

# EcoUp

## Yhtiöraportti

28.3.2024 7:55



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Suhdannemontusta nouseminen vie aikaa

Toistamme EcoUpin vähennä-suosituksemme ja 1,80 euron tavoitehintamme. EcoUp koostuu kypsästä Eristeliiketoiminnasta (tuotteet ja palvelut) ja varhaisen vaiheen Teknologialiiketoiminnasta, jotka operoivat rakentamisen arvoketjussa. Kierrätystä ja päästövähennyksiä tukevan lainsäädännön ja yleisesti myönteisen ilmapiirin yleistymisen ovat yhtiölle keskeisiä pitkän aikavälin ajureita, mutta lyhyellä tähtäimellä EcoUp kärvistelee rakennussuhdanteen sekä Teknologialiiketoiminnan inflaatiopohjaisten kaupallistamishaasteiden parissa. Lyhyen päään korkean olevan arvostuksen ja riskitason takia pitäydymme EcoUpin suhteen varovaisessa näkemyksessä, vaikka osakkeella pitäisi olla jo tukitasoja, kunhan viime vuonna alkanut tuloskäännös jatkuu edes hitaana.

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

EcoUpin valmistaa molemmissa liiketoiminnoissa kierrätys- tai jättemateriaalista uusia korkeamman jalostusarvon tuotteita. EcoUpin runko on Eristeliiketoiminta, jossa se myy eristemateriaaleja etenkin Ekovilla-brändillä ja niihin liittyviä asennuspalveluita rakennusliikkeille, talotehtaille ja rautakaupoille ja kuluttajille (eristeremontit). Lisäksi EcoUpilla on kehitysvaiheessa varhaisen vaiheen Teknologialiiketoiminta, jolla jätteeksi päätyvästä purkuvillasta voidaan jalostaa uusiutuotteita esimerkiksi betonituotteiden korvaajiksi. EcoUp hakee strategiallaan ripeää kasvua molemmissa liiketoiminnoissa, mitä puoltaa kierrätystä ja päästöjen supistusta tukeva lainsäädäntö ja pitkällä tähtäimellä myös kuluttajien vaatimukset. Vuosina 2022-2023 yhtiö kärsi kuitenkin inflaatiosta molemmissa liiketoiminnoissa, minkä myötä yhtiö on joutunut lykkäämään tai alentamaan jo kaksi kertaa taloudellisia tavoitteitaan. Pitkällä sihdillä EcoUp on mielestämme asemoitunut myös rakentamisen vihreään trendiin hyvin, sillä iso osa yhtiön tuotannosta on hiilinegatiivista ja yhtiön teknologialla voidaan ratkoa jäteongelmia. Yhtiön pääriskit ovat teknologian kaupallistamisen onnistuminen, vihreän trendin läpilyönnin ajoitus ja rakennussuhdanne.

## Hyvän tulostason saavuttamisessa kestää vielä ainakin pari vuotta

Matalan asuntorakentamisen erittäin heikkoa suhdannetta peilaten ennustamme EcoUpin liikevaihdon supistuvan tänä vuonna edelleen 10 % ja kasvavan vuosina 2025-2026 keskimäärin noin 27 %. Ennusteillamme Eristeliiketoiminta jää hieman 40-45 MEUR:ssa olevan vuoden 2026 liikevaihtotavoitteen alapuolelle ja vuonna 2026 teknologiamyyntiä kertyy laitteista ja tuotteista vajaat 10 MEUR. Arvioimme EcoUpin pysyvän tänä vuonna liiketappiolla molempien liiketoimintojen alhaisen liikevaihdon takia. Vuonna 2026 yhtiö yltää ennusteissamme 6-8 MEUR:ssa olevan Eristeliiketoiminnan käyttökateen tavoitehaarukan alalaitaan ja tavoitteen mukaiseen positiiviseen käyttökatteeseen Teknologialiiketoiminnassa. Vuoden 2026 ennusteidemme saavuttaminen vaatii merkittävästi piristyvää rakennussuhdannetta (ml. korkojen lasku) ja Teknologialiiketoiminnan noin odotustemme liikevaihtoa. Molempiin tekijöihin liittyvät epävarmuudet ovat vielä merkittäviä ja ennusteriskit isoja.

## Arvostuksen kokonaiskuva on mielestämme edelleen neutraalilla alueella

Arvotamme EcoUpia osien summa - mallin ja myös DCF:n avulla. Lyhyttä päätä painottavalla osien summallamme saamme osakkeen arvoksi noin 1,4-2,9 euroa (ennallaan). Heikon lähiajan tuloskunnon takia osien summa - arvostus jää mielestämme neutraalille alueelle. DCF (vajaat 3 €/osake) antaa arvostuksesta positiivista kuvaa, mutta ennen Teknologialiiketoiminnan kaupallistamisen konkretisoitumista tähän on vaikea nojata, sillä malli olettaa sen yltävän kannattavaan kasvuun. Vuosien 2024-2025 tuloskertoimilla osake on kallis, mutta hitaan edes tuloskäänteen jatkuessa P/B 0,9x ja EV/S 0,6x (2024e) rajaavat osakkeen laskuvaraa.

## Suositus

### Vähennä

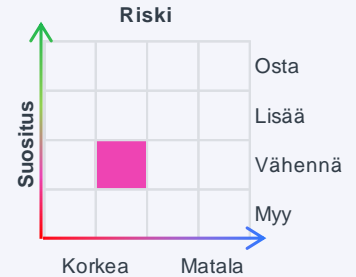
(aik. Vähennä)

### 1,80 EUR

(aik. 1,80 EUR)

### Osakekurssi:

1,65 EUR



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	30,5	28,2	35,4	45,1
<b>kasvu-%</b>	-14 %	-7 %	26 %	27 %
<b>EBIT oik.</b>	-1,0	-0,8	0,3	3,2
<b>EBIT-% oik.</b>	-3,2 %	-2,9 %	0,9 %	7,2 %
<b>Nettotulos</b>	-2,0	-1,7	-0,5	1,9
<b>EPS (oik.)</b>	-0,16	-0,14	0,00	0,27

<b>P/E (oik.)</b>	neg.	neg.	>100	6,2
<b>P/B</b>	0,8	0,9	0,9	0,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	neg.	53,8	5,2
<b>EV/EBITDA</b>	7,5	6,4	4,6	2,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,6	0,6	0,5	0,4

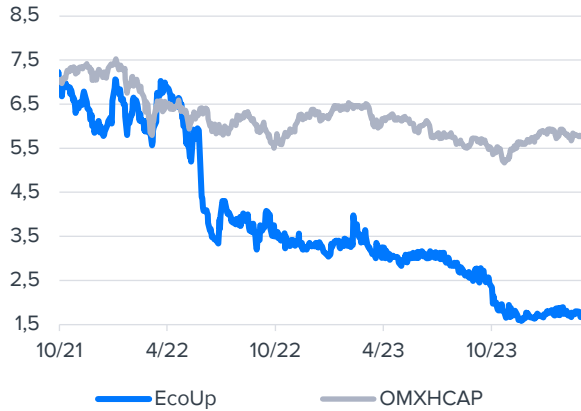
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

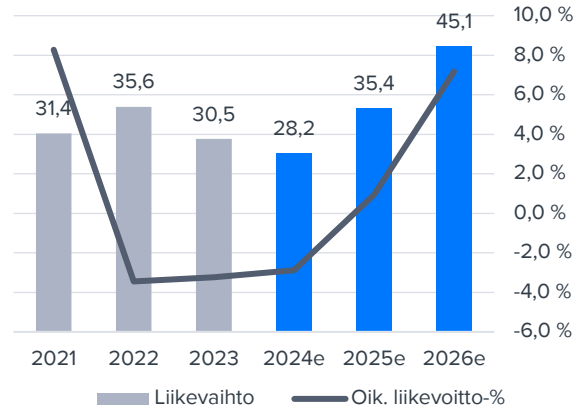
EcoUp arvioi alkaneen tilikauden tuloksen ja liiketoiminnan rahavirran paranevan vertailukaudesta.

## Osakekurssi



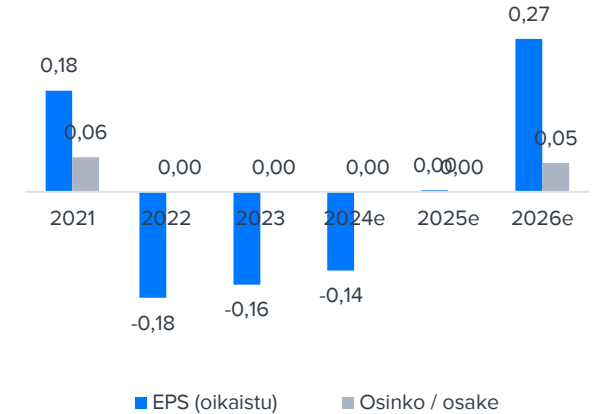
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Kierrätykseen ja päästöihin liittyvä lainsäädäntö ja yleinen ilmapiiri tukevat liiketoimintoja
- Volyymikasvu Eristeliiketoiminnassa Suomessa suhdanteen parantuessa
- Merkittävä kansainvälinen potentiaali skaalautuvassa Teknologialiiketoiminnassa
- Hyvä positioituminen ESG-teemoihin voi tukea arvostusta



### Riskitekijät

- Vihreän trendin siirtyminen tai peruuntuminen
- Teknologialiiketoiminnan kaupallistamisessa ja IPR:n suojaamisessa onnistuminen
- Track-record molemmista liiketoiminnoista on vielä lyhyt tai rajallinen
- Uudisrakentamisen heikon suhdanteen pitkittyminen
- Kustannusinflaatio

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,65	1,65	1,65
Osakemäärä, milj. kpl	8,87	8,87	8,87
Markkina-arvo	15	15	15
Yritysarvo (EV)	18	18	17
P/E (oik.)	neg.	>100	6,2
P/E	neg.	neg.	7,9
P/B	0,9	0,9	0,8
P/S	0,5	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	6,4	4,6	2,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	53,8	5,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	23,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	<b>5-7</b>
Eristeliiketoiminta	<b>5-19</b>
Teknologialiiketoiminta	<b>20-29</b>
Taloudelliset tavoitteet	<b>30</b>
Taloudellinen tilanne	<b>31</b>
Ennusteet	<b>32-38</b>
Sijoitusprofiili	<b>39-41</b>
Arvonmääritys	<b>42-52</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>53</b>

# EcoUp lyhyesti

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

## 2021

Listautuminen First North -markkinapaikalle

## 30,5 MEUR

Liikevaihto 2023

## -3,2 % (-3,5 %)

EBITA liikevoittomarginaali 2023 (2022)

## 4 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2018-2023

## 6 %

Keskimääräinen sijoitetun pääoman tuotto 2018-2023

## 183

Henkilöstön lkm. keskimäärin 2023

1979–

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

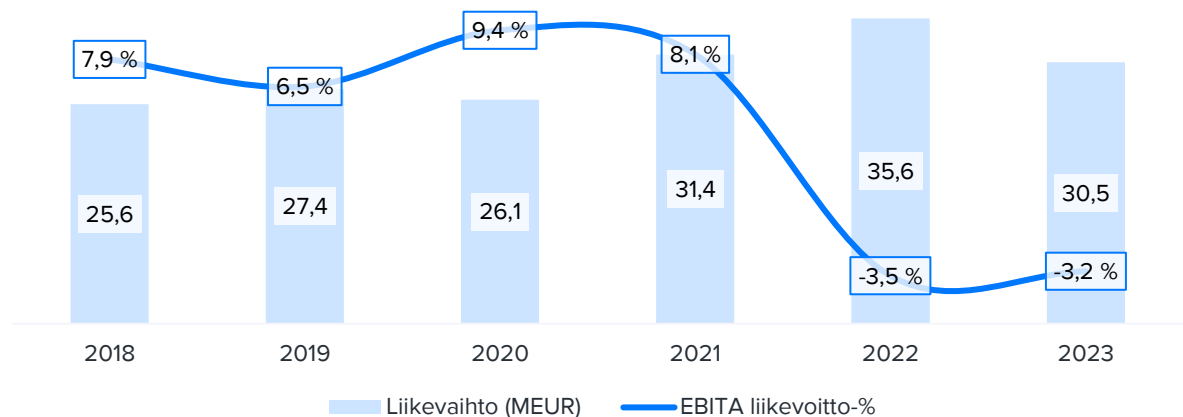
2019–2021

- Levytuotannon kasvattaminen
- Uudenmaan Imupalvelu Oy osaksi konsernia
- Geopolymeeriraaka-aineiden valmistamisteknologian kehittäminen ja ensimmäisten hiilisertifikaattien myyminen
- Mineraalipohjaisten jätevillojen teollinen hyödyntäminen
- Listautuminen First North – markkinapaikalle

2022–

- Inflaatio vaikeuttaa toimintaympäristöä molemmissa liiketoiminnoissa
- Yhtiö uusi taloudelliset tavoitteensa vuodelle 2026
- Investoinnit kapasiteetin nostoon ja tehokkuuden parantamiseen jatkuvat
- Eristeremonttikonseptiliiketoiminnan kasvattaminen
- Vientipanostusten lisääminen
- Teknologia liiketoiminnan kaupallistaminen etenee hitaasti konseptin uudelleensuunnittelutarpeen takia

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Yhtiökuvaus 1/2

## EcoUp on kiertotalouskonserni

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

Nykymuotoinen EcoUp-konserni on perustettu vuonna 2018, mutta konserniin kuuluvilla yhtiöillä on korkeimmillaan neljän vuosikymmenen kokemus ekologisten rakennusmateriaalien valmistamisesta sekä kiertotaloudesta. EcoUpilla on Suomessa 4 tuotantolaitosta (ja lisäksi yksi H1:llä suljettava tehdas) ja työntekijöitä konsernissa oli vuonna 2023 keskimäärin 183. Valtaosan (yli 90 % vuonna 2023) myynnistään Suomesta kerryttävä EcoUp teki vuonna 2023 30,5 MEUR:n liikevaihdolla -1 MEUR:n oikaistun liikevoiton ja -2 MEUR:n nettotuloksen.

EcoUp on viime vuosina toteuttanut pääosin orgaanista kasvustrategiaa, jonka tavoite on

markkina-osuuksien nosto kilpailijoita ekologisemmalla tuoteportfolioilla, kuluttajille suunnatun avaimet käteen -eristeremonttikonseptin kaupallistaminen sekä kehitetyn teknologian kaupallistaminen. Kasvupanostusten rahoittamiseksi EcoUp listautui Helsingin Pörssin First North -markkinapaikalle. EcoUp keräsi 15 MEUR:n bruttovarat selvästi ylimerkitystä listautumisannissa syyskuussa 2021.

## Konsernin historiallinen kehitys

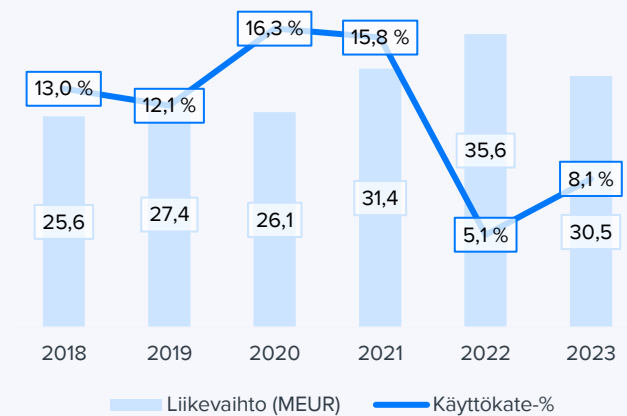
Nykymuotoinen EcoUp-konserni on muodostunut vasta hiljattain ja konsernirakennetta on täydentänyt vuoden 2021 alussa vielä Uudenmaan Imupalvelun (UIP) enemmistön hankinta. Vuoden 2023 aikana EcoUp hankki UIP:n kokonaan omistukseensa. Siten konsernille ei ole ehtinyt muodostua nykymuotoisena pitkäaikaista taloudellista track-recordia kasvusta ja kannattavuudesta.

Vuosina 2018–2021 EcoUpin liikevaihto pysyi melko vakaana 26–31 MEUR:n haarukassa, kun taas käyttökate on heilunut 3,3–5,0 MEUR:n välillä ja nettotulos on ollut lievästi positiivinen. Vuosi 2022 oli yhtiölle taloudellisesti hankala kiihtyneen inflaation takia, vaikka yhtiö tekikin korkean 36 MEUR:n liikevaihdon Euroopan energiakriisin tuoman kysyntäpiikin turvin. Vuonna 2023 rakentamisen merkittävä supistuminen Suomessa ja vientimarkkinoilla vei EcoUpin volyymit ja liikevaihdon selvään alamäkeen, mutta yhtiön tekemien hinnankorotuksien ja tehostustoimien myötä kannattavuus parani vuodesta 2022.



- Vakiintunut Eristeliiketoiminta
- Varhaisen kehitysvaiheen Teknologialiiketoiminta
- Yhtiötä tukee vihreä trendi ja uusi lainsäädäntö
- Tuotanto on hiilinegatiivista
- Toiminta-ajatus nojaa materiaalien uusiokäyttöön
- Tuotantolaitoksia on 4 kpl Suomessa

## Liikevaihto ja kannattavuus



# Yhtiökuvaus 2/2

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

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

## Liiketoimintaa vetää enemmistöomistaja

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

EcoUpin johtoryhmässä on 5 henkilöä. Johtoryhmän jäsenten omistusosuudet yhtiöstä vaihtelevat tuntuista useiden prosenttien omistuksista pienempiin sijoituksiin, mutta kaikilla johtoryhmän jäsenillä on omistuksia yhtiössä. Luultavasti johtoryhmän jäsenille kohdistuu myös iso osa EcoUpin vuonna 2023 lanseeraamasta optio-ohjelmasta. Arviomme mukaan yhtiön johtoryhmä on pääosin hyvin sitoutettu yhtiön omistuksellisesti, mitä pidämme muiden omistajien kannalta positiivisena asiana.

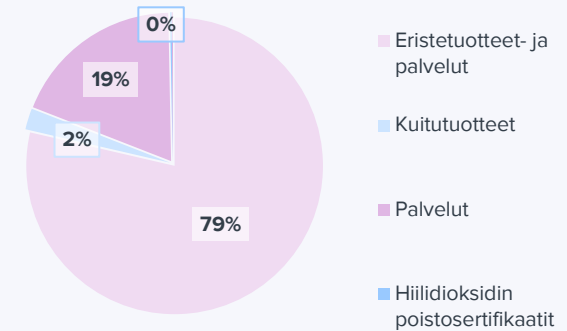
EcoUpin hallituksessa on kuusi jäsentä, joista kaksi jäsentä ovat merkittäviä Kaski Partnersin omistajia ja siten riippuvaisia merkittävistä osakkeen omistajista. Neljä muuta jäsentä ovat riippumattomia sekä yhtiöstä että merkittävistä osakkeenomistajista. Näin ollen hallituksen rakenne on mielestämme pörssiyhtiölle varsin tavanomainen ja muutenkin järkevä.

## Kaski Partners käyttää yhtiössä määräysvaltaa

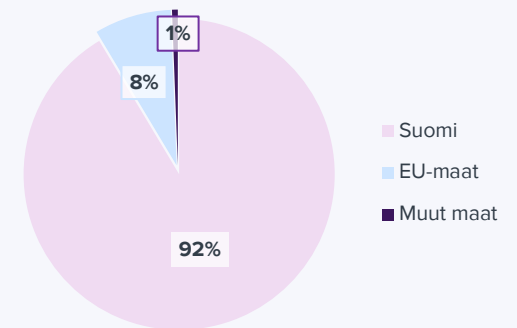
EcoUpin pääomistaja on oululainen holding-yhtiö Kaski Partners, jonka juuret ovat ovi- ja ikkunatuotteisiin keskittyneessä Kaskipuu-yhtiössä. Kaski Partners omistaa EcoUpista helmikuun 2024 tietojen perusteella noin 53 % (äänistä sama prosenttiosuus). Näin ollen määräysvalta yhtiöstä on Kaski Partnersilla. Kokonaisuutena EcoUpin omistajarakenne ei ole mielestämme erityisen poikkeava First Northissa listatulle yhtiölle.

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

## Liikevaihdon jakautuminen toimialoittain 2023



## Liikevaihdon jakautuminen maantieteellisesti 2023



# Eristeliiketoiminta 1/11

## Eristeliiketoiminta lyhyesti

EcoUpin Eristeliiketoiminta on yhtiön liiketoiminnan runko, joka on tuonut toistaiseksi käytännössä konsernin koko liikevaihdon. EcoUp valmistaa jatkossa perinteisiä Eristetuotteita Suomessa kolmella tehtaalla Kuusankoskella, Kiimingissä ja Vantalla, sillä yhtiö päätti sulkea Ylistaron tehtaansa. Lisäksi yhtiöllä on erityyppisiä asennus- ja kiertotalouspalveluita tarjolla valtaosassa Suomea. Kypsässä Eristeliiketoiminnassa työskentelee valtaosa yhtiön henkilöstöstä.

## Eristeliiketoiminnan liikevaihtovirrat

Eristeliiketoiminnan tärkeimmät liikevaihtovirrat syntyvät seuraavista lähteistä:

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

Ekovillan kilpailuetuja ovat ekologisuus (ml. kierrätysmateriaali ja hiilinegatiivinen tuotantotapa) sekä hengittävyys. Vastaavasti kilpailuhaitat löytyvät vielä rajallisesta paloturvallisuudesta, minkä takia Ekovilla ei käytännössä sovellu korkeiden rakennusten eristeisiin. Ekovilla on myös mineraalivilloja 20-40 % kalliimpaa. Ekovillaa

on saatavilla sekä rakennusten seiiniin ja kattoihin asennettavina levyinä Kuusankosken tehtaalta että toisaalta yläpohjiin puhallettavana puhallusvillana Kiimingin, Vantaan ja Kuusankosken tehtailla. Yhtiö vuoden 2023 lopussa käyttöön ottama uusi puhallusvillan tuotantolaitos Vantaalla kasvatti tuotantokapasiteettia noin 30 %. Ekovillan kilpailijoita ovat kivi- ja lasipohjaiset mineraalivillat, jotka ovat Ekovillaa edullisempia, mutta toisaalta niitä on hankala kierrättää ja niiden tuotannon päästöt ovat isoja.

EcoUpin toinen merkittävä eristemateriaalituote on ylijäämäkivivillasta (esim. leikkausjätteet) valmistettava Iktivilla, jota yhtiö valmistaa itse kehittämällään teknologialla Vantaalla ja Pöytyällä. Iktivillan kilpailuetuja suhteessa neitseelliseen kivivillaan ovat parempi eristävyys, mutta puhallusvillana se soveltuu lähinnä vain yhteen loppukäyttöön eli ylä- ja alapohjien eristämiseen. Arviomme mukaan EcoUpin Iktivillan liikevaihto on merkittävästi Ekovillaa pienempi.

Toiseksi suurin palanen segmentin liikevaihdosta ovat arviomme mukaan olleet puhtaat palvelut. Palvelut sisältävät muun muassa asennustyötä, puhallusvillan puhallusta, kevennysaineiden puhalluksia sekä etenkin UIP:n oston jälkeen myös kierrätettävän mineraalivilla-materiaalin keräämistä. Lisäksi palveluihin kuuluu osittain omakotitaloissa sekä rivi- tai erillistaloyhtiöissä asuville kuluttajille suunnattu eristeremonttikonsepti avaimet käteen –periaatteella. Palveluiden osuus EcoUpin vuoden 2023 liikevaihdosta oli 19 % ilman eristeisiin suoraan liittyneitä palveluita.

