

# Piippo

## Yhtiöraportti

**4/2017**

inde  
res.

# Kasvua kohtuullisella arvostuksella

Toistamme Piipon tavoitehinnan 6,75 euroa ja nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Odotamme Piipon jatkavan markkinoita nopeampaa kasvua myös lähivuosina, mistä yhtiöllä on hyvät näytöt. Mielestämme markkinat eivät täysin hinnoitele ennustamaamme kasvua, minkä takia näemme mahdollisuuden varovaisille ostoille.

## 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 on noin 15 %, kun taas teollisuusasiakkaita palvelevan B2B:n osuus on loput reilu 5 %. Yhtiön liiketoimintaportfolio painottuu huomattavasti Agriin. Piippo toimii globaalisti ja vie tuotteita tällä hetkellä noin 40 maahan ja vienti vastaakin lähes 80 % yhtiön liikevaihdosta.

## Kasvu jatkuu markkinoita nopeammin, yhtiö on tuotantorajoitteinen ilman investointeja

Yhtiö on voittanut 2000-luvulla markkinaosuuksia ja siten Piipon liikevaihtokehitystä voi mielestämme pitää hyvänä. 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. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 18,2 MEUR:oon ja vuonna 2018 19,5 MEUR:oon. Hyvästä kasvusta huolimatta arvioimme käyttökatemarginaalien pysyvän lähivuosina noin 8 %:n tuntumassa, ja odotamme yhtiöltä vuonna 2017 1,41 MEUR:n käyttökate ja vuodelta 2018 1,61 MEUR. Piipon Outokummun tehtaan kapasiteetti on jo nyt erittäin hyvässä kuormassa ja arvioimme yhtiön olevan ennemmin tuotanto- kuin myyntirajoitteinen. Yhtiön tuotannon laajennus edellyttää sen kokoluokassa mittavia investointeja koneisiin ja mahdollisesti myös rakennuksiin. Arvioimme, että nykyiseen rakennukseen mahtuu maltillista lisäkapasiteettia, mutta se ei vielä riittäisi tuotantorajoitteen poistamiseen ainakaan keskipitkällä aikavälillä. Odotamme yhtiöltä ratkaisuja kapasiteetin lisäämiseksi lyhyellä tähtäimellä.

## Arvostus on kokonaisuutena kohtuullinen

Vuosien 2017 ja 2018 P/E-kertoimet ovat noin 11x ja 9x, mitä voi pitää mielestämme kohtuullisena tasona Piipolle. Vastaavat EV/EBITDA kertoimet ovat 8x, mitkä taas ovat hieman haastavimmat. Tasepohjaisesti Piippo on arvostettu 1,1x P/B-kertoimella (2017e), mikä on näkemyksemme mukaan kohtuullinen myös suhteutettuna Piipon pääoman tuottoon. Mielestämme niin tulos- kuin tasepohjaisten kertoimien pohjalta arvioituna Piipon arvostus on kokonaisuutena kohtuullinen ja näemme mahdollisuuden varovaisille ostoille.

## Analyytikko

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



## Suositus ja tavoitehintaa

### Lisää

Edellinen: Vähennä

**6,75 EUR**

Edellinen: 6,75



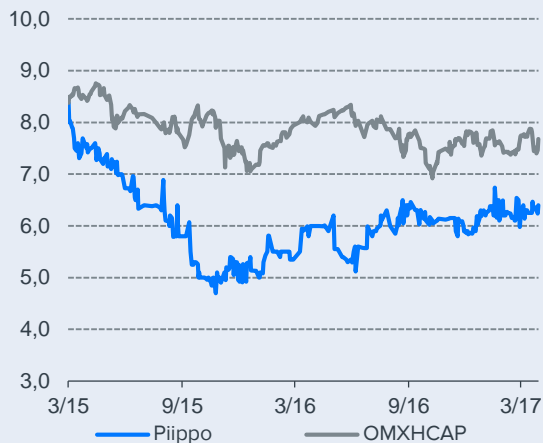
Osakekurssi: 6,01 EUR

Potentiaali: 12,3%

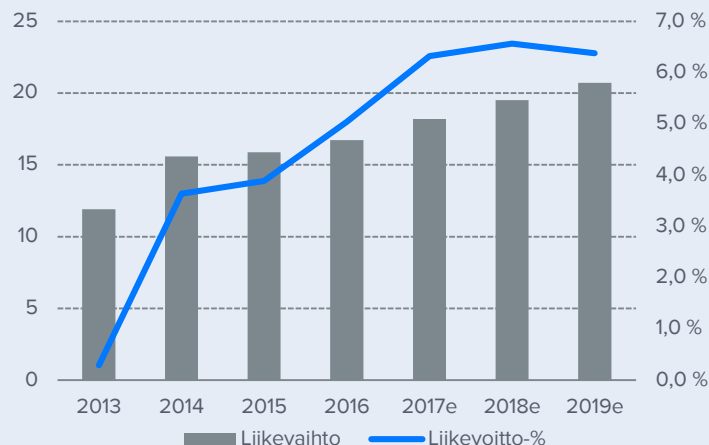
## Avainluvut

MEUR	2016	2017e	2018e
<b>Liikevaihto</b>	16,7	18,2	19,5
<i>kasvu-%</i>	5,3 %	8,8 %	7,1 %
<b>Käyttökate</b>	1,21	1,41	1,61
<i>käyttökate-%</i>	7,2 %	7,7 %	8,3 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	0,80	0,94	1,05
<b>EPS (oik.)</b>	0,34	0,57	0,65
<b>Osinko</b>	0,26	0,27	0,28
<b>EV/EBITDA</b>	11,0	8,2	8,2
<b>EV/EBIT</b>	12,9	11,0	10,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,7	0,6	0,7
<b>P/E (oik.)</b>	17,9	10,6	9,2
<b>P/B</b>	1,1	1,1	1,0
<b>Osinko-%</b>	4,3 %	4,5 %	4,7 %

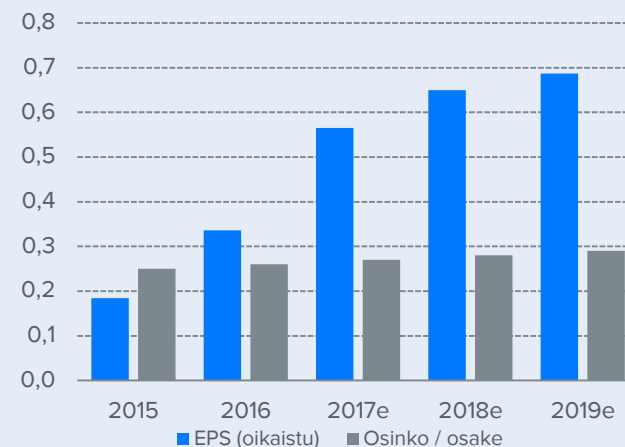
## Kurssikehitys



## Liikevaihto (MEUR) ja liikevoitto-%



## Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

**10,6x**

2017e

EV/EBITDA

**8,2x**

2017e

EV/S

**0,6x**

2017e

Osinko-%

**4,5%**

2017e



### 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 on haastava löytää



### Arvostus

- Tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat kokonaisuutena mielestämme neutraalit.
- Tasepohjainen arvostus ja kassavirtamalli tukevat näkemystä täyteen hinnoittelusta.
- Noin 4,5 %:n osinkotuotto rajaa osakkeen laskuvaraa

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiöesittely</b>	<b>s. 5-7</b>
<b>Sijoitusprofiili</b>	<b>s. 8-9</b>
<b>Liiketoimintamalli</b>	<b>s. 10-11</b>
<b>Strategia ja taloudelliset tavoitteet</b>	<b>s. 12-15</b>
<b>Toimiala ja kilpailukenttä</b>	<b>s. 16-19</b>
<b>Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne</b>	<b>s. 20-22</b>
<b>Ennusteet</b>	<b>s. 23-24</b>
<b>Arvonmääritys ja suositus</b>	<b>s. 25-28</b>
<b>Taulukot</b>	<b>s. 29-31</b>
<b>Vastuuvapauslauseke</b>	<b>s. 32</b>

# Yhtiöesittely

## Pieni yhtiö globaaleilla markkinoilla

Vuonna 1942 toimintansa aloittanut ja monilla aloilla operoinut Piippo on nykyään sitomiseen, hinaamiseen, nostamiseen ja kiinnittämiseen soveltuvien tuotteiden eli paalausverkkojen, köysien, lankojen, narujen valmistamiseen, markkinointiin ja myyntiin keskittynyt teollisuusyhtiö.

Piipon liiketoiminta jakautuu asiakkaiden mukaan kolmeen eri segmenttiin, jotka ovat:

- 1) **Agri,**
- 2) **Kuluttajat sekä**
- 3) **B2B**

Taloudellisen tuloksensa Piippo raportoii kuitenkin vain konsernitasolla.

Maataloussektoria palveleva **Agri** on segmenteistä selvästi suurin kattaen noin 80 % yhtiön liikevaihdosta. **Kuluttajat** tuotteiden osuus on noin 15 %, kun taas teollisuusasiakkaita palvelevan **B2B**:n osuus on loput reilu 5 %. Vaikka liiketoimintaportfolio painottuu huomattavasti Agriin, näkemyksemme mukaan kaikki kolme liiketoimintaa kuuluvat toistaiseksi Piipon ydintoimintoihin.

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 Suomi, Ruotsi, Venäjä, Saksa, Iso-Britannia, Puola, Tanska, Yhdysvallat ja Australia. Viennin osuus yhtiön liikevaihdosta on kasvanut 2000-

luvulla trendinomaisesti ja vuonna 2016 viennin osuus yhtiön koko liikevaihdosta oli jo 77 % (2003: 57 %). Siten Piippo on pienestä koostaan huolimatta kansainvälinen yhtiö johtuen globaalista Agri-liiketoiminnasta.

