

Piippo

Laaja raportti

07/2020

Paluu kasvu-uralle edessä

Odotamme Piipon palaavan liikevaihdon osalta kasvu-uralle kuluvana vuonna, mikä yhdessä laskeneen kustannustason kanssa tukee yhtiön tuloskehitystä. Liikevaihdon kasvua ja tehokkuusinvestointeja peilaten odotamme yhtiön kannattavuuden pysyvän nousukäyrällä myös kuluvan vuoden jälkeen. Lähivuosille ennustamamme tulosparannus on kuitenkin näkemyksemme mukaan jo hinnoiteltu osakkeeseen, emmekä näe arvostuskertoimissa nousuvaraa nykytasolta. Nostamme Piipon tavoitehinnan ennustemuutoksia heijastellen 3,2 euroon (aik. 3,0 euroa) ja suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy).

Piippo toimii globaaleilla markkinoilla

Piippo on paalausverkkojen, -lankojen, köösiä ja narujen valmistamiseen, markkinointiin ja myyntiin keskittynyt teollisuusyhtiö. Piipon liiketoiminta jakautuu kolmeen segmenttiin pitkälti asiakkaiden mukaisesti. Maataloussektoria palveleva Agri on segmenteistä selvästi suurin kattaen 83 % yhtiön liikevaihdosta. Kuluttajatuotteiden osuus oli vuonna 2019 11 %, kun taas teollisuusasiakkaita palvelevan segmentin osuus oli loput 6 %. Yhtiön liiketoimintaportfolio painottuu siis huomattavasti maatalousasiakkaita palvelemaan Agriin, joka on historiallisesti ollut yhtiön kasvun moottori. Piippo toimii globaalisti ja vie tuotteita tällä hetkellä yli 40 maahan ja viennin osuus oli 73% yhtiön liikevaihdosta vuonna 2019.

Odotamme yhtiön palaavan kasvu-uralle 2020-luvulla

Piipon kasvu on ollut 2000-luvulla yleistä markkinaa nopeammalla tasolla. Näin ollen yhtiö on voittanut markkinaosuutta, mikä todistaa yhtiön kilpailukyvyn olevan hyvä. Kasvu on tullut pääosin vientimarkkinoilta, mutta myös Suomen liikevaihto on pysynyt pitkällä aikavälillä lievässä kasvussa. Kahden heikon vuoden jälkeen normalisoituneen markkinatilanteen myötä odotamme yhtiön palaavan markkinoiden kasvua nopeammalle kasvupolulle 2020-luvulla, kun ennusteissamme vuosien 2020-2022 liikevaihdon kasvu on 2-3 % vuosittain. Liikevaihdon kasvun lisäksi yhtiön tulos saa tukea lievästi nousukäyrällä pysyvistä kannattavuudesta, jota tukee raaka-aineiden hintojen lasku sekä liiketoimintaa tehostavat investoinnit, joiden potentiaalia yhtiö ulosmittaa vuodesta 2021 alkaen. Tätä taustaa vasten odotamme yhtiön liikevoittomarginaalin vahvistuvan asteittain vuoden 2019 0,9 %:sta 4 %:iin vuonna 2022.

Tulostason normalisoituminen on jo hinnassa

Piipon vuosien 2020 ja 2021 P/E-kertoimet ovat 16x ja 12x ja vastaavat EV/EBITDA kertoimet ovat 9x ja 8x. Tulospohjaisesti lyhyen tähtäimen arvostus on korkea, kun taas tasepohjaisesti Piippo on taas arvostettu matalalla 0,6x P/B-kertoimella, missä ei mielestämme ole olennaista laskuvaraa. Täysin perusteettomana matalaa tasoa ei kuitenkaan voida pitää, kun huomioidaan yhtiön kroonisesti matala oman pääoman tuottotaso, joka arviomme mukaan myös alittaa selvästi oman pääoman kustannuksen. Niin tulos- kuin tasepohjaisten kertoimien pohjalta arvioituna Piipon arvostus on kokonaisuutena melko neutraali, kun huomioidaan ennustamamme lähivuosien tuloskasvu. Lähivuosien tuotto-odotus jää kuitenkin matalaksi ja vain kohtuullisen osinkotuoton varaan (2020-2022e noin 0-4 %), sillä odottamamme tuloskasvu hautautuu arvostuskertoimien normalisoitumisen alle.

Analytiikko



Petri Gostowski

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

(aik. Myy)



3,20 EUR

(aik. 3,00 EUR)

Osakekurssi: 3,38 EUR

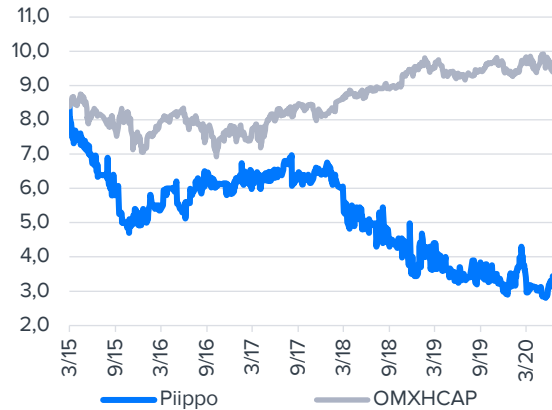
Potentiaali: - 5 %

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	16,8	17,3	17,6	18,1
kasvu-%	-3 %	3 %	2 %	2 %
EBIT oik.	0,2	0,5	0,6	0,7
EBIT-% oik.	0,9 %	2,7 %	3,4 %	4,0 %
Nettotulos	0,1	0,3	0,4	0,5
EPS (oik.)	-0,03	0,21	0,28	0,36

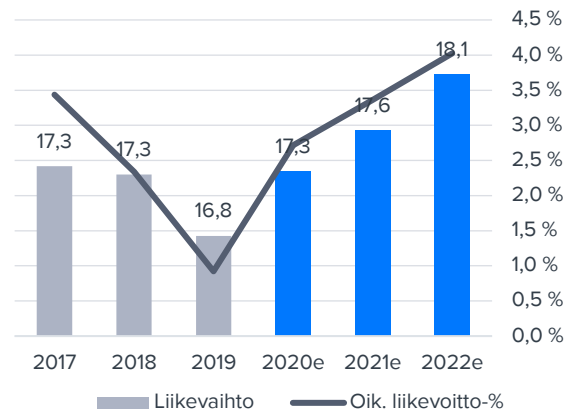
P/E (oik.)	neg.	16,1	12,0	9,3
P/B	0,6	0,6	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,0 %	3,6 %
EV/EBIT (oik.)	63,2	22,0	16,4	12,8
EV/EBITDA	10,2	8,8	7,6	6,7
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6	0,5

Osakekurssi



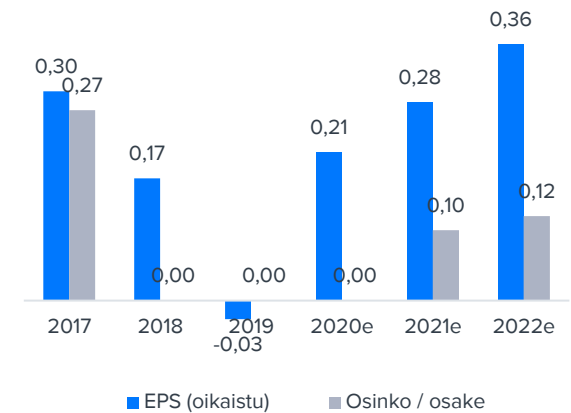
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kaukomarkkinoiden kasvu ja sen myötä tuloksen kausiluonteisuuden pienentyminen
- Kannattavuuden vahvistuminen tehokkuushyötyjen avulla
- Kilpailukykyinen tuotetarjoama mahdollistaa markkinaosuuden kasvattamisen

Riskitekijät

- Kilpailutilanne ja hinnoitteluympäristö on kireä
- Yhtiön nettovelka/käyttökate on korkealla tasolla eikä rahavirta yllä operatiivisen tuloksen tasolle pitkässä juoksussa
- Tuotanto on keskittynyt yhdelle tehtaalle Outokummussa

Arvostus

- Tulospohjainen arvostus neutralisoituu odottamamme tuloskasvun realisoituessa
- Tasepohjainen matala P/B-luku antaa osakkeelle jossain määrin tukea
- Kokonaisuutena riski/tuotto-profiili ei yllä houkuttelevalle tasolle
- Kassavirtamallin indikoima osakkeen arvo alle nykykurssin

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-6
Sijoitusprofiili	7-8
Liiketoimintamalli	9-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-13
Toimiala ja kilpailukenttä	14-17
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	18-19
Ennusteet	20-22
Arvonmääritys	23-26
Taulukot	27-29
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	30

Yhtiökuvaus

Pieni yhtiö globaaleilla markkinoilla

Piippo on sitomiseen ja kiinnittämiseen soveltuvien tuotteiden eli paalausverkkojen, köysien, lankojen ja naruken valmistamiseen sekä markkinointiin ja myyntiin keskittynyt teollisuusyhtiö. Piipon liiketoiminta jakautuu asiakkaiden mukaan kolmeen eri segmenttiin, jotka ovat Agri, Kuluttajatuotteet sekä Tuotteet kaapeliteollisuuteen. Taloudellisen tuloksensa Piippo raportoi kuitenkin vain konsernitasona.

Maataloussektoria palveleva Agri on segmenteistä selvästi suurin kattaen vuonna 2019 83 % yhtiön liikevaihdosta. Kuluttajatuotteiden osuus oli vastaavasti 11 %, kun taas kaapeliteollisuuden tuotteiden osuus oli loput 6 %.

Liiketoimintaportfolio ja yhtiön kasvustrategia painottuvat voimakkaasti Agriin, joka on yhtiön ydinliiketoiminta-alue. Vastaavasti kaapeliliiketoiminta on Agriin liitännäisten synergioiden myötä luonteva osa kokonaisuutta, kun taas Kuluttajatuotteet voidaan nähdä jossain määrin irrallisena palana. Siten sen irrottaminen konsernista jollain aikavälillä on näkemysmme mukaan mahdollista.

Piipon ainut tuotantolaitos sijaitsee Outokummussa, mutta myyntiä yhtiöllä on yli 40:een maahan Eurooppaan, Aasiaan, Pohjois- ja Etelä-Amerikkaan, Oseaniaan ja Afrikkaan. Yksittäisistä maista suurimpia markkina-alueita ovat Saksa, USA, Venäjä, Australia, Ranska ja Iso-Britannia.

Viennin osuus yhtiön liikevaihdosta on kasvanut

pääosin 2000-luvusta trendinomaisesti, mutta se kääntyi kuitenkin laskuun vuosina 2018-2019. Tämä arviomme mukaan heijastelee haastavaa markkinaympäristöä ja kokonaismarkkinan laskua eikä suoraan markkinaosuuden häviämistä. Piippo on pienestä koostaan huolimatta kansainvälinen yhtiö etenkin globaalisti operoivan Agri-liiketoiminnan myötä.

Kasvu on ollut markkinoita nopeampaa

Piipon liikevaihto on kasvanut 2010-luvulla vajaan 4 %:n keskimääräistä vauhtia, mikä on arviomme mukaan toteutunutta 2-3 %:n markkinakasvua nopeampaa. Yhtiö on siis voittanut markkinaosuuksia ja siten Piipon liikevaihtokehitystä voi mielestämme pitää hyvänä. Kasvusta merkittävä osuus on tullut vientimarkkinoilta, jonka kasvuvauhti on ollut noin 5 %:n vauhtia, mikä entisestään osoittaa yhtiön voittaneen viennissä markkinaosuutta.

Kasvun jatkumisen kannalta yhtiön tuotantokapasiteetti on ollut historiallisesti ajoittain vajavainen, mikä on osin hidastanut kasvua. Näin ollen yhtiön vuoden 2018 aikana toteuttama kapasiteetin laajennusinvestointi Outokummun tehtaalla on kasvun jatkumisen kannalta keskeistä.

Kannattavuus on heilunut rajusti

Kannattavuuden osalta Piipon historiallinen kehitys on ollut epätasainen, vaikka liiketappiolle yhtiö ei ole 2000-luvulla painunut liikevaihtotason heilunnasta huolimatta. Parhaimmillaan yhtiö ylsi vuonna 2016 5 %:n liikevoittomarginaaliin, kun taas vuonna 2018 liikevoittomarginaali jäi vaivoiin

positiiviseksi ja oli 0,1 %. Viimeisen kahdeksan vuoden keskimääräinen liikevoittomarginaali on ollut matalalla tasolla 3 %:ssa ja vuonna 2019 liikevoittomarginaali oli matala 1,7 %.

Vuosien 2016 ja 2017 jossain määrin poikkeukselliset vastoinkäymiset (varaston alaskirjaus sekä Venäjän tytäryhtiön tappiot) ovat painaneet entisestään matalaa kannattavuutta. Myös vuonna 2018 nähty ankara kuivuus vaikutti selvästi yhtiön kysyntään, mikä yhdessä suuren investoinnin tuomien ylimääräisten kulujen kanssa rokotti kannattavuutta. Pitkän aikavälin kasvun ja aiemman tuotantorajoitteisuuden takia investointi oli kuitenkin yhtiölle välttämättömyys. Kannattavuutta painaneet tekijät ovat jossain määrin poikkeuksellisia, mutta vuosien 2016 ja 2017 haasteet ovat liitännäisiä yhtiön epäonnistuneeseen riskienhallintaan, eikä niitä mielestämme voida täysin pitää ulkoisten tekijöiden seurauksena.

