentiaali, melko korkea marginaaliprofiili, hyvä asemoituminen ESG-trendiin ja lyhyen ajan kannattavuuden parannusvara. Vastaavasti negatiivisia tekijöitä ovat Suomen markkinan rajallinen pitkän ajan kasvuvара ja pitkällä tähtäimellä rajallisesti skaalautuva liiketoimintamalli.

Mainitut arvonmääritykseen vaikuttavat tekijät huomioiden Eristeliiketoiminta tulisi mielestämme arvottaa EV/EBITDA-kertoimella 5x–7x ja vastaavasti EV/EBIT-kertoimella 10–13x. Hyväksymämme arvostus on myös mineraalivillaa tuottavien kansainvälisten jättien eli Rockwoolin ja Kingspanin viimeisen vuoden keskiarvojen alapuolella, mikä on mielestämme perusteltua.

EcoUpin liiketoimintojen hinnoittelu

Eristeliiketoiminnan arvostusmenetelmät

- Lähivuosien absoluuttisesti tulokertoimet P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA
- Arvostus suhteessa pohjoismaisiin rakennusmateriaaliyhtiöihin
- Arvostus suhteessa suoriin eristevillakilpailijoihin
- Kassavirtamalli (osana konsernin mallia)

Teknologialiiketoiminnan arvostusmenetelmät

- Lähivuosien EV/S suhteessa kasvunopeuiden ja kannattavuuden yhdistelmään
- Kassavirtamalli (osana konsernin mallia ja karkea hahmotelma kassavirran nykyarvosta omana yksikkönään)

Arvonmääritys 2/5

Hyväksymämme arvostushaarukka on tällä hetkellä myös pohjoismaisista rakennusmateriaaliyhtiöistä kootun verrokkiryhmän alapuolella (EV/EBITDA 7x–9x).

Kun edellä mainittu hyväksyttävä arvostustaso yhdistetään edellisessä kappaleessa esitettyihin ennusteisiimme, saamme vuosien 2024 käyttökatteeseen, ja vuosien 2025–2026 käyttökatteen ennusteisiin perustuen Eristeliiketoiminnan velattomaksi arvoksi EV/EBITDA-pohjaisesti 19–26 MEUR. Oikaistuun liikevoittoon pohjautuvalla kertoimella arvo olisi alempi, sillä arviomme mukaan pelkillä Eristeliiketoimintaan liittyvillä poistoilla rasitettu oikaistu liikevoitto olisi ollut vuonna 2024 noin 0,5 MEUR ja olisi vuonna 2025 nykyennusteilla reilun 1 MEUR.

Suosimme arvonmäärityksessä useamman vuoden keskimääräistä tulosta, jotta yksittäisen vuoden hyvä tai huono tulos ei saisi turhan isoa painoarvoa osien summassa. Painotamme osien summassa myös käyttökatepohjaista kerrointa yhtiön ripeän poistotahdin takia. Lisäksi käyttökatepohjaisiin kertoiimiin ei arviomme mukaan sisälly mainittuina vuosina ainakaan oleellisia rasitteita Teknologialiiketoiminnan tappioista, sillä aktivointien takia ne rasittavat mainitulla jaksolla valtaosin poistoja.

Teknologialiiketoiminnan arvonmääritys

Teknologialiiketoiminnan houkuttelevuutta tukevat potentiaalisten markkinoiden suuri koko ja hyödyntämättömyys, liiketoimintamallin skaalautuvuus sekä sen ekologisuus. Vastaavasti arvostusta rajaavat varhainen kehitysvaihe ja vaisut näytöt kaupallistamisesta, auki olevat investointitarpeet, tuntemattomat kilpailu-uhat ja epäonnistumisriskin todennäköisyys.

Teknologialiiketoiminnan verrokiksi sopivia alkuvaiheen

kiertotalousyhtiöitä on pörssilistattuna pieni määrä, joten arvostukseen ei saada tukea myöskään verrokeista. Lisäksi huomautamme, että kyseisen profiilin yhtiöiden kertoimet pohjautuvat hyvin epävarmoihin ennusteisiin. Viime vuosina varhaisen vaiheen kiertotalousyhtiöiden EV/S-kertoimet ovat seilanneet hyvin laajassa haarukassa.

Ennusteeseemme sisältyvä Teknologianliiketoiminnan kaupallistamisen onnistuminen puoltaa varovaisuutta käyttämämme kertoimen tasossa. Näin ollen Teknologialiiketoimintaa tulisi mielestämme hinnoitella EV/S-kertoimilla haarukkaan 1x–2x vuosien 2024 ja 2025 liikevaihdon keskimääräisillä ennusteillamme. Tällä metodilla Teknologialiiketoiminnan arvoksi muodostuu perusskenaariossamme noin 3 MEUR. Haarukan ylälaita on reilussa 4 MEUR:ssa, kun taas alalaita asettuu 2 MEUR:oon tehtyyn kehitystyöhön pohjaten.

Perusskenaarion mukainen Teknologialiiketoiminnan arvo alittaa EcoUpin Teknologialiiketoimintaan liiketoimintaan investoimien pääomien kumulatiivisen määrän (vrt. liiketoiminnan arvon pitäisi olla panostusten nykyarvo, jos oletetaan, että panostukset ovat olleet tuottavia). Toistaiseksi puuttuvat kaupalliset näytöt huomioiden tämä on mielestämme tasapainoinen oletama.

