

Piippo

Yhtiöraportti

6/2018

inde
res.

Pitkän tähtäimen investoinnit painavat tuloskuntoa

04.06.2018

Toistamme Piipon tavoitehinnan 5,0 euroa ja nostamme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy). Odotamme Piipon jatkavan markkinoita nopeampaa kasvua myös lähivuosina, kun yhtiö saa uuden kapasiteetin markkinoille. Investointien ja kustannusinflaation myötä tuloskuntoa on kuitenkin paineessa lyhyellä tähtämellä ja siten seuraamme sivusta kokonaisuutena melko neutraalisti hinnoitellun Piipon kasvustrategian toteutusta.

Piippo toimii globaaleilla markkinoilla

Piippo on sitomiseen, hinaamiseen, nostamiseen ja kiinnittämiseen soveltuvien tuotteiden eli paalausverkkojen, köysien, lankojen, narujen valmistamiseen, markkinointiin ja myyntiin keskittynyt teollisuusyhtiö. Piipon liiketoiminta jakautuu kolmeen segmenttiin pitkälti asiakkaiden mukaisesti. Maataloussektoria palveleva Agri on segmenteistä selvästi suurin kattaen noin 80 % yhtiön liikevaihdosta. Kuluttajatuotteiden osuus oli vuonna 2017 noin 12 %, kun taas teollisuusasiakkaita palvelevan segmentin osuus oli loput noin 8 %. Yhtiön liiketoimintaportfolio painottuu huomattavasti Agriin. Piippo toimii globaalisti ja vie tuotteita tällä hetkellä yli 40 maahan ja viennin osuus oli 74% yhtiön liikevaihdosta vuonna 2017.

Kasvu jatkuu markkinoita nopeammin, mutta kannattavuus ei yllä potentiaaliinsa

Piipon kasvu on ollut 2000-luvulla vahvaa ja yleistä markkinoiden kasvua ripeämpää. Näin ollen yhtiö on voittanut markkinaosuutta, mikä todistaa yhtiön kilpailukykyyn olevan hyvä. Kasvu on tullut pääosin vientimarkkinoilta, mutta myös Suomen liikevaihto on pysynyt pitkällä aikavälillä lievässä kasvussa. Odotamme yhtiön jatkavan vahvaa kasvua myös tulevina vuosina, missä suuressa roolissa on vienti. Aikaisemmin kasvun uhkana on ollut kapasiteettirajoite, jota yhtiö taklaa mittavalla investoinnilla, joka valmistuu vuoden 2018 lopussa. Investoinnin myötä yhtiö saa tarvittavaa kapasiteettia jatkaa markkinoita nopeampaa kasvua tavoitteidensa mukaisesti. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 17,9 MEUR:oon ja vuonna 2019 18,8 MEUR:oon. Hyvästä kasvusta huolimatta arvioimme käyttökatemarginaalien olevan paineessa investoinnin aiheuttamien ylimääräisten kulujen takia, sekä myös muun kulurakenteen nousun myötä. Näin ollen kannattavuus jää alle yhtiön potentiaalisiin ja käyttökatemarginaalin ennusteemme ovat 5,9 % ja 6,6 % vuosille 2018 ja 2019.

Arvostus on kokonaisuutena melko neutraali, seuraamme kehitystä sivusta toistaiseksi

Piipon vuosien 2018e ja 2019e P/E-kertoimet ovat noin 17x ja 15x ja vastaavat EV/EBITDA kertoimet ovat 11x ja 9x. Tulospohjaisesti arvostus on siten korkea ja selvästi yli Piipon historiallisten kertoimien, mikä heijastelee heikkoa tuloskuntoa. Tasepohjaisesti Piippo on taas arvostettu 0,9x P/B-kertoimella (2018e), missä ei mielestämme ole merkittävää laskuvaraa. Näin ollen niin tulos- kuin tasepohjaisten kertoimien pohjalta arvioituna Piipon arvostus on kokonaisuutena melko neutraali, mitä myös kassavirtamallimme tukee. Oleellinen laskuvara mielestämme vaatisi tuloksen painumista tappiolle, mutta toisaalta nousuvaraa emme osakkeessa näe ilman selvää tulosennusteiden ylitystä.

Analyytikko

Petri Gostowski
+358 40 821 5982
petri.gostowski@inderes.fi



Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

Edellinen: Myy

5,00 EUR

Edellinen: 5,00 EUR



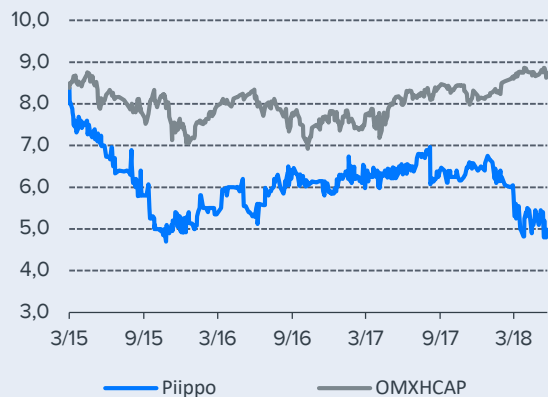
Osakekurssi: 5,00 EUR

Potentiaali: 0 %

Avainluvut

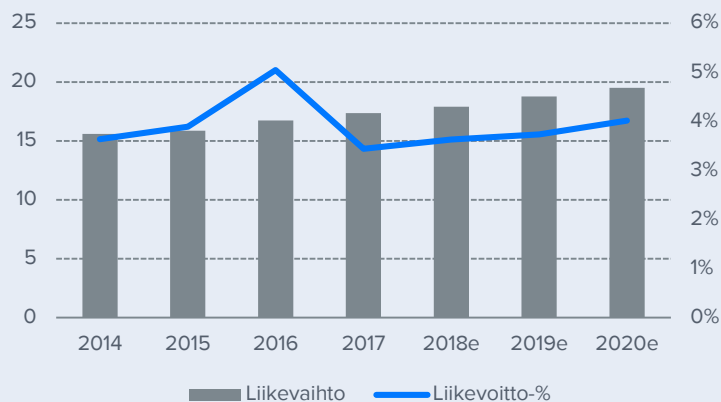
MEUR	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	17,3	17,9	18,8
<i>kasvu-%</i>	3,7 %	3,2 %	4,8 %
Käyttökate	1,01	1,05	1,24
<i>käyttökate-%</i>	5,8 %	5,9 %	6,6 %
Tulos ennen veroja	0,49	0,48	0,54
EPS (oik.)	0,30	0,29	0,33
Osinko	0,27	-	-
EV/EBITDA	14x	11x	9x
EV/EBIT	19x	18x	16x
EV/Liikevaihto	0,7x	0,6x	0,6x
P/E (oik.)	22x	17x	15x
P/B	1,2x	0,9x	0,8x
Osinko-%	4,1 %	0 %	0 %

Kurssikehitys



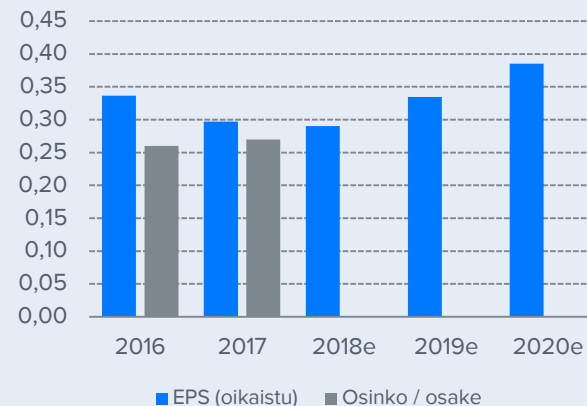
Lähde: Reuters

Liikevaihto (MEUR) ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

P/E (oik.)

17x

2018e

EV/EBITDA

11x

2018e

EV/S

0,6x

2018e

Osinko-%

0 %

2018e



Arvoajurit

- Agrin kasvu on yhtiön pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta keskeisin arvoajuri. Kasvu tulee sekä markkinan kasvun kautta että markkinaosuutta voittamalla.
- Kehittynyt tuoteportfolio
- Kapasiteetin kasvu



Riskitekijät

- Raaka-aineiden hinnat ovat mielestämme Piipon konkreettisimpia liiketoimintariskejä
- Kysynnän merkittävä heilahtelu ja riippuvuus suurimmista asiakkaista
- Yritysjärjestelyt ovat riski, sillä laadukkaita kohteita voi olla haastava löytää halvalla



Arvostus

- Tulospohjaisesti osake on selvästi yliarvostettu
- Tasepohjaisessa arvostuksessa on vaikea nähdä merkittävää laskuvaraa
- Tuotto-odotus on matala, koska emme odota yhtiön maksavan osinkoa lähivuosina

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-7
Sijoitusprofiili	s. 8-9
Liiketoimintamalli	s. 10-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 12-16
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 17-20
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	s. 21-23
Ennusteet	s. 24-26
Arvonmääritys ja suositus	s. 27-29
Taulukot	s. 30-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 34

Yhtiöesittely

Pieni yhtiö globaaleilla markkinoilla

Vuonna 1942 toimintansa aloittanut ja monilla aloilla operoinut Piippo on nykyään sitomiseen, hinaamiseen, nostamiseen ja kiinnittämiseen soveltuviin tuotteiden eli paalausverkkojen, köysien, lankojen ja narujen 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 konsernitason tasolla. Maataloussektoria palveleva Agri on segmenteistä selvästi suurin kattaen vuonna 2017 80 % yhtiön liikevaihdosta. Kuluttajatuotteiden osuus oli vastaavasti 12 %, kun taas kaapeliteollisuuden tuotteiden osuus oli loput 8 %. Liiketoimintaportfolio ja yhtiön kasvustrategia painottuvat huomattavasti Agriin, joka on yhtiön ydinliiketoiminta-alue. Vastaavasti kaapeliliiketoiminnan synergioiden myötä se on luonteva kokonaisuutta tukeva liiketoiminta kun taas Kuluttajatuotteet voidaan nähdä jossain määrin irrallisena ja tarjontaa tukevana kokonaisuutena. Siten sen irrottaminen konsernista jollain aikavälillä on realistista, mitä puoltaa myös sen yhtiöittäminen erilliseksi tytäryhtiöksi.

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 2000-luvulla trendinomaisesti. Viennin suhteellisen osuuden kasvu pysähtyi vuonna 2017, mutta arvioimme sen selittyvän projektiluontoisen kotimaankaupan hyvällä kysynnällä. Siten kasvun ajurina toimii edelleen nimenomaan viennin kasvu. Vuonna 2017 viennin osuus yhtiön koko liikevaihdosta oli 74 %. Piippo on siis pienestä koostaan huolimatta kansainvälinen yhtiö etenkin globaalisti operoivan Agri-liiketoiminnan myötä.

Kasvu on ollut markkinoita nopeampaa

Viimeisen kymmenen vuoden aikana Piipon liikevaihto on kasvanut vuoden 2007 9,7 MEUR:sta vuoden 2017 17,3 MEUR:oon. Tämä vastaa noin 6 %:n keskimääräistä vuosikasvua, mikä on arvioimme mukaan selvästi toteutunutta 2-3 %:n markkinakasvua nopeampaa. Yhtiö on siis voittanut markkinaosuuksia ja siten Piipon liikevaihtokehitystä voi mielestämme pitää hyvänä. Kasvu on tullut pääosin vientimarkkinoilta, sillä kotimaan osuus liikevaihdosta ei ole juurikaan kasvanut vastaavalla ajanjaksolla.

Kasvun jatkumisen kannalta yhtiön tuotantokapasiteetin riittävyys on keskiössä ja käsityksemme mukaan yhtiö on ollut tuotantorajoitteinen jo vuoden 2017 aikana tietyissä Agrin tuotteissa. Näin ollen yhtiön ilmoittama kapasiteetin laajennusinvestointi Outokummun tehtaalla on kasvun jatkumisen kannalta keskeistä. Arvioimme mukaan yhtiö saa uuden kapasiteetin vauhdittamaan kasvua vuoden 2019 alussa.

