

# EcoUp

## Seurannan aloitus

29.9.2021 klo 21:15



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kasvuyhtiö vihreän trendin nosteessa

Aloitamme EcoUpin seurannan 8,50 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella. EcoUp on kiertotaloustuotteita, -palveluita ja -teknologiaa rakentamisen arvoketjuun tarjoava yhtiö. Kierrätystä ja päästövähennyksiä tukevan lainsäädännön ja yleisesti myönteisen ilmapiirin ajamana EcoUp on mielestämme valmis kiihdyttämään selvään kasvuun. Tähän näkymään peilattuna osakkeen arvostus on mielestämme houkutteleva ja tuotto-odotus vahva.

## EcoUp on kahdesta erillisestä liiketoiminnasta koostuva ja kasvuun panostava kiertotalousyhtiö

EcoUpin kantavana ajatuksena molemmissa liiketoiminnoissa on valmistaa kierrätys- tai jättemateriaalista uusia korkeamman jalostusarvon tuotteita. EcoUpin runko on perinteinen kiertotaloustuote- ja palveluliiketoiminta, jossa se myy eristemateriaaleja Ekovilla- ja Iktivilla-brändeillä rakennusliikkeille, talotehtaille ja rautakaupoille. Portfolioon kuuluu myös kuitutuotteita ja tuotteisiin linkittyneitä palveluita. Lisäksi EcoUp on viime vuosina kehittänyt ja tänä vuonna osoittanut toimivaksi uuden teknologian, jolla nykyään valtaosin jätteeksi päätyvästä purkuvillasta voidaan jalostaa neitsytmateriaaleja korvaavia tuotteita esimerkiksi betonin valmistukseen. EcoUp hakee strategiallaan ripeää kasvua molemmissa liiketoiminnoissa, mitä puoltaa kierrätystä ja päästöjen supistusta tukeva lainsäädäntö ja kuluttajien kasvava tuki vihreille arvoille. Kiertotaloustuotteissa- ja palveluissa yhtiö investoi nyt volyymikasvun mahdollistavaan lisäkapasiteettiin ja kuluttajille suunnatun eristeremonttikonseptin aloittamiseen.

Kiertotalousteknologiassa yhtiö etenee teknologian kaupallistamiseen lisensointiin nojaavalla pääomakevyellä liiketoimintamallilla Euroopassa. Mielestämme EcoUp on asemoitunut lähes kaikilla toimialoilla ja myös rakentamisessa vauhdilla vahvistuvaan vihreään trendiin erittäin hyvin, sillä iso osa yhtiön tuotannosta on hiilinegatiivista ja yhtiön teknologialla voidaan ratkoa jäteongelmia. Nämä ovat mielestämme EcoUpin kilpailuetuja, kun taas pääriskit löytyvät teknologian kaupallistamisen onnistumisesta ja vihreän trendin läpilyönnin ajoituksesta.

## Odotamme yhtiön kasvun kiihdyttävän listautumisannissa kerättävän pääoman ja vihreän trendin turvin

Markkinatrendejä. Suomen talouden lyhyellä tähtäimellä hyvää näkymää ja listautumisannilla vahvistettua investointikykyä (kerätyt nettovarot 14 MEUR) peilaten ennustamme EcoUpin liikevaihdon kasvavan vuosina 2021-2024 noin 20 %:n vuosivauhtia (vrt. taloudellisten tavoitteiden mukainen vuosikasvu vuoteen 2024 mennessä noin 25 %). Kannattavuuden osalta vuosina 2021-2022 kasvupanostukset pitävät marginaalit arviomme mukaan vuoden 2020 kohtuullisella tasolla (2020: EBITDA-% 16 % vs. yhtiön taloudellinen tavoite yli 20 % keskipitkällä aikavälillä). Sen sijaan 2023-2024 näemme kannattavuudessa selvää parantumisen varaa, kun skaalautuva Kiertotalousteknologia on ehtinyt saada kriittistä massaa ja perinteisessä liiketoiminnassa volyymikasvu ja paraneva tuotemix tukevat marginaaleja. Näin ollen odotamme yhtiöltä lähivuosina reipasta tuloskasvua.

## Pidämme osakkeen arvostusta houkuttelevana etenkin keskipitkällä tähtäimellä

Arvotamme kahdesta hyvin eri tavoin hinnoiteltavasta liiketoiminnasta koostuvaa EcoUpia etenkin osien summa -mallin ja myös DCF:n avulla. Osien summa -mallillamme saamme osakkeen arvoksi noin 7-10 euroa, kun taas perusskenaariomme on 8,5 euroa/osake. Osien summasta valtaosa kuuluu perinteiselle helpommin arvotettavalle liiketoiminnalle. DCF-pohjaisesti päädyimme noin 8,4 euron käypään arvoon. Siten pidämme EcoUpin tuotto/riski-profiilia houkuttelevana etenkin investointivaiheen jälkeiseen potentiaaliin (2023/2024) ja lähivuosien odotettuun tuloskasvuvauhtiin (3 v. PEG < 1x) peilattuna, vaikka historialliset ja vuosien 2021-2022 kertoimet eivät ole matalia.

## Suositus

**Osta**

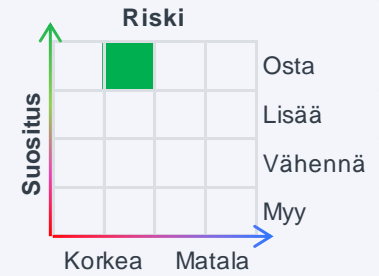
(aik. -)

**8,50 EUR**

(aik. -)

**Osakekurssi:**

7,03



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	26,1	31,4	40,1	49,0
<b>kasvu-%</b>	-5 %	20 %	28 %	22 %
<b>EBIT oik.</b>	2,4	2,8	3,8	6,4
<b>EBIT-% oik.</b>	9,3 %	8,9 %	9,5 %	13,1 %
<b>Nettotulos</b>	1,4	1,0	2,1	4,1
<b>EPS (oik.)</b>	0,26	0,17	0,28	0,51

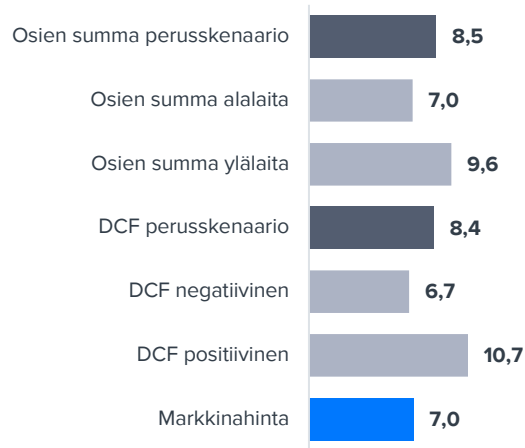
<b>P/E (oik.)</b>	27,4	42,5	25,0	13,8
<b>P/B</b>	6,5	2,8	2,6	2,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,6 %	0,7 %	1,3 %	2,2 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	23,2	21,9	16,3	9,2
<b>EV/EBITDA</b>	13,3	11,8	8,9	6,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,2	2,0	1,5	1,2

Lähde: Inderes

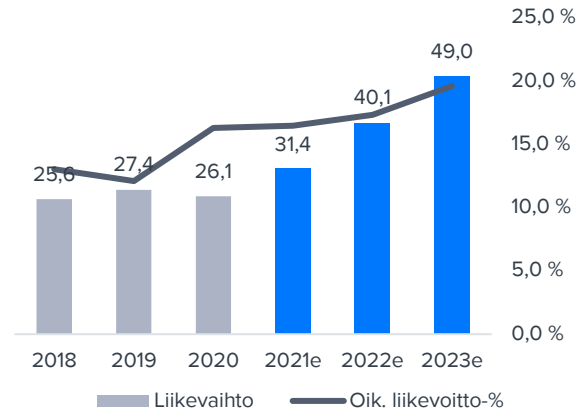
## Ohjeistus

(Ei ohjeistusta)

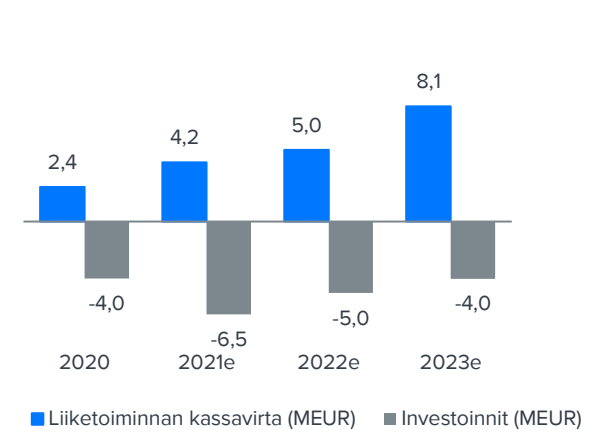
## Arvonmäärityksen yhteenveto



## Liikevaihto ja liikevoitto-%



## Kassavirta ja investoinnit



## Arvoajurit

- Kierrätykseen ja päästöihin liittyvä lainsäädäntö ja myönteinen yleinen ilmapiiri tukevat molempia liiketoimintoja
- Volyymikasvu perinteisessä liiketoiminnassa Suomessa
- Uusi kuluttajakonsepti lisää saavuttavissa olevaa markkinaa, jossa katerakenteella on edellytyksiä olla hyvä
- Merkittävä kansainvälinen potentiaali skaalautuvassa Kiertotalousteknologiassa
- Hyvä positioituminen ESG-teemoihin voi tukea arvostusta pitkällä aikavälillä



## Riskitekijät

- Vihreän trendin siirtyminen tai peruuntuminen
- Kiertotalousteknologian kaupallistamisessa ja IPR:n suojaamisessa onnistuminen
- Track-record molemmista liiketoiminnoista on vielä lyhyt tai rajallinen
- Kilpailu pätevistä työntekijöistä

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	7,03	7,03	7,03
Osakemäärä, milj. kpl	8,87	8,87	8,87
Markkina-arvo	62	62	62
Yritysarvo (EV)	61	62	59
P/E (oik.)	42,5	25,0	13,8
P/E	59,9	29,5	15,1
P/Kassavirta	neg.	>100	15,3
P/B	2,8	2,6	2,3
P/S	2,0	1,6	1,3
EV/Liikevaihto	2,0	1,5	1,2
EV/EBITDA (oik.)	11,8	8,9	6,2
EV/EBIT (oik.)	21,9	16,3	9,2
Osinko/tulos (%)	44,4 %	37,1 %	33,6 %
Osinkotuotto-%	0,7 %	1,3 %	2,2 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	<b>5-7</b>
Kiertotaloustuotteet ja –palvelut	<b>8-17</b>
Kiertotalousteknologia	<b>18-26</b>
Taloudellinen tilanne	<b>27-28</b>
Ennusteet	<b>29-40</b>
Sijoitusprofiili	<b>41-43</b>
Arvonmääritys	<b>44-54</b>
Vastuuvapauslause	<b>55</b>

# Yhtiökuvaus 1/3

## 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. EcoUpin päätuotteita ovat etenkin Ekovilla-brändillä myytävät levyeristeet ja kuitutuotteet, 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, jota yhtiö aikoo lähteä lähivuosina kaupallistamaan Eurooppaan. Käsitlemme tarkemmin EcoUpin kahta toisistaan hyvin erillistä liiketoimintaa eli Kiertotaloustuotteita- ja palveluita ja Kiertotalousteknologiaa omissa kappaleissaan.

Nykymuotoinen EcoUp-konserni on perustettu vuonna 2018, mutta konserniin kuuluvilla yhtiöillä on korkeimmillaan jopa neljän vuosikymmenen kokemus ekologisten rakennusmateriaalien valmistamisesta sekä kiertotaloudesta. EcoUpilla on Suomessa 4 tuotantolaitosta ja työntekijöitä konsernissa oli H1'21:n lopussa 163. Valtaosan (yli 95 %) myynnistään Suomesta kerryttävä EcoUp teki viime vuonna 26,1 MEUR:n liikevaihdolla 4,3 MEUR:n oikaistun käyttökateen ja 1,4 MEUR:n nettotuloksen.

EcoUp toteuttaa pääosin orgaanista kasvustrategiaa, jonka tavoite on markkina-osuuksien nosto kilpailijoita ekologisemmalla tuoteportfolioilla, kuluttajille suunnatun avaimet

käteen -eristeremonttikonseptin kaupallistaminen sekä kehitetyn kiertotalousteknologian kaupallistaminen lisensointiin suurelta osin pohjautuvalla liiketoimintamallilla. Kasvupanostusten rahoittamiseksi EcoUp listautui Helsingin Pörssin First North markkinapaikalle. EcoUp keräsi 15 MEUR:n bruttovarat selvästi ylimerkitystä listautumisannissa syyskuussa. Lisäksi yhtiön tietyt omistajat (ml. pääomistaja Kaski Partners) kevensivät osakemyynneillä hieman omistuksiaan yhtiössä, kun osakkeiden kysyntä ylitti tarjonnan listautumisannin osalta.

## Konsernin historiallinen kehitys

Nykymuotoinen EcoUp-konserni on muodostunut vasta hiljattain ja konsernirakennetta on täydentänyt vuoden 2021 alussa vielä Uudenmaan Imupalvelun (UIP) osto (vuosiliikevaihto reilut 2 MEUR). Näin ollen konsernille ei ole ehtinyt muodostua nykymuotoisena pitkäaikaista taloudellista track-recordia kasvusta ja kannattavuudesta.

Vuosina 2018-2020 EcoUpin liikevaihto on pysynyt melko vakaana 26-27 MEUR:n haarukassa, kun taas käyttökate on heilunut 3,3-4,3 MEUR:n välillä ja nettotulos on ollut lievästi positiivinen. Viime vuosina yhtiön tulosta ovat arviomme mukaan rasittaneet Kiertotalousteknologian kehittämiseen tehdyt panostukset ja myös perinteisemmässä tuote- ja palveluliiketoiminnassa yhtiö on keskittynyt pitkän ajan kasvualustan pohjan rakentamiseen (sis. mm. raaka-aineriskien laskeminen sekä tuotekehitys). Konsernin pidempää historiaa omaavien osien



- Vakiintunut tuote- ja palveluliiketoiminta
- Varhaisen kehitysvaiheen teknologialiiketoiminta
- Yhtiötä tukee vihreä trendi ja uusi lainsäädäntö
- Yhtiö toteuttaa hyvin kasvuhakuista strategiaa
- Yhtiön tuotanto on hiilinegatiivista
- Toiminta-ajatus nojaa materiaalien uusiokäyttöön
- Tuotantolaitoksia on 4 kpl Suomessa
- Yhtiössä oli työntekijöitä H1'21:n lopussa 163 kpl
- Vuonna 2020 EcoUp teki 26 MEUR:n liikevaihdon
- Käyttökate (FAS) oli 4,3 MEUR
- Yhtiö keräsi osakeannilla 15 MEUR:n bruttovarat
- Yhtiön pääomistaja on Kaski Partners

# Yhtiökuvaus 2/3

tuloskunto on arviomme mukaan ollut ajan yli pomppuista sekä kasvun että marginaalien osalta, mutta kroonisia tappiokierteitä yhtiön osien historiasta ei löydy. Mielestämme sijoittajat eivät voi silti nojata sijoituspäätöksiä harkitessaan yhtiön vahvaan historialliseen suorituskykyyn vaan fokus pitää olla tulevaisuudessa ja EcoUpin erittäin hyvässä asemoitumisessa vihreän rakentamisen todennäköiseltä näyttävään läpilyöntiin.

## Johto ja omistus

EcoUpin toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2019 lähtien Antti Ollikainen, jonka omistus listautumisannin jälkeen yhtiöstä on 1,9 %. Yhtiön johtoryhmään kuuluu yhteensä 7 jäsentä, joista osalla on myös kokemusta EcoUpin nykyrakenteeseen kuuluvista yhtiöistä pidemmältä aikaväliltä. Johtoryhmän jäsenten omistusosuudet yhtiöstä vaihtelevat mielestämme tuntuista useiden prosenttien omistuksista pienehköihin sijoituksiin, mutta kaikilla johtoryhmän jäsenillä on listautumisannin jälkeen omistuksia yhtiössä. Arviomme mukaan yhtiön johtoryhmä on pääosin hyvin sitoutettu yhtiöön myös osakeomistusten kautta, mitä pidämme muiden omistajien kannalta positiivisena asiana.

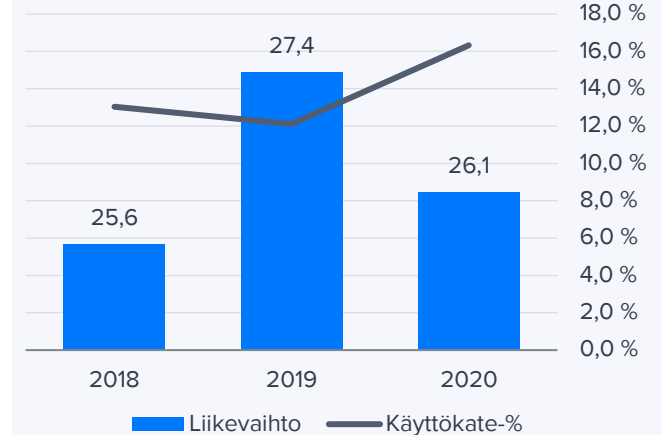
EcoUpin hallituksessa on neljä jäsentä, joista kaksi jäsentä ovat merkittäviä Kaski Partnersin omistajia ja siten riippuvaisia merkittävistä osakkeen omistajista. Kaksi muuta jäsentä ovat käsityksemme mukaan riippumattomia sekä yhtiöstä että merkittävistä osakkeenomistajista tällä hetkellä. Näin ollen hallituksen rakenne on mielestämme pörssiyhtiölle varsin tavanomainen ja

kaikkien omistajien kannalta järkevä. Myöskään johdon tai hallituksen palkkioissa tai mittakaavalta vähäisissä ja kaupallisin perustein tehdyissä lähipiiriliiketoimissa ei mielestämme ole mitään erityisen poikkeuksellisia yksityiskohtia listautumisesitteen perusteella.

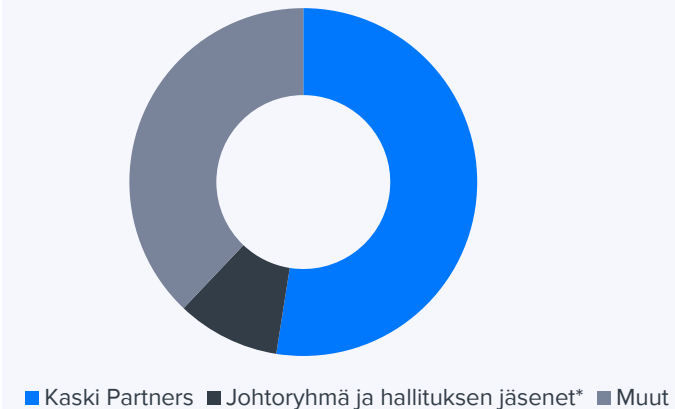
EcoUpin pääomistaja on Oululainen holding-yhtiö Kaski Partners, jonka juuret ovat ovi- ja ikkunatuotteisiin keskittyneessä Kaskipuu-yhtiössä. Kaski Partners omistaa EcoUpista listautumisannin jälkeen noin 52 %. Näin ollen määräysvalta yhtiöstä on Kaski Partnersilla myös listautumisannin jälkeen, mutta vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrän pitäisi selkeästi pääomistajasta huolimatta olla mielestämme yksityissijoittajien näkökulmasta tyydyttävä viimeistään listautumisasiin liittyvien lock-up - rajoitusten jälkeen. Alkuvaiheessa omistajarakenne edellyttää silti maltillisen likviditeettipreemion asettamista osakkeelle. Kokonaisuutena EcoUpin omistajarakenne ei ole mielestämme erityisen poikkeava.

EcoUp on Kaski Partnersille listautumisesitteen mukaan portfoliosijoitus, minkä takia pidämme mahdollisena, että pitkässä juoksussa Kaski Partnersin omistus yhtiöstä laskee. Arviomme mukaan Kaski Partners on kuitenkin ilman selkeää horisonttia operoiva pitkäaikainen sijoittaja, joten arviomme mukaan mahdollisia liikkeitä EcoUp-omistuksen suhteen tullaan harkitsemaan maltillisesti. Pitkällä aikavälillä tapahtuva pääomistajan osuuden lasku ei mielestämme olisi huono juttu osakkeen kannalta, sillä samalla osakkeen likviditeetti paranisi.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden historiallinen kehitys



## Omistajarakenne listautumisannin jälkeen



Lähde: Inderes arvio

\*ei. sis. epäsuoria omistuksia Kaski Partnersin kautta

# Yhtiökuvaus 3/3

## Listautumisannilla kerättiin pääomaa kasvuun

Arviomme mukaan EcoUp tarvitsi listautumisannilla kerättäviä varoja pääosin orgaanisen kasvustrategiansa toteuttamiseen eli käytännössä perinteisen tuote- ja palveluliiketoiminnan kapasiteetin nostoon sekä kuluttajien eristeremonttikonseptin lanseeraamiseen ja toisaalta toimivaksi osoitetun kiertotalousteknologian jatkokehitykseen ja kaupallistamiseen. Ilman listautumisannin onnistumista yhtiöllä olisi arviomme mukaan haasteita rahoittaa nykymuotoisen kasvustrategiansa toteutusta tavoiteaikataulussa ja kohtuullisella pääoman kustannuksella, kun huomioidaan yhtiön strategiset investointitarpeet ja toisaalta yhtiön pääomarakenne (vrt. H1'21:n lopussa nettovelkaantumisaste oli 103 %) ennen osakeantia.

Lisäksi listautuminen luo uuden kanavan yhtiölle oman pääoman ehtoisen jatkorahoituksen hankkimiseen, mikä on mielestämme EcoUpin kaltaiselle voimakkaasti kasvuhakuiselle yhtiölle hyvä optio. Listautuminen luo myös osakkeelle likviditeetin, parantaa yhtiön tunnettavuutta ja mahdollistaa henkilöstön sitouttamisen yhtiöön. Mielestämme kaikki listautumisen syyt ja perustelut ovat uskottavia.

## Listautumisanti onnistui suunnitellusti

EcoUpin listautumisanti koostui osakeannista ja osakemyynnistä. Osakeannissa yhtiö laski liikkeelle enintään 1991 410 kpl uutta osaketta, joista valtaosan hinta on 7,56 € / kpl (pienessä

henkilöstöannissa hinta on 6,81 € /kpl). Osakeanti ylimerkittiin selvästi, mutta tavanomaisten käytäntöjen mukaisesti merkintöjä leikattiin. Näin ollen EcoUp keräisi osakeannilla noin alkuperäisten tavoitteiden mukaisesti noin 15 MEUR:n bruttovarat. Ennakkoon listautumisannin osakemerkintöihin sitoutuneille ns. ankkurisijoittajille (ml. Harjavalta Oy, kaksi Säästöpankin rahastoa, Tirinom Oy, Merimieseläkekassa ja Brava Invest Oy) annista allokoitiin osakkeita etukäteen sovitulla minisummalla eli 8,9 MEUR:lla. Kassaan yhtiö sai listautumisannissa 13,8 MEUR:n nettovarot, kun bruttovaroista on vähennettiin yhtiön maksettavaksi jääneen noin 1,2 MEUR:n palkkiot ja kulut.

Ylimerkinnän takia EcoUpin hallitus käytti täysimääräisesti mahdollisuuden 550 980 osakkeen lisäosake-erään, joka muodostui käytännössä yhtiön aiempien omistajien osakemyynneistä. Myyjä olivat ovat KaskiPartners, Mika Ervasti, Ilari Hirvensalo, Henrik Hirvensalo, Janne Hirvensalo, Timo Kyllönen, (omistus Timo Kyllönen Holding Oy:llä) ja Kimmo Pyörälä. Yhtiön omistajarakenne ja listautumisannin ylimerkintä huomioiden emme pidä nykyomistajien maltillista myyntihalua yhtiössä huomattavan negatiivisena signaalina uusien sijoittajien perspektiivistä. Lisäksi myyntien ja minimiin jäänee ankkurisijoittajien osuuden ansiosta vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä jäi etukäteen tiedossa olleet rajoitteet huomioiden parhaalle mahdolliselle tasolle. Tämä on mielestämme hyvä asia, kun huomioidaan yhtiön tietyiltä

omistusrakenne on tietyiltä osin melko keskittynyt.

EcoUpin listautumisesite on julkaistiin 10.9.2021 ja se on luettavissa [täältä](#).

# Kiertotaloustuotteet ja -palvelut 1/7

## Kiertotaloustuotteet ja palvelut lyhyesti

EcoUpin Kiertotaloustuotteet ja -palvelut on yhtiön liiketoiminnan runko, joka on tuonut vuoteen 2020 asti konsernin koko liikevaihdon. EcoUp valmistaa perinteisiä kiertotaloustuotteita Suomessa kolmella tehtaalla Kuusankoskella, Kiimingissä ja Ylistarossa. Lisäksi yhtiöllä on erityyppisiä asennus- ja kiertotalouspalveluita tarjolla valtaosassa Suomea. EcoUpin vuonna 2021 ostama UIP kuuluu myös tähän perinteisempään liiketoimintahaaraan. Tässä kypässä liiketoiminnassa työskentelee arviomme mukaan valtaosa yhtiön henkilöstöstä.

## Kiertotaloustuotteiden ja palveluiden liikevaihtovirrat

Kiertotaloustuotteiden ja palveluiden 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. Ekovillan kilpailuetuja ovat ekologisuus (ml. kierrätysmateriaali ja hiilinegatiivinen tuotantoprosessi) sekä hengittävyys. Vastaavasti kilpailuhaitat löytyvät vielä rajallisesta paloturvallisuudesta, minkä takia Ekovilla ei sovellu vielä kunnolla korkeiden rakennusten eristeisiin. Listautumisesitteen mukaan yhtiöllä on kuitenkin käynnissä tuotekehitysprosessi paloluokituksen parantamiseen, jonka odotetaan valmistuvan vuonna 2022. Ekovillaa on saatavilla sekä rakennusten seiniin ja kattoihin asennettavina

levyinä Kuusankosken tehtaalta että toisaalta yläpohjiin puhallettavana puhallusvillana Kiimingin ja Ylistaron tehtailta. Ekovillan kilpailijoita ovat kivi- ja lasipohjaiset mineraalivillat, jotka ovat Ekovillaa edullisempia, mutta toisaalta niitä on hankala kierrättää ja tuotannon päästöt ovat korkeita.

EcoUpin toinen merkittävä eristemateriaalituote on kierrätettävästä kivivillasta valmistettava **Ikivilla**, jota yhtiö valmistaa itse kehittämällään teknologialla Kiimingissä ja Ylistarolla. Ikivillan kilpailuetuja suhteessa neitseelliseen kivivillaan ovat parempi eristävyys, mutta puhallusvillana se soveltuu lähinnä vain yhteen loppukäyttöön eli ylä- ja alapohjien eristämiseen. EcoUpin vuoden 2020 liikevaihdosta 20 MEUR tuli Ekovillasta ja 1 MEUR Ikivillasta. Nämä luvut sisältävät käsityksemme mukaan myös eristetuotteisiin liittyvät palvelut ja pelkän eristetuotemyynnin osuus on arviomme mukaan reilut puolet koko liikevaihdosta.

Toiseksi suurin palanen segmentin liikevaihdosta ovat arviomme mukaan olleet puhtaat **palvelut**. Palvelut sisältävät muun muassa levyristeiden asennustyötä, puhallusvillan puhallusta, kevennysaineiden puhalluksia sekä etenkin UIP:n oston jälkeen myös kierrätettävän mineraalivillamateriaalin keräämistä. Palveluiden osuus EcoUpin viime vuoden liikevaihdosta oli arviomme mukaan karkeasti kolmannes (11 % ilman eristeisiin liittyviä palveluita), mutta tämä ei tietenkään sisällä UIP:tä. Vaikka EcoUpin ydin on mielestämme valmistavassa teollisuudessa ja materiaalin tuotannossa, palvelut ovat mielestämme olennainen osa kokonaisuutta, sillä osa eristeistä tyypillisesti myydään asennettuna ja toisaalta



- Tuote on kehitetty eristeeksi 1970-luvun lopulla
- Raaka-aine keräyspaperi ja kierrätetty puukuitu
- Saatavilla levyvillana ja puhallusvillana
- Uusiomateriaalilevyissä markkinajohtaja
- Kilpailuetuja materiaalipohja ja hengittävyys
- Tuotantoprosessi on hiilinegatiivinen
- Ei sovi vielä korkeisiin rakennuksiin (paloluokka)



- Raaka-aineena kierrätetty kivivilla
- Raaka-aine hankitaan talotehtailta ja rakentajilta
- Tuotantoprosessi nojaa omaan teknologiaan
- Saatavilla vain puhallusvillana
- Eristävyys parempi kuin neitsytkivivillalla



# Kiertotaloustuotteet ja -palvelut 2/7

Kierrätysmateriaalin omassa hallussa oleva kerääminen (UIP) taas tuo EcoUpin tehtaille ilmaista raaka-ainetta. Siten emme pidä fokuoitetumista tuoteyhtiöksi järkevänä EcoUpille.

