

Piippo

Yhtiöraportti

06/2019

Paluuta kasvu-uralle joudutaan odottamaan

Piipon kasvupolku on kuoppainen vuonna 2019 heikon markkinan seurauksena, mikä heijastuu myös yhtiön tulokuntoon. Odotamme yhtiön palaavan markkinoita nopeammalle kasvu-uralle vuonna 2020, mikä tukee myös kannattavuutta. Tulospurannus on kuitenkin mielestämme jo hinnoiteltu osakkeeseen, emmekä näe arvostuskertoimissa nousuvaraa nykytasolta. Näin ollen toistamme Piipon vähennä-suosituksemme ja laskemme tavoitehintamme 3,40 euroon (aik. 4,0 euroa).

Piippo toimii globaaleilla markkinoilla

Piippo on paalausverkkojen, -lankojen, köysien ja narujen valmistamiseen, markkinointiin ja myyntiin keskittynyt teollisuusyhtiö. Piipon liiketoiminta jakautuu kolmeen segmenttiin pitkälti asiakkaiden mukaisesti. Maataloussektoria palveleva Agri on segmenteistä selvästi suurin kattaen noin 80 % yhtiön liikevaihdosta. Kuluttajatuotteiden osuus oli vuonna 2018 noin 11 %, kun taas teollisuusasiakkaita palvelevan segmentin osuus oli loput noin 9 %. Yhtiön liiketoimintaportfolio painottuu siis huomattavasti Agriin. Piippo toimii globaalisti ja vie tuotteita tällä hetkellä yli 40 maahan ja viennin osuus oli 73% yhtiön liikevaihdosta vuonna 2018.

Odotamme yhtiön palaavan kasvu-uralle 2020-luvulla

Piipon kasvu on ollut 2000-luvulla hyvällä tasolla ja arviomme mukaan yleistä markkinoiden kasvua ripeämpää. Näin ollen yhtiö on voittanut markkinaosuutta, mikä todistaa yhtiön kilpailukyvyyn olevan hyvä. Kasvu on tullut pääosin vientimarkkinoilta, mutta myös Suomen liikevaihto on pysynyt pitkällä aikavälillä lievässä kasvussa. Heikko markkinatilanne kuitenkin hidastaa kasvua vuonna 2019 ja odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan vajaan 1 %:n 17,4 MEUR:oon. Odotamme yhtiön palaavan markkinoiden kasvua nopeammalle kasvupolulle 2020-luvulla, kun ennusteissamme vuosien 2020 ja 2021 liikevaihdon kasvu on 3 %. Yhtiön kannattavuus jää arviomme mukaan vuonna 2019 vaatimattomaksi (liikevoitto-% 2 %), kun ylimääräinen kapasiteetti Euroopan markkinoilla painaa hintatasoa. Odotamme kannattavuuden asteittain vahvistuvan vuosina 2020 ja 2021, kun yhtiön liikevoittomarginaali nousee 3,1 ja 3,2 %:iin.

Tulostason normalisoituminen on jo hinnassa

Piipon vuosien 2019 ja 2020 P/E-kertoimet ovat 24x ja 13x ja vastaavat EV/EBITDA kertoimet ovat 10x ja 9x. Tulospohjaisesti lyhyen tähtäimen arvostus on korkea ja selvästi yli Piipon historiallisten kertoimien, mikä heijastelee heikentynyttä tulokuntoa. Tasepohjaisesti Piippo on taas arvostettu matalalla 0,6x P/B-kertoimella, missä ei mielestämme ole merkittävää laskuvaraa. Täysin perusteettomana matalaa tasoa ei kuitenkaan voi pitää, kun huomioidaan yhtiön kroonisesti heikko pääoman tuottotaso. Niin tulos- kuin tasepohjaisten kertoimien pohjalta arvioituna Piipon arvostus on kokonaisuutena melko neutraali. Oleellinen laskuvara mielestämme vaatisi tuloksen painumista tappiolle, mutta toisaalta nousuvaraa emme osakkeessa näe ilman selvää tulosodotuksien nousua nykytasolta.

Analytiikko



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Vähennä



3,40 EUR

Edellinen: 4,0

Osakekurssi: 3,30 EUR

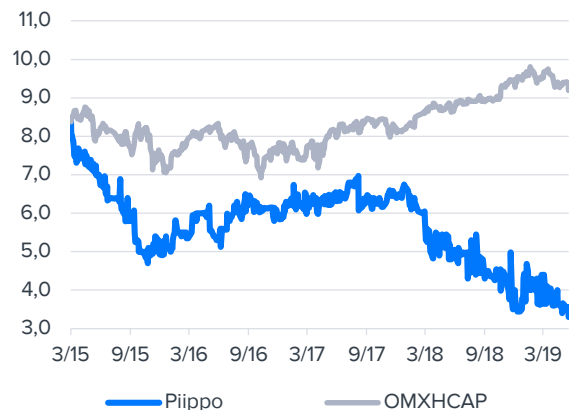
Potentiaali: 3 %

Avainluvut (MEUR)

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	17,3	17,4	17,9	18,5
kasvu-%	0 %	1 %	3 %	3 %
EBIT oik.	0,4	0,4	0,6	0,6
EBIT-% oik.	2,3 %	2,0 %	3,1 %	3,2 %
Nettotulos	-0,2	0,2	0,3	0,4
EPS (oik.)	0,17	0,14	0,26	0,28

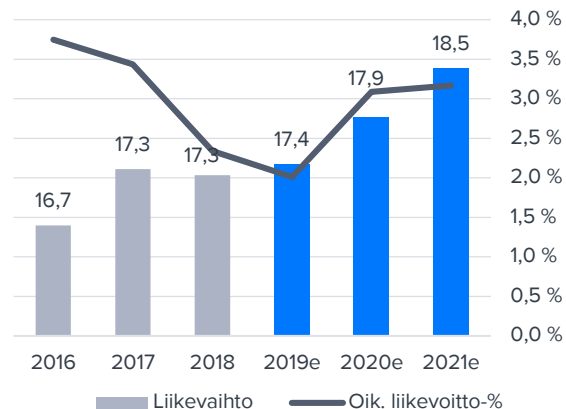
P/E (oik.)	19,8	23,8	12,9	12,0
P/B	0,7	0,6	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,4 %
EV/EBIT (oik.)	27,5	29,5	17,8	15,9
EV/EBITDA	23,1	10,4	8,5	7,8
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5	0,5