Vuoden 2019 markkinoiden edelleen alavireinen kysyntä jatkui edelliskaudesta jääneitä suuria varastotasoja heijastellen ja sen seurauksena matalaksi jäänyt kannattavuus kuvaa Piipon riippuvuutta satokaudesta sen päämarkkinoilla. Huomioitavaa on kuitenkin että, käyttökateetasolla yhtiön kannattavuus vahvistui selvästi (2019 5,7 % vs. 2018 2,8 %) ja liikevoittoa painaa investointien myötä kasvaneet poistot. Siten kasvaneilla poistoilla historialliselle marginaalitasolle yltäminen vaatisi muussa kulurakenteessa poistojen kasvun tasoista tehostumista.

Piippo lyhyesti

Piippo on paalausverkkojen, -lankojen, köysien ja narujen valmistamiseen, markkinointiin ja myyntiin keskittynyt teollisuusyhtiö.

1942

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

16,8 MEUR (-2,8 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

+ 40 kpl

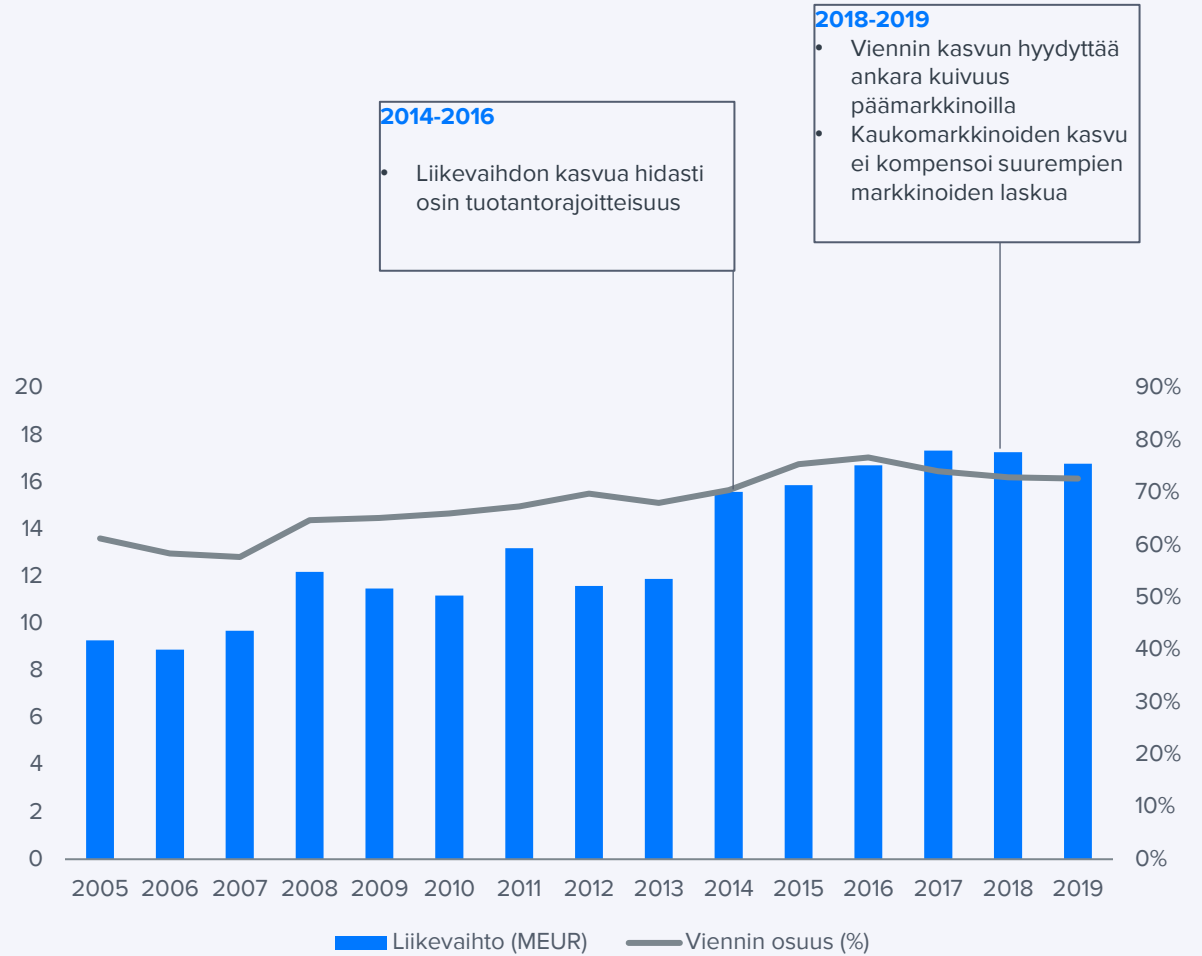
Tuotteiden vientimaita

1,0 MEUR (5,7 % lv:sta)

Käyttökate 2019

90

Henkilöstö 2019 keskimäärin



Sijoitusprofiili

Piippo profiloituu kasvuyhtiöksi

Näkemyksemme mukaan Piippo profiloituu pitkällä aikavälillä kasvuyhtiöksi, vaikkakin viime vuosina profiloitumista on heikentänyt tuotantorajoitteisuus ja poikkeuksellinen markkinatilanne. Mielestämme keskeisin tekijä Piipon arvonluonnin kannalta on sen kasvu, jonka kehitystä sijoittajien tulee seurata pitkällä aikavälillä.

Potentiaali

Mielestämme Piipon keskeisimmät potentiaaliset arvoajurit ovat:

Agrin kasvu on yhtiön pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta keskeisin ajuri. Kaukomarkkinoiden kasvu myös tasoittaa liikevaihdon kausiluonteisuutta, mikä on pienentänyt vuoden jälkimmäisen puoliskon tappioita viime vuosina. Arviomme mukaan Agrin kannattava kasvu pohjautuu suurelta osin yhtiön omiin tuotemerkkeihin ja laajoihin jakelukanaviin, minkä odotamme johtavan tuloskasvuun yhdessä liikevaihdon kasvun kanssa. Yhtiö on myös kertonut kartoittaneensa mahdollisuuksia epäorgaaniselle kasvulle, mutta välittömiä toimia emme tällä saralla odota.

Kehittynyt tuoteportfolio tuo Piipolle kilpailuetua, kun yhtiön strategia nojaa laatuun ja erilaistumiseen. Etenkin Agri-segmentissä yhtiöllä on tiettävästi markkinoiden lujimmat paalaustuotteet. Lujuuden ansiosta loppukäyttäjien tuotanto ja logistiikka tehostuu, minkä ansiosta asiakkaat ovat valmiita maksamaan tuotteista premiohinnan markkinalla,

jossa katteet ovat kroonisesti alhaiset. Tämä taas mahdollistaa sen, että Piippo on alan kannattavimpia toimijoita globaalisti.

Pääomien vapautuminen varastotasojen laskemalla nostaisi Piipon pääoman tuottoa selkeästi ja näemmekin varastotasojen alentamisen merkittävänä mahdollisuutena luoda arvoa. Varastotasojen alentaminen vaatisi kuitenkin niiden siirtämistä ainakin osittain jakelijoille ja tukkureille, mikä taas ei ole historiallisesti onnistunut Piipolta. Täten emme odota arvon purkautuvan varastoja alentamalla lyhyellä aikavälillä, mutta pidemmällä tähtäimellä yhtiöllä on potentiaalia selkeästi parempaan.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

Kysynnän vaihtelut ovat mielestämme merkittävä riski Piipon taloudelliselle kehitykselle. Vaikka Piipon liikevaihto on ollut 2000-luvun aikana trendinomaisessa kasvussa, kasvu on ollut huomattavan epätasaista. Heilunnan selittävät todennäköisesti yksittäisten asiakkaiden kysynnän muutokset ja raaka-aineiden hinnanmuutokset, jotka voivat vaikuttaa rajusti Piipon kaltaisen pienen yrityksen liikevaihtoon. Lisäksi suurimman liiketoiminnan eli Agri-segmentin kysyntä on loppukysynnän defensiivisyydestä huolimatta riippuvaista säistä, jotka vaikuttavat sadon määrään ja siten Piipon tuotteiden kysyntään.

Arvoketjupositio on mielestämme eräs Piipon konkreettisimmista liiketoimintariskeistä. Raaka-aineiden hinnat määräytyvät maailmanmarkkinoilla

kysynnän ja tarjonnan mukaan, kun taas Piipon hinnoitteluvoima on lopulta melko rajallinen suurempia ja vahvempia asiakkaita kohtaan. Lisäksi jakelijat ovat saaneet Piipon toimimaan jakeluportaassa varastojen roolissa, mikä heikentää yhtiön pääoman tuottoa. Kolmanneksi Piipon tuotteiden loppukäyttäjien taloudellinen liikkumavara on heikko maatalousalan alhaisen kannattavuuden vuoksi, mikä rajaa loppuasiakkaiden maksukykyä. Nämä tekijät tekevät taloudellisen lisäarvon luonnista Piipon positiossa hyvin vaikeaa.

Riippuvuus suurimmista asiakkaista on riski, sillä yhtiön myynti on todennäköisesti painottunut tiettyihin Agri-segmentin suuriin asiakkuuksiin, vaikka lukumääräisesti yhtiöllä on useita satoja asiakkaita. Yhtiön riskinhallintapolitiikan mukaan yli 20 %:n osuutta kokonaisyhteistyöstä yhdelle asiakkaalle tulisi välttää, mutta arviomme mukaan suurimmat avainasiakkaat ovat noin 10-15 % koko yhtiön liikevaihdosta. Yhtiö on kuitenkin pyrkinyt hajauttamaan asiakaskuntaa viime vuosina, mikä pienentää riskiä.

Velkaantuneisuus on noussut viime vuosina selvästi ja sen myötä riskitaso on noussut. Vuoden lopun luvuilla velkaantuneisuus korostuu, mutta arviomme mukaan vuoden keskimääräisellä velkamäärällä velanhoitokykyä kuvaava nettovelka/käyttökate nousee jo suhteellisen korkeaksi (3-4x). Korkea velkaantuneisuus yhdessä kysynnän vaihteluun liittyvän riskin kanssa muodostaa sijoittajan kannalta epämieluisan yhdistelmän.

Sijoitusprofiili

1.

Agrin kasvu

2.

Kysynnän vaihtelu

3.

Riippuvuus suurimmista asiakkaista

4.

Arvoketjupositio

5.

Kehittynyt tuoteportfolio

Potentiaali



- Markkinaosuuden voittaminen Agrissa tuoteportfolion laadulla ja vahvalla brändillä
- Premiohinnoittelu mahdollistaa alan korkeimman kannattavuuden
- Kausiluonteisuuden tasoittuminen kaukomarkkinoiden kasvun kautta tukee koko vuoden tulostasoa, kun H2-tuloksen rasite pienenee

Riskit



- Kysynnän vaihtelut heijastuvat nopeasti läpi kannattavuuteen
- Haastavan arvoketjuposition vuoksi yhtiöllä melko vähän liikkumavaraa arvonluonnin kasvattamiseksi
- Korkeat varastotasot sitovat merkittävästi pääomaa

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamalli on perinteinen teolliselle valmistajalle

Piipon liiketoimintamalli on hyvin perinteinen valmistavalle teollisuusyhtiölle, sillä yhtiön ydinprosesseja ovat tuotanto sekä tuotteiden myynti ja markkinointi. Tuotannosta vastaavalla Outokummun tehtaalla on useita erikoistuneita tuotantolinjoja eri tuotteille, joita Piipolla on markkina- ja asiakaskohtaisesti räätälöityinä noin 250.

Tehtaan pullonkaularajoitteiden takia Piippo on käyttänyt viime vuosina tuotannossa myös alihankintaa, minkä lisäksi kuluttajaliiketoiminnassa yhtiö myy kolmannen osapuolen valmistamia tuotteita. Segmentissä yhtiön tuotevalikoima on laaja, mutta siitä pienempi osa on yhtiön itse valmistamaa. Agrissa sen sijaan valmistus on tukevasti yhtiön omissa käsissä.

Myynti ja markkinointi on pitkälti omista käsissä

Myyntiä ja markkinointia hoitaa pääosin Piipon oma myyntiverkosto. Myyntikonttoreita yhtiöllä on Outokummussa toimivan palvelukeskuksen lisäksi Ranskassa ja Venäjällä (tytäryhtiö PiippoRUS). Lisäksi yhtiötä edustavat ulkopuoliset myyntiyhtiöt Portugalissa (sis. USA), Unkarissa, Italiassa ja Puolassa (sis. muut lähimarkkinat). Näin ollen yhtiöllä on melko kansainvälinen edustus liiketoiminnan pienestä kokoluokasta huolimatta.

Asiakaskunta muodostuu pääosin jakelijoista, tukkuliikkeistä ja muista jälleenmyyjistä

Agri-segmentissä Piipon suoria asiakkaita ovat

jakelijat, jotka myyvät tuotteet eteenpäin yksittäisille maatalousyrityksille tai maanviljelijöille. Venäjällä Piippo myy myös kahden muun valmistajan tuotteita, mikä mahdollistaa yhtiölle kokonaisvaltaisen tuoteportfolion tarjoamisen markkinoille. Piipon tavoitteena ovat pitkäaikaiset asiakassuhteet jakelijoiden kanssa, missä yhtiö onkin onnistunut historiallisesti kohtuullisen hyvin, sillä Piipon pisimmät asiakassuhteet ovat useiden vuosikymmenien pituisia.