## Kasvu on ollut markkinoita nopeampaa

Koska Piippo on ollut listattuna vasta kaksi vuotta keväästä 2015 lähtien, yhtiön pitkän aikavälin taloudellisesta historiasta on rajallisesti tietoa saatavilla. 2000-luvulla Piipon liiketoiminnan laajuus on kuitenkin kasvanut selvästi, sillä vuonna 2003 Piipon liikevaihto oli 8,1 MEUR, kun viime vuonna yhtiö ylsi 16,7 MEUR:n myyntiin. Tämä vastaa reilun 6 %:n keskimääräistä vuosikasvua, mikä on arviomme mukaan selvästi toteutunutta markkinakasvua nopeampaa. Yhtiö on voittanut 2000-luvulla markkinaosuuksia ja siten Piipon liikevaihtokehitystä voi mielestämme pitää hyvänä. Kasvu on tullut pääosin vientimarkkinoilta, mutta myös Suomen liikevaihto on pysynyt pitkällä aikavälillä lievässä kasvussa.

Piippo on kertonut etsivänsä yritysostokohteita vauhdittaakseen kasvuaan. Odotamme yhtiön tekevän ratkaisuja epäorganisen kasvun osalta vielä lyhyellä tähtäimellä. Olemme ensisijaisesti arvioineet, että investoinnit tulevat kohdistumaan Suomen ulkopuolelle, ja siten yhtiön tuotanto tulee hajautumaan maantieteellisesti Outokummun tehtaan lisäksi toiselle tehtaalle. Tehtaan sijaintipäätöksen kannalta keskiössä ovat arviomme mukaan sekä asiakkaat että raaka-aineet. Tämän taustalla on idea hankinnan ja/tai toimituksien

tehostamisesta, kun etäisyydet pienenevät Emme kuitenkaan ole täysin poissulkeneet investointia Outokummun yhteyteen, vaikka se ei ole arviomme mukaan ensisijainen vaihtoehto.

## Kannattavuus on heilunut rajusti

Myös kannattavuuden osalta Piipon 2000-luku on ollut epätasainen. Vuosien 2003-2016 keskimääräinen liikevoittomarginaali on ollut kohtuullisella tasolla 5,4 %:ssa. Parhaimmillaan yhtiö ylsi vuonna 2003 jopa 9,4 %:n liikevoittomarginaaliin.

Liiketappiota yhtiö ei kuitenkaan ole vuosina 2003-2016 heilumisesta huolimatta tehnyt, joten yhtiön liiketoimintamalli näyttää kestävän liikevaihdon muutoksia kokonaisuutena jopa yllättävän hyvin.

## Omistajarakenne

Vuoden 2015 listautumisannista huolimatta Piippo on pysynyt kuitenkin vahvasti perheomisteisena, sillä Antti Piippo ja Pekka Piippo omistavat yhtiöstä edelleen yhteensä lähes 70 %. Kari Hirvosen osuus on reilut 12 %, kun taas muille noin 400 omistajalle jää yhteensä noin 20 %:n osuus yhtiöstä. Omistus on siis keskittynyt edelleen suurille avainomistajille, minkä arvioimme pitävän osakkeen likviditeetin rajallisena myös jatkossa. Sijoittajien tulee mielestämme huomioida tämä arvonmäärityksessä normaalia korkeampana 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 (n. 75 % lv:sta)
- Kuluttajat (n. 15 % lv:sta)
- B2B (n. 10 % lv:sta)

**16,7 MEUR** (+5,3 % vs. 2015)  
LIIKEVAIHTO 2016

**1,21 MEUR** (7,2 % lv:sta)  
KÄYTTÖKATE 2016

**84** HENKILÖSTÖÄ  
**1** TEHDAS

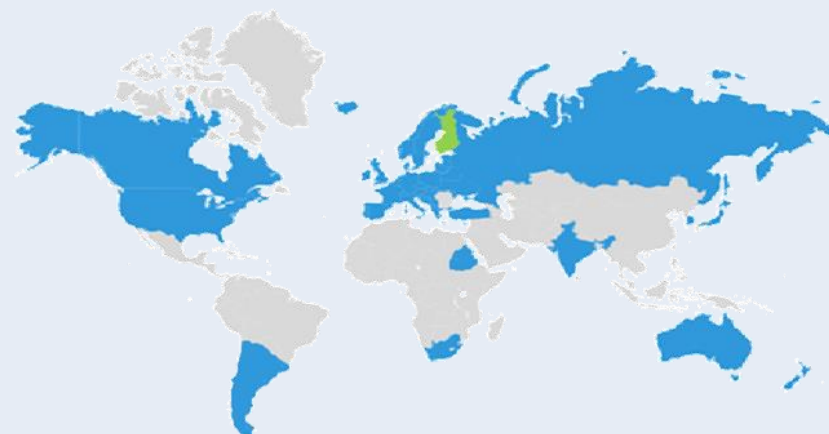
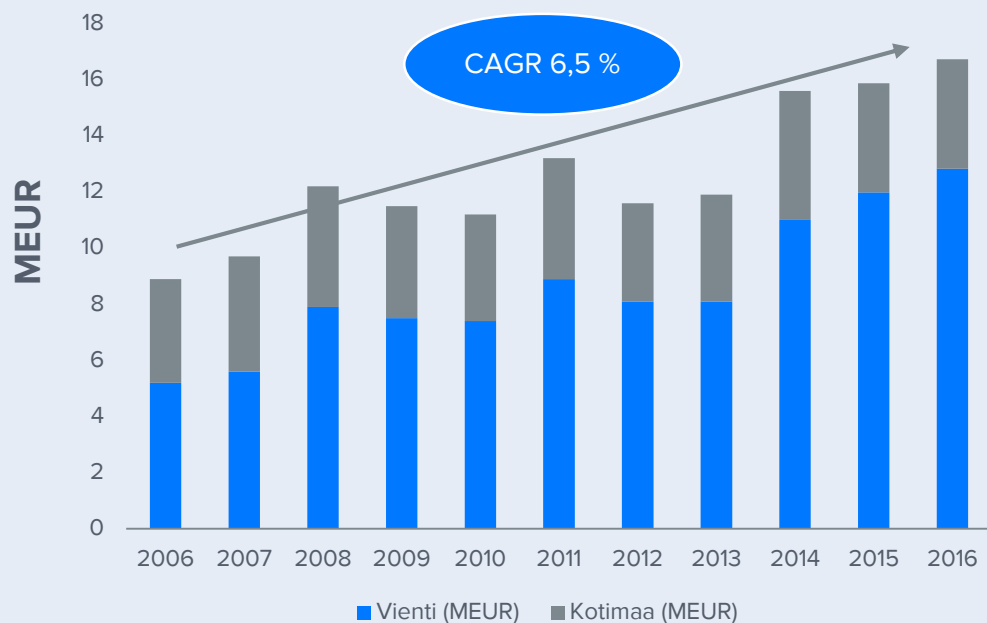
**Vientiä 40**  
**maahan**

Piippo on pienillä, 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 orgaanisesti että epäorgaanisesti. 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 kasvaa 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** varastotasoja 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 arvon purkautuvan varastoja alentamalla lyhyellä aikavälillä, mutta pidemmällä tähtäimellä potentiaalia on selkeästi.

## 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. Kuitenkin suurimman liiketoiminnan eli Agri-segmentin kysyntä on loppukysynnän defensiivisyydestä huolimatta riippuvaista säistä, jotka vaikuttavat sadon määrään ja siten Piipon tuotteiden kysyntään.
- **Raaka-aineiden hinnat** ovat 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. Näin ollen nousevien raaka-ainehintojen aikana ja vallitsevassa kireässä kilpailutilanteessa Piipolla saattaisi olla vaikeuksia siirtää raaka-aineiden hintojen nousua lopputuotteiden myyntihintoihin. Tämä loisi painetta yhtiön kannattavuuteen, ainakin hetkellisesti.

- **Riippuvuus suurimmista asiakkaista** on riski, sillä yhtiön myynti on todennäköisesti painottunut tiettyihin Agri-segmentin ja B2B:n suuriin asiakkuuksiin, vaikka lukumääräisesti yhtiöllä on jopa 1500 asiakasta. 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.
- **Yritysjärjestelyiden epäonnistuminen** on riski, sillä ylihinnan maksaminen, synergioiden yliarviointi ja ostokohteen integroinnin epäonnistuminen voivat muodostaa pitkäaikaisia taloudellisia rasitteita yhtiölle. Emme kuitenkaan näe tämän riskin toteutumista todennäköisenä lyhyellä aikavälillä, sillä odotamme yhtiön kartoittavan kapasiteetin kasvattamista ensisijaisesti investoimalla uusiin linjastoihin. Pidemmällä aikavälillä yritysostot kuitenkin ovat arviomme mukaan edelleen vaihtoehtoja.



# Sijoitusprofiili

1. Agrin kasvu

2. Kysynnän vaihtelu

3. Varastoriski

4. Kehittynyt tuoteportfolio

5. Raaka-aineiden hinnat

## Potentiaali

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

## Riskit

- Raaka-aineiden hintojen vaihtelut
- Kilpailun oleellinen kiristymisen
- 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, mutta vuoden 2014 lopussa valmistuneen tehtaan laajennusinvestoinnin ja alihankinnan heikon kannattavuuden takia arvioimme Piipon pitävän tuotannon jatkossakin suurelta osin talon sisällä, vaikka tuotannon ulkoistaminen olisikin kulurakenteen kannalta joustava vaihtoehto. Yhtiön lähivuosien kasvunopeus tulee todennäköisesti kuitenkin vaikuttamaan ostettavaan alihankintavolyymiin, sillä yhtiön kapasiteetin käyttöaste on hyvällä tasolla ja Outokummun tehtaan laajentamisvara ilman merkittäviä investointeja on erittäin rajallinen.