Osakekurssi



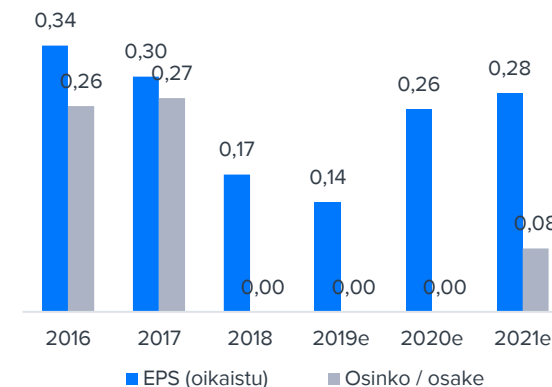
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Ylikapasiteetti Euroopassa voi painaa volyymeja ja hintoja huomattavasti
- Kilpailutilanne ja hinnoitteluympäristö on kireä
- Yhtiön nettovelka/käyttökate on korkealla tasolla eikä rahavirta yllä operatiivisen tuloksen tasolle pitkässä juoksussa
- Tuotanto on keskittynyt yhdelle tehtaalle Outokummussa



Arvostus

- Arvostus ei saa tukea korkeista lähivuosien tulos pohjaisista kertoimista
- Tasepohjainen arvostus on matala ja rajaa laskuvaraa tulokunnan kohentuessa
- Vahvaa tukea tasepohjainenkaan arvostus ei anna, jos tulospöytä jättäisi odotuksia heikommaksi
- Tuotto-odotus ei saa lyhyellä tähtäimellä tukea osingosta

MCAP
4,3
MEUR

EV
10
MEUR

EV/EBITDA
10x
2019e

P/B
0,6x
2019e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-6
Sijoitusprofiili	7-8
Liiketoimintamalli	9-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-14
Toimiala ja kilpailukenttä	15-18
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	19-21
Ennusteet	22-24
Arvonmääritys	25-27
Taulukot	28-30
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	31

Yhtiökuvaus

Pieni yhtiö globaaleilla markkinoilla

Vuonna 1942 toimintansa aloittanut ja monilla aloilla operoinut Piippo on nykyään sitomiseen ja kiinnittämiseen soveltuvien tuotteiden eli paalausverkkojen, köysien, lankojen ja narujen valmistamiseen sekä markkinointiin ja myyntiin keskittynyt teollisuusyhtiö. Piipon liiketoiminta jakautuu asiakkaiden mukaan kolmeen eri segmenttiin, jotka ovat Agri, Kuluttajatuotteet sekä Tuotteet kaapeliteollisuuteen. Taloudellisen tuloksensa Piippo raportoi kuitenkin vain konsernitasolla.

Maataloussektoria palveleva Agri on segmenteistä selvästi suurin kattaen vuonna 2018 80 % yhtiön liikevaihdosta. Kuluttajatuotteiden osuus oli vastaavasti 11 %, kun taas kaapeliteollisuuden tuotteiden osuus oli loput 9 %. 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 realistista, mitä puoltaa myös sen yhtiöittäminen erilliseksi tytäryhtiöksi (Manilla Oy).

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

kasvanut 2000-luvulla trendinomaisesti. Viennin liikevaihto kuitenkin laski hieman vuonna 2018 ja samalla sen osuus liikevaihdosta tippui 73 %:iin. Tämä arviomme mukaan heijastelee haastavaa markkinaympäristöä ja kokonaismarkkinan laskua eikä markkinaosuuden häviämistä. Piippo on pienestä koostaan huolimatta kansainvälinen yhtiö etenkin globaalisti operoivan Agri-liiketoiminnan myötä.

Kasvu on ollut markkinoita nopeampaa

Viimeisen 11 vuoden aikana Piipon liikevaihto on kasvanut vuoden 2007 9,7 MEUR:sta vuoden 2018 17,3 MEUR:oon. Tämä vastaa reilun 5 %:n keskimääräistä vuosikasvua, mikä on arviomme mukaan selvästi toteutunutta 2-3 %:n markkinakasvua nopeampaa. Yhtiö on siis voittanut markkinaosuuksia ja siten Piipon liikevaihtokehitystä voi mielestämme pitää hyvänä. Kasvu on tullut pääosin vientimarkkinoilta, sillä kotimaan osuus liikevaihdosta ei ole juurikaan kasvanut vastaavalla ajanjaksolla.

Kasvun jatkumisen kannalta yhtiön tuotantokapasiteetti on ollut viime vuosina ajoittain vajavainen ja se on jossain määrin hidastanut kasvua. Näin ollen yhtiön vuoden 2018 aikana toteuttama kapasiteetin laajennusinvestointi Outokummun tehtaalla on kasvun jatkumisen kannalta keskeistä. Kapasiteetin ylösajo on ollut käynnissä vuoden 2019 alusta alkaen ja arviomme mukaan se tarjoaa yhtiölle tarvittavaa kapasiteettia kasvattaa liikevaihtoa noin 2 MEUR:n verran nykytasolta.

Kannattavuus on heilunut rajusti

Kannattavuuden osalta Piipon historiallinen kehitys on ollut epätasainen. 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.

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

Vuoden 2018 markkinoiden heikko kysyntä ja sen seurauksena lähelle nollaa painunut liikevoitto kuvastaa yhtiön tuloksenmuodostumisen kausiluonteisuutta ja riippuvuutta satokaudesta sen päämarkkinoilla. Liiketappiota yhtiö ei kuitenkaan ole vuosina 2003-2018 kannattavuuden heilumisesta huolimatta tehnyt, joten yhtiön liiketoimintamalli näyttää kestävän liikevaihdon muutoksia kokonaisuutena jopa yllättävän hyvin.