Kannattavuus on heilunut rajusti

Kannattavuuden osalta Piipon historiallinen

kehitys on ollut epätasainen. Viimeisen kymmenen vuoden keskimääräinen liikevoittomarginaali on ollut matalalla tasolla 4,4 %:ssa. Parhaimmillaan yhtiö ylsi vuonna 2003 jopa 9,4 %:n liikevoittomarginaaliin. Viimeisen viiden vuoden aikana liikevoitto (oikaistu) on kuitenkin jäänyt selvästi tätä heikommaksi ja on vaihdellut vuoden 2013 0,3 %:n ja vuoden 2015 3,9 %:n välillä ja on ollut keskimäärin 3 %:ssa. Vuosien 2016 ja 2017 jossain määrin poikkeukselliset vastoinkäymiset (varaston alaskirjaus sekä Venäjän tytäryhtiön tappiot) ovat painaneet entisestään matalaa kannattavuutta. Sisällytämme molemmat oikaistuun liikevoittoon raportissamme, sillä mielestämme varastojen arvon tarkastelu ja ulkomaisen tytäryhtiön riskit ovat osa yhtiön jatkuvaa liiketoimintaa.

Liiketappiota yhtiö ei kuitenkaan ole vuosina 2003-2017 kannattavuuden heilumisesta huolimatta tehnyt, joten yhtiön liiketoimintamalli näyttää kestävästi liikevaihdon muutoksia kokonaisuutena jopa yllättävän hyvin.

Omistajarakenne

Piippo on pysynyt vahvasti perheomisteisena, sillä Antti Piippo ja Pekka Piippo omistavat yhtiöstä edelleen yhteensä lähes 70 %. Entisen toimitusjohtajan Kari Hirvosen osuus on reilut 12 %, kun taas muille noin 460 omistajalle jää yhteensä noin 20 %:n osuus yhtiöstä. Omistus on siis todella keskittynyt suurille avainomistajille, minkä arvioimme pitävän osakkeen likviditeetin heikkona myös jatkossa. Sijoittajien tulee mielestämme huomioida tämä arvonmäärityksessä tuntuvana likviditeettipreemiona ainakin toistaiseksi.

Piippo lyhyesti

Piippo on sitomiseen, hinaamiseen, nostamiseen ja kiinnittämiseen soveltuvien tuotteiden eli paalausverkkojen, köysien, lankojen, narujen valmistamiseen, markkinointiin ja myyntiin keskittynyt teollisuusyhtiö.

- Agri
- Kuluttajatuotteet
- Tuotteet kaapeliteollisuuteen

17,3 MEUR (+3,7 % vs. 2016)
LIIKEVAIHTO 2017

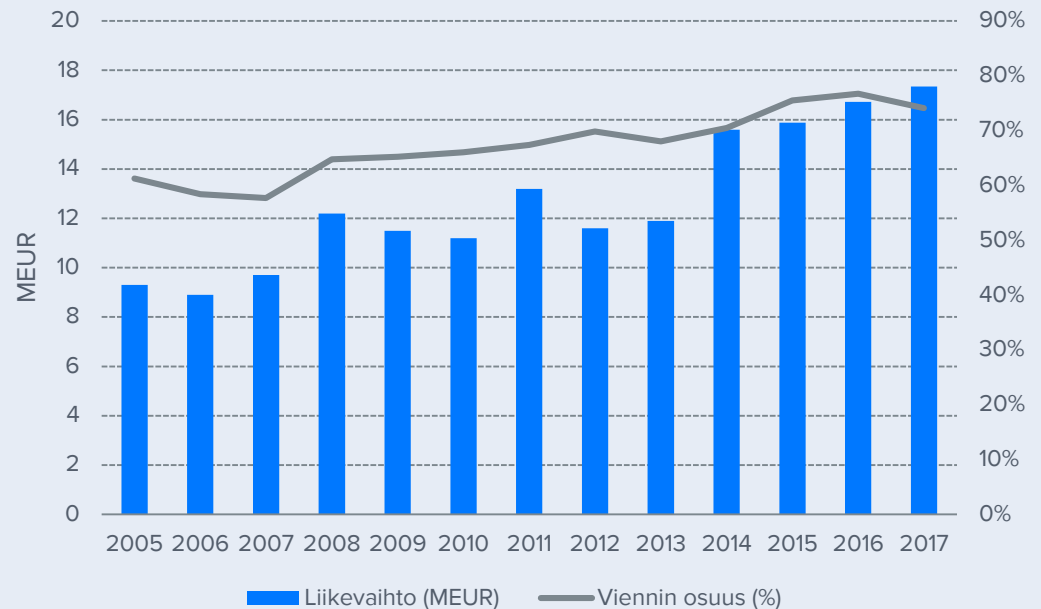
1,01 MEUR (5,8 % lv:sta)
KÄYTTÖKATE 2017

93 HENKILÖÄ
1 TEHDAS

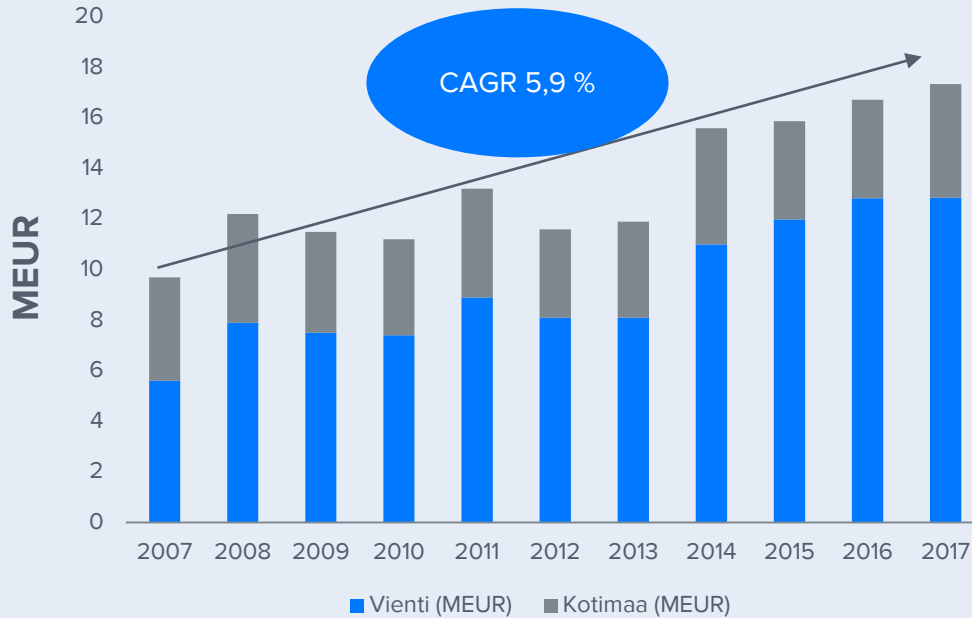
**Vientiä yli
40 maahan**

Piippo on pienellä, mutta globaaleilla markkinoilla merkittävän kokoluokan toimija.

Kasvuhakuisuuden ja kotimarkkinoiden pienen koon vuoksi yhtiö hakee kasvua globaalisti, mistä yhtiöllä on hyvät näytöt.



Piipon liikevaihdon kehitys ja vientimarkkinat



Sijoitusprofiili

Piippo profiloituu kasvuyhtiöksi

Näkemyksemme mukaan Piippo profiloituu selkeästi kasvuyhtiöksi, mitä yhtiö pyrkii edistämään sekä orgaanisilla että epäorgaanisilla kasvuhankkeilla. Mielestämme keskeisin tekijä Piipon arvonluonnin kannalta on sen kasvu, jonka kehitystä sijoittajien tulee seurata pitkällä aikavälillä.

Potentiaali

Mielestämme Piipon positiiviset arvoajurit ovat:

- **Agrin kasvu** on yhtiön pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta keskeisin arvonluonnin ajuri. Kasvu on ollut yleistä markkinaa nopeampaa viime vuosina, minkä lisäksi yhtiö selvittää mahdollisuuksia kasvua epäorgaanisesti. Arviomme mukaan Agrin kannattava kasvu pohjautuu suurelta osin yhtiön omiin tuotemerkeihin ja laajoihin jakelukanaviin, minkä odotamme johtavan tuloskasvuun yhdessä liikevaihdon kasvun kanssa. Yritysjärjestelyn tuoman kasvupotentiaalin lisäksi näemme suuren kokoluokan investoinnin olevan yhtiön kannalta myös riski, minkä takia käsittelemme sitä myös riskien puolella.
- **Kehittynyt tuoteportfolio** tuo Piipolle kilpailuetua, kun yhtiön strategia nojaa laatuun ja erilaistumiseen. Etenkin Agri-segmentissä yhtiöllä on tietävästi markkinoiden lujimmat paalaustuotteet. Lujuuden ansiosta loppukäyttäjien tuotanto ja logistiikka tehostuu, minkä ansiosta asiakkaat ovat valmiita maksamaan tuotteista preemiohinnan markkinalla, jossa katteet ovat kroonisesti alhaiset. Tämä taas mahdollistaa sen, että Piippo on alan

kannattavimpia toimijoita globaalisti.

- **Pääomien vapautuminen** varastotasojen alentamalla 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 arvон 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.
- **Arvoketjupositiio** on mielestämme eräs Piipon konkreettisimmista liiketoimintariskeistä. Raaka-aineiden hinnat määräytyvät maailmanmarkkinoilla kysynnän ja tarjonnan mukaan, kun taas Piipon

hinnoitteluvoima on mielestämme lopulta melko rajallinen suurempia ja vahvempia asiakkaita kohtaan. Lisäksi jakelijat ovat saaneet Piipon toimimaan jakeluportaassa varastoijan roolissa, mikä heikentää yhtiön pääoman tuottoa. Kolmanneksi Piipon tuotteiden loppukäyttäjien taloudellinen liikkumavara on heikko maatalousalan 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 kokonaisymyynnistä 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.
- **Yritysjärjestelyiden epäonnistuminen** on riski, sillä ylihinnan maksaminen, synergioiden yliarviointi ja ostokohteen integroinnin epäonnistuminen voivat muodostaa pitkäaikaisia taloudellisia rasitteita yhtiölle. Arviomme mukaan yhtiön tavoitteena on toteuttaa merkittävä kasvuloikka nykyisen strategiakauden aikana yritysoston avulla, joten sijoittajien on luotettava yhtiön kykyyn luoda omistaja-arvoa yrityskaupalla.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Markkinaosuuden voittaminen Agrissa
- Tuoteportfolion laatu ja brändi
- Premiohinnoittelu mahdollistaa alan korkeimman kannattavuuden
- Vahva kasvuhakuisuus

Riskit

- Arvoketjupositio
- Kilpailun oleellinen kiristyminen
- Kysynnän vaihtelu
- Varastoriski
- Yritysjärjestelyiden epäonnistuminen

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamalli on perinteinen teolliselle valmistajalle

Piipon liiketoimintamalli on mielestämme 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 räätälöitynä noin 250.

Myös alihankinnalla on roolinsa

Tehtaan pullonkaularajoitteiden takia Piippo on käyttänyt viime vuosina tuotannossa myös alihankintaa. Lisäksi yhtiö on vastikään tiedottanut siirtyvänsä kuluttajaliiketoiminnassa entistä enemmän malliin, jossa se myy kolmannen osapuolen valmistamia tuotteita. Käytännössä yhtiön myymä tuotevalikoima kattaa jatkossakin laajan valikoiman, mutta siitä pienempi osa on yhtiön itse valmistamaa. Agrissa sen sijaan valmistus on tukevasti yhtiön omissa käsissä ja käynnissä oleva investointi Outokummun tehtaaseen kasvattaa yhtiön omaa valmistuskapasiteettia.

Myynti ja markkinointi on pitkälti omissa 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) 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 yli 30 vuotta pitkiä.

Kuluttajatuotteissa Piipon asiakkaita ovat tukkuliikkeet ja muut jälleenmyyjät, jotka välittävät sekä Piipon valmistamia ja Piippo-brändillä myytäviä tuotteita sekä jatkossa myös entistä enemmän 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 kappaletavara kauppana. Tätä kauppiaiden käyttöpääomaa vähentävää toimintamallia yhtiö käyttää tuotelaadun lisäksi kilpailukeinona kuluttajaliiketoiminnassa, sillä 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 projektiaktiviteetin 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, jotka tekevät liiketoiminnasta pienilläkin volyyymeilla kannattavaa.

Liiketoimintamalli näkyvä varastotasoissa

Piipon toimintamallin heikkous on siinä, että se sitoo yhtiöltä merkittävästi pääomia varastoon sen lisäksi, että myös kiinteää omaisuutta tarvitaan liiketoiminnassa melko paljon. Tämä taas heijastuu yhtiön pääomantuottoon. 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 varastotasojan markkinan mukaisesti pitkässä juoksussa. Nykyisessä vahvan ja joissain tuotteissa tuotannon ylittävässä kysynnän tilanteessa tämä ei kuitenkaan ole olennainen riskitekijä.