## 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 suurilta osin 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 yhtiön pisimmät asiakassuhteet ovat yli 30 vuotta pitkiä.

Kuluttajatuotteissa Piipon asiakkaita ovat tukkuliikkeet ja muut jälleenmyyjät, jotka välittävät Piipon valmistamia ja Piippo-brändillä myytäviä köysiä, lankoja, naruja ja ketjuja kuluttajille. Tässä segmentissä Piippo on rakentanut koko tuotanto- ja toimitusketjunsa 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 %).

B2B-segmentissä yhtiö myy kaapeliyhtiöille etenkin merenalaisten energia- ja tietoliikennekaapelien täyteainetta. B2B on jatkuvampia ja vakaampia maatalous- ja kuluttajaliiketoimintoja syklistempää liiketoiminnan projektiluonteisuuden takia. Tässäkin liiketoiminnassa Piipon asiakassuhteet avainasiakkaiden kanssa ovat pitkiä, vaikka vuosittaiset volyymit vaihtelevat selvästi projektiaktiviteetin mukana. Strategisesti Piipon painopiste on selvästi Agri- ja Kuluttajat-segmenttien kasvattamisessa, kun taas rajusti kilpaillun B2B-liiketoiminnan rooli on tukea kokonaisuutta käytössä olevien resurssien puitteissa.

## Liiketoimintamalli näkyy varastotasoissa

Toimintamallin heikkous on siinä, että se sitoo yhtiöltä merkittävästi pääomia varastoon. 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 varastotasojaan markkinan mukaisesti.

Make to order-kilpailijoita vastaan yhtiö on taas onnistunut kilpailussa, kun Piippo on voinut taata asiakkaille nopeat toimitusajat. Varastoriskin kantamisen käänköpuolena on siten markkinaosuuden voittaminen.

# Liiketoimintamalli

## Liiketoimintamallin riskiprofiili



Inderesin arvio Piipon liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

## Strategian keskiössä kasvu

Piipon strategisena tavoitteena on nostaa yhtiön liikevaihto noin 20 MEUR:oon vuoteen 2017 mennessä. Mielestämme tässä onnistuminen vaatisi merkittävän kokoluokan yritysostoa vielä tämän vuoden aikana, mitä emme pidä todennäköisenä. Piippo profiloituu mielestämme kuitenkin selvästi kasvuyhtiöksi, mitä korostaa yhtiön pyrkimykset kasvaa selkeästi markkinan kasvua nopeammin.

## 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 vaihtoaikojen paalauksessa ja lujuuden ansiosta samaan merikonttiin mahtuu enemmän paaleja. Yhtiön paalausverkoille suunnittelema Hybrid-tuotantokonsepti on myös materiaalitehokas,

mikä on tärkeää tuotantokustannusten ja kestävä kehityksen kannalta. Kuluttajatuotteissa yhtiö on luonut tuoteominaisuuksiltaan, käytettävyydeltään ja toimitusketjultaan edistyneen Roller-tuoteperheen kehittyneiden maiden halpatuotteiden kilpailijoiksi. B2B:ssä Piipolle etumatkaa antavat tuotteiden pituus ja täyttöominaisuudet. Kokonaisuutena pidämme Piipon tuoteportfoliota yhtiön tärkeänä kilpailukykytekijänä ja siten oikeana strategian kulmakivenä.

## Kasvua haetaan globaalisti

Maantieteellisesti arvioimme ulkomaiden ja uusien markkinoiden olevan Piipon kasvustrategian ytimessä. Agri-segmentissä Piipon peitto on maantieteellisesti jo kohtuullisen hyvä ja yhtiöllä on maailman merkittävistä maatalousmaista myyntiä kaikkialle paitsi Brasiliaan ja Kiinaan. Pitkällä aikavälillä arvioimme yhtiön pyrkivän murtautumaan myös näille markkinoille. Lyhyen aikavälin painopisteen arvioimme olevan etenkin Keski-Euroopan, Venäjän ja Yhdysvaltojen markkinoilla, joissa esimerkiksi paalausverkkojen kysynnän yleistymisen avaa yhtiölle selkeää potentiaalia voittoa markkinaosuuksia. Lisäksi Venäjällä paikallisen maataloustuotannon kasvattamista on ajanut pakotteet, mikä taas kasvattaa Piipon tuotteiden kysyntää. Osakkeen kannalta ison Agrin kannattavassa kasvattamisessa onnistuminen onkin mielestämme ensiarvoisen tärkeää.

Kuluttajat-segmentissä arvioimme Piipon pyrkivän levittämään maantieteellistä peittoaan Suomen rajallisen markkinapotentiaalin takia Itämeren

alueen muihin maihin kuten esimerkiksi Ruotsiin, Tanskaan, Baltiaan ja Puolaan. Lisäksi Koillis-Venäjä on potentiaalinen alue Piipolle, joskin toimivan logistiikan ja jakelukanavien luominen on maassa haastavaa ja siten arvioimme toimivan toimitusketjun luomisen vievän aikaa. Mielestämme nopea kansainvälistäminen olisi selkeästi riskisempi strategia, joten näemme hitaamman, mutta myös varovaisemman lähestymistavan oikeana. Mielestämme tämä riskiä välttävä malli on myös yhtiön linjan mukainen.

## Kasvu edellyttää investointeja

Piipon Outokummun tehtaan kapasiteetti on jo nyt erittäin hyvässä kuormassa ja arvioimme yhtiön olevan ennemmin tuotanto- kuin myyntirajoitteinen. Yhtiön oman tuotannon laajennus edellyttäisi yhtiön kokoluokassa mittavia investointeja koneisiin ja mahdollisesti myös rakennuksiin. Arvioimme, että nykyiseen rakennukseen mahtuu maltillista lisäkapasiteettia, mutta se ei vielä riittäisi tuotantorajoitteen poistamiseen ainakaan keskipitkällä aikavälillä. Näin ollen epäorgaaninen kasvu olisi mielestämme tässä vaiheessa loogista ja kuten Piippo on aiemmin esittänyt, kasvun vauhdittamisessa harkitaan myös yritysostoja.

Haasteeksi muodostuu kuitenkin se, että käytännössä potentiaalisia kohteita on haastavaa löytää. Arvioimme mukaan hajanaisen kilpailijakentän toimijat ovat heikon kannattavuuden perheyryksiä, joiden hinnoittelu ei kuitenkaan vastaa niiden tuloksentehtävyyttä.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

Vaihtoehtona investoinneille tai yrityskaupoille olisi myös alihankinnan lisääminen, mikä antaisi ainakin lyhyellä aikavälillä yhtiölle pelivaraa ja aikaa harkita suurempia strategisia liikkeitä.

Näemme potentiaalisena ratkaisuna, että Piippo lisää kapasiteettiaan Outokummussa pienemmän kokoluokan investoinneilla. Tämä kuitenkin siirtää suurempaa investointia vain ajassa eteenpäin, sillä nykyisellä kasvuvauhdilla ja rajallisella investointivaraalla tulee laajennus eteen jälleen keskipitkällä aikavälillä.

## Taloudelliset tavoitteet

Piipon taloudelliset tavoitteet ovat

- **Liikevaihto noin 20 MEUR vuoden 2017 loppuun mennessä**
- **Käyttökatemarginaali (EBITDA-%) 8 %**
- **Omavaraisuusaste keskimäärin 40 % 4 vuoden tarkastelujaksolla**

Kasvutavoitetasoa saavuttaminen on mielestämme siirtynyt hieman kauemmas tulevaisuuteen ja arvioimme, että vasta kun yhtiö ratkaisee tuotantorajoittuneisuuden on sen mahdollista ylittää noin 20 MEUR:n kokoluokkaan. Matalat raaka-ainehinnat ovat vaikeuttaneet euromääräisen liikevaihtotavoitteen saavuttamista, mutta arvioimme mukaan tämä taso olisi saavutettavissa kohtuullisen ripeästi volyymikasvulla, mikäli yhtiö investoisi Outokummun tehtaan yhteyteen. Arviomme mukaan uusien koneiden ylösajo onnistuu melko nopeasti ja kokonaisuutena investoinnin toteutus investointipäätöksestä

täyteen kapasiteettiin vie noin puolivuotta. Arvioimme, että noin 2-3 MEUR:n investoinnilla Piipolla olisi tarvittava kapasiteetti noin 20 MEUR:n liikevaihtoluokkaan.

## Kannattavuustavoite on historiallisesti jo saavutettu

Vähintään 8 %:n käyttökatemarginaalitavoite ei mielestämme ole absoluuttisesti erityisen kova liiketoimintamalli huomioiden. Myös Piipolle yhtiönä kannattavuustavoite on näkemyksemme mukaan täysin realistinen, sillä yhtiö on myös pystynyt saavuttamaan tämän tason ainakin viisi kertaa vuosina 2004-2016. Siten myös historiallisesti tarkasteltuna tavoite vaikuttaa kohtuulliselta, vaikka viime vuosina yhtiön kannattavuus onkin jäänyt tavoitetasoa alapuolelle.

Käyttökateavoitteen saavuttamisen kannalta tärkeitä ajureita ovat mielestämme volyymikasvu, sillä Outokummun tehtaan korkeamman liikevaihdon pitäisi leveroitua kohtuullisen hyvällä hyötysuhteella Piipon tulokseen verrattain kiinteän kulurakenteen takia. Lisäksi myyntimixin jatkuva parantaminen eli korkeamman lisäarvon tuotteiden osuuden kasvattaminen tukisi näkemyksemme mukaan kannattavuutta.

## Omavaraisuusaste säilyy tavoitetasoa yläpuolella investoinnista huolimatta

Taserakenteen suhteen Piippo tavoittelee keskimäärin vähintään 40 %:n omavaraisuusastetta neljän vuoden tarkastelujaksolla. Vuoden 2016 lopussa Piipon omavaraisuusaste oli 57 %, joten yhtiö on selkeästi tavoitehaarukansa

yläpuolella.