Piippo lyhyesti

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

1942

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

17,3 MEUR (-0,4 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

+ 40 kpl

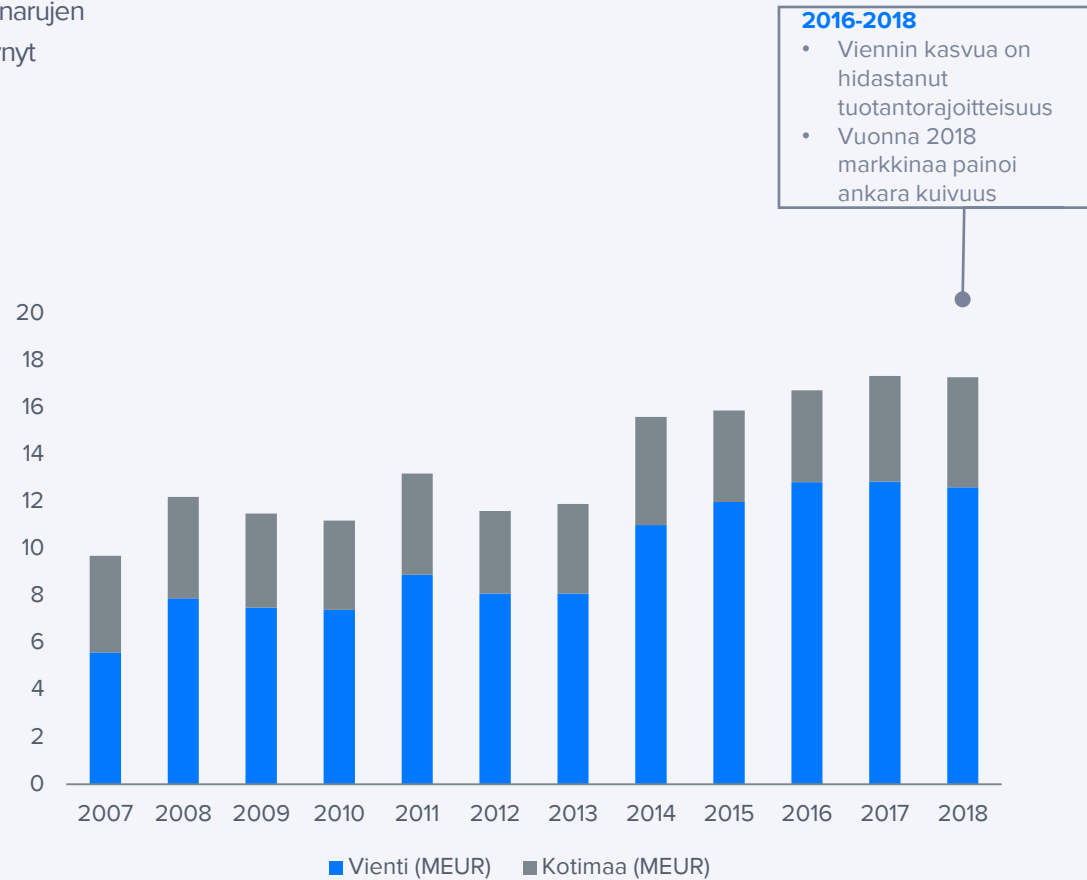
Tuotteiden vientimaita

0,5 MEUR (2,8 % lv:sta)

Käyttökate 2018

96

Henkilöstö 2018 lopussa



Sijoitusprofiili

Piippo profiloituu kasvuyhtiöksi

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

Potentiaali

Mielestämme Piipon keskeisimmät positiiviset arvoajurit ovat:

Agrin kasvu on yhtiön pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta keskeisin ajuri. Kaukomarkkinoiden kasvu myös tasoittaisi liikevaihdon kausiluonteisuutta, mikä voisi luoda edellytykset myös positiiviseen tulokseen vuoden jälkipuoliskolla. Arviomme mukaan Agrin kannattava kasvu pohjautuu suurelta osin yhtiön omiin tuotemerkkeihin ja laajoihin jakelukanaviin, minkä odotamme johtavan tuloskasvuun yhdessä liikevaihdon kasvun kanssa. Yhtiö on myös kertonut selvittävänsä mahdollisuuksia epäorgaaniselle kasvulle.

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

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

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

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

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

Arvoketjupositio on mielestämme eräs Piipon konkreettisimmista liiketoimintariskeistä. Raaka-

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

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

Yritysjärjestelyiden epäonnistuminen on riski, sillä ylihinnan maksaminen, synergioiden yliarviointi ja ostokohteen integroinnin epäonnistuminen voivat muodostaa pitkäaikaisia taloudellisia rasitteita yhtiölle. Arviomme mukaan yhtiön tutkii mahdollisuuksia toteuttaa merkittävä kasvuloikka nykyisen strategiakauden aikana yritysosaston avulla, joten sijoittajien on luotettava yhtiön kykyyn luoda omistaja-arvoa yrityskaupalla.

Sijoitusprofiili

1.

Agrin kasvu

2.

Kysynnän vaihtelu

3.

Riippuvuus suurimmista asiakkaista

4.

Arvoketjupositio

5.

Kehittynyt tuoteportfolio

Potentiaali



- Markkinaosuuden voittaminen Agrissa tuoteportfolion laadulla ja vahvalla brändillä
- Preemiohinnoittelu mahdollistaa alan korkeimman kannattavuuden
- Kausiluonteisuuden tasoittaminen kaukomarkkinoiden kasvulla tukisi koko vuoden tulostasoa, jos H2-tulos nousisi kestävästi voitolle

Riskit



- Äkilliset kysynnän vaihtelut heijastuvat nopeasti läpi kannattavuuteen
- Haastavan arvoketjuposition vuoksi yhtiöllä melko vähän liikkumavaraa arvonluonnin kasvattamiseksi
- Korkeat varastotasot tuovat varaston arvoon liittyviä riskejä ja sitovat pääomia

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 räätälöityinä noin 250.

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

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), 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 yli 30 vuotta pitkiä.

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

Kaapeliteollisuutta palvelevassa segmentissä yhtiö myy kaapeliyhtiöille etenkin merenalaisten energia- ja tietoliikennekaapelien täyteainetta. Segmentin liiketoiminta on jatkuvampia ja vakaampia maatalous- ja kuluttajaliiketoimintoja sykliempää liiketoiminnan projektiluonteisuuden