## Eristeliiketoiminnan liikevaihtovirrat

### Tuotteet (~80 % liikevaihdosta)



- Raaka-aine keräyspaperi ja kierrätetty puukuitu
- Uusiomateriaalilevyissä markkinajohtaja
- Tuotantoprosessi on hiilinegatiivinen
- Ei sovi korkeisiin rakennuksiin
- Tuote on kehitetty eristeeksi 1970-luvun lopulla
- Raaka-aineena kierrätetty kivivilla
- Tuotantoprosessi nojaa omaan teknologiaan
- Eristävyys parempi kuin neitsytkivivillalla
- Saatavilla vain puhallusvillana ja soveltuu vain ylä- ja alapohjien eristämiseen

### Palvelut (~20 % liikevaihdosta)

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



# Eristeliiketoiminta 2/11

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

Mielestämme tämä liiketoiminta sopii hyvin EcoUpille, sillä 1) yhtiö saa uuden hyväkatteisen suoramyyntikanavan omalle eristemateriaalilleen 2) yhtiöllä on asennustyöstä kokemusta ja asentajien työn tuottavuuttakin (käyttöastetta) on mahdollista parantaa laajentamalla palveluita suurista uusrakennustyömaista yksittäisiin omakotitaloihin ja pientaloyhtiöihin Omakotitalojen ja muiden pientalojen omistajille ei myöskään ole

ollut tarjolla vastaavaa konseptia aiemmin Suomessa, vaikka pienehköt rakennusalan toimijat ovat toki paikallisesti tämäntyyppisiä remontteja ennenkin tehneet. Vaikka EcoUpin ydin on mielestämme valmistavassa teollisuudessa ja materiaalin tuotannossa, palvelut ovat mielestämme olennainen osa kokonaisuutta, sillä osa eristeistä tyypillisesti myydään asennettuna ja toisaalta kierrätysmateriaalin omassa hallussa oleva kerääminen (UIP) voi tuoda EcoUpin tehtaille ilmaista raaka-ainetta. Siten emme pidä fokuksitumista puhtaaksi tuoteyhtiöksi järkevänä EcoUpille.

**Kuitutuotteet** eli kierrätettävästä mineraalivillamateriaalista tehtävä asfaltti- ja akustiikkakuidut muodostivat EcoUpille vuonna 2023 pienen liikevaihtovirran 2 %:n osuudella kokonaisliikevaihdosta. Nämä materiaalit voivat korvata uusiutumattomista materiaaleista valmistettuja komponentteja tai tuotteita esimerkiksi asfaltin valmistuksessa tai sisustuksen sovelluksissa. Nämä tuotteet ovat toistaiseksi pieniä ja yksittäisistä asiakkaista riippuvaisia niche-sovelluksia. EcoUpin alkuvuodesta 2024 päivitetystä strategiassa nämä tuotteet eivät ole merkittävässä roolissa, vaikka ne arviomme mukaan yhtiön tarjoamassa säilyvätkin.



# Eristeliiketoiminta 3/11

## Liiketoimintamalli nojaa kierrätetyn materiaalin jalostamiseen entistä arvokkaampaan muotoon

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

## Raaka-aineita ostetaan ja hankitaan ei reittejä

Ekovillaan yhtiö joutuu hankkimaan raaka-aineensa (ml. kierrätyspaperi ja -kartonki) markkinoilta, mutta pääsääntöisesti raaka-aineet pystytään hankkimaan melko läheltä eli alle 100 kilometrin säteellä tehtaista. Raaka-ainelähteitä on myös useita. Tämä rajaa saatavuusriskejä, joskin näemme, että jatkossa kilpailu kierrätysraaka-aineesta voi olla kovaa ja osassa virtoja (esim. kierrätyspaperi) myös tarjonta voi rakenteellisesti supistua. Vastaavasti Ikivillaan ja kuitutuotteisiin EcoUp kerää purku- tai ylijäämävillaa rakennuksilta, talotehtailta ja/tai kierrätyskeskuksista. Näiden tuotteiden osalta raaka-aineesta ei tarvitse maksaa tai parhaimmillaan yhtiö saa keräämistään materiaaleista palveluliikevaihtoa, mikä on tietysti houkutteleva lähtökohta marginaalien kannalta.

## Tuotanto on kovaa ydintä

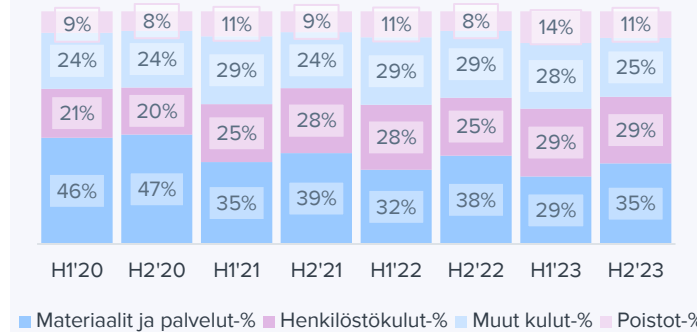
Mielestämme EcoUpin perinteisen liiketoiminnan kovinta ydintä on tuotanto, jonka yhtiö hoitaa

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 ei pääse nauttimaan valmistavan teollisuuden tyypillisesti korkeista skaalan tuomista hyödyistä.

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

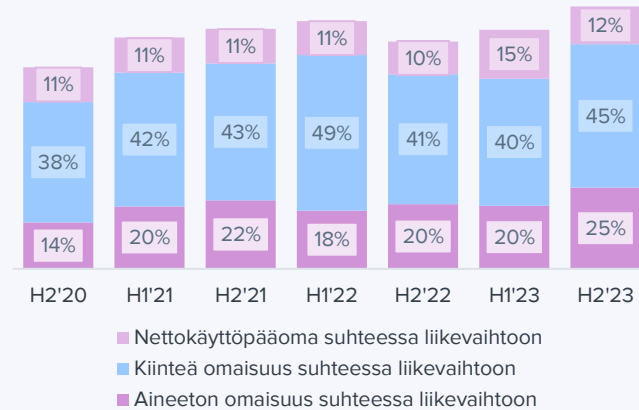
Arviomme mukaan EcoUpin kapasiteetin käyttöaste laski vuoden 2023 loppua kohden vuositason vertailussa ja on painunut vuoden 2024 alussa erittäin matalalle tasolle pientalojen uudisrakentamisen heikkoa suhdannetta peilaten. Kapasiteetin vajaakäytöstä huolimatta suhtaudumme vuonna 2023 tiedotettuun Vantaan 2 MEUR:n tehdasinvestointiin orastavan positiivisesti saavutettavista tehokkuushyödyistä johtuen. Puhallusvillakapasiteetin kasvatus pääkaupunkiseudun markkinan läheisyydessä arviomme mukaan laskee logistiikkakuluja, mahdollistaa puhallusvillan tarjoamisen laajemmalle alueelle sekä laskee palvelun suoria henkilöstökuluja.

## Operatiivinen kulurakenne (% operatiivisista kuluista)



■ Materiaalit ja palvelut-% ■ Henkilöstökulut-% ■ Muut kulut-% ■ Poistot-%

## Pääomien sitoutuminen<sup>1</sup>



■ Nettokäyttöpääoma suhteessa liikevaihtoon  
■ Kiinteä omaisuus suhteessa liikevaihtoon  
■ Aineeton omaisuus suhteessa liikevaihtoon

# Eristeliiketoiminta 4/11

## Asiakasrakenne on monipuolinen eikä myynti ole pelkkää kertakauppaa

EcoUp myy tuotteensa rautakaupoille, talotehtaille, rakennusliikkeille ja projekteihin erityyppisille asiakkaille. Viennin osuus on pieni, mutta eristetuotteiden vienti esimerkiksi Tanskaan ja Ruotsiin kasvoi voimakkaasti Euroopan energiakriisissä vuonna 2022. Energian hinnan tasoituttua selvästi vuonna 2023 eristemarkkinan pullonkaula on siirtynyt enenevässä määrin tarjontapuolelta kysyntään. Tämän myötä myös EcoUpin vienti supistui noin 10 % vuonna 2023 edellisvuoden kysyntäpiikin tukemalta tasolta.

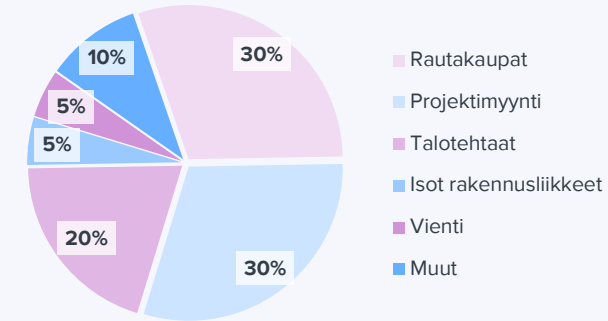
Näkemyksemme mukaan yhtiö kuitenkin markkinan vetäessä pyrkii myymään tuotteitaan Suomeen, sillä ulkomailla EcoUpille ei ole omaa asennusverkostoa (ts. yhtiö ei saa ”asennuskatetta” vientitoimituksista). Pidämme silti vientikyvykkyyden parantamista yhtiön kannalta järkevänä, sillä se voi tasoittaa hieman liiketoiminnan voimakasta kausiluonteisuutta ja alentaa yhtiön riippuvuutta Suomen (uudis)rakentamisen suhdanteesta. Lisäksi eristämisen lisääntyminen pitäisi olla muualla Euroopassa pitkäaikaisempikin trendi akuutin energiakriisin jälkeenkin (vrt. Suomessa eristevahvuudet ovat jo korkeita). Arviomme mukaan lähellä satamaa sijaitseva suunniteltu Vantaan tehdas (ml. tehtaalle suunniteltu pakkauskonsepti) parantaa yhtiön vientikyvykkyyttä. Pidämme silti myös mahdollisena, että yhtiö harkitsisi puhallusvillatehtaan rakentamista johonkin Itämeren alueen maahan asemoituaakseen

paremmin Keski-Euroopan kasvuun, sillä pitkällä tähtäimellä vienti Suomesta ulkomaille on vaikeaa logistiikkakulujen korkean suhteellisen osuuden takia. Tämä olisi joidenkin miljoonien eurojen investointi, jos oletetaan kiinteistöt vuokrattaviksi. Vuosien 2024–2026 strategiakaudella uusien tehtaiden rakentaminen ei kuitenkaan vaikuta olevan yhtiön agendalla.

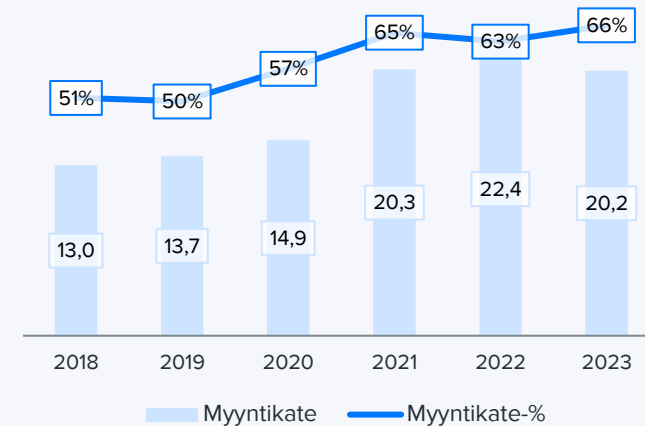
Arviomme mukaan yhtiöllä ei ole Teknologialiiketoiminnassa tai palveluissa huomattavan merkittävistä yksittäisistä asiakkaista kumpuavia riskikeskittymiä. Lisäksi EcoUpin tuotteita ja palveluita päätty sekä sykliseen uudisrakentamiseen että toisaalta tuntuilta osin vakaampaan korjausrakentamiseen. EcoUp ei ole julkistanut näiden loppukäyttäjien suhdetta, mutta arviomme uudisrakentamisen olevan isompi osa. Kokonaisuutena EcoUpin portfolio on melko syklinen rakentamiseen liitännäisenä liiketoimintana, vaikka vuoden 2023 uudisrakentamisen historiallisen jyrkkä suhdanteen sukeltaminen ylikorostaakin syklisyyttä suhteessa tavanomaisempiin rakennusykleihin.

EcoUpilla on myyntiä sekä välikäsilille (esim. tukkurit ja rautakaupat) että suoraan loppukäyttäjälle. Arviomme mukaan yhtiön myynnistä noin 60 % on vuosisopimuksiin tai jatkuviin sopimuksiin pohjautuvaa myyntiä, kun taas loput tulee projektimyynnistä ja kertatoimituksista. Toiminnan logiikka huomioiden pidämme molempia myyntikanavia yhtiölle yhtä tärkeitä, vaikka suoramyyntissä hinnoitteluvoima ja marginaaliprofiili voi olla pitkässäkin juoksussa hieman välikäsilille päätyvää myyntiä parempi.

## Liikevaihto asiakasalueittain<sup>1</sup>



## Myyntikate (MEUR) ja myyntikate-%



# Eristeliiketoiminta 5/11

Vuoden 2023 aikana arvioimme Ecoupin vieneen läpi merkittäviä hinnankorotuksia kompensoidakseen edellisellä tilikaudella kannattavuutta kolhaisseen inflaation vaikutusta. Vuoden 2022 nopeasti kiihtynyt inflaatio nosti esiin pitkiin sopimuksiin liittyvät hinnoitteluriskit. Normaaleissa olosuhteissa pidämme pidempiä sopimuksia yhtiölle perusteltuina, sillä ne antavat liiketoiminnalle tiettyä jatkuvuutta.

Arvioimme Eristeliiketoiminnan tuotteiden ja palveluiden hintojen olevan normaaleissa olosuhteissa melko vakaita, sillä EcoUpin tuotteet ovat kilpailijoita kalliimpia premium-valintoja. Raaka-aineiden hinnoilla ja kilpailutilanteella voi olla tiettyä vaikutusta hinnoitteluun ja etenkin viimeisen vuoden aikana lähes kaikissa kulueroissa nähty inflaatio on pakottanut myös EcoUpia nostamaan hintojaan osin kireästä kilpailusta huolimatta. Hintojen muutoksen vipu EcoUpin marginaaleihin on luonnollisesti merkittävä. Palveluita EcoUp myy arvioimme mukaan tarpeen mukaan eri myyntikanaviin ja asiakkaille.

## **Myyntikatteet ovat korkeita teolliselle yhtiölle**

Numeroiden valossa EcoUpin liiketoiminnan rakenne ja liiketoimintamalli eivät ole teollisuusyhtiölle aivan tyypillisiä. Raaka-aineiden hankintalogiikoiden ja palveluiden merkittävän osuuden takia EcoUpin Eristeliiketoiminnan myyntikatteet ovat teollisuusyhtiölle korkealla 50–65 %:n tasolla (kehitys oli nousujohteista ennen vuoden 2022 inflaatio-ongelmia). Toisaalta henkilöstökulut ovat korkeahkolla tasolla yli 20 %

liikevaihdosta ja myös liiketoiminnan muut kulut ovat edellisen kanssa jokseenkin samalla tasolla (arviot ovat karkeita, sillä konsernin niissä voi olla mittavista aktivoinneista huolimatta Teknologialiiketoiminnalle kuuluvia kuluja myös käyttökateen yläpuolella). Näin ollen kulurakenne on arvioimme mukaan kokonaisuutena melko kiinteä ja arvioimme mukaan Eristeliiketoiminnan kuluista 30-35 % on lyhyellä tähtämellä kiinteitä, kun taas loput 65-70 % ovat muuttuvia kuluja.

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

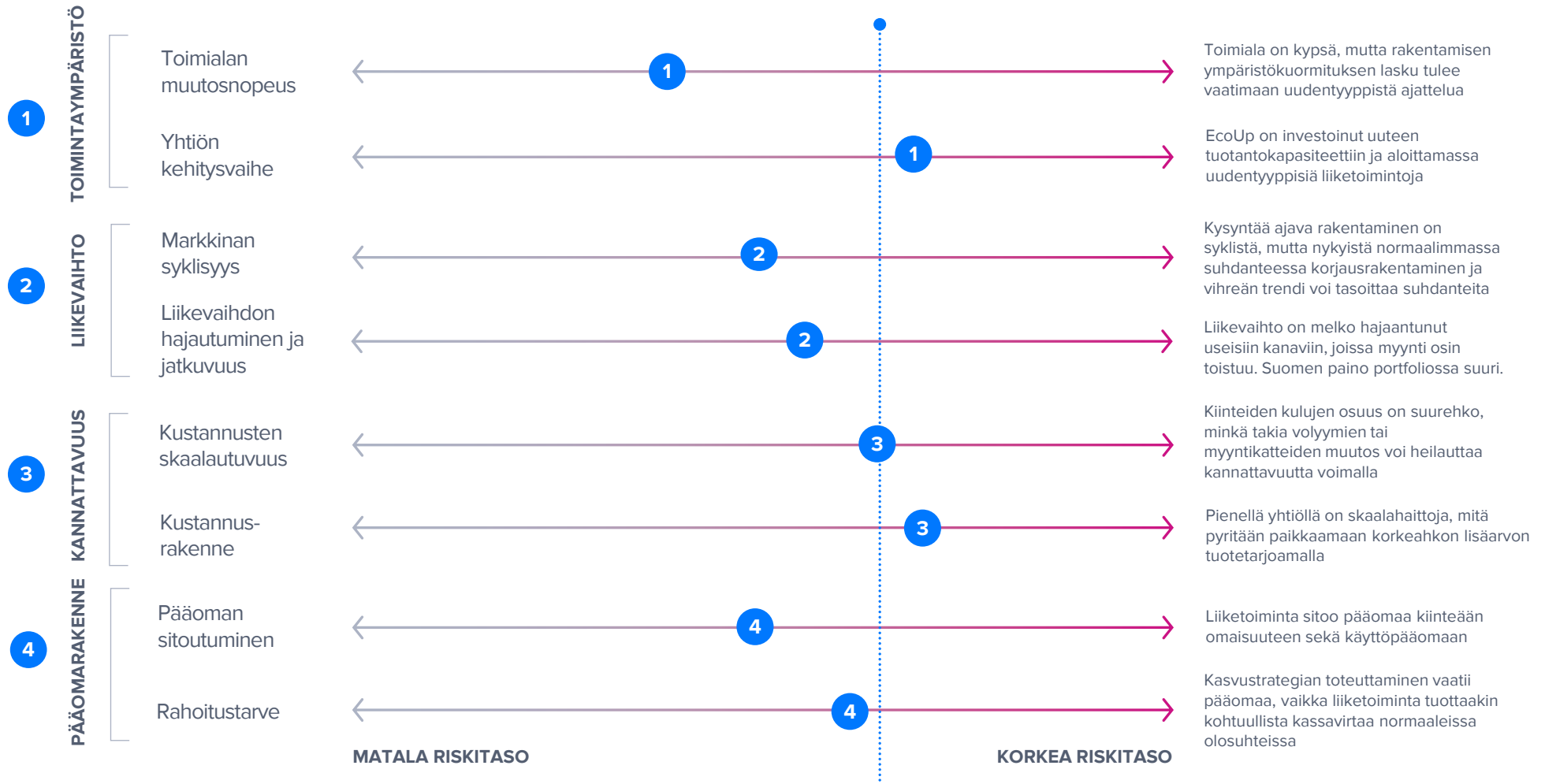
## **Yhtiö sitoo teollisuudelle tyypillisesti pääomaa**

Arvioimme mukaan EcoUpin taseen pääomista valtaosa on sitoutunut Eristeliiketoimintaan, vaikka taseessa on myös Teknologialiiketoiminnalle kuuluvaa aineetonta omaisuutta ja hieman myös kiinteää omaisuutta tehtaaseen liittyen. Viime vuosina EcoUpin kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon on ollut 30–45 %:ssa, mikä on valmistavalle teollisuudelle tyypillistä. Arvioimme mukaan kiinteästä omaisuusmassasta suuren osa kattaa yhtiön tuotantolaitoksissa käytettävät

koneet ja laitteet, joilla yhtiö tuottaa eristet tuotteitaan. Lisäksi yhtiö on investoinut raaka-ainelogistiikkaan turvatakseen riittävän ja kulutehokkaan tavan hankkia raaka-ainetta tuotantoprosesseihinsa. 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 koosta huolimatta pitämään jokseenkin tasapainossa pitkässä juoksussa, mutta varastoa Eristeliiketoimintaan sitoutuu käyttöpääomaa arvioimme mukaan karkeasti 10 % liikevaihdosta normaaleissa olosuhteissa. Siten liiketoiminta ei ole mielestämme erityisen pääomakevyttä, mutta prosessiteollisuuden pääomaintensiteetistä (ml. pitkän ajan investointitarpeet) ei EcoUpin tapauksessa puhuta.

# Eristeliiketoiminnan riskiprofiili

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



# Eristeliiketoiminnan strategia



## Liiketoiminnan perustan rakentaminen

- Palvelupuolen (ts. raaka-ainehankinta) täydennys UIP:n ostolla
- Tuotannon raaka-ainetehokkuuden parantaminen ja raaka-ainepohjan laajentaminen
- Uusien liiketoimintojen suunnittelu ja kasvuaihioiden valmistelu
- Vähähiilisyys konsernistategian ytimeen
- Kuluttajien eristeremonttikonseptin lanseeraaminen

## Sykliin sopeutuminen ja kasvuvaihe

- Asennustoiminnan kehittäminen ja tehokkuuden parantaminen
- Pientalosaneraus -konseptin kehittäminen ja kasvattaminen (ml. laajentuminen pientaloyhtiöihin ja myös seinäeristykseen)
- Kaikkien Ekovilla-tuotteiden markkinaosuuden ja myynnin kasvattaminen
- Kansainvälistymisen vahvistaminen Itämeren alueella
- Hyvin heikkoon rakennussykliin sopeutuminen vuonna 2024

## Kasvun laajentaminen

- Eristemarkkinoita nopeamman kasvun jatkaminen Suomessa
- Kannattavuuden ylläpito ja jatkuva parantaminen
- Mahdolliset uudet kiertotaloustuotteet
- Kansainvälistymisen kiihdyttäminen tehdasinvestoinnilla optiona

## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- Tuotteet ja palvelut sekä tuotanto- ja raaka-ainehankinta on yhdistetty kokonaisuudeksi
- Levykapasiteettia kasvatettu merkittävästi
- Tuotanto on hiilinegatiivista
- Kestävä raaka-ainepohja on rakennettu
- Kuluttajien eristeremonttikonsepti pilotoitiin ja liiketoiminta käynnistettiin
- Teknologialiiketoiminnan tuotekehityksen osittainen rahoittaminen liiketoiminnan rahavirralla

### Lähitulevaisuus 1-3v

- Uuden konttiasennuskonseptin kehitys tehokkuuden parantamiseksi
- Vantaan puhallusvillatehtaan sujuva käyttöönotto
- Kuluttajien eristeremonttikonseptin kasvattaminen
- Varautuminen markkinan käänteeseen valmistautumalla Ekovilla-tuotteiden volyymin nostamiseen ja laatuun
- Kansainvälistymisen vahvistaminen
- Kannattavuuden turvaaminen vuonna 2024 ja parantaminen vuotta 2026 kohti

### Seuraavat 5 vuotta

- Aseman säilyttäminen ekologisimpana eristemateriaalivaihtoehtona Suomessa ja mahdollisesti myös yksittäisissä Euroopan maissa
- Skaalaetujen hakeminen
- Uusien tuotteiden kehittäminen ja kaupallistaminen asteittain

# Eristeliiketoiminta 8/11

## Eristeliiketoiminnan markkina

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

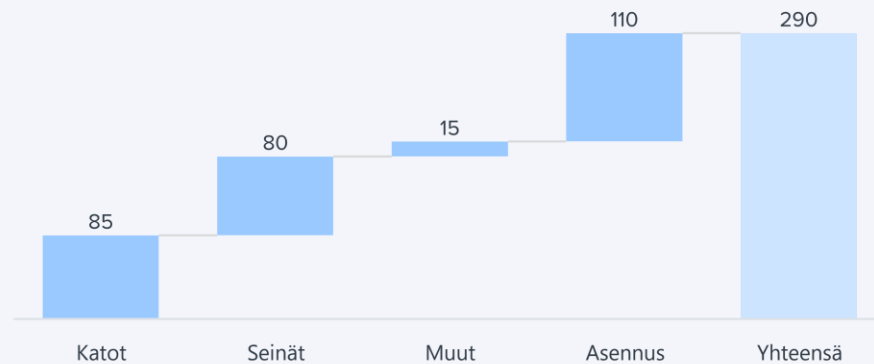
Tuoreempaa laajaa markkinatutkimusta eristemarkkinasta ei ole saatavilla, mutta EcoUpille relevantin markkinan kehityksestä voi saada osviittaa pientalorakentamisen aloituksista. Arviomme mukaan vuosina 2021 ja 2022 eristemarkkina kasvoi volyymeillä mitattuna selvästi vuoden 2020 tasosta, kun taas vuonna 2023 markkina supistui selvästi vuoden 2020 alapuolelle. Hinnat ovat luultavasti nousseet inflaation myötä, mutta kokonaismarkkinakoon muutokset heijastelevat silti volyyminmuutoksia. EcoUp odottaa pientalorakentamisen palautuvan noin 10 000 aloituksen tahtiin vuonna 2026, mikä vastaisi volyymiltaan vuoden 2020 tasoa.