Vaikka yhtiö tekisi arvioimamme noin 2-3 MEUR:n kokoluokassa olevan investoinnin, säilyisi yhtiön omavaraisuusaste tavoitetasoa yläpuolella. Mielestämme yhtiöllä on siis taserakenteensa puitteissa kaikki edellytykset yhtiön kokoluokassa ja historiaan peilaten mittavan kokoiseen investointiin.

Pidemmällä tähtäimellä pidämme vähintään 40 %:n omavaraisuutta myös sopivana tavoitetasona Piipolle, sillä liiketoiminnan riskit edellyttävät mielestämme kohtuullista pääomapuskuria taseessa. Näin ollen emme näe raskaamman velkavivun käyttöä kestävässä ratkaisuna, vaikka ohuet voittomarginaalit ja melko suuret pääomatarpeet saattaisivat houkutella pääomakustannusten alentamiseen velkamäärän lisäyksen kautta.

## Osingonjakopolitiikka

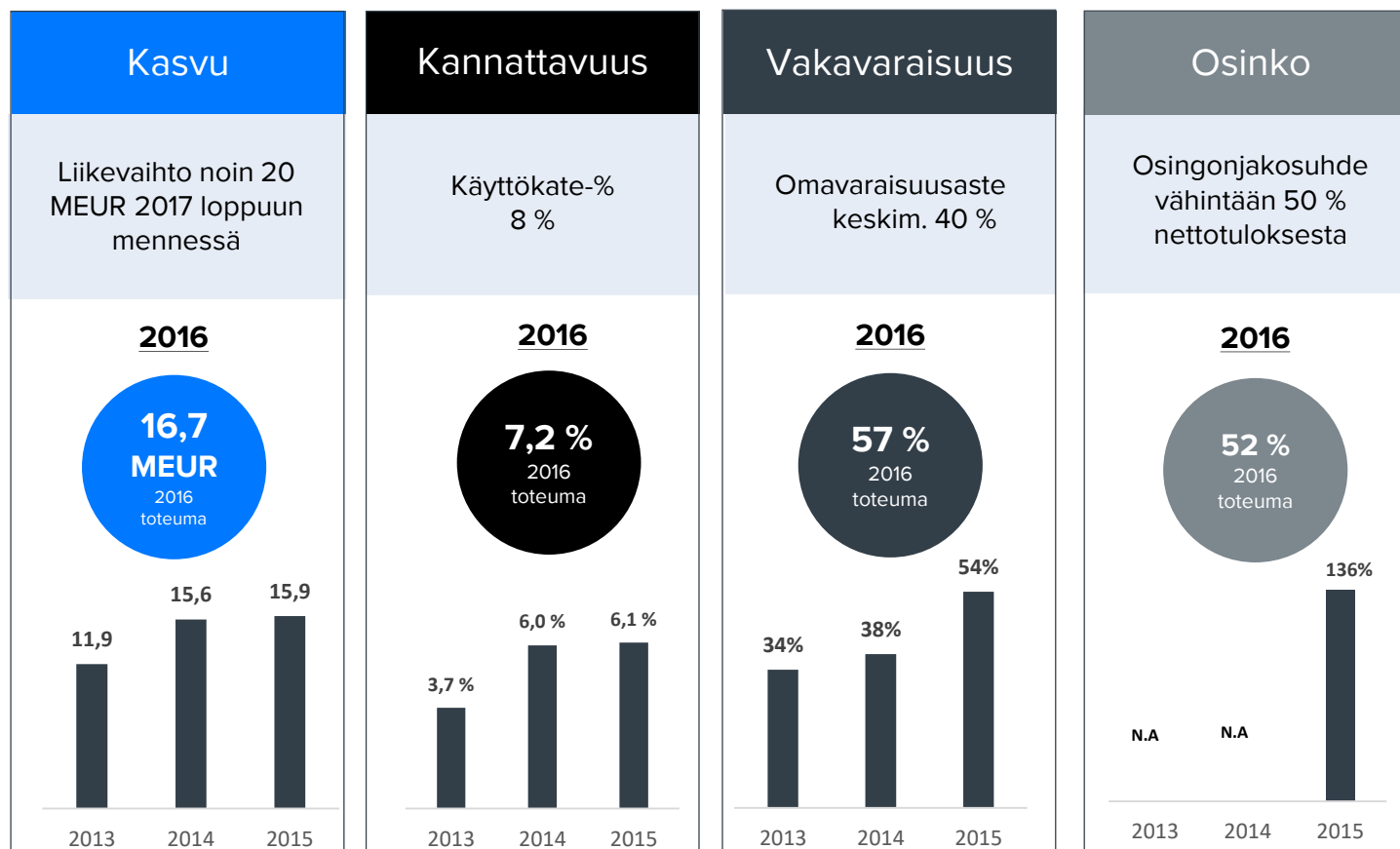
Piipon tavoite on jakaa vakaata osinkoa ja vähintään 50 % tilikauden tuloksesta. Yhtiön mukaan sen voitonjakopolitiikkaan saattaa kuitenkin vaikuttaa sen kasvuun suunnatut investointi- ja muut rahoitustarpeet.

Arviomme mukaan yhtiöllä on mahdollisuudet ylläpitää nykyistä osinkoa (2016 osinko 0,26 euroa) tai kasvattaa sitä maltillisesti investoinnista huolimatta. Yhtiön liiketoimintamalli sitoo kuitenkin merkittävästi pääomaa, joten selkeästi yli 50 %:n osingonjakosuhteen ylläpitäminen olisi arviomme mukaan haastavaa ja rajaa siten osingonkorotuspotentiaalia.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet yhteenveto



# Taloudelliset tavoitteet ja toteuma



# 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 myynnissä. Asiakkaitaan Piippo ei ole avannut, mutta Suomessa arvioimme Agrimarketin 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 huomattaviakin, 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 tiettyissä 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, mutta tuorerehun tuotannossa pyöröpaalaus on menettänyt markkinaosuuttaan viime vuosina, koska menetelmä kuluttaa paljon muovipohjaista käärintäkalvoa. Sen käyttöä tuottajat ovat pyrkinet vähentämään sekä kustannus- että ympäristösyistä.

Langan käyttöä on tuorerehun pyöröpaalauksessa korvattu verkkopaalauksella, jossa paali kääritään yhtenäisen muovikäreen sijaan verkkoon. 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 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. Lisäksi Piippo valmistuttaa alihankkijoillaan paalauskalvoa, joten yhtiö pystyy seuraamaan tarkasti menetelmän saavuttamaa suosiota ja ottamaan tarvittaessa myös

paalauskalvot omaan tuotantoonsa. Paalauksen kanssa kilpailee tuorerehun säilöminen siiloihin, 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 kestävä ja vakaat kysyntäajurit.

Yhdistyneiden kansakuntien elintarvike- ja maatalous-järjestön (FAO) mukaan keskimäärin maailmassa kulutettiin vuonna 2015 noin 34 kg lihatuotteita ja maitotuotteita noin 83 kg henkeä kohden. Huomioitavaa kuitenkin on, 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 elintasoeroa 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 1,4 % ja 1,9 % 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 2030 mennessä maito- ja lihatuotteiden kulutuksen henkilöä kohden kasvavan maailmanlaajuisesti noin 1,5 % vuodessa. Kehittyvien markkinoiden osuus maitotuotteiden kasvusta on 2,2 %, kun taas kehittyneiden maiden kysynnän ennustetaan kasvavan 0,3 %. Kehittyneillä markkinoilla lihatuotteiden kysynnän kasvu jää myös prosentin kymmenyksiin, 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 sääat vaikuttavat yksittäisten vuosien satokausiin. Kuitenkin 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 tänä vuonna arviolta 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 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.

Piipon markkinaosuus on globaalisti noin 3 %, millä yhtiö on suurehko peluri markkinalla, jos Tama Plasticsia ei oteta lukuun. Piipolle relevanteimpia 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. Käsityksemme mukaan Piipon kannattavuus on historiallisesti ollut kuitenkin toimialan selkeää parhaimmistoa, mihin yhtiö on arviomme mukaan yltänyt omiin tavaramerkkeihin nojaavan tuoteportfolionsa sekä yhtiön laajojen jakelukanavien ansiosta.

## Kuluttajat-segmentin päämarkkina on Suomi

Kuluttajissa 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 Kuluttajiin, jossa hiukan toisistaan differentioitujen tuotenimikkeiden määrä on suuri. Kuluttajissa 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 Kuluttajat-segmentin asiakkaisiin.

# Toimiala ja kilpailukenttä (3/3)

Kuluttajissa Piippo arvioi Suomen markkinaosuutensa 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 Kuluttajilta 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 vaisut pitkän ajan

näkymät ja Piipon kohtuullisen suuri markkinaosuus huomioiden onkin mielestämme selvää, että Kuluttajien liiketoiminnan kasvattamiseksi kansainvälistyminen on välttämätöntä.

Piipolla on jo pientä kuluttajatuotteiden myyntiä Baltiaan ja arvioimme yhtiön laajentavan Kuluttajien liiketoimintaa Venäjältä alkaen. Tämä kasvattaa Kuluttajien markkinapotentiaalia huomattavasti ja näemme, että Piipon kehittyneellä tuoteportfoliolla on edellytykset voittaa myös Itämeren alueen maiden yläsegmenteistä markkinaosuuksia. Näin ollen Kuluttajilla on mielestämme edellytyksiä kasvattaa myyntiään kohtuullisesti lähivuosina, jos Roller-tuoteperheen ja Kuluttajien jakelukonseptin kansainvälistäminen onnistuu. Kuluttajien Agri-segmenttiä pienemmän koon takia suuretkin Kuluttajien suhteelliset parannukset voivat lähivuosina vaikuttaa kuitenkin koko yhtiön kasvuun vain rajallisesti. Odotamme yhtiön etenevän laajentumisessa maltillisesti, mitä ennakoimme myös strategia-osiossa.