Teknologialiiketoiminnan 2–4 MEUR:n arvohaarukastamme huolimatta, korostamme, että heikoimmassa skenaariossa Teknologialiiketoiminnan arvo voisi olla negatiivinen. Nykyarviomme mukaan EcoUp ei jatka Teknologialiiketoiminnan kehittämistä vuoden 2026 jälkeen, jos kaupallista läpilyöntiä ei ole näköpiirissä. Näin ollen heikoimman skenaarion Teknologialiiketoiminnan arvo vastaisi arviomme mukaan vuosien 2025–2026 liiketoiminnan negatiivisen vapaan kassavirran nykyarvoa.

EcoUpin osien summa -malli

	Alaraja	Neutraali	Yläaraja
Eristeliiketoiminta (MEUR)	21	25	29
Teknologia-liiketoiminta (MEUR)	2	3	4
EV (MEUR)	23	28	33
Nettovelka	4,8	4,8	4,8
Osakkeen käypä arvo (€)	2,0	2,6	3,2
Potentiaali pörssikurssiin (%)	-4 %	23 %	51 %

Arvonmääritys 3/5

Tämä skenaario olettaisi myös Teknologialiiketoiminnan IPR:n arvottomaksi, mikä ei välttämättä olisi tilanne, vaikka EcoUp kaupallistamisessa epäonnistuisikin. Nykyennusteidemme valossa tämä olisi arviomme mukaan noin -2 MEUR eli 0,22 €/osake. Näin ollen Teknologialiiketoiminnan negatiivisin skenaario olisi osakkeenomistajien kannalta negatiivinen, mutta kuitenkin konsernin arvoon suhteutettuna varsin rajattu (~10 % arvioimastamme konsernin arvosta).

Tuloskasvu houkuttaa kyytiin

Kun molempien liiketoimintojen haarukoiden keskikohdat summataan ja konsernin velattomasta arvosta vähennetään konsernin vuoden 2025 ennusteidemme mukaiset keskimääräiset nettovelat, osien summan osakekohtaiseksi arvoksi saadaan 2,6 euroa. Tämä on nykykurssin yläpuolella. Siten osake vaikuttaa edulliselta ja tuotto-odotus nousee tuottovaadettamme korkeammaksi. Lähivuosien ennustamamme kannattavuusparannuksen odotamme toimivan yläsuuntaisena kurssiajurina, ja markkinan tuki tekee kannattavuusparannuksen saavuttamisesta mielestämme todennäköistä. Riskitekijänä ennusteellemme on Ruotsin tytäryhtiön kannattavuuskäänteessä epäonnistuminen tai pientalorakentamisen jämähtäminen vaisulle tasolle, mitkä voisivat hidastaa Eristeliiketoiminnan tuloskasvua.

Ensi vuoteen katsoessa kertoimet painuvat mataliksi

Käyttökatepohjaisesti konserni on hinnoiteltu mielestämme järkevästi vuosien 2025–2026 kertoimilla, sillä ennusteisiimme pohjaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x ja 4x ja EV/EBIT-kertoimet ovat 41x ja 7,5x. Ennusteissamme nettotulos jää tänä vuonna tappiolliseksi, mutta ensi vuoden

liikearvopoistoista oikaistu P/E on 9x. Ennusteisiimme perustuviin konsernin arvostuskertoimiin perustuen arvostus näyttää tälle vuodelle kireältä, mutta ensi vuodelle povaamamme kannattavuusparannus painaa arvostuksen kiinnostavaksi.

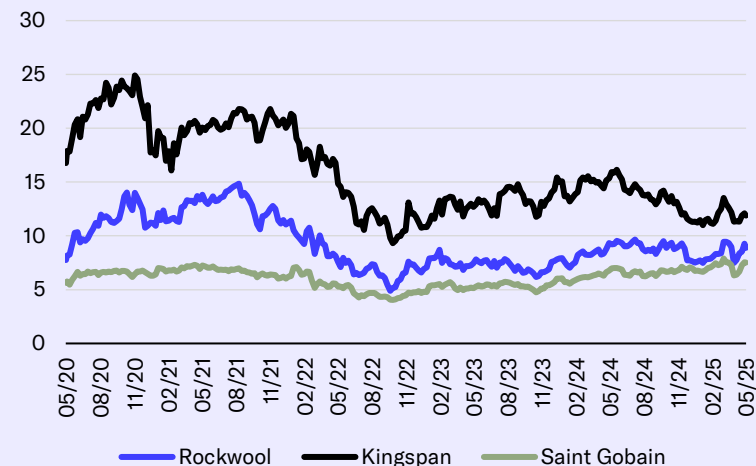
Konsernin vuoden 2026 kertoimiin perustuvassa arvostuksessa on mielestämme jo turvamarginaalia Teknologialiiketoiminnan alasuuntaisten riskien varalle, kunhan Eristeliiketoiminta suorittaa ennustamallamme polulla. Siten Teknologialiiketoiminnan arviomme mukaan positiivisen odotusarvon optiota ei tällä hetkellä hinnoitella osakkeeseen, ja osakekannan markkina-arvo on Eristeliiketoiminnan käypään arvoon verrattuna sopusuhtainen.