Make to order-kilpailijoita vastaan yhtiö on taas onnistunut kilpailussa, kun Piippo on voinut taata asiakkaille nopeat toimitusajat. Varastoriskin kantamisen kääntopuolena on siten markkinaosuuden voittaminen ja siten yleistä markkinaa nopeampi kasvu.

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Inderesin arvio Piipon liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/3)

Strategisena ajurina kasvu

Piipon vuoteen 2022 asti ulottuvan strategiakauden päätavoitteena on liikevaihdon kasvu. Kasvutavoite kulminoituu ennen kaikkea pääliiketoiminta-alueeseen eli Agriin, jossa yhtiöllä on parhaat kasvumahdollisuudet ja joka on yhtiön suurin liiketoiminta-alue. Agrin kasvu tulee globaaleilta markkinoilta, jotka kasvavat arviolta noin 2-3 % vuodessa keskimäärin. Yhtiö tavoittelee markkinoita nopeampaa kasvua eli markkinaosuuden voittamista kilpailukykyisellä tuoteportfoliolla. Kannattavuuden yhtiö odottaa pysyvän strategiakaudella edellisten vuosien tasolla (2014-2016 keskimäärin 3,8 %).

Laatu tuo kilpailuetua

Piipon strategia nojaa kaikissa segmenteissä 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 organisaatio onkin varsin virtaviivainen ja matala.

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

vaihtoaikoja paalauksessa ja lujuuden ansiosta samaan merikonttiin mahtuu enemmän paaleja. Yhtiön paalausverkoille suunnittelema Hybrid-tuotantokonsepti on myös materiaalitehokas, mikä on tärkeää tuotantokustannusten ja kestävän kehityksen kannalta. Kuluttajatuotteissa yhtiö on luonut tuoteominaisuuksiltaan, käytettävyydeltään ja toimitusketjultaan edistyneen Rollerit-tuoteperheen kehittyneiden maiden halpatuotteiden kilpailijoiksi. Kaapeliteollisuuden tuotteissa Piipolle etumatkaa antavat tuotteiden pituus ja täyttöominaisuudet. 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 voittaa markkinaosuuksia. Etelä-Amerikan markkinan potentiaalia rajaa paalauslankojen vielä melko yleinen käyttö, jonka vuoksi paalausverkkomarkkina on suuressakin maatalousmarkkinassa melko pieni. Globaalisti maatalousmarkkinoilla paalauslankojen osuus on kääntynyt uudelleen nousuun kysynnän kääntynyt uudelleen viime vuosina nousuun, 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 kertonut siirtyvänsä 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. Siten emme poissulje mahdollisuutta, että yhtiö irtaantuisi Kuluttajatuotteista keskipitkällä aikavälillä.

Kasvu edellyttää investointeja

Piipon Outokummun tehtaan kapasiteetti on käytännössä täydessä kuormassa ja arvioimme yhtiön olevan enemmän tuotanto- kuin myyntirajoitteinen. Näin ollen lisäkapasiteetti-investointi on välttämätön ja Outokummun laajennus tuo yhtiölle lisäkapasiteettia joka mahdollistaa strategian mukaisen markkinoita nopeamman kasvun jatkumisen. Noin 2,5 MEUR:n investointi tuo arvioimme mukaan karkeasti noin 2 MEUR:n liikevaihtopotentiaalin ja siten kapasiteetti riittää ennustamamme volyymikasvun ajuriksi aina vuoteen 2020 asti. On huomioitava, että koko investointi ei kohdistu kalustoon, sillä Outokummun tehdas vaatii uudelleenjärjestelyjä, jotta uusi linja saadaan sisällytettyä tehdaskokonaisuuteen. Laajennusinvestoinnin on tarkoitus valmistua vuoden 2018 loppuun mennessä ja näin ollen yhtiö saa uuden kapasiteetin vuodelle 2019 ja tärkeälle alkuvuoden myyntikaudelle.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/3)

Arviomme mukaan koko strategiakauden ajan markkinoita nopeampaa kasvua laajennusinvestoinnin tuoma lisäkapasiteetti ei kuitenkaan kannu. Näin ollen yhtiön tulisi jatkaa investointeja kuluvana vuonna valmistuvan investoinnin lisäksi ja/tai kasvaa epäorgaanisesti. Strategisesti yhtiön olisi kannattavaa lisätä kapasiteettia lähempänä kasvumarkkinoita, sillä logistiikkakustannukset syövät tuntuvasti kroonisesti matalakatteisen alan marginaaleja. Lisäksi arvioimme Outokummun tehtaan sijainnin heijastuvan myös raaka-aineiden hankinnan kustannuksiin niitä nostavasti ja tätä voitaisiin pienentää paremmalla maantieteellisellä positioimisella.

Alan marginaalipotentialin kannalta työvoimakustannukset ovat käytännössä ainoa merkittävä kustannuskomponentti, johon yhtiö voi vaikuttaa. Näin ollen investoinnin tulisi kohdistua matalamman työvoimakustannuksen maahan. Arviomme mukaan täysin tyhjistä lähtevä (nk. greenfield) investointi ei kuitenkaan yltäisi alan marginaalitasoilla riittävään pääoman tuottoon eikä se siten ole yhtiön kannalta relevantti vaihtoehto. Näin ollen kasvua tulisi kiihdyttää epäorgaanisen kasvun avulla.

Epäorgaanisen kasvun haasteeksi muodostuu kuitenkin se, että potentiaalisia kohteita on haastavaa löytää. Arviomme mukaan hajanaisen kilpailijakentän toimijat ovat heikon kannattavuuden perheyityksiä, joiden hinnoittelu ei kuitenkaan vastaa niiden tuloksetekokykyä. Näin ollen arvioimme, että yhtiön laatustandardit täyttäviä kohteita ei ole useita.

Taloudelliset tavoitteet

Piipon vuoteen 2022 asti ulottuvan strategiakauden taloudelliset tavoitteet ovat:

- **Markkinoita nopeampi kasvu**
- **Kannattavuus edellisten vuosien tasolla**
- **Omistaja-arvon kasvattaminen**

Piipolla on vahvat näytöt markkinoiden kasvua nopeammasta kasvusta, joten mielestämme kasvutavoite on realistinen myös kuluvalle strategiakaudelle, sillä pidämme yhtiön tuoteportfolion kilpailukykyä edelleen vahvana. Paalausverkoissa arvioimme kasvua rajoittavan tuotantokapasiteetti, mutta rajoituksen poistuvan kuluvan vuoden loppuun mennessä investoinnin myötä, joten Piipolla on avaimet markkinoita nopeampaan kasvuun strategiakaudella.

Kannattavuus jää alle potentiaalin

Piipon käyttökatemarginaali on ollut vuosien 2014-2016 aikana 5,8-7,2 %:n tasolla. Arvioimme yhtiöllä olevan edellytykset pitää kannattavuus tämä haarukan sisällä kasvustrategian toteuttamisen aikana. Käytännössä kannattavuutta suhteessa liiketoiminnan potentiaaliin rajaa lyhyellä tähtäimellä raaka-aineiden kustannus- ja palkkainflaation lisäksi investoinnin synnyttämät ylimääräiset kustannukset, jotka ovat Piipon tuloksen kokoluokassa huomattavat.

Yhtiön aiempi 8 %:n käyttökatemarginaalitavoite on Piipolle edelleen näkemysmme mukaan täysin realistinen ja arvioimme mukaan tätä tasoa yhtiöltä voidaan odottaa pitkällä tähtäimellä. Yhtiö on myös pystynyt saavuttamaan tämän tason viisi kertaa vuosina 2004-2016.

Nykyisen strategiakauden kasvupanostukset kuitenkin hidastavat täyteen kannattavuus-potentiaaliin yltämistä ja näin ollen kasvu tulee jossain määrin kannattavuuden kustannuksella. Yhtiö on historiallisesti edennyt investoinneissa pienin askelin ja kapasiteettirajoite on tullut vastaan muutaman vuoden välein ja on arviomme mukaan hidastanut kasvua. Siten pidämme ripeämpää investointivauhtia nyt perusteltuna, jotta yhtiö luo pohjaa pidempikestoiselle jatkuvalla kasvulle.

Omistaja-arvon kasvattaminen tulee tulokasvun ja/tai onnistuneiden yrityskauppojen kautta

Yhtiö tavoite kasvattaa omistaja-arvoa nivoutuu oleellisesti yhteen kasvu- ja kannattavuustavoitteiden kanssa, sillä yhtiön omistaja-arvon luonti on vahvasti sidoksissa liikevaihdon kasvun ajamaan tulokasvuun. 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, josta yhtiön näytöt viime vuosilta ovat heikot. Siten seuraamme nykyisellä strategiakaudella nimenomaan pääoman tuoton ja kustannuksen suhdetta, mikä tarjoaa mittatikun taloudellisen lisäarvon luonnille.

Myös yrityskauppojen kautta yhtiöllä on mahdollisuus luoda omista-arvoa, mikäli tietyt reunaehdot toteutuvat. Arviomme mukaan yhtiö haarakoi aktiivisesti potentiaalisia yritysostokohteita, joten sijoittajien tulee luottaa yhtiön kykyyn tehdä omistaja-arvoa kasvattavia yritysostoja.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/3)

Omistaja-arvon luominen yritysostoilla

Mikäli Piippo pyrkii vauhdittamaan kasvua yritysoston avulla on transaktion omistaja-arvon luonnin kannalta keskiössä ostettavasta kohteesta maksettava hinta, laatu sekä kaupan rahoitusrakenne. Piipon nykyinen rahoitusasema ei mielestämme mahdollista käteisellä tehtävää yrityskauppaa, jotta yhtiö voisi ostaa lähempänä kasvumarkkinoita sijaitsevan varteenotettavan kokoluokan toimijan. Arvioimme pohjautuu oletukseen, että käynnissä oleva investointi nostaa yhtiön velan määrän tasolle, jonka jälkeen se ei saisi enää sen havitteleman kokoluokan yrityskauppaa toteutettua pelkällä velkarahalla.

Osakeanti olisi yhtiölle yksi mahdollinen keino rahoittaa yritysosto. Annin toteutusta arvioitaessa on kuitenkin huomioitava, että yhtiön listautumisanti ei yltänyt tavoitekokoluokkaansa eikä yhtiön taloudellisen lisäarvon luomisen track record annin jälkeen ole vahvalla tasolla. Perustelemme taloudellisen lisäarvon luomisen keskinkertaista track recordia sillä, että yhtiön pääoman tuottotaso on jäänyt viime vuosina alle mielestämme perustellun pääoman tuottovaatimuksen. Vuosien 2014-2017 ROCE-% on noin 7 %, kun taas Piipolle käyttämämme pääoman tuottovaatimus on 8,1 %. Näin ollen yhtiön tulisi mielestämme laatia erittäin konkreettinen ja selvä suunnitelma askeleista pääoman tuoton nostamiseksi, jotta se voisi perustella sijoittajille annin. Konkreettisia askeleita pääoman tuoton nostamiseksi ovat kannattavuuden parantaminen ja varaston pienentämisen kautta syntyvä käyttöpääoman vapautuminen (s. taseen pienentäminen).

Merkintäoikeusannissa yhtiön keskittynyt

omistajarakenne käytännössä edellyttäisi, että sen yhtiön pääomistajat olisivat valmiita laittamaan yhtiöön lisää pääomia. Vastaavasti uusannissa yhtiö saisi hajautettua keskittynyttä omistajarakennetta, mutta silloin nykyisten omistajien olisi suostuttava omistuksensa diluutioon. Jossain määrin tätä voisi kuitenkin perustella osakkeen mahdollisella likviditeetin parantumisella. Suunnattu anti taas edellyttäisi uusien ankkuriomistajien löytämistä, ja näiden tulisi olla valmiita sitoutumaan pitkäaikaiseen omistajuuteen. Tämä ei kuitenkaan muuttaisi osakkeen likviditeettihaastetta, jos yhtiöön tulisi muutama suuren kokoluokan omistaja lisää.

Vaihtoehtoisesti yhtiö voi käyttää transaktiossa maksuvälineenä omaa osakettaan, jolloin myyjät tulisivat Piipon omistajiksi. Tämä luonnollisesti edellyttää, että myyjät ovat valmiita jatkamaan muodostuvassa kokonaisuudessa omistajina. Haastavaksi oman osakkeen käyttämisen tekee kuitenkin Piipon nykyinen arvostus, joka on alle osakekohtaisen oman pääoman, mikä tulee huomioida, kun osaketta käytetään maksuvälineenä. Käyttäessä alle oman pääoman tasearvolla omaa osaketta maksuvälineenä, tulee ostettavan kohteen pääoman tuoton olla omaa vastaavaa selvästi korkeampi. Vastaavasti, jos ostettavan kohteen pääoman tuotto on noin Piipon tasolla, siitä maksettavan hinnan tulee olla merkittävästi alle sen oman pääoman tasearvon. Käytännössä Piipon oman osakkeen hinnoittelu alle oman pääoman tasearvon tulisi saada kompensoitua alhaisemmalla kauppahinnalla, jonka tulisi olla matala jo pelkästään alan kroonisesti alhaisen pääoman tuottotason takia. Arvioimme, että yhtiön voi olla hankalaa saada neuvoteltua riittävän alhainen kauppahinta, jotta kokonaisuus luo omistaja-arvoa ja se vaatii erittäin tiukkaa

neuvottelukykä.