## **B2B myynti kohdistuu kaapelinvalmistajiin**

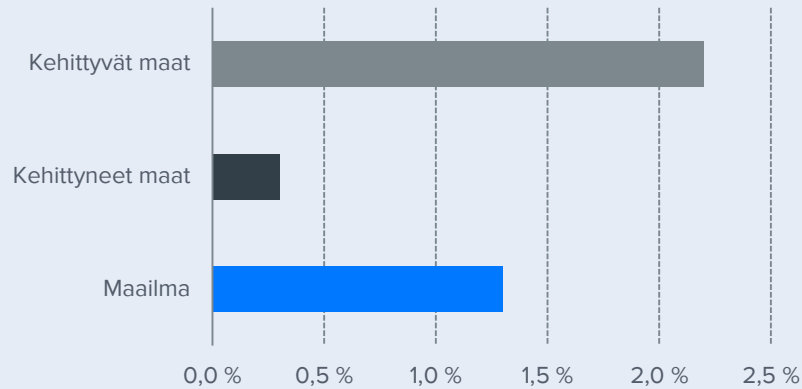
B2B:ssä myy merenalaisten kaapeleiden osakomponenttina tarvittavia täyteaineita. Asiakkaitaan Piippo ei ole avannut, mutta arvioimme mukaan Piipolla on toimituksia esimerkiksi Suomessakin operoivalle tieto- ja energiakaapelien maailmanmarkkinajohtajalle Prysmian Groupille. Näin ollen B2B:n toimialalogiikka on huomattavan erilainen kuin Agrissa ja Kuluttajissa.

B2B:n syklisellä 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 B2B:n rooli on Piipossa lähinnä yhtiön kokonaisuutta tukeva. Epäsäännöllinen täyteaineiden myynti on jopa Piipon mittakaavassa erittäin pientä liiketoimintaa ja B2B toikin vain 6 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2016. Meriakaapelialalla investoinnit ovat olleet kasvussa ja arvioimme mukaan B2B-segmentin näkymät ovat lähivuosina etenkin vuosia 2015-2016 paremmat.

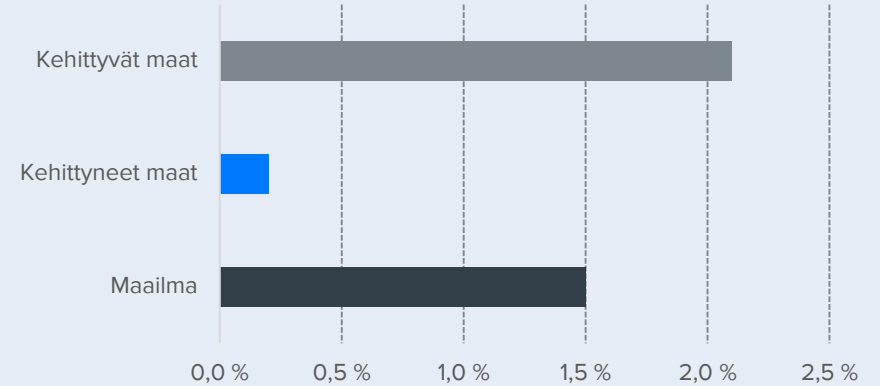
Arvioimme Piipon suuntaavan rajalliset kehitysresurssit Agrin ja Kuluttajien kasvattamiseen, kun taas B2B:lle allokoidaan henkilö- ja koneresursseja kahden muun liiketoiminnan tarpeiden ja kannattavien tilausten asettamien viitekehysten puitteissa. Liiketoiminnasta vetäytymistä emme kuitenkaan yhtiöltä odota, sillä B2B tuo yhtiölle tärkeää kriittistä kuormaa eivätkä kaikkia sen sitomia resursseja olisi hyödynnettävissä muissa liiketoiminnoissa.

# Toimiala ja kilpailukenttä

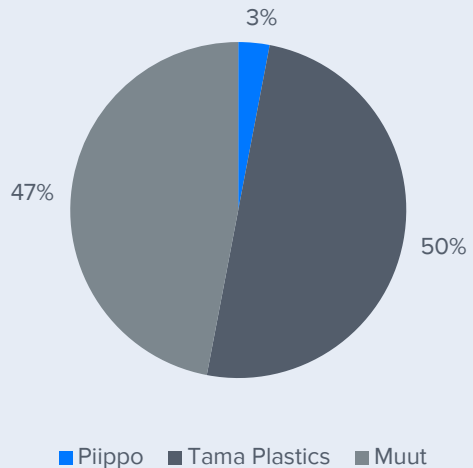
## Maitotuotteiden kysynnän kasvuennusteet (p.a.)



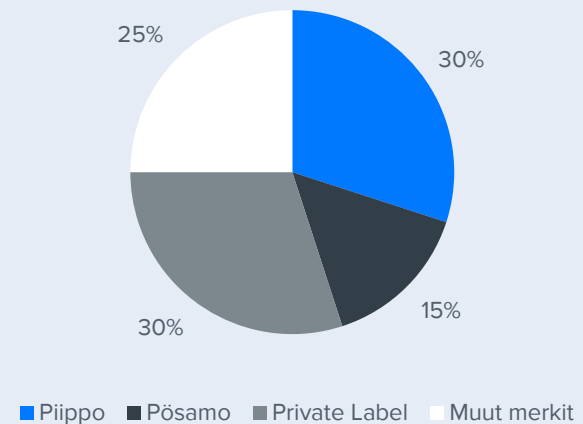
## Lihat tuotteiden kysynnän kasvuennusteet (p.a.)



## 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 0,5-0,8 MEUR:ssa. Siten materiaali- ja palvelukustannuksia dominoivat raaka-aineet, joista merkittävimpiä ovat öljypohjaiset muovimateriaalit polyeteeni ja polypropeeni, jotka hinnoitellaan maailman-markkinoilla (Piipolla useita toimittajia). Lisäksi yhtiö tarvitsee tuotannossaan myös kohtuullisen paljon sähköä raaka-ainegranulaattien sulattamiseen ja muokkaamiseen.

Käänteisesti Piipon myyntikatemarginaali on vaihdellut vuosina 2012-2016 karkeasti 30-40 %:n välillä. Viime vuoden aikana yhtiö onnistui kääntämään myyntikate-%:n trendinomaisen laskun, kun sen myyntikate-% nousi 40,6 %:iin. Arviomme mukaan käänteen taustalla on etenkin raaka-aineiden hintojen lasku, mitä myös heijastelee laskeneet materiaali- ja palvelut -kuluerä.

## 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 21,9 % vuonna 2016. Osuus liikevaihdosta on absoluuttisesti melko suuri teollisuusyhtiölle, mikä kuvaa liiketoiminnan henkilöstöintensiivistä luonnetta.

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 pysyneet hyvin kurissa

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. Vuonna 2016 Piipon muut kulut olivat 9,3 %:n liikevaihdosta, mikä on aiempien vuosien tason alapuolella ja osoittaa sen, etteivät kulut kasva liikevaihdon kanssa samassa suhteessa. Pidämme nykyistä tasoa suhteessa liikevaihtoon jo varsin hyvänä. Se myös osoittaa, että yhtiön kustannuskuri on pysynyt tiukkana, vaikka kasvu ajaakin lähes väistämättä muiden kulujen

absoluuttista massaa hieman ylöspäin. 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 2016 lopussa Piipon noin 12,5 MEUR:n taseessa oli pysyviä vastaavia 4,2 MEUR ja ne koostui etenkin 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 2016 lopussa vaihto-omaisuus oli 6,2 MEUR, joka vastaa noin 37 % yhtiön vuoden 2016 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.

# 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 selvästi H2:sta korkeampi. Yhtiö joutuu kuitenkin tuotannossaan varautumaan H1:n hyvään kysyntään edellisen vuoden H2:n aikana ja tekemään lokakuusta tammikuuhun asti 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 0,37 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.

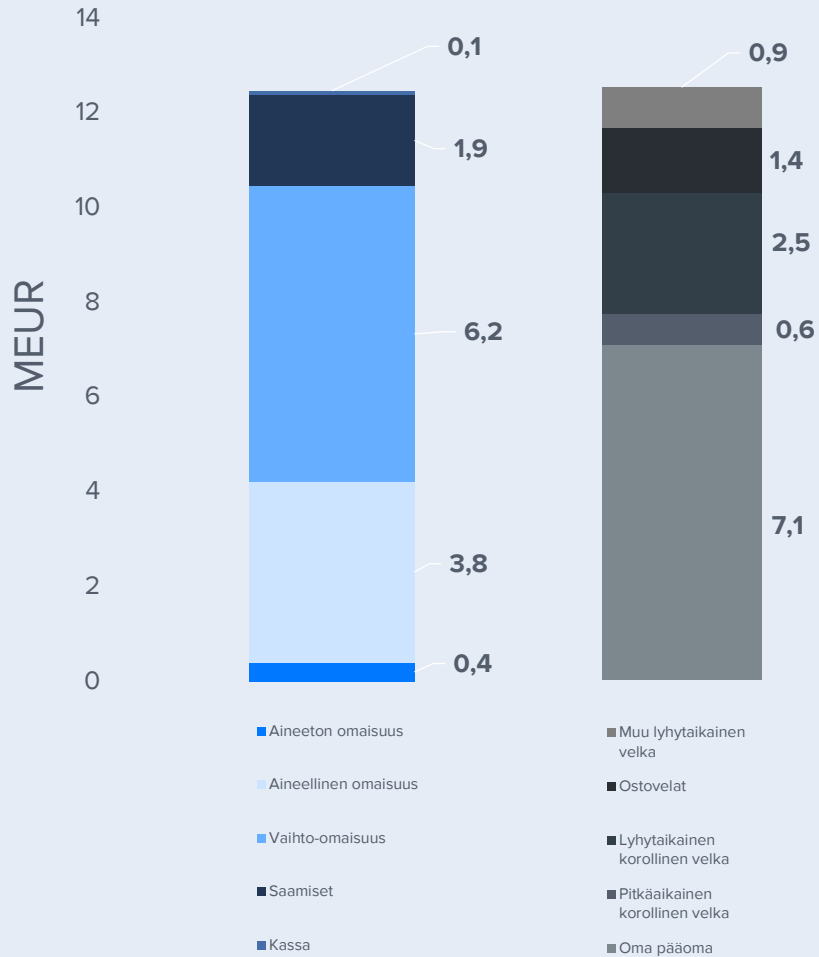
## **Omavaraisuus kunnossa ennen laajennusinvestointia**

Vuoden 2016 lopussa Piipon taseen vastattavaa puolella omaa pääomaa oli yhteensä 7,1 MEUR ja yhtiön omavaraisuusaste oli 57 %. Yhtiö on siis selkeästi omavaraisuustavoitteensa yläpuolella ja yhtiön tase säilyy vielä kohtuullisen vahvana, vaikka yhtiö rahoittanee tulevan laajennusinvestoinnin pääsääntöisesti velkarahalla.

