

Piippo

Laaja raportti

22.1.2022 17:20



Thomas Westerholm
+358 50 541 2211
thomas.westerholm@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tehokkaamman maatalouden mahdollistaja

Emme ole tehneet muutoksia ennusteisiimme, joten toistamme Piipon 3,0 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme. Viime vuosina toteutetut investoinnit järjestelmiin ja tuotannon laajennukseen sekä tehostamiseen mahdollistavat arviomme mukaan harppauksen Piipon liikevaihdossa ja kannattavuudessa. Ennusteissamme ripeästi kasvavasta tuloksesta huolimatta näemme tulos pohjaisissa arvostuskertoimissa selvää laskuvaraa nykytasolta, mikä laskee osakkeen lyhyen aikavälin tuotto-odotuksen tuottovaateen alapuolelle.

Piippo toimii globaaleilla markkinoilla

Piippo on paalausverkkojen, -lankojen, köysien ja narujen valmistamiseen, markkinointiin ja myyntiin keskittynyt teollisuusyhtiö. Liiketoiminta jakautuu kolmeen segmenttiin pitkälti asiakkaiden mukaisesti. Maataloussektoria palveleva Agri on segmenteistä selvästi suurin kattaen 82 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2020. Kuluttajatuotteiden osuus oli vastaavasti 11 %, kun taas teollisuusasiakkaita palvelevan segmentin osuus oli loput 7 %. Yhtiön liiketoimintaportfolio painottuu huomattavasti maatalousasiakkaita palvelemaan Agriin, joka on historiallisesti ollut yhtiön kasvun moottori. Piippo toimii globaalisti ja vie tuotteita tällä hetkellä yli 40 maahan ja viennin osuus oli 75 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2020.

Odotamme kasvun jatkuvan tulevina vuosina

Piipon kasvu on ollut 2000-luvulla yleistä markkinaa nopeammalla tasolla. Näin ollen yhtiö on voittanut markkinaosuutta, mikä osoittaa yhtiön kilpailukyvyyn olevan hyvä. Kasvu on tullut pääosin vientimarkkinoilta, mutta myös Suomen liikevaihto on pysynyt pitkällä aikavälillä lievässä kasvussa. Odotamme Piipon liikevaihdon kasvavan noin 2 % vuosittain lähivuosina Agri-segmentin kasvavien myyntivolyymien vetämänä. Vuoden 2022 kasvuennusteemme on 28 %, mutta se johtuu poikkeuksellisesta 9 kuukauden mittaisesta vertailukaudesta. Liikevaihdon kehitykseen vaikuttaa kuitenkin poikkeuksellisen korkealle tasolle nousseet raaka-ainekustannukset, joista johtuen Piipon kaltaiset jalostajat ovat nostaneet omat myyntihintansa historiallisia tasoja korkeammalle. Poikkeuksellisesta hintatasosta johtuen kannustamme sijoittajia kiinnittämään enemmän huomiota kannattavuuden kehitykseen. Odotamme liikevoittomarginaalin nousevan asteittain 3 %:iin vuonna 2023 (2021 EBIT: 2,1%) kiinteiden kulujen skaalautuessa kasvaneiden myyntivolyymien myötä ja yhtiön ulosmittaessa lankatuotteiden automaatioinvestoinnin hyötyjä.

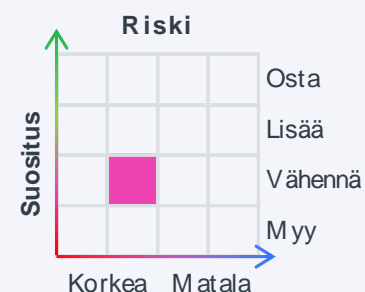
Arvostustaso vaatii selvää tasokorotusta kannattavuusprofiilissa

Piipon vuosien 2022 ja 2023 velkaantuneisuuden huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat 17x ja 14x, kun taas vastaavat P/E-kertoimet ovat 13x ja 12x. Arvostuskertoimet ovat näkemyksemme mukaan nykytasolla haastavia ja vaativat odotuksiamme rivakampaa suhteellisen kannattavuuden kohenemista. Tase pohjaisesti osaketta hinnoitellaan 0,6x P/B-kertoimella, mikä on mielestämme perusteltu matalasta oman pääoman tuotosta johtuen. Maltillinen P/B-kerroin rajaa kuitenkin osakkeen laskuvaraa korkeasta tulos pohjaisesta arvostuksesta huolimatta. Odotamme Piipon käyttävän liiketoiminnan generoiman rahavirran vuodelta 2021 taseen vahvistamiseen, joten vuoden tähtäimellä tuotto-odotus on tuloskasvun varassa. Arviomme mukaan osakkeen tuotto-odotus jää heikoksi, kun huomioidaan ennustamastamme tuloskasvusta huolimatta yhä korkealla tasolla säilyvä tulos pohjainen arvostus.

Suositus

Vähennä
(aik. Vähennä)
3,00 EUR
(aik. 3,00 EUR)

Osakekurssi:
3,28



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	14,8	19,0	19,4	19,8
kasvu-%	-12 %	28 %	2 %	2 %
EBIT oik.	0,3	0,5	0,6	0,7
EBIT-% oik.	2,1 %	2,6 %	3,0 %	3,3 %
Nettotulos	0,1	0,3	0,4	0,4
EPS (oik.)	0,11	0,25	0,27	0,30

P/E (oik.)	29,7	13,3	12,0	10,9
P/B	0,6	0,6	0,6	0,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
EV/EBIT (oik.)	34,3	17,0	14,1	12,0
EV/EBITDA	12,4	7,3	6,9	6,3
EV/Liikevaihto	0,7	0,4	0,4	0,4

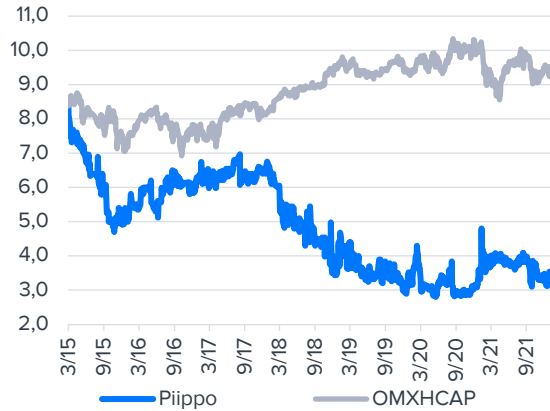
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

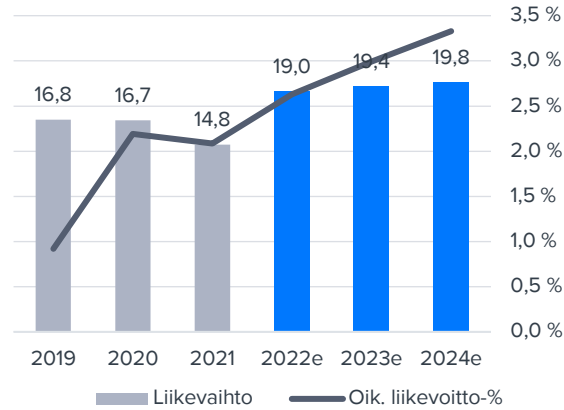
Yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan ja liiketuloksen paranevan koko tilikaudella 2022

Osakekurssi



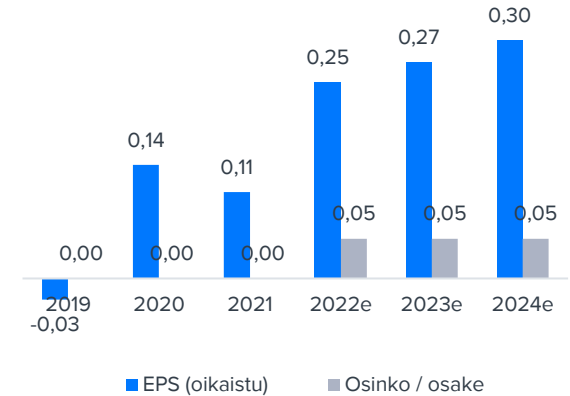
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Kilpailutilanne ja hinnoitteluympäristö on kireä
- Yhtiön nettovelka/käyttökate on korkealla tasolla ja rahavirta ei yllä operatiivisen tuloksen tasolle
- Tuotanto keskittynyt yhdelle tehtaalle Outokummussa
- Sääolosuhteet voivat vaikuttaa merkittävästi yhtiön tuotteiden kysyntään
- Kohonneet rahti- ja raaka-ainekustannukset

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,28	3,28	3,28
Osakemäärä, milj. kpl	1,29	1,29	1,29
Markkina-arvo	4,2	4,2	4,2
Yritysarvo (EV)	8,5	8,2	7,9
P/E (oik.)	13,3	12,0	10,9
P/E	13,3	12,0	10,9
P/Kassavirta	1,9	8,9	8,3
P/B	0,6	0,6	0,5
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	7,3	6,9	6,3
EV/EBIT (oik.)	17,0	14,1	12,0
Osinko/tulos (%)	20,2 %	18,3 %	16,7 %
Osinkotuotto-%	1,5 %	1,5 %	1,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11-12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-13
Toimiala ja kilpailukenttä	14-17
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	18-19
Ennusteet	20-21
Arvonmääritys	22-23
Taulukot	24-28
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	29