Kuluttajatuotteissa Piipon asiakkaita ovat tukkuliikkeet ja muut jälleenmyyjät, jotka välittävät sekä Piipon valmistamia ja Piippo-brändillä myytäviä tuotteita sekä kolmansien valmistajien tuotteita. Tässä segmentissä Piippo on rakentanut koko tuotanto- ja toimitusketjunsä erittäin joustavaksi, sillä yhtiö lupaa jopa yksittäisten tuotteiden yön yli -toimituksen kaikille asiakkailleen koko Suomeen kappalevarakauppana. Tätä kauppiaiden käyttöpääomaa vähentävää toimintamallia yhtiö käyttää tuotelaadun lisäksi kilpailukeinona kuluttajaliiketoiminnassa. Hinnalla Piippo ei pysty kilpailemaan matalilla tuotantokustannuksilla Aasiassa valmistettuja tuotteita vastaan, sillä tuotteiden hintaerosta muodostuu merkittävä (jopa 20-30 %).

Kaapeliteollisuutta palvelevassa segmentissä yhtiö myy kaapeliyhtiöille etenkin merenalaisten energia- ja tietoliikennekaapelien täyteainetta. Segmentin liiketoiminta on jatkuvampia ja vakaampia maatalous- ja kuluttajaliiketoimintoja syklisempää liiketoiminnan projektiluonteisuuden takia. Tässäkin liiketoiminnassa Piipon

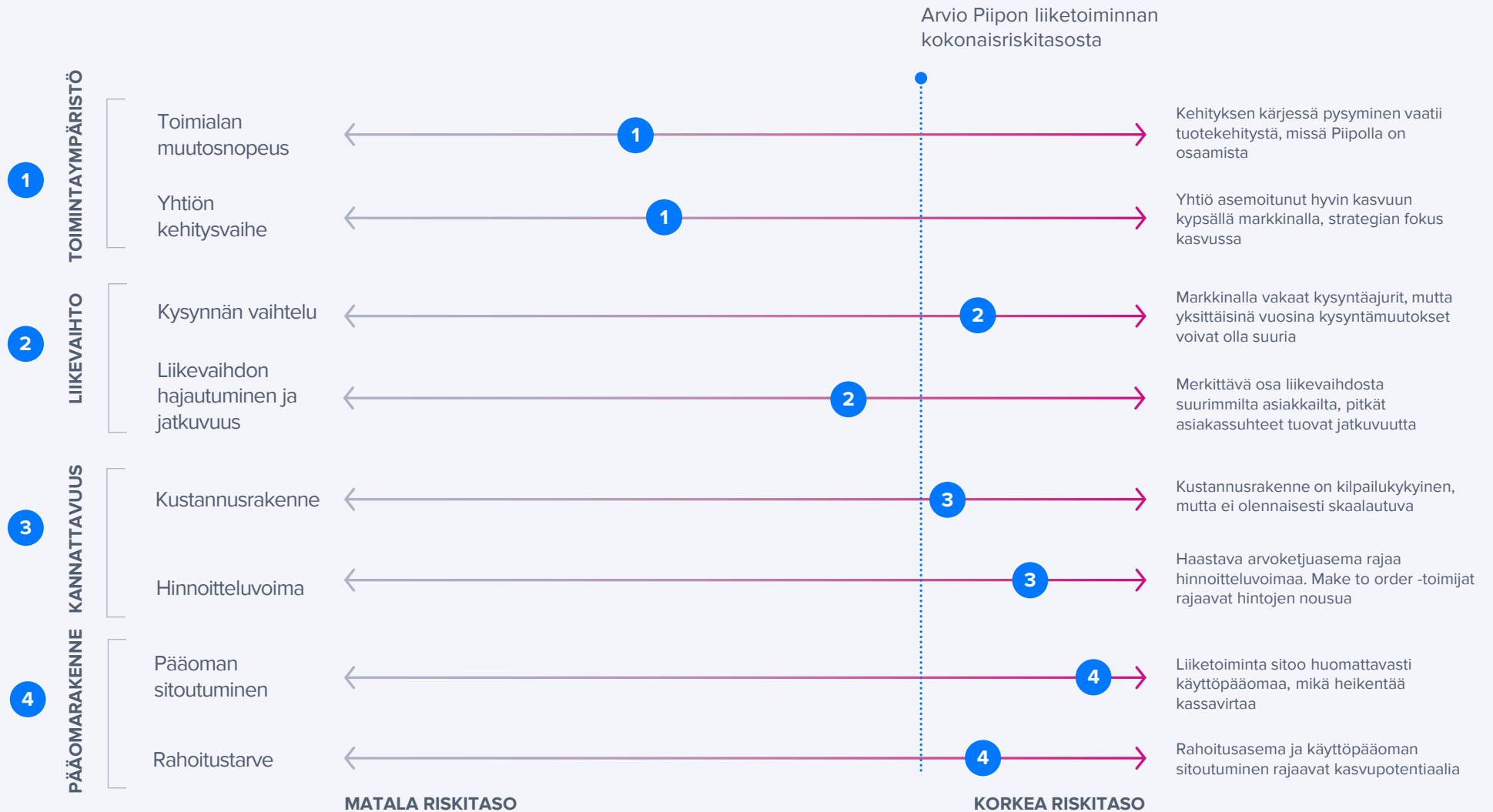
asiakassuhteet avainasiakkaiden kanssa ovat pitkiä, vaikka vuosittaiset volyymit vaihtelevat selvästi projektiaktiiviteetin mukana. Strategisesti Piipon painopiste on selvästi Agrin kasvattamisessa, kun taas rajusti kilpaillun Tuotteet kaapeliteollisuuteen -liiketoiminnan rooli on tukea kokonaisuutta käytössä olevien resurssien puitteissa. Tätä roolia tukee segmentin tuotteiden valmistuksen synergiat muun tuotannon kanssa, mitkä tekevät liiketoiminnasta pienilläkin volyyymeilla kannattavaa.

Liiketoimintamalli näkyy varastotasossa

Piipon toimintamallin heikkous on siinä, että se sitoo yhtiöltä merkittävästi pääomia varastoon sen lisäksi, että myös kiinteää omaisuutta tarvitaan liiketoiminnassa melko paljon. Tämä puolestaan heijastuu yhtiön pääoman tuottoon ja kassavirtaan. Käytännössä arvoketjuposition ja strategisten valintojen vuoksi varastointi on siirtynyt suurelta osin jakelijoilta ja tukkuliikkeiltä Piipolle. Merkittävä ja nopea kysynnän lasku voi myös heijastua yhtiöön negatiivisesti, jos varastotasot ovat vastaavasti korkealla, minkä vuoksi yhtiön tulee optimoida varastotasojaan markkinan mukaisesti pitkässä juoksussa.

Pelkästään tilauksesta (ns. make to order) tuotteita tekeviä kilpailijoita vastaan yhtiö on taas onnistunut kilpailussa, kun Piippo on voinut taata asiakkaille nopeat toimitusajat. Varastoriskin kantamisen kääntöpuolena on siten markkinaosuuden voittaminen ja yleistä markkinaa nopeampi kasvu.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Liiketoiminta-alueet

Agri



Kuluttajatuotteet



Kaapeliteollisuus



Liiketoimintaidea

Piippo on paalausverkkojen, köysien, lankojen ja narujen valmistamiseen, markkinointiin ja myyntiin keskittynyt teollisuusyhtiö

PIIPPO®

Asiakassegmentit

Maatalous



Kuluttajat



Kaapeliteollisuus



Tuotteet



Paalausverkot ja -langat



Kaapeleiden täyteaineet



Köydet, langat ja narut

Myyntikanavat



Suoramyynti



Kumppanit



Jakelijat

Ydinprosessit



Tuotanto



Myynti ja markkinointi

Kustannusrakenne



Henkilöstökulut
(24,5 % liikevaihdosta)



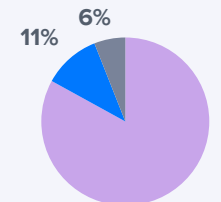
Materiaalit ja palvelut
(67,7 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(10,5 %)

Tulovirrat

Liikevaihto 16,8 m€
EBITDA 1,0 m€ (2019)



■ Agri ■ Kuluttajatuotteet ■ B2B

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategia tähtää kannattavaan kasvuun

Piipon strategia tähtää lyhyellä aikavälillä kannattavaan kasvuun, kun taas pitkän aikavälin tavoitteena yhtiöllä on omistaja-arvon kasvu. Liikevaihdon kasvutavoite kulminoituu ennen kaikkea pääliiketoiminta-alue Agriin, jossa yhtiöllä on parhaat kasvumahdollisuudet ja joka on yhtiön suurin liiketoiminta-alue. Agriin kasvu tulee globaaleilta markkinoilta, jossa yhtiö tavoittelee markkinoita nopeampaa kasvua eli markkinaosuuden voittamista kilpailukykyisellä tuoteportfoliolla.

Laatu tuo kilpailuetua

Piipon strategia nojaa laatuun ja erilaistumiseen, joiden avulla yhtiöllä on tavoitteena saada asiakkaat ja asiakkaiden asiakkaat hyväksymään hintapreemio tuotteille. Tämä on mielestämme välttämätöntä, sillä kustannuspuolella Piippo ei ole sektorin kilpailukykyisimpiä yhtiöitä Suomen palkkatason ja logistisen sijainnin takia. Lisäksi yhtiö on varsin pieni, minkä takia tietyt myynti-, hallinto- ja yleiskustannukset ovat suhteessa korkeat mittakaavaetujen puutteen takia, vaikka Piipon organisaation rakenne onkin varsin virtaviivainen ja matala.

Yhtiö on mielestämme onnistunut erilaistumisstrategiassaan, sillä Agri-segmentissä Piipolla on tiettävästi markkinoiden lujimmat paalausverkot ja -langat. Tämä on tärkeää, koska lujuuden ja pituuden ansiosta loppukäyttäjien tuotantotehokkuus paranee ja logistiikka tehostuu, sillä pitkät langat ja verkot lyhentävät vaihtoajoja

paalauksessa ja lujuuden ansiosta samaan merikonttiin mahtuu enemmän paaleja. Yhtiön paalausverkoille suunnittelema Hybrid-tuotantokonsepti on myös materiaalitehokas, mikä on tärkeää tuotantokustannusten ja kestäväen kehityksen kannalta. Kuluttajatuotteissa yhtiö on luonut tuoteominaisuuksiltaan, käytettävyydeltään ja toimitusketjultaan edistyneen Rollerituoteperheen kehittyneiden maiden halpatuotteiden kilpailijoiksi. Kokonaisuutena pidämme Piipon tuoteportfoliota yhtiön tärkeänä kilpailukykytekijänä ja siten oikeana strategian kulmakivenä.

Kasvu tulee globaaleilta markkinoilta

Maantieteellisesti ulkomaat ja uudet markkinat ovat Piipon kasvustrategian ytimessä. Agri-segmentissä Piipon peitto on maantieteellisesti jo hyvä ja yhtiöllä on maailman merkittävistä maatalousmaista myyntiä kaikkialle paitsi Kiinaan. Pitkällä aikavälillä arvioimme yhtiön pyrkivän murtautumaan myös tälle markkinalle. Lyhyen aikavälin painopisteen arvioimme olevan etenkin Keski-Euroopan, Venäjän ja Yhdysvaltojen markkinoilla, joissa esimerkiksi paalausverkkojen kysynnän yleistyminen avaa yhtiölle selkeää potentiaalia voittoa markkinaosuuksia. Etelä-Amerikan markkinan potentiaalia rajaa paalausverkkojen vielä melko vähäinen käyttö, jonka vuoksi paalausverkkomarkkina on suuressakin maatalousmarkkinassa melko pieni. Globaalisti maatalousmarkkinoilla paalauslankojen osuus on kääntynyt uudelleen nousuun kysynnän kääntynyt jälleen viime vuosina kasvuun, joten arvioimme

niidenkin olevan osana kasvustrategiaa tulevaisuudessa.

Kuluttajat-segmentissä arvioimme Piipon pyrkivän levittämään maantieteellistä peittoaan Suomen rajallisen markkinapotentiaalin takia Itämeren alueen muihin maihin kuten esimerkiksi Ruotsiin, Tanskaan, Baltiaan ja Puolaan. Yhtiö on siirtynyt segmentissä malliin, jossa yhä suurempi osa tuotteista hankitaan kolmansilta osapuolilta. Emme usko tämän muuttavan segmentin kasvustrategiaa sinänsä, mutta yhtiön pääfokus on kuitenkin nyt ja pitkällä aikavälillä Agrissa. Tätä heijastelee myös liiketoiminnan eriyttäminen omaksi yhtiöksi vuonna 2018. Pidämmekin mahdollisena, että yhtiö irtaantuu kuluttajaliiketoiminnasta jollain aikavälillä.