Kassavirtamalli viitoittaa nousuvaraa

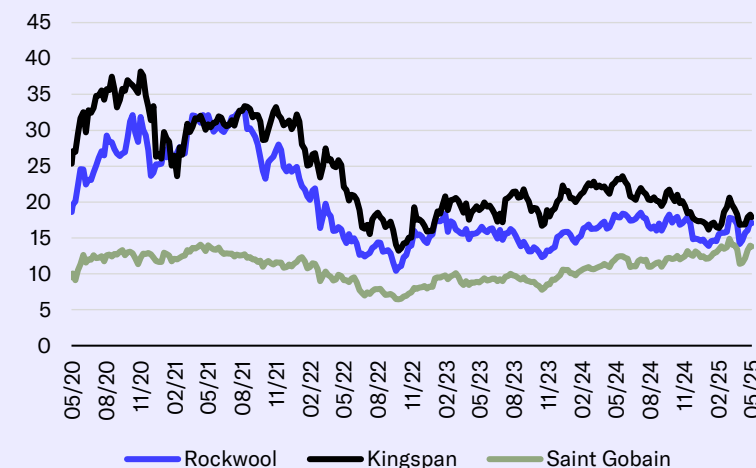
Kassavirtamallin soveltamista EcoUpin arvostuksessa vaikeuttaa konsernin rakenne, jossa on kaksi toisistaan täysin erilaista ja hyvin erilaisen riskiprofiilin omaavaa liiketoimintaa, joiden suhteelliset osuudet muuttuvat merkittävästi ennusteperiodin aikana. Siten tuottovaatimuksen asettaminen on haasteellista. Lisäksi DCF-malli on hyvin herkkä terminaalijakson ennusteille ja varsinkin Teknologialiiketoiminnan ennustaminen pitkällä aikavälillä on epävarmaa. Annamme kuitenkin painoa myös DCF-arvolle, sillä se huomioi EcoUpin keskipitkän ja pitkän ajan potentiaalia monia muita menetelmiä paremmin.

DCF-mallimme mukainen EcoUpin osakekannan käypä arvo on noin 2,9 €/osake, mikä antaa positiivisen kuvan arvostuksesta.

12kk eteenpäin katsova EV/EBITDA



12kk eteenpäin katsova P/E



Arvonmääritys 4/5

Käytännössä DCF-malli sisältää oletuksen Teknologialiiketoiminnan maltillisesta kaupallisesta läpilyönnistä arvoa luovaksi liiketoimintayksiköksi, vaikka tähän liittyy tuntuvaa epävarmuutta, emmekä usko markkinoiden olevan valmiita nojaamaan tähän olettamukseen. Siten malliin liittyvät riskit ovat selkeät, vaikka tuottovaatimus onkin korkeahko. Näin ollen DCF tulisi mielestämme mieltää jossain määrin positiiviseksi skenaarioksi ja se vastaakin suunnilleen osien summa-mallimme ylälaitaa.

Perusskenaarion rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 11,8 % ja oman pääoman kustannus 13,8 %. Mielestämme tämä tuottovaatimus on pitkän ajan korko-odotuksen huomioiden korkea, mutta Teknologialiiketoiminnan osalta ennusteissa oleva skenaario vaatii turvamarginaaleja tuottovaatimukselta. Näemme tuottovaatimuksessa laskuvaraa 2–3 vuoden tähtäimellä, yhtiön onnistuessa Eristeliiketoiminnan kannattavuuskäänteessä ja Teknologialiiketoiminnan investointien riskitason tai investointien määrän laskiessa.

Taloudelliset tavoitteet viittaavat ensi vuoteen

EcoUpin taloudelliset tavoitteet antavat mielestämme yhden referenssipisteen, johon arvonmääritystä voidaan peilata. Tässä täytyy kuitenkin olla varovainen, sillä yhtiö tavoittelee huomattavaa parannusta. Pörssiyhtiöiden tavoitteet ovat keskimäärin kovia ja niiden saavuttamiseen liittyvä epävarmuus on korkea. Myös EcoUp on joutunut jo kahdesti siirtämään tai muuttamaan tavoitteitaan.

Tavoitteiden toteutuessa EcoUpin käyttökate olisi vähintään 6 MEUR vuonna 2026. Nettotulosta tästä jäisi yhtiöllä arviomme mukaan normaalien poistojen, hyvin pienten

rahoituskulujen ja normaalin 20 %:n veroasteen jälkeen kasaan noin 2 MEUR. Lisäksi yhtiöllä olisi tässä skenaariossa onnistunut käänne Eristeliiketoiminnan osalta haastavan suhdanteen jälkeen, sekä kaupalliset edistysaskeleet Teknologialiiketoiminnassa.