**Kuitutuotteet** eli kierrätettävästä mineraalivillamateriaalista tehtävä asfaltti- ja akustiikkakuidut olivat EcoUpille viime vuonna pieni liikevaihtovirta 3 %:n osuudella kokonaisliikevaihdosta. Nämä materiaalit voivat korvata uusiutumattomista materiaaleista valmistettuja komponentteja tai tuotteita esimerkiksi asfaltin valmistuksessa tai sisustuksen sovelluksissa. Nämä tuotteet ovat toistaiseksi pieniä mutta arviomme mukaan erittäin hyviä katerakenteita tarjoavia niche-sovelluksia. Tuotteet asemoituvat myös hyvin kestävän kehityksen trendiin ja pidämme niitä loogisina kasvualueina EcoUpille. Näissä tuoteryhmissä myös vienti kauemmas on mahdollista, kun taas eristetuotteet on käytännössä myytävä varsin lähelle tehdasta logistiikkakuluihin liittyvistä syistä .

EcoUpin viimeinen viime vuonna liikevaihtoa kerryttänyt virta olivat **hiilenpoistosertifikaatit**. EcoUpin tuotantoprosessi on auditoidusti hiilinegatiivinen (ts. tuotteiden valmistaminen sitoo hiiltä enemmän kuin vapauttaa), minkä myötä yhtiö pystyy tarjoamaan hiilenpoistosertifikaatteja muille toimijoille, jotka haluavat kompensoida omia hiilipäästöjään. Kaupallistettujen sertifikaattien vaihto tapahtuu puro.earth kauppapaikalla. Listautumisesitteen mukaan mm. Telia ja Nasdaq ovat kompensoineet omia päästöjään ostamalla EcoUpin sertifikaatteja. Arviomme mukaan sertifikaatit ovat toistaiseksi tuoneet yhtiölle

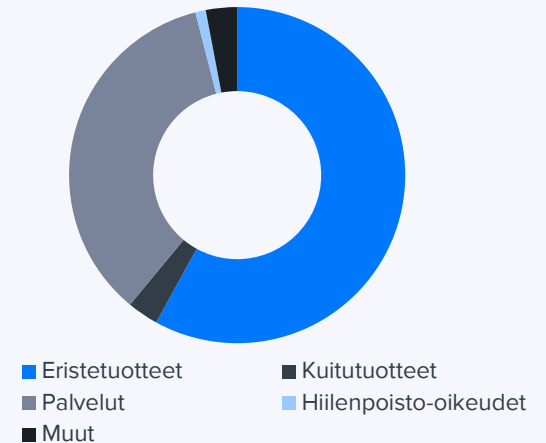
pienen parin sadan tuhannen euron liikevaihtovirran, mutta tämä on luonnollisesti lähes puhdasta voittoa (ts. myyntikate 100 %, ei oleellisia lisäkuluja). EcoUpin oman tuotannon kasvaessa sertifikaatteja tulee myös tarjolle lisää, joten liikevaihtovirtaa on mahdollista nostaa.

## Avaimet käteen -eristeremontti on uusi lähtö

Uutena liikevaihtovirtana EcoUpille on UIP:n lisäksi tulossa tänä vuonna omakotitaloissa asuville kuluttajille suunnattu eristeremonttikonsepti avaimet käteen -periaatteella, jota yhtiö on kehittänyt viime vuonna ja pilotoinut H1'21:llä. Käytännössä EcoUp alkaa markkinoimaan ja myymään suomalaisille omakotitalojen omistajille pakettia, joka sisältää taloon uudet ekologiset eristemateriaalit, vanhan materiaalin purun ja poisviennin, uusien eristeiden asennuksen sekä tarvittaessa myös kumppanien kautta rahoituksen. Mielestämme tämä uusi liiketoiminta sopii hyvin EcoUpille, sillä 1) yhtiö saa uuden hyväkattaisen suoramyyntikanavan omalle eristemateriaalilleen 2) yhtiöllä on asennustyöstä kokemusta ja asentajien työn tuottavuuttakin on mahdollista parantaa laajentamalla palveluita suurista työmaista yksittäisiin omakotitaloihin 3) purkumateriaali on ilmaista raaka-ainetta yhtiön tehtaille. Yhtiö on saanut myös rekrytoitua vastaavissa liiketoiminnoissa jo näyttöjä antaneen johto- ja myyntitiimin konseptin kaupallistamiseen.

Panostajan ja CapManin omistuksessa ollut ja omakotitalojen putkiremontteihin keskittynyt Kotisun on myös osoittanut, että omakotitalon omistajille suunnatun remonttikonseptin teollinen

## Arvioitu\* liikevaihtojakauma 2020



## Liikevaihto maantieteellisesti 2020



# Kiertotaloustuotteet ja -palvelut 3/7

markkinointi, myynti ja toteutus ovat tuoneet hyviä tuloksia. Kotisun kasvoi ainakin Panostajan alaisuudessa (2018 asti) noin 20 %:n noin vuosivauhtia 20 %:n EBITDA-marginaalilla.

EcoUpin konsepti ei ole täysin identtinen Kotisunin kanssa ja putkiremontti on talonomistajille jossain määrin eristeremonttia kriittisempi, mutta Kotisunin historia on mielestämme silti lupaavaa EcoUpin uuden konseptin kaupallisen potentiaalin kannalta.

## Liiketoimintamalli nojaa kierrätetyn materiaalin jalostamiseen entistä arvokkaampaan muotoon

EcoUpin Kiertotaloustuotteiden ja palveluiden 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 (vrt. Ekovilla ja Iktivilla).

## Raaka-aineita ostetaan ja hankitaan muita reittejä

Ekovillaan yhtiö joutuu hankkimaan raaka-aineensa (ml. kierrätyspaperi ja muut puupohjaiset kuidut) markkinoilta, mutta pääsääntöisesti raaka-aineet pystytään hankkimaan melko läheltä eli alle 100 kilometrin säteellä tehtaista. Raaka-ainelähteitä on myös useita. Tämä rajaa saatavuusriskejä, joskin näemme, että jatkossa kilpailu kierrätysraaka-aineesta voi olla kovaa ja osassa virtoja (esim. kierrätyspaperi) tarjonta voi supistua. Vastaavasti Iktivillaan ja kuitutuotteisiin EcoUp kerää purku- tai ylijäämävillaa rakennuksilta, talotehtailta ja kierrätyskeskuksista. Näiden tuotteiden osalta raaka-aineesta ei tarvitse

maksaa tai parhaimmillaan yhtiö saa keräämistään materiaaleista palveluliikevaihtoa, mikä on tietysti houkutteleva lähtökohta marginaalien kannalta.

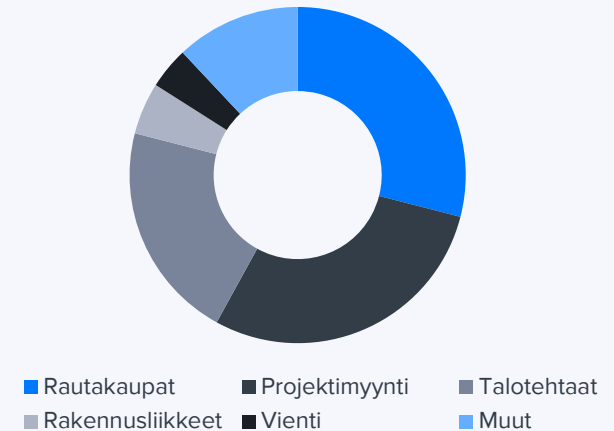
## Tuotanto on kovaa ydintä

Mielestämme perinteisen liiketoiminnan kovinta ydintä on tuotanto, jonka yhtiö hoitaa ostetuista tai kerätyistä raaka-aineista 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 tuskin pääsee nauttimaan valmistavan teollisuuden tyypillisesti korkeista skaalahyödyistä. 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 EcoUp on tällä hetkellä kapasiteettirajoitteinen ja myös raaka-ainemixiä yhtiö on viime vuosien kehitystyöllä pystynyt arviomme mukaan parantamaan.

## Asiakasrakenne on monipuolinen eikä myynti ole pelkkää kertakauppaa

EcoUp myy tuotteensa rautakaupoille, talotehtaille, rakennusliikkeille ja projekteihin erityyppisille asiakkaille. Viennin osuus on pieni. Arviomme mukaan yhtiöllä ei ole Kiertotalousteknologiassa tai palveluissa huomattavan merkittävistä

## Liikevaihto asiakasaluettain 2020



## Liikevaihto sopimuksittain 2020



# Kiertotaloustuotteet ja -palvelut 4/7

yksittäisistä asiakkaista kumpuavia riskikeskittymiä. Lisäksi EcoUpin tuotteita ja palveluita päätyy sekä sykliseen uudisrakentamiseen että toisaalta tuntuvilta osin vakaampaan korjausrakentamiseen. Kokonaisuutena emme pidä EcoUpin portfolioa huomattavan syklisenä, mutta toisaalta täysin vakaa volatiliini rakentamiseen liitännäinen liiketoiminta ei tietenkään ole.

EcoUpilla on myyntiä sekä välikäsille (esim. tukkurit ja rautakaupat) että suoraan loppukäyttäjälle ja toiminnan logiikka huomioiden pidämme molempia myyntikanavia yhtiölle yhtä tärkeinä, vaikka suoramyynnissä hinnoitteluvoima ja marginaaliprofiili voi olla hieman välikäsille päätyvää myyntiä parempi. Arviomme mukaan yhtiön myynnistä noin 60 % on vuosisopimukseen tai jatkuviin sopimukseen pohjautuvaa myyntiä, kun taas loput tulee projektimyynnistä ja kertatoimituksista. Siten näkyvyys liiketoimintaan pitäisi olla kohtuullinen, vaikka rakennusallalle tyypillisesti kysynnässä onkin jonkun verran varianssia. Hintojen arviomme olevan pääosin melko vakaita, sillä EcoUpin tuotteet ovat kilpailijoita kalliimpia premium-valintoja. Raaka-aineiden hinnoilla ja kilpailutilanteella voi olla tiettyä vaikutusta hinnoitteluun ja luonnollisesti hintojen muutoksen vipu EcoUpin marginaaleihin on merkittävä. Palveluita EcoUp myy arviomme mukaan tarpeen mukaan eri myyntikanaviin ja asiakkaille.

## Myyntikatteen ovat korkeita teolliselle yhtiölle

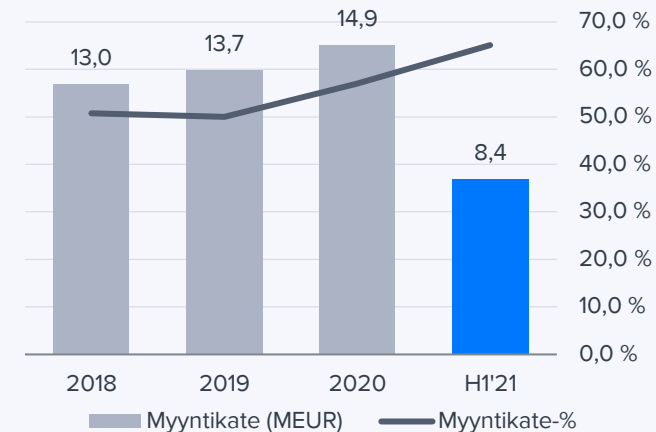
Numeroiden valossa EcoUpin liiketoiminnan rakenne ja liiketoimintamalli eivät ole

teollisuusyhtiölle aivan tyypillisiä. Raaka-aineiden hankintalogiikoiden ja palveluiden merkittävän osuuden takia EcoUpin Kiertotaloustuotteiden ja palveluiden myyntikatteen ovat teollisuusyhtiölle korkealla 50-60 %:n tasolla (viime aikoina kehitys on ollut nousujohteista). Toisaalta henkilöstökulut ovat korkeahkolla tasolla noin 20 %:ssa liikevaihdosta ja myös liiketoiminnan muut kulut ovat edellisen kanssa jokseenkin samalla tasolla (arviot ovat karkeita, sillä raportoiduissa luvuissa on myös Kiertotalousteknologialle kuuluvia kuluja). Näin ollen kulurakenne on arviomme mukaan kokonaisuutena melko kiinteä ja arviomme mukaan Kiertotaloustuotteiden ja palveluiden kuluista 30-35 % on lyhyellä tähtäimellä kiinteitä, kun taas loput 65-70 % ovat muuttuvia kuluja. Korkea myyntikate ja todennäköisesti melko kiinteä kulurakenne huomioiden näemme Kiertotaloustuotteissa ja -palveluissa tiettyä skaalautumisen varaa, sillä ainakaan nykyisten tehtaiden kapasiteetin nostojen ei pitäisi arviomme mukaan kohottaa tuotannon henkilöstökuluja ja tehtaiden muita kuluja samassa suhteessa.

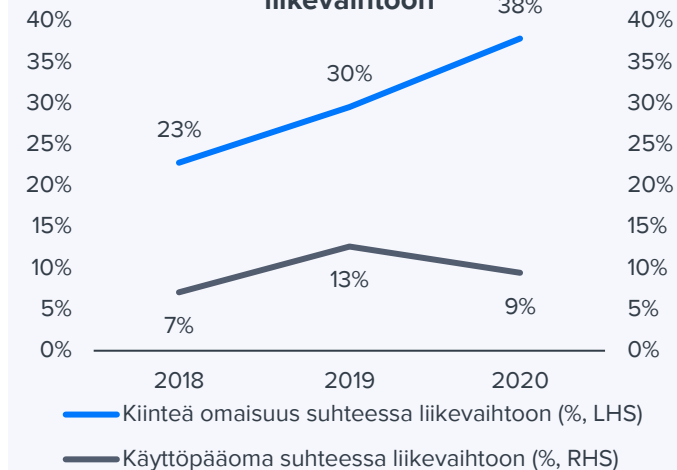
## Yhtiö sitoo teollisuudelle tyypillisesti pääomaa

Arviomme mukaan EcoUpin taseen pääomista valtaosa on sitoutunut Kiertotaloustuotteisiin ja -palveluihin, vaikka konsernitaseessa on toki Kiertotalousteknologialle kuuluvaa aineetonta omaisuutta ja hieman kiinteää omaisuutta Tarvasjoen tehtaaseen liittyen. Viime vuosina EcoUpin kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon on ollut 30-40 %:ssa, mikä peilaa liiketoiminnan sitovan jossain määrin pääomaa luonnetta. Tämä on valmistavalle teollisuudelle tyypillistä.

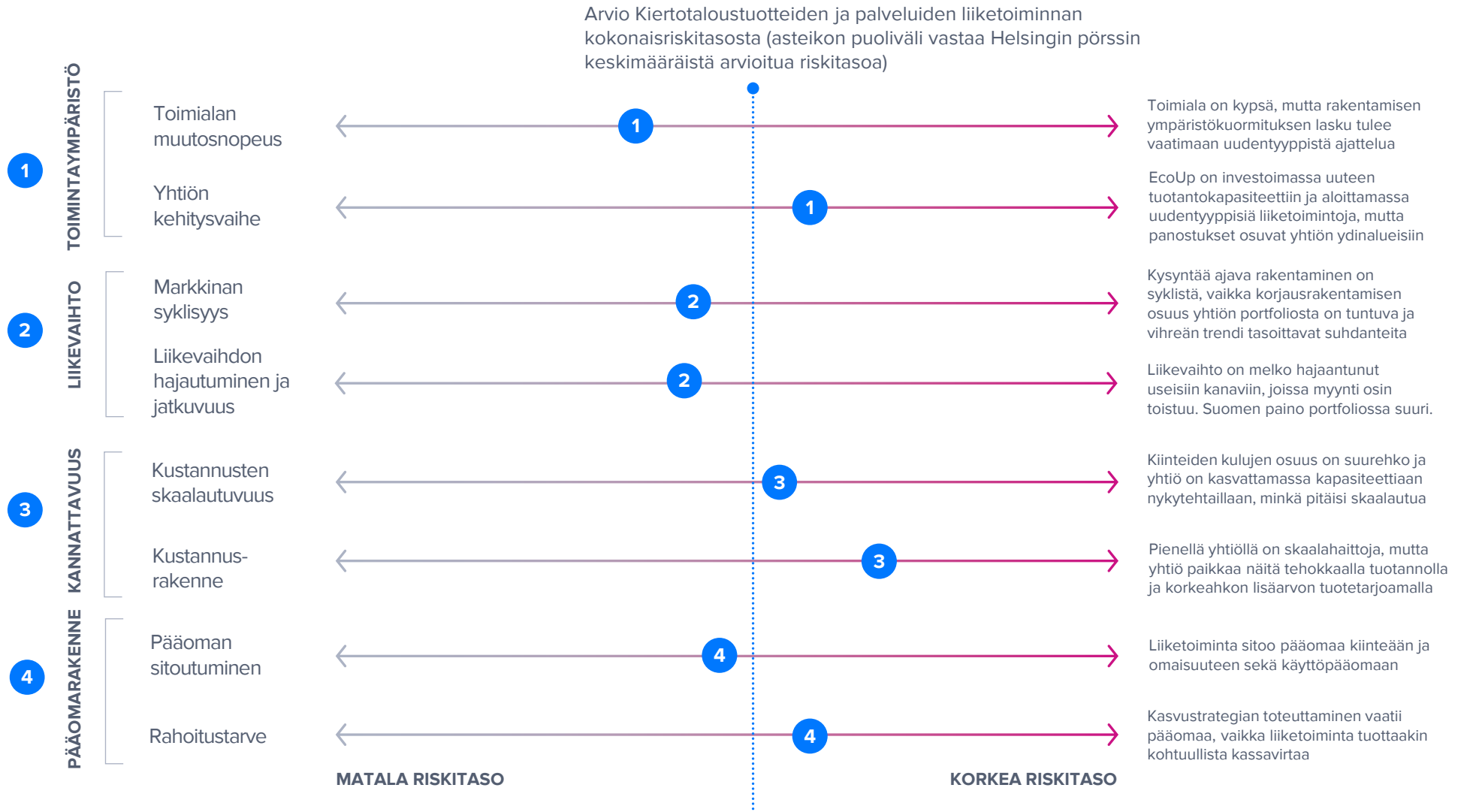
## Myyntikatteen ja myyntikate-%:n kehitys



## Pääomien sitoutuminen suhteessa liikevaihtoon



# Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden liiketoimintamallin riskiprofiili



# Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden strategia



## Liiketoiminnan perustan rakentaminen

- Konsernirakenteen muodostaminen ja palvelupuolen (ts. raaka-ainehankinta) täydennys UIP:n ostolla
- Tuotannon raaka-ainetehokkuuden parantaminen ja –pohjan laajentaminen
- Uusien liiketoimintojen suunnittelu ja kasvuaihioiden valmistelu
- Vähähiilisyys konsernistrategian ytimeen

## Kasvuvaihe

- Levytuotannon kapasiteetin tuplaaminen pullonkaulainvestoinneilla
- Kuluttajien eristeremonttikonseptin lanseeraaminen
- Vientitoimitusten harkittu kasvattaminen
- Panostus korkean lisäarvon tuotteisiin (mm. akustiikkatuotteet ja asfalttikuidut)
- Kannattavuuden parantaminen kasvu ja kiinteä kulkurakenteen maltillisen skaalautumisen kautta

## Kasvun laajentaminen

- Vuosien 2021-2024 jaksoa rauhallisempi mutta markkinoita nopeampi kasvu Suomessa
- Korkean kannattavuuden ylläpito
- Kansainvälisten mahdollisuuksien harkitseminen
- Mahdolliset uudet kiertotaloustuotteet

## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- Tuotteet ja palvelut sekä tuotanto- ja raaka-ainehankinta on yhdistetty kokonaisuudeksi
- Nykyinen levykapasiteetti on myyty täyteen
- Tuotanto on hiilinegatiivista
- Kestävä raaka-ainepohja on laajennettu
- Kuluttajien eristeremonttikonsepti on pilotoitu ja tiimi on rekrytoitu
- Kiertotalousteknologian tuotekehityksen osittainen rahoittaminen liiketoiminnan rahavirralla

### Lähitulevaisuus 1-3v

- Levyinvestointien läpivienti ja uuden kapasiteetin myynti sekä tuotantotehokkuuden nosto (ts. kiinteiden kulujen skaalautuminen)
- Asiakaspuhjan laajentaminen
- Kuluttajien eristeremonttikonseptin nopea kasvattaminen
- Rekrytoinnit tuotantoon sekä kaupalliselle puolelle
- Tuoteportfolion jatkuva parantaminen ja vähähiilisuuden markkinointi
- Resurssien tehokas hyödyntäminen
- Isojen investointien (ts. uusi tehdas) välttäminen

### Seuraavat 5 vuotta

- Aseman säilyttäminen ekologisimpana eristemateriaalivaihtoehtona Suomessa
- Skaalaetujen hakeminen
- Uusien tuotteiden kehittäminen ja kaupallistaminen asteittain

# Kiertotaloustuotteet ja -palvelut 5/7

Luonnollisesti liiketoiminnan kasvattaminen sitoo lisää pääomaa tehtaisiin, joskin nykYTEHTAIDEN pullonkaulainvestointien osalta pääoman sitoutuminen on uusinvestointeja selvästi maltillisempaa. Lisäksi pääomia sitoutuu käyttöpääomaan. Ostovelat ja myyntisaamiset yhtiö on pystynyt pienestä koostaa huolimatta pitämään jokseenkin tasapainossa pitkässä juoksussa, mutta varastoa Kiertotaloustuotteisiin ja -palveluihin sitoutuu arviomme mukaan karkeasti 10 % liikevaihdosta. Siten liiketoiminta ei ole mielestämme erityisen pääomakevyttä, mutta prosessiteollisuuden pääomaintensiteetistä (ml. pitkän ajan investointitarpeet) ei EcoUpin tapauksessa toki puhuta.

## Taloudelliset tavoitteet

EcoUpin taloudellisten tavoitteiden mukaan Kiertotaloustuottein ja -palveluiden liikevaihdon pitäisi olla vuonna 2024 vähintään 45 MEUR. Tämä vastaa noin 15 %:n vuosittaista kasvua liiketoiminnalla vuosina 2021-2024. Tavoite on merkittävästi markkinakasvun yläpuolella, mutta toisaalta yhtiön investointisuunnitelmiin (mm. levykapasiteetin tuplaus) ja kuluttajien eristeremonttikonseptin potentiaaliin peilattuna emme pidä tavoitetta lainkaan utopistisena. Arviomme mukaan tavoitteen toteutuminen kuitenkin vaatii sitä, että vihreä trendi lähtee jo lähivuosina kunnolla etenemään ja tukee yhtiön puupohjaisten ja kierrätysmateriaalista tehtyjen tuotteiden kysyntää ja/tai kuluttajakonsepti lentää.

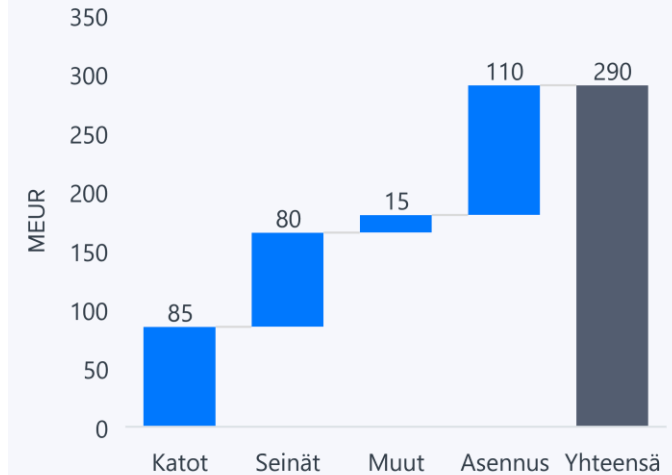
Kannattavuuden osalta EcoUp ei ole antanut Kiertotaloustuotteille ja -palveluille omaa tavoitetta

vaan konsernina yhtiö tavoittelee keskipitkällä aikavälillä yli 20 %:n EBITDA-%. Arviomme mukaan yhtiön pitäisi vähintään ylittää konsernitavoitteeseen Kiertotaloustuotteissa ja -palveluissa, joka on keskipitkällä tähtäimellä varsin todennäköisesti konsernin suurempi liiketoiminta. Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden korkeat myyntikatteet ja kiinteän kulurakenteen tietty skaalautumisvara huomioiden pidämme myös kannattavuustavoitetta realistisena, mutta sen toteutuminen vaatii näkemyksemme mukaan joko kasvua tai voimakasta fokusta marginaaleihin. Jälkimmäistä emme usko yhtiön lähivuosina olevan valmis hakemaan sen pitkälle tähtäimelle asettamien arvionluontirajoitteiden takia, joten kasvu on avainroolissa myös yksikön kannattavuustavoitteiden perspektiivistä.

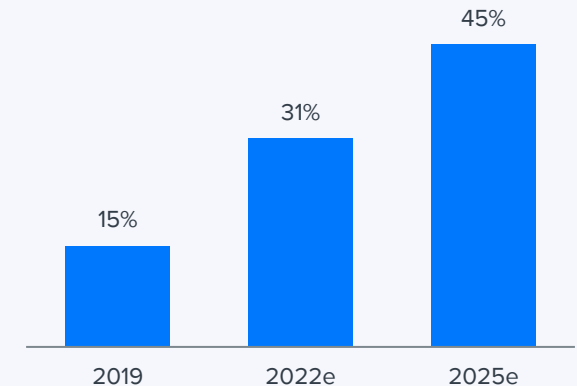
## Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden markkina

EcoUpin eri markkinalähteisiin (mm. RTS) pohjautuvien arvioiden mukaan Suomen eristemateriaalimarkkinan koko oli viime vuonna 320 MEUR ilman palveluita. Koska EcoUpin tuoteportfolio ei ainakaan vielä sovellu erityisen hyvin 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 on myös eristeisiin liittyvät palvelut, joiden markkinakoon EcoUp on arvioinut olevan noin 110 MEUR Suomessa. Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden relevantti saavutettavissa oleva markkina on siten Suomessa yhteensä 290 MEUR.

## Eristemarkkinan jakautuminen



## Puurakentamisen markkinaosuus julkisesta rakentamisesta Suomessa



# Kiertotaloustuotteet ja -palvelut 6/7

Ekovillan paloluokitusta parantamalla korkeisiin rakennuksiin soveltuvaksi markkinakokoa on mahdollista laajentaa nykyiseltä tasolta.

Lisäksi kuluttajien eristeremonttikonseptille potentiaalisia omakotitaloja lähivuosina on yhtiön mukaan Suomessa 230 000, mikä tekee kokonaismarkkinan arvoksi tyypillisellä noin 7000 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.

## Pitkän ajan markkinakasvuolettama on rajallinen

Koko eristemarkkinan kasvun taustalla on rakennusvolyymi 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 olettamaa peilaten arviomme mukaan maltillisella noin 1-2 %:n tasolla, mutta lähivuosina koronakuopasta toivuttaessa kasvunäkymä voi olla syklistisesti hieman pirteämpi. Kasvatavat energiatehokkuusvaatimukset voivat nostaa vielä lievästi eristevahvuuksia, 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%), mutta merkittävää vetoapua emme tätä kautta usko yhtiön saavan markkinan kasvusta. Näin ollen yhtiön kasvupotentiaali pelkästään markkinan mukana on ajan yli rajallinen ja selkeäksi kasvuliiketoiminnaksi

profiloitumiseksi Kiertotaloustuotteiden ja – palveluiden pitkäkin mielestämme pystyä valtaamaan markkinaosuutta muilta toimijoilta.