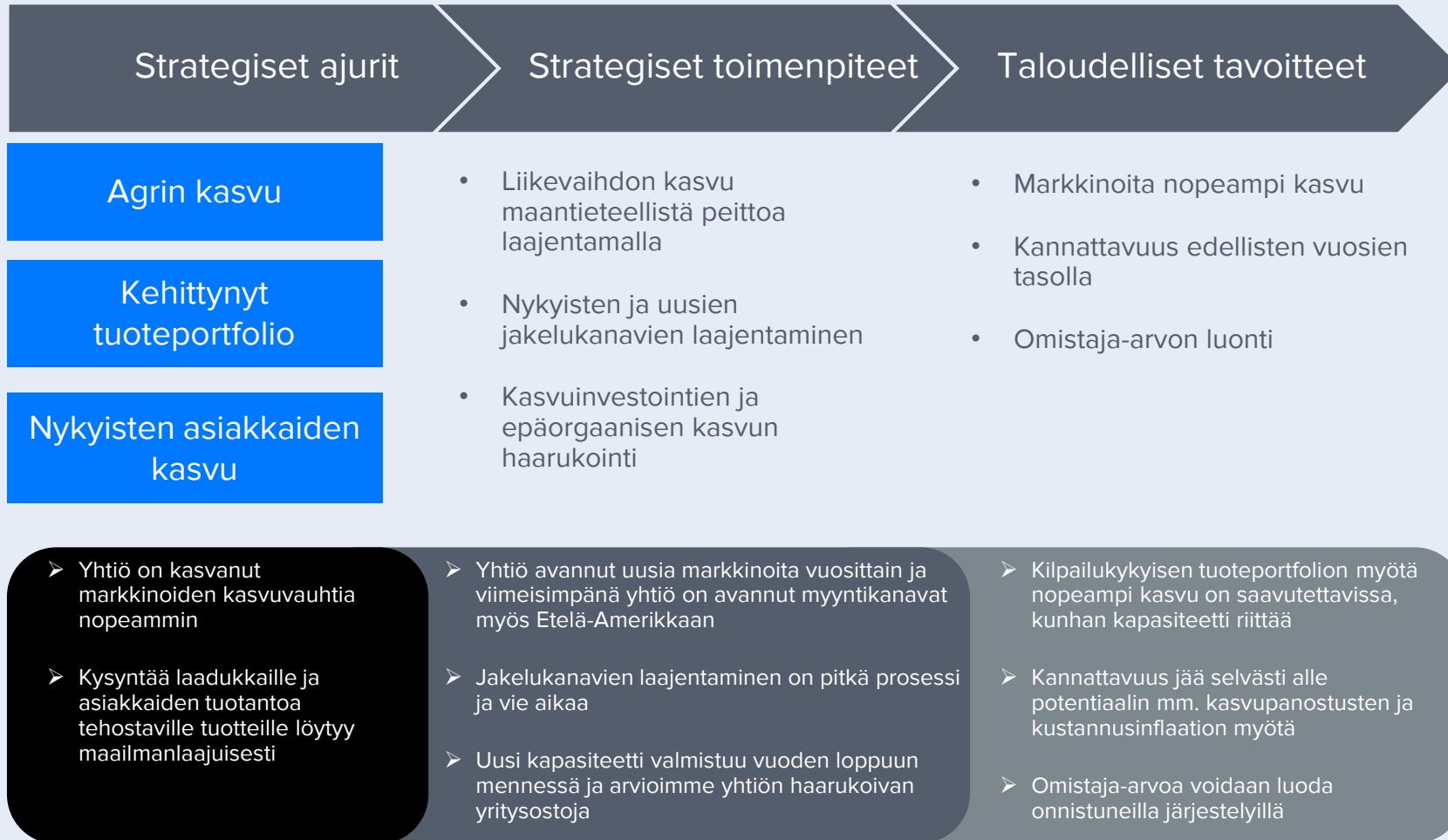
Taserakenne

Piipolla ei ole tällä hetkellä taseen omavaraisuusasteen tai velkaantuneisuuden osalta taloudellisia tavoitteita. Historiallisesti ja vanhan taloudellisen tavoitteen mukaisesti yhtiön omavaraisuusaste on ollut noin keskimäärin 45 %:ssa. Tämä on mielestämme jossain määrin korkea taso ja taseessa tulee olla tuntuva velkavipu pääoman tuoton kohottamiseksi. Arvioimme yhtiön kuitenkin pyrkivän pitää omavaraisuusasteen yli 35 %:ssa. On huomioitava myös, että velan määrää rajaa velanhoidokyky (nettovelka/EBITDA 2018e noin 5x), sillä se rajaa absoluuttisen nettovelan kasvattamista vaikkakin yhtiö saa arvioimme hyvin halpaa (korke noin 1-2 %) velkaa nykyisessä korkoympäristössä.

Osingonjakopolitiikka

Yhtiöllä ei ole voimassa olevaa osingonjakopolitiikkaa ja arvioimme, että yhtiön aikeissa on käyttää tulo-rahoitus investointeihin osingon sijaan lähivuosina. Haastavaksi kokonaisuuden kuitenkin tekee yli 10 %:n osuuden yhtiöstä omistava omistaja, joka vaatii vuodelta 2017 maksettavan osinkoa. Tämä yhtiön on huomioitava lain pohjalta. Mielestämme yhtiön pitkän aikavälin sijoittajatarinan kannalta investoinnit ovat nyt kriittisiä ja yhtiön olisi perusteltua luopua osingosta. Ennusteissamme odotamme ettei yhtiö maksa osinkoa lähivuosina, mutta myös jatkossa yli 10 %:n osuuden omistajat voivat vaatia osinkoa ja siten pakottaa yhtiön varojen jakoon.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet yhteenveto



Piipon yritysostostrategia

Kriteeristö yritysostoille



Omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla



Toimiala ja kilpailukenttä (1/3)

Agrin portfoliossa tuore- ja kuivarehupaalaus

Piipon suurimman segmentin eli Agrin tuotevalikoima koostuu paalauslangoista ja paalausverkoista sekä paalien suojaverkoista. Tuotevalikoiman täydentämiseksi yhtiö välittää asiakkailleen myös muiden yhtiöiden valmistamia paalausmuoveja. Tämä on tärkeää, sillä kokonaisvaltainen tuoteportfolio on keskeinen kilpailutekijä pääosin tukkuliikkeille tapahtuvassa myynissä. Asiakkaitaan Piippo ei ole avannut, mutta Suomessa arvioimme Hankkijan (entinen Agrimarket) kaltaisten kone- rauta- ja puutarhakauppioiden kuuluvan Piipon asiakkaisiin. Ulkomailta asiakkaat ovat vastaavia toimijoita.

Piipon paalauslangat soveltuvat kaikkiin eri paalaus-tyyppeihin. Vastaavasti paalausverkkopuolella yhtiön tarjonta käsittää sekä ala- keski- että yläsegmentteihin suunnitellut tuotteet, jotka eroavat toisistaan esimerkiksi lujuuksien, pituuksien, painojen suhteen ja UV-kestävyyksien suhteen. Erot saman tuotekategorian tuotteiden hinnoissa voivat olla huomattaviaakin, 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. Toinen merkittävä rehun käyttäjä on tietyissä maissa (esim. Tanska) olkea polttoaineena käytävä energiateollisuus. Arviomme mukaan rehun kysyntä painottuu melko selvästi maataloussektorille, mutta energiakäytön suhteellinen paino voi kuitenkin

tulevaisuudessa nousta, kun hiilidioksidipäästöjä pyritään laskemaan bioenergian suhteellista osuutta lisäämällä.

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 muovikääreen verkon lisäksi. Verkkopaalaukseen soveltuvia tuotteita Piippo on tarjonnut asiakkailleen vuodesta 2000 alkaen. Menetelmä on voittanut markkinaosuuksia etenkin Euroopassa ja on yleistymässä myös muissa maissa. Amerikassa verkkopaalaus on jo merkittävässä roolissa mutta Venäjällä, Etelä-Amerikassa ja Aasiassa se on vasta tulossa käytettävien menetelmien joukkoon, joten Piipolle riittää mielestämme hyvää kasvupotentiaalia tällä saralla.

Pyöröpaalausta olisi mahdollista korvata myös paalauskalvomenetelmällä, mutta sen yleistymistä ovat rajoittaneet menetelmän edellyttämät suuret koneinvestoinnit. Sen yleistymisen onkin rajoittunut toistaiseksi lähinnä Pohjoismaihin. Lisäksi Piippo valmistuttaa alihankkijoillaan paalauskalvoa, joten yhtiö pystyy seuraamaan tarkasti menetelmän saavuttamaa suosiota ja ottamaan tarvittaessa myös paalauskalvot omaan tuotantonsa. Paalauksen kanssa kilpailee tuorerehun säilöminen siloihin, 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 megatrendejä. Nämä megatrendit 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.

Yhdistyneiden kansakuntien elintarvike- ja maatalous-järjestön (FAO) mukaan keskimäärin maailmassa kulutetaan noin 34 kg lihatuotteita ja maitotuotteita jopa noin 110 kg henkeä kohden. Tiedoissa on eroja lähteiden mukaan, mutta Piipon kannalta keskeisempää on markkinoiden kasvuvauhti. Huomioitavaa on myös, että lopputuotteiden kulutus on jakautunut varsin epätasaisesti paljon kyseisiä tuotteita henkilöä kohti kuluttavien kehittyneiden ja vähäisten kulutusmäärien kehittyvien maiden välillä. Itä-Euroopan niin sanotut transitiotaloudet asemoituvat kehittyneiden ja kehittyvien maiden väliin. Tämä kuvastaa olemassa olevaa elintaseroa kehittyvien ja kehittyneiden maiden välillä tällä hetkellä.

Toimiala ja kilpailukenttä (2/3)

Kasvupotentiaali on kehittyvissä 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. Viimeisten viidentoista 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 2-3 % vuodessa johtuen kulutuksen täysin erilaisista lähtötasoista ja väestön kasvun rakenteesta.

Markkinoiden kasvunäkymä on suurin piirtein samanlainen seuraavalle vajealle kymmenelle vuodelle. FAO ennustaa vuoteen 2026 mennessä maito- ja lihatuotteiden kulutuksen henkilöä kohden kasvavan maailmanlaajuisesti noin 1,5 % vuodessa. Kehittyvien markkinoiden osuus maitotuotteiden kasvusta on noin 2 %, kun taas kehittyneiden maiden kysynnän ennustetaan kasvavan vain joitain prosentin kymmenyksiiä. Kehittyneillä markkinoilla lihatuotteiden kysynnän kasvu jää myös prosentin kymmenykseen, kun taas kehittyvät markkinat kasvavat FAO:n mukaan 2,1 % vuodessa lähivuosina.

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 1,5-

2,0 % globaalisti, kun huomioidaan myös ainakin joissakin maissa kasvussa oleva oljen käyttö energiateollisuudessa. 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). Paalaustuotteiden kysyntä tulee arviomme mukaan olemaan jonkun verran lopputuotteiden kysyntää volatiilimpaa, koska säät vaikuttavat yksittäisten vuosien satokausiin. Kuitenkin moniin muihin toimialoihin verrattuna myös paalaustuotteiden kysynnän pitäisi olla verrattain tasaista. Nykyisessä vahvassa taloussympäristössä markkinoiden kasvu arviomme mukaan ylittää pitkän aikavälin kasvun ja siten mielestämme Piipon indikoima 2-3 %:n markkinakasvu keskipitkällä aikavälillä on realistinen.

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 500 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 organisesti ja epäorganisesti kasvanut israelilainen Tama Plastics, jonka markkinaosuus on jopa 50 %.