Kannattavuuden mittatikkuna historiallinen taso

Kannattavuuden osalta Piipolla ei ole numeerista taloudellista tavoitetta, mutta yhtiön käyttökatemarginaali on ollut vuosien 2015-2019 aikana keskimäärin 5,5 % ja parhaina vuosina käyttökatemarginaali on noussut yli 8 %:n (2012 8,3 %). Kapasiteetin käyttöasteen nousun tuomien tehokkuushyötyjen ja kuluvana vuonna tehtävän automaatioinvestoinnin myötä (vaikutus 2021 alkaen) on yhtiön kannattavuuspotentiaali arvioimme mukaan lähivuosina historiallisella tasolla tai hieman sen yläpuolella. Huomioitavaa on kuitenkin, että investointien myötä kasvaneiden poistojen rasitteen ansiosta liikevoittotasolla edellisvuosien taso on haastavampi saavuttaa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Omistaja-arvon kasvattaminen tulee tuloskasvun kautta

Tavoite kasvattaa omistaja-arvoa nivoutuu oleellisesti yhteen kasvu- ja kannattavuustavoitteiden kanssa, sillä omistaja-arvon luonti on vahvasti sidoksissa liikevaihdon kasvun ajamaan tuloskasvuun. Omistaja-arvon nostaminen taloudelliseksi tavoitteeksi on jossain määrin myös signaali sitä, että yhtiössä fokusoidaan jatkossa omistaja-arvon luontiin ja se tuodaan päätöksenteon keskiöön.

Omistaja-arvon luontia voidaan mitata taloudellisen lisäarvon luonnilla. Siten seuraamme nimenomaan pääoman tuoton ja kustannuksen suhdetta, mikä tarjoaa mittatikun taloudellisen lisäarvon luonnille. Myös yrityskauppojen kautta yhtiöllä on mahdollisuus luoda omistaja-arvoa, mikäli tietyt reunaehdot toteutuvat. Arviomme mukaan yritysostot ja -järjestelyt eivät kuitenkaan ole lyhyellä tähtämellä erityisen todennäköisiä, mutta pidemmällä aikavälillä tuotannon hajauttaminen lähemmäs raaka-aineiden lähteitä ja asiakkaita on arviomme mukaan yhtiön tavoitteena.

Taserakenne

Piipolla ei ole tällä hetkellä taseen omavaraisuusasteen tai velkaantuneisuuden osalta taloudellisia tavoitteita. Historiallisesti ja vanhan taloudellisen tavoitteen mukaisesti yhtiön omavaraisuusaste on ollut keskimäärin noin 45 %:ssa. Tämä on mielestämme jossain määrin korkea taso ja taseessa tulee olla tuntuva velkavipu pääoman tuoton kohottamiseksi. Arviomme yhtiön

kuitenkin pyrkivän pitämään omavaraisuusasteen yli 35 %:ssa.

On huomioitava myös, että velan määrää rajaa velanhoitokyky (nettovelka/EBITDA 2019 noin 5,7x), sillä se rajaa absoluuttisen nettovelan kasvattamista, vaikka uskommekin yhtiön nykyisessä korkoympäristössä saavan hyvin halpaa lainaa (korko noin 1-2 %). Huomioitavaa toki on, että vuoden lopun käyttöpääoman määrä nostaa velan määrää ja taso on siten arviomme mukaan vuoden keskimääräistä tasoa korkeampi. Vuoden keskimääräisellä nettovelalla laskettuna taso olisi kuitenkin arviomme mukaan myös korkealla noin 3-4x tasolla.

Osingonjakopolitiikka

Piipolla ei ole julkilausuttua osingonjakopolitiikkaa, mutta historiallisesti yhtiö on tavoitellut noin 50 %:n osingonjakosuhdetta. Viimeisen kahden vuoden aikana yhtiö ei kuitenkaan ole maksanut osinkoa heikon tulostason takia, mikä on mielestämme ollut täysin perusteltua myös velkaantuneisuuden näkökulmasta. Arviomme mukaan suuri velkaantuneisuus tulee rajaamaan keskipitkällä aikavälillä osingonjakosuhdetta, jonka arviomme jäävän historiallista tasoa matalammaksi.

Toimiala ja kilpailukenttä 1/4

Agrin portfolioissa tuore- ja kuivarehupaalaus

Piipon suurimman segmentin eli Agrin tuotevalikoima koostuu paalauslangoista ja -verkoista sekä paalien suojaverkoista. Tuotevalikoiman täydentämiseksi yhtiö välittää asiakkailleen myös muiden yhtiöiden valmistamia paalausmuoveja Venäjällä. Tämä on tärkeää, sillä kokonaisvaltainen tuoteportfolio on markkinalla yksi keskeinen kilpailutekijä pääosin tukkuliikkeille tapahtuvassa myynissä. Asiakkaitaan Piippo ei ole avannut, mutta Suomessa arvioimme Lantmännen Agron ja Valion Valmakauppojen vastaavan huomattavasta osasta yhtiön kotimaan kysyntää niiden vahvaa maataloustarvikekaupan markkinaosuutta peilaten. Ulkomailla asiakkaat ovat vastaavia toimijoita.

Piipon paalauslangat soveltuvat kaikkiin eri paalaustyyppeihin. Vastaavasti paalausverkkopuolella yhtiön tarjonta käsittää sekä ala-, keski- että yläsegmentteihin suunnitellut tuotteet, jotka eroavat toisistaan esimerkiksi lujuuksien, pituuksien, painojen ja UV-kestävyyksien suhteen. Erot saman tuotekategorian tuotteiden hinnoissa voivat olla huomattavia, sillä alasegmentin paalausverkon ja yhtiön lujan Hybrid-verkon hintaero mitataan arviomme mukaan jopa noin 20 %:ssa.

Rehua kulutetaan maataloudessa ja energiateollisuudessa

Rehua maataloustuottajat tarvitsevat etenkin liha- ja maitokarjan ruoaksi. Eläinten hyvinvoinnin sekä tuotoksen määrän ja laadun takia niitä ruokitaan sekä tuore- että kuivarehulla. Tuorerehu on

tyypillisesti pyöröpaalattu ja kuivarehu kanttipaalattu. Kanttipaalauksen ja siten paalauslangan suosio on pysynyt historiallisesti vakaana ja tuorerehun pyöröpaalaus on kasvussa etenkin kehittyvillä markkinoilla, kun toimijat uusivat konekantaansa.

Langan käyttöä on tuorerehun pyöröpaalauksessa korvattu verkkopaalauksella, jossa paali kääritään yhtenäisen muovikääreeseen verkon lisäksi. Verkkopaalaukseen soveltuvia tuotteita Piippo on tarjonnut asiakkailleen vuodesta 2000 alkaen. Menetelmä on voittanut markkinaosuuksia etenkin Euroopassa ja on yleistymässä myös muissa maissa. Pohjois-Amerikassa verkkopaalaus on jo merkittävässä roolissa mutta Venäjällä, Etelä-Amerikassa ja Aasiassa se on vasta tulossa käytettävien menetelmien joukkoon. Tällä saralla Piipolle riittääkin mielestämme hyvää kasvupotentiaalia.

Pyöröpaalausta olisi mahdollista korvata myös paalauskalvomenetelmällä, mutta sen yleistymistä ovat rajoittaneet historiallisesti menetelmän edellyttämät suuret koneinvestoinnit. Toinen arviomme mukaan sen yleistymistä rajoittava tekijä on kasvava ekologinen ajattelu, sillä menetelmä tuottaa enemmän muovijätettä. Sen yleistyminen onkin rajoittunut toistaiseksi lähinnä Pohjoismaihin ja etenkin Ruotsiin ja Norjaan.

Piippo valmistuttaa alihankkijoillaan paalauskalvoa, joten yhtiö pystyy seuraamaan tarkasti menetelmän saavuttamaa suosiota ja ottamaan tarvittaessa myös paalauskalvot omaan tuotantoonsa. Käsitksemme mukaan ominaisuuksiensa puolesta Piipon verkkotuote

kestää vertailun kalvotuotteisiin ja siten vähäisen kysynnän ja kilpailukykyisen vaihtoehdon myötä yhtiön ei ole tarvinnut laajentaa omaa tarjontaansa kalvoissa.

Paalauksen kanssa kilpailee tuorerehun säilöminen silloihin, mutta myös siilosäilöntä edellyttäisi tuottajilta suuria pääoma-investointeja rakennuksiin. Näin ollen emme näe, että muut menetelmät uhkaisivat Piipon Agri-segmentin tärkeimpiä tuotteita lyhyellä tai keskipitkällä tähtäimellä.

Rehun kysyntä pohjautuu liha- ja maitotuotteiden kulutuksen kasvuun

Rehun loppukysyntää ajavat etenkin liha- ja maitotuotteiden kysynnän kasvu, jonka tukena on väestön kasvun ja globaalin elintason nousun kaltaisia trendejä. Nämä trendit kasvattavat ruoan kysynnän määrää ja toisaalta siirtävät kysynnän painopistettä edullisemmista kasvipohjaisista elintarvikkeista (esim. hiilihydraatit) kohti kalliimpia maito- ja lihatuotteita. Näin ollen toimialaa tukevat pitkällä tähtäimellä kestävät ja vakaat kysyntäajurit.

Kasvupotentiaali on kehittyvässä maissa

Täysin eri tasoilla olevien kulutuslukemien (per henkilö) takia maito- ja lihatuotteiden kysynnän kasvupotentiaali on painottunut vahvasti kehittyville markkinoille. Tämä johtuu siitä, että henkeä kohden syödyn ruoan määrä on rajallinen ja toisaalta väkiluku ei kasva merkittävästi kehittyneissä maissa.

Toimiala ja kilpailukenttä 2/4

Viimeisten kymmenen vuoden aikana liha- ja maitotuotteiden kysyntä on kasvanut FAO:n mukaan globaalisti keskimäärin noin 1,5-2 % vuodessa. Kehittyneiden markkinoiden kasvu on ollut marginaalista, kun taas kehittyvät markkinat ovat kasvaneet noin 3 % vuodessa johtuen kulutuksen täysin erilaisista lähtötasoista ja väestön kasvun painopisteestä, joka on kehittyvissä maissa.

Markkinoiden kasvunäkymä on hieman hiipunut seuraavalle vajaan kymmenelle vuodelle. FAO ennustaa vuoteen 2028 mennessä maito- ja lihatuotteiden kulutuksen kasvavan maailmanlaajuisesti reilun 1-2 % vuodessa. Kehittyvien markkinoiden osuus maitotuotteiden kasvusta on suurempi ja niiden kasvun odotetaan yltävän noin 3 %:iin, kun taas kehittyneiden maiden kysynnän ennustetaan kasvavan vain joitain prosentin kymmenyksiiä vuosittain. Kehittyneillä markkinoilla lihatuotteiden kysynnän kasvu jää myös prosentin kymmenykseen, kun taas kehittyvät markkinat kasvavat FAO:n ennusteiden mukaan 1,6 %:n vuosivauhtia.

Lopputuotteiden kysyntä heijastuu Piipon kasvunäkymiin

Mielestämme lopputuotteiden kysyntänäkymät antavat myös hyvän kuvan Piipon Agri-segmentin kasvunäkymistä pitkällä aikavälillä. Siten arvioimme paalausverkkojen ja lankojen kysynnän kasvavan pitkällä aikavälillä noin 1-2 % globaalisti. Kasvu painottuu kehittyville markkinoille, mutta ero ei todennäköisesti tule kuitenkaan olemaan niin suuri kuin lopputuotteiden kysynnän kasvunäkymät antavat ymmärtää. Tämä johtuu siitä, että monet kehittyneet maat ovat maito- ja lihatuotteiden

nettoviejiä (esim. EU-maat, USA ja Australia), jolloin osa kehittyvien maiden kysynnän kasvun edellyttämästä tarjonnasta tulee kehittyneiden maiden tuonnin kautta.

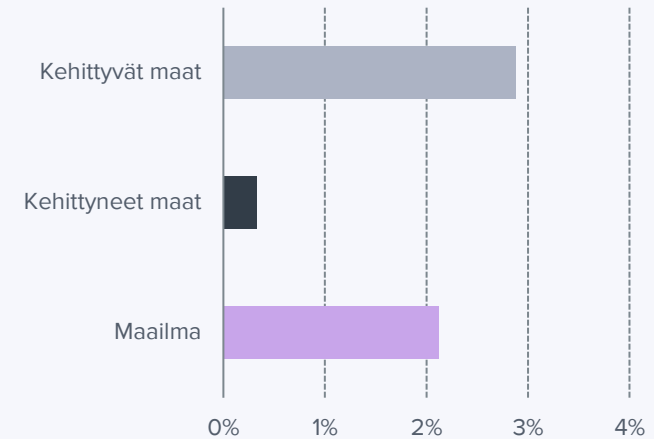
Paalaustuotteiden kysyntä tulee arviomme mukaan olemaan jonkun verran lopputuotteiden kysyntää volatiliimpaa, koska säät vaikuttavat yksittäisten vuosien satokausiin. Kuitenkin moniin muihin toimialoihin verrattuna myös paalaustuotteiden kysynnän pitäisi olla verrattain tasaista.