## EcoUpin markkinaosuus antaa mahdollisuuksia

Kun huomioidaan, että EcoUpin viime vuoden 26 MEUR:n liikevaihto tuli perinteisistä tuotteista ja palveluista sekä Suomesta, yhtiöllä on nyt relevantista kohdemarkkinasta karkeasti 9 %: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 2024 tavoitteiden mukainen Kiertotaloustuotteiden ja –palveluiden 45 MEUR:n liikevaihto pitäisi markkinaosuuden alle 15 %:ssa. Kypsällä ja kilpaillulla markkinalla markkinaosuusvoitot ovat kiven takana ja vaativat vahvaa strategiaa ja kilpailukykyistä tarjoamaa.

## Lainsäädäntö tukee yhtiön asemoitumista

Arviomme mukaan rakennusmarkkinalla keskeisimpiä trendejä lähivuosina ovat ilmastomuutos, tuottavuuden parantaminen ja kaupungistuminen. Kaupungistuminen on pitkäaikainen globaali trendi, kun taas tuottavuuden parantaminen on ollut suomalaisten rakennusyhtiöiden agendalla jo pitkään alan osin vaatimattoman kannattavuuskehityksen takia. Näihin trendeihin EcoUp on asemoitunut mielestämme jokseenkin neutraalisti suhteessa koko toimialaan, sillä yhtiöllä on liiketoimintaa Suomen kasvukeskuksissa ja yhtiön tuotteet sopivat tuottavuuden parantamisessa yhtenä

työkaluna olevaan modulaariseen rakentamiseen.

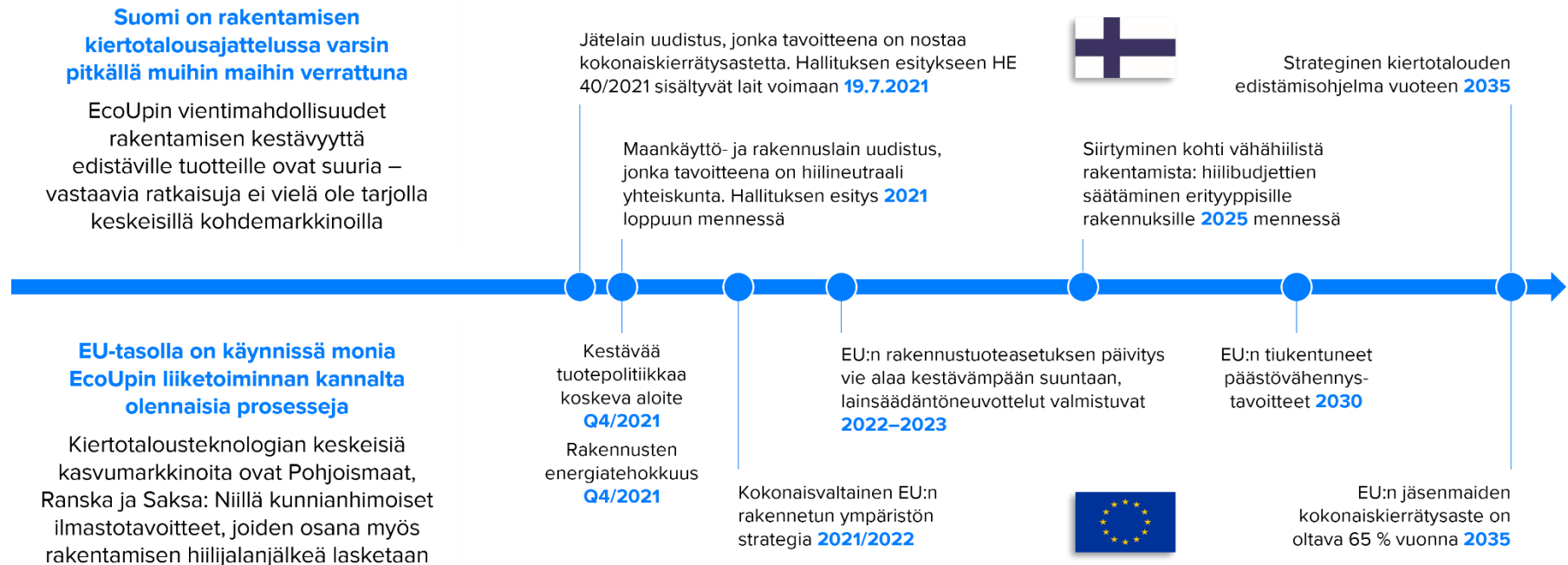
Parhaiten EcoUp on kuitenkin mielestämme asemoitunut trendeistä ilmastonmuutokseen, johon liittyy oleellisesti mielestämme myös kiertotalous (ts. neitseellisten materiaalien käytön vähennys). Ilmastonmuutosta heijastellen myös hiiltä varastoiva puurakentaminen on nostamassa päätään ja puun odotetaan voittavan markkinaosuutta muilta rakennusmateriaaleilta markkinan sisällä. Tämä sopii EcoUpille, sillä Ekovillan vahvuudet korostuvat juuri puutaloissa, joissa haetaan usein hengittävyttä, korkeaa sisäilman laatua ja vähähiilistä materiaaliratkaisua.

Ilmastonmuutoksen hillitseminen on herättänyt sekä poliitikot että kuluttajat. Näistä ensimmäiset pyrkivät tulppaamaan ilmastonmuutosta lainsäädännön kautta, kun taas jälkimmäinen ryhmä äänestää yhä useammin lompakollaan. EU on säätänyt kunnianhimoisen ja tiukentuneen tavoitteen hiilipäästövähennyksistä vuodelle 2030 ja kierrätysasteen nostamisesta 65 %:iin (nyt alle 40 %) vuoteen 2035 mennessä. Lisäksi Suomessa on kansallisia tavoitteita. Toisaalta kuluttajien halu valita ympäristön kannalta vähemmän rasittavia ratkaisuja on noussut kuluttajaliiketoiminnossa voimakkaasti ja näkyvästi viime vuosina. Pidämme todennäköisenä, että tämä voima alkaa vaikuttaa myös asumisessa ja rakennusalalla. Arviomme mukaan molemmat kulmat tukevat voimakkaasti EcoUpin hiilinegatiivisten ja kierrätysmateriaaleista tehtyjen tuotteiden näkymiä. Näiden trendien ansiosta näemme yhtiöllä olevan edellytyksiä Suomessa selvään markkinaosuuden kasvuun seuraavan vuosikymmenen aikana.



# Kiertotalouteen liittyvä lainsäädäntö ja sääntely Suomessa ja EU:ssa

**EcoUpin molemmat liiketoiminnot ovat päästövähennys ja kierrätystrendien solmukohdassa myös lainsäädännön ja sääntelyn näkökulmista**





# Kiertotaloustuotteet ja -palvelut 7/7

## Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden 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 yhdysvaltalaista pörssiyhtiö Owens Corningia. Finnfoam on sen sijaan suomalainen yhtiö, jonka liikevaihto on ollut viime vuosina 50 MEUR:n kokoluokassa. Saint-Gobain, Rockwool ja Paroc ovat keskittyneet lasi- ja kivipohjaisten mineraalivillojen tuottamiseen lähinnä neitsytmateriaalista, kun taas Finnfoamin tuoteportfolio on muovipohjainen. Näin ollen kilpailijoiden tuoteportfolioiden rakenne eroaa huomattavasti EcoUpista, vaikka eri tuotteet kilpailevatkin suoraan keskenään samassa loppukäyttösovelluksessa.

Arviomme mukaan Saint-Gobainin, Rockwoolin ja myös Parocin vahvuudet ovat suuruuden ekonomiassa, korkeassa teknologisessa kyvykkyydessä ja mineraalivillatuotteiden yleisissä hyödyissä. Finnfoam on taas EcoUpin tavoin paikallinen niche-peluri. 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. Siten EcoUp on selvässä haastajan asemassa, mutta toisaalta yhtiön asemoituminen ilmastonmuutostrendiin on pääkilpailijoita parempi. Siten yhtiöllä pitäisi olla edellytyksiä napsia markkinaosuuksia kaikilta kilpailijoilta lähivuosina.

EcoUpin taloudellisen tuloksen peilaaminen

kilpailijoihin on haastavaa, sillä niiden Suomen yksiköiden tuloksista ei ole relevanttia tietoa. Lisäksi Saint Gobainissa ja Owens Corningissa on paljon muiden materiaalien tuotantoa. Kivivillan keskittynyt Rockwool on sen sijaan vuosina 2011-2020 pystynyt kasvamaan konsernitasolla noin 5 %:n vuosivauhtia keskimäärin 17 %:n EBITDA-%:lla ja 10 %:n EBIT-%:lla. Kannattavuuden osalta Rockwoolin trendi on myös nousujohteinen. Mielestämme Rockwoolin kasvu peilaa eristemarkkinan tervettä kasvuvuorua (hieman BKT-kasvua nopeampi kasvu) ja toisaalta kannattavuus osoittaa toimialan marginaalipotentialin olevan melko hyvä (mineraalivillatuotanto sitoo toki paljon pääomaa). Niche-verrokki Finnfoamin liikevaihto on sen sijaan viimeisen 5 vuoden aikana kehittynyt melko vakaasti ja voimakkaasti heilunut EBIT-% on ollut keskimäärin niin ikään noin 10 %. Näin ollen Suomen markkina ei arviomme mukaan eroa huomattavasti alan globaalista dynamiikasta.

EcoUpin suoritus on viime vuosina ollut mielestämme jokseenkin vertailukelpoinen suhteessa Finnfoamiin ja jäänyt hieman globaalista verrokista Rockwoolista. Numeroiden vertailu ei mielestämme indikoi, että EcoUpilla olisi tuntuvia kilpailuhaittoja suhteessa verrokkeihin, mutta toisaalta toimialaa vahvemmalla track-recordilla EcoUp ei pääse toistaiseksi pullistelemaan. Myös yhtiön taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme järkevässä suhteessa verrokkien numeroihin peilattuna, joskin kannattavuustavoitteet toteutuessa Kiertotaloustuotteet ja -palvelut olisivat marginaalivertailussa toimialan kärkipäätä. Lisäksi kasvutavoitteiden saavuttaminen vaatii selkeitä markkinaosuuksivoittoja.

## Rockwoolin kehitys 2011-2020



# Kiertotalousteknologia 1/6

## Kiertotalousteknologia lyhyesti

Kiertotalousteknologia on EcoUpille uusi liiketoiminta, joka on ollut tuotekehitysvaiheessa useamman vuoden eikä liiketoiminta kerryttänyt vielä liikevaihtoa vuonna 2020. Tuotekehitystyötä Kiertotalousteknologian parissa on tehnyt arviomme mukaan noin 10 henkilöä ja kehitystyötä on viime vuosina rahoitettu Kiertotaloustuotteiden ja palveluiden rahavirralla sekä ulkoisella rahoituksella. Arviomme mukaan yhtiö on sijoittanut kehitystyöhön joitakin miljoonia euroja, vaikka tarkkaa kumulatiivista summaa ei olekaan avattu. Sijoitukset ovat osin rasittaneet konsernin tulosta viime vuosina ja osaltaan kasvattaneet investointien ja aktivointien kautta kiinteää ja aineetonta omaisuutta EcoUpin taseessa.

Viime vuonna EcoUp pystyi osoittamaan kehittämiensä teknologian toimivan teknisesti purkuvillan käsittelyssä ja vuoden 2021 alussa yhtiö sai valmiiksi Tarvasjoelle Varsinais-Suomeen teollisen mittakaavan pilottilaitoksen, jonka yhtiö omistaa itse. Tänä vuonna EcoUp on aloittanut teknologian markkinoinnin ja myynnin Euroopassa. Lisäksi yhtiö on saanut ensimmäiset liikevaihtoeuronsa oman tehtaansa prosessoiman materiaalin myynnistä. Seuraavana vaiheena EcoUpilla on Kiertotalousteknologiassa edessä mineraalivillan pohjautuvan sovelluksen kaupallistaminen Euroopan markkinalle lisensointiin nojaavalla liiketoimintamallilla. Kehitetty teknologia ei kuitenkaan ole materiaalirajoitteinen vaan tuotekehitystyön kautta se on mahdollista saada toimimaan myös muilla raaka-aineilla (esim. betoni) ja myös markkina-

tämäntyyppiselle teknologialle on pitkällä tähtäimellä tietenkin globaali.

## Kiertotalousteknologia pohjaa uudentyypiseen tekniseen ratkaisuun

Käytännössä EcoUpin teknologia nojaa Ekovillan ja lkvillaan valmistuksen tavoin nykyään jätteeksi päätyvän materiaalin käsittelyyn teollistetulla upcycling-prosessilla, jonka lopputuotteena on korkean lisäarvon geopolymeeri tai muu raaka-aine. Asiakkaiden olisi siis teknologian avulla mahdollista välttää kaatopaikkamaksut sekä toisaalta saada lisätuloa lopputuotteen myynnistä ja pienentää omaa ympäristökuormitustaan. Potentiaalisia asiakkaita Kiertotalousteknologialle ovat arviomme mukaan suuria materiaalivirtoja jo nyt käsittelevät toimijat, kuten rakennusyhtiöt, talotehtaat, teollisuus ja kierrätyspalveluiden tarjoajat (vrt. esim. Lassila&Tikanoja Suomessa).

Prosessissa materiaalin käsittelyn hoitaa yhtiön kehittämä laitteisto, joka puhdistaa ensin sinne syötetyn jäteraaka-aineen. Puhdistuksen jälkeen raaka-aine jauhetaan erittäin pieneen partikkelikokoon, josta muodostuu kemiallisten menetelmien kautta tavoiteltu lopputuote. Prosessi tarvitsee kaksi operaattoria ja se on yhtiön mukaan energiatehokas. EcoUp ei ole avannut laitteiston ja siihen liitännäisten lisenssien hintoja ja ne voivat myös vaihdella toimituksen laajuudesta riippuen. Arviomme mukaan investointikustannus yhdelle laitteistolle ja siihen liitännäisille lisensseille alkaa muutamista sadoista tuhansista ja yltyä joihinkin miljooniin euroihin. Näin ollen kyseessä ei ole valtava investointi asiakkaalle sen paremmin



## Kiertotalousteknologia

- Teknologia on kehitetty toimivaksi viime vuosina
- Prosessoitava raaka-aine on toistaiseksi purkuvilla
- Teknologia sopii muillekin materiaaleille
- Patentointiprosessi on loppuvaiheessa Suomessa
- Liiketoiminnassa työskentelee arviolta 10 henkeä
- Liikevaihto on vielä vähäistä
- Tulos on vielä tappiollinen alhaisen myynnin takia
- Edessä on kaupallistamisvaihe
- Ansainta: laitteet, lisenssit, rojalit ja huolto
- Päämarkkina-alueena on alkuun Eurooppa

# Kiertotalousteknologian toimintaperiaate ja asiakkaan liiketoimintamalli

## EcoUpin innovaatio on teollinen upcycling-prosessi, jolla voidaan valmistaa jättemateriaalista korkeamman jalostusarvon geopolymeerejä ja raaka-aineita

Asiakas toimittaa jättejakeen tuotantoon  
Jättejakeesta peritään porttimaksu (vrt. asiakkaan vaihtoehtoiskustannus on kaatopaikkamaksu)

Prosessi on energiatehokas, mikä on kilpailuetu. Operointiin tarvitaan kaksi työntekijää, joten kokonaisuutena käyttökulut ovat kohtuulliset.

Lopputuote voidaan myydä raaka-aineeksi esimerkiksi sementin korvaavan tuotteen, betonin, tiilien tai asfaltin valmistukseen. Lopputuotteen hinta on kilpailukykyinen uusiomateriaaliin nähden.

EcoUp on hakemassa Suomessa ja/tai Euroopassa patenttisuoja ja sekä teknologialle että menetelmille, joilla lopputuotteita valmistetaan



**Teollinen laite, jonka investointi- ja operointikulut on kohtuulliset**



**Jopa 90 % vähemmän materiaaleja kaatopaikalle**



**Kalliiden neitseellisten raaka-aineiden käytön vähentäminen**



**Lopputuotteet jalostusarvon nousu tukee liiketoimintaa**

# Kiertotalousteknologia 2/6

investointikustannusten tai operatiivisten kulujen osalta, mutta laitteiston käyttöönotto vaatii toki uudentyypisen ajattelun omaamista sekä todennäköisesti myös muutoksia materiaalivirtojen hallintaan.

Lopputuotteet soveltuvat esimerkiksi sementin korvikkeeksi tai betonin, tiilien ja asfaltin valmistukseen korvaamaan neitseellistä materiaalia. EcoUpin mukaan Kiertotalousteknologialla jalostettu lopputuote on korkeintaan neitseellisen materiaalin hintainen, mikä olisi linjassa EcoUpin konsernistrategian kanssa, jossa yhtiön kiertotalousratkaisujen pitää olla kilpailukykyisiä. Asiakkaan perspektiivistä laitteiston käyttöönoton houkuttelevuutta lisää myös se, että raaka-aineesta ei lähtökohtaisesti tarvitse maksaa vaan jätteen tuottaja toimittaa sen laitteiston läheisyyteen ja maksaa porttimaksun (vrt. vaihtoehtokustannus on kuljetus kaatopaikalle ja kaatopaikkamaksu). 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)

## Sama EU:n lainsäädäntö tukee myös Kiertotalousteknologiaa

Kiertotalousteknologian kaupallisen potentiaalin perusta nojaa mielestämme voimakkaasti EU:n tuoreeseen lainsäädäntöön, jonka mukaan materiaalin kierrätysaste pitäisi nostaa nykyisestä alle 40 %:sta 65 %:niin vuoteen 2035. Tavoite on kova ja sen saavuttamiseksi investointien pitäisi ohjautua voimakkaasti kiertotaloutta tukeviin ratkaisuihin mielestämme jo nähtävissä olevassa

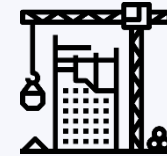
tulevaisuudessa. Lisäksi huomioitavaa on, että rakennusala on kierrättämisen osalta varsin alikehittynyt, sillä esimerkiksi vaikeasti käsiteltävästä ja kierrätettävästä purkuvillasta yli 90 % päätyy edelleen kaatopaikoille Euroopassa. Näin ollen yhtiön Teknologialla on kyky vastata konkreettiseen ongelmaan, jonka ratkaisuun voimassa oleva lainsäädäntö kannustaa.

## Liiketoimintamalli nojaa lisensointiin

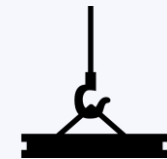
Vaikka EcoUp on rakentanut Suomeen itse teknologiaa hyödyntävän laitteiston ja Tarvasjoen tehdas tulee toimimaan sopimusvalmistajana myös jatkossa, tuotanto ei kuulu Kiertotalousteknologian liiketoimintamallin runkoon. Tämä on mielestämme loogista ja myös välttämätöntä, sillä omien tuotantolaitosten kansainvälinen lisääminen vaatisi huomattavia pääomia ja muita resursseja, joita EcoUpilla ei ole eikä niitä ole kohtuulliseen hintaan hankittavissakaan. Kiertotalousteknologiassa EcoUp pyrkii siis olemaan teknologiayhtiö, joka myy lopputuotteen sijaan laitteita ja lisenssejä asiakkailleen. Lisäksi EcoUpille voi kertyä liikevaihtoa voi kertyä esimerkiksi huolloista ja asiakkaan tuotantoon pohjautuvista rojalteista.

Luonnollisesti EcoUp ei ala myöskään valmistavaksi konepajaksi vaan komponenttien valmistamisen hoitavat yhtiön omat alihankkijat. Käsityksemme mukaan komponenttien valmistus ei sinällään ole huomattavan monimutkaista vaan siihen kykenee EcoUpin piirustuksilla ja ohjeilla helposti tavanomainen konepajayritys, joita löytyy Suomesta ja etenkin Euroopasta hyvin iso määrä. Kokoonpanon EcoUp aikoo esitteen mukaan

## Potentiaaliset asiakasryhmät



**Rakennusyhtiöt**  
(vrt. Suomessa esim. YIT)



**Rakennusmateriaalivalmistajat**  
(vrt. Suomessa esim. Paroc)



**Rakennusmateriaalivalmistajat**  
(vrt. Suomessa esim. L&T)

# Kiertotalousteknologia 3/6

hoitaa IPR-syistä itse, mikä vaatii uudentyypin osaamisen saamista yhtiön.

## Myyntikatteet voivat olla erittäin korkeita

Teknologianyhtiön liiketoimintamalli on mielestämme selkeä valinta EcoUpille, sillä se on pääomakevyt ja skaalautuva. Arviomme mukaan lisensoinnissa, jonka on listautumisesitteen perusteella tarkoitus olla Kiertotalousteknologian liiketoimintamallin runko, myyntikatteet nousevat hyvin lähelle 100 %, sillä olemassa olevan IPR:n luovuttaminen asiakkaalle ei juuri muuttuvia lisäkuluja aiheuta. Alihankittavien laiteomistusten osalta yhtiölle syntyy myös materiaali- ja palvelukuluja, mutta toisaalta laitteita sisältävien toimitusten liikevaihtopotentiaali on suurempi. Arviomme mukaan tällä liiketoimintamallilla EcoUpin on Kiertotalousteknologiassa mahdollista saavuttaa lähes ohjelmistoyhtiön verrannollinen skaalautuvuus, jos myynnin kasvattaminen onnistuu 2020-luvun aikana suunnitellusti.

Korkeiden myyntikatteiden vastapainoksi Kiertotalousteknologiassa on arviomme mukaan korkeat kiinteät kulut. Lähivuosina yhtiön pitää panostaa vielä huomattavasti esimerkiksi myynti- ja tuotekehityshenkilöstöön. Kiertotalousteknologiassa palkattava henkilöstö on myös arviomme mukaan selvästi konsernin keskiarvoa kalliimpaa, sillä sekä teknologian myynti että jatkuva kehitystyö vaativat erittäin korkeaa osaamista ja koulutusta. Lisäksi teknologian kaupallistaminen, tuotekehityksen jatkaminen ja IPR:n suojaaminen nostavat myös muita kuluja. Myös poistot voivat olla alkuvaiheessa suuret, sillä arviomme mukaan yhtiö

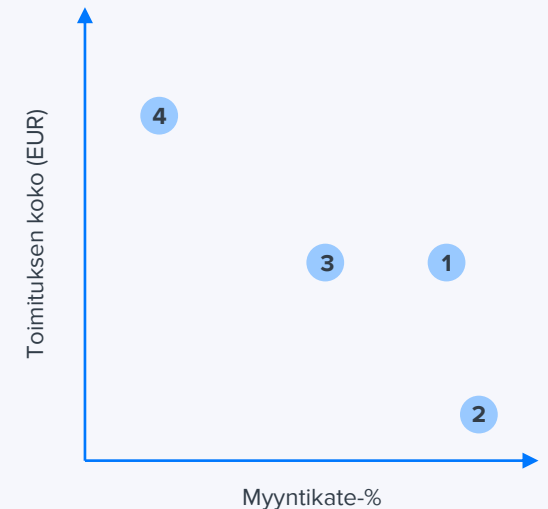
tulee aktivoimaan tuotekehityksen kuluja jatkossakin ja ennen pitkää näitä investointeja aletaan poistamaan. Näin ollen odotamme Kiertotalousteknologiasta on odotettavissa arviomme mukaan tappiollisia tuloksia ja selvästi negatiivista kassavirtaa ennen kuin liikevaihto ehtii saavuttamaan tietyn kriittisen massan. Tarkkaa analyysiä on kuitenkin jälleen vaikea tehdä, sillä kaikki Kiertotalousteknologian kulut, tappiot ja investoinnit ovat sisällä konsernin numeroissa.

Haittapuolena valitussa liiketoimintamallissa on mielestämme se, että asiakkaalle teknologian ostaminen ja käyttöönotto on tietyn tasoinen riski. Siten teknologian myyminen voi arviomme mukaan olla hitaampaa ja vaikeampaa kuin markkinoiden löytäminen lopputuotteelle olisi (vrt. skenaario, jossa yhtiö omistaisi teknologiansa käyttävät laiteistonsa myös ulkomailla). Lisäksi laitteita sisältävien teknologiaprojektien toimittaminen voi arviomme mukaan aiheuttaa tulevaisuudessa tiettyjä rahoitushaasteita tulojen ja kulujen eriaikaisuuden takia, mutta emme usko näiden hallinnan olevan huomattavan vaikeaa.

## Seuraavana edessä on kaupallistamisvaihe

Onnistuneen tuotekehityksen jälkeen yhtiöllä on lähivuosina edessä teknologian kaupallistaminen. Lisäksi tuotekehitystä jatketaan ja IPR:ää suojataan. Kiertotalousteknologiassa ei ole vielä kaupallistamisesta konkreettisia näyttöjä, sillä puhdasta teknologia-liikevaihtoa ei ole kertynyt ja myös Tarvasjoen valmiin tuotteen myynti on ollut vähäistä. Listautumisesitteen perusteella yhtiöllä on käynnissä useita neuvotteluja eri asiakkaiden kanssa teknologian toimittamisesta ja johto

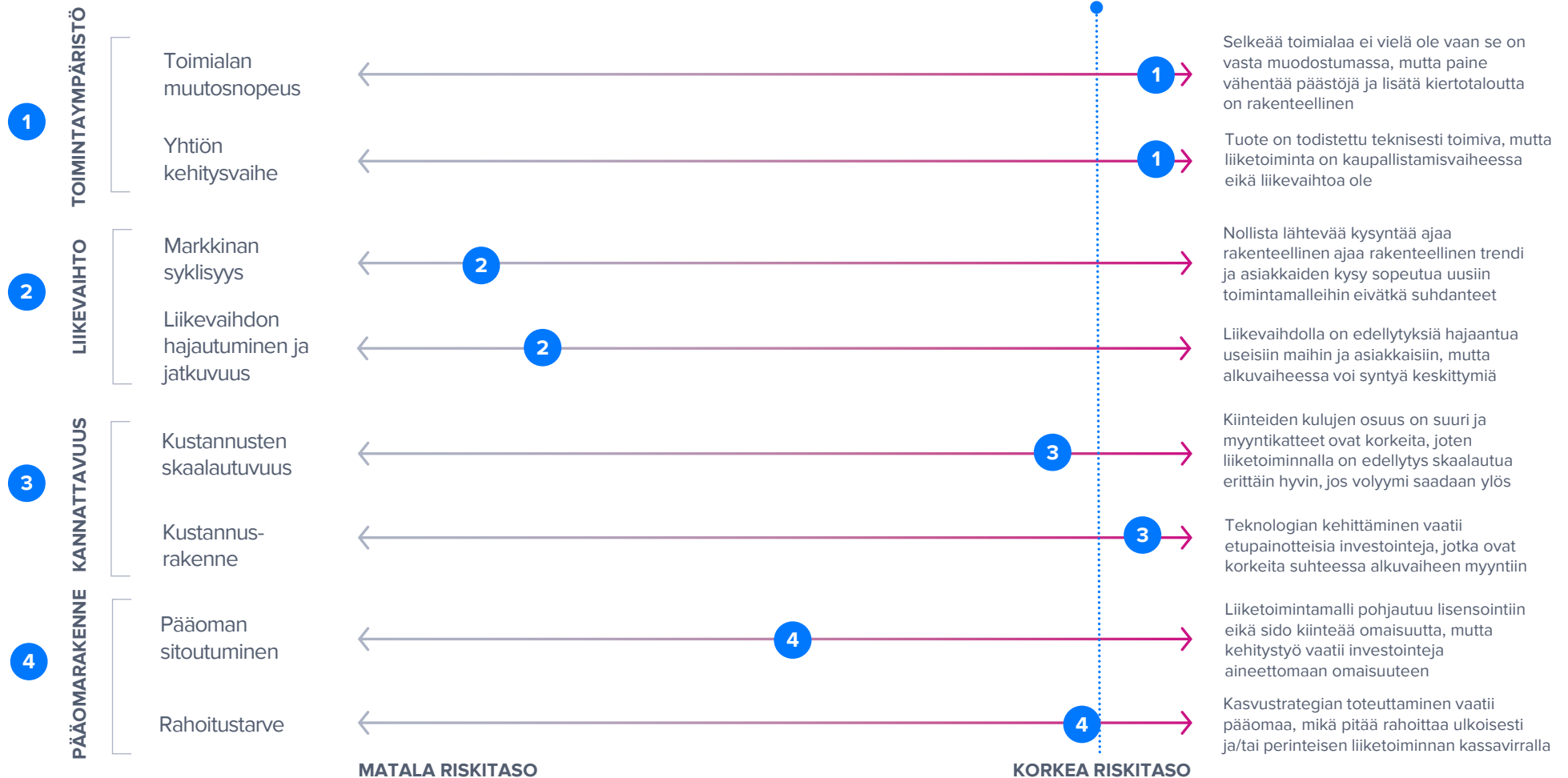
## Kiertotalousteknologian liikevaihtovirrat ja niiden kateerakenteet\*



- 1) Lisenssien myyntikate on korkea: IPR:n luovuttaminen uudelle asiakkaalle ei aiheuta juuri lisäkuluja. Pelkässä lisenssimyynnistä liikevaihtopotentiaali on rajallinen.
- 2) Asiakkaan tuotantovolyymistä saatavan rojaltn myyntikate on myös korkea (ei lisäkuluja). Riski asiakkaan saavuttamasta volyyymistä on yhteinen.
- 3) Huoltotyö on henkilöintensiivistä liiketoimintaa, mutta myyntikate on hyvä. Varaosamyynnissä myyntikatteet ovat myös tyypillisesti hyviä
- 4) Laitetoimituksesta syntyy alihankintakuluja ja myyntikate on alempi. Liikevaihtopotentiaalia laite kuitenkin arviomme mukaan nostaa selvästi

# Kiertotalousteknologian liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Kiertotalousteknologian liiketoiminnan kokonaisriskitasosta (asteikon puoliväli vastaa Helsingin pörssin keskimääräistä arvioitua riskitasoa)





# Kiertotalousteknologia 4/6

odottaa ensimmäisten teknologiasopimusten allekirjoituksen ajoittuvan loppuvuoteen 2021. Laitteiden toimitukset alkaisivat 2022.