Poikkeuksellista markkina-asemaa selittää yhtiön liiketoimintamalli, sillä Tama Plastics on suuri omamerkkivalmistaja (OEM) kaikille paaluskoneyhtiölle. Tämä avaa yhtiölle merkittäviä jakelukanavia, mutta toisaalta estää tuotemerkeillä erottautumisen. Siten Tama Plasticsin toimintamalli poikkeaa huomattavasti esimerkiksi Piipon omiin tuotemerkkeihin ja tukkurimyyntiin pohjaavasta liiketoimintamallista.

Piipon markkinaosuus on globaalisti noin 3 %, millä yhtiö on suurehko peluri markkinalla, jos Tama Plasticsia ei oteta lukuun. Piipolle relevantteimpia kilpailijoita ovat muun muassa Tama Plasticsin lisäksi portugalilaiset Cortesi 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 selkeää 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 loppukäyttö-sovelluksissa 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.

Toimiala ja kilpailukenttä (3/3)

Kuluttajatuotteissa Piippo 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 Piipon Kuluttajatuotteet-segmentin asiakkaisiin.

Kuluttajatuotteissa Piippo arvioi Suomen markkina-osuutensa olevan noin 30 %, mikä tarkoittaa käänteisesti, että Suomen Kuluttajasegmentin markkinakoko on tällä hetkellä noin 7,5-8,5 MEUR. Kyseessä on siis erittäin pieni markkina, mikä ei ole erityisen yllättävää Suomen väkiluvun asettamat rajoitteet huomioiden.

Suomen markkinoilla Piipon tämänhetkinen yksittäinen pääkilpailija on saksalainen Pösamo, jolla on noin 15 %:n markkinaosuus. Hinta-kilpailua Piippo kohtaa kuitenkin etenkin keskusliikkeiden edullisilla private label -tuotteilta, jotka asemoituvat täysin eri kategoriaan Piipon kanssa sekä hinnan että laadun suhteen. Niiden markkinaosuuden arvioidaan olevan 30 %. Loput noin 25 % Suomen markkinasta on muilla merkeillä, joka sisältää laajan kirjon tuotteita todennäköisesti sekä ala- että yläsegmentteihin.

Kokonaisuutena pidämme Piipon 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 aikoina elpyneet mutta edelleen vaisuhkot pitkän ajan näkymät ja Piipon kohtuullisen suuri markkinaosuus huomioiden onkin mielestämme selvää, että Kuluttajatuotteet liiketoiminnan kasvattamiseksi kansainvälistyminen on välttämätöntä.

Piipolla on jo pientä kuluttajatuotteiden myyntiä Baltiaan ja arvioimme yhtiön laajentavan Kuluttajien 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, että Kuluttajatuotteet eriyttäisiin Piiposta tulevaisuudessa.

Kaapelinvalmistajat määräävät fillereiden kasvun

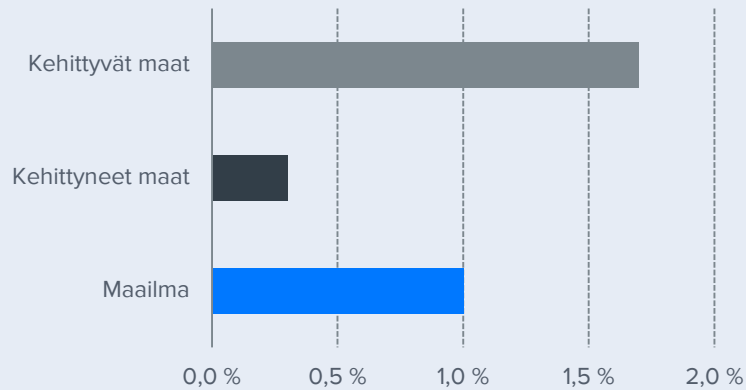
Kaapeliteollisuuden tuotteet ovat merenalaisten kaapeleiden osa-komponenttina tarvittavia täyteaineita. Asiakkaitaan Piippo ei ole avannut, mutta arvioimme mukaan Piipolla on toimituksia esimerkiksi Suomessakin operoivalle tieto- ja energiakaapeliin maailmanmarkkinajohtajalle Prysmian Groupille. Näin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

Sykliellä teollisuustoimialalla kilpailu on äärimmäisen kovaa ja suuret ostajat hyvin tietoisia tuotanto-kustannuksista, mikä pitää marginaalit ohuina. Pienen ja Suomeen keskittyneen Piipon kannalta haastavan liiketoimintalogiikan takia segmentin rooli on Piipossa lähinnä yhtiön kokonaisuutta tukeva. Epäsäännöllinen täyteaineiden myynti on jopa Piipon mittakaavassa erittäin pientä liiketoimintaa ja se toikin vain 8 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2017. Merikaapelialalla investoinnit ovat olleet kasvussa ja arvioimme mukaan segmentin näkymät ovat lähivuosina etenkin vuosia 2015-2016 paremmat.

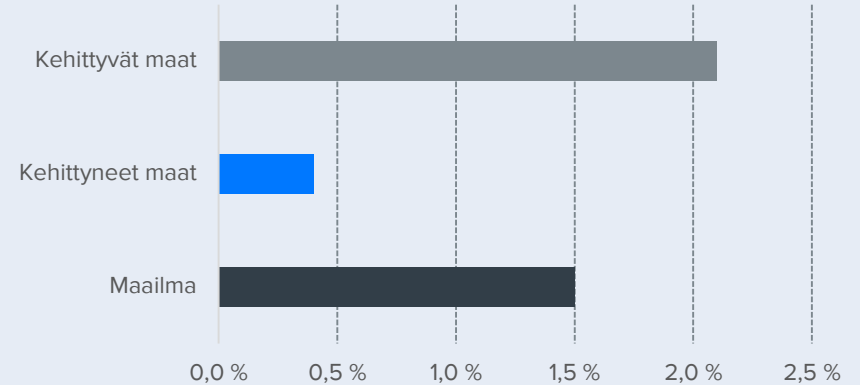
Arvioimme Piipon suuntaavan rajalliset kehitys-resurssit pääasiassa Agrin, kun taas fillereiden tuotantoon allokoitetaan henkilö- ja koneresursseja kahden muun liiketoiminnan ja kannattavien tilausten asettamien viitekehysten puitteissa. Liiketoiminnasta vetäytymistä emme kuitenkaan yhtiöltä odota, sillä fillerituotanto tuo yhtiölle tärkeää kriittistä kuormaa eivätkä kaikkia sen sitomia resursseja olisi hyödynnettävissä muissa liiketoiminnoissa.

Toimiala ja kilpailukenttä

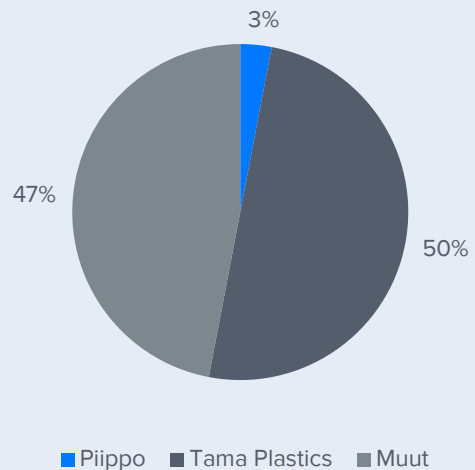
Maitotuotteiden kysynnän kasvuennusteet (p.a.)



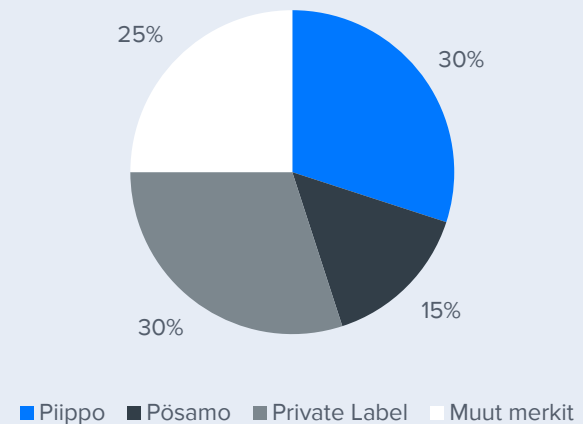
Lihatuotteiden kysynnän kasvuennusteet (p.a.)



Piipon markkinaosuus Agri-segmentissä



Kotimaan kuluttajatuotemarkkinan jakautuminen



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne (1/2)

Kustannusrakenne on tyypillinen teolliselle toimijalle

Piipon kustannusrakenne on mielestämme verrattain tyypillinen valmistavassa kevyessä tai keskiraskaassa teollisuudessa operoivalle yhtiölle. Piipon liikevaihdosta viime vuosina noin 60-70 %:n osuuden kattaneet ja tuotannon määrän mukana muuttuvat materiaali- ja palvelukustannukset koostuvat pääosin raaka-aine-ostoista, mutta tähän 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 vaihdellut vuosina 2012-2016 karkeasti 30-40 %:n välillä. Vuonna 2017 myyntikatemarginaali oli vaihteluvälin ylälaidalla (39,5 %), mikä on kohtuullisen hyvä suoritus kustannusinflaatio huomioiden. Arviomme mukaan marginaalin puolustaminen tulee olemaan entistä hankalampaa lyhyellä tähtäimellä raaka-aineiden nousun myötä, jotka yhtiön tulisi saada siirrettyä myyntihintoihin. Katetta heiluttaa kuitenkin myös myyntimix, joka selittää osan historiallisestakin vaihtelusta.

Henkilöstöintensiivisyys heijastuu kuluihin

Toiseksi suurin kustannuserä Piipon kulurakenteessa ovat henkilöstökulut (oma henkilöstö). Niiden osuus liikevaihdosta on vaihdellut viime vuosina vuoden 2012 25,2 %:n

ja vuoden 2014 19,3 %:n välillä, mutta oli 22,5 % vuonna 2017. Osuus liikevaihdosta on absoluuttisesti melko suuri teollisuusyhtiölle, mikä kuvaa liiketoiminnan henkilöstöintensiivistä luonnetta. Tuotannossa on kuitenkin arviomme mukaan jossain määrin tuottavuuden parannuksen kautta marginaalien parannuspotentiaalia.

Henkilöstökustannukset ovat luonteeltaan varsin kiinteitä lyhyellä tähtäimellä, minkä takia työkuorma vaikuttaa olennaisesti henkilöstötehokkuuteen. Henkilöstökulujen lyhyellä tähtäimellä kiinteästä luonteesta huolimatta heikossa kysyntätilanteessa Piippo pystyisi sopeuttamaan henkilöstökulujaan lomautuksin muutamien viikkojen varoitusajalla. Tämä tarjoaa yhtiölle jonkun verran joustovaraa henkilöstökuluihin lyhyelläkin tähtäimellä ja pitkällä tähtäimellä sopeutusvaraa on enemmän.

Muut kulut nousukäyrällä

Kolmas merkittävä kuluerä tuloslaskelmassa ovat liiketoiminnan muut kulut. Tämä kuluerä koostuu todennäköisesti pääosin varsin kiinteistä kuluista, kuten vuokrista, it-kuluista, matkakustannuksista, johdon palkoista sekä markkinointi- ja tuotekehityskuluista.). Lisäksi yhtiö tarvitsee tuotannossaan myös kohtuullisen paljon sähköä raaka-aine granulaattien sulattamiseen ja muokkaamiseen, joten energiakustannukset ovat myös yhtiölle tuntuva kuluerä. Vuonna 2017 Piipon muut kulut olivat 10,7 %:n liikevaihdosta, mikä on aiempien vuosien tason yläpuolella ja arviomme mukaan sisältää joitain investointiin liittyviä ylimääräisiä kulueria. Pidämme suhteellisen osuuden nousua väliaikaisena, ja odotamme sen laskevan

liikevaihdon kasvun myötä tulevaisuudessa. Tämä on myös tärkeää pienimuotoisen kulujen skaalautuvuuden kannalta, kun raaka-aineet muodostavat suurimman kuluerän ja kasvavat vahvasti linjassa liikevaihdon kanssa.

Varasto vastaa isoa osaa varoista

Vuoden 2017 lopussa Piipon noin 12,9 MEUR:n taseessa oli pysyviä vastaavia 4,4 MEUR ja ne koostui etenkin 3,9 MEUR:n aineellisista hyödykkeistä (koneista ja kalustosta, mutta myös rakennuksista ja maa-alueista). Lisäksi aineettomia hyödykkeitä taseessa oli 0,4 MEUR. Yhtiön historiallinen kasvu on perustunut orgaaniseen kasvuun ja siten yhtiöllä ei ole liikearvoa taseessaan.

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 2017 lopussa vaihto-omaisuus oli 6,2 MEUR, joka vastaa noin 36 % yhtiön vuoden 2017 liikevaihdosta. Tämä myös kuvastaa sitä kuinka merkittävästi yhtiöllä sitoutuu pääomaa varastoon.