Piippo lyhyesti

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

1942

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

19,0 MEUR

Liikevaihto 2022e

+40 kpl

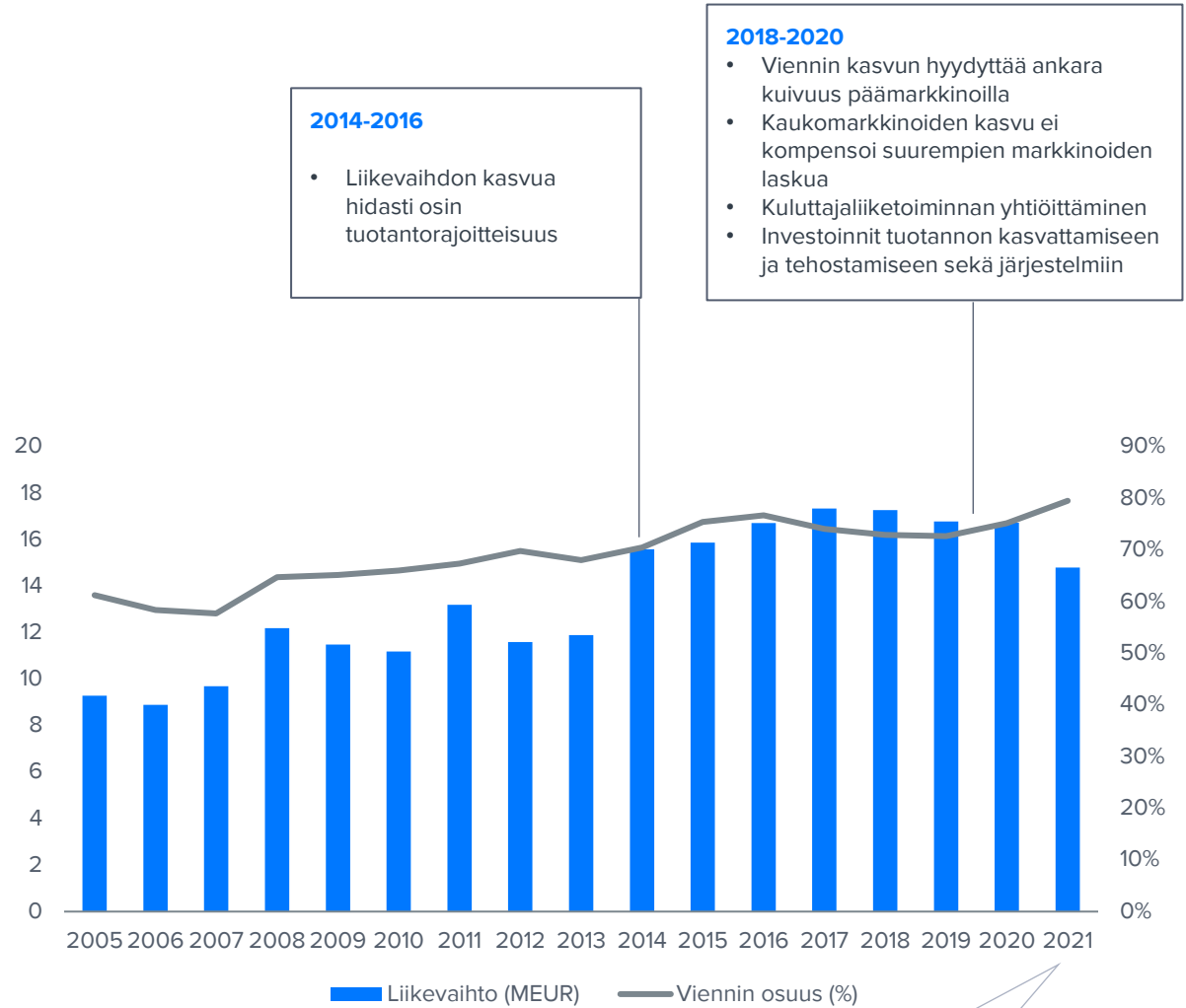
Tuotteiden vientimaita

1,2 MEUR (6,1 % lv:sta)

Käyttökate 2022e

98

Henkilöstö 2021 keskimäärin



Huom: 2021 oli 9 kuukauden mittainen tilikausi

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Sitomisen ja kiinnittämisen tuotteisiin keskittynyt teollisuusyhtiö

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

Maataloussektoria palveleva Agri on segmenteistä selvästi suurin kattaen vuonna 2020 82 % yhtiön liikevaihdosta. Kuluttajatuotteiden osuus oli vastaavasti 11 %, kun taas kaapeliteollisuuden tuotteiden osuus oli loput 7 %.

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

Pieni globaaleilla markkinoilla

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.

Piippo on pienestä koostaan huolimatta kansainvälinen yhtiö etenkin globaalisti operoivan Agri-liiketoiminnan myötä.

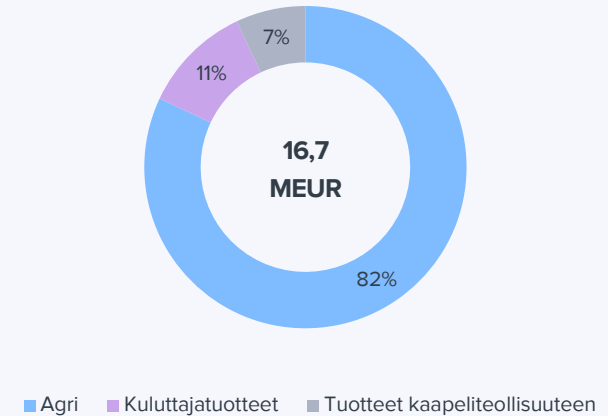
Kasvu on ollut markkinoita nopeampaa

Piipon liikevaihto on kasvanut vuodesta 2010 lähtien keskimäärin noin 4 %vuodessa, mikä on arviomme mukaan toteutunutta 2-3 %:n markkinakasvua nopeampaa. Yhtiö on siis voittanut markkinaosuuksia ja siten Piipon liikevaihtokehitystä voi mielestämme pitää hyvänä. Kasvusta merkittävä osuus on tullut vientimarkkinoilta, jonka kasvuvauhti on ollut yli 5 % vuodessa, mikä osoittaa yhtiön voittaneen viennissä markkinaosuutta. Kotimarkkinan rajallisen koon vuoksi kasvu keskipitkällä aikavälillä vaatii onnistumisia kansainvälisillä markkinoilla.

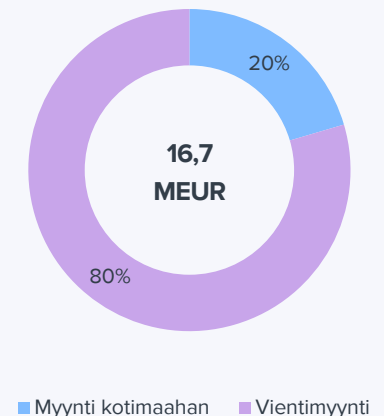
Vuositasona Piipon kysyntä on riippuvainen satokauden laadusta. Sääolosuhteet kuten kuivuus, sateet ja/tai kuumuus voivat heikentää satokautta, mikä puolestaan vaikuttaa negatiivisesti Agri-segmentin tuotteiden kysyntään.

Kasvun kannalta yhtiön tuotantokapasiteetti on ollut historiallisesti ajoittain vajavainen, mikä on osin hidastanut kasvua. Näin ollen vuonna 2018 toteutettu Outokummun tehtaan laajennusinvestointi on oleellisessa osassa kasvun jatkumisen kannalta, vaikka se painaakin liikevoittomarginaalia kohonneiden poistojen muodossa.

Piipon liikevaihto segmenteittäin (2020)



Vienti ja kotimaan myynti (2020)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Kannattavuus on heilunut rajusti

Kannattavuuden osalta Piipon historiallinen kehitys on ollut epätasainen, vaikka liiketappiolle yhtiö ei ole 2000-luvulla painunut liikevaihtotason heilunnasta huolimatta. Parhaimmillaan yhtiö ylsi vuonna 2016 5 %:n liikevoittomarginaaliin, kun taas vuonna 2018 liikevoittomarginaali jäi vaivoin positiiviseksi ja oli 0,1%. Viimeisen kahdeksan vuoden keskimääräinen liikevoittomarginaali on ollut matalalla tasolla 3 %:ssa ja vuonna 2021 liikevoittomarginaali oli 2,1%.

Keskeinen ajuri kannattavuuden heilunnalle on vaihtelevat raaka-ainehinnat ja Piipon alhaisen hinnoitteluvoiman yhdistelmä. Piippo käyttää valmistuksessaan raaka-aineena öljypohjaista muovigranulaattia, jonka markkinahintaa ajaa muutokset öljyn hinnassa ja jalostajien marginaalitaso. Merkittävä osuus agrituotteiden ostohinnoista neuvotellaan jakelijoiden kanssa agikauden alussa, mikä yhdessä muuttuvien raaka-ainekustannusten kanssa aiheuttaa heiluntaa kannattavuudessa. Asiakkaiden hintaherkkyuden seurauksena valmistajaporras ei tyypillisesti saa kohonneita raaka-ainehintoja siirrettyä täysmääräisesti omiin myyntihintoihinsa, vaan väliaikaisesti kohonneet valmistuskustannukset nakertavat valmistajien marginaaleja.

Agrikauden laatu on myös oleellinen ajuri Piipon kannattavuudelle. Heikko satokausi johtaa alhaisempiin myyntivolyymeihin, mutta voi myös aiheuttaa tuntuvaa painetta myyntikatemarginaaleihin, kun valmistajat myyvät

kauden yli jääneitä tuotteita pois varastoistaan alennettuun hintoihin.

Liiketoimintamalli on perinteinen teolliselle valmistajalle

Piipon liiketoimintamalli on hyvin perinteinen valmistavalle teollisuusyhtiölle, sillä yhtiön ydinprosesseja ovat tuotanto sekä tuotteiden myynti ja markkinointi. Tuotannosta vastaavalla Outokummun tehtaalla on useita erikoistuneita tuotantolinjoja eri tuotteille, joita Piipolla on markkina- ja asiakaskohtaisesti räätälöityinä noin 150.

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

Myynti ja markkinointi on pitkälti omissa käsissä

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

Asiakaskunta muodostuu pääosin jakelijoista, tukkuliikkeistä ja muista jälleenmyyjistä

Agri-segmentissä Piipon suoria asiakkaita ovat jakelijat, jotka myyvät tuotteet eteenpäin yksittäisille maatalousyrityksille tai maanviljelijöille.