Markkina on hajautunut

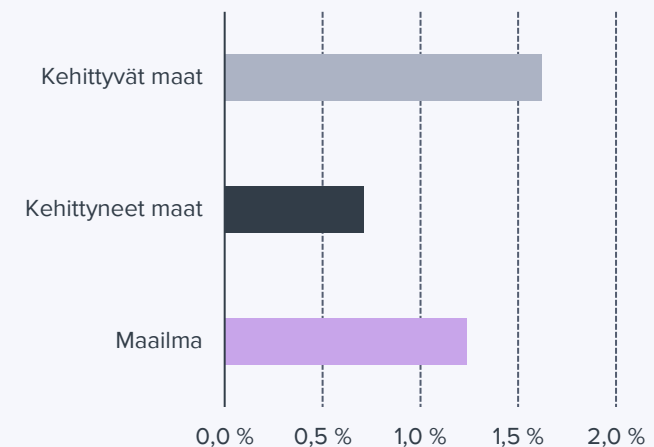
Maataloustuotteiden arvoketjusta muodostuu globaalisti valtava markkina. Piipolle relevantti osa tästä on luonnollisesti rehumarkkina ja siitäkin vain paalauslankojen ja verkkojen segmentti. Tämän markkinan globaali arvo on noin 470-480 MEUR, joten lopulta Piippo operoi varsin pienessä niche-segmentissä osana suurta arvoketjua.

Kilpailullisesti Piipon Agri-segmentin relevantti markkina on fragmentoitunut, sillä Piipon mukaan markkinalla operoi 40 merkittävää peluria. Arviomme mukaan tämä johtuu markkinan pienestä koosta. Markkinaa dominoi orgaanisesti ja epäorgaanisesti kasvanut israelilainen Tama Plastics, jonka markkinaosuus on jopa 50 %. Poikkeuksellista markkina-asemaa selittää yhtiön liiketoimintamalli, sillä Tama Plastics on suuri omamerkkivalmistaja (OEM) kaikille paalaus-koneyhtiölle. Tämä avaa yhtiölle merkittäviä jakelukanavia, mutta toisaalta estää tuotemerkeillä erottautumisen. Siten Tama Plasticsin toimintamalli poikkeaa huomattavasti esimerkiksi Piipon omiin tuotemerkkeihin ja tukkurimyyntiin pohjaavasta liiketoimintamallista.

Maitotuotteiden kysynnän kasvuennusteet (p.a.)



Lihatuuotteiden kysynnän kasvuennusteet (p.a.)



Toimiala ja kilpailukenttä 3/4

Piipon markkinaosuus on globaalisti noin 3 %, millä yhtiö on suurehko peluri markkinalla, jos Tama Plasticsia ei oteta lukuun. Piipolle relevanteimpia kilpailijoita ovat Tama Plasticsin lisäksi muun muassa portugalilaiset Cotesi ja Cordex. Nämä kaikki ovat listaamattomia yhtiöitä, joten Piipon taloudellisen suorituskyvyn ja osakkeen arvostustason vertaaminen muihin yhtiöihin on erittäin haastavaa. Käsitksemme mukaan Piipon kannattavuus on historiallisesti ollut kuitenkin toimialan parhaimmista, mihin yhtiö on arviomme mukaan yltänyt omiin tavaramerkkeihin nojaavan tuoteportfolionsa sekä yhtiön laajojen jakelukanavien ansiosta.

Kuluttajatuotteet-segmentin päämarkkina on Suomi

Kuluttajatuotteissa Piipon tuotteisiin kuuluu laaja valikoima muun muassa lujuuksilta, paksuuksilta sekä materiaaleilta erilaisia köysiä, naruja, lankoja sekä niiden eri loppukäyttösovelluksissa tarvittavia metallisia lenkkejä ja koukkuja. Tyypillisimmät sovellukset liittyvät esimerkiksi vapaa-aikaan. Yhtiön noin 250 tuotteen valikoimasta valtaosa kuuluu juuri Kuluttajatuotteisiin, jossa hiukan toisistaan differentioitujen tuotenimikkeiden määrä on suuri.

Kuluttajatuotteissa Manilla myy tuotteitaan oman brändinsä alla tukkuliikkeille ja rautakaupoille, jotka hoitavat loppumyynnin kuluttaja-asiakkaille. Asiakkaitaan yhtiö ei ole avannut, mutta Suomessa arvioimme esimerkiksi S-ryhmän ja Keskon kuuluvan Kuluttajatuotteet-segmentin asiakkaisiin. Kuluttajatuotteissa Piippo arvioi Suomen markkinaosuutensa olevan noin 25 %. Piipon

markkinaosuuden pohjalta arvioituna Kuluttajasegmentin markkinakoko on tällä hetkellä noin 7-8 MEUR. Kyseessä on siis erittäin pieni markkina, mikä ei ole erityisen yllättävää Suomen väkiluvun asettamat rajoitteet huomioiden.

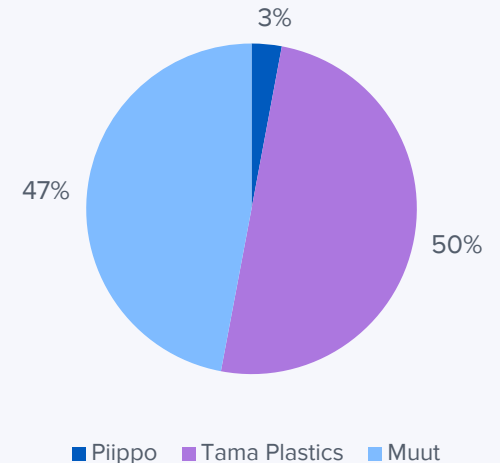
Suomen markkinoilla tämänhetkinen yksittäinen pääkilpailija on saksalainen Pösamo, jolla on arviomme mukaan noin 5 %:n markkinaosuus. Hintakilpailua yhtiö kohtaa kuitenkin etenkin keskusliikkeiden edullisilta private label -tuotteilta, jotka asemoituvat täysin eri kategoriaan Piipon kanssa sekä hinnan että laadun suhteen. Niiden markkinaosuuden arvioidaan olevan noin 40 %. Loput noin 30 % Suomen markkinasta on muilla merkeillä, mikä sisältää laajan kirjon tuotteita todennäköisesti sekä ala- että yläsegmentteihin.

Kokonaisuutena pidämme Manillan pitkäaikaisiin tavaramerkkeihin nojaavaa markkina-asemaa vahvana Suomen pienellä markkinalla. Varsinkin private label -tuotteiden suunnasta tuleva kilpailu on todennäköisesti ankaraa ja mielestämme jo nykyisen markkinaosuuden puolustaminen olisi hyvä suoritus Kuluttajatuotteilta Suomessa.

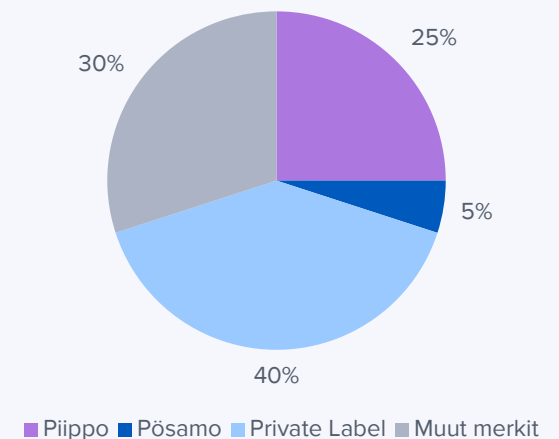
Kuluttajatuotteiden kasvussa olennaisessa osassa kansainvälistyminen

Arvioimme kuluttajatuotteiden markkinan kasvupotentiaalin olevan sidonnainen väkilukuun, BKT:n kehitykseen ja kuluttajien ostovoimaan. Suomen talouden viime vuosina elpyneet mutta edelleen vaisuhkot pitkän ajan näkymät ja tuotealueen kohtuullisen suuri markkinaosuus huomioiden onkin mielestämme selvää, että Kuluttajatuotteet-liiketoiminnan kasvattamiseksi kansainvälistyminen on välttämätöntä.

Agriin arvioidut markkinaosuudet



Kuluttajatuotteiden arvioidut markkinaosuudet



Toimiala ja kilpailukenttä 4/4

Piipolla on jo pientä kuluttajatuotteiden myyntiä Baltiaan ja arvioimme yhtiön laajentavan Kuluttajatuotteet-liiketoimintaa Venäjältä alkaen. Tämä kasvattaa Kuluttajatuotteiden markkinapotentiaalia huomattavasti ja näemme, että Piipon kehittyneellä tuoteportfoliolla on edellytykset voittaa myös Itämeren alueen maiden yläsegmenteistä markkinaosuuksia. Näin ollen segmentillä on mielestämme edellytyksiä kasvattaa myyntiään kohtuullisesti lähivuosina, jos Roller-tuoteperheen ja segmentin jakelukonseptin kansainvälistäminen onnistuu.

Kuluttajatuotteiden Agri-segmenttiä pienemmän koon takia segmentin suuretkin suhteelliset parannukset voivat lähivuosina vaikuttaa kuitenkin koko yhtiön kasvuun vain rajallisesti. Odotamme yhtiön etenevän laajentumisessa maltillisesti ja tytäryhtiöittämissä myötä emme poissulje skenaariota, jossa Kuluttajatuotteet eriyttäisiin Piiposta tulevaisuudessa.

Kaapelinvalmistajat määräävät täyteaineiden kysynnän

Kaapeliteollisuuden tuotteet ovat merenalaisten kaapeleiden osakomponenttina tarvittavia täyteaineita. Asiakkaitaan Piippo ei ole avannut, mutta arviomme mukaan Piipolla on toimituksia esimerkiksi Suomessakin operoivalle tieto- ja energiakaapelien maailmanmarkkinajohtajalle Prysmian Groupille. Näin ollen segmentin toimialalogiikka on huomattavan erilainen kuin Agrissa ja Kuluttajatuotteissa.

Syklisellä teollisuustoimialalla kilpailu on

äärimmäisen kovaa ja suuret ostajat ovat hyvin tietoisia tuotantokustannuksista, mikä pitää marginaalit ohuina. Lisäksi kaapelinvalmistajat ovat viime aikoina pyrkineet suosimaan toimittajia, jotka pystyvät toimittamaan suurempia eriä laajalla maantieteellisellä säteellä (vrt. aiemmin projektiokohtaiset toimitukset). Siten pienen ja Suomeen keskittyneen Piipon kannalta haastavan liiketoimintalogiikan takia segmentin rooli on Piipossa lähinnä yhtiön kokonaisuutta tukeva.

Arvioimme Piipon suuntaavan rajalliset kehitys-resurssit pääasiassa Agrin, kun taas täyteaineiden tuotantoon allokoidaan henkilö- ja koneresursseja kahden muun liiketoiminnan ja kannattavien tilausten asettamien viitekehysten puitteissa. Liiketoiminnasta vetäytymistä emme kuitenkaan yhtiöltä odota, sillä täyteainetuotanto tuo yhtiölle tärkeää kriittistä kuormaa eivätkä kaikkia sen sitomia resursseja voida hyödyntää muissa liiketoiminnoissa, mitä peilaten tuotannon vaihtoehtokustannus on pieni.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/2

Kustannusrakenne on tyypillinen teolliselle toimijalle

Piipon kustannusrakenne on mielestämme verrattain tyypillinen kevyessä valmistavassa tai keskiraskaassa valmistavassa teollisuudessa operoivalle yhtiölle. Piipon liikevaihdosta viime vuosina noin 60-70 %:n osuuden kattaneet ja tuotannon määrän mukana muuttuvat materiaali- ja palvelukustannukset koostuvat pääosin raaka-aineostoista, mutta tähän erään kirjataan myös yhtiön alihankintana ostama tuotanto sekä raaka-ainevaraston arvon muutos. Ulkopuolelta ostettujen palveluiden osuus on kuitenkin pysytellyt viime vuosina vain 0,5-1,0 MEUR:ssa. Siten materiaali- ja palvelukustannuksia dominoivat raaka-aineet, joista merkittävimpiä ovat öljypohjaiset muovimateriaalit polyeteeni ja polypropeeni, jotka hinnoitellaan maailmanmarkkinoilla (Piipolla useita toimittajia).

Käänteisesti Piipon myyntikatemarginaali on ollut vuosina 2012-2019 keskimäärin vajaa 40 % ja vuonna 2019 myyntikatemarginaali oli vaihteluvälin alalaidalla. Katetta heiluttaa raaka-aineiden lisäksi myynnin jakauma, mikä selittää arviomme mukaan ison osan historiallisestakin vaihtelusta.

Henkilöstöintensiivisyys heijastuu kuluihin

Toiseksi suurin kustannuserä Piipon kulurakenteessa on henkilöstökulut. Niiden osuus liikevaihdosta on vaihdellut viime vuosina noin 20-25 %:n tuntumassa ollen suhteellisen vakaa. Osuus liikevaihdosta on absoluuttisesti melko suuri teollisuusyhtiölle, mikä kuvaa liiketoiminnan henkilöstöintensiivistä luonnetta.

Henkilöstökustannukset ovat luonteeltaan varsin kiinteitä lyhyellä tähtämellä, minkä takia työkuorma vaikuttaa olennaisesti henkilöstötehokkuuteen. Henkilöstökulujen lyhyen tähtäimen kiinteästä luonteesta huolimatta Piippo pystyy näkemyksemme mukaan heikossa kysyntätilanteessa sopeuttamaan kulutasoaan lomautusten kautta vain muutamien viikkojen varoitusajalla.