Korkea varastotaso kasvattaa myös yhtiön riskitasoa ja voi vaikuttaa yhtiön tulokseen lyhyellä aikavälillä, kuten vuoden 2016 H2-tuloksen yhteydessä nähtiin, kun yhtiö alaskirjasi 0,4 MEUR:n edestä varastoa. Mielestämme sijoittajien on olennaista tiedostaa varastoriski, sen lisäksi, että suuri varasto heijastuu yhtiön pääoman tuottoon sitä alentavasti pääoman sitoutumisen takia.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne (2/2)

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 0,36 MEUR:illa (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.

Tase säilyy hyvässä kunnossa mittavasta investoinnista huolimatta

Vuoden 2017 lopussa Piipon taseen vastattavaa puolella omaa pääomaa oli yhteensä 7,1 MEUR ja yhtiön omavaraisuusaste oli 55 %. Yhtiön tase on siis vahvassa kunnossa ennen laajennusinvestointia, jonka yhtiö rahoittaa arviomme mukaan velkarahalla sekä valtion kehittämisavustuksella. Investoinnin jälkeenkin yhtiön omavaraisuusaste on ennusteillamme 49 %:ssa (2018e), mikä on hyvä taso.

Vastattavaa puolella oli vuoden 2016 lopussa pitkäaikaista vierasta pääomaa 0,4 MEUR ja lyhytaikaista lainaa noin 2,7 MEUR. Kokonaisuudessaan yhtiöllä oli 5,8 MEUR:n edestä vierasta pääomaa. Nettovelkaantumisasaste oli sekin viimeisimmän tilikauden lopussa hyvällä tasolla 41 %:ssa. Ennusteissamme huomioimme investoinnin velkarahoituksen. Odotamme nettovelkaantumisasasteen nousevan 69 %:iin (2018e), joka on vielä kohtuullinen taso kun huomioidaan, että pääomasta suuri osa sitoutuu melko nopeasti kiertävään ja likvidiin varastoon. Nettovelkaantumisasaste kuitenkin rajaa jo velkakapasiteettia taseen osalta jossain määrin.

Yhtiö saa julkisrahoitteista kehittämisavustusta

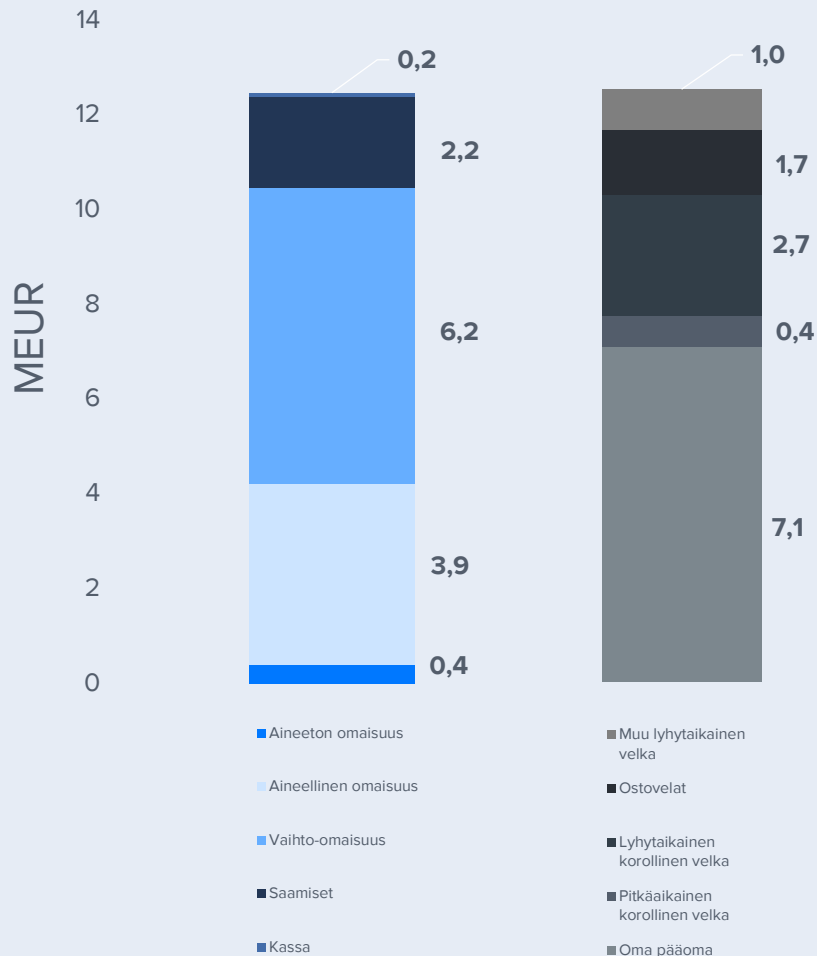
ELY-keskus on myöntänyt Piipolle peräti 2,7 MEUR:n kehittämisavustuksen ja Elyn mukaan avustus on tarkoitettu kaiken kaikkiaan lähes 11 MEUR:n investointiohjelmaan. Piipon tehtaan laajennusinvestointi on kuitenkin vain noin 2,5 MEUR:n koko luokassa, joten arvioimme mukaan alkuperäinen investointitukihakemus on kattanut useamman vaiheen ja useita lisäinvestointeja.

Arviomme mukaan osa tästä tuesta saadaan kuitenkin jo nyt käynnissä olevaan investointiin ja mallissamme oletamme tämän olevan noin 0,6 MEUR. Siten yhtiölle jää 2,5 MEUR:n investoinnista rahoitettavaksi velalla noin 1,9 MEUR.

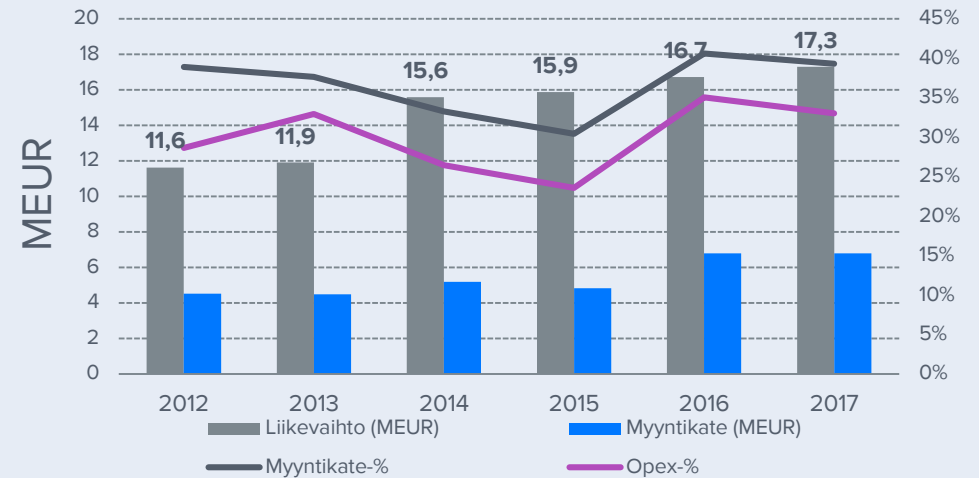
Yhtiöllä on siis tämän jälkeen vielä reilu 2 MEUR myönnettyjä investointitukia. Ely-keskuksen päätökset eivät avaa hakemuksen tarkempia yksityiskohtia, mutta tuen ja investointiohjelman kokoluokan pohjalta arvioimme hakemuksen sisältäneen lisälaajennuksia kapasiteettiin ja myös jonkin verran olemassa olevien rakenteiden modernisointia. Investointiohjelma voi siten olla monivaiheinen ja pidämme mahdollisena, että yhtiö ilmoittaisi lisäinvestoinneista nykyisellä strategiakaudella, kun käynnissä oleva investointi on saatettu päätökseen. Tässä on kuitenkin huomioitava se, että mielestämme tuotantokapasiteetin lisääminen Outokummussa ei ole pitkällä tähtäimellä optimaalinen ratkaisu, vaan tuotantokapasiteettia tulisi saada lisättyä lähempänä asiakkaita ja raaka-aineita (ts. esim. Euroopassa) mm varaston kokoluokan aiheuttaman haasteen vuoksi. Näin ollen yhtiön tulee punnita tukien ja investointikohteiden väliltä optimaalista ratkaisua.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne yhteenveto

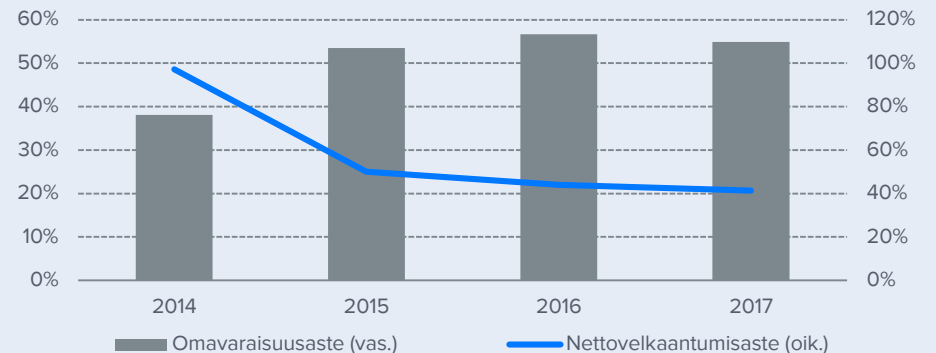
Taserakenne (12,9 MEUR)



Tuloslaskelman avainluvut



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet (1/2)

Markkinanäkymät ovat suotuisat

Piippo on asettanut nykyisen strategiakauden kasvutavoitteeksi markkinoiden 2-3 %:n kasvua ripeämmän kasvun. Mielestämme kilpailukykyisellä tuoteportfoliolla operoivalla Piipolla on tähän edellytykset ja siten yleisen hyvän talouskehityksen vedossa odotamme yhtiön kasvun säilyvän hyvällä tasolla, mutta etenkin lyhyellä tähtäimellä kapasiteetin asettamissa rajoissa. Korkean käyttöasteen takia kasvu vaatii myös onnistumista tuotannossa ja virheet tuotannossa voisi hidastaa kasvua, vaikka emme niitä pidäkään todennäköisenä.

Lyhyellä tähtäimellä yhtiön kannattavuus kärsii investoinnin vaikutuksista Outokummun operatiiviseen toimintaan sekä kustannusinflaatiosta. Arviomme mukaan tehtaalla joudutaan tekemään järjestelyjä uuden kapasiteetin sovittamiseksi. Myös vahvan kysynnän aikaan make to order -toimijat tulevat markkinoille aiempaa hanakammin, minkä takia hintojen korotuksia on vaikea toteuttaa. Kustannusinflaation aikana tämä heijastuu arviomme mukaan yhtiön marginaaleihin, kun mm. nousevia raaka-ainekustannuksia ei saada siirrettyä myyntihintoihin ainakaan täysimääräisesti.

Vuosi 2018 on tuloksen osalta heikko

Odotamme Piipon pystyvän kasvattamaan liikevaihtoaan kuluvana vuonna noin 3 % 17,9 MEUR:oon. Arviomme mukaan hyvä kysyntä tukee kasvua, mutta kapasiteetti rajaa sen nousua täyteen potentiaaliinsa. Käsityksemme mukaan esimerkiksi paalausverkoissa yhtiö on myynyt kaiken tuotantokoneistosta saatavan kapasiteetin ja markkinoiden kysyntä ylittää jossain määrin tarjonnan tällä hetkellä kokonaisuutena. Markkinadynamiikan takia tämä

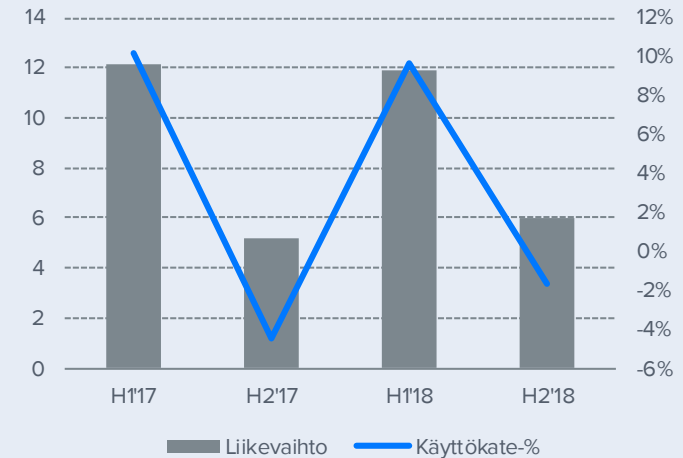
ei kuitenkaan heijastu voimakkaasti hintoihin, joten se ei tue liikevaihdon kasvua. Kokonaisuudessaan liikevaihdon kasvun ennusteemme pohjautuu pääasiassa volyymikasvuun, sillä emme usko olennaisten hintojen korotuksien toteutuvan hyvässäkin markkinatilanteessa.