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

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Kaapeliteollisuutta palvelevassa segmentissä yhtiö myy kaapeliyhtiöille etenkin merenalaisten energia- ja tietoliikennekaapeliin täyteainetta. Segmentin liiketoiminta on jatkuvampia ja vakaampia maatalous- ja kuluttajaliiketoimintoja syklisempää liiketoiminnan projektiluonteisuuden takia. Tässäkin liiketoiminnassa Piipon asiakassuhteet avainasiakkaiden kanssa ovat pitkiä, vaikka vuosittaiset volyymit vaihtelevat selvästi projektiaktiiviteetin mukana. Strategisesti Piipon painopiste on selvästi Agrin kasvattamisessa, kun taas rajusti kilpaillun Tuotteet kaapeliteollisuuteen - liiketoiminnan rooli on tukea kokonaisuutta käytössä olevien resurssien puitteissa. Tätä roolia tukee segmentin tuotteiden valmistuksen synergiat muun tuotannon kanssa, mitkä tekevät liiketoiminnasta pienilläkin volyyymeilla kannattavaa.

Liiketoimintamalli näkyvä varastotasoissa

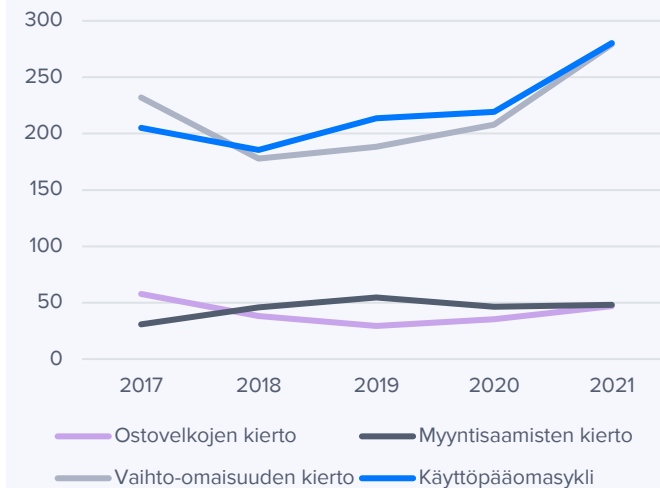
Piipon toimintamallin heikkous on siinä, että se sitoo yhtiöltä merkittävästi pääomia varastoon sen lisäksi, että myös kiinteää omaisuutta tarvitaan liiketoiminnassa melko paljon. Piipon kysyntäpiikit ajoittuvat agrikauden alkuun (tyypillisesti helmikuu), mutta yhtiö valmistaa tuotteita varastoon tasaisesti läpi vuoden. Tämä puolestaan heijastuu yhtiön korkeassa vaihto-omaisuuden kiertoaajassa. Käytännössä arvoketjuposition ja strategisten valintojen vuoksi varastointi on siirtynyt suurelta osin jakelijoilta ja tukkuliikkeiltä Piipolle. Piipon raaka-aineiden ostohinnat määräytyvät markkinalla kysynnän ja tarjonnan mukaan, kun taas merkittävä osuus myytyjen tuotteiden hinnoista neuvotellaan agrikauden alussa. Tästä johtuen muutokset muovihinnoissa heiluttavat yhtiön kannattavuusmarginaaleja ja vaikuttavat olemassa

olevan varaston arvoon. Varastoriskin hallitsemiseksi yhtiön tulee optimoida varastotasojaan markkinan mukaisesti pitkässä juoksussa.

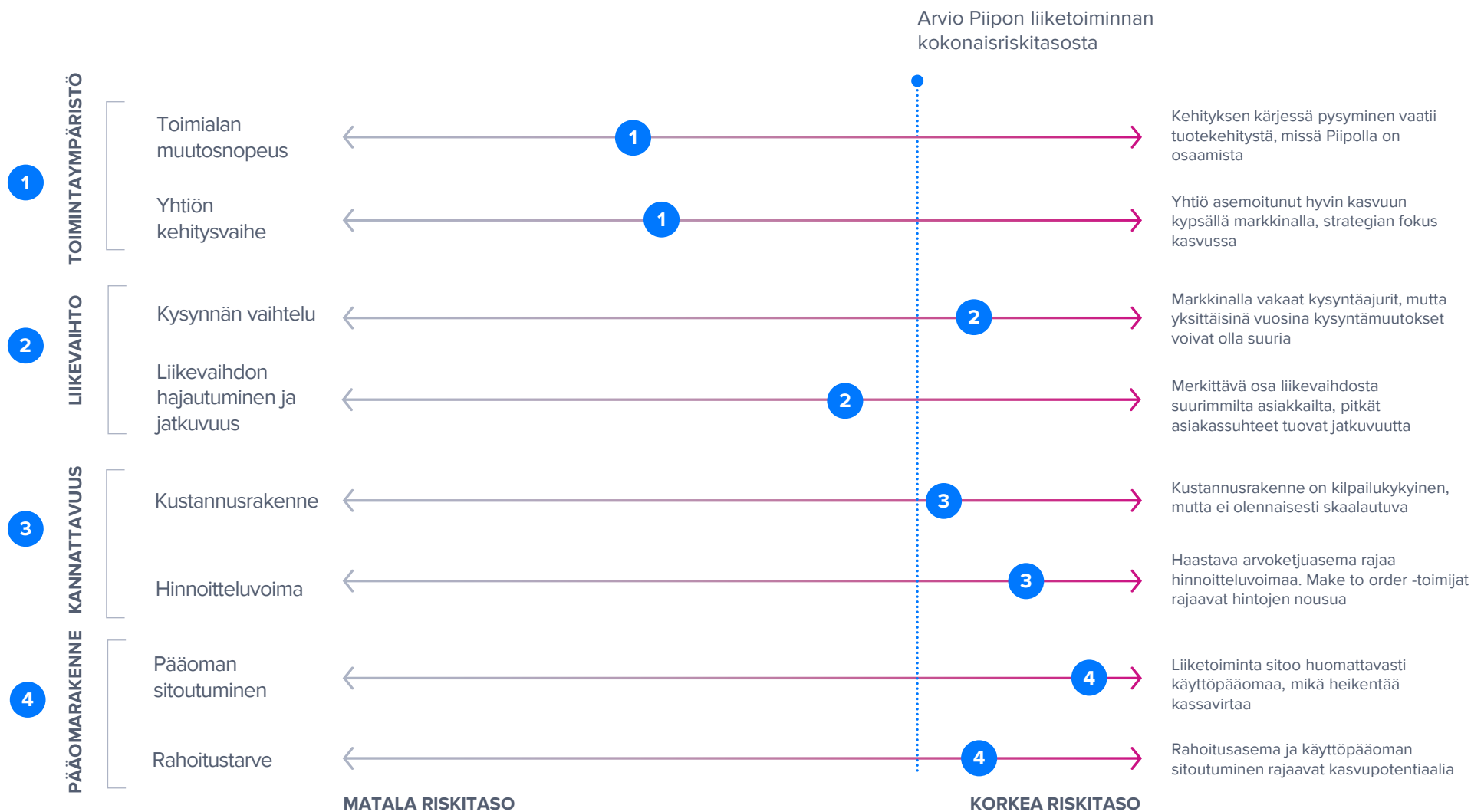
Pelkästään tilauksesta (ns. make to order) tuotteita tekeviä kilpailijoita vastaan yhtiö on taas onnistunut kilpailussa, kun Piippo on voinut taata asiakkaille nopeat toimitusajat. Varastoriskin kantamisen kääntöpuolena on siten jossain määrin markkinaosuuden voittaminen ja markkinaa nopeampi kasvu.

Piipon ostovelkojen ja myyntisaamisten kiertoaika on kehittynyt vakaasti, mutta vaihto-omaisuuden kierto on hidastunut, mikä on pidentänyt käyttöpääomasykliä. Tämä tarkoittaa, että käyttöpääomaan sijoitetun euron tulouttaminen kestää aiempaa pidempään.

Käyttöpääoman sitoutuminen (päivää)



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Liiketoiminta-alueet

Agri



Kuluttajatuotteet



Kaapeliteollisuus



Liiketoimintaidea

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

PIIPPO®

Asiakassegmentit

Maatalous



Kuluttajat



Kaapeliteollisuus



Tuotteet



Paalausverkot ja -langat



Kaapelitäytteet ja -langat



Köydet, langat ja narut

Myyntikanavat



Suoramyynti



Kumppanit



Jakelijat

Ydinprosessit



Tuotanto



Myynti ja markkinointi

Kustannusrakenne

(% liikevaihdosta)



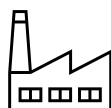
Henkilöstökulut
(26 %)



Materiaalit ja palvelut
(60 %)



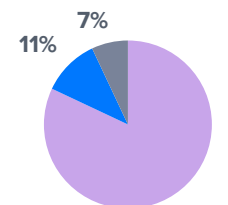
Liiketoiminnan muut kulut
(9 %)



Poistot ja arvonalenemiset
(4 %)

Tulovirrat

Liikevaihto 14,8 m€
EBITDA 0,9 m€ (2021)



■ Agri ■ Kuluttajatuotteet ■ B2B

Sijoitusprofiili

1.

Agrin kasvupotentiaali

2.

Korkea kysynnän vaihtelu

3.

Riippuvuus suurimmista asiakkaista

4.

Haastava arvoketjuposio

5.

Kehittynyt tuoteportfolio

Potentiaali



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

Riskit



- Kysyntä riippuvainen satokauden menestyksestä
- Kysynnän vaihtelut vaikuttavat nopeasti kannattavuuteen
- Haastavan arvoketjuposio
- Haastavan arvoketjuposio vuoksi yhtiöllä melko vähän liikkumavaraa arvonluonnin kasvattamiseksi
- Korkeat varastotasot sitovat merkittävästi pääomaa
- Kohonneet rahti- ja raaka-ainekustannukset

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategia tähtää kannattavaan kasvuun

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

Laatu luo mahdollisuuksia

Piipon strategia nojaa laatuun ja erilaistumiseen, joiden avulla yhtiöllä on tavoitteena saada jakelijat ja näiden 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 organisaation rakenne onkin varsin virtaviivainen ja matala.