Ekovillan paloluokitusta parantamalla korkeisiin rakennuksiin soveltuvaksi markkinakokoa voisi teoriassa olla mahdollista laajentaa nykyiseltä tasolta. Arviomme mukaan paloluokitusprojekti on

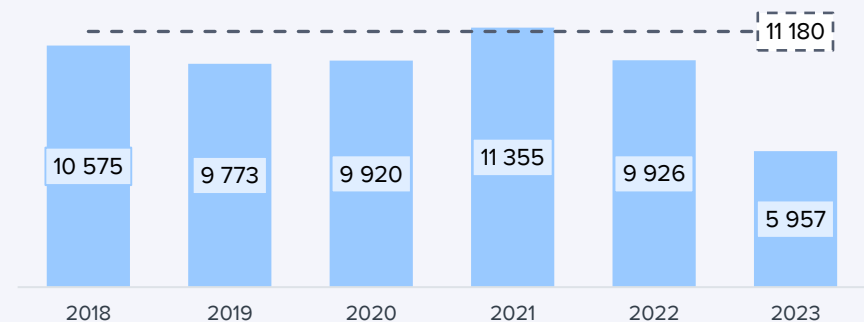
hieman yhtiön odotuksia hitaammin Kuusankosken levyinvestointien aikatauluja ja tuotantosuunnitelmaa heijastellen. Emme odota paloluokituksen parantamisen tuovan käytännössä lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä merkittävää laajentumista yhtiön kohdemarkkinoihin, sillä korkeiden rakennusten eristyksien lainsäädäntöön liittyy käsityksemme mukaan myös muita Ekovillalle epäedullista pykälä.

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

Eristemarkkinan jakautuminen vuonna 2020 (MEUR)



Pientalojen vuosittaiset aloitukset (KPL)



# Eristeliiketoiminta 9/11

## Pitkän ajan markkinakasvuoletama 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 ajan yli.

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

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

## EcoUpin markkinaosuus antaa mahdollisuuksia

Kun huomioidaan, että EcoUpin perinteisten eristetuotteiden ja palveluiden liikevaihto ja arvioitu markkinakoko, arvioimme yhtiöllä olevan relevantista kohdemarkkinasta karkeasti 10 %:n markkinaosuus. Siten yhtiöllä on selkeää parantamisen varaa markkina-osuudessa eikä EcoUpille merkittävä joidenkin miljoonien eurojen kasvu juuri heilauttaisi isoa kuvaa Suomen eristemarkkinoiden markkinaosuuskentällä. Esimerkiksi yhtiön vuoden 2026 tavoitteiden

mukainen 40–45 MEUR:n liikevaihtomassa ei vaadi arviomme mukaan merkittäviä voittoja markkinaosuudessa. Kypsällä ja kilpaillulla markkinalla markkinaosuusvoitot ovat kiven takana ja vaativat vahvaa strategiaa, kilpailukykyistä tarjoamaa sekä mahdollisesti myös tukea kasvavasta ympäristöregulaatiosta. Siten markkinaosuuden nostaminen ei ole helppoa.

## Lainsäädäntö tukee yhtiön asemoitumista

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

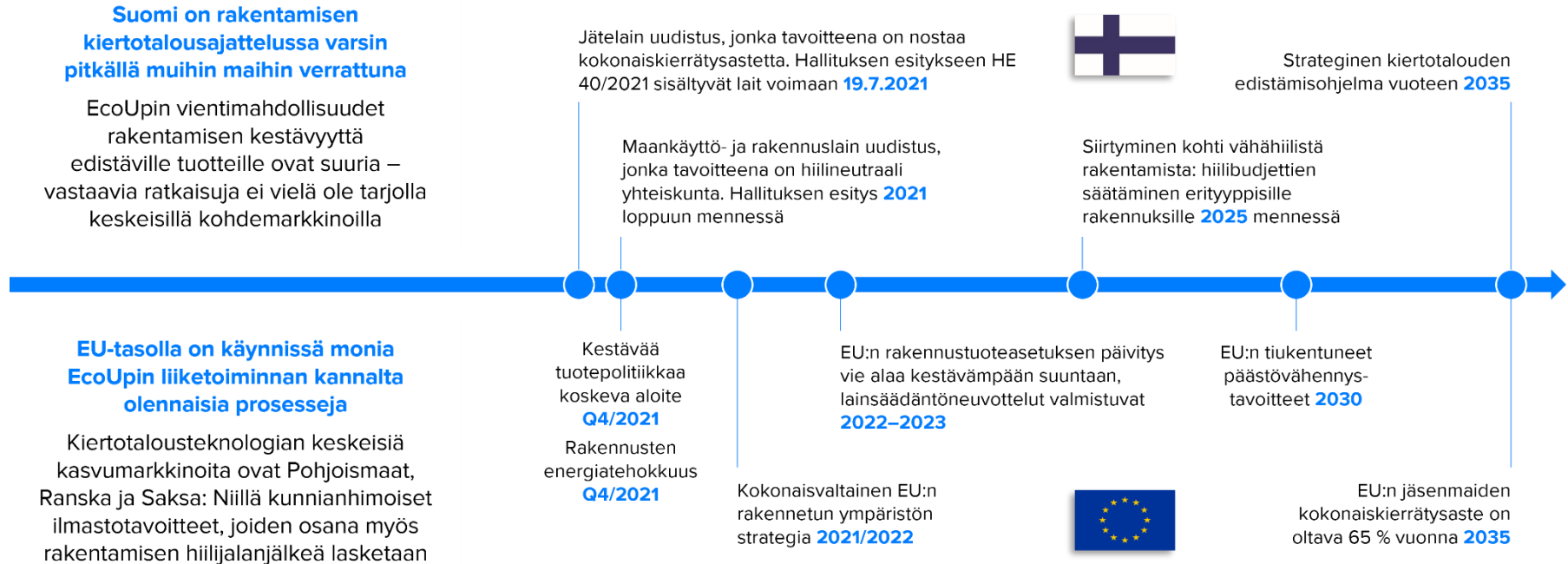
## Kansalliset tavoitteet julkiselle puurakentamiselle (tavoitteet julkaistu 2020)<sup>1</sup>





# Kiertotalouteen liittyvä lainsäädäntö ja sääntely Suomessa ja EU:ssa

**EcoUpin molemmat liiketoiminnat ovat päästövähennys ja kierrätystrendien solmukohtassa myös lainsäädännön ja sääntelyn näkökulmista**



# Eristeliiketoiminta 10/11

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

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

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

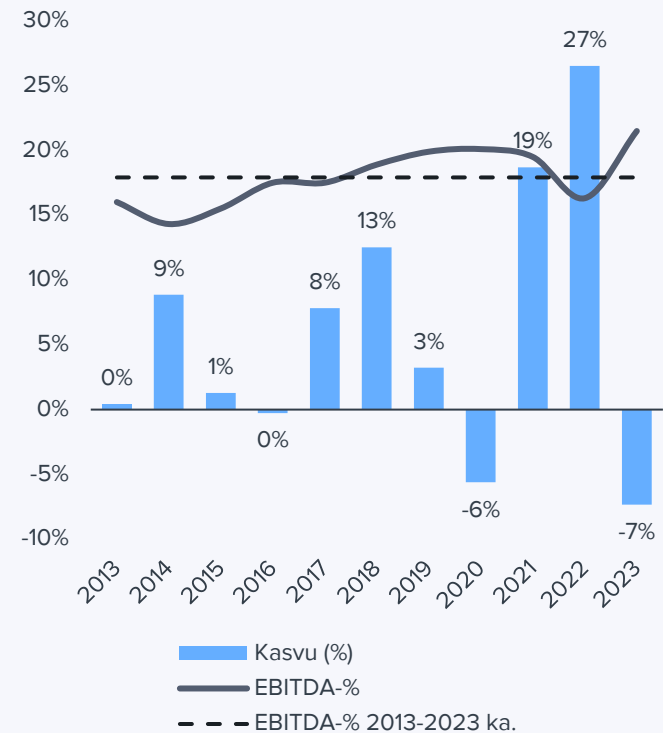
tämä voima alkaa vaikuttaa myös asumisessa ja rakennusalalla vähintään keskipitkällä tähtäimellä, mutta lyhyellä tähtäimellä ostovoimahaasteet ja heikko taloustilanne voivat olla jarruja.

Arviomme mukaan sekä lainsäädännön muuttuminen, että kuluttajakäyttäytymisen muutos tukevat voimakkaasti EcoUpin hiilinegatiivisten ja kierrätysmateriaaleista tehtyjen tuotteiden näkymiä. Näiden trendien ansiosta näemme yhtiöllä olevan edellytyksiä Suomessa selvään markkinaosuuden kasvuun seuraavan reilun vuosikymmenen aikana. Regulaation ja kuluttajakäytöksen muutosten ajoitukseen liittyy kuitenkin ainakin lyhyellä sihdillä epävarmuutta.

## Eristeliiketoiminnan kilpailu

Arviomme mukaan EcoUpin pääkilpailijoita Suomen eristemateriaalimarkkinoilla ovat Saint-Gobain, Rockwool, Paroc ja Finnfoam. Näistä yhtiöistä kaksi ensimmäistä ovat globaaleja jättejä ja myös Partekista ponnistanut Paroc on nykyään osa yhdysvaltalaisista pörssiyhtiö Owens Corningia. Finnfoam on sen sijaan suomalainen ja Itämeren alueella sekä Espanjassa toimiva yhtiö, jonka Suomessa operoivan Finnfoam Oy:n liikevaihto oli noin 70 MEUR 2022. 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. Jokseenkin vastaavalla kuitupohjaisella portfolioilla EcoUpin kanssa toimii Pohjoismaissa vain norjalainen Hunton.

## Rockwoolin kehitys 2013-2023



# Eristeliiketoiminta 11/11

Arviomme mukaan Saint-Gobainin, Rockwoolin ja myös Parocin vahvuudet ovat suuruuden ekonomiasa, korkeassa teknologisessa kyvykkyydessä ja mineraalivillatuotteiden yleisissä hyödyissä. Finnfoam ja etenkin Hunton ovat taas EcoUpin tavoin paikallisempia niche-pelureita. Tarkoista markkinaosuuksista meillä ei ole tietoa, mutta arviomme mukaan Paroc, Rockwool ja Saint-Gobain ovat suurimpia pelureita ja EcoUp on Suomessa markkinan viidenneksi suurin yhtiö. Huntonin arviomme olevan EcoUpia selvästi pienempi Suomessa eristeiden osalta ykkösmiljooniin jäävällä liikevaihdolla. Siten EcoUp on selvässä haastajan asemassa, mutta toisaalta yhtiön asemoituminen ilmastomuutostrendiin 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 EcoUpin numeroissa on Teknologia-liiketoimintaan liittyviä kuluja ja yhtiö on FAS-kirjanpidossa. Lisäksi Saint Gobainissa ja Owens Corningissa on paljon muiden materiaalien tuotantoa. Kivivillaan keskittynyt Rockwool (huom. Rockwoolilla on rakentamiseen liittyvien loppukäyttäjien lisäksi teollisuuden sovelluksia) on vuosina 2013–2023 pystynyt kasvamaan konsernitasona noin 6 %:n vuosivauhtia keskimäärin 18 %:n EBITDA-%:lla ja 11 %:n EBIT-%:lla. Kannattavuuden osalta Rockwoolin trendi on myös nousujohteinen vuoteen 2022 asti. Vuonna 2022 inflaatio ja etenkin energian hinnan nousu puraisi marginaalia (kivivillan valmistus on

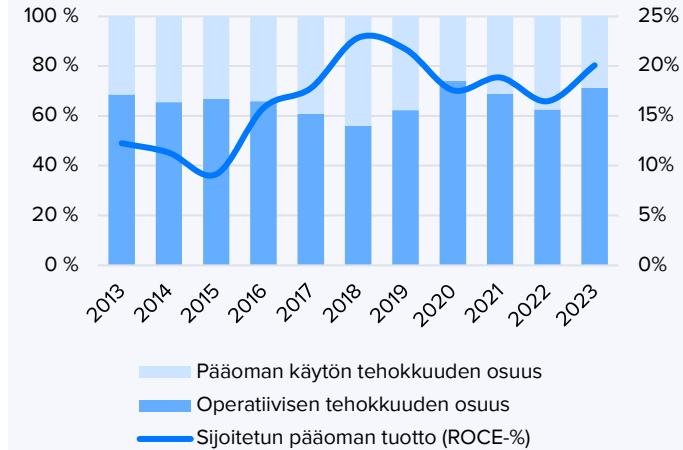
erittäin energiantensiivistä).

Mielestämme Rockwoolin kasvu peilaa eristemarkkinan tervettä kasvukuvaa (hieman BKT-kasvua nopeampi kasvu) ja toisaalta kannattavuus osoittaa toimialan marginaalipotentialin olevan melko hyvä, vaikka yhtiön mineraalivillatuotanto sitoo toki paljon pääomaa. Niche-verrokki Finnfoamin liikevaihto sen sijaan kehittyi 2016–2021 melko vakaasti, kun taas vuonna 2022 liikevaihto kasvoi yli 10 % EcoUpin tavoin. Samaan aikaan Finnfoamin EBIT-% on ollut keskimäärin karkeasti 8 %. Näin ollen Suomen markkina ei arviomme mukaan eroa huomattavasti alan globaalista dynamiikasta.

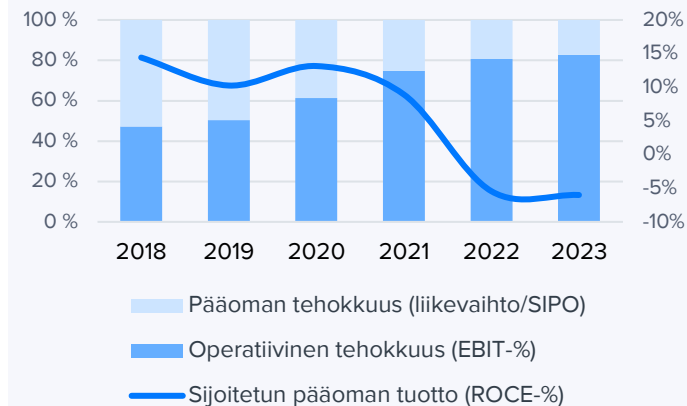
EcoUpin suoritus on viime vuosina ollut mielestämme jokseenkin vertailukelpoinen suhteessa Finnfoamiin ja jäänyt jälkeen globaalista verrokista Rockwoolista. Numeroiden ylätasoinen vertailu ei mielestämme indikoi, että EcoUpilla olisi tuntuvia kilpailuhaittoja suhteessa verrokkeihin, mutta toisaalta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

Kilpailija-analyyysiin peilattuna yhtiön taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme järkevässä suhteessa verrokkien numeroihin peilattuna, joskin kannattavuustavoitteet toteutuessa Eristeliiketoiminta olisi marginaalivertailussa toimialan kärkipäätä. Siten tavoite on vaativa eikä toimialan logiikkaan suhteutettuna kannattavuustavoitteen yläpito ei ole helppoa.

### Rockwoolin sijoitetun pääoman kehitys



### EcoUpin sijoitetun pääoman tuoton kehitys



# Teknologialiiketoiminta 1/10

## Teknologialiiketoiminta lyhyesti

Teknologialiiketoiminta on EcoUpille uusi liiketoiminta, joka on ollut tuotekehitysvaiheessa useamman vuoden. Tuotekehitystyötä Teknologialiiketoiminnan parissa on tehnyt arviomme mukaan noin 10 henkilöä ja kehitystyötä on viime vuosina rahoitettu Eristeliiketoiminnan rahavirralla sekä ulkoisella rahoituksella. Arviomme mukaan yhtiö on sijoittanut kehitystyöhön yli 5 MEUR, vaikka tarkkaa kumulatiivista summaa ei olekaan avattu. Sijoitukset ovat osin rasittaneet konsernin tulosta etenkin käyttökateen alapuolella viime vuosina ja osaltaan kasvattaneet investointien ja aktivoitien kautta kiinteää ja aineetonta omaisuutta EcoUpin taseessa.

Vuonna 2020 EcoUp pystyi osoittamaan kehittämiensä teknologian toimivan teknisesti purkuvilla käsittelyssä. Vuoden 2021 alussa yhtiö sai valmiiksi Varsinais-Suomeen teollisen mittakaavan pilottilaitoksen, jonka yhtiö omistaa itse. Vuonna 2021 EcoUp aloitti teknologian markkinoinnin ja myynnin Euroopassa ja vuoden 2021 lopussa yhtiö allekirjoitti kolmivuotisen sopimuksen erikoislaastituotteen valmistamisesta vuoden 2024 mennessä. Sopimus oli ensimmäinen konkreettinen osoitus siitä, millaista liiketoimintaa yhtiön kehittämän teknologian ympärille voi rakentaa, vaikka arviomme mukaan liikevaihto asiakkuudesta onkin toistaiseksi jäänyt asiakkaaseen liittyvistä syistä käytännössä nolnaan.

Vuodelle 2022 EcoUp tavoitteli Teknologialiiketoiminnan kaupallista läpimurtoa

Euroopassa, mutta Ukrainan sodan aiheuttama inflaatio nosti prosessissa tarvittavien kemikaalien kustannuksia moninkertaisiksi (ts. menetelmästä tuli liian kallis) ja toisaalta sodan myötä muuttunut tilanne heikensi potentiaalisten asiakkaiden riskinottohalua. Näin ollen yhtiö joutui jo alkuvuodesta palauttamaan koko konseptin suunnittelupöydälle. Kevään ja kesän uudelleenkonseptoinnissa EcoUp pyrki kiertämään kalliiden kemikaalien ongelman muuttamalla koko prosessin jäteraaka-aineisiin pohjautuvaksi. Samalla aikaisemmalla alkaliaktivointiin perustuvalla menetelmällä tuotannollisena ongelmana ollut pitkä aktivoitumisaika lyheni

Vuoden 2022 aikana yhtiö sai Suomessa patentin innovaatiolleen, joka mahdollistaa mineraalivillan energiatehokkaan jauhatuksen ja suodatuksen uudeksi raaka-aineeksi. Tämä patentti on käsityksemme mukaan sittemmin laajentunut EU:n laajuiseksi. Siten menetelmän IPR:n suojaaminen on edennyt jokseenkin yhtiön tavoitteiden mukaisesti.

Vuoden 2023 aikana yhtiö lanseerasi Teknologialiiketoiminta-segmentin ensimmäisen kaupallisen tuotteen, Cubecon. Cubeco on kuution muotoinen betonia muistuttava uusiotuote kaupunkirakentamisen tarpeisiin. Vaativia tai kantavia rakenteita ei Cubecosta käsityksemme mukaan voi rakentaa vaan elementti käy toistaiseksi vain yksinkertaisimpiin sovelluksiin (esim. betoniporsas tai penkki).

## Teknologialiiketoiminta

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

## Konsernin Investoinnit ja poistot (TEUR)



# Teknologialiiketoiminta 2/10

EcoUpilla on ollut aikomus Teknologialiiketoiminnassa kaupallistaa mineraalivillaan pohjautuva sovellus Euroopan markkinalle lisensointiin nojaavalla liiketoimintamallilla. Arvioimme yhtiön pitkälti luopuneen lisensointitavoitteesta kaupallistamiseen liittyneiden haasteiden seurauksena, ja odotamme liiketoimintamallin kehityksen painottuvan perinteisempään materiaali- ja laitekauppaan. Vuoden 2022 takaiskujen jälkeen odotukset toimivan Teknologialiiketoiminnan kaupallisesta läpilyönnistä on syytä pitää maltillisina ja arvioimmekin, että EcoUp joutuu löytämään menetelmälleen kaupalliset sovellukset oman tehtaan tuotannollaan Suomessa ennen kuin tavoiteltu kansainvälistyminen ja laitetoimitusten tavoittelu on ajankohtaista.

## Teknologialiiketoiminta pohjaa uudentyypiseen tekniseen ratkaisuun

Käytännössä EcoUpin teknologia nojaa nykyään kaatopaikkajätteen päätyvän mineraalivilla materiaalin käsittelyyn teollistetulla upcycling-prosessilla, jonka lopputuotteena on korkean lisäarvon raaka-aine. Asiakkaiden olisi siis teknologian avulla mahdollista välttää kaatopaikkamaksut sekä toisaalta saada lisätuloa lopputuotteen myynnistä ja pienentää omaa ympäristökuormitustaan. Potentiaalisia asiakkaita Teknologialiiketoiminnalle ovat arvioimme mukaan suuria materiaalivirtoja jo nyt käsittelevät toimijat, kuten kierrätyspalveluiden tarjoajat (vrt. esim. Lassila&Tikanoja Suomessa) ja rakennusyhtiöt.

Prosessissa materiaalin käsittelyn hoitaa EcoUpin kehittämä laitteisto, joka puhdistaa ensin sinne syötetyn jäteraaka-aineen. Puhdistuksen jälkeen raaka-aine jauhetaan erittäin pieneen partikkelikokoon. Prosessi tarvitsee kaksi operaattoria ja se on yhtiön mukaan energiatehokas. EcoUp ei ole avannut laitteistolle kaavailtuja hintoja ja ne voivat myös vaihdella toimituksen laajuudesta riippuen. Arvioimme mukaan investointikustannus yhdelle laitteistolle ylittää joihinkin miljooniin euroihin, joten kyseessä on asiakkaan puolelta merkittävän kokoinen investointi. Siten kaupallistamisen onnistuminen vaatii laitteistolta vakuuttavaa arvolupausta (ts. lopputuotteita, joille on kysyntää). Lisäksi käyttöönotto voi vaatia uudentyyppisen ajattelun omaamista sekä todennäköisesti myös muutoksia materiaalivirtojen hallintaan.