Teknologialiiketoiminnan kaupallistamisen onnistuessa EcoUpia voitaisiin hinnoitella haarukoiden ylälaitoihin, eli noin EV/EBITDA 7x ja noin EV/EBIT 12x kertoimilla. Näin ollen EcoUpin osakkeen arvo voisi olla vuonna 2026 arviomme mukaan 4 euroa osakkeelta. Yhtiössä olisikin vajaan 2 vuoden jaksolla ja nykykurssista tuplausmahdollisuus. Tämä ylittää luonnollisesti kirkkaasti sijoittajien tuottovaatimuksen ja peilaa osakkeen merkittävää potentiaalia, jos yhtiön tavoitteet toteutuvat ja yhtiö yltäisi vuonna 2026 kasvuun myös Teknologialiiketoiminnan osalta.

Eristeliiketoiminnan osalta taloudelliset tavoitteet ovat arviomme mukaan tavoitettavissa, ja ennustamme yhtiön yltävän tavoitteiden alarajalle yrityskaupan tukemana. Tavoitteiden mukaisessa skenaariossa Teknologialiiketoiminta löytää laitteelleen markkinan, mihin liittyy korkeaa epävarmuutta. Tässä skenaariossa tuotto-odotus nousee korkeaksi. Korostamme, että tuotto-odotuksen tuleekin olla huomattava sen realisoitumisen vaatimaan kehitykseen liittyvän epävarmuuden sekä aiempien tavoitteiden saavuttamatta jäämisen myötä. Siten suosittelemme sijoittajia suhtautumaan tavoiteskenaarioon toistaiseksi kriittisesti etenkin Teknologialiiketoiminnan osalta.

	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,10	2,10	2,10
Osakemäärä, milj. kpl	8,90	8,90	8,90
Markkina-arvo	19	19	19
Yritysarvo (EV)	22	22	21
P/E (oik.)	>100	9,0	7,3
P/E	neg.	11,8	9,1
P/B	1,1	1,0	0,9
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	6,2	3,6	3,2
EV/EBIT (oik.)	41,0	7,5	6,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 5/5

Syklinen tuki tekee tuottoriski-suhteesta houkuttelevan

Soveltamiemme eri arvonmääritysmenetelmien perusteella EcoUpin osakekannan käypä markkina-arvo on tällä hetkellä näkemyksemme mukaan 2–3,2 euroa osakkeelta. Käyvän arvon vaihteluväli on leveä, mikä heijastelee Teknologialiiketoiminnan kasvun kulmakertoimeen liittyvää epävarmuutta ja Eristeliiketoiminnan täyttää tulospotentiaalia.

Tavoitehintamme pidämme ennallaan 2,5 eurossa/osakkeelta, mikä on hieman osien summa –mallin perusskenaarion mukaisen arvon (2,6 euroa) alapuolella sekä DCF-arvon alapuolella.

EcoUp hinnoitellaan mielestämme maltillisesti riskeihin ja normaalin liiketoimintaympäristön pääoman tuotto-potentiaaliin nähden. Markkinan tukema kannattavuusparannus on lähivuosien positiivinen kurssiajuri, mikä nostaa tuotto-odotuksen houkuttelevalle tasolle. Tuotto-odotus riittää mielestämme kompensoimaan tuloskäänteeseen liittyvät riskit, joiden realisoituminen heikentäisi tuotto-odotuksen nollassa. Sijoitetun pääoman tuhoutuminen vaatisi puolestaan taakseen pientalorakentamisen markkinan jäämistä viime vuosien vaisulle tasolle tai Ruotsin tytäryhtiön kannattavuuskäänteessä epäonnistumista sekä taseongelmia, mitä pidämme epätodennäköisinä.

Tuloskasvu on voi jatkua strategiakauden jälkeenkin

Eristeliiketoiminnan hyvään tuloskasvunäkymään pohjaava tuotto-odotus on mielestämme pidemmällä aikavälillä hyvä. Vaikka pienikokoiselle rakennustuoteyhtiölle hyväksyttävät arvostuskertoimet jäisivät matalalle tasolle,

Eristeliiketoiminnan hyvä pääomantuotto ja rahavirrantuottokyky mahdollistavat kasvuinvestoinnit tai voitonjaon, joihin pidemmän aikavälin tuotto-odotus nojaa.

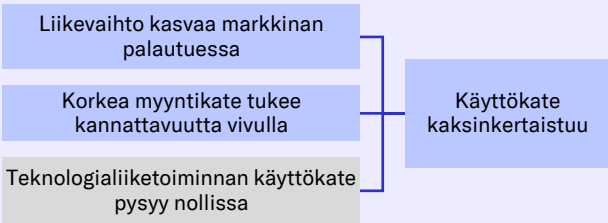
Viimeisen viiden vuoden aikana investoiduista 30 MEUR:sta (sis. yritysostoja, Eristeliiketoiminnan kapasiteetin kasvatus sekä Teknologialiiketoiminnan kehitys) huolimatta käyttökate on käytännössä polkenut paikallaan. Tehdyt investoinnit antavat Eristeliiketoiminnalle hyvät eväät markkinakäänteestä hyötymiseen, kun taas Teknologialiiketoimintaan investoitujen varojen kohtaloon liittyy epävarmuutta. Yhtiön matala arvostus suhteessa tehtyihin investointeihin (2025e EV 22 MEUR) kertoo osaltaan investointien heikosta tuotosta, mutta myös sijoittajien heikosta luottamuksesta investointien luomaan tuloskasvunäkymään.