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

Muovin kulutuksessa on selvä trendi kohti kierrätettyjä materiaaleja, mikä kannustaa tuotekehitystä tähän suuntaan. Joillakin Piipon markkinoilla suunnitellaan jo veroa Agri-segmentin tuotteisiin, jossa kierrätetyn muovin osuus alittaa tietyn rajapyykälän. Tyypillisesti myös loppukäyttäjät suosivat ympäristöystävällisempiä ratkaisuja, mikä voi tulevaisuudessa avata Piipolle mahdollisuuksia erottautua edukseen. Kuluttajatuotteissa yhtiö on luonut tuoteominaisuuksiltaan, käytettävyydeltään ja toimitusketjultaan edistyneen Rollerit tuoteperheen kehittyneiden maiden halpatuotteiden kilpailijoiksi. Kokonaisuutena pidämme Piipon tuoteportfoliota yhtiön tärkeänä kilpailukykytekijänä ja siten oikeana strategian kulmakivenä.

Kasvu tulee globaaleilta markkinoilta

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



Toiminnallinen tavoite

Olla merkittävä kansainvälinen sadonkorjuutuotteiden kehittäjä ja toimittaja.



Taloudelliset tavoitteet

Lyhyellä aikavälillä kannattava kasvu, jonka tulee olla markkinoita nopeampaa. Pitkän aikavälin taloudellisena tavoitteena on yhtiön omistaja-arvon kasvattaminen.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Kuluttajat-segmentissä arvioimme Piipon pyrkivän levittämään maantieteellistä peittoaan Suomen rajallisen markkinapotentiaalın takia Itämeren alueen muihin maihin kuten esimerkiksi Ruotsiin, Tanskaan, Baltiaan ja Puolaan. Yhtiö on segmentissä luopunut omasta tuotannosta, joten ne tulevat nykyään kolmansilta osapuolilta. Emme usko tämän muuttavan segmentin kasvustrategiaa sinänsä, mutta yhtiön pääfokus on kuitenkin nyt ja pitkällä aikavälillä Agrissa. Agriin keskittymistä tukee myös kuluttajaliiketoiminnan eriyttäminen omaksi yhtiöksi (Manilla Oy) vuonna 2018. Pidämmekin mahdollisena, että yhtiö irtaantuu kuluttajaliiketoiminnasta jollain aikavälillä.

Kannattavuuden mittatikkuna historiallinen taso

Kannattavuuden osalta Piipolla ei ole numeerista taloudellista tavoitetta, mutta yhtiön käyttökatemarginaali on ollut vuosien 2015-2020 aikana keskimäärin 5,5 % ja parhaina vuosina käyttökatemarginaali on noussut yli 8 %:n (2012 8,3 %). Kapasiteetin käyttöasteen nousun tuomien tehokkuushyötyjen myötä on yhtiön kannattavuuspotentiaali arvioimme mukaan lähivuosina historiallisella tasolla tai hieman sen yläpuolella. Huomioitavaa on kuitenkin, että investointien myötä kasvaneiden poistojen rasitteen ansiosta liikevoittotasolla edellisvuosien suhteellinen kannattavuustaso on haastavampi saavuttaa ja se vaatii jatkossa aikaisempaa suurempia myyntivolyymejä.

Omistaja-arvon kasvattaminen tulee tulokasvun kautta

Piipon tavoite kasvattaa omistaja-arvoa nivoutuu oleellisesti yhteen kasvutavoitteen kanssa, sillä omistaja-arvon luonti on vahvasti sidoksissa liikevaihdon kasvun ajamaan tulokasvuun. Omistaja-arvon nostaminen taloudelliseksi tavoitteeksi on jossain määrin myös signaali sitä, että yhtiössä ei haeta kasvua hinnalla millä hyvänsä.

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

Taserakenne

Piipolla ei ole tällä hetkellä taseen omavaraisuusasteen tai velkaantuneisuuden osalta taloudellisia tavoitteita. Historiallisesti ja vanhan taloudellisen tavoitteen mukaisesti yhtiön omavaraisuusaste on ollut keskimäärin noin 45 %:ssa. Tämä on mielestämme jossain määrin korkea taso ja taseessa tulee olla tuntuva velkavipu pääoman tuoton kohottamiseksi. Arvioimme yhtiön kuitenkin pyrkivän pitämään omavaraisuusasteen yli 35 %:ssa.

On huomioitava myös, että velan määrää rajaa velanhoitokyky, sillä se rajaa absoluuttisen

nettovelan kasvattamista, vaikka uskommekin yhtiön nykyisessä korkoympäristössä saavan hyvin halpaa lainaa. Huomioitavaa toki on, että tilikauden lopun käyttöpääoman määrä nostaa velan määrää ja taso on siten arvioimme mukaan vuoden keskimääräistä tasoa korkeampi. Vuoden keskimääräisellä nettovelalla laskettuna taso olisi kuitenkin arvioimme mukaan myös korkealla noin 3-4x tasolla.

Osingonjakopolitiikka

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

Toimiala ja kilpailukenttä 1/4

Agrin portfolioissa tuore- ja kuivarehupaalaus

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

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

Rehua kulutetaan maataloudessa ja energiateollisuudessa

Rehua maataloustuottajat tarvitsevat etenkin liha- ja maitokarjan ruoaksi. Eläinten hyvinvoinnin sekä tuotoksen määrän ja laadun takia niitä ruokitaan

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

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

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

Piippo valmistuttaa alihankkijoillaan paalauskalvoa, joten yhtiö pystyy seuraamaan tarkasti menetelmän saavuttamaa suosiota ja ottamaan tarvittaessa myös paalauskalvot omaan tuotantonsa. Käsitksemme mukaan

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

Paalauksen kanssa kilpailee tuorerehun säilöminen 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 trendejä. Nämä trendit kasvattavat ruoan kysynnän määrää ja toisaalta siirtävät kysynnän painopistettä edullisemmista kasvipohjaisista elintarvikkeista (esim. hiilihydraatit) kohti kalliimpia maito- ja lihatuotteita. Näin ollen toimialaa tukevat pitkällä tähtäimellä kestävät ja vakaat kysyntäajurit.

Kasvupotentiaali on kehittyvässä maissa

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

Toimiala ja kilpailukenttä 2/4

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

Markkinoiden kasvunäkymä on hieman hiipunut seuraavalle vajealle kymmenelle vuodelle. FAO ennustaa vuoteen 2030 mennessä maito- ja lihatuotteiden kulutuksen kasvavan maailmanlaajuisesti reilun 1-2 % vuodessa. Kehittyvien markkinoiden osuus maitotuotteiden kasvusta on suurempi ja niiden kasvun odotetaan yltävän 2,6 %:iin, kun taas kehittyneiden maiden kysynnän ennustetaan kasvavan 0,7 % vuosittain. Kehittyneillä markkinoilla lihatuotteiden kysynnän kasvuennusteet asettuvat 0,5 %:iin, kun taas kehittyvät markkinat kasvavat FAO:n ennusteiden mukaan 1,6 %:n vuosivauhtia.

Lopputuotteiden kysynnän kehitys antaa suuntaa Agrin kohdemarkkinan kasvunäkymälle

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

osa kehittyvien maiden kysynnän kasvun edellyttämästä tarjonnasta tulee kehittyneiden maiden tuonnin kautta.

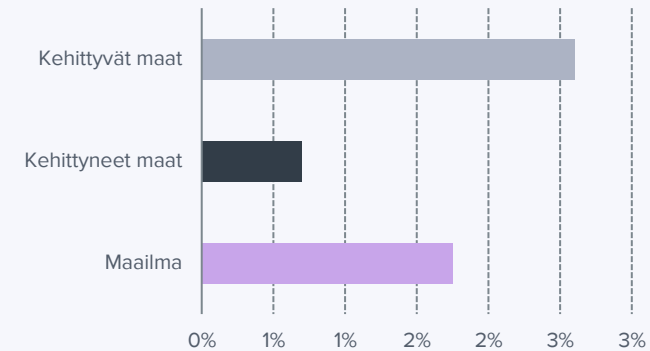
Paalaustuotteiden kysyntä tulee arviomme mukaan vaihtelevaan jonkun verran lopputuotteiden kysyntää enemmän, koska säät vaikuttavat yksittäisten vuosien satokausiin. Kuitenkin moniin muihin toimialoihin verrattuna myös paalaustuotteiden kysynnän pitäisi olla verrattain tasaista.

Markkina on hajautunut

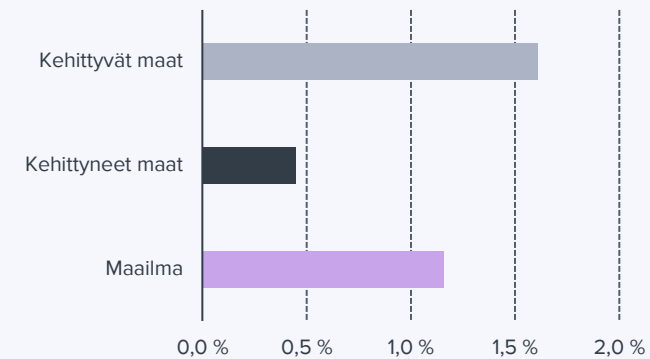
Maataloustuotteiden arvoketjusta muodostuu globaalisti valtava markkina. Piipolle relevantti osa tästä on luonnollisesti rehumarkkina ja siitäkin vain paalauslankojen ja verkkojen segmentti. Tämän markkinan globaali arvo on noin 470-480 MEUR, joten lopulta Piippo operoi varsin pienessä niche-segmentissä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

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

Maitotuotteiden kysynnän kasvuennusteet (p.a.)



Lihatuuotteiden kysynnän kasvuennusteet (p.a.)



Toimiala ja kilpailukenttä 3/4

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

Kuluttajatuotteet-segmentin päämarkkina on Suomi

Kuluttajatuotteissa Piipon tuotteisiin kuuluu laaja valikoima muun muassa lujuuksilta, paksuuksilta sekä materiaaleilta erilaisia köysiä, naruja, lankoja sekä niiden eri loppukäyttösovelluksissa tarvittavia metallisia lenkkejä ja koukkuja. Tyypillisimmät sovellukset liittyvät esimerkiksi vapaa-aikaan. Yhtiön noin 400 tuotteen valikoimasta noin 250 kuuluu Kuluttajatuotteisiin, jossa hiukan toisistaan differentioitujen tuotenimikkeiden määrä on suuri. Jälleenmyyjät haluavat tyypillisesti laajan kirjon erilaisia tuotteita, minkä seurauksena asiakkuuksien voittaminen edellyttää laaja-alaista tuotetarjoomaa.