Laboratorio-olosuhteissa raaka-aine on sopinut muun muassa sementin korvikkeeksi tai betonin, tiilien ja asfaltin valmistukseen korvaamaan neitseellistä materiaalia, mutta matka laboratorion kaupalliseksi tuotteeksi on ollut toistaiseksi hidas. EcoUpin mukaan Teknologialiiketoiminnan jalostetun lopputuotteen piti olla korkeintaan neitseellisen materiaalin hintainen, mutta vuoden 2022 aikana puhjenneen inflaatio-ongelman takia riittävän kustannuskilpailukyvyyn saavuttamisessa on arvioimme mukaan työtä. Lisäksi arvioimme yhtiön tavoittelevan noin 20–30 %:n hintapreemiota vihreämmälle tuotteelleen.

## Teknologialiiketoiminnan aikajana

### 2020

Teknologian toimimisen todistaminen purkuvillan käsittelyssä

### 2021

Markkinoinnin ja myynnin aloitus Euroopassa, ensimmäinen kaupallinen asiakassopimus

### 2022

Konsepti palautetaan suunnittelupöydälle, kun inflaatio teki alkuperäisen kommentin kilpailukyvyttömäksi

### 2023

Ensimmäisen kaupallisen tuotesovelluksen Cubecorakennustuotteen lanseeraus

### 2024

Kehitysvaiheessa on myös muita lopputuotteita yhteistyössä asiakkaiden kanssa

# Teknologialiiketoiminnan toimintaperiaate ja asiakkaan liiketoimintamalli

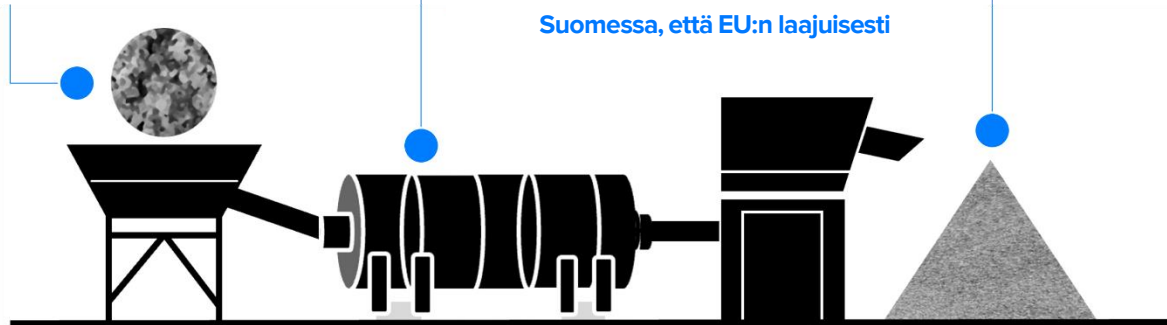
EcoUpin WasteX-linjastoteknologialla voidaan valmistaa jätemateriaalista korkeamman jalostusarvon raaka-aineita

Asiakas toimittaa jätejakeen tuotantoon  
Jätejakeesta peritään porttimaksu (vrt. asiakkaan vaihtoehtokustannus on kaatopaikkamaksu)

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

Lopputuote voidaan myydä raaka-aineeksi kehitteillä oleviin käyttötarkoituksiin. Lopputuotteen hinta pyritään saamaan kilpailukykyiseksi uusiomateriaaliin nähden

Yhtiöllä on linjastoon liittyvä patenti sekä Suomessa, että EU:n laajuisesti



Teollinen laite jonka investointi- ja operointikulut ovat kohtuulliset



Jopa 90 % vähemmän materiaaleja kaatopaikalle



Kalliiden neitseellisten raaka-aineiden käytön vähentäminen



Lopputuotteen jalostusarvon nousu tukee liiketoimintaa

# Teknologialiiketoiminta 4/10

Asiakkaan perspektiivistä laitteiston käyttöönoton houkuttelevuutta lisää myös se, että raaka-aineesta ei välttämättä tarvitse maksaa, vaan jätteen tuottaja toimittaa sen laitteiston läheisyyteen ja parhaimmillaan maksaa porttimaksun (vrt. vaihtoehtoiskustannus on kuljetus kaatopaikalle ja kaatopaikkamaksu). Kaatopaikkamaksujen ja kaatopaikkoihin liittyvällä regulaatiolla tasolla on siten oleellinen vaikutus Teknologialiiketoiminnan tarjonnan houkuttelevuuteen asiakkaan silmissä.

Luonnollisesti purkuvillan kaltaisen tuotteen logistiikka ei ole pitkillä matkoilla helppoa ja halpaa etenkin nykyisillä logistiikkakustannuksilla, joten laitteistot on saatava asennettua kohtuullisen lähelle suuria jätteen tuottajia (vrt. etäisyys kaatopaikalle). Myös purkuvillan erottelu muusta rakennusjätteestä voi aiheuttaa haasteita.

## **Sama EU:n lainsäädäntö tukee myös Teknologialiiketoimintaa**

Teknologialiiketoiminnan kaupallisen potentiaalin perusta nojaa mielestämme voimakkaasti EU:n lainsäädäntöön, jonka mukaan materiaalin kierrätysaste pitäisi nostaa nykyisestä alle 40 %:sta 65 %:iin 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 tämän vuoden takaiskuista huolimatta kyky vastata konkreettiseen ongelmaan, jonka ratkaisuun voimassa oleva lainsäädäntö kannustaa ainakin jollain tasolla.

## **Liiketoiminta pohjautuu teknologiaosaamiseen**

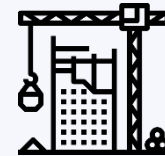
Vaikka EcoUp on rakentanut Suomeen itse teknologiaa hyödyntävän laitteiston ja Varsinais-Suomen tehdas voi toimia sopimusvalmistajana myös jatkossa, tuotanto ei ole kuulunut Teknologialiiketoiminnan suunnitellun liiketoimintamallin runkoon suuremmissa mittakaavassa. Viimeaikaisten haasteiden jälkeen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

Teknologian kaupallistamiseen keskittyminen olisi mielestämme loogista ja myös osin myös välttämätöntä. Omien tuotantolaitosten kansainvälinen lisääminen vaatisi huomattavia pääomia ja muita resursseja, joita EcoUpilla ei ole, eikä niitä ole kohtuulliseen hintaan, aikaviiveeseen ja riskitasoon nähden hankittavissakaan. Teknologialiiketoiminnassa arvioimme siis EcoUpin pyrkivän edelleen olemaan isossa kuvassa yhtiö, joka myy lopputuotteen sijaan laitteita asiakkailleen.

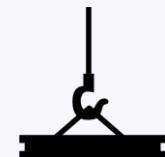
## **Potentiaaliset asiakasryhmät**



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



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



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

# Teknologialiiketoiminta 5/10

Lisäksi EcoUpille voi kertyä liikevaihtoa esimerkiksi varaosista huolloista ja ainakin ensimmäisten asiakkaiden osalta asiakkaan tuotantoon pohjautuvista rojalteista. Näin ollen Teknologialiiketoiminnan liiketoimintamalli vastaa lähinnä omaa IPR:ään omistavia konepajayhtiötä Luonnollisesti EcoUpista ei tule kuitenkaan tule valmistavaa konepajaa vaan komponenttien valmistamisen hoitavat 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 saattaa hoitaa IPR-syistä itse, mikä vaatii uudentyypisen osaamisen saamista yhtiön viimeistään laitetoimitusten alkaessa (ts. luultavasti aikaisintaan vuonna 2026).

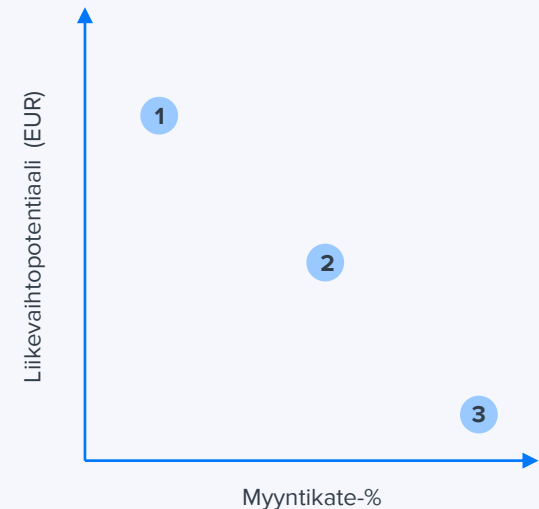
## Myyntikatteet voivat olla hyviä

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

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

Teknologialiiketoimintaan palkattava henkilöstö on myös arviomme mukaan selvästi konsernin keskiarvoa kalliimpaa, sillä sekä teknologian kehitystyö ja myynti 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 näitä investointeja poistetaan melko nopealla syklillä. Odotamme Teknologialiiketoiminnalta tappiollisia tuloksia ja selvästi negatiivista kassavirtaa ennen kuin liikevaihto ehtii saavuttamaan kriittisen pisteen. Tarkkaa analyysiä on kuitenkin edelleen vaikea tehdä, sillä kaikki Teknologialiiketoiminnan kulut, tappiot ja investoinnit ovat sisällä konsernin numeroissa. Arviomme mukaan EcoUp sijoittaa vuosina 2024–2025 noin 1,5 MEUR/vuosi Teknologialiiketoimintaan kuluja ja aktivoitavia investointeja. Vuonna 2022 investoinnit olivat noin 2 MEUR ja vuonna 2023 noin 1 MEUR.

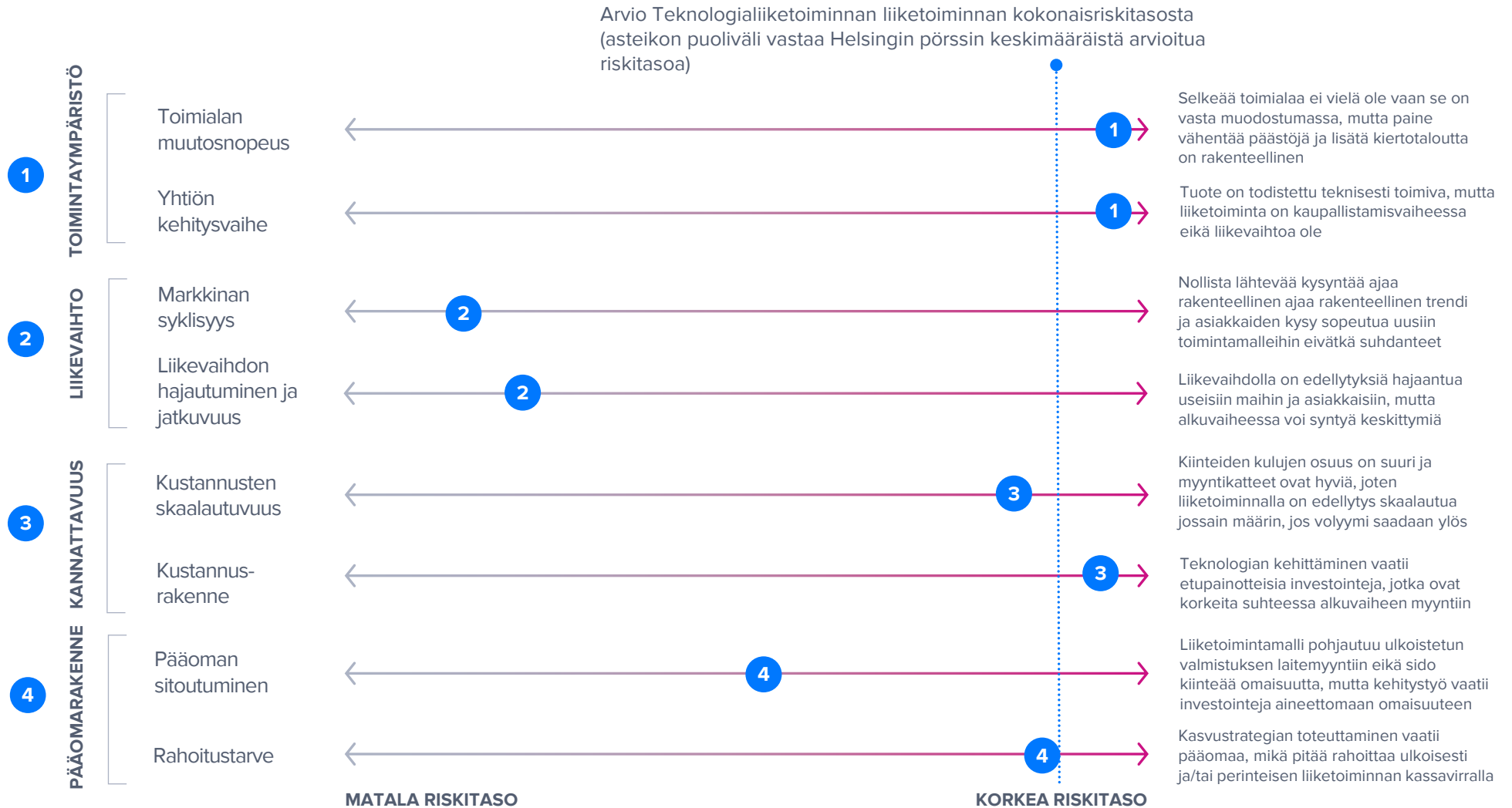
## Teknologialiiketoiminnan liikevaihto-virrat ja niiden katerakenteet\*



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



# Teknologia liiketoiminnan riskiprofiili



# Teknologialiiketoiminta 7/10

Haittapuolena valitussa liiketoimintamallissa on mielestämme se, että asiakkaalle uuden teknologian ostaminen ja käyttöönotto on osin tuntematon riski. Siten laitteiston myyminen voi arviomme mukaan olla hitaampaa ja vaikeampaa kuin markkinoiden löytäminen lopputuotteelle olisi (vrt. skenaario, jossa EcoUp olisi tuotantoyhtiö). Lisäksi laitteita sisältävien teknologiaprojektien toimittaminen voi arviomme mukaan aiheuttaa tulevaisuudessa tiettyjä rahoitushaasteita tulojen ja menojen eriaikaisuuden takia, mutta emme usko näiden hallinnan olevan huomattavan vaikeaa, jos tarjoama on houkutteleva (ts. asiakas saadaan maksamaan ennakoita konepajoille tyypillisesti) ja toiminnan pohjakannattavuus on kunnossa.

## Tähtäimessä pysyisivät luultavasti ensi alkuun läntisen ja eteläisen Euroopan maat

Jos uusittu konsepti ja mahdollinen oma tehdas pystyisi tuottamaan kustannuskilpailukykyisesti laadukkaita tuotteita ja yhtiö löytäisi niille kaupalliset markkinat, EcoUp jatkaisi kaupallistamista arviomme mukaan 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 alkuun varmuudella riittävän iso. Myynti on myös mahdollista hoitaa näihin maihin Suomesta käsin ilman tyypillisesti kallista paikallista myyntiorganisaatiota.

## Tuotekehityksessä maaliviiva on myös kaukana

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

## IPR:n suojaamisessa onnistuminen on keskeistä

Merkittävänä kehitysalueena EcoUpilla pysyy arviomme mukaan Teknologialiiketoiminnassa immateriaalioikeuksien suojaaminen. Suomessa yhtiö sai patentin innovaatiolleen vuoden 2022 alussa, ja patentti käsityksemme mukaan laajentui myös EU:n laajuiseksi. Yhtiö ei ole arvioinut patentin mahdollista kestoja, 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 on mielestämme melko hyvin suojattu ainakin yhtiön keskipitkän aikavälin tarpeiden valossa. Sijoittajien kannalta IPR:n suojaamisessa onnistuminen on mielestämme varsin kriittistä, sillä se on Teknologialiiketoiminnan riskitasoon ja siten koko yhtiön riskiprofiiliin vaikuttava tekijä.

## Purkuvillasovelluksen kaupallistamisen maantieteelliset kohdealueet



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

# Teknologia liiketoiminnan strategia



## Tekninen kehitysvaihe

- Panostus uudentyyppisen kierrätysteknologian tuotekehitykseen
- Oman pilottituotantolaitoksen rakentaminen Varsinais-Suomeen
- Patentti Suomessa 2022 ja myöhemmin Euroopassa
- Konseptin uusiminen puhtaasti kierrätysmateriaaleihin pohjautuvaksi

## Teknologian lisäkehitys ja kaupallistaminen

- Mineraalivillajauheesta (geopolymeereistä) valmistettavien tuotteiden kehittäminen ja kaupallistaminen
- Kun kehitettävien tuotteiden kautta mineraalivillajauheelle saadaan kysyntää, yhtiö aloittaa linjastojensa markkinoinnin ja myynnin
- Ensimmäiset laitekaupat Eurooppaan jakson loppupuolella

## Kasvun laajentaminen

- Myynnin maantieteellisen peiton kasvattaminen Euroopassa
- Muita materiaaleja prosessoivan ratkaisunkehittäminen ja kaupallistaminen
- Jatkuvat panostukset myyntiin ja markkinointiin sekä tuotekehitykseen

## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- Laitteisto on todistettu teknisesti toimivaksi purkuvillalla alkaliaktivoinnissa
- IPR:ää on suojattu suunnittelutoimilla ja patentointiprosessi käynnistettiin
- Myynti- ja kehitystiimiä on rakennettu, vahvistettu ja sitoutettu yhtiöön

### Lähitulevaisuus 1-3v

- Tuotelaadun ja kustannuskilpailukyvyyn varmistaminen
- Kaupallisen konseptin rakentaminen omaan tuotantoon pohjautuen Suomessa
- Kaupallisten toimitusten käynnistäminen
- Kumppaniverkoston luominen laitteiden valmistukseen
- Osaavan teknisen ja kaupallisen henkilöstön rekrytoiminen ja sitouttaminen
- Liiketoimintamallin rakentaminen ja todistaminen
- Positiivisen käyttökäteen saavuttaminen

### Seuraavat 5 vuotta

- Tuotteen jatkokehittämissä ja IPR:n suojaamisessa onnistuminen
- Kansainvälisen kasvun hallinta
- Kasvun kiihdyttäminen ja vahvan kannattavuuden sekä tietyn skaalautuvuuden saavuttaminen

# Teknologialiiketoiminta 9/10

IPR:n suojaamisen osalta huomioitavaa toki on, että patentit eivät ole ainoa suojauskeino vaan arviomme mukaan yhtiön on suojannut kehitystyoensä tuloksia jo suunnitteluvaiheessa erityyppisillä ratkaisuilla mahdollisuuksien mukaan.

## 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 1–2 MEUR:oon markkina pelkästään Euroopassa voisi olla 500–1000 MEUR:n luokassa. Kaikkea materiaalia ei tietenkään tulla nähtävissä olevassa tulevaisuudessa kierrättämään eikä kaikkia kierrätettävää tulla prosessoimaan EcoUpin laitteistoilla, mutta markkina on silti suuri suhteessa yhtiön tavoitteisiin. Lisäksi markkina on neitseellinen. Toisaalta näemme tämän hyvänä asiana, sillä Teknologialiiketoiminnan ei periaatteessa tarvitse vallata alaa vakiintuneilta teknologioilta. Riskinä on kuitenkin, että asiakkaiden ja heidän asiakkaidensa 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. Suuret saavutettavissa olevat markkinat ja niiden mahdollistama pitkän aikavälin potentiaali ovat mielestämme positiivisia asioita EcoUpin kannalta.

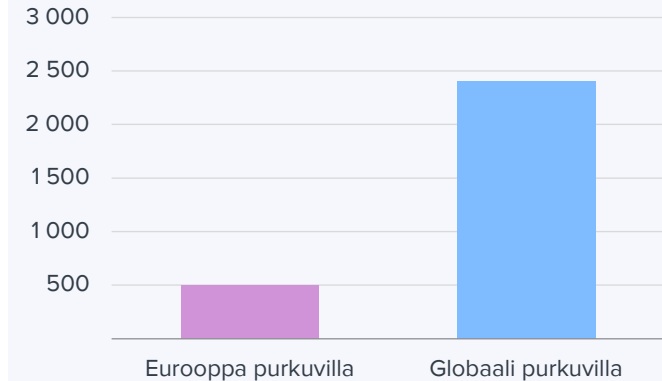
Sijoittajien ei mielestämme kuitenkaan isoista numeroista kannata sokaistua ainakaan ennen konkreettisia ja nykyistä vahvempia näyttöjä Teknologialiiketoiminnan kaupallistamisen onnistumisesta.

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

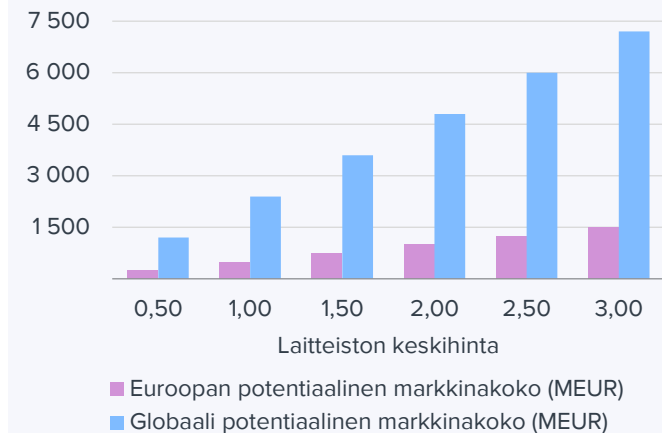
Kuten todettua, EcoUpin kehittämä teknologia on uusi eikä se suoraan pyri korvaamaan mitään yleisessä käytössä olevaa teknologiaa. Näin ollen vakiintuneita kilpailijoita ei ole. Geopolymeerit ja niihin liittyvä tekniikka ovat käsityksemme mukaan kuitenkin herättäneet yleistä kiinnostusta maailmalla,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

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

## Purkuvillasovelluksen markkinankoko EcoUpin laitteistoille (kpl)



## Teknologialiiketoiminnan purkuvillasovelluksen markkinapotentiaali\*



# Teknologia liiketoiminta 10/10

## Taloudelliset tavoitteet - Teknologia liiketoiminta

EcoUpin helmikuussa 2024 päivittämien taloudellisten tavoitteiden mukaan Teknologia liiketoiminnan käyttökäteen odotetaan yltävän nollassa vuonna 2026. Mielestämme tavoite on tehtyihin panostuksiin ja tutkimustyöhön nähden realistinen, vaikka Teknologia liiketoiminnan kaupallisten sovellusten kehittäminen on ollut toistaiseksi ulkoisia ja luultavasti myös yhtiön sisäisiä odotuksia hitaampaa. Makrotalouden tilanne on muuttanut nopeasti Teknologia liiketoimintaan liittyviä operointikustannuksia, hankaloittanut uuden teknologian käyttöönottoa ja nostanut sen hyödyntämiseen liittyviä kaupallisia riskejä. Myös potentiaalisten asiakkaiden aikaa ja energiaa on voinut kulua akuuteista inflaatio- ja taloushaasteista selviämiseen ja niihin sopeutumiseen.