Mielestämme yhtiön olisi erittäin tärkeää saavuttaa ensimmäiset referenssikaupat pikaisesti ja näiden kauppojen toteutuminen vaikuttaa arviomme mukaan oleellisesti myös sijoittajien luottamukseen (ts. hyväksyttävään arvostukseen) Kiertotalousteknologian kasvupotentiaalista.

## Tähtäimessä ovat ensi alkuun läntisen ja eteläisen Euroopan maat

Suotuisan lainsäädännön ja listautumisannilla kerättyjen varojen EcoUp aikoo aloittaa Kiertotalousteknologian kaupallistamisen EU:n alueelta ja tarkemmin maista, joissa käsitellään suuria rakennus- ja purkujätevirtoja ja joissa 65 %:n kierrätystavoitetta ei ole saavutettu. Nämä kriteerit täyttäviä 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 ainakin alkuun varmuudella riittävän iso. Myynti on myös mahdollista hoitaa näihin maihin Suomesta käsin ilman tyypillisesti kallista paikallista myyntiorganisaatiota. Arviomme mukaan nämä markkinat riittävät helposti yhtiön vuodelle 2024 Kiertotalousteknologialle asettaman 20 MEUR:n liikevaihtotavoitteen saavuttamiseen.

## Tuotekehityksessä maaliviiva on myös kaukana

Myös tuotekehityksen osalta Kiertotalousteknologia on purkuvillaratkaisun toimivuudesta huolimatta vielä kaukana

maaliviivasta. Arviomme mukaan tuotekehityksessä painonpisteet ovat lähivuosina purkuvillaratkaisun optimoinnissa ja jatkokehittämisessä. Lisäksi fokusta on osin jo siirtynyt ja tulee siirtymään asteittain myös muihin materiaaleihin, sillä teknologian muokkaaminen esimerkiksi betonin kaltaiselle suurivolyymiselle tuotteelle soveltuvaksi moninkertaistaisi Kiertotalousteknologian saavutettavissa olevan markkinan. Myös tuotekehitykseen täysillä panostaminen vaati yhtiöltä pääoman keräämistä listautumisannilla, sillä riittävän vauhdin ylläpito tuotekehityksessä vaatii sekä investointeja humaaniin pääomaan ja tiettyihin laitteisiin.

## IPR:n suojaamisessa onnistuminen on keskeistä

Kolmantena lähiaikojen kehitysalueena EcoUpilla on Kiertotalousteknologiassa teknologian immateriaalioikeuksien suojaaminen. Patenttiprosessi Suomessa on listautumisesitteen perusteella loppusuoralla, sillä patenttia laitteistolle odotetaan vielä vuoden 2021 loppuun mennessä. Suomen patentin jälkeen EcoUp aikoo hakea patenttia Euroopassa laitteistolle sekä patenttia myös laitteiston hyödyntämälle menetelmälle. Yhtiö ei ole arvioinut patentin mahdollista kestoaa, mutta Suomessa ja Euroopassa patenttien kesto on korkeammillaan 20 vuotta. Näin ollen patenteilla on edellytyksiä turvata EcoUpin selustaa parhaimmillaan varsin pitkäksi ajaksi.

Euroopan menetelmäpatentin jälkeen EcoUpin IPR olisi mielestämme melko hyvin suojattu ainakin yhtiön keskipitkän aikavälin tarpeiden valossa. Euroopan menetelmäpatentin saavuttaminen voi

## Purkuvillasovelluksen kaupallistamisen maantieteelliset kohdealueet



- Kohdemarkkinoiden kierrätysaste alle EU:n vuoden 2035 65 %:n tavoitteen
- Kierrätystä tukeva lainsäädäntö ja sääntely
- Suuret rakennus- ja purkujätevirrat

# Kiertotalousteknologian strategia



## Tekninen kehitysvaihe

- Panostus uudentyypisen kierrätysteknologian tuotekehitykseen
- Oman pilottituotantolaitoksen rakentaminen Tarvasjoelle Varsinais-Suomeen

## Teknologian kaupallistaminen

- Kaupallistamisen kierrätysvillapohjaiseen materiaaliin ja valittuihin Euroopan maihin
- Ensimmäiset laite- ja lisenssikaupat vuonna 2021 lopulla ja toimitukset vuonna 2022
- Tarvasjoen tuottaman materiaalin myynnin jatko ja kasvatus sopimusvalmistuksena
- Tuotteen tekninen jatkokehittäminen (esim. betonille) ja IPR:n suojaamisen jatkaminen
- Panostus markkinointiin ja myyntiin sekä tuotekehitykseen (rekrytoinnit)

## Kasvun laajentaminen

- Myynnin maantieteellisen peiton kasvattaminen globaaliksi
- Betonimateriaalia prosessoivan ratkaisun kaupallistaminen
- Jatkuvat panostukset myyntiin ja markkinointiin sekä tuotekehitykseen

## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- Laitteisto on todistettu teknisesti toimivaksi purkuvillalla
- IPR:ää on suojattu suunnittelutoimilla ja patentointiprosessi on kesken
- Omalta Tarvasjoen tuotantolaitokselta on myyty prosessoitua materiaalia ulkoisille asiakkaille
- Myynti- ja kehitystiimiä on rakennettu, vahvistettu ja sitoutettu yhtiöön

### Lähitulevaisuus 1-3v

- Teknologian paaluttaminen ensisijaiseksi kierrätysratkaisuksi mineraalivillalla
- Kumppaniverkoston luominen laitteiden valmistukseen
- Laitteen patentointi Suomessa ja Euroopassa sekä menetelmän patentointi Euroopassa
- Osaavan teknisen ja kaupallisen henkilöstön rekrytoiminen ja sitouttaminen sekä organisaation vahvistaminen
- Skaalautuvan liiketoimintamallin rakentaminen ja todistaminen

### Seuraavat 5 vuotta

- Tuotteen jatkokehittämisessä ja IPR:n suojaamisessa onnistuminen
- Kansainvälisen kasvun hallinta
- Kasvun jatkaminen ja vahvan kannattavuuden saavuttaminen sekä skaalautuminen



# Kiertotalousteknologia 5/6

kuitenkin vaatia jonkun verran aikaa emmekä odota sitä saatavan lyhyellä tähtämellä. Sijoittajien kannalta IPR:n suojaamisessa onnistuminen on mielestämme varsin kriittistä, sillä se on tuntuvasti Kiertotalousteknologian riskitasoon ja siten koko yhtiön riskiprofiiliin vaikuttava tekijä. IPR:n suojaamisen osalta huomioitavaa toki on, että patentit eivät ole ainoa suojauskeino vaan arviomme mukaan yhtiön on suojannut kehitystyönsä tuloksia jo suunnitteluvaiheessa erityyppisillä ratkaisuilla mahdollisuuksien mukaan. Kokonaisuuden kannalta kriittiselle asialle olisi mielestämme kuitenkin tärkeää saada lisävarmuutta patenttien kautta.

## Potentiaaliset markkinat ovat erittäin suuret

Listautumisesitteen mukaan EcoUp on arvioinut, että Euroopan vuosittaisen 2,5 miljoonan tonnin purkuvillavirran prosessoimiseen tarvittaisiin 500 EcoUpin laitteistoa. Laitteen keskihintaa ei ole avattu, mutta jos arvioisimme sen 0,75 MEUR:oon (sis. laitteet ja lisenssit) markkina pelkästään Euroopassa voisi olla 300-400 MEUR:n luokassa. Kaikkea materiaalia ei tietenkään tulla nähtävissä olevassa tulevaisuudessa kierrättämään eikä kaikkia kierrätettävää tulla prosessoimaan EcoUpin laitteistoilla, mutta markkina on silti yhtiön vuoden 2024 tavoitteisiin peilattuna hyvin suuri. Lisäksi markkina on neitseellinen. Toisaalta näemme tämän hyvänä asiana, sillä Kiertotalousteknologian ei periaatteessa tarvitse vallata alaa vakiintuneilta teknologioilta. Riskinä on kuitenkin, että asiakkaiden halu ja kyky sopeutua uuden teknologian vaatimuksiin on hidasta.

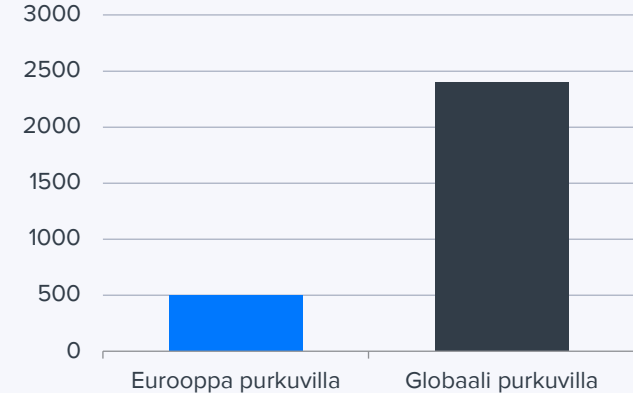
Globaalissa mittakaavassa purkuvillaa tuotetaan EcoUpin mukaan vuosittain 12,5 miljoonaa tonnia, joten purkuvillasovelluksellakin relevantti markkina on vielä mahdollista moninkertaistaa aikanaan myynnin maantieteellistä peittoa laajentamalla. Vielä huomattavasti suurempi potentiaali on betonisovelluksella, sillä listautumisesitteen mukaan Euroopassa tuotetaan betonijätettä vuosittain 150 miljoonaa tonnia ja globaalisti 750 miljoonaa tonnia. Betonin käsittelyyn soveltuvan laitteiston hintaa on vielä purkuvillaratkaisuakin vaikeampi arvioida, mutta volyymit huomioiden on mielestämme selvää, että kyse on miljardiluokan mahdollisuudesta. Toisaalta alla oleva jäteongelma on iso, vaikka jätebetonia käsityksemme mukaan käytetäänkin infrarakentamisessa.

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 näyttöjä Kiertotalousteknologian kaupallistamisen onnistumisesta.

## Relevantista kilpailusta ei ole tietoa, mutta riski tuntemattomasta kilpailusta on olemassa

Kuten todettua, Kiertotalousteknologian 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 periaatteessa pidämme mahdollisena, että joku toinenkin toimija

Purkuvillasovelluksen markkinankoko EcoUpin laitteistoille (kpl)



Kiertotalousteknologian purkuvillasovelluksen markkinapotentiaali\*



# Kiertotalousteknologia 6/6

voisi olla kehittämässä vastaavaa teknologiaa tai ratkomassa samoja ongelmia muilla sovelluksilla. Konkreettisia merkkejä tai tietoa meillä ei tästä ei kuitenkaan ole, joten pidämme mahdollisena, että Kiertotalousteknologialla on vähintään etumatkaa suhteessa relevanttiin kilpailuun toistaiseksi. Tämä olisi luonnollisesti Kiertotalousteknologian riskiprofiiliin kannalta erittäin hyvä asia myös sijoittajaperspektiivistä, sillä se antaisi aikaa markkinan paaluttamiseen sekä toisaalta IPR:n suojaamiseen. Tuntemattoman kilpailun uhkaa ei kuitenkaan voi tässä vaiheessa sulkea pois ja tilannetta on syytä seurata tarkkaan.

Pitkällä tähtäimellä pidämme todennäköisenä, että Kiertotalousteknologian kanssa kilpailevia sovelluksia ilmenee joko samantyyppisellä teknologialla tai samoja asioita muilla tavoin ratkaisevilla sovelluksilla. Arvio perustuu ajatukseen suuresta markkinapotentiaalista ja toisaalta kiertotalouden asemamaan tulevaisuuden kuumana ja investointeja vetävänä toimialana. Kiertotalousteknologian tulevaisuuden kilpailu-uhkia on kuitenkin vaikea arvioida tässä vaiheessa ennen kuin markkina ja kilpailu kunnolla muodostuvat.

## Taloudelliset tavoitteet

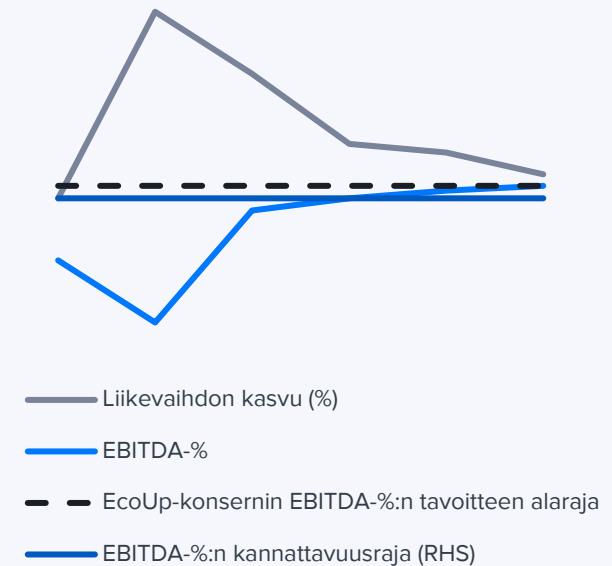
EcoUpin taloudellisten tavoitteiden mukaan Kiertotalousteknologian liikevaihdon tavoitellaan ylittävän 20 MEUR vuonna 2024. Mielestämme tavoite on markkinoiden potentiaaliin ja purkuvillateknologian kehitysvaiheeseen nähden realistinen, mutta kaupallistamisen aikataulua on tässä vaiheessa äärimmäisen vaikea arvioida.

Mielestämme on kuitenkin selvää, että parhaassakaan tapauksessa Kiertotalousteknologia ei ehdi kuin raapaista relevanttien markkinoiden pintaa lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Näin ollen liiketoimintaa on tarkasteltava pitkällä aikajänteellä ja kärsivällisesti. Heikossa skenaariossa (ts. myynti ei käynnisty 2022) yhtiö taas joutuisi mielestämme harkitsemaan liiketoimintaan tehtävien panostusten mittakaavaa ja/tai ajoitusta.

Kannattavuuden osalta EcoUp ei ole antanut Kiertotalousteknologialle omaa tavoitetta vaan konsernina yhtiö tavoittelee keskipitkällä aikavälillä yli 20 %:n EBITDA-%. Arviomme mukaan keskipitkän aikavälin loppupuolella Kiertotalousteknologialla voisi yhtiön halutessa olla edellytyksiä yltää tälle tasolle, mutta tämä toki vaatisi kasvun kiihdyttämistä jyrkkään nousukiitoon ja toisaalta kasvupanostusten jarruttamista jakson lopulla.

Pitkällä perspektiivillä hyvin skaalautuvan Kiertotalousteknologian marginaalipotentiali on mielestämme Kiertotaloustuotteita- ja palveluita korkeampi. Toisaalta Kiertotaloustuotteiden ja –palveluiden rakenteellisen marginaalirajoitteen takia keskipitkän tähtäimen konsernitavoitteeseen ei mielestämme ole mahdollista yltää, jos myös Kiertotalousteknologian kannattavuus ei ole selvästi positiivinen käyttökateetasolla. Ainakin vuosina 2021-2022 Kiertotalousteknologia tulee kuitenkin laimentamaan konsernin marginaalia alhaisen liikevaihdon ja kasvupanostusten takia, kuten yhtiö listautumisesitteessään totesi.

## Lisensointiliiketoiminnan havainnollistava kehityskaari\*



- Lähtötilanteessa liikevaihtoa ei ole ja tulos on tappiolla, mutta tuotekehitysvaihe on takana
- Kasvu on nollassa vuosina 1.-3. hyvin nopeaa, jos teknologia on hyödyllinen ja helposti käyttöön otettava
- Tulos vajoaa syvemmälle tappiolla 1.-3. vuoden kohdalla, kun liikevaihto on vähäistä, mutta myyntiin ja tuotteen jatkokehitykseen investoidaan etupainotteisesti
- Kannattavuus alkaa parantua ja saavuttaa EBITDA-%:n kannattavuusrajan 3.-5. vuonna, kun etupainotteisia investointeja vastaan alkaa kertyä liikevaihtoa
- Kannattavuus paranee nopeasti kasvun myötä, kun kulurakenne skaalautuu (myyntikate on korkea). Vaihtoehto on kovemman kasvun haku lisäinvestoinneilla.

Lähde: Inderes

\*Mittakaava ja aika-akseli ovat havainnollistuksia

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Tase ei sisällä erikoisuuksia

EcoUpin konsernitaseen varojen selvästi suurin erä on kiinteä omaisuus, jota yhtiöllä oli H1'21:n lopussa pitkäaikaisessa omaisuudessa 11,8 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 5,5 MEUR, mikä sisältää etenkin konserniliikearvoa (poistetaan FAS-kirjanpidossa) ja myös Kiertotalousteknologian aktivoituja kuluja sekä muita tavallisia aineettomia omaisuuseriä (esim. it-infraan tehtyjä investointeja). Kiertotalousteknologian aktivoitien kuranttiuden perusteltu vaatii arviomme mukaan etenemistä liiketoiminnan kaupallistamisessa lähivuosina, mutta akuutteja huolia emme näiltäkään osin näe ennusteemme huomioiden.

Vaihtuvissa vastaavissa suurimmat erät ovat osin valmistavassa teollisuudessa operoivalle yhtiölle tyypillisesti käyttöpääomaerä eli myyntisaamisia ja varastoa. H1:n lopussa näiden arvot olivat 3,2 MEUR ja 2,1 MEUR. Huomionarvoista EcoUpin käyttöpääomassa on, että liiketoiminnan rajun kausiluonteisuuden takia käyttöpääoma voi myös vaihdella runsaasti vuoden aikana. Tyypillisesti EcoUp sitoo käyttöpääomaa H1:llä, kun taas H2:n käyttöpääomaa vapautuu. Vuoden 2020 lopussa EcoUpin käyttöpääoma (sis. ostovelat vastuiden

puolella) osuus liikevaihdosta oli 9,5 %, joten Kiertotaloustuotteet- ja palvelut siten ei ole huomattavan altis sitomaan käyttöpääomaa perinteisen teollisen liiketoiminnan lainalaisuudet huomioiden. Kassa oli H1:n lopussa 1,2 MEUR, mikä on arviomme mukaan riittävä taso liiketoiminnan pyörittämiseen. Luonnollisesti listautumisanti on vahvistanut kassaa reippaasti syyskuussa.

Loput EcoUpin taseen H1:n lopun 24,6 MEUR:n loppusummasta koostuivat pitkäaikaisista sijoituksista ja erityyppisistä ulkoisista sekä konsernin sisäisistä saamisista. EcoUpin mittakaavassa yksikään näistä eristä tai nämä erät yhdistettynä eivät ole erityisen merkittäviä. Listautumisannin myötä yhtiön taseen loppusumma on myös noussut selvästi.

## Listautumisanti nosti oman pääoman uudelle tasolle

Taseessa vastattavien puolella EcoUpin oma pääoma oli H1:n lopussa 7,0 MEUR, mutta listautumisannin myötä omapääoma on noussut selvästi ja ylittänyt arviomme mukaan 20 MEUR:n tason. Pitkäaikaista velkaa yhtiöllä oli rahoituslaitoksille niin ikään 7,0 MEUR. Lisäksi korollisiin velkoihin kuuluivat lyhytaikaiselta puolelta 1,6 MEUR:n rahoituslaitosvelat ja 1,7 MEUR:n velat saman konsernin yrityksille. Näin ollen korolliset velat olivat H1:n lopussa yhteensä 10,2 MEUR. Velkojen keskikoron arvioimme olevan noin 4 %:n tasolla. Näin ollen korkokuluissa voi olla ainakin keskipitkällä tähtäimellä alentamisen varaa. Listautumisesitteen mukaan EcoUp on uusintu rahoitussopimuksensa ehdollisena ja listautumisen

## EcoUpin tase H1'21:n lopussa\*



\* Listautumisantia ei ole huomioitu. Listautumisannissa kerätyt pääomat ovat nostaneet vastaavissa kassaa ja aineetonta omaisuutta sekä vastattavissa omaa pääomaa

# Taloudellinen tilanne 2/2

toteutuminen vahvasti sopimuksen Arviomme mukaan sopimus on vanhaa pakettia parempi. Korottomissa vastuissa suurin erä olivat noin 2,8 MEUR:ssa H1:n lopussa olleet ostovelat. Ostovelat olivat siis hieman myyntisaamisia pienemmät, joten tältä osin tase ei toimi aivan optimaalisesti, mutta EcoUpin liiketoimintarakenteen (ml. isoja asiakkaita) ja kokoluokka huomioiden suhde on siedettävä ja näissä erissä on tiettyä eloa raportointijaksoittain.

## Korottomat vastuut olivat koholla H1:n lopussa

Loput korottomat vastuut olivat etenkin siirtovelkoja ja muita velkoja ja lisäksi laskennalliset verovelat olivat H1:n lopussa 0,5 MEUR. Arviomme mukaan EcoUpin ostovelkojen ulkopuoliset korottomat velat olivat H1:n lopussa selvästi normaalitasoa korkeammat, sillä EcoUp investoi H1:n aikana yhteensä 5 MEUR UIP:n ostoon, levytuotannon nostoon ja Kiertotalousteknologian aktivointeihin. Näitä investointeja yhtiö ei kuitenkaan ole todellisuudessa vielä maksanut vaan ne on rahoitettu korottomien vastuuden nousulla. Tämä ei tietenkään ole pysyvä ratkaisumalli vaan arviomme mukaan yhtiöllä lankeaa jo H2:lla maksuun tiettyjä vastuita korottomista veloista. Näin ollen EcoUpilla on suunnittelusta listautumisannista kerätyille varoilla on jo korvamerkittyä käyttöä.

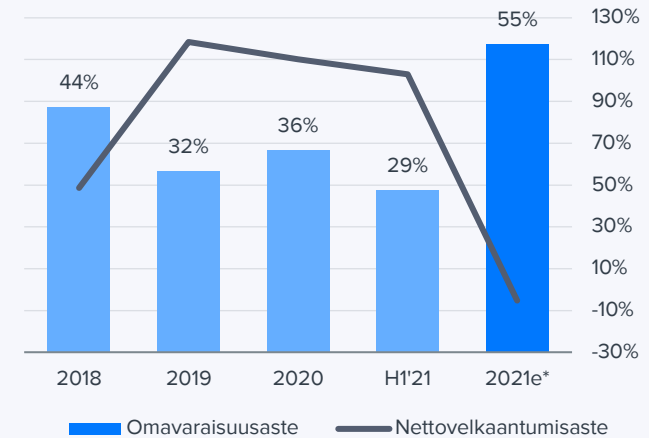
## Tase on listautumisen jälkeen nettovelaton ja edellytykset investointeihin ovat hyvät

Yhtiön oma pääoma vahvistui listautumisannilla arviomme mukaan noin 15 MEUR:lla ja kassa noin

13,8 MEUR:lla. Noin 1,2 MEUR:n osakeannin kulut odotamme yhtiön aktivoivan taseen aineettomaan omaisuuteen. Siten kertakuluja osakeannista ei tuloslaskemaan merkittävässä määrin synny vaan aktivoitua aineetonta omaisuutta poistetaan lähivuosina, mikä rasittaa yhtiön tuloslaskelmaa pidemmällä aikavälillä ja tasaisemmin. Kassavirtaan listautumisannin kulut vaikuttavat luonnollisesti jo H2:lla.

EcoUpin taseen loppusummaan, omaan pääomaan ja nettovelkaan suhteutettuna listautumisanti oli suuri ja annissa kerätyt pääomat heilauttavat oleellisesti taseen tunnuslukuja suhteessa H1:n lopun toteumiin. Mielestämme osakeantia edeltävän taloudellisen tilanteen tarkastelu ei ole enää relevanttia. Listautumisanti, H2:n tulos, liiketoiminnan kassavirta ja investoinnit huomioiden arviomme, että EcoUpilla nettovelkaantumisasaste olisi vuoden 2021 lopussa noin nollassa ja omavaraisuusaste olisi hieman velkaportfolion hallinnasta riippuen 50-60 %:n tasolla. Tämä on jo vahva taseasema yhtiölle liiketoiminnan logiikka huomioiden. Tämä taso ja positiivinen liiketoiminnan kassavirta huomioiden EcoUpilla on mielestämme hyvät asetelmat jatkaa molempien liiketoimintojen kasvustrategioiden vaatimia investointeja ja myös maksaa sijoittajille osinkopolitiikansa mukaisesti maltillista osinkoa.

Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet 1/10

## Ennustemalli

Ennustamme EcoUpin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä arvioidun markkinakasvun ja markkinaosuuksien kasvun kautta. Liikevaihtoennusteemme jakautuu kahteen palaan eli perinteiseen Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden liiketoimintaan sekä toisaalta Kiertotalousteknologian laitteiden ja lisenssien myyntiin. Käsitksemme mukaan tämä liikevaihtojako vastaa myös yhtiön suunnittelemaa raportointimallia. EcoUpin tulosta ennustamme lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä mallintamalla yhtiön myyntikatetta ja kiinteän kulurakenteen kehitystä konsernitason tasolla. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjautuvat arvioituun markkinakasvuun sekä konsernille arvioimaamme pitkän ajan marginaalipotentialiin.

## Makrotalouden näkymät

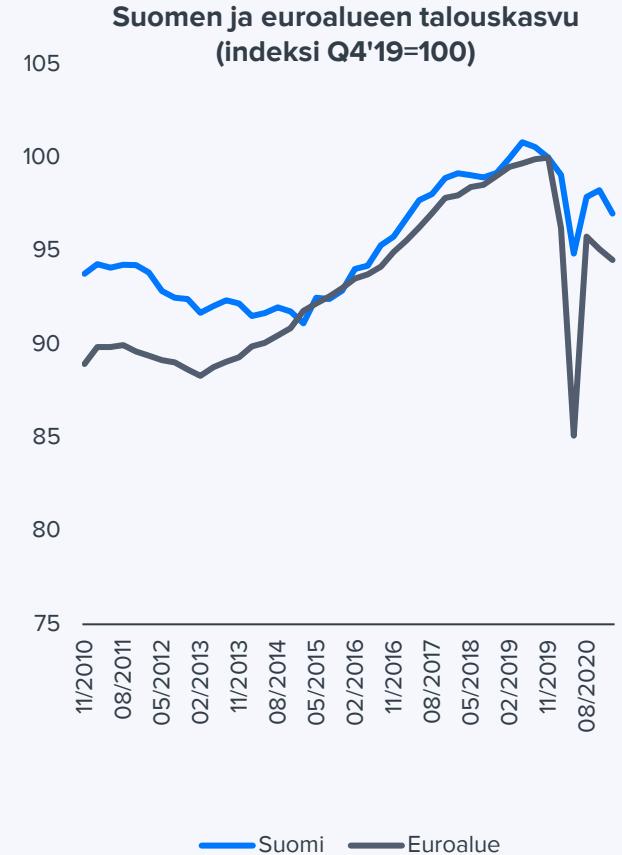
Koronapandemian isku Suomen taloudelle jäi yllättävänkin pieneksi vertailussa muihin euroalueen jäsenmaihin ja alkuperäisiin odotuksiin. Suomen bruttokansantuote supistui vuonna 2020 2,9 %, mutta vahvan Q2:n ansiosta lasku on koroutumassa kiinni jo vuonna 2021 tai viimeistään 2022 (Bloombergin konsensusennuste Suomen BKT:n kasvuksi 2021 +2,7 % ja 2022 +2,9 %). Vuonna 2023 kasvu maltillistuu kohti pitkän aikavälin trendikasvua (ennuste 1,6 %).