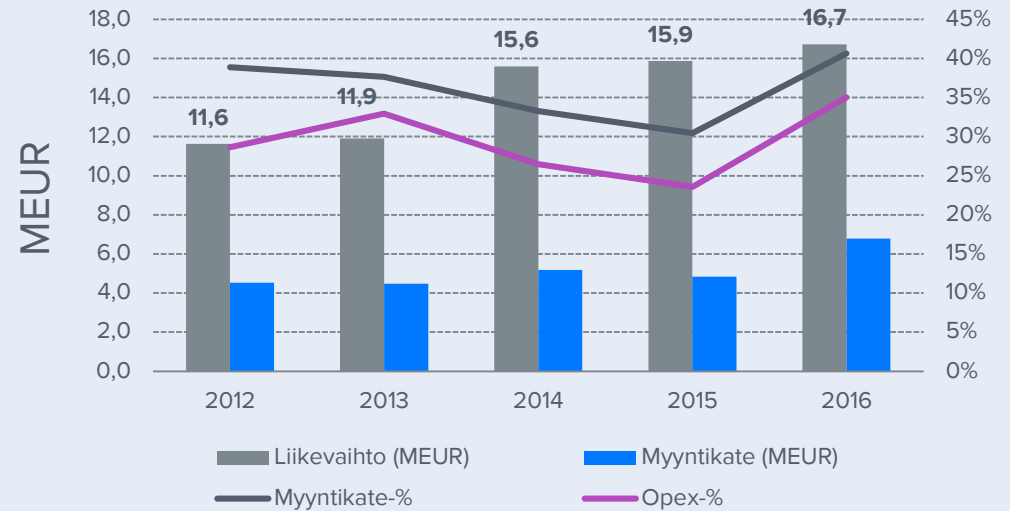
Vastattavaa puolella oli vuoden 2016 lopussa pitkäaikaista vierasta pääomaa 0,6 MEUR ja lyhytaikaista lainaa noin 2,5 MEUR. Kokonaisuudessaan yhtiöllä oli 5,4 MEUR:n edestä vierasta pääomaa. Nettovelkaantumisaste oli sekin viimeisimmän tilikauden lopussa hyvällä tasolla 44 %:ssa.

# Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne yhteenveto

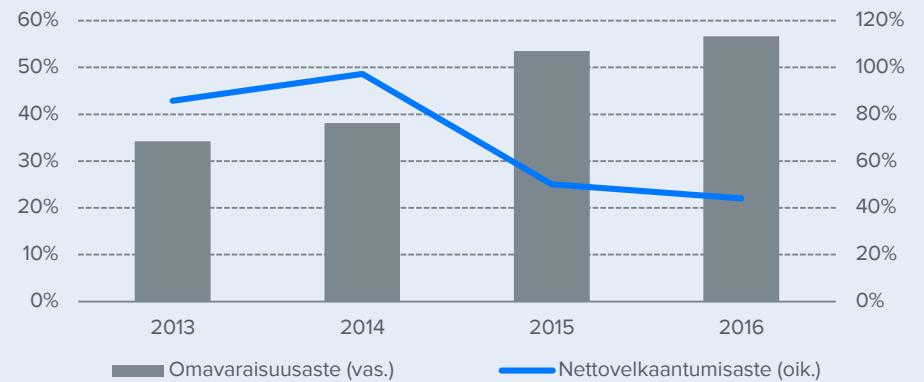
## Taserakenne



## Tuloslaskelman avainluvut



## Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet

## Markkinanäkymät suotuisat

Piippo totesi tilinpäätöksensä yhteydessä, että vuoden 2017 alussa sen tuotteiden kysyntä on ollut hyvää. Lisäksi yhtiö on tuonut markkinoille uusia korkealaatuisia tuotteita, joiden arvioimme sijoittuvan hinnan osalta premium-segmenttiin. Arvioimme, että hyvä kysyntä heijastelee pitkälti talouden vauhdittunutta kasvua, Venäjän talouden elpymistä ja kasvavaa paikallista tuotantoa sekä alhaisia varastotasoja jakeluportaissa.

Huomioitavaa on kuitenkin se, että käsityksemme mukaan hyvän kysynnän aikaan make to order -toimijat pyrkivät voittamaan markkinaosuutta vahvasti hinnalla kilpailemalla ja näin ollen emme usko, että Piippo pystyy juurikaan nostamaan hintoja suotuisasta kysyntä-kehityksestä huolimatta. Lisäksi raaka-aineiden hinnat ovat olleet nousussa, mikä tekee myös marginaalien puolustamisesta haastavaa.

## Vuoden 2017 ennusteet

Odotamme Piipon pystyvän kasvattamaan liikevaihtoaan kuluvana vuonna noin 9 % 18,2 MEUR:oon. Arviomme mukaan hyvä kysyntä tukee edellisvuosia vahvempaa kasvua ja tätä heijastellen Piippo ohjeisti kuluvan vuoden kasvun ylittävän edellisten kahden vuoden kasvuvauhdin.

Odotamme yhtiön yltävän kuluvana vuonna 1,41 MEUR:n käyttökateeseen, mikä vastaa 7,7 %:n käyttökateä. Alemmillä riveillä emme odota investoinnin heijastuvan oleellisesti Piipon poistomassaan vielä kuluvana vuonna ja siten

odotamme Piipon tekevän kuluvana vuonna 0,57 euron osakekohtaisen tuloksen.

## Vuosien 2018-2019 ennusteet

Tuotantorajoitteisuuden tulisi arviomme mukaan hellittää suurelta osin investoinnin myötä, minkä odotamme edesauttavan Piipon kasvua myös vuosina 2018 ja 2019. Odotamme vuoden 2018 liikevaihdon kasvavan 19,5 MEUR tasolle (kasvu 7,1 %) ja vuonna 2019 odotamme 20 MEUR:n tavoitetaso rikkoutuvan, kun liikevaihdon ennusteemme on 20,7 MEUR (kasvu 6,2 %). Kasvun ennusteemme heijastelevat edelleen markkinoita nopeampaa kasvua, sillä odotamme Agrin voittavan yhä markkinaosuutta, mitä tukee Kuluttajat-segmentin maltillinen laajentuminen.

Käyttökate-tasolla odotamme Piipon pystyvän ylläpitämään marginaaleja ja jopa hieman kasvattamaan niitä, mitä heijastellen ennustamamme käyttökate-% ovat vuodelle 2018 8,3 % ja vuodelle 2019 8,7 %. Poistomassa tulee kasvamaan kuitenkin Piipon kokoluokassa selvästi 2-3 MEUR:n investoinnin myötä ja siten alemmillä riveillä emme odota kasvun olevan operatiivisen kasvun vauhdin mukaista.

Osakekohtaista tulosta heikentävät myös pääosin velkarahalla rahoitettava investointi. Odotamme kuitenkin korkokuluihin melko maltillista kasvua, sillä arviomme mukaan Piipon pitäisi saada velkarahoitusta kohtuullisella noin 3-4 %:n korolla. Odotamme vuosien 2018 ja 2019 osakekohtaisten tulosten olevan 0,65 ja 0,69 euroa.

## Osinko kasvaa maltillisesti

Odotamme Piipon kasvattavan osinkoaan maltillisesti vuosina 2017-2019. Käytännössä nostovaraa rajaa tuleva investointi, joka myös sitoo käyttöpääomaa yhtiön liiketoimintamallin mukaisesti. Arviomme mukaan Piipon rahavirta kestäisi hieman ennusteitamme korkeamman osingonkasvattamisen, mutta odotamme yhtiön myös pitävän taseensa kohtuullisen vahvana ja omavaraisuusasteen 40 %:n tasolla tai sen yli. Odotamme osingon kasvavan sentillä vuodessa 0,26 sentistä 0,29 senttiin vuosina 2017-2019.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Odotamme Piipon jatkavan kasvustrategiansa määrätietoista toteuttamista maataloussegmenttiä tukevien ajureiden vetämänä pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2019 jälkeen. Ennustamme Piipon liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä 2-5 % vuodessa vuosina 2020-2026, kun taas terminaalikasvuodotus on 2,0 % maatalousmarkkinan pitkän aikavälin kasvua heijastellen.