Mielestämme onkin selvää, että parhaassakaan tapauksessa Teknologia liiketoiminta ei ehdi kuin raapaista relevanttien markkinoiden pintaa lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Näin ollen liiketoimintaa on tarkasteltava pitkällä aikajänteellä ja kärsivällisesti. Toisaalta EcoUpin mittakaava ja resurssit huomioiden jotain tuloksia pitää mielestämme tulla jo keskipitkällä aikavälillä. Heikossa skenaariossa (ts. myynti ei käynnisty kunnolla viimeistään vuonna 2026) yhtiö taas joutuisi myös harkitsemaan liiketoimintaan tehtävien panostusten mittakaavaa ja/tai ajoitusta. Siten vuoteen 2026 yltävä tavoitekausi on mielestämme kriittinen Teknologia liiketoiminnan

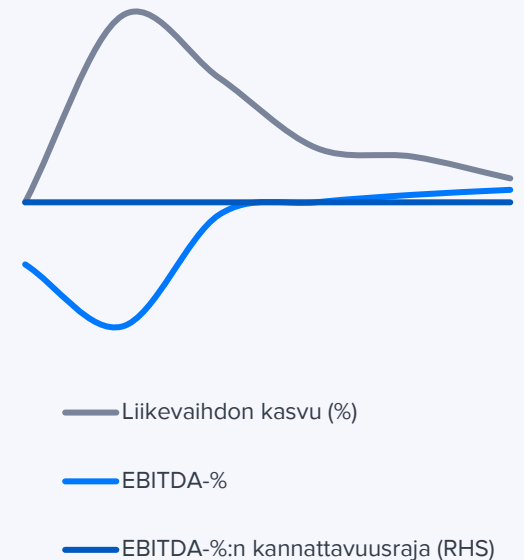
pitkän aikavälin kehityksen kannalta.

Tavoitteiden antamisen yhteydessä yhtiö muotoili investoivansa Teknologia liiketoimintaan kehityspotentiaalin mukaisesti, mikä jättää arviomme mukaan mahdollisuuden panostusten selvään hidastamiseen tai kasvattamiseen, mikäli polkua potentiaalin realisoitumiselle ei ole näköpiirissä tai vaihto-ehtoisesti kysyntä konkretisoituu. Mielestämme pragmaattinen lähestymistapa on tarpeen ja järkevä, sillä EcoUpin resursseilla läpimurtoa ei mahdollista hakea hintaan mihin hyvänsä.

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

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

## Teknologia liiketoiminnan havainnollistava kehityskaari\*



- Lähtötilanteessa liikevaihtoa ei ole ja tulos on tappiolla, mutta tuotekehitysvaihe on ainakin osin käynnissä
- Kasvu on nollassa vuosina 1.-5. voi olla nopeaa, jos teknologia on hyödyllinen ja helposti käyttöön otettava
- Tulos voi vajota syvemmälle tappiolla 1.-5. vuoden kohdalla, kun liikevaihto on vähäistä ja hinnoittelu entry-tasoa, mutta myyntiin ja tuotteen jatkokehitykseen investoidaan etupainotteisesti
- Kannattavuus alkaa parantua ja saavuttaa EBITDA-%:n kannattavuusrajan 4.-8. vuonna, kun etupainotteisia investointeja vastaan alkaa kertyä liikevaihtoa
- Kannattavuus paranee nopeasti kasvun myötä, kun kulurakenne skaalautuu (myyntikate on hyvä). Vaihtoehto on kovemman kasvun haku lisäinvestoinneilla.

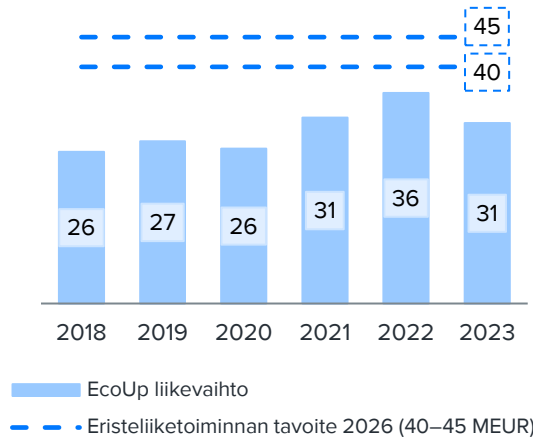
Lähde: Inderes

\*Mittakaava ja aika-akseli ovat havainnollistuksia

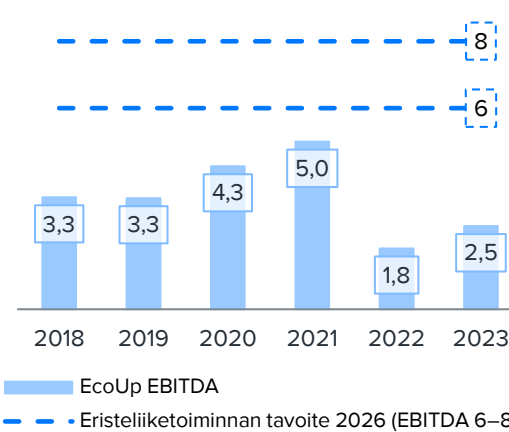
# Taloudelliset tavoitteet

## EcoUpin taloudelliset tavoitteet

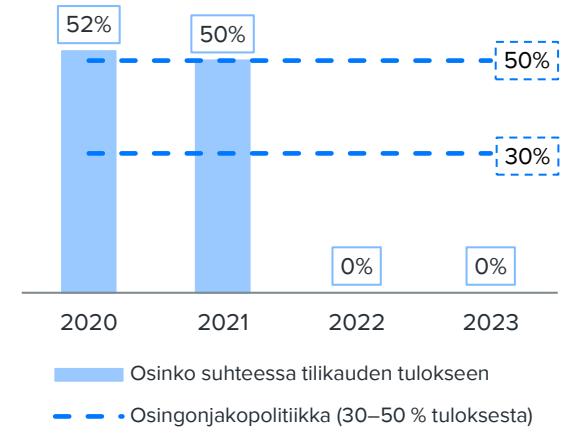
### Liikevaihdon kehitys



### Kannattavuuden kehitys



### Voitonjakotavoite



## Yhtiön asettamat taloudelliset tavoitteet vuodelle 2026



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



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



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

## Inderesin kommentit tavoitteista

- Eristeliiketoiminnan liikevaihtotavoitteen saavuttaminen tarkoittaisi vajaan 10 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua vuoden 2023 tasoilta. Tavoite on markkinak kasvun yläpuolella, mutta yhtiö on hyvin asemoitunut markkinan palautumiseen alhaiselta H2'23:n tasolta. Myös kuluttajien eristeremonttikonseptissa on potentiaalia nopeampaan kasvuun. Siten emme pidä tavoitetta mahdottomana, mutta roimasti parempaa markkinaolosuhdetta tavoitteen saavuttaminen vaatii.
- Eristeliiketoiminnan kannattavuustavoite 6–8 MEUR:n EBITDA tavoite vastaa tavoiteliiktevaihdon 13–20 %:n EBITDA-%. Tätä tavoitetta pidämme maltillisena ainakin alalaidan osalta huomioiden konsernin historiassa saavuttama taso (2018–2020 k.a. EBITDA-% 14 %) ja liiketoiminnan rakenne (ml. kilpailijoiden marginaalit). Teknologia-liiketoiminnan osalta kannattavuustavoitteen saavuttamiseen liittyy merkittävää epävarmuutta, sillä arvionne mukaan tavoitte vaatii useiden miljoonien eurojen myynnin tuotteista ja/tai laitteista.
- Pääoman allokoinnissa yhtiön tulisi mielestämme suosia pääoman sijoittamista takaisin liiketoimintaan arvionluonnin maksimoimiseksi, kun huomioidaan kiertotaloussektorin näkyvät. Myös tase on mielestämme syytä pitää vahvana.

# Taloudellinen tilanne

## Liiketoiminta sitoo kiinteää omaisuutta

EcoUpin konsernitaseen varojen selvästi suurin erä on kiinteä omaisuus, jota yhtiöllä oli H2'23:n lopussa pitkäaikaisessa omaisuudessa 14 MEUR. Tämä erä sisältää yhtiön tuotantolaitokset eli etenkin koneet ja laitteet sekä niihin liittyviä maa-alueita ja rakennuksia. Arviomme mukaan aineellisen omaisuuden arvo on helposti perusteltavissa, sillä pelkästään yhden uuden levytehtaan hinta voi olla 10–15 MEUR:n haarukassa. Näin ollen emme näe kiinteässä omaisuudessa alaskirjausriskejä. Pitkäaikaisessa omaisuudessa yhtiöllä on lisäksi aineetonta omaisuutta 8 MEUR, mikä sisältää etenkin konserniliiketoiminnan aktivoituja kuluja ja myös Teknologialiiketoiminnan aktivointien kuranttiuden perustelu vaatii arviomme mukaan etenemistä liiketoiminnan kaupallistamisessa lähivuosina ja niihin liittyisi mielestämme alaskirjausriskejä, jos kaupallistaminen ei etenisi.

Vaihtuvissa vastaavissa suurimmat erät ovat osin valmistavassa teollisuudessa operoivalle yhtiölle tyypillisesti käyttöpääomaerä eli myyntisaamisia ja varastoa. H2'23:n lopussa näiden molempien arvot olivat 3 MEUR. Liiketoiminnan rajun kausiluonteisuuden takia käyttöpääoma voi myös vaihdella runsaasti vuoden aikana. Tyypillisesti EcoUp sitoo käyttöpääomaa H1:llä, kun taas H2:lla käyttöpääomaa vapautuu. H2'23:n lopussa EcoUpin käyttöpääoma osuus rullaavasta 12 kk liikevaihdosta oli 12 %. Eristeliiketoiminta ei siten sido käyttöpääomaa merkittävästi perinteisen

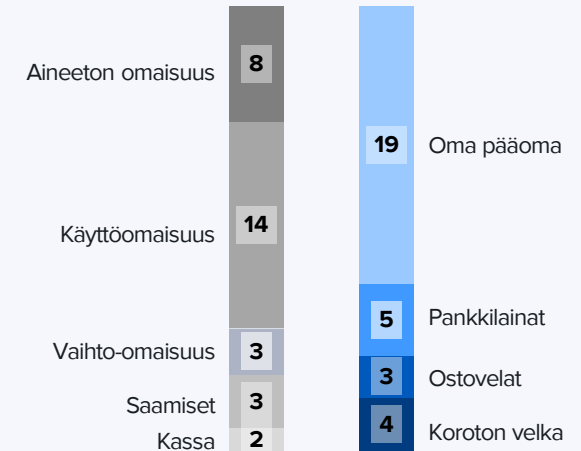
teollisen liiketoiminnan lainalaisuudet huomioiden. Kassa oli H2'23:n lopussa 1,6 MEUR, mikä on arviomme mukaan yhtiön mukavuusalueen alarajoilla tulevat investoinnit huomioiden. Loppuosa EcoUpin taseen loppusummasta koostuivat pitkäaikaisista sijoituksista ja erityyppisistä ulkoisista sekä konsernin sisäisistä saamisista. EcoUpin mittakaavassa yksikään näistä eristä tai nämä erät yhdistettynä eivät ole merkittäviä.

## Rahoitus painottuu omaan pääomaan

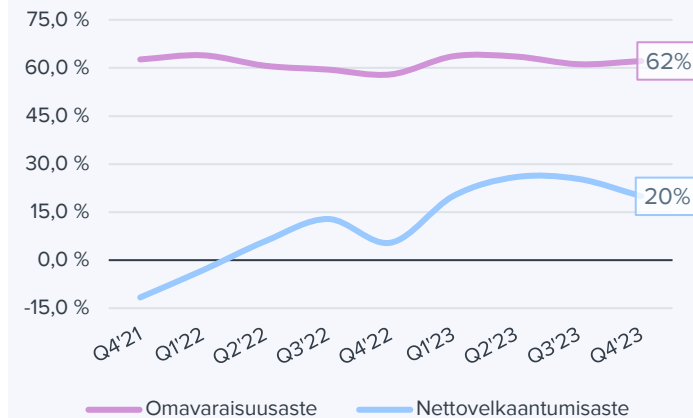
Taseen vastattavaa-puolella yhtiön oma pääoma oli H2'23:n lopussa 19 MEUR. Pitkäaikaista velkaa yhtiöllä oli rahoituslaitoksille 3,3 MEUR, ja lyhytaikaista rahoituslaitosvelkaa 1,5 MEUR. Näin ollen korolliset velat olivat H2'23:n lopussa yhteensä 4,8 MEUR. Korottomissa vastuissa suurin erä oli noin 2,7 MEUR:ssa olleet ostovelat. Ostovelat olivat hyvin lähellä myyntisaamisten tasoa, minkä myötä nettokäyttöpääoma asettuu noin vaihto-omaisuuden tasolle. Muita korottomia velkoja (siirtovelat, muut velat, laskennalliset verovelat) taseessa oli noin 4 MEUR (12 % taseesta).

H2'23:n lopussa EcoUpin omavaraisuusaste oli 62 % ja nettovelkaantumisaste 20 %. Nettovelan suhde 12 kk rullaavaan käyttökatteeseen oli 1,3x. Siten taseasema on vakaa, eikä rajoita yhtiön nykyisiä kasvuaikkeitä. Yhtiön normaalien aikojen peruskannattavuus ja kassavirran tuottokyky huomioiden yhtiö mielestämme voi myös hyödyntää maltillista velkavipua liiketoiminnan kasvattamiseksi.

## Tase H2'23 (MEUR)



## Taseaseman kehitys



# Ennusteet 1/5

## Ennustemalli

Ennustamme EcoUpin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä arvioidun markkinakasvun ja markkinaosuuksien kasvun kautta. Liikevaihtoennusteemme jakautuu kahteen osaan eli perinteiseen Eristeliiketoimintaan sekä toisaalta Teknologia-liiketoiminnan laitteiden ja lopputuotteiden myyntiin. Tätä jakoa ei kuitenkaan ainakaan vielä voi todentaa yhtiön raportoinnista, sillä EcoUp raportoi lukunsa toistaiseksi vain konsernitason. EcoUpin tulosta ennustamme lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä mallintamalla yhtiön myyntikatetta ja kiinteän kulurakenteen kehitystä konsernitason. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjautuvat arvioituun markkinakasvuun sekä konsernille arvioimaamme pitkän ajan marginaalipotentialiin.

## Teknologia-liiketoiminta ei ole viimevuosina tuonut merkittävää liikevaihtoa

Vuosi 2023 oli uudisrakentamisen romahduksen myötä EcoUpille vaikea. Yhtiö onnistui kompensoimaan vuonna 2022 kiihtyneen inflaation vaikutusta hinnankorotuksilla, mikä näkyi muiden sopeutustoimien säästymisen myötä suhteellisen kannattavuuden vahvistumisena laskeneista volyymeista huolimatta. Loppuvuotta kohti kiihtyneellä volyymin hidastumisella oli kuitenkin väistämättä vaikutus yhtiön kannattavuuteen operatiivisesta vivusta johtuen.

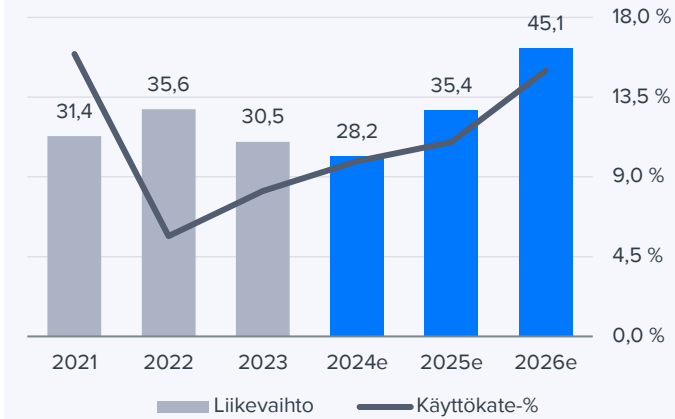
Odotamme vuodesta 2024 niin ikään volyymin osalta EcoUpille heikkoa. Pientalojen uudiskohteiden aloitukset romahtivat vuonna

2023 noin 40 % vuosien 2010–2020 keskiarvoon nähden. Rakennusten eristetarpeet seuraavat aloituksia kuukausien viiveellä, mikä viitoittaa heikkoa kysyntänäkymää EcoUpille vuodelle 2024. H2'24:llä alan toimijat odottavat pientaloaloitusten kääntyvän kasvuun, mutta arvioimme tämän tukevan lähinnä EcoUpin vuoden 2025 kysyntää huomioiden eristeiden kysynnän viive aloituksiin nähden.

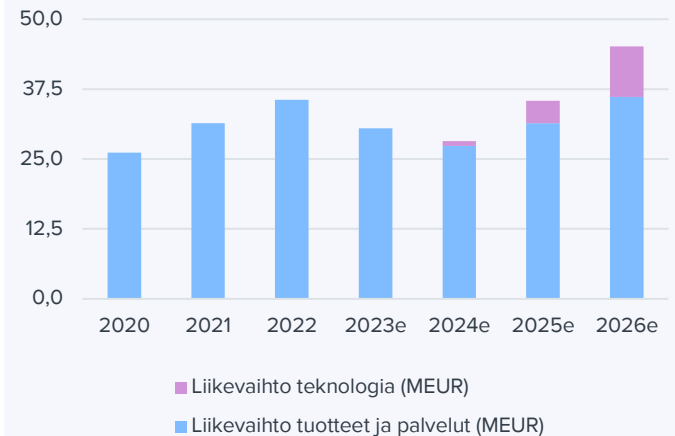
Näin ollen odotamme yhtiön jatkavan etenkin vuoden 2023 jälkipuoliskolla toteuttamaa puolustuspeliä, jonka pelikirjaan kuuluvat hinnankorotukset, ja kapasiteetin matalaa käyttöastetta heijastelevat lomautukset. Korjausrakentamisen odotamme tavanomaiseen tapansa kehittyvän selvästi uudisrakentamista tasaisemmin, mutta merkittävää kasvua talonmistajia toistaiseksi kurittava korkeahko korkotaso ei korjausrakentamisellekaan mahdollista. Eristeremonttien osalta suuri markkina mahdollistaisi kasvun, mutta korkotason ja energiahintojen laskun takia talonmistajien kiireellisyys eristeremonttien suhteen jarruttanee tämänkin potentiaalin lyhyellä tähtäimellä pieneksi.

Vuonna 2024 odotamme liikevaihdon laskun painottuvan H1:lle (H1'24e liikevaihdon kasvu -20 %), jolloin vastassa ovat vielä kelvolliset vertailuluvut. H2:lla odotamme liikevaihdon yltävän hienoiseen kasvuun (+3 %), mikä vaatii korjausrakentamiselta pientä piristymistä suhteessa nykytilaan ja eristeremonttien lievää kasvua.

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Liikevaihdon jakauma





# Ennusteet 2/5

Teknologialiiketoiminnan odotamme yltävän vuonna 2024 vajaan 1 MEUR:n liikevaihtoon Cubecon ja mahdollisten muiden tuotesovellusten siivittämänä, mikä tarkoittaa merkittävää tasonnostoa edellisvuosien matalaksi jääneeseen liikevaihtoon nähden, kun taas Eristeliiketoiminnan odotamme supistuvan 7 % vaisun kysynnän myötä.

Kannattavuuden osalta odotamme EcoUpin käyttökatteen kehittyvän vuonna 2024 vakaasti 2,8 MEUR:oon vastaten 9,9 %:n käyttökate-%:a. Onnistuneen kannattavuuden puolustamisen taustalla odotamme olevan Eristeliiketoiminnan osalta hinnankorotukset ja parantuva kapasiteetin hallinta, sekä Vantaan uuden tehtaan ansiosta etenkin logistiikan suhteen paraneva tehokkuus. Lisäksi odotamme Teknologialiiketoiminnan tappioiden kutistuvan etenkin ennustamastamme liikevaihdon kasvusta johtuen. Teknologialiiketoiminnan juoksevien kulujen arvioimme olevan noin 1 MEUR vuonna 2024. Ennustamme normaalien poistojen kehittyvän vakaasti investointien oltua noin poistojen tasolla vuonna 2023. Siten odotamme yhtiön tekevän noin 0,8 MEUR:n oikaistun liiketappion (oik. EBIT-%: -2,9 %) vuonna 2024. Liikearvopoistojen odotamme olleen edellisvuoden tasolla ja matalan bruttovelan ansiosta arvioimme nettorahoituskulujen pysyneen maltillisena noin 0,4 MEUR:ssa. Liikevoiton tappiollisuudesta johtuen odotamme, ettei yhtiö kirjaa kuluvalta vuodelta veroja (liikearvopoistot huomioiden). Nämä tekijät huomioiden odotamme yhtiön tekevän vuonna 2024 -0,14 euron oikaistun EPS:n. Osinkoa emme odota yhtiön vuoden 2024 tappiollisesta tuloksesta jakavan, sillä mielestämme yhtiön olisi järkevää säästää

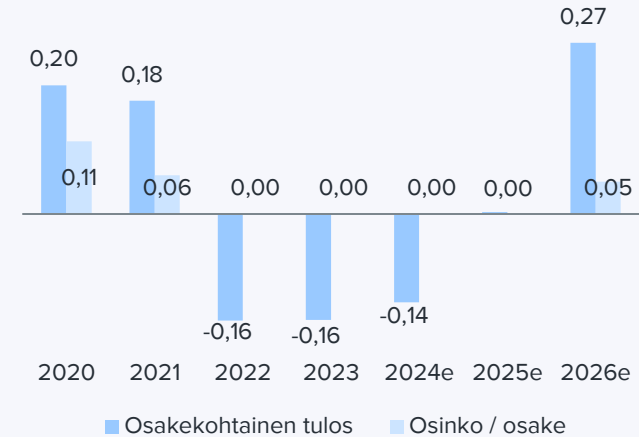
puskuria kasvuhankkeita varten.

## Palautumisen odotamme ajoittuvan H2'25:lle

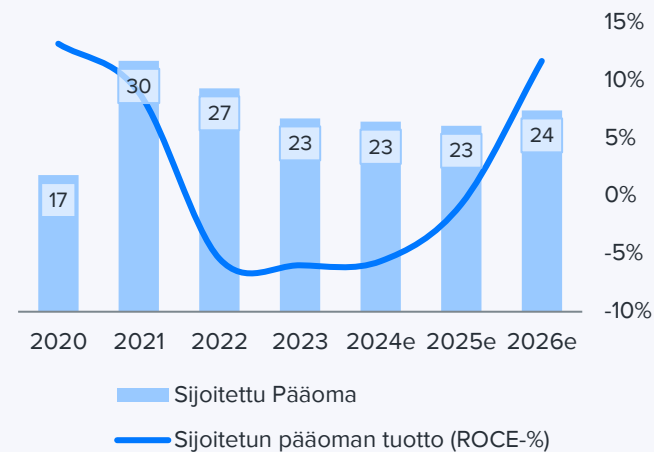
H2'24:lla odotuksissamme hitaaseen nousuun kääntyvät pientaloaloitukset nostavat Eristeliiketoiminnan vuoden 2025 volyymit takaisin nousu-uralle. H1'25:n odotamme kuitenkin kysynnän olevan vielä vaisuhkoa liiketoiminnan normaalia kausiluontoisuutta peilaten, joten normaalimpaa kysyntäympäristöä ennustamme vasta H2'25:lta alkaen. Ennustamaamme kasvua tukevat Vantaan tehdasinvestoinnin myötä etenkin pääkaupunkiseudulle parantunut toimituskyky, saneerauskonseptin myynnin kasvu, mutta viennin osalta odotuksemme ovat toistaiseksi maltilliset. Näin ollen odotamme Eristeliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan suhdannepohjasta 15 % 31,4 MEUR:oon vuonna 2025. Tämä vastaa vain hieman korkeampaa volyymin verrattuna vuoteen 2023, joten merkittäviä markkinaosuusvoittoja ei vuoden 2025 liikevaihtoennusteemme odota.