Kotitalouksien kulutus pysyy tärkeänä kasvuajurina. Nordean korttimaksutilastojen mukaan toipuminen alkoi toukokuussa, mutta tukea kasvulle aletaan saada myös investoinneista ja ulkomaankaupasta. Myös teollisuuden tilanne

on piristynyt ja uudet tilaukset sektorilla olivat selvässä kasvussa alkuvuonna (H1'21:llä tilaukset +25 % viime vuodesta). Rakentamisen osalta tilanne on myös kokonaisuutena hyvä talouden valoisia näkymiä ja alhaista korkotasoa peilaten etenkin EcoUpille relevanteimmassa asuntorakentamisen, vapaa-ajan rakentamisen ja julkisen rakentamisen segmenteissä. Kokonaisuudessaan epävarmuuden pitäisi taloudessa haihtua sitä mukaa, kun väestöä saadaan rokotettua ja palveluita avattua.

Ylläkövattu Suomen talouden näkymä luo mielestämme pohjaa EcoUpin Kiertotaloustuotteiden- ja palveluiden kasvulle, sillä talouskasvu ajaa yhtiön keskeisintä kysyntääjuria eli rakentamista. Siten koko eristemarkkinoiden lähivuosien kasvunäkymä on arviomme mukaan maltillisen positiivinen suotuisia talouskasvun ja rakennusvolyymien odotuksia heijastellen. Korkeisiin kasvuprosentteihin yhtiöllä ei rakentamisen volyymin ja koko eristemarkkinan ajamana ole edellytyksiä yltää vaan oleellisesti BKT-kasvun ylittävien kasvuprosenttien saavuttaminen perinteisessä liiketoiminnassa vaatii EcoUpilta markkinaosuuksien voittamista Suomessa, viennin osuuden nostamista sekä uusien avauksien (ml. kuluttajien eristeremontit ja kuitutuotteet) läpilyöntiä.

Kiertotalousteknologiassa rajoittavat tekijät ovatkin arviomme mukaan yhtiön kyky parannella tuotteen ominaisuuksia, suojautua kilpailulta sekä skaalata myyntiä ylöspäin ja toisaalta asiakkaiden valmius sopeutua uuden teknologian hyödyntämiseen. Näin ollen emme usko suhdanteiden vaikuttavan



# Ennusteet 2/10

oleellisesti lähinnä rakenteellisten trendien ja lainasäädännön kehityksen ajamaan Kiertotalousteknologiaan.

## Lähtökohdat vuoteen 2021 olivat hyvät

EcoUp pääsi vuoteen 2021 arviomme mukaan melko hyvistä lähtökohdista taustalla olevaa makrotilannetta ja rakentamisen suhdannetta peilaten. EcoUpille tärkeät matalien rakennusten aloitukset (ml. esim. rivitalot, omakotitalot, vapaa-ajan asunnot, koulut, hoivakodit) ovat olleet joko vertailukauden tasolla tai niitä ylempänä, kun korona-aikana kuluttajat ovat panostaneet asumiseen sekä remontointiin ja valtio on jatkanut investointejaan julkisiin tiloihin. Lisäksi yhtiön oma tuotanto on pystynyt toimimaan häiriöttä ja kuluttajien eristeremonttikonseptin myyntiä on pilotoitu kokeneen tiimin vetämänä. Kiertotalousteknologiassa EcoUpin ensimmäiset purkuvillan käsittelyyn tarkoitetut laitteistot olivat vuoden alussa teknisesti valmiita kaupallistaviksi ja yhtiön oma pilottilaitos Suomessa toimii.

## Kausiluonteisesti hiljainen H1 toi hyvää kasvua kohtalaisella operatiivisella kannattavuudella

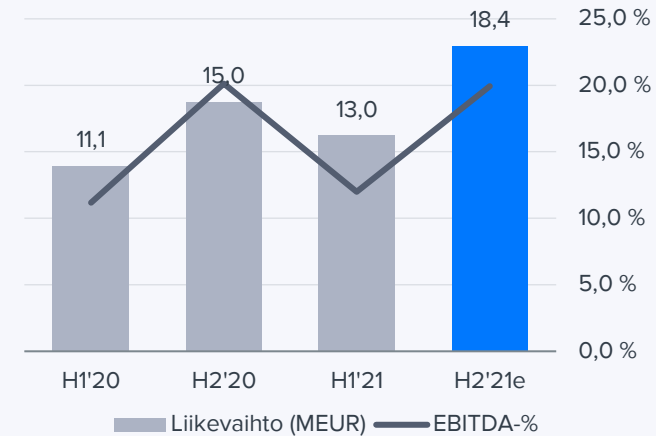
Tätä markkinan tilannekuvaa vastaten EcoUpin H1-liikevaihto kasvoi 16 % 13,0 MEUR:oon. Arviomme mukaan kasvusta hieman alle puolet tuli UIP:n oston kautta, kun taas noin 8-9 %:n orgaanisen kasvun taustalla oli lähinnä levy- ja akustiikkatuotteiden kasvaneet volyymit. Hintojen arviomme pysyneen vakaina. Kuluttajien eristeremonttien pilotoineista kertynyt liikevaihto oli arviomme mukaan pientä. Teknologiasta yhtiö kirjasi arviomme mukaan marginaalisen määrän

liikevaihtoa H1:llä, mutta tämä tuli arviomme mukaan Tarvasjoen laitoksen tuottamasta materiaalista eikä varsinaisesti teknologiasta.

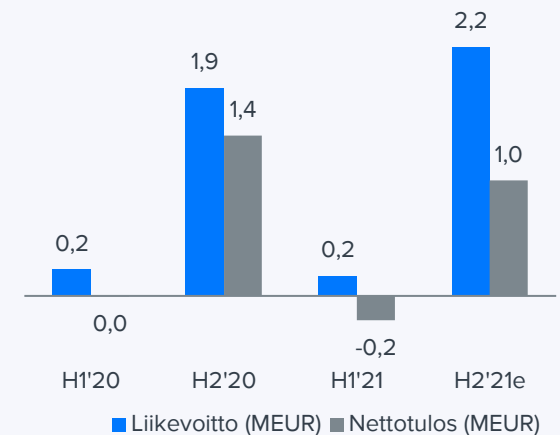
Käyttökate EcoUp teki H1:llä 1,6 MEUR, mikä vastaa 11 %:n käyttökatemarginaalia ja 25 %:n parannusta suhteessa vertailukauteen. Arviomme mukaan tulosparannuksesta noin puolet selittyi UIP:n ostolla, kun taas loput on volyymien ja tuotemixin ajamaa tuloskasvua. Myyntikate H1:llä oli tuotemixin ja hiilenpoistosertifikaattien myynnin ansiosta vahva, mutta henkilöstökulut (ml. henkilöstömäärä ja keskipalkka) ja liiketoiminnan muut kulut kasvoivat etupainotteisesti myös UIP:n ostosta oikaistuna. Isojen investointien myötä poistot kasvoivat hieman, minkä takia liikevoitto jäi hieman vertailutason alapuolelle vajaan 0,2 MEUR:oon. Hieman kasvaneet konserniliikearvon poistot huomioiden oikaistu liikevoitto oli noin vertailukauden tasolla 0,4 MEUR:ssa. Rahoituskulut kasvoivat bruttovelkamäärän nousua peilaten hieman ja nettotulosta rasittivat lisäksi negatiivisesta PTP:stä huolimatta positiiviseksi kirjatut verot ja UIP:n pieni vähemmistö. Nettotulos oli 0,2 MEUR tappiolla (liikearvopoistoista oikaistuna 0,0 MEUR). H1:n liikevaihto- ja tuloskertymä kuvaavat liiketoiminnan voimakasta kausiluonnetta, jossa H2 on käytännössä aina merkittävästi H1:stä parempi.

EcoUpin investoinnit aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin olivat H1:llä korkealla 5 MEUR:n tasolla. Arviomme mukaan investoinnit ovat kohdistuneet UIP:n ostoon, levykapasiteetin nostoon ja Kiertotalousteknologian aktivointeihin. Investoinnit EcoUp on toistaiseksi rahoittanut

## Liikevaihto ja kannattavuus (puolivuosi)



## Liikevoitto ja nettotulos (puolivuosi)





# Ennusteet 3/10

korottomalla velalla (luultavasti maksuaikaa), mutta kestävä pitkän tähtäimen rahoitus tulee todennäköisesti listautumisannilla kerätyistä varoista. EcoUpin omavaraisuusaste oli H1:n lopussa 29 % ja nettovelkaantumisaste noin 130 %, joten yhtiö tarvitsi mielestämme listautumisannista uutta pääomaa strategian vaatimien investointien jatkamiseen.

## Odotamme kasvun kiihdyttävän H2:lla

H1:n toteumaa, listautumisesitteen mukaan 20 % H1:llä vertailukautta korkeampaa tilauskantaa, UIP:n oston epäorganista tukea ja strategisten hankkeiden etenemistä peilaten ennustamme EcoUpin Kiertotaloustuotteiden- ja palveluiden kasvavan vuonna 2021 18 % 30,9 MEUR:oon (vrt. vuonna 2020 koko liikevaihto tuli arvioimme mukaan perinteisestä liiketoiminnasta). Emme ole toistaiseksi muuttaneet ennusteitamme Kuusankosken tehtaan syyskuun lopun tulipalon takia, mutta lieviä ennustelaskujen tarpeita voi tulla, jos tuotantokatko venyy alkuperäisen arvion mukaisesti 2-4 päivästä.

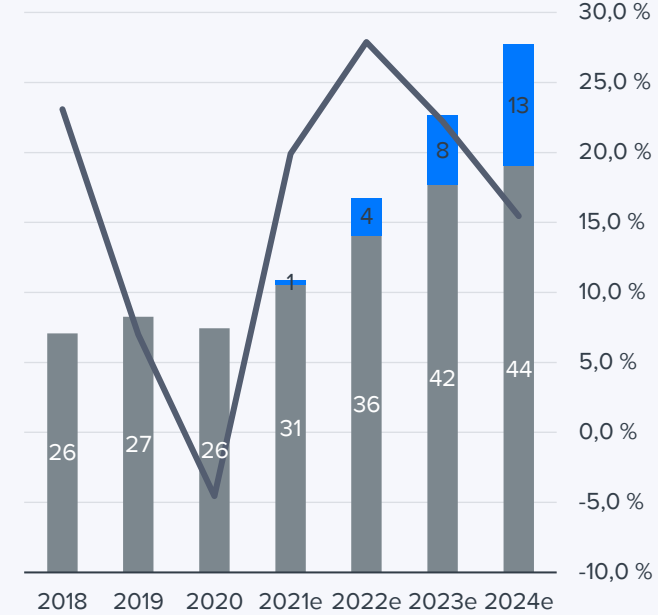
Kasvua tukee 2,5 MEUR:lla tai vajaalla 10 %:lla UIP:n osto, kun taas noin 3-5 % selittää rakentamisen mukana kasvussa pysyvä eristemarkkina. Puupohjaisten eristeiden arvioimme silti kasvavan tuntuvalla (>3x) vivulla suhteessa kokonaismarkkinaan, kun talotehtaat ja rakennusliikkeet panostavat sääntelyn ja kuluttajien halun ajamana yhä ekologisempiin materiaalivalintoihin.

EcoUpin kasvun odotammekin olevan selvästi yleistä markkinaa nopeampaa, koska 1) puupohjaiset eristeet voittavat markkinaosuutta

muilta materiaaleilta eristemarkkinan sisällä 2) EcoUpin markkinaosuus puupohjaisissa eristeissä pysyy korkeana yli 70 %:ssa rajallisen kilpailun takia 3) EcoUpin viennin kasvu on Suomea nopeampaa suhteellisesti (viennin osuus tuote- ja palveluliiketoiminnasta 2021e 4-5 % vs. 2020 4 %) ja 4) kuluttajille suunnattu kokonaispalvelumalli eristeremontista kasvaa yleismarkkinaa nopeammin matalalta tasolta kaupallisen vaiheen alkumetreillä H2'21:llä. Arvioimme perinteisen liiketoiminnan kasvun syntyvän volyyminä, kun taas hintojen odotamme pysyvän melko vakaana tiettyjen raaka-aineiden hintojen noususta huolimatta. Kiertotalousteknologiomyynnin arvioimme tulevan Tarvasjoen materiaalista ja olevan koko vuonna noin 0,5 MEUR. Laite- tai lisenssitointeja emme odota yhtiön loppuvuotta vielä tänä vuonna saavan. Siten konsernin liikevaihdon ennusteemme vuodelle 2021 on 31,4 MEUR. Tämä vastaa 20 %:n liikevaihdon kasvua.

Vuonna 2021 odotamme EcoUpin myyntikatteen kohoavan 61 %:iin. Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden myyntikate-%:n arvioimme pysyvän kun raaka-aineiden hintojen (ml. pakkausmateriaalit) nousu ja viennin osuuden lievä kasvu kumoavat parantuvan myyntimixin (ml. akustiikkatuotteiden nopea kasvu ja hiilenpoistosertifikaattien kaupat) myyntikatemarginaalille antaman tuen. Inflaation myyntikate-%:lle aiheuttaman rasitteen arvioimme EcoUpin pystyvän pitämään rajallisena, vaikka esimerkiksi keräyspaperin hinta on noussut moninkertaiseksi Euroopan markkinoilla. Tämä johtuu etenkin yhtiön vuosina 2017-2019 tekemistä toimista raaka-ainepohjan laajentamiseksi sekä

### Liikevaihto ja kasvu



■ Teknologia (MEUR)  
■ Tuotteet ja palvelut (MEUR)  
— Kasvu (%)

# Ennusteet 4/10

aktiivisesta raaka-aineiden hankinnan hallinnasta. Toisaalta emme odota EcoUpin myöskään korottavan omia myyntihintojaan merkittävästi vaan maksimoivan mieluummin volyyymiä ja markkinaosuutta.

## Kuluissa on myös nousupainetta

EcoUpin muista kuluieristä odotamme yhtiön henkilöstökulujen jatkavan H2:lla jo H1:llä alkanutta kasvuaan ja nousevan lähes 35 % 6,9 MEUR:oon. Kasvu johtuu arvioimme mukaan sekä henkilöstömäärän kasvusta että keskipalkan noususta. Arvioimme mukaan EcoUp tulee rekrytoimaan uutta henkilökuntaa Kiertotalousteknologian kehitysohjelmaan ja myyntiin. Lisäksi kuluttajien eristeremonttien kasvattaminen vaatii vielä asentajien rekrytointia sekä skaalan kasvu nostaa hallinnon tarvetta. Odotamme, että Kiertotalousteknologian korkeaa osaamista vaativien tehtävien palkat ovat konsernin keskitasoa selvästi korkeammat, minkä takia segmentin kaupallistamiseen panostaminen nostaa konsernin palkkakuluja vivulla, vaikka osa Kiertotalousteknologian palkoista luultavasti aktivoituu yhä taseeseen. Työntekijämixin muutoksesta oikaistun palkkainflaation arvioimme olevan hieman yleistä palkkojen nousua nopeampaa, mikä johtuu lähinnä johdon lievästi kasvavien vastuiden (ml. pörssilistaus, kansainvälistyminen) myötä nousevista johdon palkoista. Vuoden 2021 ennusteillamme henkilöstökulut ovat 22 % suhteessa konsernin liikevaihtoon (2020: henkilöstökulu/liikevaihto 19 %). Emme odota yhtiön pystyvän kompensoimaan etupainotteisia rekrytointia myynnin kasvulla ja

tuottavuuden tehostumisella vielä tässä vaiheessa.

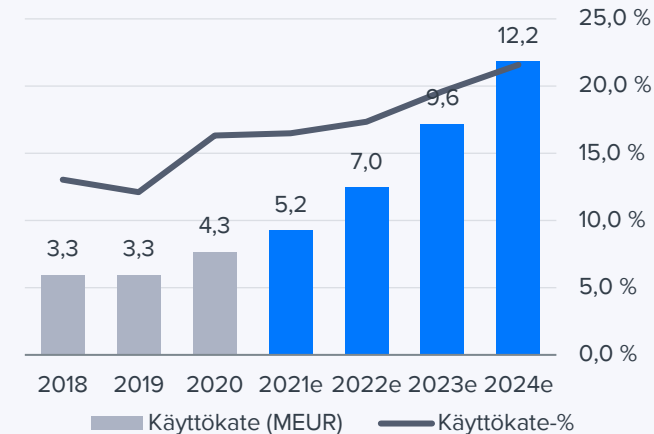
EcoUpin liiketoiminnan muiden kulujen arvioimme kasvavan vuonna 2021 20 % 7,2 MEUR:oon. Kasvu on arvioimme mukaan liikevaihdon kasvun tasolla, sillä teknologian kehitysohjelmaa ja hankintoja aktivoituu taseeseen ja toisaalta levyeristetutannon lievä skaalautuminen hautautuu kertaluonteisten tekijöiden ja jatkuvien kasvupanostusten alle. Muita kuluja ja palkkakuluja nostaa myös UIP:n osto. Muihin kuluihin emme odota yhtiön kirjaavan noin 1,2 MEUR:n listautumiskuluja vaan arvioimme EcoUpin aktivoivan ne taseeseen. Mikäli listautumisen kulut kirjattaisiin kuluiksi, oikaisisimme ne vertailukelpoisista luvuista.

EcoUpin liiketoiminnan muiden tuottojen arvioimme olevan vuonna 2021 vuosien 2018-2019 tasolla 0,15 MEUR:ssa. Vuonna 2020 tämä erä oli normalisoitua korkeammalla tasolla 0,65 MEUR:ssa, mutta viime vuoden muissa tuotoissa oli kertaluonteinen vakuutuskorvaus. Myös korvauksen aiheuttanut vahinko eli tulipalo Kouvolan levyeristetehtaalla sattui vuonna 2020 ja tapahtuman kokonaisvaikutus EcoUpin vuoden 2020 tulokseen oli korvauksesta huolimatta arvioimme mukaan negatiivinen.

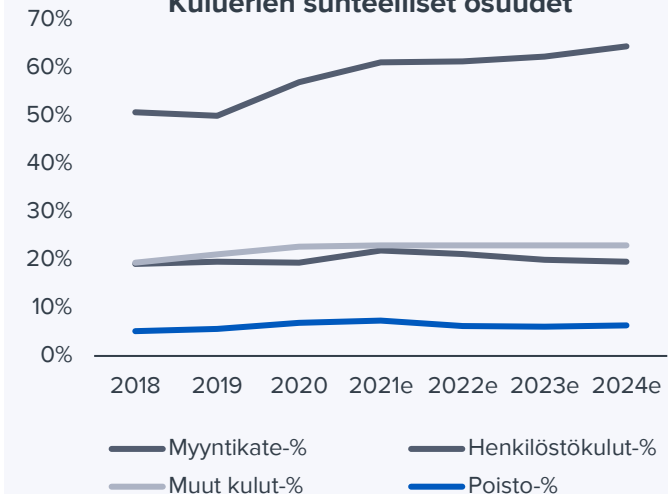
## Odotamme vakaata marginaalia vuodelta 2021

Nämä taustat huomioiden odotamme EcoUpin oikaistun käyttökateen kasvavan vuonna 2021 21 % 5,2 MEUR:oon ja käyttökate-%:n olevan 16,5 %. Arvioimme mukaan tulosparannus syntyy etenkin Kiertotaloustuotteista ja -palveluista UIP:n oston ja volyymikasvun ajamana. Emme ennusta EcoUpin

## Käyttökate ja kannattavuus



## Kuluerien suhteelliset osuudet





# Ennusteet 5/10

tuloksen jakaumaa perinteisen liiketoiminnan ja teknologiaapuolen välillä, mutta arvioimme silti Kiertotalousteknologian käyttökäteen olevan vuonna 2021 selvästi negatiivinen ja laimentavan marginaalia etupainotteisten kehitys- ja myyntipanostusten sekä hyvin alhaisen liikevaihdon takia. Lisäksi arvioimme EcoUpin aktivoivan osan Kiertotalousteknologian kuluista taseeseensa, minkä takia suosittelemme sijoittajia seuraamaan tulosta pääsääntöisesti oikaistun liikevoiton tasolla kaikkina ennustevuosina.

EcoUpin poistojen odotamme kasvavan 2,8 MEUR:oon, mistä 0,5 MEUR on FAS-kirjanpidossa konserniliikearvosta tehtäviä poistoja. Olemme oikaisseet konserniliikearvosta tehtävät ei-kassavaikutteiset poistot EcoUpin oikaistusta liikevoitosta sekä oikaistusta EPS:stä paremman vertailukelpoisuuden saavuttamiseksi. Näin ollen EcoUpin oikaistun liikevoiton ennusteemme on 2,8 MEUR ja liikevoittoennusteemme 2,4 MEUR.

Yhtiön rahoituskulujen arvioimme olevan vuonna 2021 melko vakaat ja osuvan noin 0,5 MEUR:oon. Rahoituskulut koostuvat lähinnä korkokuluista, kun taas muiden rahoituskulujen rooli on arvioimme mukaan melko yksinkertaisen yhtiö- ja liiketoimintarakenteen takia vähäinen. EcoUpin veroasteen odotamme olevan vuonna 2021 28 % (2020: vero-% 26 %). Veroastetta Suomen yritysvero-%:iin nähden nostaa konserniliikearvon poistojen verovähennyskelvottomuus. Vähemmistöjen (15 % Uudenmaan Imupalvelusta) tulososuuden odotamme olevan 0,16 MEUR:ssa. Siten EcoUpin vuoden 2021 oikaistun EPS:n ennusteemme on 0,17 euroa ja nettotuloksen

ennusteemme 0,12 euroa.

## Investoinnit rasittavat kassavirtaa vuonna 2021

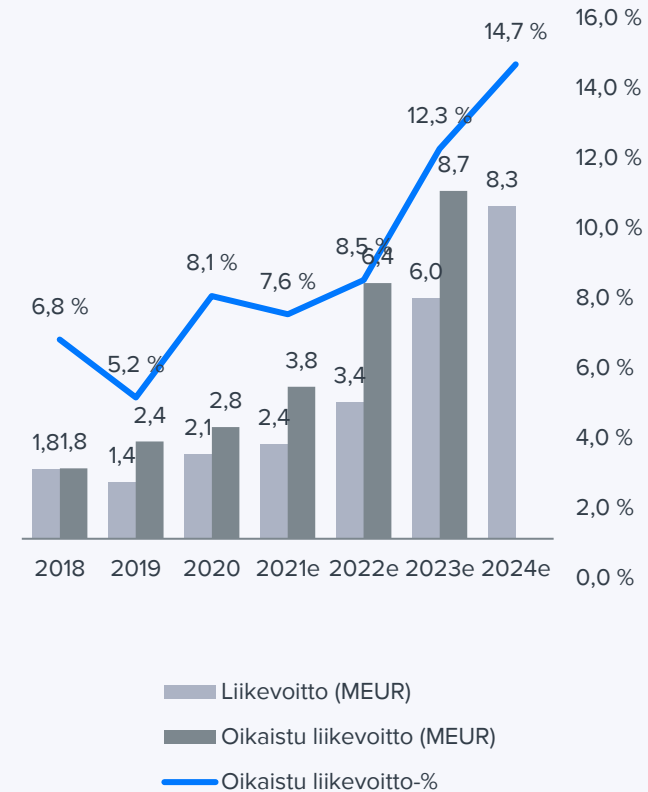
EcoUpin liiketoiminnan rahavirran odotamme vuonna 2021 olevan 4,2 MEUR. Liiketoiminnan rahavirtaa rokottaa arvioimme mukaan käyttöpääoman lievä nousu, jonka taustalla on perinteisen puolen volyymikasvu ja hyödykehintojen inflaatio. Investointien (sis. aineelliset ja aineettomat) arvioimme olevan vuonna 2021 edellisvuotta ylempänä noin 8 MEUR:ssa, mikä kohdistuu UIP:n oston, listautumiskuluihin, perinteisen puolen tuotantokapasiteetin nostoihin pullonkaulainvestoinneilla ja toisaalta Kiertotalousteknologian tuotekehitykseen (aktivoinnit). Siten EcoUpin vuoden 2021 vapaan kassavirran ennusteemme on -3,8 MEUR.

Listautumisannin ja kohtuullisen H2:n jäljiltä odotamme EcoUpin omavaraisuusasteen olevan vuoden lopussa noin 55 % ja taseen olevan käytännössä nettovelaton. Näin ollen yhtiön taloudellinen asema on mielestämme vahva ja loppuvuoden tuloskehitys sekä loppuvuoden investointiaktiiviteetti vaikuttavat vain rajallisesti listautumisannilla selvästi vahvistuneen taseen tunnuslukuihin. Osinkoa odotamme EcoUpin maksavan vuoden 2021 tuloksesta 0,05 euroa osakkeelta, mikä vastaa yhtiön osinkopolitiikan alarajalla olevaa noin 30 %:n jakosuhdetta.

## Orgaaninen kasvu kiihdyttää 2022

Odotamme EcoUpin pääsevän vuoteen 2022 positiivisista lähtökohdista. Taloustilanne on yhä

## Liikevoitto ja oikaistu liikevoitto



# Ennusteet 6/10

suotuisa, kun elvytys ja koronakuopasta toipuminen pitävät talouskasvua trendikasvun yläpuolella Suomessa. Tämä heijastuu positiivisesti rakentamiseen ja odotamme puupohjaisten eristeiden sekä Kiertotalousteknologian saaneen taas lisätuulta purjeisiinsa rakenteellisen vihreän trendin etenemisestä. Kiertotalousteknologiassa odotamme myyntiputken työstämisen johtaneet ensimmäisiin sopimuksiin H2'21:llä, minkä takia laite- ja teknologiamyynnin osaltakin asetelmat ovat parantuneet. Arviomme mukaan EcoUpilla on myös vuoden 2022 alussa hieman nykyistä enemmän kapasiteettia perinteisen tuotteiden kysyntään vastaamiseen, kuluttajien eristeremontteihin sekä toisaalta resursseja kaupallistaa Kiertotalousteknologiaa.

Odotamme EcoUpin Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden myynnin kasvavan vuonna 2022 puhtaasti orgaanisesti 17 % 36,1 MEUR:oon. Kasvu on edelleen merkittävästi markkinakasvua nopeampaa, minkä taustalla on kuluttajien eristeremonttikonseptin myynnin selvä kiihdytys ja hieman suuremman kapasiteetin mahdollistama toimituskyky. Arviomme mukaan kasvu tulee vuonna 2022 puhtaasti volyymistä, kun taas hintojen odotamme pysyvän vakaina. Vuonna 2022 EcoUpin osuus Suomen eristemarkkinasta ja viennin osuus perinteisten tuotteiden ja palveluiden myynnistä kasvavat lievästi.