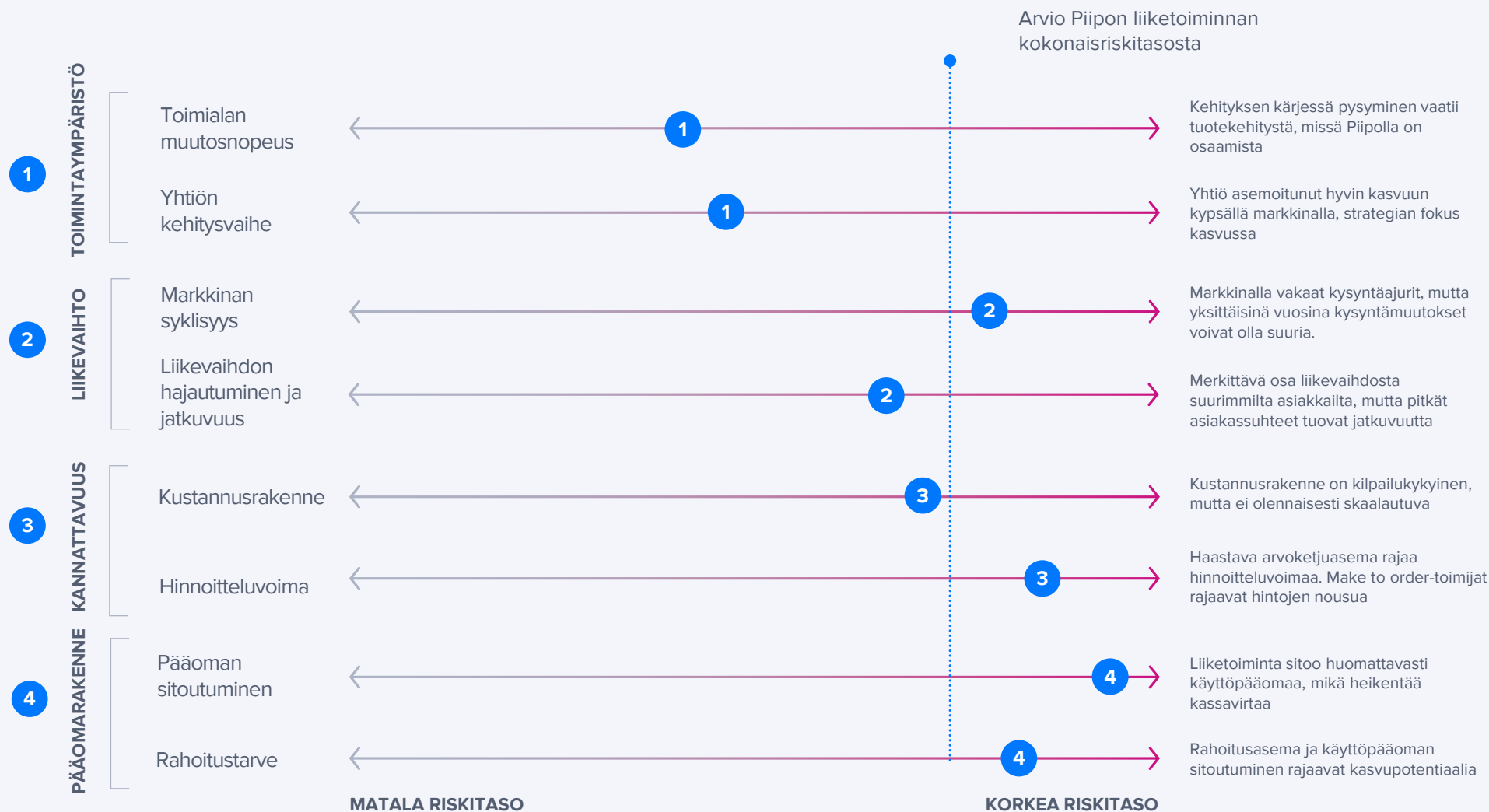
takia. Tässäkin liiketoiminnassa Piipon asiakassuhteet avainasiakkaiden kanssa ovat pitkiä, vaikka vuosittaiset volyymit vaihtelevat selvästi projektiaktiiviteetin mukana. Strategisesti Piipon painopiste on selvästi Agrin kasvattamisessa, kun taas rajusti kilpaillun Tuotteet kaapeliteollisuuteen -liiketoiminnan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

Liiketoimintamalli näkyy varastotasoissa

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

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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Liiketoiminta-alueet

Agri



Kuluttajatuotteet



Kaapeliteollisuus



Liiketoimintaidea

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

PIIPPO®

Asiakassegmentit

Maatalous



Kuluttajat



Kaapeliteollisuus



Tuotteet



Paalausverkot ja -langat



Kaapeleiden täyteaineet



Köydet, langat ja narut

Myyntikanavat



Suoramyynti



Kumppanit



Jakelijat

Ydinprosessit



Tuotanto



Myynti ja markkinointi

Kustannusrakenne

96 hlö (2018)
14,8 m€ (2018)



Henkilöstökulut
(21,6 % kustannuksista)



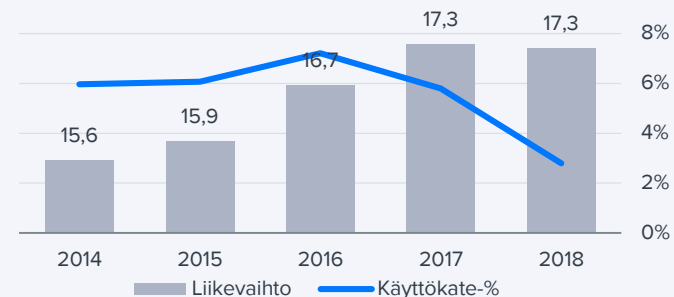
Materiaalit ja palvelut
(54 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(10,2 %)

Tulovirrat

Liikevaihto 17,3 m€
EBITDA 0,5 m€ (2018)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategisena ajurina kasvu

Piipon vuonna 2017 päivitetyn ja vuoteen 2022 asti ulottuvan strategian päätavoitteena on liikevaihdon kasvu. Kasvutavoite kulminoituu ennen kaikkea pääliiketoiminta-alueeseen eli Agriin, jossa yhtiöllä on parhaat kasvumahdollisuudet ja joka on yhtiön suurin liiketoiminta-alue. Agrin kasvu tulee globaaleilta markkinoilta, jotka kasvavat arviolta noin 1-2 % vuodessa keskimäärin. Yhtiö tavoittelee markkinoita nopeampaa kasvua eli markkinaosuuden voittamista kilpailukykyisellä tuoteportfoliolla. Kannattavuuden yhtiö odottaa pysyvän strategiakaudesta edellisten vuosien tasolla (2014-2016 liikevoitto-% keskimäärin noin 4 %).

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 tietävästi markkinoiden lujimmat ja paalausverkot ja -langat. Tämä on tärkeää, koska lujuuksien ja pituuden ansiosta loppukäyttäjien

tuotantotehokkuus paranee ja logistiikka tehostuu, sillä pitkät langat ja verkot lyhentävät vaihtoaikoja paalauksessa ja lujuuksien 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. Kaapeliteollisuuden tuotteissa Piipolle etumatkaa antavat tuotteiden pituus ja täyttöominaisuudet. Kokonaisuutena pidämme Piipon tuoteportfoliota yhtiön tärkeänä kilpailukykytekijänä ja siten oikeana strategian kulmakivenä.