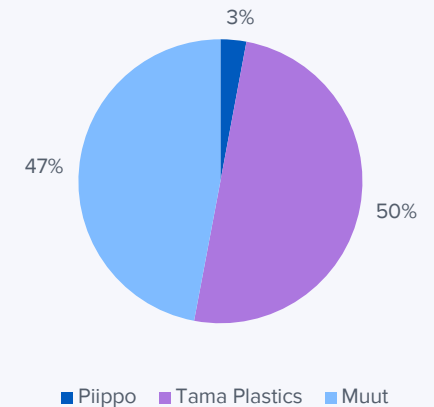
Kuluttajatuotteissa Manilla myy tuotteitaan oman brändinsä alla tukkuliikkeille ja rautakaupoille, jotka hoitavat loppumyynnin kuluttaja-asiakkaille. Asiakkaitaan yhtiö ei ole avannut, mutta Suomessa arvioimme esimerkiksi S-ryhmän ja Keskon

kuuluvan Kuluttajatuotteet-segmentin asiakkaisiin. Kuluttajatuotteissa Piippo arvioi Suomen markkinaosuutensa olevan noin 40 %. Piipon markkinaosuuden pohjalta arvioituna Kuluttajasegmentin markkinakoko on noin 7-8 MEUR. Kyseessä on siis erittäin pieni markkina, mikä ei ole erityisen yllättävää Suomen väkiluvun asettamat rajoitteet huomioiden.

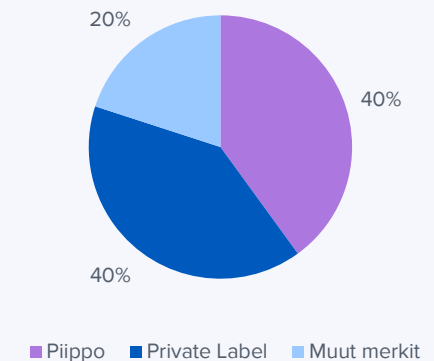
Suomen markkinoilla Piipolla ei ole yksittäistä merkittävää kilpailijaa. Hintakilpailua yhtiö kohtaa etenkin keskusliikkeiden edullisilta private label -tuotteilta, jotka asemoituvat täysin eri kategoriaan Piipon kanssa sekä hinnan että laadun suhteen. Niiden markkinaosuuden arvioidaan olevan noin 40 %. Loput noin 20 % Suomen markkinasta on muilla merkeillä, mikä sisältää laajan kirjon tuotteita todennäköisesti sekä ala- että yläsegmentteihin.

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

Agrin arvioidut markkinaosuudet



Kuluttajatuotteiden arvioidut markkinaosuudet



Toimiala ja kilpailukenttä 4/4

Kuluttajatuotteiden kasvussa olennaisessa osassa kansainvälistyminen

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

Odotamme Piipon hakevan kuluttajaliiketoiminnassa kasvua Venäjältä. Onnistumiset Venäjällä nostaisivat segmentin markkinapotentiaalia huomattavasti ja arvioimme mukaan Piipon kehittynyt tuoteportfolio antaa vaaditut edellytykset tähän. Yhtiöllä on jo pientä kuluttajatuotteiden myyntiä Baltiaan, mutta markkinan pienen koon ja alhaisen hintatason vuoksi emme odota yhtiön määrätietoisesti kasvattavan sitä. Näin ollen segmentillä on mielestämme edellytyksiä kasvattaa myyntiään kohtuullisesti lähivuosina, jos Roller-tuoteperheen ja segmentin jakelukonseptin kansainvälistäminen onnistuu.

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

Piiposta tulevaisuudessa.

Kaapelinvalmistajat määräävät täyteaineiden kysynnän

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

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

Arvioimme Piipon suuntaavan rajalliset kehitys-resurssit pääasiassa Agrin, kun taas täyteaineiden tuotantoon allokoidaan henkilö- ja koneresursseja kahden muun liiketoiminnan ja kannattavien tilausten asettamien viitekehysten puitteissa. Liiketoiminnasta vetäytymistä emme kuitenkaan yhtiöltä odota, sillä täyteainetuotanto hyödyntää Agri-segmentin tuotannosta syntyvää hävikkiä ja tuo yhtiölle tärkeää kriittistä kuormaa. Kaikkia

kaapeliteollisuuden sitomia resursseja ei voida muutenkaan hyödyntää muissa liiketoiminnoissa, joten tuotannon vaihtoehtoiskustannus on pieni.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/2

Kustannusrakenne on tyypillinen teolliselle toimijalle

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

Käänteisesti Piipon myyntikatemarginaali on ollut vuosina 2012-2021 keskimäärin vajaa 40 % ja vuonna 2021 myyntikatemarginaali oli vaihteluvälin yläpäässä. Katetta heiluttaa raaka-aineiden lisäksi myynnin jakauma, mikä selittää arviomme mukaan ison osan historiallisestakin vaihtelusta.

Tuotanto on henkilöstöintensiivistä

Toiseksi suurin kustannuserä Piipon kulurakenteessa on henkilöstökulut. Niiden osuus liikevaihdosta on vaihdellut viime vuosina noin 20-26 %:n tuntumassa. Osuus liikevaihdosta on absoluuttisesti melko suuri teollisuusyhtiölle, mikä kuvaa liiketoiminnan henkilöstöintensiivistä luonnetta.

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

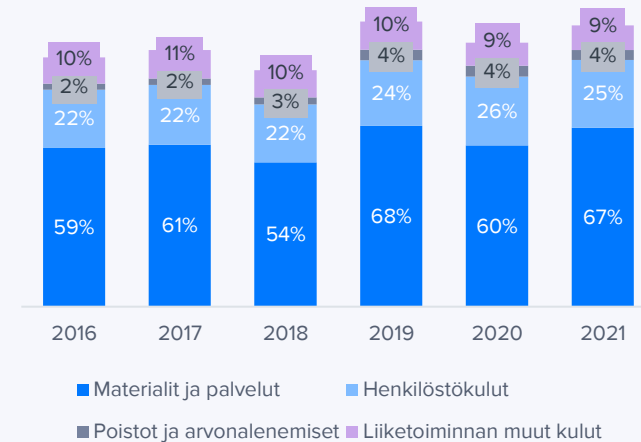
Muiden kulujen osuus melko vakaa

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

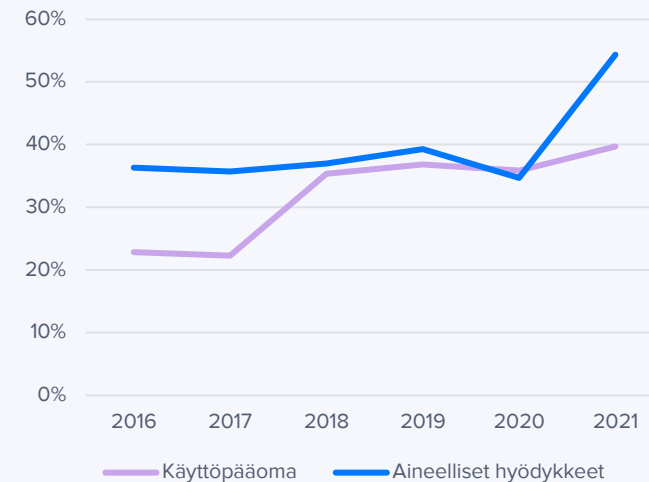
Varasto vastaa isoa osaa varoista

Tilikauden 2021 lopussa Piipon noin 16 MEUR:n taseessa oli pysyviä vastaavia 6,2 MEUR ja ne koostuivat etenkin 5,9 MEUR:n käyttöomaisuudesta (koneista ja kalustosta). Lisäksi aineettomia hyödykkeitä taseessa oli 0,3 MEUR. Yhtiön historiallinen kasvu on perustunut orgaaniseen kasvuun ja siten yhtiöllä ei ole liikearvoa taseessaan.

Piipon suhteellinen kulurakenne (% liikevaihdosta)



Pääoman sitoutuminen (% liikevaihdosta)



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Tilikauden 2021 lopussa vaihto-omaisuus oli 7,3 MEUR, joka vastaa noin 49 % lyhennetyn tilikauden liikevaihdosta. Tämä kuvastaa sitä kuinka merkittävästi yhtiöllä sitoutuu pääomaa varastoon, vaikkakin varastotaso heiluu selvästi agrikauden mukaan.

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 ollut selvästi H2:sta korkeampi, mutta uudelleen määritetyn tilikauden ajoittumisen myötä H1:n ja H2:n välillä ei pitäisi olla suurta vaihtelua. Yhtiö joutuu tuotannossaan varautumaan agrikauden hyvään kysyntään edellisen vuoden jälkipuoliskolla valmistamalla Agri-segmentin tuotteita varastoon. Tämä sitoo pääomaa etenkin valmiiden tuotteiden varastoon loppuvuodesta ja talvella 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 sitoo käyttöpääomaa noin 0,35-0,4 MEUR.