Kiertotalousteknologian arviomme kasvavan vuonna 2022 700 % 4 MEUR:oon, kun yhtiön markkinointi- ja myyntipanostukset Euroopassa etenevät, asiakkaiden tarve sekä halu etsiä kierrätysratkaisuja kasvaa ja lisäksi oman

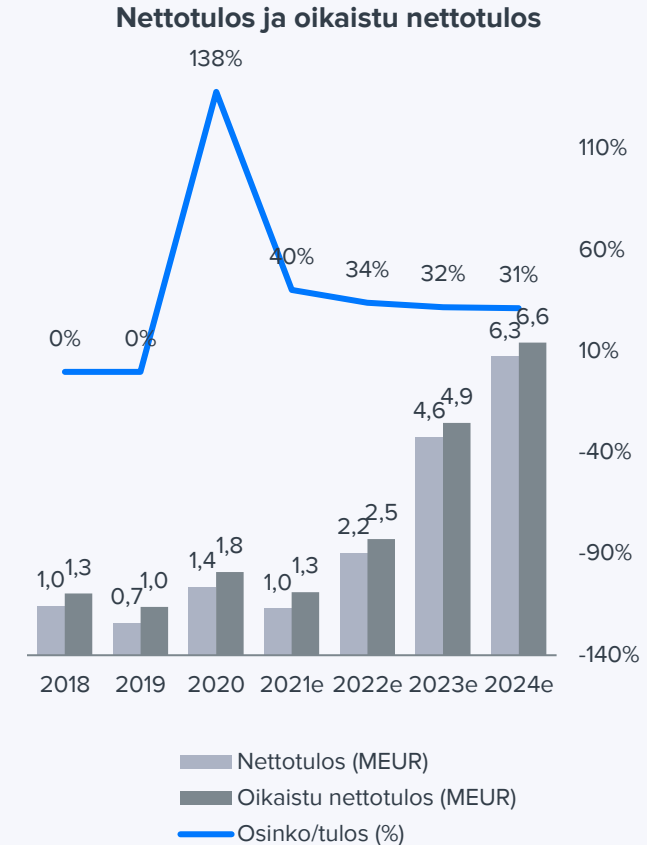
tuotannon myynti Tarvasjoelta jatkuu. Merkittävistä kasvuodotuksesta huolimatta teknologiamyynnin absoluuttinen mittakaava pysyy pienenä suhteessa relevantteihin markkinoihin, sillä odotamme Kiertotalousteknologian myyntisyklin olevan uuden teknologian konkreettisista hyödyistä ja asiakastarpeesta huolimatta pitkä.

## Odotamme tuloskasvua myös vuodelta 2022

EcoUpin käyttökatteen arvioimme olevan vuonna 2022 35 % edellisvuotta korkeammalla 7,0 MEUR:ssa, mikä vastaa 17,4 %:n EBITDA--%. Operatiivista kannattavuutta painavat edelleen myynti- ja kehityspanostukset Kiertotalousteknologiaan, jotka nostavat etenkin henkilöstö- ja muita kuluja aktivoineista huolimatta. Myös investoinnit ja etupainotteiset panostukset Kiertotaloustuotteisiin ja -palveluihin jatkuvat. Siten kannattavuus ei vielä ennusteessamme skaalaudu, kasvusta ja hyvästä myyntikatteesta huolimatta.

Kiertotalousteknologian tuloskontribuution ennustamme jäävän myös vuonna 2022 tappiolliseksi käyttökatetasolla mainittujen tulevaisuuden panostusten ja alhaisen myynnin takia. Sen sijaan Kiertotaloustuotteiden ja palveluiden odotamme parantavan marginaaliaan konserninumeroiden sisällä, mikä pohjautuu levytuotteiden volyymikasvun maltilliseen skaalautumiseen ja etenkin kuluttajien kokonaispalvelukonseptin ja kuitutuotteiden osuuden kasvuun portfolioissa (ts. myyntimix paranee).

EcoUpin poistojen arviomme kasvavan investointeja (ml. aktivoinnit) heijastellen 3,2 MEUR:oon (sis. vakaat liikearvopoistot) Näin ollen



# Ennusteet 7/10

vuoden 2022 oikaistun EBIT:n ennusteemme on 3,8 MEUR ja raportoidun EBIT:n ennustemme 3,4 MEUR. Rahoituskulujen odotamme pysyvän melko vakaina 0,3 MEUR:ssa ja veroasteen laskevan 23 %:iin. Vähemmistöjen tulososuus on myös ennusteissamme varsin vakaa. Siten EcoUpin vuoden 2022 oikaistun EPS:n ennusteemme on 0,28 euroa MEUR ja EPS:n ennusteemme 0,24 euroa. Tästä odotamme EcoUpin maksavan osinkopolitiikan alalaitaa peilaten 0,09 euroa osinkoa osaketta kohti.

Vuonna 2022 EcoUpin perinteisen liiketoiminnan volyymikasvu sitoo arviomme mukaan hieman käyttöpääomaa ja pääosin Kiertotalousteknologiaan painottuvien mutta osin myös perinteisen puolen tuotannon pullonkauloja aukovien investointien ennustamme olevan 5 MEUR. Vapaa rahavirta jää nollatasolle MEUR:oon etenkin investointien takia. Yhtiön taloudellinen asema pysyy ennusteissamme vakaana ja vahvana.

## Skaalautuminen alkaa kunnolla 2023-2024

Vuosina 2023-2024 arvioimme talouskasvun rauhoittuneen Suomessa ja keskeisillä vientimarkkinoilla, kun yleistalouden toipuminen koronakuopasta on edennyt ja elvytystä on vähennetty. Siten EcoUpin kasvu siirtyykin entistä enemmän kiertotaloutta tukevien trendien ja teknologian kaupallistamisen onnistumisen varaan. Arviomme mukaan aika vahvistaa näitä trendejä, joten odotamme EcoUpin liiketoimintaedellytysten vain parantuvan vuosikymmenen puoliväliä kohti siirryttäessä, vaikka talouskasvu palaa Suomessa

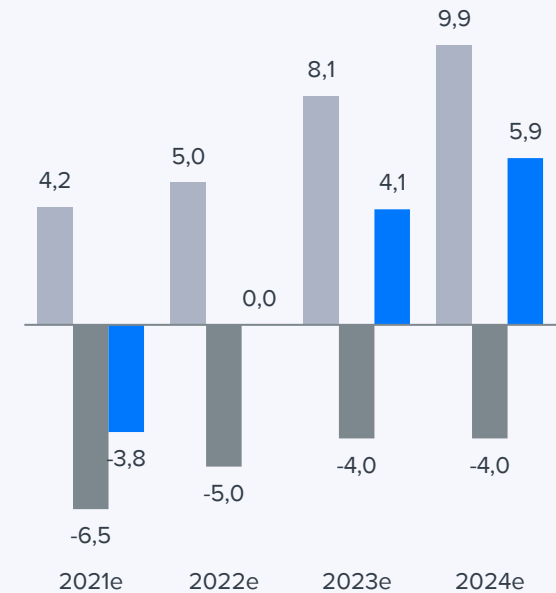
ja Euroopassa matalille trendikasvu-urilleen.

Tätä kokonaiskuvaa peilaten odotamme EcoUpin liikevaihdon kasvavan puhtaasti orgaanisesti vuonna 2023 22 % 49 MEUR:oon ja vuonna 2024 edelleen 16 % 57 MEUR:oon. Ennusteissamme kiihtyvää kasvua ajaa aiempien vuosien kehitys- ja myyntipanostuksista kiihtyvissä määrin hyötyjä saava Kiertotalousteknologia, jonka arvioimme kasvavan selvästi ja sen myynnin olevan vuonna 2023 7,5 MEUR ja vuonna 2024 13 MEUR.

Siten odotamme yhtiön teknologiamyynnin jäävän vuodelle 2024 asetetun 20 MEUR:n tavoitteensa alapuolelle, vaikka emme pidä tavoitetta kohtuuttoman korkeana markkinakokoon ja Kiertotalousteknologian ratkaisujen potentiaaliin asiakashyötyihin peilattuna. Liiketoiminnan myynnin osalta epävarmuus vuoteen 2024 asti katsottaessa on suuri ja merkittävät muutokset ennusteisiin ovat mahdollisia ennen kuin konkretiaa kasvusta (ml. myyntisyklin pituus) saadaan.

Perinteisen tuote- ja palveluliiketoiminnan arvioimme pysyvän noin 15 %:n kasvussa vuonna 2023 ja 5 %:n kasvussa vuonna 2024, kun kapasiteetti-investoinnit (ml. täysi levykapasiteetti on käytössä vuodelle 2024) mahdollistavat suuremmat volyymit, jotka markkinat imevät puupohjaisen materiaalin voittaessa osuutta mineraalivilloilta Suomen ja vientialueiden eristemarkkinoilla. Odotamme myös kuluttajien eristeremonttikonseptin myyvän yhä hyvin, mutta jäävän H2'21:n ja vuoden 2022 ripeästä kasvusta.

## Operatiivinen ja vapaa kassavirta



- Liiketoiminnan kassavirta (MEUR)
- Investoinnit (MEUR)
- Vapaa kassavirta (MEUR)

# Ennusteet 8/10

Vuonna 2024 EcoUpilla on arviomme mukaan noin 9-10 %:n markkinaosuus Suomen yhtiölle relevanteista eristevillamarkkinoista ja noin 70 %:n markkinaosuus relevanteista puupohjaisten eristemateriaalien markkinoista Suomessa. Ripeästä kasvusta huolimatta EcoUpin

Kokonaismarkkinaosuus Suomen eristemarkkinasta (ei sis. kuluttajien eristeremonttia) kasvaa vuosina 2021-2024 ennusteissamme alle 3 %-yksikköä. Arviomme kilpailun puupohjaisissa eristeissä pysyvän vähäisenä ennustejaksolla pienen markkinakoon ja alalle tulon rajoitteiden takia, jos markkina ei räjähdä vihreän trendin takia huomattavaan kasvuun. Jälkimmäisen tilanteen realisoituminen tukisi luonnollisesti myös EcoUpin kasvuennusteitamme ja olisi positiivinen ongelma, vaikka kilpailukin saattaisi kiristyä.

Viennin osuus EcoUpin perinteisten tuotteiden ja palveluiden myynnistä on vuoden 2024 ennusteissamme kasvanut noin 6 %:iin vuoden 2020 4 %:sta. Arviomme mukaan viennin kasvu tulee vuosien saatossa asteittain Pohjois-Norjasta, Pohjois-Ruotsista ja Baltian maista yhtiön strategisten tavoitteiden mukaisesti, mutta kokonaisuutena viennin rooli pysyy perinteisessä liiketoiminnassa vähäisenä.

## Vuosina 2023-2024 molemmat liiketoimintahaarat tukevat käyttökäteen kasvua

Vuonna 2023 odotamme yhtiön käyttökäteen kasvavan karkeasti 56 % 9,6 MEUR:oon ja vuonna 2024 edelleen noin 25 % vauhtia 12,2 MEUR:oon. Ennustemme vastaavat 19,7 %:n ja 21,6 %:n

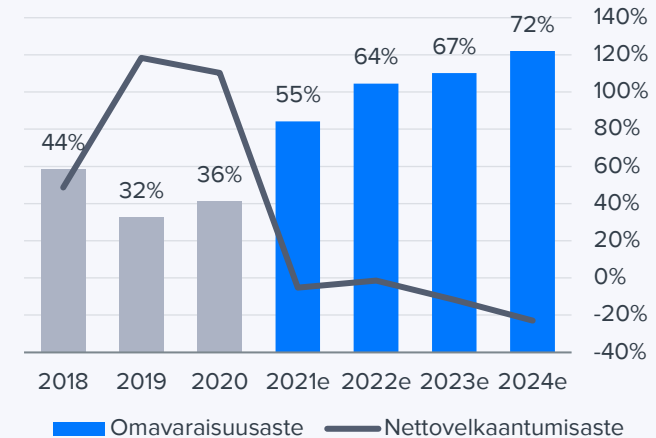
EBITDA-%. Vuoden 2024 ennusteemme on hieman yhtiön yli 20 %:ssa olevan keskipitkän ajan tavoitetason alareunan yläpuolella. Yhtiön käyttökäteen tuloskertymää tukevat vuosina 2023-2024 EcoUpin molemmat liiketoimintahaarat.

Arviomme Kiertotaloustuote- ja palveluiden jatkavan tasaista tuloskasvua, kun kannattavuus skaalautuu volyymin nousun ja tuotemixin parantumisen ansiosta lievästi ylöspäin. Kiertotalousteknologiassa odotamme käyttökäteen nousevan niukasti plussalle vuonna 2023, kun vuosina 2021-2022 tehtyjä kasvupanostuksia vastaan kertyy tarpeeksi liikevaihtoa, uusien kasvupanostusten suhteellinen mittakaava hieman rauhoittuu ja myynnin painopiste siirtyy piirun verran lisenssien suuntaan. Vuonna 2024 odotamme Kiertotalousteknologian EBITDA-%:n paranevan yhä merkittävästi, mikä heijastelee paksuissa myyntikatteissa piilevää isoa tulosvipua tilanteessa, jossa myynti on saavuttanut tarpeeksi korkean tason ja kasvaa yhä. Relevantimpi mittarin yhtiön kannattavuudelle on silti oikaistu EBIT-%.

## Tuloksen optimoinnin aika ei ole välttämättä vielä

Vuonna 2024 olemme odottaneet Kiertotalousteknologian myynti- ja kehityspanostusten henkilöstökuluihin ja liiketoiminnan muihin kuluihin rauhoittuvan vuosista 2021-2023 euromäärällä mitattuna. Käytännössä tämä voi olla virheellinen oletus, jos yhtiö tunnistaisi mahdollisuuksia kiihdyttää kasvua panostuksia nostamalla. Lähtökohtaisesti suhtautuisimme

## Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet 9/10

tämäntyyppiseen tilanteeseen positiivisesti EcoUpin arvonmuodostumisen kannalta, sillä Kiertotalousteknologian markkina on suuri ja sen pitkän ajan kannattavuuspotentiaali on lisensoitiin pohjautuvalla mallilla hyvin houkutteleva. Siten lyhyen ajan kannattavuutta ei välttämättä olisi järkevää optimoida vielä tässä vaiheessa, jos lisäpanostuksilla myynnin saisi ajettua ennusteitamme jyrkemmälle nousukäyrälle.

Vuosina 2023-2024 odotamme EcoUpin poistojen kasvavan aiempia investointeja peilaten ja liikearvopoistojen pysyvän vakaina. Näin ollen oikaistun liikevoiton ennusteemme vuosille 2023-2024 ovat 6,4 MEUR ja 8,7 MEUR (oikaisuerät ovat yhä liikearvopoistoja) sekä vastaavat raportoidun liikevoiton ennusteemme 6,0 MEUR ja 8,3 MEUR. Rahoituskulujen odotamme pysyvän vakaina noin 0,3 MEUR:ssa per vuosi ja vähemmistölle kuuluvan tulososuuden ennustamme pysyvän melko vakaana noin 0,2 MEUR:ssa. Vuosien 2023-2024 veroasteen ennusteemme laskee edellisvuosista lievästi 23-22 %:iin. Siten oikaistun EPS:n ennusteemme vuosille 2023 ja 2024 ovat 0,51 euroa ja 0,72 euroa, kun taas vastaavat raportoidut EPS:t ovat 0,47 euroa ja 0,68 euroa. Osinkoa odotamme yhtiön jakavan vuosina 2023 ja 2024 0,16 euroa/osake ja 0,22 euroa/osake, mikä peilaa osinkopolitiikan alareunassa olevaa jakosuhdetta. Tase pysyy ennusteissamme nettovelattomana ja yhtiön taloudellinen asema vahvana.

## Kassavirta paranee tuloksen mukana

Vuosina 2023-2024 EcoUp jatkaa arviomme mukaan maltillista käyttöpääoman sitomista

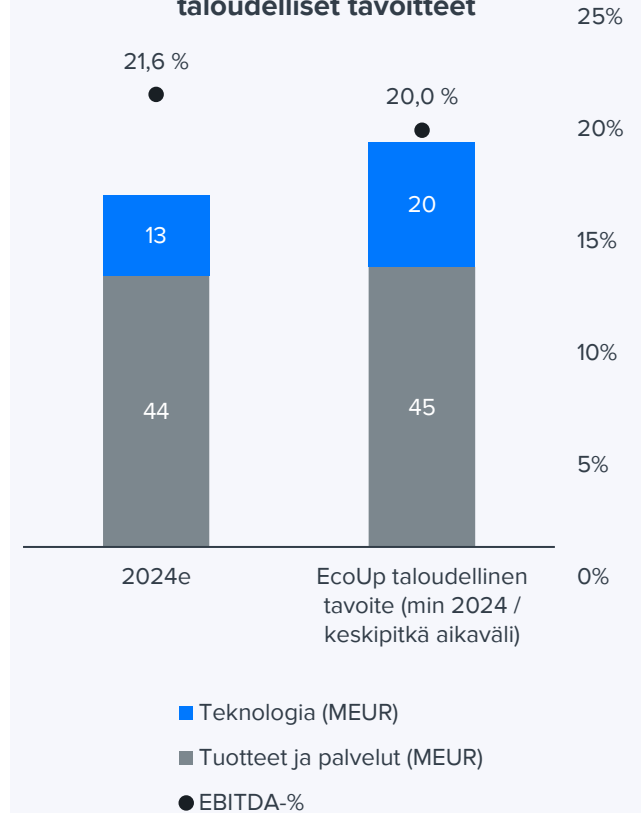
volyymikasvun ajamana, kun taas perinteisen puolen kapasiteettiin ja Kiertotalousteknologian myyntiin ja kehitykseen kohdistuvien investointien odotamme olevan 4 MEUR per vuosi (2021-2024 kumulatiiviset investoinnit 21 MEUR). Näin ollen kyseisten vuosien vapaan rahavirran ennusteemme ovat 4,1 MEUR ja 5,9 MEUR. Positiivisen vapaan kassavirran ja nettovoiton ansiosta yhtiön tase jatkaa ennusteessamme vahvistumistaan vuosikymmenen puolivälissä.

## Pitkän ajan ennusteet

Vuoden 2024 jälkeen EcoUpin kasvunäkymä on mielestämme yhä hyvä, sillä Kiertotalousteknologian osalta tässäkin vaiheessa on ehditty raapaisemaan vasta markkinapotentiaalin pintaa. Pitkällä aikavälillä odotamme yhtiön laajentavan Kiertotalousteknologiassa myyntipanostustensa kohdealueen Euroopasta globaaliksi sekä pyrkivän kehittämään purkuvillan lisäksi teknologian käsittelemään muita raaka-aineita, kuten betonia. Vuosien 2021-2024 ennusteemme perustuvat vain Euroopan markkinaan ja purkuvillaratkaisuuun. Tämä laajentaisi Kiertotalousteknologian markkinaa oleellisesti eikä markkina asettaisi segmentin kasvulle rajoja ennustejaksolla. Odotamme kilpailun sektorilla kiristyvän asteittain, kun houkutteleva markkinadynamiikka synnyttää kilpailevia teknologioita. EcoUpin kilpailuaseman pitäisi arviomme mukaan olla 2020-luvun ajan hyvä, kunhan oman teknologian jalostamisessa ja IPR:n suojaamisessa onnistutaan.

Perinteisessä liiketoiminnassa riittää mielestämme myös lainasäädännön ja kierrätystavoitteiden

## 2024 ennuste vs. EcoUpin taloudelliset tavoitteet



# Ennusteet 10/10

ajamana kasvu-uraa pidemmälläkin perspektiivillä, vaikka odotammekin lähtökohtaisesti Suomen talouden, rakentamisen ja koko eristemarkkinan kasvun olevan melko hidasta. Arvioimme kilpailun kiristyvän ekologisissa eristeissä markkinatrendien myötä ajan kuluessa. Emme toisaalta usko EcoUpin lähtevän laajentamaan perinteisiä tuotteita ja palveluita lähialuevientiä lukuun ottamatta ulkomaille vaan odotamme panostuksien kohdistuvan pitkällä tähtäimellä etenkin Kiertotalousteknologiaan.

## Pitkän ajan marginaaliodotus on vielä maltillinen

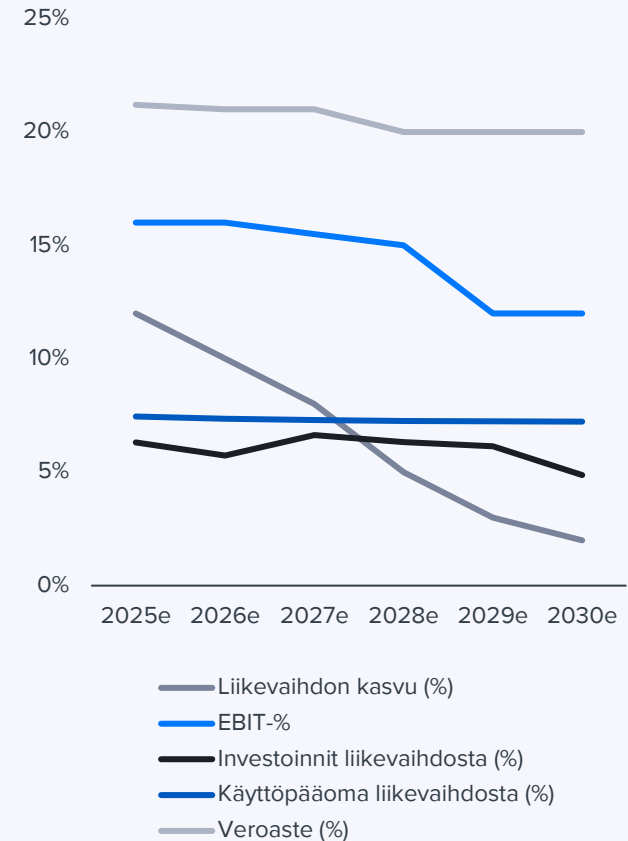
Tätä kokonaiskuvaa peilaten Ennustamme EcoUpin liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä noin 3-12 % p.a. Kiertotalousteknologiaan painottuen. Terminaalikasvuennusteemme on Suomen ja Euroopan BKT:n pitkän ajan kasvuoletuksen tasolla 2,0 %:ssa. Kiertotalousteknologian heikon ennustettavuuden takia pitkän ajan ennusteisiin liittyvä epävarmuus on korkea, sillä ennusteissamme Kiertotalousteknologian osuus konsernin liikevaihdosta nousee ajan yli. Siten merkittävätkin ennustemuutokset ovat pidemmällä perspektiivillä mahdollisia, kun näkyvyys yhtiön teknologian kaupallistamisen ensimetreihin ja odotettuun kulmakertoimeen alkaa selkeytyä.

Yhtiön EBITDA-%:ien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 17-23 %:n haarukassa. Nämä ennusteet vastaavat 12-16 %:n EBIT-%. Korkean myyntikatteen Kiertotalousteknologian osuuden kasvu tukee kannattavuutta 2020-luvulla, mutta terminaalia

kohti mentäessä molemmissa liiketoiminnoissa kiristyvä kilpailu lyö mallisamme marginaaleille jarrua. Terminaalin kannattavuuden ennusteemme on vuoden 2020 toteuman tasolla liikearvon poistojen päättymisestä oikaistuna. Teknologian osuuden kasvaessa selvästi korkeampi yli 20 %:n EBIT-% on mielestämme konsernille mahdollinen 2020-luvulla, mutta tähän suuntaan menevästä kehityksestä vaadimme vielä yhtiöltä näyttöjä.

Rahoituskulujen ja vähemmistöjen tulososuuden arvioimme ennusteissamme pysyvän vähäisinä, kun taas veroaste hakeutuu arviomme mukaan liikearvopoistojen loppuessa kohti Suomen 20 %:n yritysveroastetta. Kasvupanostuksia peilaten odotamme EcoUpin investointien olevan poistoja suurempia ennen kuin terminaalissa investoinnit laskevat poistojen tasolle. Arviomme mukaan yhtiöllä on kasvusta huolimatta edellytykset halutessaan ylläpitää osinkopolitiikansa mukaista 30-50 %:n jakosuhdetta myös pitkällä aikavälillä, koska liiketoimintamalli sitoo pääomaa rajallisesti pitkällä aikavälillä.

## Pitkän ajan ennusteparametrit\*



# Tuloslaskelma

<b>Tuloslaskelma</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>H1'20</b>	<b>H2'20</b>	<b>2020</b>	<b>H1'21</b>	<b>H2'21e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
<b>Liikevaihto</b>	<b>25,6</b>	<b>27,4</b>	<b>11,1</b>	<b>15,0</b>	<b>26,1</b>	<b>13,0</b>	<b>18,4</b>	<b>31,4</b>	<b>40,1</b>	<b>49,0</b>	<b>56,6</b>
Konserni	25,6	27,4	11,1	15,0	26,1	13,0	18,4	31,4	40,1	49,0	56,6
<b>Käyttökate</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>1,3</b>	<b>3,0</b>	<b>4,3</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>5,2</b>	<b>7,0</b>	<b>9,6</b>	<b>12,2</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,6	-1,9	-1,0	-1,1	-2,2	-1,5	-1,4	-2,8	-3,5	-3,6	-3,9
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,8</b>	<b>6,4</b>	<b>8,7</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>0,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>6,0</b>	<b>8,3</b>
Konserni	1,8	1,4	0,4	2,1	2,5	0,4	2,4	2,8	3,8	6,4	8,7
Liikearvopoiston oikaisu	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>5,7</b>	<b>8,0</b>
Verot	-0,4	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,6	-0,7	-0,8	-1,4	-1,9
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Nettotulos</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>2,1</b>	<b>4,1</b>	<b>6,0</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,19</b>	<b>0,15</b>	<b>0,02</b>	<b>0,23</b>	<b>0,26</b>	<b>0,00</b>	<b>0,16</b>	<b>0,17</b>	<b>0,28</b>	<b>0,51</b>	<b>0,72</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,15</b>	<b>0,10</b>	<b>0,00</b>	<b>0,21</b>	<b>0,21</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,14</b>	<b>0,12</b>	<b>0,24</b>	<b>0,47</b>	<b>0,68</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>H1'20</b>	<b>H2'20</b>	<b>2020</b>	<b>H1'21</b>	<b>H2'21e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>		7,0 %			-4,6 %	16,8 %	22,3 %	20,0 %	27,9 %	22,2 %	15,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	13,0 %	12,1 %	11,3 %	20,1 %	16,3 %	12,5 %	19,3 %	16,5 %	17,4 %	19,6 %	21,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	7,9 %	6,4 %	3,7 %	13,5 %	9,3 %	3,3 %	12,9 %	8,9 %	9,5 %	13,1 %	15,4 %
<b>Nettotulos-%</b>	4,1 %	2,5 %	-0,1 %	9,7 %	5,5 %	-1,7 %	6,9 %	3,3 %	5,3 %	8,4 %	10,6 %

Lähde: Inderes

HUOM: Vuosien 2018-2020 ja H1'21:n osakemääränä on käytetty listautumista edeltävää noin 6,9 miljoonan osakkeen osakemäärää

# Tase

## Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>11,9</b>	<b>13,8</b>	<b>18,9</b>	<b>20,4</b>	<b>20,8</b>
Liikearvo	3,1	2,7	3,7	3,2	2,7
Aineettomat ja aineelliset varat	8,7	11,0	15,2	17,1	18,1
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>9,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>10,4</b>
Vaihto-omaisuus	2,2	2,0	2,5	3,1	3,7
Muut lyhytaikaiset varat	4,0	1,8	0,6	0,6	0,6
Myyntisaamiset	2,6	2,3	3,1	3,8	4,6
Likvidit varat	0,5	0,8	0,9	1,2	1,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>21,2</b>	<b>20,7</b>	<b>26,1</b>	<b>29,1</b>	<b>31,1</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>6,9</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>	<b>8,7</b>	<b>12,0</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	5,2	5,8	5,9	7,5	10,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,6	1,6	1,1	1,1	1,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>5,4</b>	<b>7,4</b>	<b>8,2</b>	<b>8,8</b>	<b>7,4</b>
Laskennalliset verovelat	0,4	0,5	0,7	0,7	0,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	5,0	6,9	7,5	8,1	6,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>8,9</b>	<b>5,8</b>	<b>10,8</b>	<b>11,7</b>	<b>11,6</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	3,6	2,2	7,5	8,1	6,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,6	1,9	2,4	3,6	4,9
Muut lyhytaikaiset velat	1,7	1,7	1,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>21,2</b>	<b>20,7</b>	<b>26,1</b>	<b>29,1</b>	<b>31,1</b>



# Sijoitusprofiili 1/2

## EcoUp on kasvuyhtiö

Sijoittajille EcoUp profiloituu selkeänä kasvuyhtiönä, joka tarjoaa mahdollisuuden sijoittaa pitkällä tähtäimellä houkuttelevaan kiertotaloustrendiin. Yhtiöllä on portfoliossaan sekä perinteistä kassavirtaa tuottavaa tuote- ja palveluliiketoimintaa (Kiertotaloustuotteet ja -palvelut) sekä uudentyypistä suuret tavoitettavissa olevat markkinat ja skaalautumispotentiaalia omaavaa teknologia liiketoimintaa (Kiertotalousteknologia). Mielestämme portfolion jakautuminen tasaa jossain määrin sijoittajien riskejä tässä vaiheessa, kun Kiertotalousteknologian kaupallinen potentiaali on vielä lähes täysin todistamatta.