Kasvu tulee globaaleilta markkinoilta

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

maatalousmarkkinassa melko pieni. Globaalisti maatalousmarkkinoilla paalauslankojen osuus on kääntynyt uudelleen nousuun kysynnän kääntyttyä jälleen viime vuosina kasvuun, joten arvioimme niidenkin olevan osana kasvustrategiaa tulevaisuudessa.

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

Taloudelliset tavoitteet

Piipon vuoteen 2022 asti ulottuvan strategiakauden taloudelliset tavoitteet ovat:

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

Piipolla on vahvat näytöt markkinoiden kasvua nopeammasta kasvusta, joten mielestämme kasvutavoite on realistinen myös kuluvalle strategiakaudelle, sillä pidämme yhtiön tuoteportfolion kilpailukykyä edelleen vahvana.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Kannattavuus jää lyhyellä tähtämellä alle potentiaaliin

Piipon liikevoittomarginaali on ollut vuosien 2014-2017 aikana keskimäärin 4 %:n tasolla. Arvioimme yhtiöllä olevan edellytykset yltää tähän tasoon myös keskipitkällä aikavälillä. Kannattavuutta suhteessa liiketoiminnan potentiaaliin rajaa lyhyellä tähtämellä haastavan markkinatilanteen lisäksi raaka-aine- ja palkkainflaatio.

Nykyisen kapasiteetin käyttöasteen nousun myötä arvioimme mukaan yhtiön kannattavuuspotentiaali on viime vuosina nähdyn 5 %:n tasolla, mutta sinne yltäminen edellyttää vahvaa operatiivista suoritusta ja suotuisaa markkinatilannetta.

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

Yhtiö tavoite kasvattaa omistaja-arvoa nivoutuu oleellisesti yhteen kasvu- ja kannattavuustavoitteiden kanssa, sillä yhtiön omistaja-arvon luonti on vahvasti sidoksissa liikevaihdon kasvun ajamaan tulokasvuun. Omistaja-arvon nostaminen taloudelliseksi tavoitteeksi on jossain määrin myös signaali sitä, että yhtiössä fokusoidaan jatkossa omistaja-arvon luontiin ja se tuodaan päätöksenteon keskiöön. Omistaja-arvon luontia voidaan mitata taloudellisen lisäarvon luonnilla, josta yhtiön näytöt viime vuosilta ovat heikot. Siten seuraamme nykyisellä strategiakaudella nimenomaan pääoman tuoton ja kustannuksen suhdetta, mikä tarjoaa mittatikun taloudellisen lisäarvon luonnille.

Myös yrityskauppojen kautta yhtiöllä on

mahdollisuus luoda omista-arvoa, mikäli tietyt reunaehdot toteutuvat. Arvioimme mukaan yritysostot/järjestelyt voivat olla ajankohtaisia strategiakauden loppupuolella, mutta lyhyellä tähtämellä yhtiö keskittyy nykyisen kapasiteetin potentiaalin ulosmittaamiseen.

Omistaja-arvon luominen yritysostoilla

Mikäli Piippo pyrkii vauhdittamaan kasvua yritysoston avulla, on transaktion omistaja-arvon luonnin kannalta keskiössä ostettavasta kohteesta maksettava hinta, laatu sekä kaupan rahoitusrakenne. Piipon nykyinen rahoitusasema ei mielestämme mahdollista käteisellä tehtävää yrityskauppaa, jolla yhtiö voisi ostaa lähempänä kasvumarkkinoita sijaitsevan varteenotettavan kokoluokan toimijan.

Osakeanti olisi yhtiölle yksi mahdollinen keino rahoittaa yritysosto. Annin toteutusta arvioitaessa on kuitenkin huomioitava, että yhtiön listautumisanti ei yltänyt tavoitekokoluokkaansa eikä yhtiön taloudellisen lisäarvon luomisen track-record annin jälkeen ole ollut vahvalla tasolla. Perustelemme taloudellisen lisäarvon luomisen keskinkertaista track-recordia sillä, että yhtiön pääoman tuottotaso on jäänyt viime vuosina alle mielestämme perustellun pääoman kustannuksen (ts. tuottovaatimuksen). Vuosien 2014-2018 sijoitetun pääoman tuotto-% on ollut keskimäärin noin 5,5 %, kun taas Piipolle käyttämämme pääoman kustannus on 8,1 %. Näin ollen yhtiön tulisi mielestämme laatia erittäin konkreettinen ja selvä suunnitelma askeleista pääoman tuoton

nostamiseksi, jotta se voisi perustella sijoittajille annin. Konkreettisia askeleita pääoman tuoton nostamiseksi ovat kannattavuuden parantaminen ja varaston pienentämisen kautta syntyvä käyttöpääoman vapautuminen (s. taseen pienentäminen).

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

Vaihtoehtoisesti yhtiö voi käyttää transaktiossa maksuvälineenä omaa osakettaan, jolloin myyjät tulisivat Piipon omistajiksi. Tämä luonnollisesti edellyttää, että myyjät ovat valmiita jatkamaan muodostuvassa kokonaisuudessa omistajina. Haastavaksi oman osakkeen käyttämisen tekee kuitenkin Piipon nykyinen arvostus, joka on alle osakekohtaisen oman pääoman. Tämä tulisi huomioida, jos osaketta käytettäisiin maksuvälineenä.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Käyttäessä alle oman pääoman tasearvolla omaa osaketta maksuvälineenä, tulee ostettavan kohteen pääoman tuoton olla omaa vastaavaa selvästi korkeampi. Vastaavasti, jos ostettavan kohteen pääoman tuotto on noin Piipon tasolla, siitä maksettavan hinnan tulee olla merkittävästi alle sen oman pääoman tasearvon.

Käytännössä Piipon oman osakkeen hinnoittelu alle oman pääoman tasearvon tulisi saada kompensoitua alhaisemmalla kauppahinnalla, jonka tulisi olla matala jo pelkästään alan kroonisesti alhaisen pääoman tuottotason takia. Arvioimme, että yhtiön voi olla hankalaa saada neuvoteltua riittävän alhainen kauppahinta, jotta kokonaisuus luo omistaja-arvoa ja se vaatii erittäin tiukkaa neuvottelukykä ja -asemaa.

Taserakenne

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

On huomioitava myös, että velan määrää rajaa velanhoitokyky (nettovelka/EBITDA 2019e noin 5x), sillä se rajaa absoluuttisen nettovelan kasvattamista vaikkakin yhtiö saa arviomme hyvin halpaa (korko noin 1-2 %) velkaa nykyisessä

korkoympäristössä. Huomioitavaa toki on, että vuoden lopun käyttöpääoman määrä nostaa velan määrää ja taso on siten arviomme mukaan vuoden keskimääräistä tasoa korkeampi. Vuoden keskimääräisellä nettovelalla laskettuna taso olisi kuitenkin arviomme mukaan myös korkea (3-4x).