EcoUpissa on mielestämme aineksia pitkälläkin aikavälillä tuloskasvajaksi vihreän trendin tukemana. Näin ollen suhtaudumme EcoUpin pidemmän aikavälin potentiaaliin positiivisesti, mutta korkeamman arvostuksen ansaitsemiseksi yhtiön on mielestämme osoitettava investointien tuottavan hedelmää tuloskasvun muodossa. Näyttöjen kautta kolhuja saanut sijoittajaluottamus voisi ensin toipua ja myöhemmin vahvistua, mikä taas tukisi yhtiölle hyväksyttävää arvostustasoa.

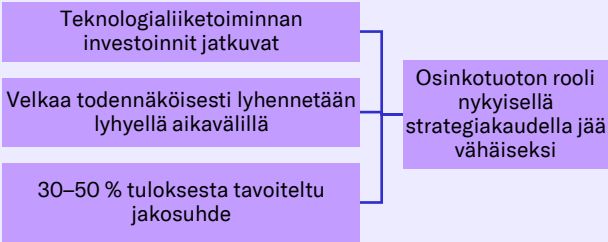
Osaketuoton ajurit 2024-2026e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen

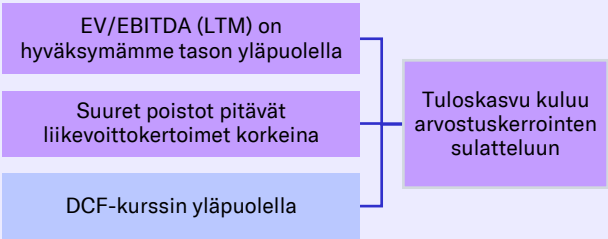
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



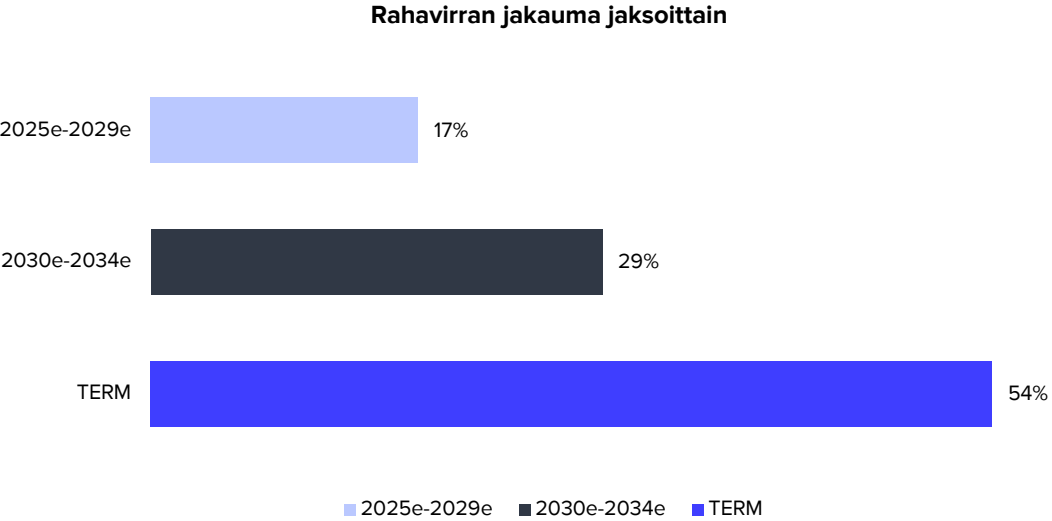
Tuloskasvu kääntää tuotto-odotuksen yli tuotto-vaatimuksen

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	0,5 %	24,2 %	16,2 %	14,1 %	11,3 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-3,1 %	-0,1 %	5,4 %	5,9 %	7,7 %	8,0 %	9,0 %	8,8 %	8,6 %	8,4 %	8,4 %	8,4 %
Liikevoitto	-1,0	0,0	2,4	3,0	4,3	4,6	5,4	5,4	5,4	5,5	5,6	
+ Kokonaispoistot	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,6	3,7	3,9	3,9	
- Maksetut verot	0,0	0,0	-0,5	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,0	-0,5	-0,4	-0,6	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,8	3,0	5,0	5,3	6,6	7,2	7,8	8,0	8,1	8,3	8,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,4	-3,0	-4,0	-4,5	-4,1	-4,1	-4,1	-4,2	-4,4	-4,0	-3,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,2	0,2	1,0	0,8	2,5	3,1	3,7	3,8	3,7	4,3	4,4	
+/- Muut	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,0	0,2	1,0	0,8	2,5	3,1	3,7	3,8	3,7	4,3	4,4	46,5
Diskontattu vapaa kassavirta		0,2	0,8	0,6	1,6	1,9	2,0	1,8	1,6	1,6	1,5	15,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		29,5	29,3	28,5	27,9	26,3	24,4	22,5	20,7	19,1	17,4	15,9
Velaton arvo DCF		29,5										
- Korolliset velat		-7,5										
+ Rahavarat		4,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		26,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,9										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,95
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	13,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,8 %