Yhtiön kapasiteetti kuitenkin kokonaisuutena kasvaa edellisestä vuodesta, kun yhtiö on taklannut kapasiteettihaastetta 24/7-vuorojärjestelyllä. Uuden investoinnin volyymit yhtiö saa ulosmitattua vasta ensi vuonna, joten kuluvan vuoden kasvua se ei tue.

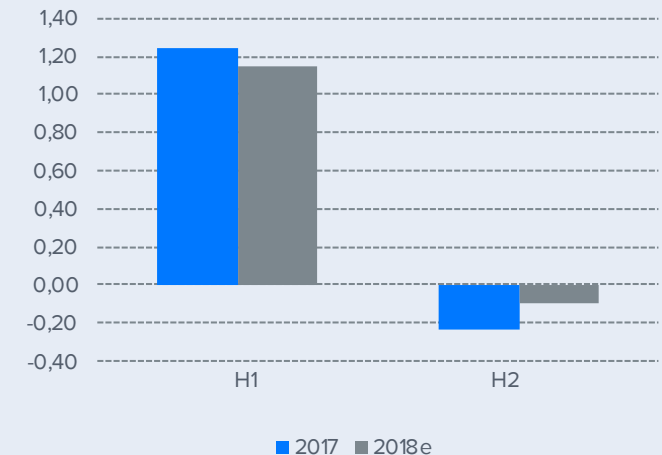
Odotamme yhtiön yltävän kuluvana vuonna 1,05 MEUR:n käyttökatteeseen, mikä vastaa 5,9 %:n käyttökatemarginaalia. Liikevaihto ja tulos muodostuvat aiempien vuosien tapaan alkuvuosipainotteisesti, joskin odotamme sääolosuhteiden myötä maatalouskauden myöhästymisen maltillisesti tasaavan kausiluonteisuutta suhteessa aiempiin vuosiin. Alemmilla riveillä emme odota investoinnin heijastuvan oleellisesti Piipon poistomassaan vielä kuluvana vuonna, mutta rahoituskuluja se nostaa jonkin verran mm kasvaneiden korkokulujen ja arvioimiemme lainannostokulujen myötä.

Paineessa olevan operatiivisen tulokunnan lisäksi nettotulosta painaa siten myös aiempaa korkeammat rahoituskulut, joten osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on 0,29 eurossa eli noin edellisvuoden tasolla (2017 osakekohtainen tulos 0,3 euroa). Osinkoa emme odota yhtiön maksavan, mutta huomautamme, että siihen liittyy korkeaa epävarmuutta eikä osingonmaksun mahdollisuutta voida nykyisellä omistajarakenteella poissulkea.

Liikevaihto ja käyttökatte-%



Käyttökatteen kehitys kvartaaleittain



Ennusteet (2/2)

Vuosien 2019-2020 ennusteet

Tuotantorajoitteisuuden tulisi arviomme mukaan hellittää suurelta osin investoinnin myötä, minkä odotamme edesauttavan Piipon kasvua myös vuosina 2019 ja 2020. Odotamme vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan 18,8 MEUR:n tasolle (kasvu 4,8 %) ja vuonna 2020 liikevaihdon ennusteemme on 19,5 MEUR (kasvu 4,0 %). Kasvun ennusteemme heijastelevat edelleen markkinoita nopeampaa kasvua, sillä odotamme Agrin voittavan yhä markkinaosuutta, mitä tukee Kuluttajat-segmentin maltillinen kasvu, kun taas kaapeliliiketoiminta pysyy noin nykyisessä kokoluokassaan.

Käyttökate- ja osinkotasolla odotamme Piipon pystyvän hieman kasvattamaan marginaaleja, mitä heijastellen ennustamme käyttökate-%:t ovat vuodelle 2019 6,6 % ja vuodelle 2020 6,7 %. Odotamme investoinnin valmistumisen myötä kulurakenteen hieman laskevan ja toisaalta liikevaihdon kasvun olevan kulurakennetta ripeämpää, minkä seurauksena marginaalit vahvistuvat maltillisesti. Poistomassa tulee kasvamaan kuitenkin Piipon kokoluokassa selvästi 2,5 MEUR:n investoinnin

myötä ja siten alemmilla riveillä emme odota kasvun olevan operatiivisen kasvun vauhdin mukaista.

Odotamme kuitenkin korkokuluihin melko maltillista kasvua, sillä arviomme mukaan Piipon pitäisi saada velkarahoitusta kohtuullisella noin 1-2 %:n kokonaiskorolla nykyisessä alhaisessa korkoympäristössä. Odotamme vuosien 2019 ja 2020 osakekohtaisten tulosten olevan 0,33 ja 0,39 euroa.

Osinkoon liittyvä suurta epävarmuutta

Ennusteissamme emme odota Piipon maksavan osinkoa lähivuosina, sillä odotamme yhtiön vahvistavan rahoitusasemaa potentiaalisia yritysostoja silmällä pitäen sekä priorisoivan velanlyhennyksiä pääoman allokoinnissa. Yhtiö voi kuitenkin joutua maksamaan osinkoa yli 10 %:n osakkeenomistajan sitä vaatiessa, kuten kuluvan vuoden keväällä nähtiin. Siten osinkoon liittyy korkeaa epävarmuutta. Osingon maksu ei kuitenkaan olisi mielestämme tehokasta pääomien allokoointia nykytilanteessa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Odotamme Piipon jatkavan kasvustrategiansa määrätietoista toteuttamista maataloussegmenttiä tukevien ajureiden vetämänä pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2020 jälkeen. On myös todennäköistä, että jollain aikavälillä yhtiö toteuttaa yrityskaupan, mutta koska sen ennustaminen on mahdotonta emme sisällytä sitä ennustemalliin. Ennustamme Piipon liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä 2-4 % vuodessa vuosina 2021-2027, kun taas terminaalikasvuodotus on 2,5 % maatalousmarkkinan pitkän aikavälin kasvua ja yhtiön kilpailukykyistä tuoteportfoliota heijastellen.

Yhtiön käyttökatemarginaalin odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä noin yhtiön potentiaalintuumassa ja 7-8 %: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.



Ennusteet yhteenveto

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	16,7	12,1	5,2	17,3	11,9	6,0	17,9	18,8	19,5
<i>Konsemi</i>	16,7	12,1	5,2	17,3	11,9	6,0	17,9	18,8	19,5
Käyttökate	1,21	1,24	-0,23	1,01	1,15	-0,10	1,05	1,24	1,33
Poistot ja arvonalennukset	-0,36	-0,19	-0,22	-0,41	-0,20	-0,20	-0,40	-0,54	-0,54
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,63	1,05	-0,45	0,60	0,95	-0,30	0,65	0,70	0,78
Liikevoitto	0,84	1,05	-0,45	0,60	0,95	-0,30	0,65	0,70	0,78
<i>Konsemi</i>	0,61	1,05	-0,45	0,60	0,95	-0,30	0,65	0,70	0,78
Nettorahoituskulut	-0,04	-0,08	-0,03	-0,11	-0,10	-0,08	-0,18	-0,18	-0,20
Tulos ennen veroja	0,80	0,97	-0,48	0,49	0,85	-0,38	0,48	0,52	0,58
Verot	-0,15	-0,20	0,09	-0,11	-0,15	0,05	-0,10	-0,10	-0,12
Vähemmistöosuudet	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettotulos	0,65	0,77	-0,38	0,38	0,70	-0,33	0,38	0,42	0,47
EPS (oikaistu)	0,34	0,59	-0,30	0,30	0,54	-0,25	0,29	0,32	0,36
EPS (raportoitu)				0,30	0,54	-0,25	0,29	0,32	0,36
Tunnusluvut	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	5,3 %			3,7 %	-2,0 %	15,5 %	3,2 %	4,8 %	4,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	1,6 %	-13,6 %		-4,9 %	-9,2 %		9,1 %	7,7 %	11,7 %
<i>Käyttökate-%</i>	7,2 %	10,2 %	-4,4 %	5,8 %	9,7 %	-1,7 %	5,9 %	6,6 %	6,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	3,7 %	8,6 %	-8,7 %	3,4 %	8,0 %	-5,0 %	3,6 %	3,7 %	4,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	3,9 %	6,3 %	-7,4 %	2,2 %	5,9 %	-5,4 %	2,1 %	2,2 %	2,4 %

Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Arvonmäärityksen perusta

Piipon arvostustasoa tarkisteltaessa tärkeimmät arvostuskertoimet ovat mielestämme P/E-luku ja yritysarvopohjaiset EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet, jotka huomioivat P/E-lukua paremmin yhtiön velkavivun määrän. Tarkastelemme Piippoa ensisijaisesti kahden seuraavan vuoden arvostuskertoimilla, sillä mielestämme liikevaihdon ja suhteellisen kannattavuuden selvät vaihtelut eivät puolla pidempää tarkastelujaksoa. On kuitenkin huomioitava, että investointien painaessa lyhyen tähtäimen tuloskehitystä, ei etenkin vuoden 2018 tulokunto anna täysin oikeaa kuvaa nykyisen liiketoiminnan tuloksentekevyydestä.

Tulosperusteisten kertomien lisäksi arvonmäärityksessä taseperustainen P/B-luku ja osinkotuotto, ovat usein hyvä kombinaatio valmistavan teollisuuden vakiintuneille yhtiöille. Nykyisen heikon kannattavuuden ajan jaksolla taseperustainen arvostus on mielestämme osakkeelle tukea antava mittari, kun taas 0 jäävillä osinkoennusteillamme ei osinkotuotto ole käyttökelpoinen.

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 johtaa virheellisiin johtopäätöksiin.

Hyväksyttävään arvostukseen vaikuttavat tekijät

Näkemyksemme mukaan Piipolle hyväksyttävään arvostukseen vaikuttaa etenkin

seuraavat tekijät:

- + **Yhtiön kilpailukykyinen tuoteportfolio** mahdollistaa markkinoita nopeamman kasvun
- + **Markkinan kasvulle** on selvät ajurit
- + **Yhtiö on pysynyt voitollisena** liikevoittotasolla koko 2000-luvun huolimatta kannattavuuden heilahteluista. Tämä antaa tiettyä tukea taseperustaiselle arvostuksella nyt kun kannattavuus on paineessa investointien myötä.
- **Lyhyen tähtäimen tulokunto** jää ennusteidemme mukaan heikoksi ja pidemmälle katsottaessa epävarmuus tulosten ennusteita kohtaan on selvästi korkeampi
- **Korkea käyttöpääoman määrä** heijastuu negatiivisesti pääoman tuottoon ja on nykyisen liiketoimintamallin krooninen ongelma
- **Osakkeen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä ja vaihtovolyymi** ovat alhaisella tasolla, jonka takia osakkeelta tulee vaatia tuntuvaa likviditeettipreemiota

Arvostuskertoimet ovat kokonaisuutena neutraalit

Piipon vuosien 2018 ja 2019 P/E-kertoimet ovat 17 ja 15x. Vastaavat taserakenteen huomioivat EV/EBITDA kertoimet ovat 11x ja 9x. Tulosperusteisesti osake on mielestämme selkeästi yliarvostettu, sillä mielestämme Piipolle hyväksyttävä P/E-kerroin on noin tasolla 9-11x ja vastaava EV/EBITDA noin 5-6x. On myös huomioitava, että koska vuoden loppupuolella Piipon varasto on korkeimmillaan, heijastuu se

myös yritysarvopohjaisiin kertoiimiin suuremman nettovelan kautta. Tästä johtuen, näkemyksemme mukaan Piipon arvostusta tulee katsoa mahdollisimman laaja-alaisesta useilla kertoimilla. On myös huomioitava, että rahavirta on Piipolla tyypillisesti jäänyt selkeästi nettotulosta pienemmäksi, joten P/E-luku heijastelee optimistista kuvaa sijoittajan kannalta.

Taseperusteisesti Piippo on arvostettu 0,9x P/B-kertoimella (2018e), missä ei mielestämme ole oleellista laskuvaraa. Emme 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 kunnes yhtiö saa tuloksensa nostettua lähemmäs potentiaalia.