Osingonjakopolitiikka

Piipolla ei ole julkilausuttua osingonjakopolitiikkaa, mutta historiallisesti yhtiö on tavoitellut noin 50 %:n osingonjakosuhdetta. Pidämme tätä tasoa myös tulevaisuudessa keskipitkällä aikavälillä mahdollisena. Pääomien allokointi osinkoihin kuitenkin rajaa investointi- ja/tai yritysostomahdollisuuksia ja siten osinkopolitiikka on tulevaisuudessa arviomme mukaan vahvasti riippuvainen yhtiön tulevien vuosien kasvusuunnitelmista.

Toimiala ja kilpailukenttä 1/3

Agrin portfolioissa 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 Venäjällä. Tämä on tärkeää, sillä kokonaisvaltainen tuoteportfolio on markkinalla yksi keskeinen kilpailutekijä pääosin tukkuliikkeille tapahtuvassa myynissä. Asiakkaitaan Piippo ei ole avannut, mutta Suomessa arvioimme Hankkijan (entinen Agrimarket) kaltaisten kone-, rauta- ja puutarhakauppiaiden kuuluvan Piipon asiakkaisiin. Ulkomailla asiakkaat ovat vastaavia toimijoita.

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

Rehua kulutetaan maataloudessa ja energiateollisuudessa

Rehua maataloustuottajat tarvitsevat etenkin liha- ja maitokarjan ruoaksi. Toinen merkittävä rehun käyttäjä on tietyissä maissa (esim. Tanska) olkea polttoaineena käyttävä energiateollisuus.

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 markkinaosuusja 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, joten Piipolle riittää mielestämme hyvää kasvupotentiaalia tällä saralla.

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

Toimiala ja kilpailukenttä 2/3

Markkinoiden kasvunäkymä on hieman hiipunut seuraavalle vajealle kymmenelle vuodelle. FAO ennustaa vuoteen 2027 mennessä maito- ja lihatuotteiden kulutuksen kasvavan maailmanlaajuisesti noin 1-2 % vuodessa. Kehittyvien markkinoiden osuus maitotuotteiden kasvusta on noin 3 %, kun taas kehittyneiden maiden kysynnän ennustetaan kasvavan vain joitain prosenttia kymmenyksinä. Kehittyneillä markkinoilla lihatuotteiden kysynnän kasvu jää myös prosentin kymmenykseen, kun taas kehittyvät markkinat kasvavat FAO:n mukaan 1,6 % vuodessa.

Lopputuotteiden kysyntä heijastuu Piipon kasvunäkymiin

Mielestämme lopputuotteiden kysyntänäkymät antavat myös hyvän kuvan Piipon Agri-segmentin kasvunäkymistä pitkällä aikavälillä. Siten arvioimme paalausverkkojen ja lankojen kysynnän kasvavan pitkällä aikavälillä noin 1-2 % globaalisti, kun huomioidaan myös ainakin joissakin maissa kasvussa oleva oljen käyttö energiateollisuudessa. Kasvu painottuu kehittyville markkinoille, mutta ero ei todennäköisesti tule kuitenkaan olemaan niin suuri kuin lopputuotteiden kysynnän kasvunäkymät antavat ymmärtää. Tämä johtuu siitä, että monet kehittyneet maat ovat maito- ja lihatuotteiden nettoviejiä (esim. EU-maat, USA ja Australia). Paalaustuotteiden kysyntä tulee arviomme mukaan olemaan jonkun verran lopputuotteiden kysyntää volatiilimpaa, koska säät vaikuttavat yksittäisten vuosien satokausiin. Kuitenkin moniin muihin toimialoihin verrattuna

myös paalaustuotteiden kysynnän pitäisi olla verrattain tasaista.

Markkina on hajautunut

Maataloustuotteiden arvoketjusta muodostuu globaalisti valtava markkina. Piipolle relevantti osa tästä on luonnollisesti rehumarkkina ja siitäkin vain paalauslankojen ja verkkojen -segmentti. Tämän markkinan globaali arvo on noin 500 MEUR, joten lopulta Piippo operoi varsin pienessä niche-segmentissä osana suurta arvoketjua.

Kilpailullisesti Piipon Agri-segmentin relevantti markkina on fragmentoitunut, sillä Piipon mukaan markkinalla operoi 40 merkittävää peluria. Arviomme mukaan tämä johtuu markkinan pienestä koosta. Markkinaa dominoi 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 paalauskoneyhtiölle. 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. Käsitksemme mukaan Piipon kannattavuus on historiallisesti ollut kuitenkin toimialan parhaimmistoa, mihin yhtiö on arviomme mukaan yltänyt omiin tavaramerkkeihin nojaavan tuoteportfolionsa sekä yhtiön laajojen jakelukanavien ansiosta.

Kuluttajatuotteet-segmentin päämarkkina on Suomi

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

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

Toimiala ja kilpailukenttä 3/3

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

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

Kuluttajatuotteiden kasvussa olennaisessa osassa kansainvälistyminen

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

Piipolla on jo pientä kuluttajatuotteiden myyntiä Baltiaan ja arvioimme yhtiön laajentavan Kuluttajien liiketoimintaa Venäjältä alkaen. Tämä

kasvattaa Kuluttajatuotteiden markkinapotentiaalia huomattavasti ja näemme, että Piipon kehittyneellä tuoteportfoliolla on edellytykset voittaa myös Itämeren alueen maiden yläsegmenteistä markkinaosuuksia. Näin ollen segmentillä on mielestämme edellytyksiä kasvattaa myyntiään kohtuullisesti lähivuosina, jos Roller-tuoteperheen ja segmentin jakelukonseptin kansainvälistäminen onnistuu.