Teknologialiiketoiminnan odotamme yltävän 4 MEUR:n liikevaihtoon vuonna 2025, mikä tarkoittaa merkittävää kasvua sekä teknologian kaupallistamisen selviä edistysaskeleita. Ennusteemme vaatisi luultavasti liikevaihtoa ensimmäisestä laitteistokaupasta, mutta valmiiksi projektin ei vielä vuoden 2025 aikana tarvitse tulla. Teknologialiiketoiminnan ennusteisiimme kohdistuu kuitenkin merkittävää epävarmuutta ratkaisun varhaisen vaiheen sekä viime vuosien odotuksia hitaamman kaupallisen etenemisen myötä. Tästä johtuen teknologialiiketoiminnan ennusteisiin tulee suhtautua varauksella.

## Osakekohtainen tulos- ja osinko



## Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



# Ennusteet 3/5

Kokonaisuutena odotamme liikevaihdon asettuvan vuonna 2025 35,4 MEUR:oon, mikä vastaa selvää 26 %:n kasvua.

Operatiivisen kulurakenteen odotamme kasvavan selvästi vuoden 2024 säästöliekkitasolta palautuvien volyyymien sekä Teknologialiiketoiminnan kasvun myötä. Myyntikatteen sekä liiketoiminnan muiden kulujen odotamme kehittyvän suurin piirtein samassa suhteessa liikevaihdon kanssa (+26 %) kuluerien osin muuttuvaa luonnetta ja Teknologialiiketoiminnan kiihdytystä peilaten. Henkilöstökulujen odotamme skaalautuvan maltillisesti ja olevan 28 % liikevaihdosta. Henkilöstökuluissa näemme tästä kuitenkin yhä lievää skaalautumisen varaa, vaikka odottamamme teknologialiiketoiminnan kasvu (ml. aktivointien hidastus) ja eristeremonttikonseptiin liittyvä asentajien määrän nousu lisänneekin konsernin henkilöstökuluja suhteessa liikevaihtoon vertailussa kauempaan historiaan). Näin ollen odotamme kannattavuuden palautumisen alkavan ja käyttökateen asettuvan noin 4 MEUR:oon.

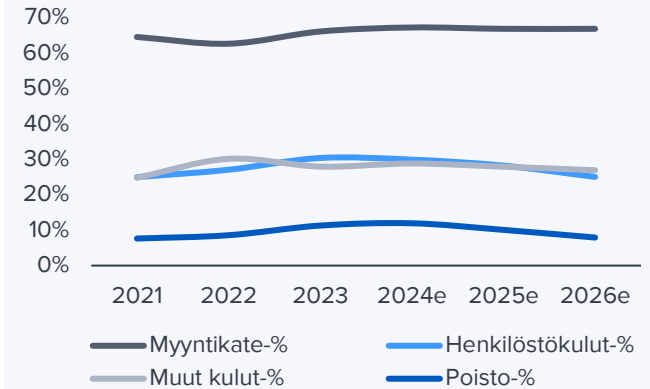
Alariveillä emme odota huomattavia poikkeamia suhteessa edellisvuoteen, joten EcoUpin oikaistun EPS:n ennusteemme vuodelle 2025 on 0,00 euroa. Odotamme yhtiön jatkavan rahavarojen allokointia takaisin liiketoimintaan kasvuaikoiden takia (2025e: FCF nollassa) ja täten emme usko yhtiön jakavan osinkoa vuonna 2025. Arvioimme yhtiön taseen pysyvän terveenä investoinneista huolimatta, minkä taustalla on paraneva tulos.

## Vuoden 2026 ennusteemme ovat lähellä yhtiön päivitettyjä tavoitetasoja

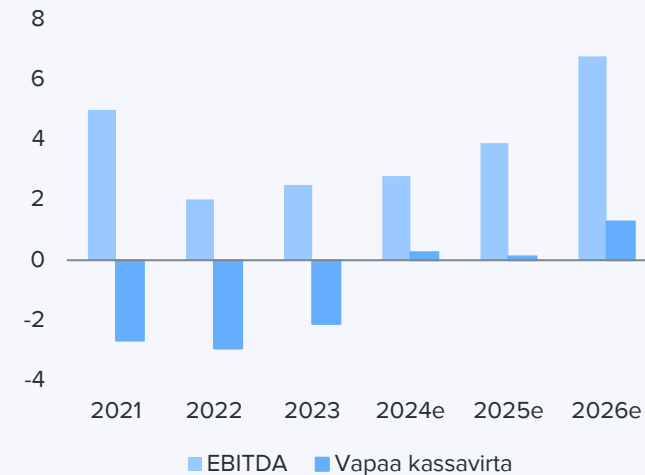
Vuonna 2026 odotamme rakentamisen suhdanteen normalisoituvan, mikä on taustaoletuksena myös EcoUpin antamissa taloudellisissa tavoitteissa. Lisäksi odotamme etenevän vihreän siirtyvän tukevan EcoUpin kysyntää suhteessa toimialaan. Arvioimme mukaan nämä tekijät ja vahvistunut kapasiteetti tukevat EcoUpin Eristeliiketoiminnan volyymejä vuonna 2026. Eristeremonttikonseptin odotamme pysyvän myös vuonna 2026 lievässä kasvussa, joskin tämän liiketoiminnan kysyntä voi olla herkkä energian hinnan muutoksille ja kuluttajan ostovoimalle. Teknologialiiketoiminta ylittää ennusteessamme 9 MEUR:n liikevaihtoon ensimmäisien linjastonkauppojen siivittämänä, vaikka tähän ennusteeseen liittyy oleellista epävarmuutta liiketoiminnan varhaisen kehitysvaiheen takia.

Näiden tekijöiden ajamana ennustamme selkeää EcoUpille 27 %:n liikevaihdon kasvua 45 MEUR:oon vuonna 2026. Kasvupyrähdysten jatkaminen vaatii Teknologialiiketoiminnan kaupallistamisen konkreettista etenemistä. Perinteisessä liiketoiminnassa kasvuodotuksemme on hieman yhtiön tavoitetasoa alempi (2026e 36 MEUR vs tavoite 40–45 MEUR). Perinteisen liiketoiminnan osalta vuoden 2026 ennusteemme nojaa pääasiassa Suomen markkinaan viennin roolin ollessa maltillinen (ei tuotantoa ulkomailla).

## Myyntikatteen ja kuluerien suhteelliset osuudet liikevaihdosta



## Kassavirran kehitys (MEUR)



# Ennusteet 4/5

Mikäli Teknologialiiketoiminta jää edelleen vuonna 2026 yhtiön tavoitetasoista, odotamme yhtiön harkitsevan merkittävämpiä myös strategisia liikkeitä liiketoiminnan osalta, kuten tuotekehityspanostusten keskeyttämistä.

Tuloksen osalta odotamme

Teknologialiiketoiminnan yltävän lähelle nollatason käyttökattetta. Vuonna 2026 tulosta tukee perinteisen liiketoiminnan volyyymikasvu ja valtaosin taakse jääneet inflaatiohuolet. Siten odotamme EcoUpin vuoden 2026 käyttökattteen asettuvan 6,8 MEUR:oon (EBITDA-%: 15,2 %), mikä on linjassa yhtiön kannattavuustavoitteen kanssa (Eristeliiketoiminta EBITDA 6–8 ja Teknologialiiketoiminta EBITDA > 0). Suhteellinen tulos on historialliseen (2020–2021) suorituskykyyn nähden hyvällä tasolla. Arvioimme poistojen ja rahoituskulujen kehittyvän vakaasti, ja yhtiön palaavan verojen maksajaksi voitollisen tuloksen myötä. Siten oikaistun EPS:n ennusteemme vuodelle 2026 on 0,27 euroa. Vuonna 2026 yhtiö jatkaa arvioimme mukaan kasvuinvestointejaan molempiin liiketoimintoihin, mutta parantuvan kannattavuuden myötä yhtiö palaa arvioimme mukaan maltilliseksi osingon maksajaksi vuonna 2026. Tästä huolimatta EcoUpin tase pysyy ennusteissamme vahvana.

## Pitkän ajan ennusteet

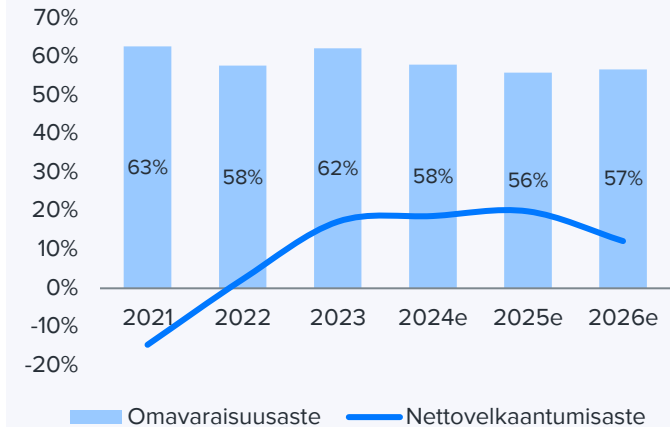
Vuoden 2026 jälkeen EcoUpin kasvunäkymä on mielestämme yhä hyvä, sillä odotamme vihreän trendin jatkavan etenemistään eikä Teknologialiiketoiminta ole ehtinyt lähelle kypsää

vaihetta vielä tässä vaiheessa. Toki korostamme, että vuodet 2024–2026 ovat kriittisiä koko Teknologialiiketoiminnalle, sillä isommat takaiskut kaupallisen konseptin rakentamisessa voisivat pahimmillaan pyyhkiä koko liiketoiminnan yhtiön portfolioista ja pitkän ajan ennusteistamme.

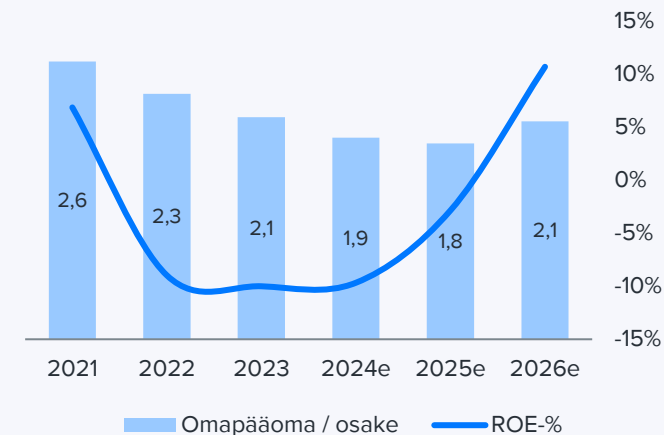
Pitkällä aikavälillä odotamme yhtiön laajentavan Teknologialiiketoiminnassa myyntipanostustensa kohdealueen Euroopasta globaaliksi sekä pyrkivän kehittämään purkuvillan lisäksi teknologian käsittelemään mahdollisesti muita raaka-aineita, kuten betonia, mutta kuluvan vuosikymmenen lopulle ennusteemme perustuvat vain purkuvillasovellukseen ja Eurooppaan. Odotamme kilpailun sektorilla kiristyvän asteittain vuosikymmenen aikana, mutta arvioimme mukaan EcoUpin kilpailuaseman pitäisi olla seuraavan vuosikymmenen aikana kohtuullinen, jos Teknologialiiketoiminta saadaan kaupallistettua.

Perinteisessä liiketoiminnassa riittää mielestämme myös lainsäädännön ja kierrätystavoitteiden ajamana kasvu-uraa pidemmälläkin perspektiivillä, vaikka odotammekin lähtökohtaisesti Suomen talouden, rakentamisen ja koko eristemarkkinan keskimääräisen kasvun olevan melko hidasta (vuositason volatiliiteetti toki pysynee huomattavana). Ennusteemme ei myöskään pidemmällä aikavälillä sisällä toistaiseksi perinteisen liiketoiminnan tuotannon laajentamista ulkomaille, vaikka tämä mahdollisuus on toki olemassa. Arvioimme kilpailun kiristyvän ekologisissa eristeissä markkinatrendien myötä ajan kuluessa, mikä pitää marginaaleja kurissa.

## Taseaseman kehitys



## Oma pääoma / osake ja ROE-%



# Ennusteet 5/5

## Pitkän ajan marginaaliodotus on vielä maltillinen

Ennustamme EcoUpin liikevaihdon kasvavan vuosina 2027–2032 noin 3–27 % p.a. Teknologialiiketoimintaan painottuen. Terminaalikasvuennustemme on Suomen ja Euroopan BKT:n pitkän ajan kasvuoletuksen tasolla 2,0 %:ssa. Teknologialiiketoiminnan erittäin heikon ennustettavuuden takia pitkän ajan ennusteisiin liittyvä epävarmuus on korkea, sillä ennusteissamme Teknologialiiketoiminnan osuus konsernin liikevaihdosta nousee ajan yli. Siten merkittävätkin ennustemuutokset ovat pidemmällä perspektiivillä mahdollisia (ml. epäonnistuminen eli Teknologialiiketoiminnan poistuminen ennusteista), kun näkyvyys teknologian kaupallistamiseen ja odotettuun kulmakertoimeen alkaa selkeytyä vuosien 2024–2026 aikana.

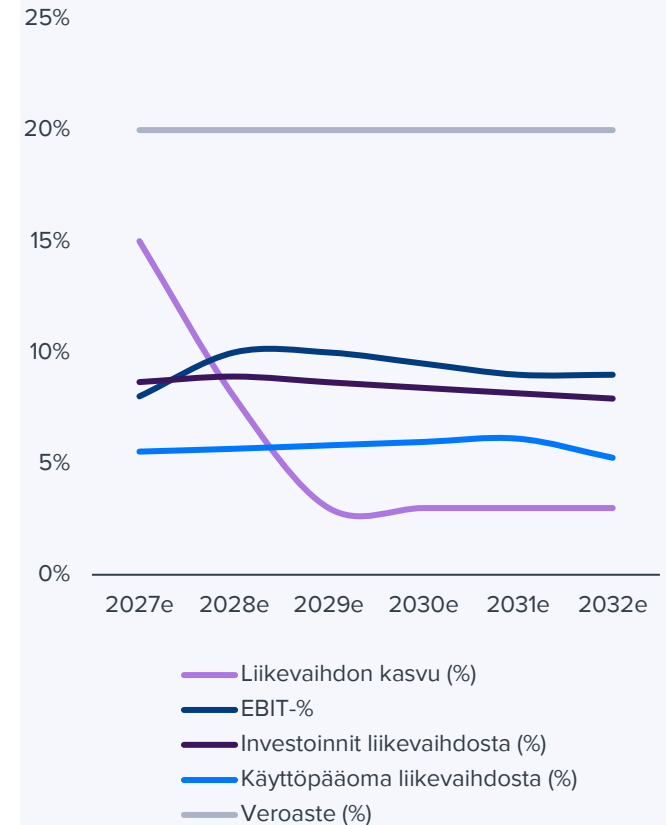
Yhtiön EBITDA-%:ien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 16–18 %:n haarukassa. Nämä ennusteet vastaavat 9–11 %:n liikevoittoprosenttia. Teknologialiiketoiminnan osuuden kasvu tukee ennusteissamme kannattavuutta 2020-luvulla, mutta terminaalia kohti mentäessä molemmissa liiketoiminnoissa kiristynyt kilpailu lyö mallissamme marginaaleille sekä pääoman tuotolle jarrua.

Terminaalin kannattavuuden ennusteemme on vuoden 2021 toteuman tasolla liikearvon poistojen päättymisestä oikaistuna. Parhaimmillaan yli 20 %:n tason saavuttava pääoman tuotto myös laskee lähelle pääoman kustannusta. Teknologian liikevaihto-osuuden kasvaessa noin 15 %:n EBIT-% (ja karkeasti 25–30 %:n pääoman tuotto) on

mielestämme konsernille mahdollinen 2020-luvun lopulla, mutta tähän suuntaan menevästä kehityksestä vaadimme yhtiöltä runsaasti lisänäyttöjä viimeaikaisten takaiskujen jälkeen.

Rahoituskulujen 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 terminaalisissa 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. Osingonjako on kuitenkin täysin riippuvaista tuloskehityksestä.

Pitkän ajan ennusteparametrit\*



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>14,1</b>	<b>21,5</b>	<b>35,6</b>	<b>13,5</b>	<b>17,0</b>	<b>30,5</b>	<b>10,8</b>	<b>17,4</b>	<b>28,2</b>	<b>35,4</b>	<b>45,1</b>	<b>51,9</b>
Konserni	14,1	21,5	35,6	13,5	17,0	30,5	10,8	17,4	28,2	35,4	45,1	51,9
Liikearvopoiston oikaisu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Käyttökate</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>0,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,9</b>	<b>6,8</b>	<b>8,6</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,8	-1,8	-3,6	-2,0	-2,0	-4,0	-2,1	-2,1	-4,1	-4,0	-4,0	-4,4
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,7</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,7</b>	<b>4,2</b>
Konserni	-1,2	0,0	-1,2	-0,9	-0,1	-1,0	-1,1	0,2	-0,8	0,3	3,2	4,7
Liikearvopoiston oikaisu	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,4</b>	<b>3,9</b>
Verot	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,9
Vähemmistöosuudet	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,14</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,14</b>	<b>0,00</b>	<b>0,27</b>	<b>0,39</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,17</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,24</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,22</b>	<b>-0,17</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,21</b>	<b>0,34</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>H1'22</b>	<b>H2'22</b>	<b>2022</b>	<b>H1'23</b>	<b>H2'23</b>	<b>2023</b>	<b>H1'24e</b>	<b>H2'24e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	8,6 %	16,9 %	13,5 %	-3,8 %	-21,2 %	-14,3 %	-20,3 %	2,7 %	-7,5 %	25,5 %	27,4 %	15,0 %
<b>Käyttökate-%</b>	2,3 %	6,9 %	5,1 %	5,6 %	10,1 %	8,1 %	6,9 %	11,7 %	9,9 %	11,0 %	15,0 %	16,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	-8,4 %	-0,2 %	-3,5 %	-7,1 %	-0,2 %	-3,2 %	-9,8 %	1,4 %	-2,9 %	0,9 %	7,2 %	9,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	-10,5 %	-3,2 %	-6,1 %	-10,8 %	-3,0 %	-6,5 %	-14,0 %	-1,2 %	-6,1 %	-1,3 %	4,1 %	5,8 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>21,8</b>	<b>21,6</b>	<b>20,5</b>	<b>19,4</b>	<b>19,4</b>
Liikearvo	3,0	3,3	2,8	2,3	1,8
Aineettomat hyödykkeet	4,2	4,5	4,5	4,5	4,5
Käyttöomaisuus	14,5	13,7	13,1	12,6	13,1
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>14,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,9</b>	<b>10,1</b>	<b>13,0</b>
Vaihto-omaisuus	2,9	3,2	3,0	3,5	4,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,4	3,4	3,1	3,9	5,0
Likvidit varat	5,8	1,6	2,8	2,7	3,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>35,9</b>	<b>29,8</b>	<b>29,3</b>	<b>29,6</b>	<b>32,4</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>20,8</b>	<b>18,6</b>	<b>17,0</b>	<b>16,5</b>	<b>18,4</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,7	0,7	-1,0	-1,5	0,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Vähemmistöosuus	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>5,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Korolliset velat	4,8	3,4	4,0	4,0	4,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>9,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	<b>8,1</b>	<b>9,1</b>
Korolliset velat	1,5	1,5	2,0	2,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,7	2,5	2,4	3,1	4,1
Muut lyhytaikaiset velat	4,2	3,0	3,0	3,0	3,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>36,0</b>	<b>29,8</b>	<b>29,3</b>	<b>29,6</b>	<b>32,4</b>

# Sijoitusprofiili 1/2

## EcoUp on kasvuyhtiö

Sijoittajille EcoUp profiloituu kasvuyhtiönä, joka tarjoaa mahdollisuuden sijoittaa pitkällä tähtäimellä houkuttelevaan kiertotaloustrendiin. Yhtiöllä on portfoliossaan sekä perinteistä kassavirtaa tuottavaa Eristeliiketoiminta sekä uudentyypistä suuret tavoitettavissa olevat markkinat ja skaalautumispotentiaalia omaava teknologia liiketoiminta. Mielestämme portfolion jakautuminen tasaa jossain määrin sijoittajien riskejä, kun Teknologialiiketoiminnan kaupallinen potentiaali on vielä todistamatta. Kokonaisuutena EcoUpin riskiprofiili on kuitenkin Teknologialiiketoiminnan ja perinteisen puolen melko voimakkaasta kasvuhakuisuudesta sekä heikosta rakennussyklistä johtuen korkea.

## 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 varsinkin ennen vuosien 2022–2023 inflaatio- ja ostovoimaongelmaa. 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.

- **Eristeliiketoiminnan vakiintunut 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 välttävää kassavirtaa yhtiölle huonossakin markkinassa.
- **Eristeliiketoiminnan kasvu.** Kiertotalouden yleistyminen ja yhtiön omat avaukset mahdollistavat yhtiölle Suomen BKT:tä, Suomen rakentamista ja eristemarkkinoita nopeamman kasvun. Volyymikasvu puhallus- ja levyvillassa tarjoavat perinteiselle liiketoiminnalle tiettyä skaalautumisen varaa lähivuosille nykyiseltä matalalta tasolta lähdeittäessä.
- **Teknologialiiketoiminnan markkina on suuri.** EcoUpin soveltama teknologia sopii lähtökohtaisesti ratkaisemaan purkuvillaan liittyvään jäteongelmaan, joka on Euroopan mittakaavassakin iso. Näin ollen Teknologialiiketoiminnan potentiaalinen markkina on pelkällä purkuvillaratkaisulla suuri ja tarjoaa EcoUpille kasvualustaa vielä pitkään.
- **Teknologialiiketoiminnan liiketoimintamalli omaa tiettyä skaalautumisen varaa.** EcoUpin Teknologialiiketoiminta tulee arviomme mukaan nojamaan etenkin laitemyyntiin ulkoistetulla valmistuksella. Yhtiölle voi myös

muodostua uniikki markkina-asema neitseellisellä markkinalla. Näin ollen Teknologialiiketoiminnan marginaalipotentiali on hyvä eikä liiketoiminta todennäköisesti sido merkittäviä määriä pääomia.

- **Teknologialiiketoiminnalla on patenteihin perustuva suoja kilpailijoilta.** Yhtiö sai vuonna 2022 patentin innovaatiolleen, joka mahdollistaa mineraalivillan energiatehokkaan jauhatuksen ja suodatuksen uudeksi raaka-aineeksi. Patentti on laajentunut käsityksemme mukaan Euroopan laajuiseksi.

## Heikkoudet ja riskit

Näkemyksemme mukaan EcoUpin keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

- **Teknologialiiketoiminnan kehittämisen ja kaupallistamiseen liittyvät riskit.** Teknologialiiketoiminta kehittää ja kaupallistaa täysin uusia tuotteita ja ratkaisuja, joiden läpilyönnin voimaan sekä aikatauluun liittyy huomattavaa epävarmuutta. Myöskään koko liiketoiminnan kaupallistamisen onnistumisesta ei ole takeita eikä vuosien 2022–2023 takaiskujen uusiutumista voida sulkea pois. Keskeiset riskit liittyvät mielestämme etenkin teknologian kustannuskilpailukykyyn, lopputuotteen soveltuvuuteen eri sovelluksiin, myyntisyklin pituuteen, IPR:n kestävyYTEEN sekä kilpailuun.