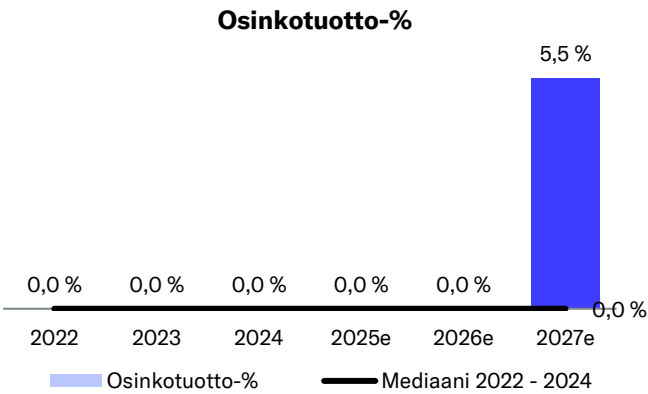
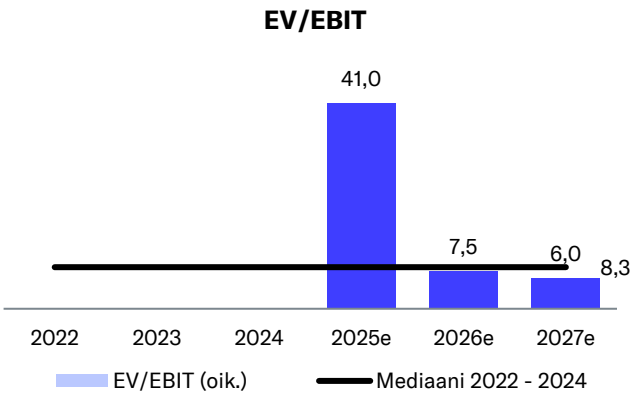
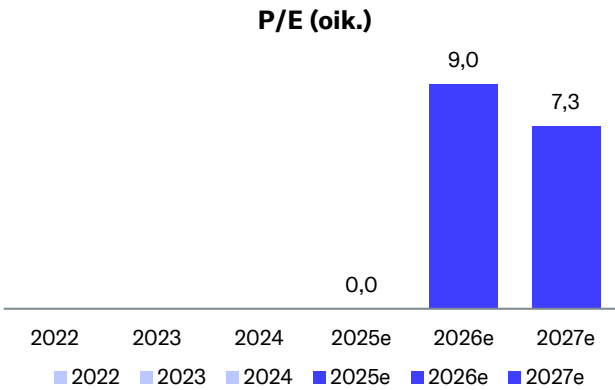
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	7,52	6,58	3,04	1,73	2,18	2,10	2,10	2,10	2,10
Osakemäärä, milj. kpl	8,87	8,87	8,87	8,87	8,90	8,90	8,90	8,90	8,90
Markkina-arvo	67	58	27	15	19	19	19	19	19
Yritysarvo (EV)	75	55	28	19	23	22	22	21	20
P/E (oik.)	37,7	37,5	neg.	neg.	neg.	>100	9,0	7,3	5,8
P/E	46,1	55,3	neg.	neg.	neg.	neg.	11,8	9,1	5,8
P/B	8,9	2,5	1,3	0,8	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8
P/S	2,6	1,9	0,8	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	2,9	1,8	0,8	0,6	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	17,6	11,1	15,3	7,5	8,3	6,2	3,6	3,2	2,5
EV/EBIT (oik.)	30,8	21,3	neg.	neg.	neg.	41,0	7,5	6,0	4,6
Osinko/tulos (%)	69,1 %	50,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	50,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	1,5 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,5 %	10,3 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
EcoUp	19	22		11,1	5,5	3,7	0,6	0,5	10,5	8,8	0,5	2,4	1,1
Balco	50	87	19,1	9,2	9,2	6,0	0,7	0,6	14,8	6,6	2,1	6,3	0,6
Steico	324	460	13,5	11,2	6,2	5,7	1,2	1,1	17,5	13,0	2,1	2,3	0,9
FM Mattsson	189	183	8,4	7,5	6,2	5,7	1,0	0,9	14,0	12,3	4,0	4,4	2,1
Inwido	1157	1298	14,4	12,6	10,4	9,4	1,5	1,4	18,9	16,0	2,8	3,1	2,1
HHDC	271	374	16,4	12,0	7,5	6,3	1,0	0,9	24,8	14,8			1,2
Liab	1619	2002	18,7	14,8	12,0	10,4	1,6	1,5	21,3	16,0	2,3	2,7	2,3
Munters	2423	3103	18,4	15,2	13,4	11,4	2,2	2,0	24,6	18,1	1,2	1,6	4,5
Rockwool	8738	8458	12,9	12,4	9,1	8,7	2,1	2,0	17,3	16,7	2,0	2,1	2,7
LapWall	54	57	17,1	10,1	9,7	6,2	1,3	1,0	19,5	12,4	3,5	5,6	3,1
EcoUp (Inderes)	19	22	41,0	7,5	6,2	3,6	0,6	0,5	199,5	9,0	0,0	0,0	1,1
Keskiarvo			15,4	11,6	8,9	7,4	1,3	1,2	18,3	13,4	2,3	3,4	2,1
Mediaani			16,4	11,6	9,2	6,3	1,2	1,1	18,2	13,9	2,1	2,7	2,1
Erotus-% vrt. mediaani			151 %	-35 %	-33 %	-43 %	-52 %	-54 %	999 %	-36 %	-100 %	-100 %	-47 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