Piippo joutuu rahoittamaan varaston kasvun joko liiketoiminnan rahavirralla tai korollisella velalla, mikä rajoittaa yhtiön kykyä allokoida käytössä olevia resursseja investointeihin, velan

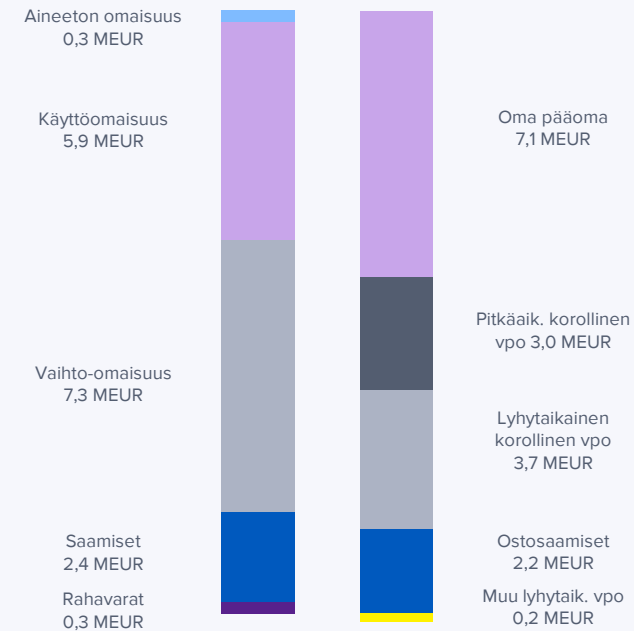
lyhennykseen ja osinkojen maksuun. Näin ollen suurella varastolla on myös selvä vaikutus yhtiön tarvitseman korollisen velan määrään ja sitä kautta rahoituskuluihin. Varastotasojen pienentämisen tai ainakin niiden kasvun rajoittamisen pitäisi mielestämme olla keskeinen prioriteetti yhtiölle, jotta pääoman käyttö tehostuisi ja kasvustrategian toteuttaminen helpottuisi.

Taseen velkamäärä on korkea

Tilikauden 2021 lopussa Piipon taseen vastattavaa puolella omaa pääomaa oli yhteensä 7,1 MEUR ja yhtiön omavaraisuusaste oli 44 %. Vastattavaa puolella oli pitkäaikaista vierasta pääomaa 3,0 MEUR ja lyhytaikaista lainaa noin 6,2 MEUR. Kokonaisuudessaan yhtiöllä oli 6,7 MEUR:n edestä korollista vierasta pääomaa ja nettovelkaantumisaste oli siten viimeisimmän tilikauden lopussa korkealla tasolla 91 %:ssa.

Yhtiön omavaraisuusaste on vielä kohtuullisella tasolla, mutta velkaantuneisuus on arviomme mukaan mukavuusalueen yläpuolella. Velkamäärän osalta kuvaavaa on, että nettovelka/käyttökate on vuoden 2022 ennusteillamme korkea 3,8x.

Taserakenne, 2021 16,2 MEUR



Ennusteet 1/2

Ennustemalli

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

Tilikauden 2022 ennusteet

Piippo on ohjeistuksessaan arvioinut sen liikevaihdon kasvavan ja liiketuloksen paranevan vuoden 2021 tasosta. Ohjeistuksen saavuttamisen ei pitäisi aiheuttaa erityisesti haasteita, sillä tilikauden muuttamisen seurauksena vertailukausi oli ainoastaan kolmen kvartaalin mittainen.

Koronapandemiasta huolimatta arviomme vuoden 2021 tapaan kysyntätilanteen säilyvän hyvällä tasolla. Odotamme Piipon vuoden 2022 toimituksien kasvavan markkinakasvun sekä markkinaosuuden nousun myötä ja ylittävän selvästi myös vuoden 2020 tason. Tilikauteen 2022 mentäessä paalaustuotteiden jakelijoiden varastot olivat alhaisella tasolla, mikä tukee Agri-segmentin kysyntäkuvaa.

Liikevaihdon kasvua tukee myös kustannusinflaatiosta seuranneet hinnankorotukset, jotka yhdessä kasvaneiden myyntivolyymien kanssa nostattavat vuoden 2022 liikevaihdon 19,0 MEUR:oon ennusteissamme. Aikaisempien vuosien tapaan kasvu painottuu

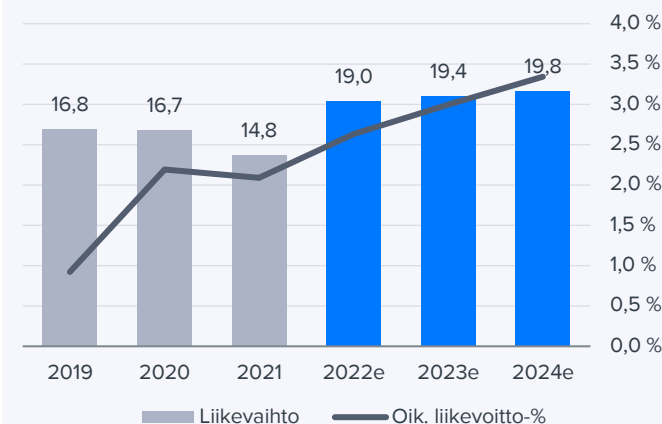
ennusteissamme vientimarkkinoille, jotka tuovat noin 75 % Piipon liikevaihdosta. Vuonna 2022 aloitetun uuden raportointiaikataulun seurauksena liikevaihdon- ja voiton odotetaan jakautuvan selvästi tasaisemmin puolivuotisarvojen välille.

Ennusteemme vuoden 2022 liikevoitoksi on 0,5 MEUR, mikä vastaa 2,6 %:n liikevoittomarginaalia. Kannattavuuden odotamme saavan tukea liikevaihdon kasvusta ja vuonna 2021 valmistuneen paalauslankojen tuotannon automaatioinvestoinnista. Kohonneet rahti- ja raaka-ainekustannukset aiheuttavat vielä lyhyellä aikavälillä painetta myyntikatteisiin, vaikka Piippo ja muut valmistajat ovat yleisesti jo aloittaneet hinnankorotustoimenpiteet.

Alemmilla riveillä odotamme henkilöstökulujen laskevan euromääräisesti vuoden 2020 tasosta Agri-segmentin paalauslankojen valmistuksen tehostustoimenpiteiden seurauksena, kun taas liiketoiminnan muut kulut pysyvät vakaana. Näin ollen koko vuoden osakekohtainen tulosennusteemme on 0,25 euroa. Emme odota Piipon maksavan osinkoa tilikaudelta 2021, vaan arvioimme yhtiön vahvistavan tasettaan, joka pysyy edelleen ennusteissamme suhteellisen velkaisena (2022e nettovelkaantumisasaste 59 %).

Riskeinä ennusteiden toteutumiselle pidämme koronapandemiaa, joka voi pitkään kestäessään vaikuttaa etenkin eteläisen pallonpuoliskon kysyntään vuoden toisella puoliskolla sekä tiettyihin korkean riskin maihin. Toinen mahdollinen riskitekijä on myyntihintojen raju lasku raaka-aineiden hintojen laskun myötä, mikä altistaisi Piipon suuren varaston alaskirjausriskille.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



EPS- ja osinkoennusteet



Ennusteet 2/2

Vuosien 2023 ja 2024 ennusteet

Vuosien 2023 ja 2024 ennusteemme pohjautuvat odotuksiimme markkinan normaalista kasvuvauhdista ja Piipon lievästi markkinoita nopeammasta kasvusta Agrissa, kun taas Kuluttajat ja kaapeliteollisuuden tuotteiden kehityksen odotamme kehittyvän vakaasti. Odotamme vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan noin 2 % 19,4 MEUR:oon ja vastaavasti vuonna 2023 2 % 19,8 MEUR:oon. Ennusteisiin aiheuttaa kuitenkin epävarmuutta poikkeuksellisen korkea hintataso, joka todennäköisesti normalisoituu muutaman vuoden sisällä.

Odotamme kannattavuuden nousevan maltillisesti vuosina 2023 ja 2024 liikevaihdon kasvun seurauksena ja hyväkätteisten paalausverkkojen suhteellisen osuuden kasvaessa Agri-segmentissä. Arvioimme raaka-aineiden hintojen nousun olevan takanapäin, joten tulevaisuudessa kustannusten nousujen taustalla on yleinen kustannustason nousu (esim. palkkainflaatio). Ennusteissamme vuosien 2023 ja 2024 liikevoittomarginaalit ovat 3,3 % ja 3,6 %. Poistoihin, rahoituskuluihin tai veroihin emme odota olennaisia muutoksia ja siten vuosien 2023 ja 2024 osakekohtaisen tuloksen ennusteemme ovat 0,27 ja 0,30 euroa. Odotamme Piipon palaavan osingonmaksajaksi vuonna 2022 ja maksavan 0,05 euron osingon ja niinikään tilikaudelta 2023 0,05 euron osingon. Osingonmaksukykyä tukee nousujohteinen tuloskehitys sekä sen turvin laskeva velkaantuneisuus.

Pitkän aikavälin ennusteet

Odotamme Piipon jatkavan kasvustrategiansa määrätietoista toteuttamista maataloussegmenttiä

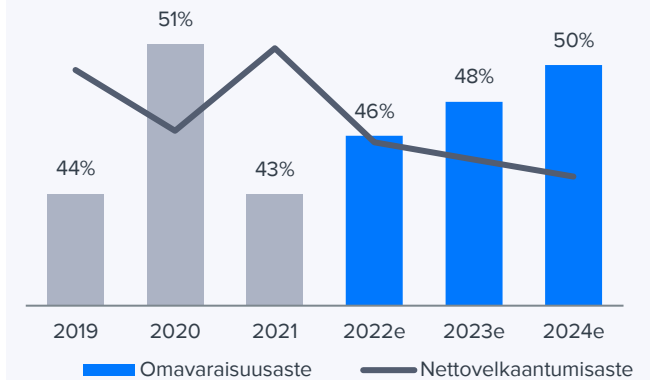
tukevien ajureiden vetämänä pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2024 jälkeen. On myös mahdollista, että jollain aikavälillä yhtiö toteuttaa yrityskaupan ja ottaa seuraavan askeleen kasvustrategiansa toteuttamisessa. Ennusteemme eivät kuitenkaan sisällä epäorgaanista kasvua, sillä sen ennustaminen ei ole käytännössä mahdollista. Siten ennustamme Piipon liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä 2-2,5 % vuodessa vuosina 2024-2029, kun taas terminaalikasvuodotus on 2 %, mikä on linjassa globaalien maatalousmarkkinan pitkän aikavälin kasvun ja kilpailukykyisen tuoteportfolion kanssa.