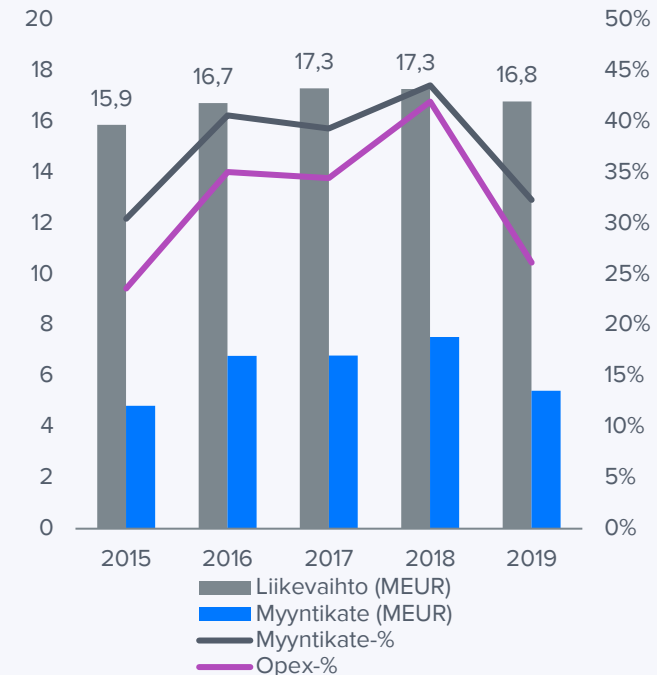
Muiden kulujen osuus melko vakaa

Kolmas merkittävä kuluerä tuloslaskelmassa on liiketoiminnan muut kulut. Tämä kuluerä koostuu todennäköisesti pääosin varsin kiinteistä kuluista, kuten vuokrista, it-kuluista, matkakustannuksista sekä markkinointi- ja tuotekehityskuluista. Lisäksi yhtiö tarvitsee tuotannossaan myös kohtuullisen paljon sähköä raaka-ainegranulaattien sulattamiseen ja muokkaamiseen, joten energiakustannukset ovat myös yhtiölle tuntuva kuluerä. Historiallisesti Piipon muut kulut ovat olleet vakaat ja noin 10 %:n tasolla liikevaihdosta.

Varasto vastaa isoa osaa varoista

Vuoden 2019 lopussa Piipon noin 16 MEUR:n taseessa oli pysyviä vastaavia 6,7 MEUR ja ne koostuivat etenkin 6,2 MEUR:n käyttöomaisuudesta (koneista ja kalustosta). Lisäksi aineettomia hyödykkeitä taseessa oli 0,5 MEUR. Yhtiön historiallinen kasvu on perustunut orgaaniseen kasvuun ja siten yhtiöllä ei ole liikearvoa taseessaan.

Liikevaihto ja kustannusrakenne



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Selvästi pitkäaikaisia vastaavia suurempi osuus Piipon taseen loppusummasta koostuu lyhytaikaisista vastaavista. Täällä suurin alaerä on vaihto-omaisuus, mikä käsittää käytännössä raaka-ainevaraston, valmiiden tuotteiden varaston sekä keskeneräisten tuotteiden varaston. Vuoden 2019 lopussa vaihto-omaisuus oli 5,5 MEUR, joka vastaa noin 33 % yhtiön vuoden 2019 liikevaihdosta. Tämä myös kuvastaa sitä kuinka merkittävästi yhtiöllä sitoutuu pääomaa varastoon, vaikkakin vuoden lopun taso ei arviomme mukaan heijastele koko vuoden keskimääräistä tasoa.

Varaston korkea taso johtuu arviomme mukaan Piipon liiketoiminnan rajusta kausiluonteisuudesta etenkin Agri-liiketoiminnassa, jossa pääosa toimituksista ajoittuu helmikuun ja syyskuun välille (pl. eteläisen pallonpuoliskon maat). Tästä syystä Piipon H1:n myynti on myös selvästi H2:sta korkeampi. Yhtiö joutuu kuitenkin tuotannossaan varautumaan H1:n hyvään kysyntään edellisen vuoden H2:n aikana ja tekemään Agri-segmentin tuotteita pääosin varastoon. Tämä sitoo pääomaa etenkin valmiiden tuotteiden varastoon loppuvuodesta ja tilinpäätöksen aikaan varaston arvo voi olla jopa 2-3 MEUR syyskuuta korkeampi. Kuitenkin myös vuoden keskimääräisellä varaston koolla (arviolta noin 4 MEUR nykyisessä liiketoiminnan kokoluokassa) laskettuna Piipon varastoon sitoutuneen pääoman määrä on merkittävä.

Korkeat varastotasot ja sen myötä huomattava käyttöpääomarahoituksen tarve ovat yhtiön kannalta selkeä haaste, sillä nykyisillä tasoillaan liiketoiminnan 1 MEUR:n kasvu kasvattaa varastoa 0,25 MEUR:lla (vuoden lopun luvuilla).

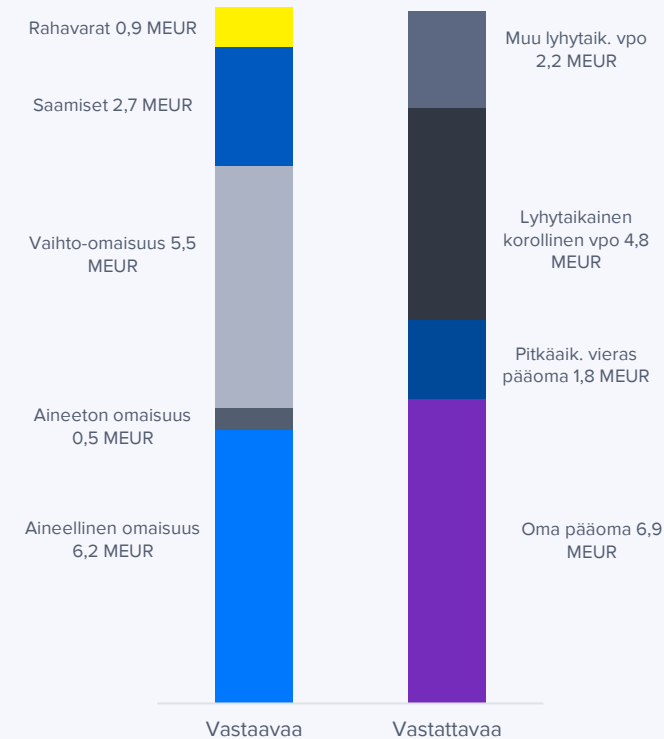
Piippo joutuu rahoittamaan varaston kasvun joko liiketoiminnan rahavirralla tai korollisella velalla, mikä rajoittaa yhtiön kykyä allokoida käytössä olevia resursseja investointeihin, velan lyhennykseen ja osinkojen maksuun. Näin ollen suurella varastolla on myös selvä vaikutus yhtiön tarvitseman korollisen velan määrään ja sitä kautta rahoituskuluihin. Varastotasojen pienentämisen tai ainakin niiden kasvun rajoittamisen pitäisi mielestämme olla keskeinen prioriteetti yhtiölle, jotta pääoman käyttö tehostuisi ja kasvustrategian toteuttaminen helpottuisi.

Taseen velkamäärä on korkea

Vuoden 2019 lopussa Piipon taseen vastattavaa puolella omaa pääomaa oli yhteensä 6,9 MEUR ja yhtiön omavaraisuusaste oli 44 %. Vastattavaa puolella oli vuoden 2019 lopussa pitkäaikaista vierasta pääomaa 1,8 MEUR ja lyhytaikaista lainaa noin 4,8 MEUR. Kokonaisuudessaan yhtiöllä oli 6,6 MEUR:n edestä korollista vierasta pääomaa ja nettovelkaantumisaste oli siten viimeisimmän tilikauden lopussa korkealla tasolla 83 %:ssa.

Yhtiön omavaraisuusaste on vielä kohtuullisella tasolla, mutta velkaantuneisuus on arviomme mukaan mukavuusalueen yläpuolella. Velkamäärän osalta kuvaavaa on, että nettovelka/käyttökate on vuoden 2020 ennusteillamme korkea 5,5x. Merkittävä osa velasta vuoden lopussa on arviomme mukaan seuraavaan kauteen valmistettuun tuotantoon sitoutunutta käyttöpääomaa ja siten koko vuoden keskimääräinen taso on hieman matalampi (3-4x). Siitäkin huolimatta velkataso on mielestämme korkea ja riskiprofilia selvästi kohottava tekijä.

Taserakenne, 2019
15,8 MEUR



Ennusteet 1/2

Ennustemalli

Mallinamme Piipon liikevaihtoa lyhyellä tähtäimellä odottamamme markkinakasvun kautta, kun taas pitkällä aikavälillä ennusteemme pohjautuvat arvioituun markkinakasvuun ja -osuuden kehitykseen. Lyhyen ja keskipitkän tähtäimen kannattavuusennusteemme pohjautuvat arvioituun myyntikate-%:iin ja muun kulurakenteen kehitykseen ja pitkällä tähtäimellä kannattavuusennusteemme pohjautuvat yhtiön historialliseen ja arvioimaamme potentiaaliseen kannattavuuteen.

Vuoden 2020 ennusteet

Piippo on ohjeistuksessaan arvioinut sen liikevaihdon kasvavan ja liiketuloksen paranevan vuoden 2019 tasosta. Arviomme mukaan yhtiöllä on hyvät edellytykset saavuttaa ohjeistuksensa, sillä käsityksemme mukaan kysyntätilanne yhtiön markkinoilla on säilynyt hyvänä koronapandemiasta huolimatta, kun taas tarjontapuolella tietyt etelä-eurooppalaiset toimijat ovat kohdanneet ajoittaisia tuotantokatkoksia.

Odotamme Piipon vuoden 2020 toimituksien kasvavan markkinakasvun sekä markkinaosuuden nousun myötä. Liikevaihdon kasvua kuitenkin hidastaa lievästi paineessa olleet hinnat, mikä on seurausta raaka-aineiden hintojen laskusta. Tätä taustaa vasten odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 3 % 17,3 MEUR:oon vuonna 2020. Kasvu jakautuu epätasaisesti vuoden sisällä, sillä Piipolle vuoden ensimmäinen puolisko on tyypillisesti huomattavasti vahvempi kysynnän maantieteellisen rakenteen vuoksi. Tätä korostaa kuluvana vuonna H1'19 vertailukaudella toimitusten

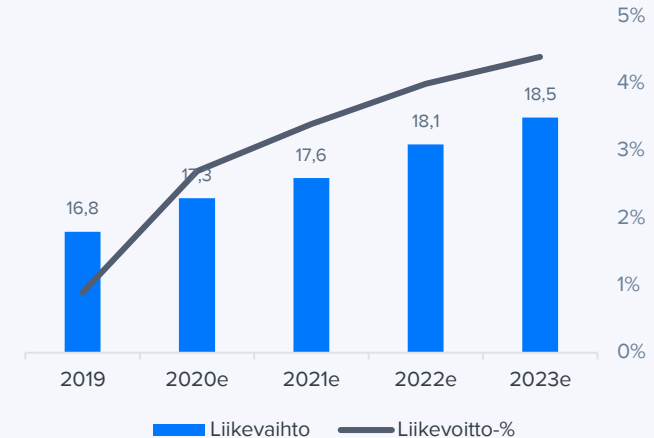
siirtyminen H2:lle, mutta koko vuoden luvuissa tämä vuoden 2019 toimituksia koskenut siirtymä luonnollisesti tasoittuu.

Ennusteemme vuoden 2020 liikevoitoksi on 0,47 MEUR, mikä vastaa 2,7 %:n liikevoittomarginaalia. Kannattavuuden odotamme saavan tukea liikevaihdon kasvun lisäksi laskeneista raaka-aineiden hinnoista, joka on arviomme mukaan ollut hintojen laskua voimakkaampaa. Vastaavasti lievää kustannuspainetta odotamme etenkin vuoden ensimmäisellä puoliskolla koronapandemian aiheuttamasta rahtikustannusten noususta. Liikevaihdon painottuminen alkuvuoteen heijastuu myös loppuvuoden kannattavuuteen ja odotamme vuoden 2020 H2:n olevan liiketulostasolla tappiollinen.

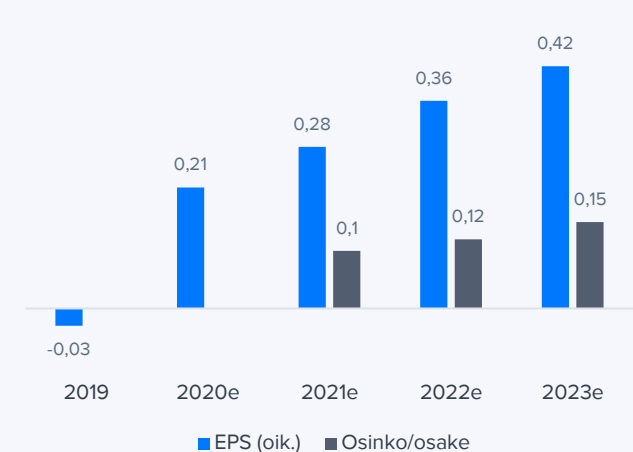
Alemmilla riveillä emme odota rahoituskuluissa merkittävää nousua ja veroja odotamme Piipon maksavan vain alkuvuonna voitollisesta tuloksesta ja siten alempien rivien tulosrasitus on normaalilla tasollaan. Näin ollen koko vuoden osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on 0,21 euroa. Emme odota Piipon maksavan osinkoa vuodelta 2020, vaan odotamme yhtiön vahvistavan tasettaan, joka pysyy edelleen ennusteissamme suhteellisen velkaisena (2020e nettovelkaantumisasaste 87 %).