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

Kaapelinvalmistajat määräävät täyteaineiden kysynnän

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

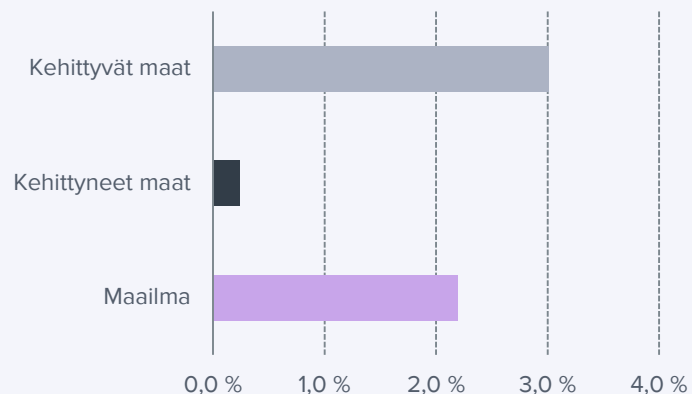
Sykliellä teollisuustoimialalla kilpailu on äärimmäisen kovaa ja suuret ostajat hyvin tietoisia tuotantokustannuksista, mikä pitää marginaalit ohuina. Lisäksi kaapelinvalmistajat ovat viime

aikoina pyrkineet suosimaan toimittajia, jotka pystyvät toimittamaan suurempia eriä laajalla maantieteellisellä säteellä (vrt. aiemmin projektikohtaiset toimitukset). Siten pienen ja Suomeen keskittyneen Piipon kannalta haastavan liiketoimintalogiikan takia segmentin rooli on Piipossa lähinnä yhtiön kokonaisuutta tukeva.

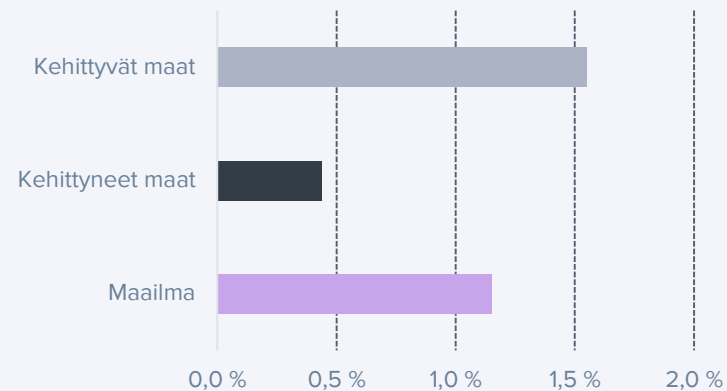
Arvioimme Piipon suuntaavan rajalliset kehitys-resurssit pääasiassa Agrin, kun taas fillereiden tuotantoon allokoidaan henkilö- ja koneresursseja kahden muun liiketoiminnan ja kannattavien tilausten asettamien viitekehysten puitteissa. Liiketoiminnasta vetäytymistä emme kuitenkaan yhtiöltä odota, sillä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

Toimiala ja kilpailukenttä

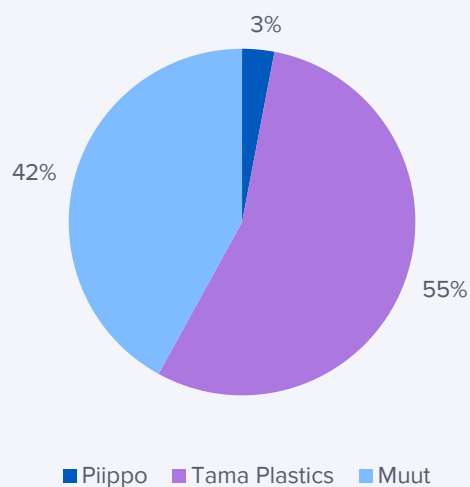
Maitotuotteiden kysynnän kasvuennusteet (p.a.)



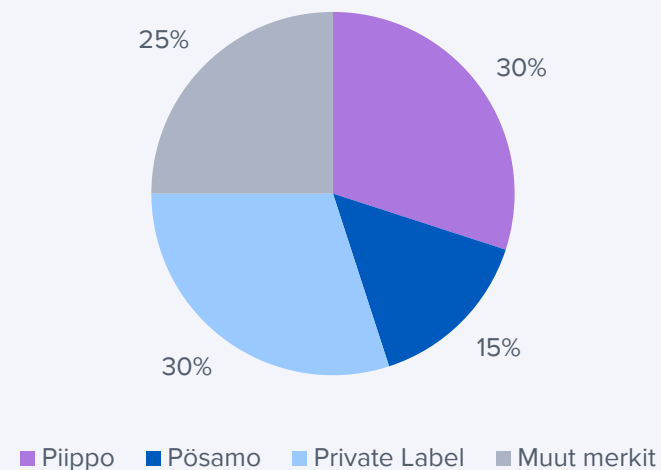
Lihatuotteiden kysynnän kasvuennusteet (p.a.)



Agrin markkinaosuudet



Kuluttajatuotteiden markkinaosuudet



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/2

Kustannusrakenne on tyypillinen teolliselle toimijalle

Piipon kustannusrakenne on mielestämme verrattain tyypillinen valmistavassa kevyessä 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-aine ostoista, 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 maailman-markkinoilla (Piipolla useita toimittajia).

Käänteisesti Piipon myyntikatemarginaali on vaihdellut vuosina 2012-2018 30-44 %:n välillä ja vuonna 2018 myyntikatemarginaali oli vaihteluvälin ylälaidalla. Katetta heiluttaa raaka-aineiden lisäksi myynnin jakauma, joka selittää arviomme mukaan ison osan historiallisestakin vaihtelusta.

Henkilöstöintensiivisyys heijastuu kuluihin

Toiseksi suurin kustannuserä Piipon kulurakenteessa ovat henkilöstökulut (oma henkilöstö). Niiden osuus liikevaihdosta on vaihdellut viime vuosina vuoden 2012 25,2 %:n ja vuoden 2014 19,3 %:n välillä, mutta oli 21,6 % vuonna 2018. Osuus liikevaihdosta on

absoluuttisesti melko suuri teollisuusyhtiölle, mikä kuvaa liiketoiminnan henkilöstöintensiivistä luonnetta.

Henkilöstökustannukset ovat luonteeltaan varsin kiinteitä lyhyellä tähtäimellä, minkä takia työkuorma vaikuttaa olennaisesti henkilöstöhokkuuteen. Henkilöstökulujen lyhyellä tähtäimellä kiinteästä luonteesta huolimatta heikossa kysyntätilanteessa Piippo pystyisi sopeuttamaan henkilöstökulujaan lomautuksin muutamien viikkojen varoitusajalla, mitä käytettiin vuoden 2018 lopussa.