Yhtiön liikevoittomarginaalien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 5,0-6,5 %:n haarukassa tiukan kilpailupaineen myötä. 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	2015	H1'16	H2'16	2016	H1'17	H2'17	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>15,9</b>	<b>11,2</b>	<b>5,5</b>	<b>16,7</b>	<b>12,2</b>	<b>6,0</b>	<b>18,2</b>	<b>19,5</b>	<b>20,7</b>
<i>Konserni</i>	15,9	11,2	5,5	16,7	12,2	6,0	18,2	19,5	20,7
<b>Käyttökate</b>	<b>0,96</b>	<b>1,64</b>	<b>-0,44</b>	<b>1,21</b>	<b>1,28</b>	<b>0,13</b>	<b>1,41</b>	<b>1,61</b>	<b>1,79</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,35	-0,22	-0,15	-0,36	-0,18	-0,18	-0,36	-0,38	-0,50
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>0,62</b>	<b>1,21</b>	<b>-0,58</b>	<b>0,63</b>	<b>1,10</b>	<b>-0,05</b>	<b>1,05</b>	<b>1,23</b>	<b>1,29</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,62</b>	<b>1,43</b>	<b>-0,58</b>	<b>0,84</b>	<b>1,10</b>	<b>-0,05</b>	<b>1,05</b>	<b>1,23</b>	<b>1,29</b>
<i>Konserni</i>	0,62	1,20	-0,58	0,61	1,10	-0,05	1,05	1,23	1,29
Nettorahoituskulut	-0,32	-0,05	0,06	-0,04	-0,06	-0,06	-0,11	-0,18	-0,18
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,30</b>	<b>1,38</b>	<b>-0,53</b>	<b>0,80</b>	<b>1,05</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,94</b>	<b>1,05</b>	<b>1,11</b>
Verot	-0,06	-0,28	0,13	-0,15	-0,21	0,00	-0,21	-0,21	-0,22
Vähemmistöosuudet	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Nettotulos</b>	<b>0,24</b>	<b>1,10</b>	<b>-0,40</b>	<b>0,65</b>	<b>0,84</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,73</b>	<b>0,84</b>	<b>0,89</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,18</b>	<b>0,68</b>	<b>-0,31</b>	<b>0,34</b>	<b>0,65</b>	<b>-0,08</b>	<b>0,57</b>	<b>0,65</b>	<b>0,69</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>				<b>0,50</b>	<b>0,65</b>	<b>-0,08</b>	<b>0,57</b>	<b>0,65</b>	<b>0,69</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2015</b>	<b>H1'16</b>	<b>H2'16</b>	<b>2016</b>	<b>H1'17</b>	<b>H2'17</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	1,8 %			5,3 %	9,0 %	8,5 %	8,8 %	7,1 %	6,2 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	8,8 %	44,7 %		1,6 %	-9,1 %	-91,4 %	67,5 %	17,1 %	4,9 %
<i>Käyttökate-%</i>	6,1 %	14,7 %	-7,9 %	7,2 %	10,5 %	2,2 %	7,7 %	8,3 %	8,7 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	3,9 %	10,8 %	-10,5 %	3,7 %	9,0 %	-0,8 %	5,8 %	6,3 %	6,2 %
<i>Nettotulos-%</i>	1,5 %	9,8 %	-7,2 %	3,9 %	6,9 %	-1,8 %	4,0 %	4,3 %	4,3 %



# 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. Tarkastelemme herkkyyttä muutoksille vuoden 2017 liikevaihdossa ja kannattavuudessa nimenomaan tästä syystä.

Tulospoijaistenkertoimien lisäksi hyödynnämme arvonmäärityksessä tasepohjaista P/B-lukua ja osinkotuottoa, jotka 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 johtaa virheellisiin johtopäätöksiin.

## Arvostuskertoimet ovat kokonaisuutena neutraalit

Vuosien 2017 ja 2018 P/E-kertoimet ovat 10,6x ja 9,2x, mitä voi pitää mielestämme kohtuullisena tasona Piipolle. Vastaavat EV/EBITDA kertoimet ovat 8,2x, mitkä taas ovat selkeästi haastavammat. Mielestämme tämä kuvastaa tulospoijaisten kertoimien haasteellisuutta Piipon kohdalla, sillä yritysarvopohjaiset kertoimet indikoivat selkeästi korkeampaa

arvostusta kun P/E-luku. On myös huomioitava, että koska vuoden loppupuolella Piipon varasto on korkeimmillaan, heijastuu se myös yritysarvopohjaisiin kertoimiin suuremman nettovelan kautta. Arvioimallamme vuoden keskimääräisellä varaston arvolla oikaistuna on vuoden 2017 EV/EBITDA noin 7x, mitä voi mielestämme pitää jo kohtuullisena. Näistä em. Seikoista 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.

Tasepohjaisesti Piippo on arvostettu 1,1x P/B-kertoimella (2017e), mikä on näkemyksemme mukaan kohtuullinen myös suhteutettuna Piipon odotettuun pääoman tuottoon. Emme kuitenkaan näe tasepohjaisessa arvostuksessa merkittävää nousuvaraa, sillä emme odota Piipon pystyvän lyhyellä aikavälillä ratkaisemaan suuren varaston aiheuttamaan pääomantuottoon liittyviä haasteita. Piipon osinkotuotto on lähivuosien ennusteillamme noin 4-5 %:n tuntumassa vuosien 2017-2019 aikana.

Mielestämme niin tulos- kuin tasepohjaisten kertoimien pohjalta arvioituna Piipon arvostus on kokonaisuutena kohtuullinen, mutta ne edellyttävät yhtiöltä vahvaa ja ennusteidemme mukaista kasvua. Nykyiseltä tasolta osakkeen laskuvaraa rajaa myös hyvä noin 4-5 %:n tasolla oleva lähivuosien osinkotuotto.

## DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme indikoima arvo Piipon osakkeelle on 6,80 euroa. Mallissamme odotamme pitkänaikavälin ennusteiden mukaista kasvua, kun taas terminaali kasvuprosentti on 2 %, mikä heijastelee konservatiivista arviota yleisestä talouden kehityksestä. Malli on kuitenkin erittäin herkkä pienillekin muutoksille minkä lisäksi terminaalijakson osuus jää lisäksi poikkeuksellisen korkeaksi (76 %), ja siten emme anna sille suurta painoarvoa arvonmäärityksessä. Terminaalijakson painoa kasvattaa lähivuosien heikko kassavirta, mitä heikentää tuleva kasvuinvestointi.

Käyttämässämme pääoman kustannuksessa (WACC) oman pääoman kustannus on korkeahko 9,3 %, mikä kuvastaa yhtiön keskimääräistä korkeampaa riskiprofilia, minkä vuoksi näemme keskimääräistä korkeamman turvamarginaalin perusteltuna. Selkeästi maltillisemman vieraan pääoman kustannuksen vuoksi koko pääoman kustannus laskee kuitenkin mallissamme 7,7 %:n tasolle.

# Arvonmääritys ja suositus (2/2)

## Liikevaihto ja käyttökate-% herkkyyys

Olemme kuvastaneet Piipon osakkeen arvoa herkkyyyslaskelmilla, jotka huomioivat muutokset vuoden 2017 ennusteiden käyttökate-marginaalissa ja liikevaihdossa. Muiden ennusteiden oletamme olevan vakiot. Toisella akselilla muuttujana on P/E-kerroin, jossa käytämme hyväksyttävänä tasona 10-12x kertoimia. Ennusteidemme mukaisilla vuoden 2017 poistoilla ja rahoituskuluilla ja 7-9 %:n käyttökate-marginaalilla Piipon osakkeen arvo asettuu 5-8,7 euron väliin.

Vastaavasti 10-12x P/E-kertoimella ja 17-19 MEUR:n liikevaihdolla on osakkeen käypä arvo 5,5-7,8 euron välissä. Matriisi osoittaa, että liikevaihdon kasvaessa on Piipon tuloksessa maltillista vipua muiden kuin raaka-aineiden hintojen skaalautuessa. Vipu on kuitenkin erittäin maltillinen toimialan luonteen mukaisesti.

## Sijoitusnäkemys

Toistamme Piipon 6,75 euron tavoitehinnan ja nostamme suosituksemme lisää tasolle (aik. vähennä). Mielestämme Piipon arvostus on arvostuskertoimien valossa kokonaisuutena kohtuullinen ennustamaamme kasvuun nähden ja kassavirtamalli tukee näkemystämme. 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.

		EBITDA-%					
		5,0 %	6,0 %	7,0 %	8,0 %	9,0 %	10,0 %
P/E	8	2,2	3,1	4,0	4,9	5,8	6,7
	9	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5
	10	2,7	3,8	5,0	6,1	7,2	8,4
	11	3,0	4,2	5,5	6,7	8,0	9,2
	12	3,3	4,6	6,0	7,3	8,7	10,0
	13	3,5	5,0	6,5	7,9	9,4	10,9
	14	3,8	5,4	7,0	8,5	10,1	11,7