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

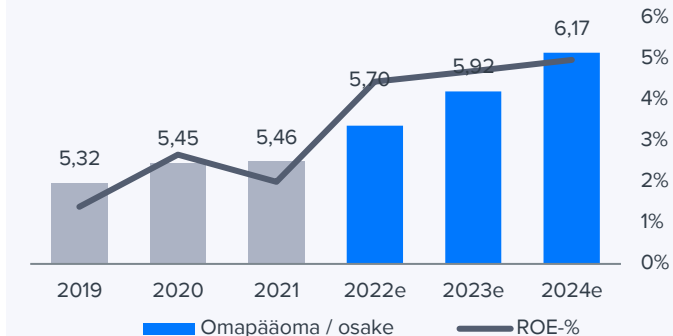
Tase-ennusteet

Ennusteissamme Piippo hyödyntää liiketoiminnan kassavirtaa lähivuosina velkaantuneisuuden rajoittamiseen. Nettovelkaantumisaste laskee vuoden 2021 korkealta tasolta (91 %) huomattavasti maltillisemmalle tasolle vuonna 2024 (46 %). Laskeva velkataakka ja paraneva tuloskunto luovat ennusteissamme yhtiölle paremmat edellytykset yritysjärjestelyjen toteuttamiselle ja laskevat samalla riskiprofiilia.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Arvonmääritys 1/2

Arvonmäärityksen perusta

Piipon arvostustasoa tarkisteltaessa tärkeimmät arvostuskertoimet ovat mielestämme P/E-luku ja yritysarvopohjainen EV/EBIT-kerroin, joka huomioi P/E-lukua paremmin yhtiön velkavivun määrän. Tulos pohjaisten kertoimien lisäksi tase pohjainen P/B-luku ja osinkotuotto ovat usein hyödyllisiä työkaluja valmistavan teollisuuden vakiintuneiden yhtiöiden arvonmäärityksessä. Suhteellista arvonmääritystä emme analysissä hyödynnä, sillä Piipon toimialalla ei ole listattuja yhtiöitä, joista relevantin verokkiryhmän voisi muodostaa. Liian erilaisten yhtiöiden ottaminen verokkiryhmään voisi taas antaa väärän kuvan ja voisi johtaa virheellisiin johtopäätöksiin.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Näkemyksemme mukaan Piipolle hyväksyttävään arvostukseen vaikuttaa etenkin seuraavat tekijät:

- Yhtiön kilpailukykyinen tuoteportfolio mahdollistaa markkinoita nopeamman kasvun
- Askelmerkit tuloskasvulle ovat paikallaan
- Yhtiö on pysynyt voitollisena liikevoittotasolla koko 2000-luvun huolimatta kannattavuuden heilahteluista. Tämä antaa tiettyä tukea tase pohjaiselle arvostukselle, kun kannattavuus on paineessa
- Suuri käyttöpääoman määrä heikentää kassavirtaa ja pääoman tuottoa, mikä on nykyisen liiketoimintamallin krooninen ongelma
- Vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä ja vaihtovolyymi ovat alhaisella tasolla, jonka takia osakkeelta tulee vaatia tuntuva

likviditeetti-preemiota

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Piipon vuosien 2022 ja 2023 P/E-kertoimet ovat 13x ja 12x. Vastaavat taserakenteen huomioivat EV/EBIT kertoimet ovat 17x ja 14x. Tulos pohjaisesti osake vaikuttaa yliarvostetulta, sillä mielestämme Piipolle hyväksyttävä P/E-kerroin on noin tasolla 8-11x ja vastaava EV/EBIT noin 10-13x.

On kuitenkin hyvä huomioida, että myynnin kausiluonteisuudesta johtuen Piipon varastotaso vaihtelee merkittävästi vuodenajasta riippuen, mikä aiheuttaa merkittävää heiluntaa nettovelassa ja myös yritys arvopohjaisissa kertoimissa.

Tase pohjaisesti Piippo on arvostettu 0,6x P/B-kertoimella, missä ei mielestämme ole merkittävää laskuvaraa. Keskimääräistä tasoa matalampi tase pohjainen arvostus on kuitenkin perusteltavissa liiketoimintamallin kroonisesti matalalla pääoman tuotolla. Viimeisen viiden vuoden aikana Piipon oman pääoman tuotto on ollut keskimäärin 1,8 %, mutta näemme yhtiöllä edellytykset nostaa se takaisin yli 5 %:n tasolle.

Emme odota Piipon pystyvän lyhyellä aikavälillä ratkaisemaan pääoman sitoutumiseen liittyviä haasteita, mikä rajaa pääoman tuoton nousuvaraa. Tuloksen pysyessä voitollisena, antaa nykyinen arvostus suhteessa oman pääoman tase arvoon mielestämme osakkeen arvostukselle tukea.

Osingonmaksajaksi odotamme Piipon palaavan vuonna 2023 ja osinkotuoton ennusteemme on 1,5 % vuosille 2023 ja 2024.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,28	3,28	3,28
Osakemäärä, milj. kpl	1,29	1,29	1,29
Markkina-arvo	4,2	4,2	4,2
Yritysarvo (EV)	8,5	8,2	7,9
P/E (oik.)	13,3	12,0	10,9
P/E	13,3	12,0	10,9
P/Kassavirta	1,9	8,9	8,3
P/B	0,6	0,6	0,5
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	7,3	6,9	6,3
EV/EBIT (oik.)	17,0	14,1	12,0
Osinko/tulos (%)	20,2 %	18,3 %	16,7 %
Osinkotuotto-%	1,5 %	1,5 %	1,5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/2

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme indikoima arvo Piipon osakkeelle on 3,1 euroa. Mallissamme odotamme pitkän aikavälin ennusteiden mukaista kasvua ja kannattavuutta, kun taas terminaalinen kasvuprosentti on 2 %. Tämä on linjassa arvioidun maito- ja lihatuotteiden kysynnän kasvun pitkän aikavälin tason ja Piipon kilpailukykyisen tarjonnan kanssa, joka mahdollistaa markkinoita nopeamman kasvun.

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

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

Huomioitavaa on, että niin ikään DCF-mallissa tilikauden lopun korkea velkataso rankaisee osakkeen arvoa. Arvioimallamme vuoden keskimääräisellä velkatasolla malli nostaisi

osakekohtaista arvoa lievästi.

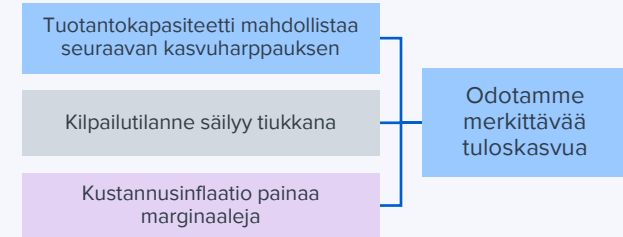
Suositus ja tavoitehinta

Säilytämme Piipon 3,0 euron tavoitehinnan ennallaan ja toistamme vähennä-suosituksemme. Osakkeen arvostus on arvostuskertoimien valossa lyhyellä tähtäimellä korkea, mutta odottamamme tuloskasvu painaa arvostuksen neutraalimmalle tasolle pidemmälle katsottaessa. Hiljattain toteutetut investoinnit painavat vielä lyhyellä tähtäimellä Piipon suhteellista kannattavuutta ja odotamme yhtiö vahventavan tasettaan liiketoiminnasta kertyvällä rahavirralla osingonmaksun sijaan. Tästä johtuen tuotto-odotus on lyhyellä tähtäimellä tuloskasvun varassa. Vuoden 2023 loppuun osake tarjoaa arviomme mukaan noin -5—3 %:n tuotto-odotusta, mikä alittaa määrittämämme pääoman tuottovaateen. Toisin sanoen tuotto/riski-suhde jää mielestämme heikoksi. Näkemyksemme mukaan osakkeen nousuvara nykytasolta edellyttäisi ennusteitamme nopeampaa tuloskasvua ja korkeampaa pääoman tuottoa.

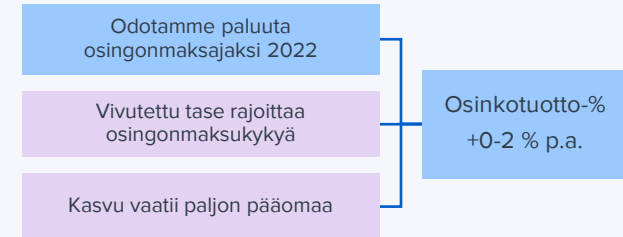
Osaketuoton ajurit 2022-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

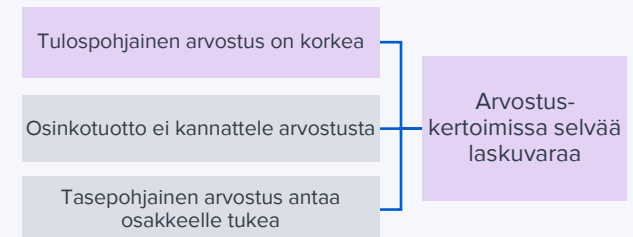
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen tuotto-odotus -5—3 %

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	16,7	11,4	3,4	14,8	9,5	9,5	19,0	19,4	19,8	20,2
Konserni	16,7	11,4	3,4	14,8	9,5	9,5	19,0	19,4	19,8	20,2
Käyttökate	1,1	1,0	-0,1	0,9	0,6	0,6	1,2	1,2	1,2	1,3
Poistot ja arvonalennukset	-0,7	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,4	0,6	-0,3	0,31	0,3	0,2	0,50	0,58	0,66	0,72
Liikevoitto	0,4	0,6	-0,3	0,31	0,3	0,2	0,50	0,58	0,66	0,72
Konserni	0,4	0,6	-0,3	0,3	0,3	0,2	0,5	0,58	0,66	0,72
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	0,2	0,5	-0,3	0,18	0,2	0,2	0,4	0,44	0,49	0,56
Verot	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00
Nettotulos	0,2	0,4	-0,3	0,1	0,2	0,2	0,32	0,35	0,39	0,45
EPS (oikaistu)	0,14	0,32	-0,21	0,11	0,13	0,12	0,25	0,27	0,30	0,35
EPS (raportoitu)	0,14	0,32	-0,21	0,11	0,13	0,12	0,25	0,27	0,30	0,35