Kaksitasoisen liiketoimintansa ansiosta yhtiö pysyy arviomme mukaan halutessaan palauttamaan maltillisia määriä pääomia jo lähivuosina sijoittajille, mutta osinkoyhtiö ei EcoUp kuitenkaan ole. Aggressiivinen osingon maksu tai osingon maksu ylipäänsä ei mielestämme kuitenkaan olisi toivottavaa, jos pääomien ulosmaksu loiventaisi selvästi Kiertotalousteknologian kasvun kulmakerrointa.

## Vahvuudet ja arvoajurit

Mielestämme EcoUpin keskeisimmät arvoajurit ja vahvuudet ovat:

- **Kiertotaloutta tukeva lainsäädäntö ja yleinen ilmapiiri.** Ilmastomuutoksen torjuminen ja sen osana hiilidioksidipäästöjen alentaminen sekä kierrätyksen lisääminen on saanut viime vuosina kasvavaa painoarvoa sekä kuluttajien

että lainsäätäjien keskuudessa. Paine lisätä kiertotaloutta ja vihreää rakentamista tukee EcoUpin molempien liiketoimintojen kysyntänäkymiä pitkään, sillä rakentamisen päästö- ja jätekuormitus on vielä kaukana lainsäätäjien tavoitteista. Näin ollen EcoUp on asemoitunut vahvaan ja pitkäaikaiseen trendiin hyvin.

- **Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden vahva markkina-asema.** Ekovilla on hyvin perinteinen tuote, jolla on Suomessa erittäin vahva markkina-asema puupohjaisissa eristeissä. Yhtiön markkinaosuus puupohjaisissa eristemateriaaleissa on noin 70 %. Perinteinen liiketoiminta on siten tukevalla pohjalla ja tuottaa vähintään kohtuullista kassavirtaa konsernille erityyppisissä suhdannetilanteissa.
- **Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden kasvu.** Kiertotalouden yleistymisen ja yhtiön omat avaukset mahdollistavat yhtiölle selkeästi Suomen BKT:tä, Suomen rakentamista ja eristemarkkinoita nopeamman kasvun. Kasvun keihäänkärjet eli kuluttajien eristeremonttikonsepti ja muut kuitutuotteet (ml. Akustiikka- ja asfalttikuidut) ovat arviomme mukaan konsernin perinteisen puolen marginaaliprofiililtaan parempia osia. Näiden osa-alueiden kasvu ja levyeristetutuotannon kapasiteetin nosto nykytehtailta tarjoavat perinteiselle liiketoiminnalle maltillista skaalautumisen varaa lähivuosille.
- **Kiertotalousteknologian markkina on erittäin suuri.** EcoUpin soveltama

kiertotalousteknologia sopii lähtökohtaisesti useille materiaaleille, joita tuotetaan ja on tuotettu globaalisti valtavia määriä. Näin ollen Kiertotalousteknologian potentiaalinen markkina on erittäin suuri ja tarjoaa EcoUpille kasvualustaa vielä pitkään.

- **Kiertotalousteknologian liiketoimintamalli on erittäin skaalautuva.** EcoUpin liiketoimintamalli Teknologiassa tulee arviomme mukaan nojamaan etenkin lisenssimyyntiin, jossa myyntikate on lähes 100 %. Tämä tekee liiketoimintamallista erittäin skaalautuvan, jos liikevaihto saadaan kunnolla kasvuun.
- **Kiertotalousteknologialle haetaan patenttisuojaa.** Menetelmäpatenttisuojan saaminen Euroopassa mahdollistaisi EcoUpille arviomme mukaan etumatkaa suhteessa potentiaaliin kilpailijoihin Teknologiassa.

## Heikkoudet ja riskit

Näkemyksemme mukaan EcoUpin keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

- **Kiertotalousteknologian kehittämisen ja kaupallistamiseen liittyvät riskit.** Kiertotalousteknologia kehittää ja kaupallistaa täysin uusia tuotteita ja ratkaisuja, minkä läpilyönnin voimaan ja aikatauluun liittyy huomattavaa epävarmuutta. Keskeiset riskit liittyvät mielestämme etenkin myyntisyklin pituuteen, IPR:n kestävytyteen (ml. Vielä epävarmat patenttisuojat) ja siihen, että joku toinen toimija voisi kehittää vielä paremman

## Sijoitusprofiili 2/2

teknologian samojen ongelmien ratkaisuun. Kiertotalousteknologian kaupallistamisen viivästyminen voisi tehdä yhtiön kasvusta kalliimpaa, kun taas parempien kilpailevien ratkaisujen ilmaantuminen voisi tehdä yhtiön etupainotteiset teknologiapanostukset osin tai täysin turhiksi. Kaupallistamiseen liittyen Kiertotalousteknologiaan voi liittyä myös tiettyä tuotantoriskiä, sillä listautumisesitteen mukaan yhtiö aikoo pitää laitteiden kokoonpanon itsellään eikä EcoUpilla ole tästä vielä merkittävää kokemusta. Alkuun kokoonpanovolyymi tullee kuitenkin olemaan maltillinen, joten prosessien hiomiseen pitäisi olla tilaa ja aikaa.

- **Rakentamisen vihreän aallon peruuntuminen tai hidastuminen.** EcoUpin molempien liiketoiminta-alueiden kasvustrategiat perustuvat mielestämme suurelta osin, että yhtiö pystyy vähäpäästöisempänä ja/tai ympäristöystävällisempänä toimijana kasvamaan markkinoita rajusti nopeammin (ts. voittamaan markkinaosuutta perinteisiltä ratkaisuilta ja luomaan uutta markkinaa). Tästä yhtiöllä tai sen verrokeilla ei ole vielä kovia näyttöjä eli historiaa toimialaa reilusti nopeammasta liikevaihdon kasvusta ja korkeammasta kannattavuudesta. Toisaalta kiertotalous- ja ympäristöystävällisyystrendiä voi pyrkiä hidastamaan esimerkiksi perinteisten rakennusmateriaalien valmistajien kaltaisia tahoja. Lisäksi vihreämmän rakentamisen vaikutukset rakennuskustannusten nousuun ja sitä kautta kysyntään ovat osin auki etenkin

suhdanteiden yli. Näin ollen kiertotalouden läpilyönti odotetulla voimalla ja odotetun pitkäaikaisesti ei ole vielä varmaa, vaikka ajurit näyttävätkin vahvoilta.

- **Track-recordin puute.** EcoUp-konserni on perustettu vasta vuonna 2019, mutta sen osilla (etenkin Ekovilla Oy) on toki pitkäkin historiaa takanaan. Nykymuotoisella konsernilla ei siten ole vielä kovia näyttöjä reippaasti markkinoita nopeammasta kasvusta ja/tai toimialan kontekstiin suhteutettuna vahvasta kannattavuudesta. Käsityksemme mukaan myös konsernin pidempää historiaa omaavien osien taloudellinen historia on osin pomppuista sekä kasvun että kannattavuuden osalta. Mielestämme historiallisen track-recordin puute nostaakin yhtiön riskiprofiilia toistaiseksi ja edellyttää siten ennusteissa sekä muissa tulevaisuuden arvioissa ylimää räisiä turvamarginaaleja.
- **Kilpailu pätevästä työntekijöistä.** Etenkin Kiertotalousteknologian kehittäminen ja kaupallistaminen tulevat vaatimaan korkean osaamistason valkokaulustyöntekijöiden rekrytointeja, joita ei löydy pelkästään Suomen rajojen sisäpuolelta ja joista kilpailu on kovaa. Pätevän henkilökunnan löytämisessä ja pitämisessä epäonnistuminen voisi hidastaa tai estää Kiertotalousteknologian ylöspäin skaalaamista ja tätä kautta EcoUp voisi menettää osin lähtökohtaisissa oletuksissamme yhtiön saamien patenttisuojien lähivuosille tarjoamaa

etulyöntiasemaansa.

- **Perinteisen liiketoiminnan raaka-aineiden hintojen nousu.** Raaka-aineiden hinnat ovat arviomme mukaan suurin yksittäinen erä EcoUpin perinteisen tuoteliiketoiminnan kustannuksissa. Näin ollen raaka-aineiden hintojen nousulla voisi olla selvä negatiivinen vaikutus yhtiön kannattavuuteen, jos hintojen nousua ei saada kysynnän tai kilpailutilanteen takia siirrettyä nopeasti myyntihintoihin. Tänä vuonna monissa raaka-aineiden hinnoissa on nähty merkittäviä nousuja ja/tai nousupaineita (ml. esim. keräyspaperi). Arviomme mukaan EcoUpin raaka-ainepohjan laajennus ja korkea markkinaosuus puupohjaisista eristeistä mahdollistavat kuitenkin riskin rajaamisen ainakin toistaiseksi.
- **Tulessa on monta rautaa.** EcoUp panostaa nyt kasvuun varsin yhtä aikaa monella rintamalla, jolloin riskinä on yhtiön ja johdon resurssien riittävyys sekä niiden hajaantuminen Yhtiö eri kasvalähtöjä on kuitenkin tekemässä toisistaan irralliset tiimit niin Kiertotalousteknologiassa, kuluttajien eristeremonttikonseptissa kuin levytuotannon kapasiteetin nostossa. Kasvuaihioiden liittyvät investoinnit ovat myös osin eriaikaisia ja osa aihioista on pääomakeveitä. Näin ollen sisäisiä ”törmäyskursseja” ei välttämättä synny ja päätöksentekokin on hajautetulla organisaatiomallilla mahdollista pitää ketteränä. Lisäksi kasvuaihioiden merkittävä määrä kertoo myös kiertotalouden hyvistä näkymistä.

# Sijoitusprofiili

1.

Koko portfolio on asemoitunut hyvin kiertotalouden vahvaan trendiin

2.

Kannattava perinteinen tuote- ja palveluliiketoiminta

3.

Uusi ja mahdollisesti laajasti patentoitava teknologia vaikeasti kierrätettävien materiaalien hyödyntämiseen

4.

Rakentamisen päästöjen alentamista tukeva sääntely ajaa molempien liiketoimintojen kysyntää

5.

Investoinnit perinteisen liiketoiminnan kapasiteettiin, kuluttajakonseptiin ja teknologian kehittämiseen ja myyntiin

## Potentiaali



- Sääntely ja kuluttajien halu ohjaavat kysyntää kohti ekologisempaa rakentamista, mihin yhtiö on molemmissa liiketoiminnoissaan hyvin asemoitunut
- Perinteisessä liiketoiminnassa markkina-osuuden kasvattaminen ekologisemman tuotteen hyötyjen avulla
- Kiertotalousteknologiassa erittäin suuri markkinapotentiaali, johon yhtiöllä on todistetusti toimiva ja pian patenteilla suojattu teknologia
- Kiertotalousteknologian myyntikatteet ovat erittäin korkeita ja perinteisessä liiketoiminnassakin on maltillista skaalautumisen varaa

## Riskit



- Kiertotalousteknologian kaupallistamisessa ja jatkokehitystyössä epäonnistuminen ja hidas edistyminen
- Kilpailun kiristyminen tai perinteisten toimijoiden vastaiskut vihreälle rakentamiselle
- Vaihtoehtoisten teknologisten kierrätysratkaisuiden ilmaantuminen kilpailijoiksi
- Pätevän henkilökunnan löytäminen ja sitouttaminen Kiertotalousteknologiaan

# Arvonmääritys 1/8

## EcoUpin liiketoimintoja hinnoitellaan täysin eri tavoilla

Arviomme mukaan EcoUpin kaksi liiketoimintaa pitäisi hinnoitella ja myös tullaan hinnoittelemaan markkinoilla hyvin eri tyypisesti. Kypsemmän Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden hinnoittelumekanismi pohjautuu mielestämme tulokseen sekä tuloskasvuun ja liiketoimintaa voidaan mielestämme hinnoitella melko perinteisesti toteutuneen tuloksen ja parin seuraavan ennustevuoden tuloskerroimilla (esim. oikaistut P/E- ja EV/EBIT, P/FCF ja PEG). Näitä kertoimia voi myös verrata suhteellisesti, sillä Kiertotaloustuotteille ja -palveluille on löydettävissä listattuna muutamia suoria kilpailijoita ja melko laaja joukko verrokkeja Pohjoismaisista rakennusmateriaalisektorin yhtiöistä.

Huomattavasti haastavampi hinnoiteltava on sen sijaan varhaisen kehitysvaiheen Kiertotalousteknologia, jonka hinnoittelun tulisi mielestämme perustua liiketoiminnan odotettuun läpilyöntivauhtiin, kasvun sekä kannattavuuden yhdistelmään ja saavuttavissa olevaan markkinaaan. Näin ollen Kiertotalousteknologian hinnoittelun tulisi mielestämme pohjautua lähivuosien EV/S-kertoimeen suhteutettuna kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään ja DCF:n eri skenaarioilla hahmotettavaan pidemmän ajan potentiaaliin. Kiertotalousteknologian arvo tulee myös olemaan hyvin herkkä muutoksille odotetussa kehitysvauhdissa. Kiertotalousteknologian hinnoittelua mutkistaa mielestämme myös se, että liiketoiminnalle ei ole listattuja kilpailijoita vaan ainoastaan

samantyyppisistä elementeistä liiketoimintojaan rakentavia löyhiä verrokkeja eri sektoreilla.

## Osakkeen likviditeetti voi olla alkuun ohut

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

## Suosimme yhtiössä osien summa -mallia

Näiden tekijöiden takia suosimme EcoUpissa osien summa -mallia, jossa Kiertotaloustuotteet ja -palvelut on hinnoiteltu lyhyen ajan tuloskunnan ja tuloskasvuvolettaman pohjalta, kun taas Kiertotalousteknologia hinnoitellaan pidemmän aikavälin potentiaalin ja odotetun kehitysvauhdin mukaan. Osien summan laatimista vaikeuttaa lisäksi osin se, että EcoUpin taloudellisessa raportoinnissa eri liiketoiminnat tullaan erottelemaan toisistaan vain liikevaihtorivin osalta. 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.

## Konsernin verokkiarvostus on suuntaa antava

Konserninumeroilla suhteellinen arvostus toimii arviomme mukaan EcoUpille varsin huonosti, mikä vastaavaa sekä tuotteisiin että palveluihin ja

## EcoUpin liiketoimintojen hinnoittelu

### Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden arvostusmenetelmät

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

### Kiertotalousteknologian arvostusmenetelmät

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

# Arvonmääritys 2/8

toisaalta teknologiaan keskittynyttä yhtiötä ei ole verrokiksi löydettävissä.

## Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden arvostukseen vaikuttavat tekijät:

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden arvostukseen:

### Kiertotaloustuotteiden ja palveluiden lyhyen ja keskipitkän ajan kasvupotentiaali on hyvä.

Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden lähiaikojen kasvupotentiaali on mielestämme merkittävästi eristemarkkinaa korkeampi vihreän trendin sekä kuluttajien eristeremonttikonseptin takia. Hyvä kasvunäkymä tukee hyväksyttävää arvostusta.

**Eristetuotteiden ja palveluiden marginaaliprofiili on korkea.** EcoUpin myyntikatteet ovat korkeita ja parhaat eristevalmistajat ovat osoittaneet pystyvänsä tekemään korkeaa marginaalia, mikä nostaa alan yhtiöiden osakkeiden arvostusta.

**Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden portfolio on ekologinen.** Arviomme mukaan EcoUpin hyvä asemoituminen vihreään trendiin ja ESG-teemoihin lisää sijoittajien kiinnostusta yhtiöön ja voi tukea liiketoiminnan hyväksyttävää arvostusta.

**Kiertotaloustuotteilla ja -palveluilla on lähiaikoina skaalautumispotentiaalia.** Yhtiöllä on Suomessa useampia tuotantolaitoksia, joissa on pullonkauloja avaamalla mahdollisuus nostaa selvästi kapasiteettia nostamatta oleellisesti kiinteitä kuluja. Näin ollen kasvu Suomessa (ml. Suomesta käsin vientimarkkinoille) ja nykytehtaita kehittämällä voi

arviomme mukaan skaalautua tuloskasvuksi ja tukea arvostusta.

**Track-record kannattavasta kasvusta puuttuu.** Track-recordin puute rokottaa arviomme mukaan liiketoiminnan hyväksyttävää arvostusta toistaiseksi, vaikka yhtiön strategia tulevaisuuden kasvun luomiseksi onkin mielestämme selkeä.

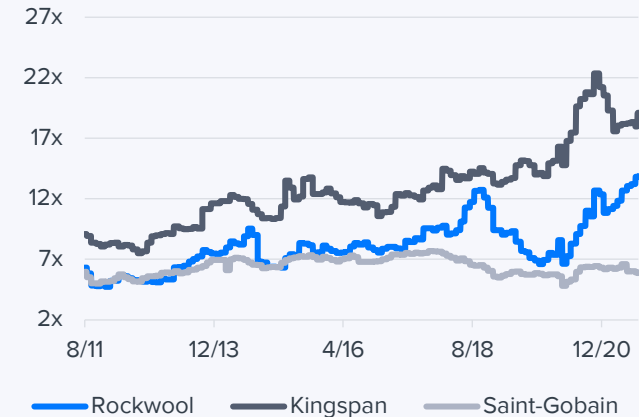
**Pitkän ajan kasvuvara Suomessa on rajallinen.** Sijoittajat eivät voi nojata hinnoittelussaan puhtaasti lyhyen ja keskipitkän ajan erinomaiseen näkymään vaan hidas pitkän ajan markkinakasvun näkymä nakertaa hieman Kiertotaloustuotteille ja -palveluille hyväksyttävää arvostusta jo nyt.

**Liiketoimintamalli skaalautuu vain hieman ajan yli.** Kiertotaloustuotteet- ja palvelut eivät pysty tehtäisiin ja suorittavaan työhön pohjautuvana liiketoimintana skaalautumaan tietyn rajan yli pitkällä tähtäimellä. Tämä rajoittaa sijoittajien liiketoiminnalle hyväksymää arvostusta.

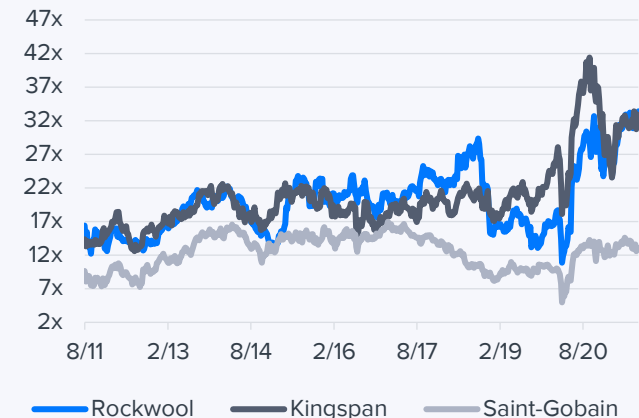
## Kiertotaloustuotteiden ja palveluiden hyväksyttävä arvostustaso

Mainitut arvonmääritykseen vaikuttavat tekijät huomioiden Kiertotalousteknologia tulisi mielestämme arvottaa EV/EBITDA-kertoimella 8x-10x ja vastaavasti EV/EBIT-kertoimella 13x-16x. Nämä arvostuskertoimet ovat karkeasti linjassa Helsingin Pörssin keskimääräisen arvostuksen kanssa, vaikka tämä ei mielestämme olekaan ohjaava mittari EcoUpille. Hyväksymämme arvostus on myös mineraalivillaa tuottavien kansainvälisten jättien eli Rockwoolin ja

12kk FW EV/EBITDA



12kk FW P/E



# Arvonmääritys 3/8

Kingspanin pidemmän ajan keskiarvojen tasoilla ja nykytasojen alapuolella, mikä on mielestämme EcoUpin alennustekijät huomioiden perusteltu. Toisaalta hyväksymämme arvostus on tällä hetkellä jokseenkin linjassa Pohjoismaisista rakennusmateriaaliyhtiöistä kootun verokkiryhmän kanssa (2021e-2022e: EV/EBITDA 9x-11x, EV/EBIT 12x-16x).

Kun tämä hyväksyttävä arvostustaso yhdistetään edellisessä kappaleessa esitettyihin ennusteisiimme, saamme vuosien 2020 toteumaan ja vuosien 2021-2022 ennusteisiin nojaavalla noin 6 MEUR:n keskimääräisellä käyttökatteella Kiertotaloustuotteiden- ja palveluiden arvoksi noin EV/EBITDA-pohjaisesti 48-60 MEUR ja noin 3,5 MEUR:n oikaistulla liikevoitolla EV/EBIT-pohjaisesti 45-56 MEUR. Suosimme arvonmäärityksessä useamman vuoden keskimääräistä tulosta, jotta EcoUpin perinteiseen liiketoimintaan tekemät etupainotteiset investoinnit, jotka näkyvät ja tulevat näkymään lyhyellä tähtäimellä etupainotteisina kuluina ja investoinneissa syntyneen velan kasvuna, tulisi huomioida arvostuksessa (lisäksi olemme oikaisseet hieman tulosriveiltä olettamiemme Kiertotalousteknologian tappioita). Toisaalta aivan perinteisen liiketoiminnan vuosiin 2023-2024 asettuvalla hillotopalle emme ole arvostusta vielä valmiita lukitsemaan. Näihin vuosiin katsoessa sijoittajille tulisikin jäädä mielestämme selvä optio arvonnoususta Kiertotaloustuotteissa ja palveluissakin arvonnoususta pitkiin aikaviiveisiin ja niihin sekä ennusteissa oleviin parannusodotuksiin liittyviin riskeihin peilattuna.

## Kiertotalousteknologian arvostukseen vaikuttavat tekijät:

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Kiertotalousteknologian arvostukseen:

**Potentiaaliset markkinat ovat erittäin suuret ja neitseelliset.** Näistä syistä kiertotalousteknologian pitkän ajan potentiaali on merkittävä ja hyvän skenaarion suuri potentiaali tukee sijoittajien Kiertotalousteknologian arvolle tekemiä odotusarvolaskelmia.

**Lisensointiin pohjautuva liiketoimintamalli tarjoaa korkean skaalautuvuuden.** Sijoittajat arvostavat skaalautuvia liiketoimintamalleja tällä hetkellä erittäin korkealle.

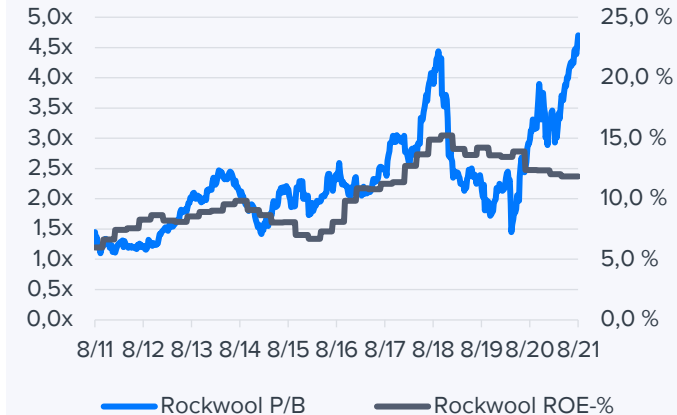
**Teknologia on vihreiden arvojen mukainen.** Sijoittajat ovat tällä hetkellä hyvin kiinnostuneita kiertotalous- ja ESG-teemoihin sopivista sijoituskohteista, mikä voi lisätä myös osakkeen kysyntää ja tukea sitä kautta arvostusta.

**Teknologinen riski on rajallinen.** Sijoittajien ei mielestämme tarvitse kantaa Kiertotalousteknologiassa merkittävää riskiä uuden tekniikan toimivuudesta mineraalivillamateriaaleilla. Tämä pudottaa jo osin uuden liiketoiminnan riskiprofiilia ja tuottovaatimusta.

**Näyttöjä kaupallistamisesta ei vielä ole.** Kovien näyttöjen puute teknologian myytävyydestä ja liiketoimintamallin skaalautuvuudesta laskee mielestämme vielä Kiertotalousteknologialle hyväksyttävää arvostusta.

**IPR:n suojaaminen on vielä kesken.** Patenttien osalta kesken oleva IPR:n suojaaminen nostaa

Rockwool P/B vs. ROE-%



# Arvonmääritys 4/8

mielestämme Kiertotalousteknologian riskitasoa tässä vaiheessa.

**Yllättävä kilpailu on mahdollista.** Markkinoiden muodostumiseen ja asiakkaiden teknologiavalintoihin liittyvä epävarmuus nostaa mielestämme Kiertotalousteknologian riskitasoa ennen kuin liiketoiminta on saanut sillanpääaseman muodostuvilla markkinoilla.

## Investointitarpeet ovat vielä pitkälti auki.

Riskipääoma ei ole pienelle yhtiölle välttämättä edullista ja arviomme mukaan sijoittajat tulevat hinnoittelemaan pääomatarpeisiin liittyvää epävarmuutta Kiertotalousteknologian arvoon toistaiseksi ylimääräisellä turvamarginaalilla.

## Kiertotalousteknologian hyväksyttävä arvostustaso

Kuten todettua, lyhyen tähtäimen tulokset eivät sovi varhaisen kehitysvaiheen Kiertotalousteknologian hinnoitteluun vaan arvotamme liiketoimintaa liikevaihtoon sekä pitkän ajan kassavirtoihin pohjautuen. Mainitut tekijät huomioiden Kiertotalousteknologia tulisi mielestämme hinnoitella 6x-10x EV/S-kertoimella lähivuosina (2021-2025), niin kauan kun kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä pysyy korkeana (kasvu-% + EBITDA-% > 80 %).

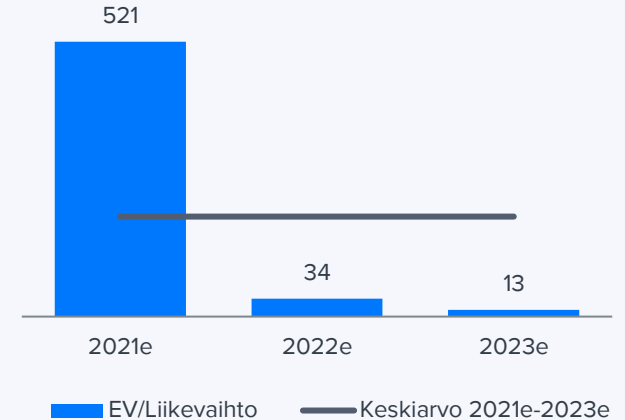
Tällä viitekehyksellä Kiertotalousteknologian liikevaihtopohjainen hyväksymämme arvostustaso olisi karkeasti linjassa esimerkiksi SaaS-yhtiöiden kanssa, jotka operoivat jossain määrin samantyyllisellä skaalautuvalla ja etupainotteisilla panostuksilla vaativalle liiketoimintamallilla. Saas-yhtiöstä on myös saatavilla järjevän kokoinen

verrokkiryhmä toisin kuin kiertotalous yhtiöistä.

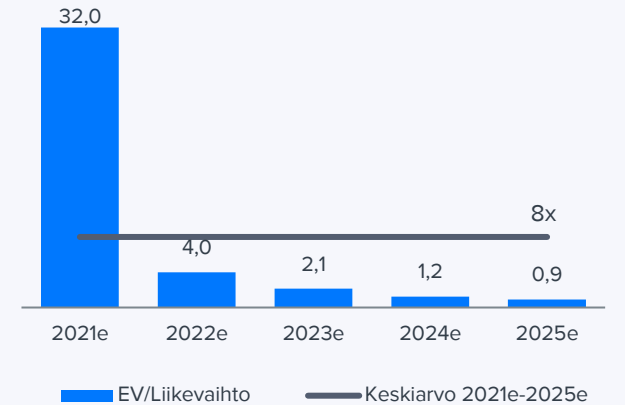
Pohjoismaisista kiertotalousyhtiöistä listattuina olisivat vaateteollisuuden arvoketjussa niin ikään skaalautuvalla mutta osin EcoUpia pääomaintensiivisemmällä liiketoimintamallilla Renewcell ja Spinnova. Molempien yhtiöiden arvostustasot ovat liikevaihtopohjaisesti hyvin korkeita markkina-arvojen kivuttua tuoreiden listautumisten jälkeen merkittävästi ja yltäneen jo yli 500 MEUR:n tasoille. Toisaalta näiden yhtiöiden kohdemarkkinat ovat arviomme mukaan EcoUpin Kiertotalousteknologiaakin suuremmat emmekä toisaalta usko verrokkien ajavan suoraan Kiertotalousteknologian arvostusta, joten suoraan näille tasoille emme leivo Kiertotalousteknologian hyväksyttävää arvostusta. Myös EcoUpin tavoittama sijoittajakunta lienee ainakin alkuun näitä verrokkeja rajatumpi ja ESG:n suhteen konservatiivisempi. Optio ESG-myötätuulen tarttumisesta arvostukseen on kuitenkin olemassa.