Riskeinä ennusteiden toteutumiseksi pidämme koronapandemian leviämistä, joka voi pitkään kestäessään heijastua etenkin eteläisen pallonpuoliskon kysyntään vuoden toisella puoliskolla sekä tiettyihin korkean riskin maihin ja odotuksiamme voimakkaampana myyntihintojen paineena raaka-aineiden hintojen laskun myötä.

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 2/2

Vuosien 2021 ja 2022 ennusteet

Vuosien 2021 ja 2022 ennusteemme pohjautuvat odotuksiimme markkinan normaalista kasvuvauhdista ja Piipon lievästi markkinoita nopeammasta kasvusta Agrissa, kun taas Kuluttajat ja kaapeliteollisuuden tuotteiden kehityksen odotamme kehittyvän vakaasti. Odotamme vuoden 2021 liikevaihdon kasvavan noin 2 % 17,6 MEUR:oon ja vastaavasti vuonna 2022 2,5 % 18,1 MEUR:oon.

Odotamme kannattavuuden nousevan maltillisesti vuosina 2021 ja 2022 liikevaihdon kasvua ja etenkin vuonna 2020 toteutettavaa automaatio investointia heijastellen. Arviomme mukaan raaka-aineiden hintojen laskuvaihe on takanapäin, mutta emme odota ennusteissamme hintojen kääntyvän olennaiseen nousuun ja siten lähivuosien kustannusinflaation takana on yleinen kustannustason nousu (esim. palkkainflaatio). Tätä heijastellen ennustamme liikevoittomarginaalit ovat vuodelle 2021 3,4 % ja vuodelle 2022 4 %.

Poistoihin, rahoituskuluihin tai veroihin emme odota olennaisia muutoksia ja siten vuosien 2021 ja 2022 osakekohtaisen tuloksen ennusteemme ovat 0,28 ja 0,36 euroa. Odotamme Piipon palaavan osingonmaksajaksi vuonna 2021 ja maksavan vuodelta 0,10 euron osingon ja vastaavasti vuodelta 2022 0,12 euron osingon. Osingonmaksukykyä tukee nousujohteinen tuloskehitys sekä sen turvin laskeva velkaantuneisuus.

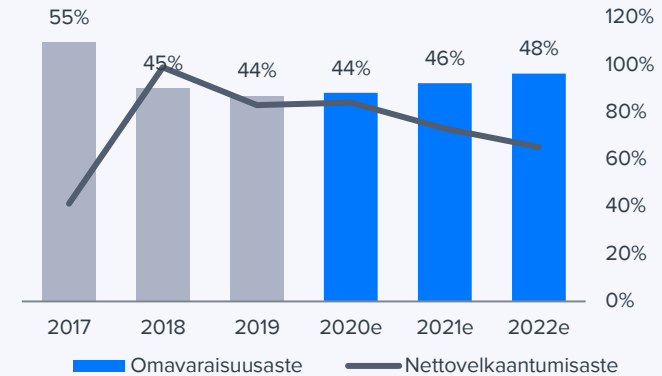
Pitkän aikavälin ennusteet

Odotamme Piipon jatkavan kasvustrategiansa

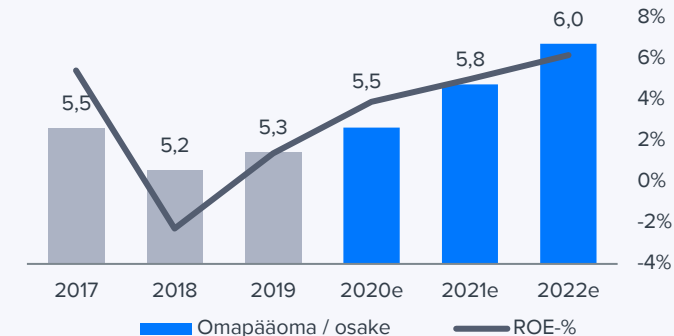
määrätietoista toteuttamista maataloussegmenttiä tukevien ajureiden vetämänä pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2022 jälkeen. On myös mahdollista, että jollain aikavälillä yhtiö toteuttaa yrityskaupan ja ottaa seuraavan askeleen kasvustrategiansa toteuttamisessa. Ennusteemme eivät kuitenkaan sisällä epäorgaanista kasvua, sillä sen ennustaminen ei ole käytännössä mahdollista. Siten ennustamme Piipon liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä 2,5-3 % vuodessa vuosina 2023-2029, kun taas terminaalikasvuodotus on 2 % maatalousmarkkinan pitkän aikavälin kasvua ja yhtiön kilpailukykyistä tuoteportfoliota heijastellen.

Yhtiön liikevoittomarginaalin odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä yhtiön potentiaalin tuntumassa ja noin 3,5-4,5 %:n haarukassa. Kokonaisuutena emme pidä kasvu- ja kannattavuusennusteita pitkällä aikavälillä erityisen matalina suhteessa markkinaan, mikä heijastelee luottamustamme Piipon tuotevalikoiman kilpailukykyyn pidemmälläkin perspektiivillä. Pitkän aikavälin ennusteille emme anna kuitenkaan tässä vaiheessa merkittävää painoa ja ne toimivatkin lähinnä kassavirtamallin tukena.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	12,1	5,2	17,3	10,2	6,6	16,8	11,5	5,8	17,3	17,6	18,1	18,5
Konserni	12,1	5,2	17,3	10,2	6,6	16,8	11,5	5,8	17,3	17,6	18,1	18,5
Käyttökate	0,7	-0,2	0,5	0,7	0,3	1,0	1,0	0,2	1,2	1,3	1,4	1,5
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,2	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7	-0,4	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,6	-0,2	0,4	0,4	-0,3	0,15	0,6	-0,2	0,47	0,59	0,73	0,81
Liikevoitto	0,4	-0,4	0,0	0,4	-0,1	0,28	0,6	-0,2	0,47	0,59	0,73	0,81
Konserni	0,4	-0,4	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,6	-0,2	0,5	0,59	0,73	0,81
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	0,4	-0,5	-0,2	0,3	-0,1	0,15	0,56	-0,2	0,3	0,45	0,59	0,67
Verot	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00
Nettotulos	0,3	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	0,1	0,4	-0,2	0,27	0,36	0,47	0,54
EPS (oikaistu)	0,35	-0,18	0,17	0,17	-0,20	-0,03	0,34	-0,13	0,21	0,28	0,36	0,42
EPS (raportoitu)	0,23	-0,35	-0,12	0,17	-0,09	0,07	0,34	-0,13	0,21	0,28	0,36	0,42

Tunnusluvut	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-0,7 %	0,4 %	-0,4 %	-15,8 %	27,1 %	-2,8 %	13,2 %	-12,5 %	3,0 %	1,9 %	2,5 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-43,2 %	-57,8 %	-32,2 %	-29,9 %	37,7 %	-61,7 %	48,9 %	-42,7 %	204,0 %	26,3 %	22,5 %	11,8 %
Käyttökate-%	5,5 %	-3,6 %	2,8 %	6,9 %	3,9 %	5,7 %	8,4 %	3,4 %	6,8 %	7,3 %	7,7 %	7,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,9 %	-3,6 %	2,3 %	4,1 %	-3,9 %	0,9 %	5,4 %	-2,6 %	2,7 %	3,4 %	4,0 %	4,4 %
Nettotulos-%	2,5 %	-8,7 %	-0,9 %	2,1 %	-1,8 %	0,6 %	3,9 %	-3,0 %	1,6 %	2,1 %	2,6 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/2

Arvonmäärityksen perusta

Piipon arvostustasoa tarkisteltaessa tärkeimmät arvostuskertoimet ovat mielestämme P/E-luku ja yritysarvopohjainen EV/EBITDA-kerroin, joka huomioi P/E-lukua paremmin yhtiön velkavivun määrän. Tulos pohjaisien kertoimien lisäksi arvonmäärityksessä tasepohjainen P/B-luku ja osinkotuotto ovat usein hyvä kombinaatio valmistavan teollisuuden vakiintuneille yhtiöille. Suhteellista arvonmääritystä emme analyysissä hyödynnä, sillä Piipon toimialalla ei ole listattuja yhtiöitä, joista relevantin verrokkiryhmän voisi muodostaa. Liian erilaisten yhtiöiden ottaminen verrokkiryhmään voisi taas antaa väärän kuvan ja voisi johtaa virheellisiin johtopäätöksiin.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Näkemyksemme mukaan Piipolle hyväksyttävään arvostukseen vaikuttaa etenkin seuraavat tekijät:

- + Yhtiön kilpailukykyinen tuoteportfolio mahdollistaa markkinoita nopeamman kasvun
- + Askelmerkit kannattavuuskäänteelle ovat paikallaan
- + Yhtiö on pysynyt voitollisena liikevoittotasolla koko 2000-luvun huolimatta kannattavuuden heilahteluista. Tämä antaa tiettyä tukea tasepohjaiselle arvostukselle, kun kannattavuus on paineessa.
- Korkea käyttöpääoman määrä heijastuu negatiivisesti kassavirtaan ja pääoman tuottoon ja on nykyisen liiketoimintamallin krooninen ongelma
- Vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä ja vaihtovolyymi ovat alhaisella tasolla, jonka takia

osakkeelta tulee vaatia tuntuva likviditeettipreemiota.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Piipon vuosien 2020 ja 2021 P/E-kertoimet ovat 16x ja 12x. Vastaavat taserakenteen huomioivat EV/EBITDA kertoimet ovat 9x ja 8x. Tulos pohjaisesti osake on mielestämme selkeästi yliarvostettu, sillä mielestämme Piipolle hyväksyttävä P/E-kerroin on noin tasolla 8-11x ja vastaava EV/EBITDA noin 4-6x.

On kuitenkin huomioitava, että koska vuoden loppupuolella Piipon varasto on korkeimmillaan, heijastuu se myös yritysarvopohjaisiin kertoiimiin suuremman nettovelan kautta. Tästä johtuen vuoden lopun EV/EBITDA-kerroin on jossain määrin vääristynyt ja antaa arvostuksesta osin virheellisen kuvan.

Tasepohjaisesti Piippo on arvostettu 0,6x P/B-kertoimella, missä ei mielestämme ole merkittävää laskuvaraa. Keskimääräistä tasoa matalampi tasepohjainen arvostus on kuitenkin perusteltavissa liiketoimintamallin kroonisesti matalalla pääoman tuotolla. Emme myöskään odota Piipon pystyvän lyhyellä aikavälillä ratkaisemaan suuren varaston aiheuttamaan pääomantuottoon liittyviä haasteita. Mutta Piipon tuloksen pysyessä voitollisena, antaa nykyinen arvostus suhteessa oman pääoman tasearvoon mielestämme osakkeen arvostukselle tukea. Osingonmaksajaksi odotamme Piipon palaavan vuonna 2021 ja osinkotuoton ennusteamme on 2,9 % vuodelle 2021 ja vastaavasti osingon maltillisen nousun myötä se nousee 3,5 %:iin vuodelta 2022.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	3,38	3,38	3,38
Osakemäärä, milj. kpl	1,29	1,29	1,29
Markkina-arvo	4,4	4,4	4,4
Yritysarvo (EV)	10	9,7	9,3
P/E (oik.)	16,1	12,0	9,3
P/E	16,1	12,0	9,3
P/Kassavirta	neg.	5,9	7,2
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	8,8	7,6	6,7
EV/EBIT (oik.)	22,0	16,4	12,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	35,6 %	33,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,0 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/2

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme indikoima arvo Piipon osakkeelle on 2,51 euroa. Mallissamme odotamme pitkän aikavälin ennusteiden mukaista kasvua ja kannattavuutta, kun taas terminaali-jakson kasvuprosentti on 2 %. Tämä heijastelee arviota maito- ja lihatuotteiden kysynnän kasvun pitkän aikavälin tasosta ja Piipon kilpailukykyistä tarjontaa, joka mahdollistaa markkinoita nopeamman kasvun.

Mallin indikoimaa osakkeen arvoa painaa matalan marginaaliennusteen lisäksi yhtiön käyttöpääoman sitova liiketoimintamalli. Vaikka odotamme varastotason suhteellisen osuuden pienenevän kasvun myötä ei ennustemalli huomioi potentiaalia, joka piilee käyttöpääoman vapauttamisessa. Koska haaste on ollut liiketoimintamallissa pitkään ei mielestämme ole realistista laskea sen ratkeamisen varaan mallissa.

Käyttämässämme pääoman kustannuksessa (WACC) oman pääoman kustannus on korkeahko 10 %, mikä kuvastaa yhtiön keskimääräistä korkeampaa riskiprofilia. Oman pääoman tuottovaatimusta nostaa myös korkea 1,75 %:n likviditeetti-premio, joka on mielestämme perusteltu alhaisen vaihtovolyymien ja matalan vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrän (free-float) takia. Selkeästi maltillisemmän vieraan pääoman kustannuksen vuoksi koko pääoman kustannus laskee kuitenkin mallissamme kohtuulliselle 7,8 %:n tasolle.