## Sijoitusprofiili 2/2

Teknologialiiketoiminnan kaupallistamisen viivästyminen voisi tehdä yhtiön kasvusta kalliimpaa, kun taas epäonnistuminen kaupallistamisessa voisi tehdä yhtiön etupainotteiset teknologiapanostukset osin tai täysin turhiksi ja heikentää yhtiön sijoitusprofiilia kasvuyhtiönä. Teknologialiiketoimintaan voi liittyä myös tiettyä tuotantoriskiä, sillä yhtiö aikoo hoitaa laitteiden kokoonpanon itse 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 siihen, että yhtiö pystyy vähäpäästöisempänä ja/tai ympäristöystävällisempänä toimijana kasvamaan markkinoita rajusti nopeammin (ts. voittamaan markkinaosuutta perinteisiltä ratkaisuilta ja luomaan uutta markkinaa). Yhtiöllä tai sen verrokeilla ei ole vielä tästä 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 erityyppisissä suhdannetilanteissa. 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 2018, 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 ja myös viime vuodet ovat olleet vaihtelevia. Mielestämme historiallisen track-recordin puute nostaakin yhtiön riskiprofiilia sijoittajien silmissä toistaiseksi, mitä korostavat vielä heti listautumisen jälkeen keväällä 2022 saatu tulosvaroitus ja jo kaksi kertaa tehdyt vuoden 2026 taloudellisten tavoitteiden päivitykset.
- **Kilpailu pätevistä työntekijöistä.** Etenkin Teknologialiiketoiminnan 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 Teknologialiiketoiminnan ylöspäin skaalaamista.
- **Perinteisen liiketoiminnan tuotantopanosten hintojen nousu.** Raaka-aineiden, energian ja

logistiikan hinnat ovat arviomme mukaan merkittävimpiä eriä EcoUpin perinteisen tuoteliiketoiminnan kustannuksissa. Näin ollen tuotantopanosten hintojen nousulla voi olla selvä negatiivinen vaikutus yhtiön kannattavuuteen. Tämä riski realisoitui vuonna 2022, kun kilpailutilanne ja sopimusrakenteet eivät mahdollistaneet hintojen nostoa samassa suhteessa poikkeukselliseen inflaatioon. Riskiä korostaa mielestämme jossain määrin se, että yhtiö on pieni peluri koko eristemarkkinoiden tasolla ja myy jo lähtökohtaisesti preemiotuotetta suhteessa kilpailuun. Näin ollen raaka-aineinflaatio korjaaminen tai hintojen puolustaminen ei välttämättä onnistu kaikissa kilpailutilanteissa suoraviivaisesti hinnoittelun kautta, vaikka vuonna 2022 ongelmiksi muodostuneita sopimusrakenteita onkin korjattu ja korjaukset sekä hintojen nosto tukivat katteita vuoden 2023 aikana.

- **Tulessa on monta rautaa.** EcoUp panostaa nyt kasvuun varsin yhtä aikaa monella rintamalla, jolloin riskinä on yhtiön ja johdon resurssien riittävyys, resurssien hajaantuminen sekä korkeaksi jäävä kulurakenne. Yhtiön eri kasvulähtöjä on kuitenkin tekemässä toisistaan irralliset tiimit niin Teknologialiiketoiminnassa, kuluttajien eristeremonttikonseptissa kuin Ekovillaan kapasiteetin hallinnassa.



# Sijoitusprofiili

1.

Koko portfolio on asemoitunut hyvin kiertotalouden vahvaan trendiin

2.

Kassavirtaa tuottava perinteinen Eristeliiketoiminta

3.

Kehitteillä oleva teknologia vaikeasti kierrätettävän purkuvillan 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 pitkällä sihdillä kysyntää kohti ekologisempaa rakentamista, mihin yhtiö on molemmissa liiketoiminnoissaan hyvin asemoitunut
- Perinteisessä Eristeliiketoiminnassa markkina-osuuden kasvattaminen ekologisemman tuotteen hyötyjen avulla
- Teknologialiiketoiminnassa on suuri markkinapotentiaali, johon yhtiöllä on kehitteillä osin patenteilla suojattua teknologiaa
- Teknologialiiketoiminnan kannattavuuspotentiaali on hyvä ja perinteisessä liiketoiminnassakin on maltillista skaalautumisen varaa

## Riskit



- Teknologialiiketoiminnan kaupallistamisessa ja epäonnistuminen ja hidas edistyminen
- Perinteisen liiketoiminnan suhdanneriskit ja vallitseva historiallisen huono rakennussuhdanne
- Kilpailun kiristyminen tai perinteisten toimijoiden vastaiskut vihreälle rakentamiselle
- Vaihtoehtoisten teknologisten kierrätysratkaisuiden ilmaantuminen kilpailijoiksi
- Pätevän henkilökunnan löytäminen ja sitouttaminen Teknologialiiketoimintaan

# Arvonmääritys 1/6

## Liiketoimintoja hinnoitellaan eri metodeilla

Arviomme mukaan EcoUpin kaksi liiketoimintaa pitäisi hinnoitella ja myös hinnoitellaan markkinoilla hyvin erityyppisesti. Kypsemmän Eristeliiketoiminnan hinnoittelumekanismi pohjautuu arviomme mukaan 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). Näitä kertoimia voi myös verrata suhteellisesti, sillä Eristeliiketoiminnalle on löydettävissä listattuna muutamia suoria kilpailijoita ja melko laaja joukko verrokkeja Pohjoismaisista rakennusmateriaalisektorin yhtiöistä.

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

## Suosimme yhtiössä osien summa -mallia

Näiden tekijöiden takia suosimme EcoUpissa osien summa -mallia, jossa Eristeliiketoiminta on hinnoiteltu lähiaikojen tuloskunnan ja tuloskasvuvolettaman pohjalta, kun taas Teknologialiiketoiminta hinnoitellaan pidemmän aikavälin potentiaalin ja odotetun kehitysvauhdin mukaan. Osien summan laatimista vaikeuttaa lisäksi osin se, että EcoUpin taloudellisessa raportoinnissa liiketoimintoja ei ole vielä eritelty. Siten joudumme arvioimaan itse tuloksen rakennetta, mikä taas nostaa virhemarginaalia ja vastaavasti tuottovaatimusta. Osien summan lisäksi arvotamme yhtiötä DCF-mallilla ja suhteutamme nykyarvoa taloudellisiin tavoitteisiin.

## Osakkeen likviditeetti on ohut

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

## Eristeliiketoiminnan arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme Eristeliiketoiminnan arvostusta tukevat liiketoimintojen terve keskipitkän ajan kasvupotentiaali, melko korkea marginaaliprofiili, hyvä asemoituminen ESG-trendiin ja lyhyen ajan kannattavuuden parannusvara.

## EcoUpin liiketoimintojen hinnoittelu

### Eristeliiketoiminnan arvostusmetodit

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

### Teknologialiiketoiminnan arvostusmetodit

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

# Arvonmääritys 2/6

Vastaavasti negatiivisia tekijöitä ovat track-recordin puute, vielä ainakin 1-2 vuotta jatkuva erittäin heikko uudisrakentamisen suhdanne, Suomen markkinan rajallinen pitkän ajan kasvuvara ja pitkällä tähtäimellä rajallisesti skaalautuva liiketoimintamalli.

Mainitut arvonmääritykseen vaikuttavat tekijät huomioiden Eristeliiketoiminta tulisi mielestämme arvottaa EV/EBITDA-kertoimella 5x–7x ja vastaavasti EV/EBIT-kertoimella 10–13x. Hyväksymämme arvostus on myös mineraalivillaa tuottavien kansainvälisten jättien eli Rockwoolin ja Kingspanin viimeisen vuoden keskiarvojen alapuolella, mikä on mielestämme EcoUpin alennustekijät huomioiden perusteltua. Hyväksymämme arvostushaarukka on tällä hetkellä myös Pohjoismaisista rakennusmateriaaliyhtiöistä kootun verrokkiryhmän alapuolella (EV/EBITDA 7x–9x), mutta linjassa ryhmän suomalaisten yhtiöiden LapWallin ja Purmon arvostuksien kanssa.

## Eristeliiketoiminnan hyväksyttävä arvostustaso

Kun edellä mainittu hyväksyttävä arvostustaso yhdistetään edellisessä kappaleessa esitettyihin ennusteisiimme, saamme vuoden 2023 käyttökatteeseen, ja vuosien 2024–2025 käyttökateen ennusteisiin perustuen Eristeliiketoiminnan velattomaksi arvoksi EV/EBITDA-pohjaisesti 15–21 MEUR. Oikaistuun liikevoittoon pohjautuvalle kertoimella arvo olisi alempi, sillä arviomme mukaan pelkillä Eristeliiketoimintaan liittyvillä poistoilla rasiitettu oikaistu liikevoitto olisi ollut vuonna 2023 noin nollassa tai hieman negatiivinen ja olisi vuonna 2024 nykyennusteilla noin nollassa.

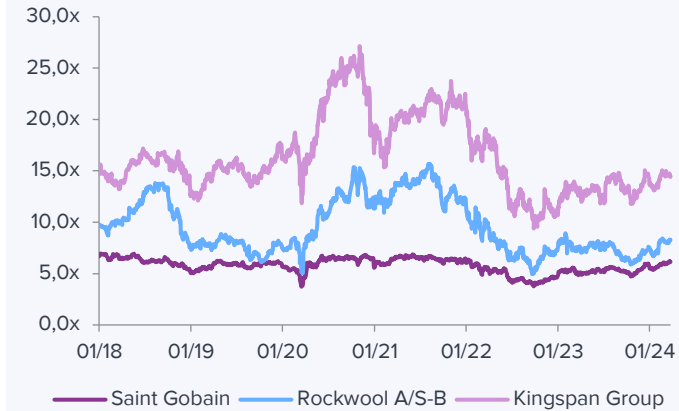
Suosimme arvonmäärityksessä useamman vuoden keskimääräistä tulosta, jotta yksittäisen vuoden hyvä tai huono tulos ei saisi turhan isoa painoarvoa osien summassa. Painotamme osien summassa myös käyttökatepohjaista kerrointa yhtiön pitkäaikaisissakin investoinneissa ripeän poistotahdin takia. Lisäksi käyttökatepohjaisiin kertoimiin ei arviomme mukaan sisälly mainittuina vuosina ainakaan oleellisia rasitteita Teknologialiiketoiminnan tappioista, sillä aktivointien takia ne rasittavat mainitulla jaksolla valtaosin poistoja. Toisaalta aivan perinteisen liiketoiminnan vuosiin 2026–2027 asettuvalle hillotopalle emme ole arvostusta vielä valmiita lukitsemaan. Näihin vuosiin katsoessa sijoittajille tulisikin jäädä mielestämme selvä optio arvonnoususta ennusteissa oleviin parannusodotuksiin liittyviin riskeihin peilattuna.

## Teknologialiiketoiminnan arvostukseen vaikuttavat tekijät:

Mielestämme Teknologialiiketoiminnan arvostusta tukevat potentiaalisten markkinoiden suuri koko ja neitseellisyys, lähtökohtaisesti ainakin osittain skaalautuva liiketoimintamalli sekä ekologisuus. Vastaavasti arvostusta rajaavat varhainen kehitysvaihe ja vaisut näytöt kaupallistamisesta, auki olevat investointitarpeet, tuntemattomat kilpailu-uhat, epäonnistumisriskin todennäköisyys sekä varhaisen vaiheen yhtiöiden perspektiivistä haastavaksi noussut korkotaso.

Kuten todettua, lyhyen tähtäimen tulokset eivät sovi varhaisen kehitysvaiheen Teknologialiiketoiminnan hinnoitteluun vaan arvotamme liiketoimintaa liikevaihtoon sekä pitkän ajan potentiaaliin kassavirtoihin pohjautuen.

## 12kk eteenpäin katsova EV/EBITDA



## 12 kk eteenpäin katsova P/E



# Arvonmääritys 3/6

Teknologialiiketoiminnan verrokiksi sopivia alkuvaiheen kiertotalousyhtiöitä on pörssilistattuna pieni määrä, joten arvostukseen ei saada tukea myöskään verrokeista. Lisäksi huomautamme, että kyseisen profiilin yhtiöiden kertoimet pohjautuvat hyvin epävarmoinhin ennusteisiin. Viime vuosina varhaisen vaiheen kiertotalousyhtiöiden EV/S-kertoimet ovat seilanneet hyvin laajassa haarukassa. Vallitsevassa korkoympäristössä monia varhaisen vaiheen kassaa polttavia kehitysyhtiöitä on hinnoiteltu pörssissäkin negatiivisella yritysarvolla ja yleisesti arvostusten suunta on ollut alaspäin. Lisäksi EcoUpin Teknologialiiketoiminnan verrokkeja pienempi mittakaava (ml. TAM) puoltaa alennushinnoittelua.

Ennusteeseemme sisältävä Teknologianliiketoiminnan kaupallistamisen läpilyönti puoltaa varovaisuutta käyttämämme kertoimen tasossa. Näin ollen Teknologialiiketoimintaa tulisi mielestämme hinnoitella EV/S-kertoimilla haarukkaan 1x-3x vuosien 2024 ja 2025 liikevaihdon keskimääräisillä ennusteillamme. Tällä metodilla Teknologialiiketoiminnan arvoksi muodostuu perusskenaariossamme noin 3 MEUR. Haarukan ylälaita on 8 MEUR korkeampaan kertoimeen pohjautuen, kun taas alalaidan asetamme 1 MEUR:oon tehtyyn kehitystyöhön pohjaten.

Perusskenaarion arvomme alittaa arviomme mukaan selvästi EcoUpin Teknologialiiketoimintaan liiketoimintaan investoimien pääomien kumulatiivisen määrän (vrt. liiketoiminnan arvon pitäisi olla panostusten nykyarvo, jos oletetaan, että panostukset ovat olleet tuottavia). Toistaiseksi puuttuvat kaupalliset näytöt huomioiden tämä on mielestämme

jokseenkin tasapainoinen oletama.

Teknologialiiketoiminnan vuoden 2026 liikevaihdon ennusteellamme arvostus painuu arvioimallamme 3 MEUR:n EV:llä jo todella matalaksi, mikä ei mielestämme ole kuitenkaan kohtuutonta Teknologialiiketoiminnan varhainen kehitysvaihe ja toisaalta edelleen hyvin korkeaa riskiprofiili huomioiden. Tulospohjaisesti Teknologialiiketoiminta ei olisi vuoden 2026 ennusteillamme halpa, sillä käyttökate olisi nollassa tai vain lievästi positiivinen ja alemmat rivit poistojen takia pakkasella.

Teknologialiiketoiminnan 1-8 MEUR:n arvohaarukastamme huolimatta, korostamme, että heikoimmassa skenaariossa Teknologialiiketoiminnan arvo voisi olla negatiivinen. Nykyarviomme mukaan EcoUp ei jatka Teknologialiiketoiminnan kehittämistä vuoden 2026 jälkeen, jos käyttökateason voitollisuutta ei ole näköpiirissä. Näin ollen heikoimman skenaarion Teknologialiiketoiminnan arvo vastaisi arviomme mukaan vuosien 2024-2026 liiketoiminnan negatiivisen vapaan kassavirran nykyarvoa. Tämä skenaario olettaisi myös Teknologialiiketoiminnan IPR:n arvottomaksi, mikä ei välttämättä olisi tilanne, vaikka EcoUp kaupallistamisessa epäonnistuisikin. Nykyennusteidemme valossa tämä olisi arviomme mukaan noin -2,5 MEUR eli 0,27 €/osake. Näin ollen Teknologialiiketoiminnan negatiivisin skenaario olisi osakkeen omistajien kannalta raskas (sis. myös nousuvaran supistuminen), mutta sijoittajien pääoman täystuhoa kaupallistamisen epäonnistuminen ei arviomme mukaan voi EcoUpissa aiheuttaa.

## EcoUpin osien summa -malli

	Alaraja	Neutraali	Yläaraja
Eristeliiketoiminta (MEUR)	15	17	21
Teknologialiiketoiminta (MEUR)	1	3	8
<b>EV (MEUR)</b>	16	<b>20</b>	29
Nettovelka	3	3	3
<b>Osakkeen käypä arvo (€)</b>	1,4	<b>1,9</b>	2,9
<b>Potentiaali pörssikurssiin (%)</b>	-12 %	<b>17 %</b>	77 %

# Arvonmääritys 4/6

## Osien summa on vielä neutraalilla alueella

Kun molempien liiketoimintojen haarukoiden keskikohdat summataan ja konsernin velattomasta arvosta vähennetään konsernin vuoden 2023 lopun nettovelat, osien summan osakekohtaiseksi arvoksi saadaan 1,9 euroa euroa. Tämä on nykykurssin yläpuolella. Siten osake ei ole nykykurssilla kallis, mutta selvästi tuottovaatimusta korkeammalle osakkeen tuotto-odotus ei vielä mielestämme ylitä osien summasta laskettuna. Hankalan lyhyen ajan näkymän takia realistiset referenssipisteet osien summalle löytyvät mielestämme perusskenaarion ja alarajan välistä. Myös osakkeen nousuajurit ovat tukevasti piilossa ennen rakennussyklin selvempää käännettä ja/tai Teknologialiiketoiminnan kaupallistamisen konkreettista etenemistä.

## Lyhyen päään käyttökate-kertoimet ovat neutraalit

Käyttökatepohjaisesti konserni on hinnoiteltu mielestämme järkevästi vuosien 2024–2025 kertoimilla, sillä ennusteisiimme pohjaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x ja 5x. Samojen vuosien liikevoitto- ja tulos pohjainen arvostus kertovat toisaalta eri tarinaa, sillä tappiollisten liikevoitto- ja tulosrivien myötä ei järkeviä oikaistuja P/E- tai EV/EBIT-kertoimia voi konsernille laskea. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan konsernituloksen osalta mieluummin alempiin riveihin pohjautuvia kertoimia, sillä tuntuvien investointien (ml. aktivoinnit) takia käyttökate antaa kokonaisuutena turhan positiivisen kuvan arvostuksesta.

Vuodelle 2026 Eristeliiketoiminnan normalisoituvan kannattavuuden ja volyymin sekä

Teknologialiiketoiminnan nopean kiihdytyksen huomioivilla ennusteillamme oikaistu P/E-luku laskee tasolle 6x ja EV/EBIT-kerroin tasolle 5x. Nämä tasot olisivat matalia. Ennusteiden toteutuessa sijoittajien tuotto-odotus 2–3 vuoden tähtäimellä olisi näkemyksemme mukaan erittäin hyvä, mutta riskit etenkin Teknologialiiketoiminnan läpilyönnin osalta on korkea. Lisäksi tuotto-odotus on hyvin takapainotteinen.

## DCF-arvonmääritys

Mielestämme kassavirtamalli ei ole huomattavan hyvä arvonmääritysmenetelmä EcoUpille, koska yhtiöllä on kaksi toisistaan täysin erilaista ja hyvin erilaisen riskiprofiilin omaavaa liiketoimintaa, joiden suhteelliset osuudet vielä muuttuvat merkittävästi ennusteperiodin aikana. Siten diskonttokoron eli tuottovaatimuksen asettaminen on haasteellista. Lisäksi DCF-malli on hyvin herkkä terminaalijakson ennusteille ja varsinkin Teknologialiiketoiminnan ennustaminen pitkällä aikavälillä on äärimmäisen epävarmaa. Annamme kuitenkin tiettyä painoa myös DCF-arvolle, sillä se huomioi EcoUpin keskipitkän ja pitkän ajan potentiaalia monia muita menetelmiä paremmin.

DCF-mallimme mukainen EcoUpin osakekannan käypä arvo on noin 2,6 €/osake perusskenaariossamme, mikä antaa varsin positiivisen kuvan arvostuksesta. Käytännössä DCF-malli sisältää oletuksen Teknologialiiketoiminnan kaupallisesta läpilyönnistä kassavirtaa tuottavaksi yksiköksi, vaikka tähän liittyy tuntuvaa epävarmuutta emmekä usko markkinoiden olevan valmiita

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
<b>Osakekurssi</b>	1,65	1,65	1,65
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	8,87	8,87	8,87
<b>Markkina-arvo</b>	15	15	15
<b>Yritysarvo (EV)</b>	18	18	17
<b>P/E (oik.)</b>	neg.	>100	6,2
<b>P/E</b>	neg.	neg.	7,9
<b>P/B</b>	0,9	0,9	0,8
<b>P/S</b>	0,5	0,4	0,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,6	0,5	0,4
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	6,4	4,6	2,5
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	53,8	5,2
<b>Osinko/tulos (%)</b>	0,0 %	0,0 %	23,9 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	3,0 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 5/6

nojaamaan DCF:ään nykytilanteessa. Siten malliin liittyvät riskit ovat selkeät, vaikka tuottovaatimus onkin korkeahko. Näin ollen DCF tulisi mielestämme mieltää jossain määrin positiiviseksi skenaarioksi ja se vastaakin suunnilleen osien summa-mallimme ylälaitaa.

## Tuottovaatimus pysyy korkealla

Perusskenaarion rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 12 % ja oman pääoman kustannus 13,5 %. Mielestämme tämä tuottovaatimus on pitkän ajan korko-odotuksen huomioiden korkeahko, mutta Teknologialiiketoiminnan osalta ennusteissa oleva positiivissävytteinen skenaario vaatii turvamarginaaleja tuottovaatimukselta. Näemme tuottovaatimuksessa kuitenkin laskuvaraa 2–3 vuoden tähtäimellä, jos yhtiö onnistuu palauttamaan Eristeliiketoiminnan volyymin ja kannattavuuden ja Teknologialiiketoiminta pääsee kasvuun ja myöhemmin skaalautumaan. Toistaiseksi tuottovaatimuksen on kuitenkin mielestämme peilattava vielä korkeita riskejä.

## Tavoiteskenaariossa tuotto-odotus olisi pulska

EcoUpin taloudelliset tavoitteet antavat mielestämme yhden referenssipisteen, johon arvonmääritystä voidaan peilata. Tässä täytyy kuitenkin olla varovainen, sillä tavoitteet pohjaavat vuoteen 2026, mihin mennessä yhtiö tavoittelee huomattavaa parannusta nykykuntoonsa nähden. Pörssiyhtiöiden tavoitteet ovat keskimäärin kovia ja niiden saavuttamiseen liittyvä epävarmuus on korkea ja myös EcoUp on joutunut jo kahdesti siirtämään tai muuttamaan tavoitteitaan.

Tavoitteiden toteutuessa EcoUpin käyttökate olisi vähintään 6 MEUR vuonna 2026. Nettotulosta tästä jäisi yhtiöllä arviomme mukaan normaalien poistojen, hyvin pienten rahoituskulujen ja normaalin 20 %:n veroasteen jälkeen kasaan noin 1,6 MEUR. Lisäksi yhtiöllä olisi tässä skenaariossa onnistunut käänne Eristeliiketoiminnan osalta haastavan suhdanteen jälkeen, sekä onnistunut konseptin kehitys ja kaupallistaminen Teknologialiiketoiminnassa.