Jos vuosien Kiertotalousteknologian 2021-2025 EV/S-kertoimen keskiarvoksi asetetaan ennusteillamme 8x, Kiertotalousteknologian velattomaksi arvoksi saadaan noin 16 MEUR ja haarukoiden ääripäillä haarukaksi tulee 10-20 MEUR. Keskimääräistä kerrointa 8x sovellettaessa kuluvan vuoden ennusteilla EV/S olisi hyvin korkea (noin 30x), mutta toisaalta jo ensi vuodelle ja varsinkin lähivuosille kerroin painuu kasvun ja kannattavuuden odotettuun yhdistelmään peilattuna varsin alhaiselle tasolle (2022e-2025e: EV/S 4x-1x). Tämä peilaa mielestämme Kiertotalousteknologian varhaista kehitysvaiheita ja toisaalta edelleen hyvin korkeaa riskiprofiilia.

## Renewcell EV/S



## Kiertotalousteknologian EV/Liikevaihto, jos EV on 16 MEUR





# Arvonmääritys 5/8

Tästä syystä sijoittajille täytyy mielestämme tässä vaiheessa jäädä iso nousuvara Kiertotalousteknologian kautta, jos skaalautuva kasvu onnistuu useiden vuosien ajan suunnitellusti.

Lisäksi käytämme Kiertotalousteknologialle omaa kassavirtamallia, jossa on haarukoitu karkeasti liiketoiminnan potentiaalia itsenäisenä yksikkönä. Tämä on vain suuntaa metodi, sillä Kiertotalousteknologian irrottaminen konserniluvuista on tehty täysin subjektiivisen arviomme mukaan eikä sitä päästä EcoUpin raportoiduista luvuista todentamaan. Tämän mallin mukaan Kiertotalousteknologian arvo olisi noin 12-22 MEUR ennusteparametreista riippuen, kun diskonttauskorkona (WACC-%) käytetään 15 %. Mallissa luonnollisesti terminaalien painoarvo on suuri, mikä kuvaa myös kaukana olevia kassavirtoja (ml. negatiivinen kassavirta lähivuotina).

## Osien summa indikoi osakkeen olevan edullinen

Kun osien summan komponentit yhdistetään saamme EcoUp-konsernin velattomaksi arvoksi noin 55-80 MEUR. Konsernissa oli nettovelkaa H1:n lopussa 9 MEUR ja yhtiö sai annista kassaan 13,8 MEUR, joten mallissamme nettokassan arviomme on 5 MEUR. Näin ollen EcoUp-konsernin osakkeen käyväksi arvoksi muodostuu tätä kautta 6,7-9,6 €/osake kun taas perusskenaariomme on 8,50 euroa. Haarukka on melko leveä, mikä heijastelee Kiertotalousteknologian kaukaista ja epävarmaa potentiaalia ja toisaalta Kiertotaloustuotteiden ja –palveluiden vasta muutaman vuoden päässä

hämöittävä tulospotentiaalia. Näin ollen pidämme osakkeen ensimmäisen kaupankäyntipäivän jälkeistä hintaa edullisena euroa/osake (MCAP 62 MEUR) suhteessa liiketoiminnan käypään arvoon ja nykykurssilla sijoittajat saavat mielestämme houkuttelevan riskikorjatun tuotto-odotuksen seuraavalle 12 kuukaudelle.

Tulospohjaisesti konserni on hinnoiteltu mielestämme melko korkealle vuosien 2021-2022 kertoimilla, sillä yhtiön EV/EBITDA-kertoimet olisivat neutraalilla skenaariollamme 12x ja 9x ja vastaavat oikaistut P/E-kertoimet 43x ja 25x, mitä emme pidä erityisen matalina yhtiölle. Vastaavasti vuosille 2023-2024 Kiertotaloustuotteiden ja –palveluiden täyttää potentiaalia lähestyvän tuloksen ja Kiertotalousteknologian selvän kiihdytyksen huomioivilla ennusteillamme oikaistut P/E-luvut olisivat neutraalilla skenaariolla 14x ja 10x ja EV/EBITDA-kertoimet 6x ja 5x. Nämä tasot olisivat taas matalia. Odotettuun tuloskasvun nopeuteen peilattuna kohtuullista arvostusta peilaa myös se, että vuodelle 2021 PEG-kerroin olisi selvästi alle 1x 3 seuraavan vuoden ennusteilla. Ennusteiden toteutuessa sijoittajien tuotto-odotus 3-4 vuoden tähtäimellä olisi näkemyksemme mukaan erittäin hyvä.

## DCF-arvonmääritys

Mielestämme kassavirtamalli ei ole huomattavan hyvä arvonmääritysmenetelmä EcoUpille, koska yhtiöllä on kaksi toisistaan täysin erilaista ja hyvin erilaisen riskiprofiilin omaavaa liiketoimintaa, joiden

## EcoUpin osien summa -malli

	Alaraja	Neutraali	Yläaraja
Kiertotaloustuotteet ja -palvelut (MEUR)	45	55	60
Kiertotalousteknologia (MEUR)	10	16	20
<b>EV (MEUR)</b>	55	71	80
Nettovelka osakeannin jälkeen (MEUR)	5	5	5
<b>Osakkeen käypä arvo (€)</b>	6,7	8,5	9,6
<b>Potentiaali pörssikurssiin (%)</b>	-4 %	22 %	36 %

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	7,03	7,03	7,03	7,03
Markkina-arvo	62	62	62	62
Yritysarvo (EV)	61	62	59	55
P/E (oik.)	42,5	25,0	13,8	9,8
P/E	59,9	29,5	15,1	10,4
P/Kassavirta	neg.	>100	15,3	10,6
P/B	2,8	2,6	2,3	2,0
EV/Liikevaihto	2,0	1,5	1,2	1,0
EV/EBITDA (oik.)	11,8	8,9	6,2	4,5
EV/EBIT (oik.)	21,9	16,3	9,2	6,3
Osinkotuotto-%	0,7 %	1,3 %	2,2 %	3,1 %

# Arvonmääritys 6/8

suhteelliset osuudet vielä muuttuvat merkittävästi ennusteperiodin aikana. Siten diskonttauskoron eli tuottovaatimuksen asettaminen on haasteellista. Lisäksi DCF-malli on hyvin herkkä terminaalijakson ennusteilla ja varsinkin Kiertotalousteknologian ennustaminen pitkällä aikavälillä on vielä äärimmäisen epävarmaa. Annamme kuitenkin tiettyä painoa myös DCF-arvolle, sillä se huomioi EcoUpin keskipitkän ja pitkän ajan potentiaalia monia muita menetelmiä paremmin.

Ennusteisiimme pohjautuen DCF-mallimme EcoUpin osakekannan käypä arvo listautumisannin jälkeen on 8,4 €/osake perusskenaariossamme. DCF-arvosta arviomme mukaan karkeasti noin neljännes kohdistuu toistaiseksi Kiertotaloustalousteknologialle ja loput Kiertotaloustuotteille ja -palveluille, mutta konsernin tiettyjen kulojen ja nettovelkojen kohdistamisen ja tuloksen piilossa olevan rakenteen takia jako on vain suuntaa antava. Käytännössä DCF-mallimme sisältää kuitenkin oletuksen Kiertotalousteknologian kohtuullisesta kaupallisesta läpilyönnistä kassavirtaa tuottavaksi yksiköksi eikä DCF-arvoa voida perustella pelkästään helpommin ennustettavalla Kiertotaloustuotteilla ja -palveluilla.

Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on nykytilanteeseen (ml. alhaiset tuottovaatimukset nollakorkojen takia) melko neutraali vajaat 60 %. Näin ollen malli ei mielestämme ole huomattavan aggressiivinen, vaikka ennusteet olettavatkin että Kiertotalousteknologiasta tulee skaalautuva kasvuliiketoiminta ja Kiertotaloustuotteet- ja palvelut ottavat selkeän kannattavan kasvuloikan

Suomessa vuosikymmenen puoliväliin mennessä.

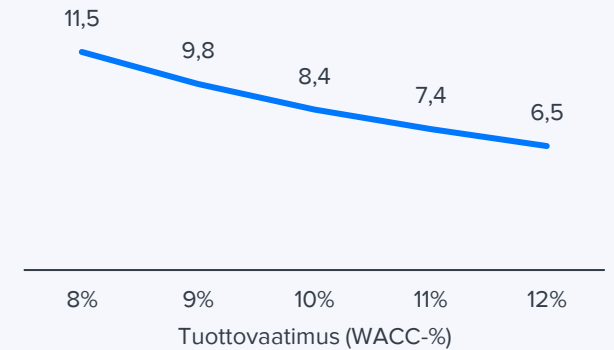
Kasvun ja kannattavuuden osalta perusolettamaa positiivisemmassa skenaariossa saamme arvoksi reilut 10 euroa per osake, kun taas vastaavilta osin negatiivisella skenaariolla on osakekannan käypä arvo 6-7 euroa per osake. Osien summaakin suurempi hajonta kuvaa DCF-mallin herkkyyttä etenkin terminaalin ennusteparametreille. Lisäksi olemme simuloineet perusskenaariotamme erilaisilla tuottovaatimuksilla, mikä johtaa jokseenkin saman suuruusluokan heiluntaan käyvän arvon osalta.

## Tuottovaatimus on vielä korkeahko

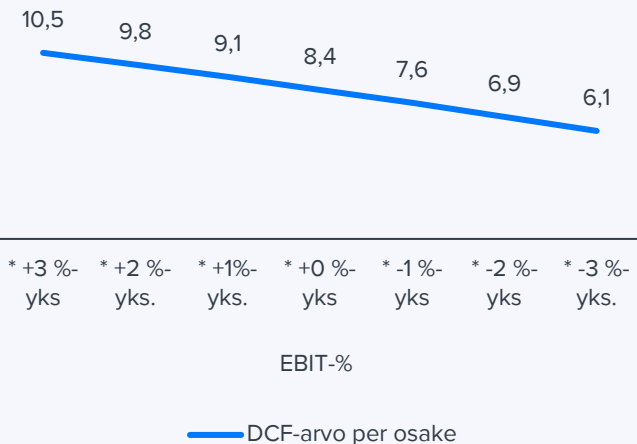
Perusskenaarion rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 10,1% ja oman pääoman kustannus 11,3%. Riskitön korko on 2,0%, ja markkinan riskipreemio puolestaan 4,75%. Velan korko on 4,0% ja likviditeettipreemion olemme toistaiseksi asettaneet 1,0%:iin. Mielestämme tämä tuottovaatimus on vallitsevaan nollakorkotasoon suhteutettuna korkeahko vakaamman ja vakiintuneen Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden riskiprofiiliin nähden, mutta toisaalta alakantissa Kiertotalousteknologian kaupallistamisvaiheen korkeisiin riskeihin peilattuna. Tuottovaatimus heijastelee etenkin EcoUpille odottamaamme seuraavan 10 vuoden keskimääräistä liiketoimintarakennetta.

Näemme tuottovaatimuksessa kuitenkin laskuvaraa 2-3 vuoden tähtäimellä, jos yhtiö onnistuu osoittamaan markkinoille, että Kiertotaloustuotteiden- ja palveluiden kokoluokan ja kannattavuuden tasokorjaus onnistuu ja

## DCF-arvo eri tuottovaatimuksilla



## DCF-arvo eri EBIT-%:illa



\*EBIT-% on nostettu/laskettu kaikkina ennustevuosina sama verran perusskenaarion nähden

# Arvonmääritys 7/8

Kiertotalousteknologian pääsee kasvuun ja myöhemmin skaalautumaan. Toistaiseksi tuottovaatimuksen on kuitenkin mielestämme peilattava vielä kohollaan olevia riskejä.

## Arvonmääritys taloudellisilla tavoitteilla

EcoUpin taloudelliset tavoitteet antavat mielestämme yhden referenssipisteen, johon arvonmääritystä voidaan peilata. Tässä täytyy kuitenkin olla varovainen, sillä tavoitteet ovat melko kaukana. Toisaalta pörssiyhtiöiden tavoitteet ovat keskimäärin kovia ja niiden saavuttamiseen liittyvä epävarmuus on korkea, vaikka EcoUpin tavoitteet eivät sinänsä mitenkään utopistisia mielestämme olekaan.

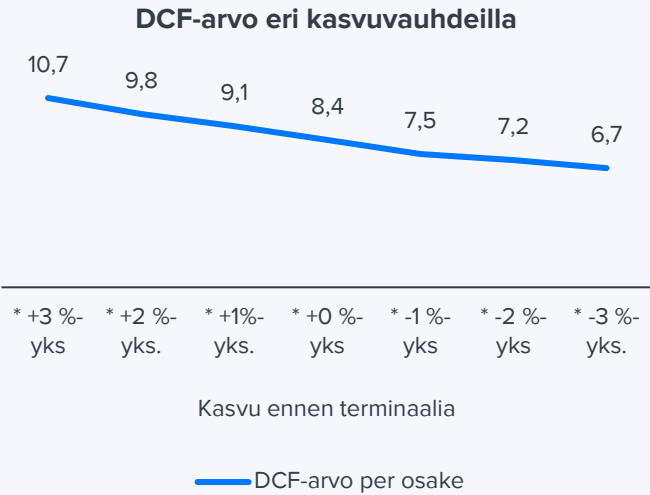
Vuoden 2024 tavoitteiden toteutuessa EcoUpin käyttökate olisi siis vähintään 13 MEUR vuonna 2024. Nettotulosta tästä jäisi yhtiöllä arviomme mukaan normaalien poistojen, hyvin pienten rahoituskulujen ja normaalin 20 %:n veroasteen jälkeen kasaan noin 7 MEUR. Lisäksi yhtiöllä olisi tässä skenaariossa näyttää neljältä vuodelta track-record noin 25 %:n liikevaihdon keskimääräisestä kasvusta (CAGR). Kiertotaloustuotteiden- ja palveluiden kannattavuus olisi tässä vaiheessa arviomme mukaan lähellä potentiaaliaan, mutta markkinaosuus ei vielä arviomme mukaan asettaisi kasvulle rajoja. Kiertotalousteknologian liikevaihto olisi 20 MEUR ja tällä tasolla kannattavuus olisi arviomme mukaan ehtinyt skaalautua selvästi positiiviseksi ellei kasvuvauhti ole huomattavan kova (tämä olisi positiivinen ongelma). Markkinan kasvupotentiaalista Kiertotalousteknologia olisi raapaissut arviomme mukaan vain pintaa.

Tätä taustaa vasten EcoUp voitaisiin mielestämme hinnoitella ainakin esittämämme haarukoiden ylälaitoihin eli EV/EBITDA 10x ja P/E 20x kertoimilla, jos korkotaso ei nouse oleellisesti nykyisestä. Näin ollen EcoUpin osakkeen arvo voisi olla vuonna 2024 arviomme mukaan ainakin 14-16 euroa osakkeelta. Oletamme tässä, että yhtiö tähtää nettovelattomaksi (teknologiyhtiöt pitävät tyypillisesti vahvaa kassaa) investoituaan osakeantirahoja ja kassavirtaansa liiketoimintaan sekä toisaalta kasvatettuaan tasaisesti osingonjakoa.

Näin ollen yhtiössä olisi 3,5 vuoden jaksolla ja nykykurssin pohjalta noin 25 %:n vuosittainen nousuvara ja päälle tulisivat vuosien 2021-2023 pienehköt osingot. Tämä ylittää mielestämme kirkkaasti sijoittajien tuottovaatimuksen ja peilaa osakkeen keskipitkän ajan merkittävää potentiaalia, jos yhtiön tavoitteet toteutuvat. Korostamme kuitenkin, että tätä kautta tuotto-odotuksen onkin oltava tässä vaiheessa sijoittajille erittäin houkutteleva, sillä EcoUpilta puuttuu track-record ja oletuksissa on kuitenkin suotuisa (muttei välttämättä täydellinen) ja melko kaukana oleva skenaario. Siten arvonmääritys taloudellisilla tavoitteilla tukee mielestämme näkemystämme muilla menetelmillä tekemistämme lähtötason arvonmäärityksistä.

## Osien summan ja DCF:n neutraalit skenaariot indikoivat osakkeelle noin 8,5 euron arvoa

Kuten tässä kappaleessa on todettu, soveltamiemme eri arvonmääritysmenetelmien



\*Kasvuvauhtia nostettu/laskettu kaikkina ennustevuosina ennen terminaalia saman verran. Terminaalikasvu on nostettu positiivisissa skenaarioissa 3,0 %:iin ja negatiivisissa pidetty ennallaan 2,0 %:ssa. Kasvu muuttamisen lisäksi investointeja on säädetty niin, että pääoman käytön tehokkuus pysyy vakiona

# Arvonmääritys 8/8

perusteella EcoUpin osakekannan markkina-arvo on tällä hetkellä näkemyksemme mukaan 6-10 euroa osakkeelta. Tämänhetkisten tietojen valossa käyvälle arvolle hyvä perustaso on mielestämme noin 8,5 euroa osakkeelta, mikä on hyvin lähellä perusskenaarioidemme mukaista osien summa – mallia sekä DCF-mallia. Näin ollen EcoUp hinnoitellaan mielestämme alle käyvän arvonsa ja sijoittajille on näkemyksemme mukaan tarjolla osakkeen kautta hyvää riskikorjattua tuottopotentiaalia. Käyvän arvon vaihteluväli on melko leveä, mikä heijastelee Kiertotalousteknologian kasvun kulmakertoimeen liittyvää epävarmuutta ja myös muutaman vuoden päässä olevaa Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden täyttä tulospotentiaalia.

## Pitkällä aikavälillä EcoUpin arvolla on hyvät edellytykset kehittyä nousujohteisesti

Muutaman vuoden tähtäimellä näemme EcoUpin arvossa selkeää nousuvaraa tältä tasolta, mutta tämä toki vaatii että yhtiön liiketoiminta kehittyi molemmissa haaroissa vähintään ennusteidemme ja/tai yhtiön tavoitteiden mukaisesti. Varsinkin Kiertotalousteknologian kasvupotentiaalista yhtiö ehtii todennäköisesti raapaisemaan vain pintaa seuraavan 5 vuoden aikana. Siten EcoUpissa on mielestämme aineksia pitkälläkin aikavälillä tasaiseksi kasvujaksi ja arvonluojaksi. Lisäksi optiona on, että arvonmäärityksessä painopiste siirtyy asteittain kohti skaalautuvaa teknologia liiketoimintaa ja vihreä trendi sekä hyvien ESG-sijoitusten puute kirittää hyväksyttävää arvostustasoa yhä ylemmäs.

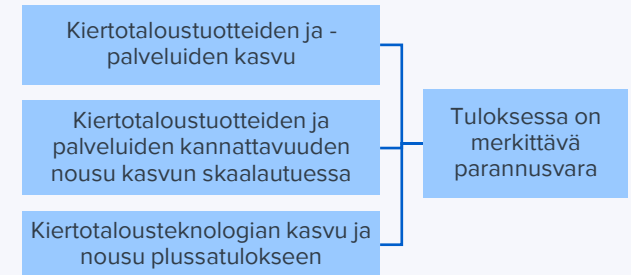
Näin ollen suhtaudumme EcoUpin pidemmän aikavälin arvonkehitykseen positiivisesti, mutta korkeamman arvostuksen ansaitsemiseksi yhtiön on mielestämme osoitettava konsernituloksen selkeää parantuminen kaikilla riveillä historiallisilta tasoilta ja saatava Kiertotalousteknologian kaupallistamisesta konkreettisia näyttöjä.

Osakkeen pääriskejä ovat Kiertotalousteknologian kaupallistamisessa epäonnistuminen ja vihreän trendin peruuntuminen tai hidastuminen, joiden realisoituessa tuloskasvu voisi jäädä odotuksistamme. Osakkeen riskiprofilia pidämme melko korkeana (riskiluokka 3) etenkin Kiertotalousteknologian varhaisen vaiheen takia, mutta toisaalta osakkeen tuottopotentiaali on mielestämme riittävän hyvä riskien vastineeksi.

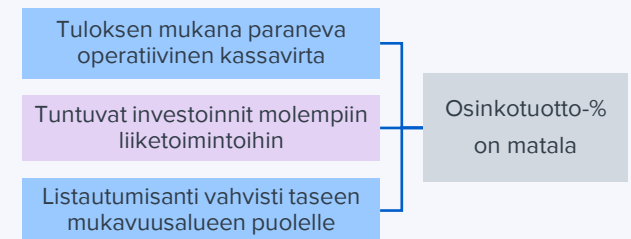
## Osakkeen tuotto-odotus 2021e-2024e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

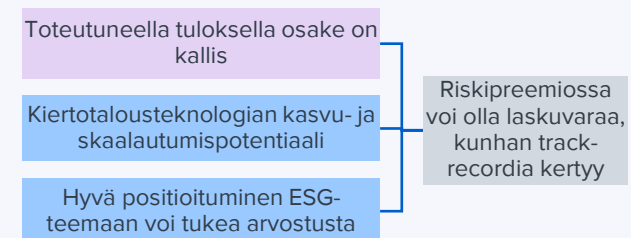
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Arvioimme osakkeen tuotto-odotukset ylittävän tuottovaatimuksen selvästi tuloskasvun realisoituessa

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	7,03	7,03	7,03	<b>7,03</b>	<b>7,03</b>	<b>7,03</b>	<b>7,03</b>
Osakemäärä, milj. kpl	6,88	6,88	6,88	<b>8,87</b>	<b>8,87</b>	<b>8,87</b>	<b>8,87</b>
Markkina-arvo	48	48	48	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>62</b>
Yritysarvo (EV)	56	56	57	<b>61</b>	<b>62</b>	<b>59</b>	<b>55</b>
P/E (oik.)	36,9	47,1	27,4	<b>42,5</b>	<b>25,0</b>	<b>13,8</b>	<b>9,8</b>
P/E	46,4	71,0	33,4	<b>59,9</b>	<b>29,5</b>	<b>15,1</b>	<b>10,4</b>
P/Kassavirta	neg.	neg.	38,7	neg.	>100	<b>15,3</b>	<b>10,6</b>
P/B	7,2	7,0	6,5	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>
P/S	1,9	1,8	1,8	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>
EV/Liikevaihto	2,2	2,1	2,2	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>
EV/EBITDA (oik.)	16,9	17,0	13,3	<b>11,8</b>	<b>8,9</b>	<b>6,2</b>	<b>4,5</b>
EV/EBIT (oik.)	27,9	32,0	23,2	<b>21,9</b>	<b>16,3</b>	<b>9,2</b>	<b>6,3</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	114,0 %	53,6 %	<b>44,4 %</b>	<b>37,1 %</b>	<b>33,6 %</b>	<b>32,5 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,6 %	1,6 %	<b>0,7 %</b>	<b>1,3 %</b>	<b>2,2 %</b>	<b>3,1 %</b>

Lähde: Inderes

HUOM: Markkina-arvoksi ja osakekurssiksi 2018-2020 on asetettu listautumishinta

# DCF-laskelma

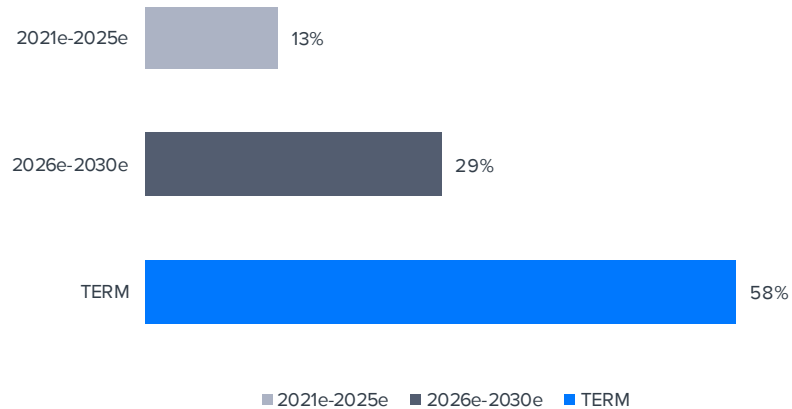
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>6,0</b>	<b>8,3</b>	<b>10,1</b>	<b>11,2</b>	<b>11,7</b>	<b>11,9</b>	<b>9,8</b>	<b>10,0</b>	
+ Kokonaispoistot	2,2	2,8	3,5	3,6	3,9	4,4	4,4	4,4	4,8	3,9	4,1	
- Maksetut verot	0,0	-0,5	-0,8	-1,4	-1,9	-2,2	-2,4	-2,5	-2,4	-1,9	-1,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitusuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,0	-0,4	-1,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>5,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,0</b>	<b>8,1</b>	<b>9,9</b>	<b>11,9</b>	<b>12,7</b>	<b>13,2</b>	<b>14,0</b>	<b>11,6</b>	<b>12,0</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,0	-7,9	-5,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-5,0	-5,0	-5,0	-4,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>0,0</b>	<b>4,1</b>	<b>5,9</b>	<b>7,9</b>	<b>8,7</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>6,6</b>	<b>7,8</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,2	-3,8	0,0	4,1	5,9	7,9	8,7	8,2	9,0	6,6	7,8	98,9
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-3,7</b>	<b>0,0</b>	<b>3,3</b>	<b>4,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>40,5</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		70,0	73,7	73,7	70,4	66,1	60,9	55,7	51,2	46,7	43,8	40,5
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>70,0</b>										
- Korolliset velat		-9,1										
+ Rahavarat		14,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>74,5</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>8,4</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,75
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,3 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>10,1 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Uponor	21,56	1564	1622	11,3	11,1	8,5	8,5	1,5	1,4	15,3	14,4	3,9	4,3	3,7
Balco	132,80	280	286	22,3	15,1	17,5	12,5	2,4	1,9	29,9	20,4	1,9	2,6	4,1
FM Matsson Mora	243,00	285	278	9,2	7,6	7,2	6,1	1,7	1,5	13,8	12,2	2,1	2,3	4,2
Inwido	147,20	830	956	11,6	11,1	9,0	8,6	1,3	1,3	13,0	13,0	4,0	4,1	1,9
H+H International	224,00	540	568	11,7	0,6	7,9	0,4	1,6	0,1	13,1	11,6		3,3	2,4
Lindab International	224,00	1733	1879	19,0	14,2	12,2	10,5	1,8	1,7	19,1	18,4	2,1	2,4	3,0
Munters Group	72,65	1311	1499	19,0	15,2	13,9	11,5	2,2	2,0	21,2	18,1	1,3	1,8	3,1
Rockwool	2861,00	7558	7381	20,2	17,9	13,3	11,8	2,7	2,4	26,4	24,8	1,2	1,3	3,5
<b>EcoUp (Inderes)</b>		<b>62</b>	<b>61</b>	<b>21,9</b>	<b>16,3</b>	<b>11,8</b>	<b>8,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>42,5</b>	<b>25,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,8</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>15,5</b>	<b>11,6</b>	<b>11,2</b>	<b>8,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>19,0</b>	<b>16,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>
<b>Mediaani</b>				<b>15,4</b>	<b>12,7</b>	<b>10,6</b>	<b>9,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>17,2</b>	<b>16,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>
<b>Erutus-% vrt. mediaani</b>				<b>42 %</b>	<b>29 %</b>	<b>12 %</b>	<b>-7 %</b>	<b>10 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>147 %</b>	<b>54 %</b>	<b>-64 %</b>	<b>-50 %</b>	<b>-16 %</b>

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.



# 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 sijoituspäätöksensä 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 osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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.

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.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.9.2021	Osta	8,50 €	7,03 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**