Tunnusluvut	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-0,3 %	5,0 %	-41,8 %	-11,6 %	-16,4 %	175,7 %	28,3 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	137,3 %	48,8 %	584,5 %	-15,8 %	-57,5 %	-179,2 %	61,8 %	16,0 %	13,4 %	9,2 %
Käyttökate-%	6,3 %	8,4 %	-3,0 %	5,8 %	6,2 %	6,0 %	6,1 %	6,1 %	6,3 %	6,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,2 %	5,4 %	-8,8 %	2,1 %	2,7 %	2,5 %	2,6 %	3,0 %	3,3 %	3,6 %
Nettotulos-%	1,1 %	3,6 %	-7,8 %	1,0 %	1,8 %	1,6 %	1,7 %	1,8 %	2,0 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	6,4	6,2	6,0	5,9	5,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Käyttöomaisuus	6,0	5,9	5,7	5,6	5,5
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
Vaihtuvat vastaavat	7,9	10,1	9,8	10,0	10,1
Vaihto-omaisuus	5,1	7,3	7,0	7,1	7,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,8	2,4	2,3	2,3	2,4
Likvidit varat	0,6	0,3	0,5	0,5	0,6
Taseen loppusumma	14,3	16,2	15,9	15,9	16,0

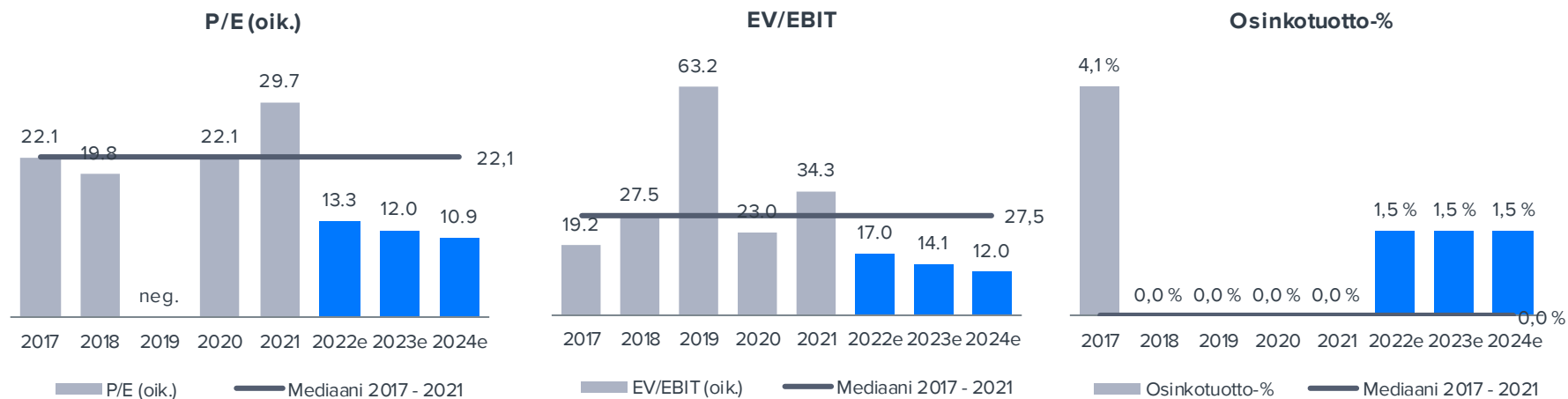
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	7,0	7,1	7,4	7,7	8,0
Osakepääoma	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Kertyneet voittovarot	4,4	4,4	4,7	5,0	5,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,4	3,0	1,9	1,8	1,7
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	3,4	3,0	1,9	1,8	1,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,8	6,2	6,6	6,5	6,3
Lainat rahoituslaitoksilta	1,5	3,7	2,9	2,7	2,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,8	2,2	2,3	2,4	2,4
Muut lyhytaikaiset velat	1,5	0,2	1,4	1,4	1,4
Taseen loppusumma	14,3	16,2	15,9	15,9	16,0

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	6,58	3,44	3,14	3,16	3,24	3,28	3,28	3,28	3,28
Osakemäärä, milj. kpl	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29
Markkina-arvo	8,5	4,4	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Yritysarvo (EV)	11	11	9,8	8,4	11	8,5	8,2	7,9	7,5
P/E (oik.)	22,1	19,8	neg.	22,1	29,7	13,3	12,0	10,9	9,5
P/E	22,1	neg.	42,9	22,1	29,7	13,3	12,0	10,9	9,5
P/Kassavirta	13,2	neg.	4,1	2,7	neg.	1,9	8,9	8,3	8,0
P/B	1,2	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/S	0,5	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,5	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	11,3	23,1	10,2	7,9	12,4	7,3	6,9	6,3	5,9
EV/EBIT (oik.)	19,2	27,5	63,2	23,0	34,3	17,0	14,1	12,0	10,5
Osinko/tulos (%)	90,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	20,2 %	18,3 %	16,7 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	4,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	3,7 %

Lähde: Inderes



DCF-laskelma

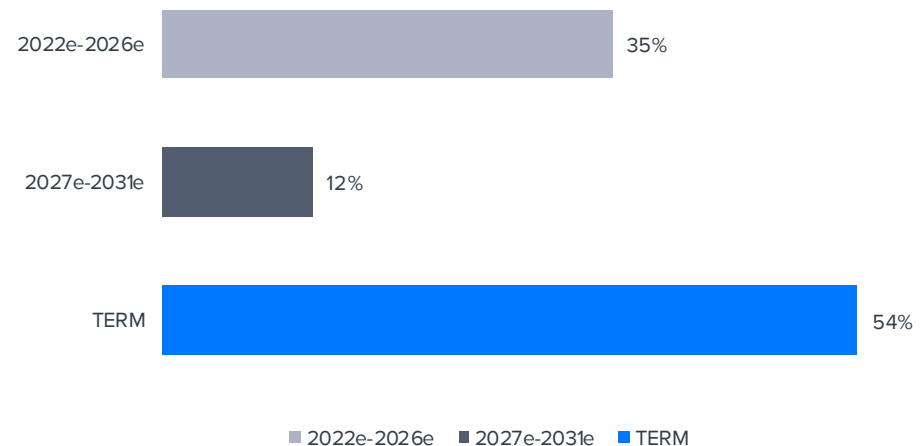
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	0,3	0,50	0,58	0,66	0,72	0,72	0,74	0,76	0,78	0,80	0,81	
+ Kokonaispoistot	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
- Maksetut verot	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,3	1,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	-1,5	2,8	1,0	1,0	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,8	2,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,8	2,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	11,8
Diskontattu vapaa kassavirta		2,1	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	5,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		10,4	8,3	7,9	7,5	7,1	6,8	6,5	6,3	6,1	5,9	5,6
Velaton arvo DCF		10,4										
- Korolliset velat		-6,7										
+ Rahavarat		0,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		4,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,1										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
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)	7,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	16,8	16,7	14,8	19,0	19,4	EPS (raportoitu)	0,07	0,14	0,11	0,25	0,27
Käyttökate	1,0	1,1	0,9	1,2	1,2	EPS (oikaistu)	-0,03	0,14	0,11	0,25	0,27
Liikevoitto	0,3	0,4	0,3	0,5	0,6	Operat. kassavirta / osake	1,40	1,46	-1,14	2,14	0,77
Voitto ennen veroja	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	Vapaa kassavirta / osake	0,77	1,17	-1,42	1,75	0,37
Nettovoitto	0,1	0,2	0,1	0,3	0,4	Omapääoma / osake	5,32	5,45	5,46	5,70	5,92
Kertaluontoiset erät	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,05	0,05
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	15,8	14,3	16,2	15,9	15,9	Liikevaihdon kasvu-%	-3 %	0 %	-12 %	28 %	2 %
Oma pääoma	6,9	7,0	7,1	7,4	7,7	Käyttökateen kasvu-%	98 %	11 %	-20 %	36 %	3 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-62 %	137 %	-16 %	62 %	16 %
Nettovelat	5,7	4,3	6,4	4,2	3,9	EPS oik. kasvu-%	-115 %	-638 %	-24 %	127 %	10 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	5,7 %	6,3 %	5,8 %	6,1 %	6,1 %
Käyttökate	1,0	1,1	0,9	1,2	1,2	Oik. Liikevoitto-%	0,9 %	2,2 %	2,1 %	2,6 %	3,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,9	0,9	-2,3	1,7	-0,1	Liikevoitto-%	1,7 %	2,2 %	2,1 %	2,6 %	3,0 %
Operatiivinen kassavirta	1,8	1,9	-1,5	2,8	1,0	ROE-%	1,4 %	2,7 %	2,0 %	4,4 %	4,7 %
Investoinnit	-0,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	ROI-%	2,1 %	2,9 %	2,4 %	3,9 %	4,8 %
Vapaa kassavirta	1,0	1,5	-1,8	2,3	0,5	Omavaraisuusaste	43,5 %	50,9 %	43,5 %	46,4 %	48,1 %
						Nettovelkaantumisaste	83,1 %	61,6 %	90,8 %	57,6 %	51,5 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,7	0,4	0,4						
EV/EBITDA (oik.)	10,2	7,9	12,4	7,3	6,9						
EV/EBIT (oik.)	63,2	23,0	34,3	17,0	14,1	3,7					
P/E (oik.)	neg.	22,1	29,7	13,3	12,0						
P/B	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	1,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28/02/2020	Myy	3,00 €	3,84 €
01/07/2020	Vähennä	3,20 €	3,38 €
21/08/2020	Vähennä	3,00 €	3,18 €
01/12/2020	Vähennä	3,00 €	3,02 €
21/01/2021	Myy	3,00 €	4,80 €
29/01/2021	Myy	3,00 €	4,08 €
02/06/2021	Myy	3,00 €	3,82 €
20/08/2021	Myy	3,00 €	3,96 €
27/09/2021	Myy	3,00 €	3,68 €
03/12/2021	Vähennä	3,00 €	3,30 €
22/01/2021	Vähennä	3,00 €	3,28 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**