Tätä taustaa vasten EcoUp voitaisiin mielestämme hinnoitella ainakin esittämiemme haarukoiden ylälaitoihin eli noin EV/EBITDA 7x ja noin EV/EBIT 12x kertoimilla. Näin ollen EcoUpin osakkeen arvo voisi olla vuonna 2026 arviomme mukaan ainakin 4 euroa osakkeelta. Yhtiössä olisikin vajaan 3 vuoden jaksolla ja nykykurssin pohjalta noin 50 %:n vuosittainen nousuvara tässä tavoiteskenaariossa. Tämä ylittää luonnollisesti kirkkaasti sijoittajien tuottovaatimuksen ja peilaa osakkeen keskipitkän ajan merkittävää potentiaalia, jos yhtiön tavoitteet tai edes ennusteemme toteutuvat.

Eristeliiketoiminnan osalta taloudelliset tavoitteet ovat arviomme mukaan uskottavat, ja ennustamme yhtiön yltävän niihin. Ennusteissamme myös Teknologialiiketoiminta yltää suunnilleen nollatason käyttökatteeseen liikevaihdon kasvun kautta, mihin puolestaan liittyy korkeaa epävarmuutta. Näin ollen myös vuoden 2026 ennusteidemme mukaisessa skenaariossa tuotto-odotus nousee korkeaksi. Korostamme, että tuotto-odotuksen tuleekin olla vuodelle 2026 katsottuna huomattava tuotto-odotuksen

## Valuaatio taloudellisilla tavoitteilla<sup>1</sup>

	Taloudelliset tavoitteet		
	Alaraja	Puoliväli	Yläraja
EBITDA	6	7	8
EV/EBITDA kerroin	5,0x	6,0x	7,0x
EV 2026	30	42	56
Nettovelka 2026e	2,3	2,3	2,3
Markkina-arvo 2026	27,7	39,7	53,7
<b>Osakkeen arvo</b>	<b>3,1</b>	<b>4,5</b>	<b>6,1</b>
Markkina-arvo 2024	14,6	14,6	14,6
Osakkeen hinta 2024	1,65	1,65	1,65
Nousuvara 2026 loppuun	90 %	172 %	268 %
<b>Vuosituotto 2026 loppuun</b>	<b>26 %</b>	<b>44 %</b>	<b>60 %</b>

# Arvonmääritys 6/6

realisoitumisen vaatimaan kehitykseen liittyvän epävarmuuden sekä aiempien tavoitteiden saavuttamatta jäämisen myötä. Siten suosittelemme sijoittajia suhtautumaan tavoiteskenaarioon toistaiseksi kriittisesti

**Normaaliolojen tulospotentiaaliin nähden arvostus on edullinen, mutta normaalioloja saadaan odottaa**

Soveltamiemme eri arvonmääritysmenetelmien perusteella EcoUpin osakekannan käypä markkina-arvo on tällä hetkellä näkemyksemme mukaan 1,3–2,9 euroa osakkeelta. Käyvän arvon vaihteluväli on leveä, mikä heijastelee Teknologialiiketoiminnan kasvun kulmakertoimeen liittyvää epävarmuutta ja myös vasta muutaman vuoden päässä olevaa Eristeliiketoiminnan täyttä tulospotentiaalia. Tavoitehintamme pidämme ennallaan 1,8 eurossa/osakkeelta, mikä on lähellä perusskenaarioidemme mukaista osien summa – mallia sekä reilusti DCF-arvon alapuolella.

EcoUp hinnoitellaan mielestämme jokseenkin maltillisesti riskeihin ja normaalin liiketoimintaympäristön kannattavuuspotentiaaliin nähden. Lisäksi P/B 0,9x ja EV/S 0,6x (2024e) antavat osakkeelle tukea, mutta tämä toki edellyttää tulos trendin pysymistä edes hitaassa ylämäessä. Ennusteiden pettäessä ja/tai Teknologialiiketoiminnan kaupallistamisen tökkiessä osakkeen alamäen jatkumista ei voisi sulkea pois. Näin ollen osakkeen tuotto-odotus on mielestämme etenkin 12 kuukauden tähtäimellä neutraalilla alueella noin tuottovaatimuksen tasolla. Vuoden tähtäimellä tuottovaatimusta korkeamman tuotto-odotuksen realisoituminen vaatisi

edistysaskelia etenkin Teknologialiiketoiminnan saralla yltääkseen tuottovaatimuksen tasolle, sillä eristemarkkinan kyntää odotuksissamme syvällä ainakin vuoden 2025 lopulle asti.

**Pitkällä aikavälillä EcoUpin arvolla on hyvät edellytykset kehittyä nousujohteisesti**

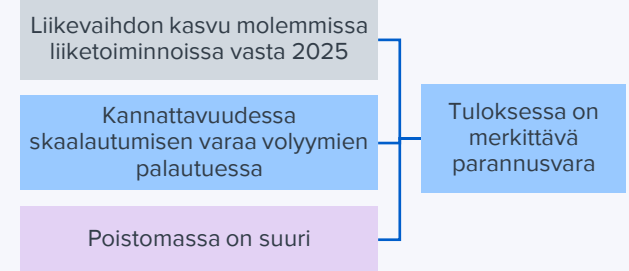
Muutaman vuoden tähtäimellä näemme EcoUpin arvossa selkeää nousuvaraa nykytasolta, mutta tämä toki vaatii että yhtiön liiketoiminta kehittyi molemmissa haaroissa jokseenkin ennusteidemme ja/tai yhtiön tavoitteiden suuntaisesti. Siten EcoUpissa on mielestämme aineksia pitkälläkin aikavälillä tuloskasvajaksi vihreän trendin tukemana. Näin ollen suhtaudumme EcoUpin pidemmän aikavälin potentiaaliin positiivisesti, mutta korkeamman arvostuksen ansaitsemiseksi yhtiön on mielestämme osoitettava konsernituloksen selkeä parantuminen kaikilla riveillä viime vuosien takaiskujen jälkeen ja saatava Teknologialiiketoiminnan kaupallistamisesta konkreettisia näyttöjä (ts. kasvavaa liikevaihtoa). Näyttöjen kautta myös yhtiö listautumisen jälkeen todennäköisesti kolhuja saanut sijoittajaluottamus voisi ensin toipua ja myöhemmin vahvistua, mikä taas tukisi yhtiölle hyväksyttävää arvostustasoa.

Osakkeen pääriskejä ovat Teknologialiiketoiminnan kaupallistamisessa epäonnistuminen ja vihreän trendin peruuntuminen tai hidastuminen, joiden realisoituessa tuloskasvu voisi jäädä odotuksistamme. Osakkeen riskiprofilia pidämme melko korkeana (riskiluokka 3) etenkin Teknologialiiketoiminnan varhaisen vaiheen takia.

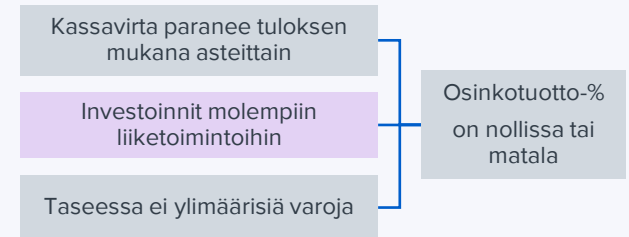
## Osakkeen tuotto-odotus 2024e–2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

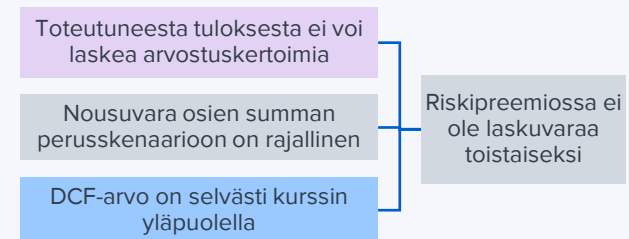
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit

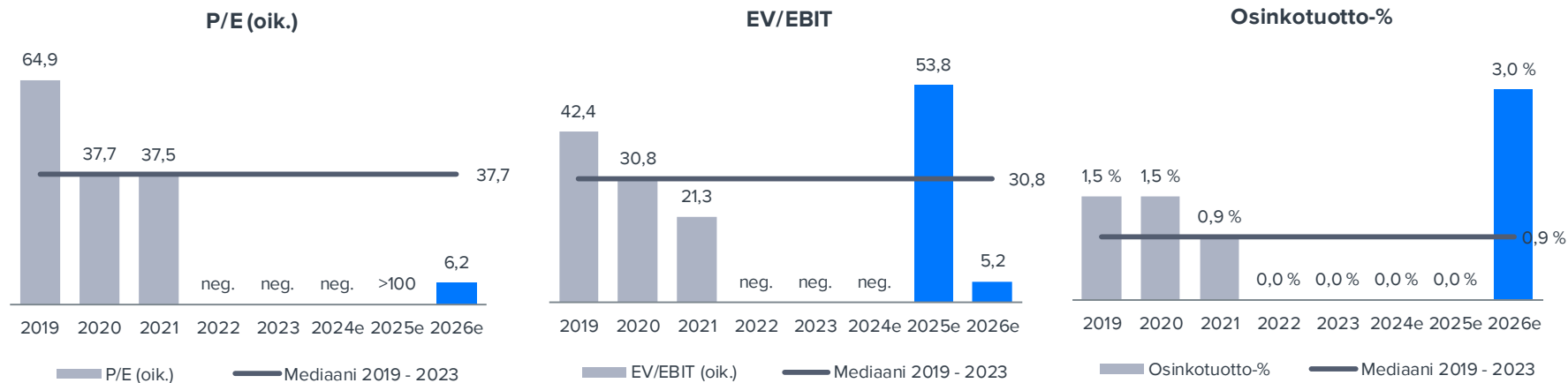


Tuotto-odotus on 12 kuukauden tähtäimellä tuottovaatimuksen tasolla

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi		7,52	6,58	3,04	1,73	1,65	1,65	1,65	1,65
Osakemäärä, milj. kpl		8,87	8,87	8,87	8,87	8,87	8,87	8,87	8,87
Markkina-arvo		67	58	27	15	15	15	15	15
Yritysarvo (EV)		75	55	28	19	18	18	17	15
P/E (oik.)		37,7	37,5	neg.	neg.	neg.	>100	6,2	4,2
P/E		46,1	55,3	neg.	neg.	neg.	neg.	7,9	4,9
P/B		8,9	2,5	1,3	0,8	0,9	0,9	0,8	0,7
P/S		2,6	1,9	0,8	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
EV/Liikevaihto		2,9	1,8	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)		17,6	11,1	15,3	7,5	6,4	4,6	2,5	1,8
EV/EBIT (oik.)		30,8	21,3	neg.	neg.	neg.	53,8	5,2	3,2
Osinko/tulos (%)		69,1%	50,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	23,9%	29,6%
Osinkotuotto-%		1,5%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%	6,1%

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Balco	81	103	11,9	8,4	8,0	6,2	0,8	0,8	14,7	9,0	2,8	3,8	1,1
Steico	372	549	17,2	13,9	8,8	7,7	1,5	1,3	19,3	16,0	1,8	1,9	1,3
FMM	159	157	8,4	7,2	6,1	5,5	0,9	0,9	14,8	11,9	5,0	5,0	2,0
Inwido	746	866	11,3	9,9	8,0	7,2	1,2	1,1	14,4	12,1	4,3	4,5	1,6
HHDC	150	280	67,4	11,5	9,8	5,7	0,8	0,7		13,0			0,7
Liab	1587	1855	15,2	12,7	10,7	9,3	1,5	1,4	18,3	14,3	2,3	2,5	2,3
Munters	3234	3611	20,3	18,1	16,1	14,5	2,6	2,4	27,5	23,3	1,0	1,2	5,6
Purmo	280	551	9,9	7,4	6,5	5,3	0,8	0,7	8,3	7,1	5,3	5,8	0,7
LapWall	43	40	10,1	6,7	6,7	4,5	0,9	0,8	11,9	8,3	4,4	5,0	2,4
<b>EcoUp (Inderes)</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>-22,1</b>	<b>53,8</b>	<b>6,4</b>	<b>4,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-12,0</b>	<b>522,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,9</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>19,1</b>	<b>10,6</b>	<b>9,0</b>	<b>7,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>16,2</b>	<b>12,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>2,0</b>
<b>Mediaani</b>			<b>11,9</b>	<b>9,9</b>	<b>8,0</b>	<b>6,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>14,7</b>	<b>12,1</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>1,6</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-286 %</b>	<b>446 %</b>	<b>-20 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-32 %</b>	<b>-42 %</b>	<b>-182 %</b>	<b>4219 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-45 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# DCF-laskelma

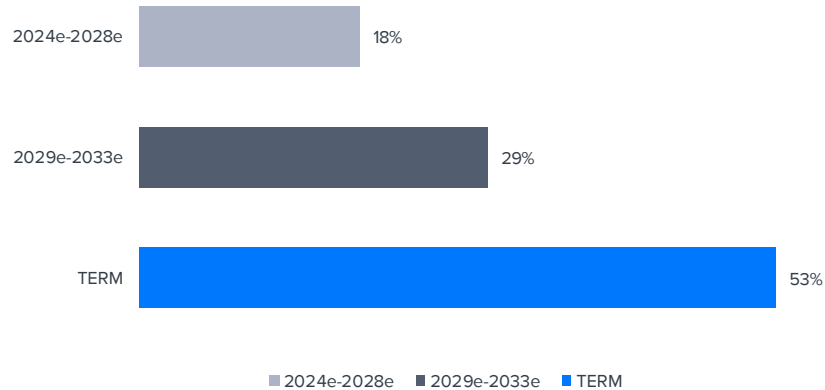
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-14,3 %	-7,5 %	25,5 %	27,4 %	15,0 %	8,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-5,0 %	-4,6 %	-0,5 %	6,1 %	8,0 %	10,0 %	10,0 %	9,5 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,7</b>	<b>4,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	
+ Kokonaispoistot	4,0	4,1	4,0	4,0	4,4	4,2	3,9	3,9	4,2	4,4	4,5	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	0,0	-0,6	-0,9	-1,2	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,7	0,5	-0,7	-0,8	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	0,4	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>5,3</b>	<b>7,0</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>	<b>9,3</b>	<b>9,0</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,8	-3,0	-3,0	-4,0	-4,5	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-4,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</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	-2,1	0,3	0,1	1,3	2,5	3,3	3,3	3,2	3,4	4,3	4,1	42,0
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>13,9</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		26,4	26,1	26,0	25,1	23,5	21,6	19,8	18,3	16,9	15,3	13,9
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>26,4</b>										
- Korolliset velat		-4,8										
+ Rahavarat		1,6										
-Vähemmistöosuus		-0,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>23,0</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>2,6</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	2,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>13,5 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>12,0 %</b>

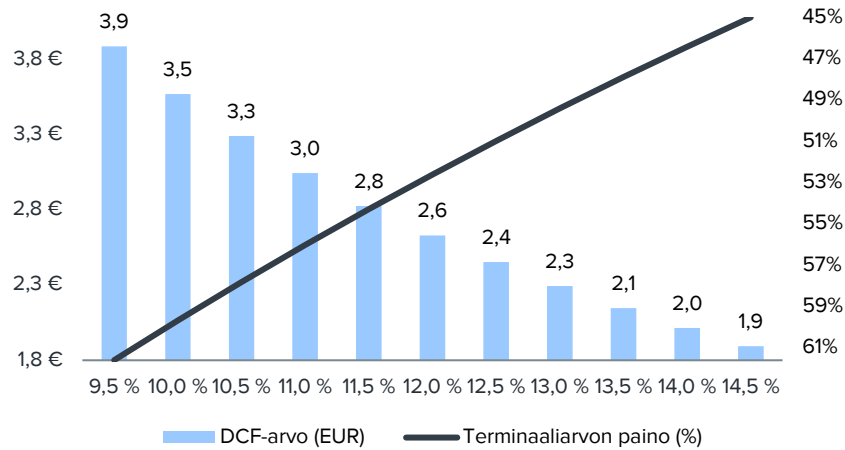
Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksottain

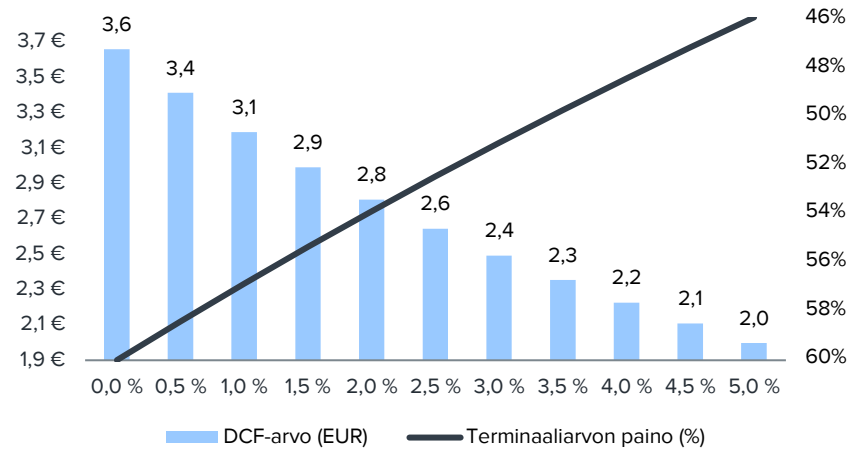


# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

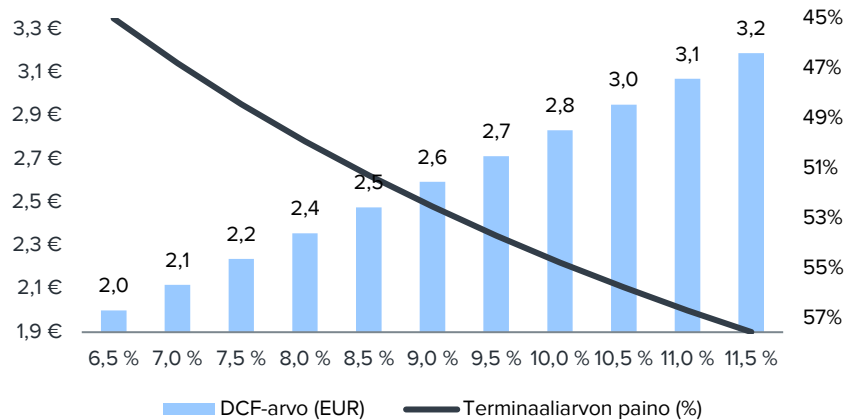
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



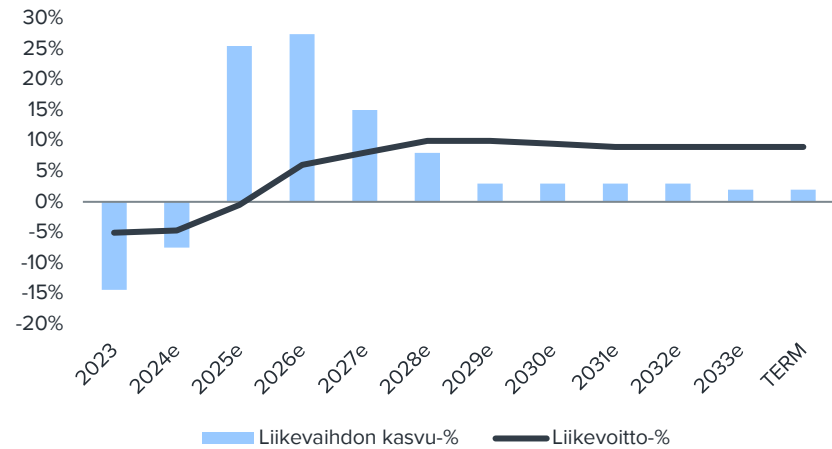
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	31,4	35,6	30,5	<b>28,2</b>	<b>35,4</b>	EPS (raportoitu)	0,12	-0,24	-0,22	<b>-0,19</b>	<b>-0,05</b>
Käyttökate	5,0	1,8	2,5	<b>2,8</b>	<b>3,9</b>	EPS (oikaistu)	0,18	-0,18	-0,16	<b>-0,14</b>	<b>0,00</b>
Liikevoitto	2,1	-1,8	-1,5	<b>-1,3</b>	<b>-0,2</b>	Operat. kassavirta / osake	0,70	0,16	0,19	<b>0,37</b>	<b>0,35</b>
Voitto ennen veroja	1,7	-2,0	-1,9	<b>-1,7</b>	<b>-0,5</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,30	-0,35	-0,24	<b>0,03</b>	<b>0,01</b>
Nettovoitto	1,1	-2,2	-2,0	<b>-1,7</b>	<b>-0,5</b>	Omapääoma / osake	2,62	2,31	2,09	<b>1,90</b>	<b>1,85</b>
Kertaluontoiset erät	-0,5	-0,5	-0,5	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	Osinko / osake	0,06	0,00	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	37,3	35,9	29,8	<b>29,3</b>	<b>29,6</b>	Liikevaihdon kasvu-%	20 %	13 %	-14 %	<b>-7 %</b>	<b>26 %</b>
Oma pääoma	23,4	20,8	18,6	<b>17,0</b>	<b>16,5</b>	Käyttökateen kasvu-%	17 %	-64 %	36 %	<b>13 %</b>	<b>39 %</b>
Liikearvo	3,7	3,0	3,3	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	7 %	-147 %	-20 %	<b>-18 %</b>	<b>-141 %</b>
Nettovelat	-3,4	0,5	3,2	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	EPS oik. kasvu-%	-12 %	-205 %	-12 %	<b>-15 %</b>	<b>-102 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	15,9 %	5,1 %	8,1 %	<b>9,9 %</b>	<b>11,0 %</b>
Käyttökate	5,0	1,8	2,5	<b>2,8</b>	<b>3,9</b>	Oik. Liikevoitto-%	8,3 %	-3,5 %	-3,2 %	<b>-2,9 %</b>	<b>0,9 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	2,3	-0,3	-0,7	<b>0,5</b>	<b>-0,7</b>	Liikevoitto-%	6,7 %	-4,9 %	-5,0 %	<b>-4,6 %</b>	<b>-0,5 %</b>
Operatiivinen kassavirta	6,2	1,4	1,7	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	ROE-%	6,9 %	-9,9 %	-10,1 %	<b>-9,7 %</b>	<b>-2,8 %</b>
Investoinnit	-9,4	-5,1	-3,8	<b>-3,0</b>	<b>-3,0</b>	ROI-%	8,9 %	-6,1 %	-6,0 %	<b>-5,5 %</b>	<b>-0,7 %</b>
Vapaa kassavirta	-2,7	-3,1	-2,1	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	Omavaraisuusaste	62,7 %	57,7 %	62,2 %	<b>58,0 %</b>	<b>55,9 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	-14,6 %	2,3 %	17,3 %	<b>18,8 %</b>	<b>20,0 %</b>

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsitellä 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 käytettävää 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 suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30/09/2021	Osta	8,50 €	7,03 €
29/12/2021	Osta	8,50 €	6,06 €
21/03/2022	Osta	8,50 €	6,73 €
30/05/2022	Vähennä	5,75 €	5,24 €
30/08/2022	Vähennä	4,00 €	3,50 €
28/10/2022	Vähennä	3,75 €	3,34 €
24/01/2023	Vähennä	3,75 €	3,36 €
17/03/2023	Vähennä	3,50 €	3,14 €
02/05/2023	Vähennä	3,25 €	2,90 €
24/08/2023	Vähennä	2,80 €	2,69 €
01/11/2023	Vähennä	2,00 €	1,95 €
29/02/2024	Vähennä	1,80 €	1,67 €
27/03/2024	Vähennä	1,80 €	1,65 €

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

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

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia 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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**