Emme odota Piipon maksavan osinkoa lähivuosina, mutta kuten aiemmin todettua, osinkoennusteeseen liittyvä suuri epävarmuus nykytilanteessa.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme indikoima arvo Piipon osakkeelle on 4,82 euroa. Mallissamme odotamme pitkäaikavälin ennusteiden mukaista kasvua, kun taas terminaalinen kasvuprosentti on 2,5 %, mikä heijastelee konservatiivista arviota yleisestä talouden pitkän aikavälin kehityksestä ja toisaalta maito- ja lihatuotteiden kysynnän kasvun hidastumista.

Arvonmääritys ja suositus (2/2)

Malli on kuitenkin erittäin herkkä pienillekin muutoksille minkä lisäksi terminaalijakson osuus jää poikkeuksellisen korkeaksi (74 %), ja siten emme anna sille suurta painoarvoa arvonmäärityksessä. Terminaalijakson painoa kasvattaa lähivuosien heikko kassavirta, mitä taas heikentää tuleva kasvuinvestointi. Lisäksi malli rankaisee käyttöpääomaa sitovasta liiketoimintamallista rankasti. 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 mielekäästä laskea sen ratkeamisen varaan mallissa.

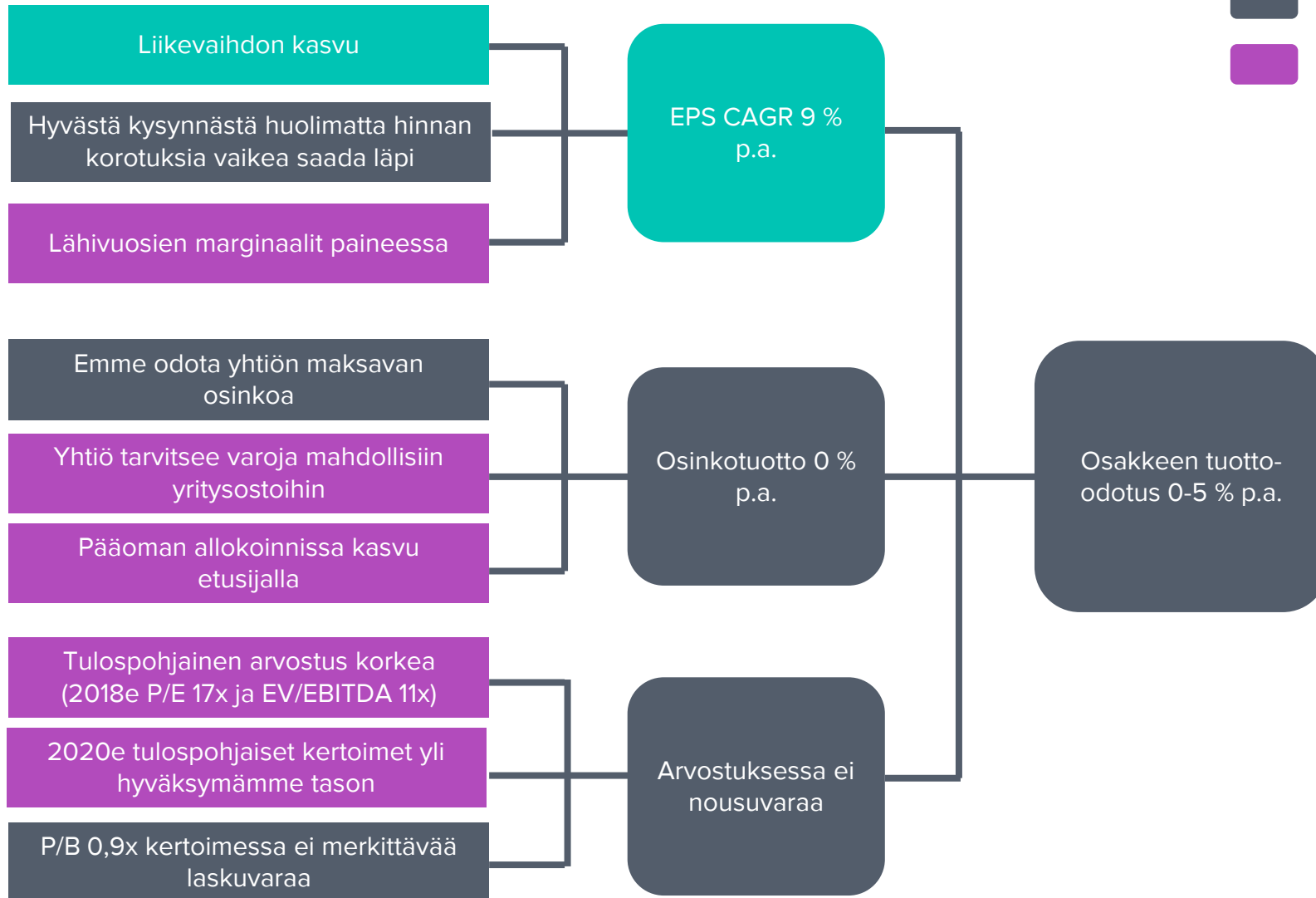
Käyttämässämme pääoman kustannuksessa (WACC) oman pääoman kustannus on korkeahko 10 %, mikä kuvastaa yhtiön keskimääräistä korkeampaa riskiprofilia, minkä vuoksi näemme keskimääräistä korkeamman turvamarginaalin perusteltuna. Oman pääoman tuottovaatimusta nostaa myös korkea 1,75 %:n likviditeettipreemio,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

Sijoitusnäkemys

Toistamme Piipon 5,0 euron tavoitehinnan ja nostamme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. Myy). Mielestämme Piipon arvostus on arvostuskertoimien valossa kokonaisuutena

neutraali ja kassavirtamalli tukee näkemystämme. Näin ollen jääme odottamaan parempia ostopaikkoja päästä kyytiin Piipon pitkänaikavälin kasvutarinaan. Suosittelemme sijoittajia painottamaan tavoitehintaa hieman suosituksen kustannuksella Piipon osakkeen rajallisen likviditeetin ja toisaalta suurten osto- ja myyntitoimeksiintojen erotuksen vuoksi. Niiden ansiosta yksittäiset toimeksiannot voivat liikuttaa osakekurssia huomattavasti.

Osaketuoton ajurit 2018e-2020e



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	6,02	6,58	5,00	5,00	5,00
Markkina-arvo	7,8	8,5	6,5	6,5	6,5
Yritysarvo (EV)	10,9	11,4	11,5	11,2	10,9
P/E (oik.)	17,9	22,1	17,2	15,0	13,0
P/E	12,0	22,1	17,2	15,0	13,0
P/Kassavirta	14,8	13,2	-3,4	14,9	14,1
P/B	1,1	1,2	0,9	0,8	0,8
P/S	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	9,0	14,4	11,0	9,1	8,2
EV/EBIT	12,9	19,2	17,7	16,0	13,9
Osinko/tulos (%)	51,6 %	90,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

(MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	15,9	16,7	17,3	17,9	18,8	19,5
Kulut	-14,9	-15,5	-16,3	-16,9	-17,5	-18,2
EBITDA	0,96	1,21	1,01	1,05	1,24	1,33
Poistot	-0,35	-0,36	-0,41	-0,40	-0,54	-0,54
Liikevoitto	0,62	0,84	0,60	0,65	0,70	0,78
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,00</i>	<i>0,22</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>0,62</i>	<i>0,63</i>	<i>0,60</i>	<i>0,65</i>	<i>0,70</i>	<i>0,78</i>
Rahoituserät	-0,32	-0,04	-0,11	-0,18	-0,18	-0,20
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Voitto ennen veroja	0,30	0,80	0,49	0,48	0,52	0,58
Muut erät	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Verot	-0,06	-0,15	-0,11	-0,10	-0,10	-0,12
Vähemmistöosuus	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettotulos	0,24	0,65	0,38	0,38	0,42	0,47
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>0,24</i>	<i>0,43</i>	<i>0,38</i>	<i>0,38</i>	<i>0,42</i>	<i>0,47</i>
Satunnaiset erät	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tilikauden tulos	0,24	0,65	0,38	0,38	0,42	0,47
<i>Osaakekohtainen tulos</i>	<i>0,18</i>	<i>0,50</i>	<i>0,30</i>	<i>0,29</i>	<i>0,32</i>	<i>0,36</i>
Osaakekohtainen tulos (oikaistu)	0,18	0,34	0,30	0,29	0,32	0,36

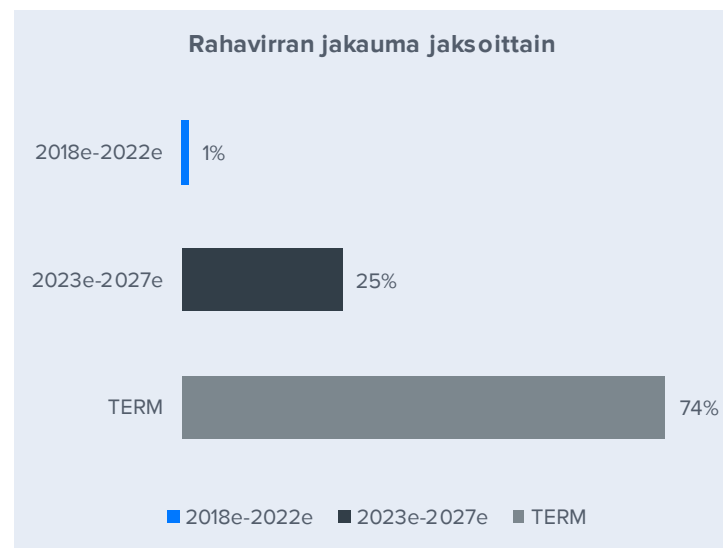
Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	4,2	4,2	4,3	6,2	6,2	6,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Käyttöomaisuus	3,8	3,8	3,9	5,8	5,7	5,8
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	8,3	8,3	8,6	8,9	9,3	9,6
Varastot	6,8	6,2	6,2	6,4	6,7	6,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,5	1,9	2,2	2,3	2,4	2,5
Likvidit varat	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Taseen loppusumma	12,5	12,5	12,9	15,1	15,5	15,8

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Oma pääoma	6,7	7,1	7,1	7,4	7,8	8,3
Osakepääoma	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Kertyneet voittovarat	3,8	3,7	4,5	4,5	4,9	5,4
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	2,3	2,7	2,0	2,3	2,3	2,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,0	0,6	0,4	2,1	2,0	1,9
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,0	0,6	0,4	2,1	2,0	1,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	4,9	4,8	5,4	5,6	5,7	5,7
Lainat rahoituslaitoksilta	2,5	2,5	2,7	3,2	3,0	2,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,6	1,4	1,7	1,6	1,9	2,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,8	0,9	1,0	0,8	0,8	0,8
Taseen loppusumma	12,5	12,5	12,9	15,1	15,5	15,8

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	0,60	0,65	0,70	0,78	0,89	1,15	1,20	1,23	1,27	1,16	1,19	
+ Kokonaispoistot	0,41	0,40	0,54	0,54	0,55	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53	0,51	
- Maksetut verot	-0,11	-0,10	-0,11	-0,12	-0,14	-0,20	-0,21	-0,22	-0,23	-0,21	-0,22	
- verot rahoituskuluista	-0,02	-0,04	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
+ verot rahoitustuotoista	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
- Käyttöpääoman muutos	0,23	-0,50	-0,15	-0,13	-0,06	-0,19	-0,17	-0,17	-0,10	-0,27	-0,21	
Operatiivinen kassavirta	1,11	0,42	0,94	1,04	1,20	1,26	1,31	1,35	1,45	1,19	1,26	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
- Bruttoninvestoinnit	-0,46	-2,31	-0,51	-0,58	-0,43	-0,46	-0,54	-0,59	-0,48	-0,42	-0,48	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,64	-1,89	0,43	0,46	0,77	0,81	0,77	0,75	0,97	0,77	0,78	
+/- Muut	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Vapaa kassavirta	0,64	-1,89	0,43	0,46	0,77	0,81	0,77	0,75	0,97	0,77	0,78	14,30
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,81	0,38	0,37	0,58	0,56	0,50	0,45	0,54	0,40	0,37	6,80
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		9,16	10,97	10,58	10,21	9,62	9,06	8,56	8,11	7,57	7,17	6,80
Velaton arvo DCF		9,16										
- Korolliset velat		-3,15										
+ Rahavarat		0,23										
- Vähemmistöosuus		0,00										
- Osinko/pääomapalautus		0,00										
Oman pääoman arvo DCF		6,23										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,82										

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



Vastuuvapauslauseke

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 esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoitus 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoitus päätöksensä 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 sijoitus suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämissä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissä ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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 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 laatineen analyytikon 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, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**