Huomioitavaa on, että niin ikään DCF-mallissa

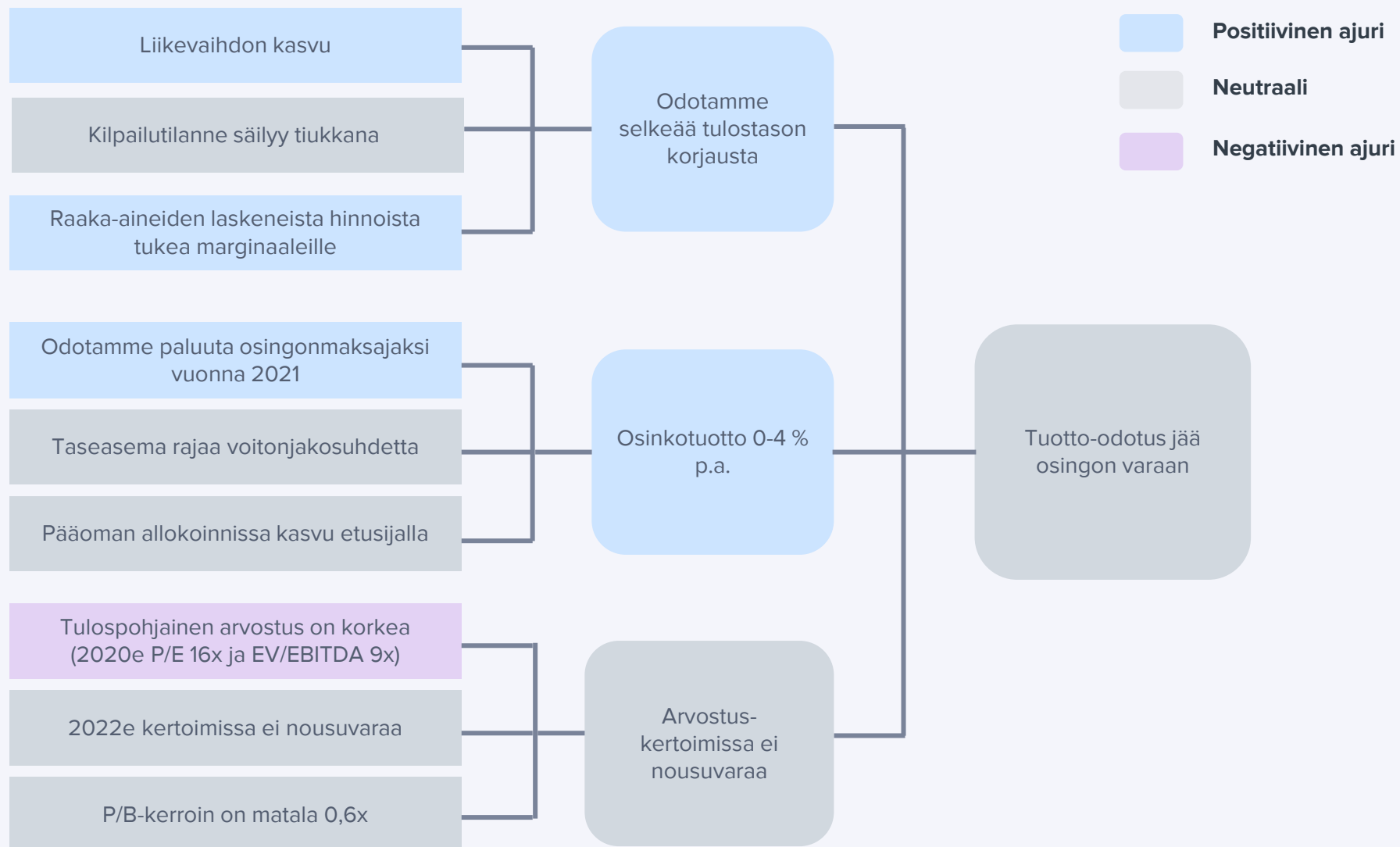
vuoden lopun korkea velkataso rankaisee osakkeen arvoa. Arvioimallamme vuoden keskimääräisellä velkatasolla malli antaisi osakekohtaisesti arvoksi noin 3,3 euroa osakkeelta.

Suositus ja tavoitehinta

Nostamme Piipon tavoitehinnan 3,2 euroon (aik. 3,0 euroa) ja suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy). Osakkeen arvostus on arvostuskertoimien valossa lyhyellä tähtäimellä korkea, mutta odottamamme tuloskasvu neutralisoi arvostuksen pidemmälle katsottaessa. Tätä heijastellen lähivuosien tuotto-odotus on näkemyksemme mukaan pitkälti osinkotuoton varassa (2020-2022e 0-3,6 %), mikä ei yksistään kannatele tuotto-odotusta riittävälle tasolle. Siten tuotto/riski-suhde jää mielestämme epätyytyttävälle tasolle.

Näkemyksemme mukaan osakkeen nousuvara nykytasolta edellyttäisi ennusteitamme nopeampaa tuloskasvua, kun taas keskeisimpänä lyhyen tähtäimen riskinä näemme sijoittajan kannalta odotuksiamme maltillisempaa liikevaihdon kasvua ja/tai kannattavuuden vahvistumista.

Osaketuoton ajurit 2020-2022



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,14	6,02	6,58	3,44	3,14	3,38	3,38	3,38	3,38
Osakemäärä, milj. kpl	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29
Markkina-arvo	6,6	7,8	8,5	4,4	4,1	4,4	4,4	4,4	4,4
Yritysarvo (EV)	10,0	11	11	11	9,8	10	9,7	9,3	8,9
P/E (oik.)	27,9	17,9	22,1	19,8	neg.	16,1	12,0	9,3	8,1
P/E	27,9	12,0	22,1	neg.	42,9	16,1	12,0	9,3	8,1
P/Kassavirta	neg.	14,8	13,2	neg.	4,1	neg.	5,9	7,2	6,2
P/B	1,0	1,1	1,2	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
P/S	0,4	0,5	0,5	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	10,4	9,0	11,3	23,1	10,2	8,8	7,6	6,7	6,1
EV/EBIT (oik.)	16,2	17,4	19,2	27,5	63,2	22,0	16,4	12,8	11,0
Osinko/tulos (%)	135,8 %	51,6 %	90,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	35,6 %	33,0 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	4,3 %	4,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,0 %	3,6 %	4,3 %

Lähde: Inderes

DCF-laskelma

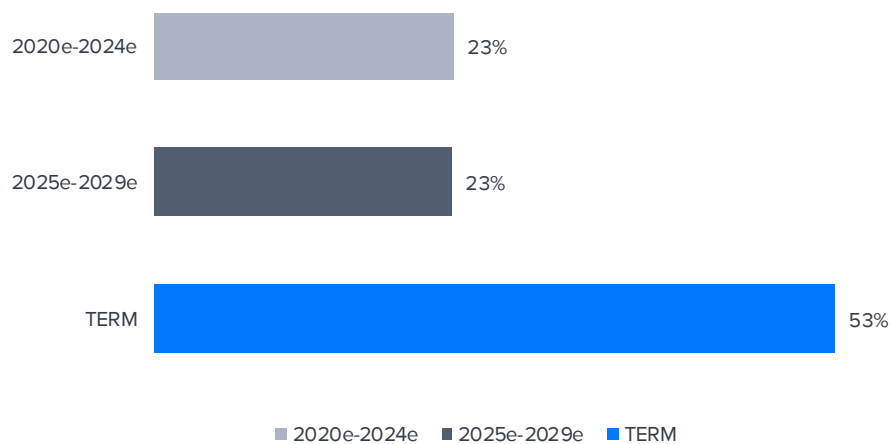
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7	0,8	0,8	
+ Kokonaispoistot	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	
- Maksetut verot	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,9	-0,4	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	1,8	0,7	1,2	1,1	1,1	1,1	1,3	1,2	1,0	1,0	0,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,8	-0,8	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,0	-0,1	0,7	0,6	0,7	0,7	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,0	-0,1	0,7	0,6	0,7	0,7	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	9,8
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,1	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	4,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		9,0	9,0	8,4	7,9	7,3	6,9	6,3	5,8	5,4	5,0	4,8
Velaton arvo DCF		9,0										
- Korolliset velat		-6,6										
+ Rahavarat		0,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		3,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,51										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieeraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksottain



Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	6,5	6,7	6,8	6,6	6,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Käyttöomaisuus	6,1	6,2	6,3	6,0	5,8
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	8,4	9,1	9,3	9,6	9,8
Vaihto-omaisuus	4,4	5,5	5,5	5,8	5,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,9	2,7	2,8	2,9	2,9
Likvidit varat	0,1	0,9	0,9	1,0	1,0
Taseen loppusumma	14,9	15,8	16,1	16,1	16,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	6,7	6,9	7,1	7,5	7,8
Osakepääoma	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Kertyneet voittovarot	4,1	4,2	4,4	4,8	5,1
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	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,0	1,8	2,8	2,6	2,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,0	1,8	2,8	2,6	2,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	6,2	7,1	6,2	6,1	5,9
Lainat rahoituslaitoksilta	4,8	4,8	4,1	3,8	3,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,5	1,0	1,2	1,4	1,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,9	1,3	0,9	0,9	0,9
Taseen loppusumma	14,9	15,8	16,1	16,1	16,2

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	17,3	17,3	16,8	17,3	17,6	EPS (raportoitu)	0,30	-0,12	0,07	0,21	0,28
Käyttökate	1,0	0,5	1,0	1,2	1,3	EPS (oikaistu)	0,30	0,17	-0,03	0,21	0,28
Liikevoitto	0,6	0,0	0,3	0,5	0,6	Operat. kassavirta / osake	0,86	-0,50	1,40	0,56	0,93
Voitto ennen veroja	0,5	-0,2	0,1	0,3	0,5	Vapaa kassavirta / osake	0,50	-2,60	0,77	-0,07	0,58
Nettovoitto	0,4	-0,2	0,1	0,3	0,4	Omapääoma / osake	5,48	5,21	5,32	5,48	5,77
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,4	0,1	0,0	0,0	Osinko / osake	0,27	0,00	0,00	0,00	0,10
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	12,9	14,9	15,8	16,1	16,0	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	0 %	-3 %	3 %	2 %
Oma pääoma	7,1	6,7	6,9	7,1	7,5	Käyttökatteen kasvu-%	-16 %	-52 %	98 %	23 %	10 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-5 %	-32 %	-62 %	204 %	26 %
Nettovelat	2,9	6,7	5,7	6,0	5,3	EPS oik. kasvu-%	-12 %	-42 %	-115 %	-891 %	34 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	5,8 %	2,8 %	5,7 %	6,8 %	7,3 %
Käyttökate	1,0	0,5	1,0	1,2	1,3	Oik. Liikevoitto-%	3,4 %	2,3 %	0,9 %	2,7 %	3,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	-1,1	0,9	-0,4	0,0	Liikevoitto-%	3,4 %	0,1 %	1,7 %	2,7 %	3,4 %
Operatiivinen kassavirta	1,1	-0,6	1,8	0,7	1,2	ROE-%	5,4 %	-2,3 %	1,4 %	3,9 %	5,0 %
Investoinnit	-0,5	-2,7	-0,8	-0,8	-0,5	ROI-%	5,8 %	0,2 %	2,1 %	3,4 %	4,3 %
Vapaa kassavirta	0,6	-3,4	1,0	-0,1	0,7	Omavaraisuusaste	54,9 %	45,1 %	43,5 %	44,1 %	46,6 %
						Nettovelkaantumisaste	41,3 %	99,1 %	83,1 %	84,2 %	71,6 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Pekka Piippo			33,5 %			EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Kari Hirvonen			12,2 %			EV/EBITDA (oik.)	11,3	23,1	10,2	8,8	7,6
Ville-Matti Piippo			11,2 %			EV/EBIT (oik.)	19,2	27,5	63,2	22,0	16,4
Lasse Piippo			11,2 %			P/E (oik.)	22,1	19,8	neg.	16,1	12,0
Olli-Pekka Piippo			11,2 %			P/B	1,2	0,7	0,6	0,6	0,6
						Osinkotuotto-%	4,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteen analytiikan palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.1.2016	Lisää	5,60 €	5,10 €
29.2.2016	Lisää	5,80 €	5,50 €
13.4.2016	Vähennä	5,80 €	6,00 €
29.8.2016	Lisää	6,70 €	6,20 €
14.11.2016	Lisää	6,90 €	6,12 €
30.1.2017	Vähennä	6,50 €	6,74 €
6.3.2017	Vähennä	6,75 €	6,54 €
11.4.2017	Lisää	6,75 €	6,01 €
17.8.2017	Vähennä	6,20 €	6,07 €
21.8.2017	Vähennä	6,20 €	6,12 €
19.1.2018	Vähennä	6,20 €	6,60 €
12.3.2018	Myy	5,00 €	5,80 €
4.6.2018	Vähennä	5,00 €	5,00 €
20.7.2018	Myy	4,00 €	4,62 €
15.8.2018	Myy	4,00 €	4,40 €
27.11.2018	Vähennä	4,00 €	3,76 €
14.3.2019	Vähennä	4,00 €	4,40 €
3.6.2019	Vähennä	3,40 €	3,30 €
19.8.2019	Myy	3,00 €	3,40 €
16.12.2019	Vähennä	3,00 €	3,20 €
28.2.2020	Myy	3,00 €	3,84 €
1.7.2020	Vähennä	3,20 €	3,38 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**