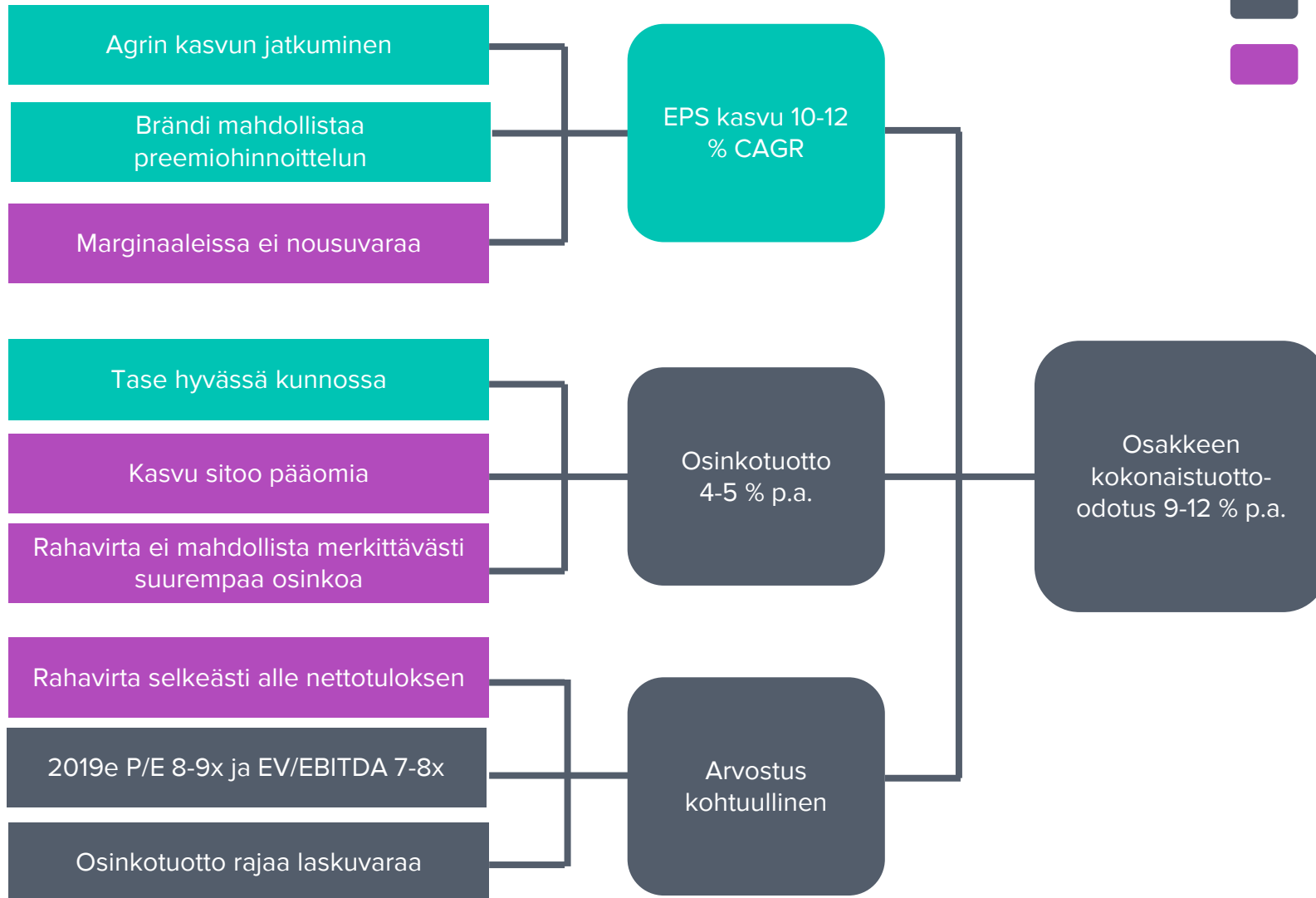
		Liikevaihto					
		15	16	17	18	19	20
P/E	8	3,6	4,0	4,4	4,8	5,2	5,6
	9	4,1	4,5	5,0	5,4	5,8	6,3
	10	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0
	11	5,0	5,5	6,1	6,6	7,1	7,7
	12	5,4	6,0	6,6	7,2	7,8	8,4
	13	5,9	6,5	7,2	7,8	8,4	9,1
	14	6,3	7,0	7,7	8,4	9,1	9,8

# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	5,14	6,02	6,01	6,01	6,01
Markkina-arvo	6,6	7,8	7,8	7,8	7,8
Yritysarvo (EV)	10,0	10,9	11,6	13,3	13,2
P/E (oik.)	27,9	17,9	10,6	9,2	8,7
P/E	27,9	12,0	10,6	9,2	8,7
P/Kassavirta	-23,4	14,8	44,0	-6,6	14,6
P/B	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0
P/S	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6
EV/EBITDA	10,4	11,0	8,2	8,2	7,4
EV/EBIT	16,2	12,9	11,0	10,8	10,3
Osinko/tulos (%)	135,8 %	51,6 %	47,7 %	43,1 %	42,2 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	4,3 %	4,5 %	4,7 %	4,8 %

Lähde: Inderes

# Osaketuoton ajurit 2017e-2019e



# Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>15,6</b>	<b>15,9</b>	<b>16,7</b>	<b>18,2</b>	<b>19,5</b>	<b>20,7</b>
Kulut	-14,7	-14,9	-15,5	-16,8	-17,9	-18,9
<b>EBITDA</b>	<b>0,93</b>	<b>0,96</b>	<b>1,21</b>	<b>1,41</b>	<b>1,61</b>	<b>1,79</b>
Poistot	-0,36	-0,35	-0,36	-0,36	-0,38	-0,50
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,57</b>	<b>0,62</b>	<b>0,84</b>	<b>1,05</b>	<b>1,23</b>	<b>1,29</b>
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,22</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>0,57</i>	<i>0,62</i>	<i>0,63</i>	<i>1,05</i>	<i>1,23</i>	<i>1,29</i>
Rahoituserät	-0,59	-0,47	-0,33	-0,47	-0,56	-0,61
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>0,34</b>	<b>0,30</b>	<b>0,80</b>	<b>0,94</b>	<b>1,05</b>	<b>1,11</b>
Muut erät	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Verot	0,00	-0,06	-0,15	-0,21	-0,21	-0,22
Vähemmistöosuus	-0,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Nettotulos</b>	<b>0,26</b>	<b>0,24</b>	<b>0,65</b>	<b>0,73</b>	<b>0,84</b>	<b>0,89</b>
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>0,26</i>	<i>0,24</i>	<i>0,43</i>	<i>0,73</i>	<i>0,84</i>	<i>0,89</i>
Satunnaiset erät	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Tilikauden tulos</b>	<b>0,26</b>	<b>0,24</b>	<b>0,65</b>	<b>0,73</b>	<b>0,84</b>	<b>0,89</b>
<i>Osakekohtainen tulos</i>		<i>0,18</i>	<i>0,50</i>	<i>0,57</i>	<i>0,65</i>	<i>0,69</i>
<b>Osakekohtainen tulos (oikaistu)</b>		<b>0,18</b>	<b>0,34</b>	<b>0,57</b>	<b>0,65</b>	<b>0,69</b>

# Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,8</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Käyttöomaisuus	4,5	3,8	3,8	3,8	5,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>7,5</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>	<b>9,2</b>	<b>9,8</b>
Varastot	5,6	6,8	6,2	7,1	7,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,8	1,5	1,9	2,0	2,1
Likvidit varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>12,3</b>	<b>12,5</b>	<b>12,5</b>	<b>13,4</b>	<b>15,7</b>

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Oma pääoma</b>	<b>4,7</b>	<b>6,7</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>
Osakepääoma	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Kertyneet voittovarot	3,9	3,8	3,7	4,1	4,6
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,2	2,3	2,7	2,3	2,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,8</b>
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	1,4	1,0	0,6	2,0	2,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>6,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>	<b>5,4</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	3,2	2,5	2,5	2,0	2,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,3	1,6	1,4	1,6	1,8
Muut lyhytaikaiset velat	1,6	0,8	0,9	0,8	0,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>12,3</b>	<b>12,5</b>	<b>12,5</b>	<b>13,4</b>	<b>15,7</b>

# Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,84</b>	<b>1,05</b>	<b>1,23</b>	<b>1,29</b>	<b>1,35</b>	<b>1,36</b>	<b>1,38</b>	<b>1,39</b>	<b>1,39</b>	<b>1,39</b>	<b>1,42</b>	
+ Kokonaispoistot	0,36	0,36	0,38	0,50	0,51	0,56	0,56	0,57	0,57	0,57	0,56	
- Maksetut verot	-0,15	-0,21	-0,21	-0,22	-0,23	-0,23	-0,23	-0,23	-0,24	-0,24	-0,25	
- verot rahoituskuluista	-0,01	-0,02	-0,04	-0,04	-0,04	-0,05	-0,05	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	
+ 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	-0,11	-0,66	-0,53	-0,49	-0,41	-0,27	-0,27	-0,19	-0,19	-0,20	-0,20	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,94</b>	<b>0,52</b>	<b>0,83</b>	<b>1,04</b>	<b>1,18</b>	<b>1,38</b>	<b>1,39</b>	<b>1,49</b>	<b>1,49</b>	<b>1,49</b>	<b>1,50</b>	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-0,41	-0,34	-2,01	-0,51	-0,98	-0,63	-0,64	-0,58	-0,58	-0,53	-0,46	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,53</b>	<b>0,18</b>	<b>-1,18</b>	<b>0,53</b>	<b>0,21</b>	<b>0,75</b>	<b>0,76</b>	<b>0,91</b>	<b>0,91</b>	<b>0,96</b>	<b>1,04</b>	
+/- 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	0,53	0,18	-1,18	0,53	0,21	0,75	0,76	0,91	0,91	0,96	1,04	18,63
Diskontattu vapaa kassavirta		0,17	-1,04	0,44	0,16	0,53	0,50	0,55	0,51	0,50	0,51	9,08
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>11,90</b>	<b>11,73</b>	<b>12,77</b>	<b>12,33</b>	<b>12,17</b>	<b>11,65</b>	<b>11,15</b>	<b>10,60</b>	<b>10,08</b>	<b>9,58</b>	<b>9,08</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>11,90</b>										
- Korolliset velat		-3,19										
+ Rahavarat		0,08										
-Vähemmistöosuus		0,00										
-Osinko/pääomapalautus		0,00										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>8,78</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>6,80</b>										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,7 %

# 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 prosenttieroona. 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 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 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

Päivämäärä	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 €



# Inderes Oy



**2015**

#1 Ennustetarkkuus



**2014, 2016**

#1 Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016**

#1 Ennustetarkkuus



**2012, 2016**

#1 Suositustarkkuus



**2012, 2016**

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

## Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.nderes.fi](http://www.nderes.fi)

**Palkittua  
analyysiä.**