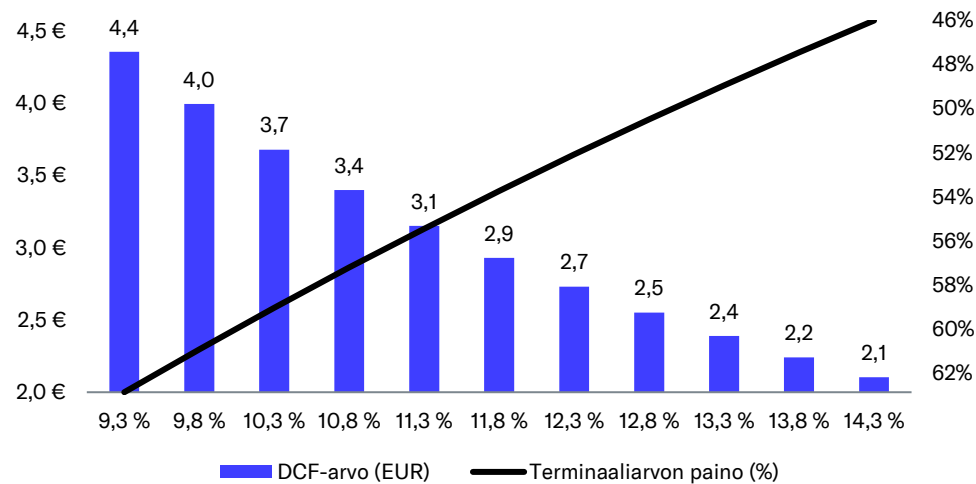
Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	35,6	30,5	30,7	38,1	44,3	EPS (raportoitu)	-0,24	-0,22	-0,15	-0,05	0,18
Käyttökate	1,8	2,5	2,8	3,6	6,0	EPS (oikaistu)	-0,18	-0,16	-0,09	0,01	0,23
Liikevoitto	-1,8	-1,5	-1,0	0,0	2,4	Operat. Kassavirta / osake	0,16	0,19	0,31	0,33	0,56
Voitto ennen veroja	-2,0	-1,9	-1,4	-0,5	2,1	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,35	-0,24	0,00	0,02	0,11
Nettovoitto	-2,2	-2,0	-1,4	-0,5	1,6	Omapääoma / osake	2,31	2,09	1,93	1,88	2,05
Kertaluontoiset erät	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	35,9	29,8	30,4	29,5	31,3	Liikevaihdon kasvu-%	13 %	-14 %	1 %	24 %	16 %
Oma pääoma	20,8	18,6	17,2	16,7	18,3	Käyttökatteen kasvu-%	-64 %	36 %	11 %	32 %	65 %
Liikearvo	3,0	3,3	2,7	2,1	1,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-147 %	-20 %	-60 %	-236 %	428 %
Nettovelat	0,5	3,2	3,5	3,6	2,9	EPS oik. kasvu-%	-205 %	-12 %	-44 %	-112 %	2127 %
						Käyttökate-%	5,1 %	8,1 %	9,0 %	9,5 %	13,5 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	-3,5 %	-3,2 %	-1,3 %	1,4 %	6,5 %
Käyttökate	1,8	2,5	2,8	3,6	6,0	Liikevoitto-%	-4,9 %	-5,0 %	-3,1 %	-0,1 %	5,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	-0,7	0,0	-0,5	-0,4	ROE-%	-9,9 %	-10,1 %	-7,6 %	-2,9 %	9,1 %
Operatiivinen kassavirta	1,4	1,7	2,8	3,0	5,0	ROI-%	-6,1 %	-6,0 %	-3,9 %	-0,2 %	10,4 %
Investoinnit	-5,1	-3,8	-2,4	-3,0	-4,0	Omavaraisuusaste	57,7 %	62,2 %	56,7 %	56,6 %	58,5 %
Vapaa kassavirta	-3,1	-2,1	0,0	0,2	1,0	Nettovelkaantumisaste	2,3 %	17,3 %	20,1 %	21,8 %	15,6 %

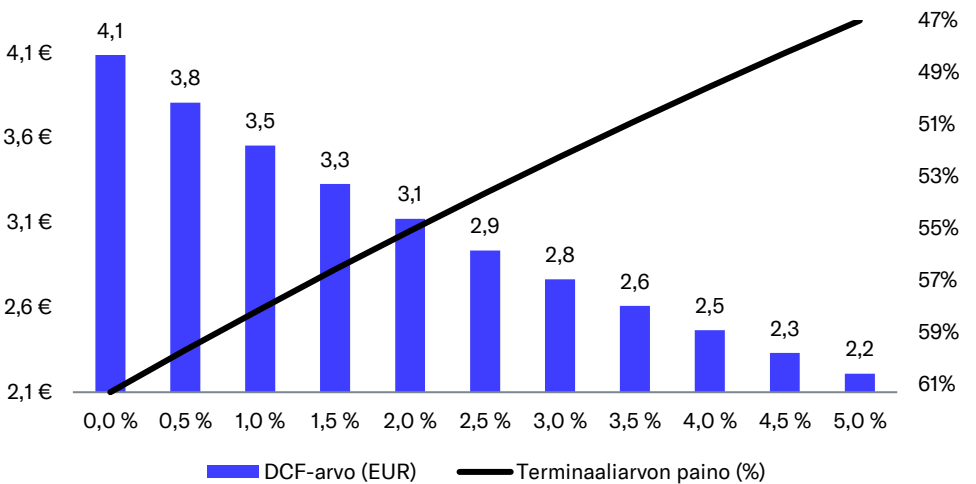
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset

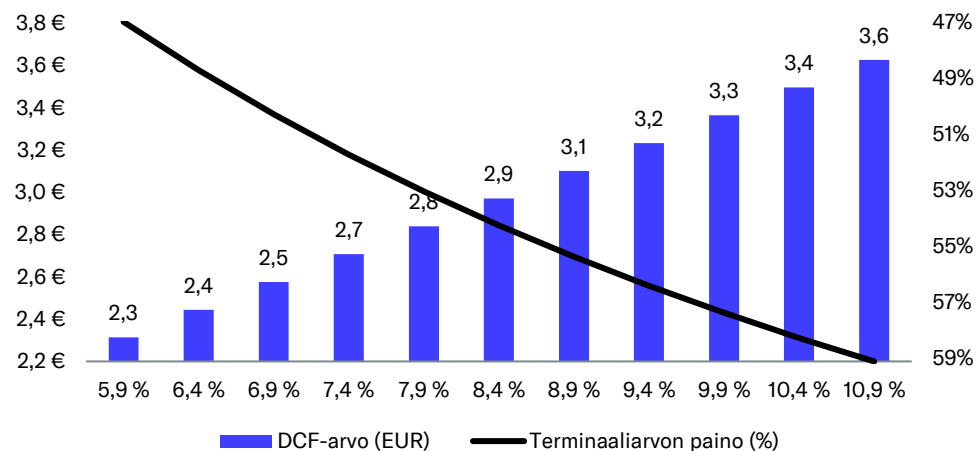
DCF-arvon herkkyyys muutoksille WACC-%:ssa



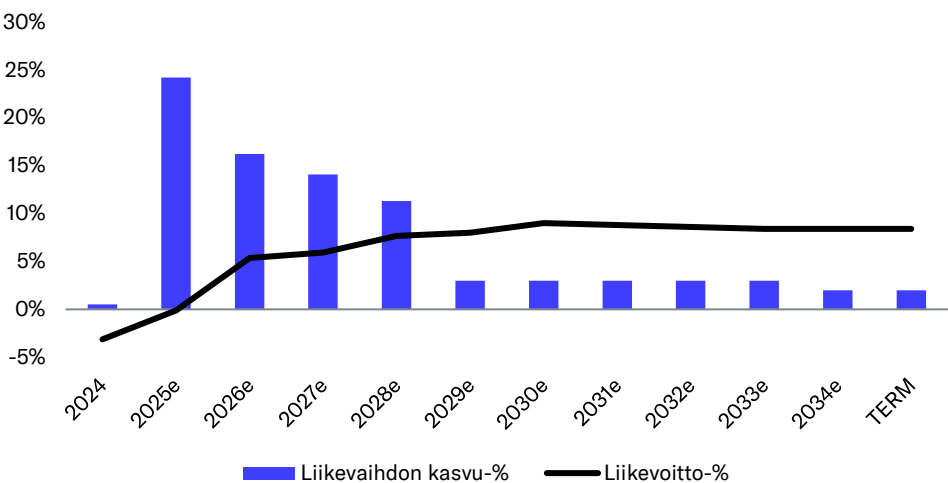
DCF-arvon herkkyyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 laatiineilla 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 laatiineen 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
30/09/2021	Osta	8,50 €	7,03 €
29/12/2021	Osta	8,50 €	6,06 €
21/03/2022	Osta	8,50 €	6,73 €
30/05/2022	Vähennä	5,75 €	5,24 €
30/08/2022	Vähennä	4,00 €	3,50 €
28/10/2022	Vähennä	3,75 €	3,34 €
24/01/2023	Vähennä	3,75 €	3,36 €
17/03/2023	Vähennä	3,50 €	3,14 €
02/05/2023	Vähennä	3,25 €	2,90 €
24/08/2023	Vähennä	2,80 €	2,69 €
01/11/2023	Vähennä	2,00 €	1,95 €
29/02/2024	Vähennä	1,80 €	1,67 €
27/03/2024	Vähennä	1,80 €	1,65 €
26/04/2024	Vähennä	1,80 €	2,00 €
19/08/2024	Vähennä	2,00 €	2,04 €
29/10/2024	Vähennä	2,00 €	2,00 €
03/12/2024	Lisää	2,00 €	1,64 €
27/02/2025	Lisää	2,60 €	2,32 €
30/04/2025	Lisää	2,50 €	2,16 €
14/05/2025	Lisää	2,50 €	2,10 €



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.**