Muiden kulujen osuus melko vakaata

Kolmas merkittävä kuluerä tuloslaskelmassa ovat liiketoiminnan muut kulut. Tämä kuluerä koostuu todennäköisesti pääosin varsin kiinteistä kuluista, kuten vuokrista, it-kuluista, matkakustannuksista, johdon palkoista sekä markkinointi- ja tuotekehityskuluista. Lisäksi yhtiö tarvitsee tuotannossaan myös kohtuullisen paljon sähköä raaka-aine granulaattien sulattamiseen ja muokkaamiseen, joten energiakustannukset ovat myös yhtiölle tuntuva kuluerä. Vuonna 2018 Piipon muut kulut olivat 10,1 %:n liikevaihdosta, mikä on aiempien vuosien tasolla.

Varasto vastaa isoa osaa varoista

Vuoden 2018 lopussa Piipon noin 14,9 MEUR:n taseessa oli pysyviä vastaavia 6,5 MEUR ja ne koostuivat etenkin 6,1 MEUR:n käyttöomaisuudesta (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 ala-erä on vaihto-omaisuus, mikä käsittää käytännössä raaka-ainevaraston, valmiiden tuotteiden varaston sekä keskeneräisten tuotteiden varaston. Vuoden 2017 lopussa vaihto-omaisuus oli 4,4 MEUR, joka vastaa noin 25 % yhtiön vuoden 2018 liikevaihdosta. Tämä myös kuvastaa sitä kuinka merkittävästi yhtiöllä sitoutuu pääomaa varastoon, vaikkakin vuoden lopun taso ei arviomme mukaan heijastele koko vuoden keskimääräistä tasoa ja vuoden 2018 lopun tilanne oli poikkeuksellinen sisäisistä ja ulkoisista tekijöistä johtuen. Edellisen 5 vuoden keskimääräinen taso on noin 35 % liikevaihdosta.

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

Varaston korkea taso johtuu arviomme mukaan Piipon liiketoiminnan rajusta kausiluonteisuudesta etenkin Agri-liiketoiminnassa, jossa pääosa toimituksista ajoittuu helmikuun ja syyskuun välille (pl. eteläisen pallonpuoliskon maat). Tästä syystä Piipon H1:n myynti on myös selvästi H2:sta korkeampi.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Yhtiö joutuu kuitenkin tuotannossaan varautumaan H1:n hyvään kysyntään edellisen vuoden H2:n aikana ja tekemään Agri-segmentin tuotteita pääosin varastoon. Tämä sitoo pääomaa etenkin valmiiden tuotteiden varastoon loppuvuodesta ja tilinpäätöksen aikaan varaston arvo voi olla jopa 2-3 MEUR syyskuuta korkeampi. Kuitenkin myös vuoden keskimääräisellä varaston koolla (arviolta noin 4 MEUR nykyisessä liiketoiminnan kokoluokassa) laskettuna Piipon varastoon sitoutuneen pääoman määrä on merkittävä.

Korkeat varastotasot ja sen myötä huomattava käyttöpääomarahoituksen tarve ovat yhtiön kannalta selkeä haaste, sillä nykyisillä tasoillaan liiketoiminnan 1 MEUR:n kasvu kasvattaa varastoa 0,25 MEUR:lla (vuoden lopun luvuilla). Piippo joutuu rahoittamaan varaston kasvun joko liiketoiminnan rahavirralla tai korollisella velalla, mikä rajoittaa yhtiön kykyä allokoida käytössä olevia resursseja investointeihin, velan lyhennykseen ja osinkojen maksuun. Näin ollen suurella varastolla on myös selvä vaikutus yhtiön tarvitseman korollisen velan määrään ja sitä kautta rahoituskuluihin. Varastotasojen pienentämisen tai ainakin niiden kasvun rajoittamisen pitäisi mielestämme olla keskeinen prioriteetti yhtiölle, jotta pääoman käyttö tehostuisi ja kasvustrategian toteuttaminen helpottuisi.

Taseen velkamäärä on korkea

Vuoden 2018 lopussa Piipon taseen vastattavaa puolella omaa pääomaa oli yhteensä 6,7 MEUR ja yhtiön omavaraisuusaste oli 45 %. Vastattavaa

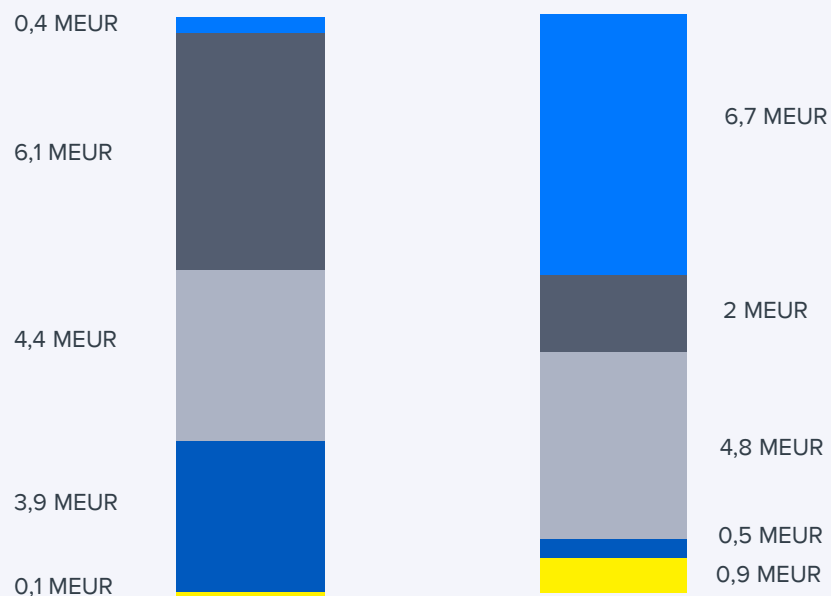
puolella oli vuoden 2018 lopussa pitkäaikaista vierasta pääomaa 2,0 MEUR ja lyhytaikaista lainaa noin 4,8 MEUR. Kokonaisuudessaan yhtiöllä oli 6,8 MEUR:n edestä vierasta pääomaa. Nettovelkaantumisaste oli siten viimeisimmän tilikauden lopussa korkealla tasolla 99 %:ssa.

Yhtiön omavaraisuusaste on vielä kohtuullisella tasolla, mutta velkaantuneisuus on arviomme mukaan jo mukavuusalueen yläpuolella. Velkamäärän osalta kuvaavaa on, että nettovelka/käyttökate on vuoden 2019 ennusteillamme korkea 5,6x. Merkittävä osa velasta vuoden lopussa on arviomme mukaan seuraavaan kauteen valmistettuun tuotantoon sitoutunutta käyttöpääomaa ja siten keskimääräinen koko vuoden taso on hieman matalampi. Siitäkin huolimatta velkataso on kuitenkin korkea ja riskiprofiilia kohottava tekijä.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne

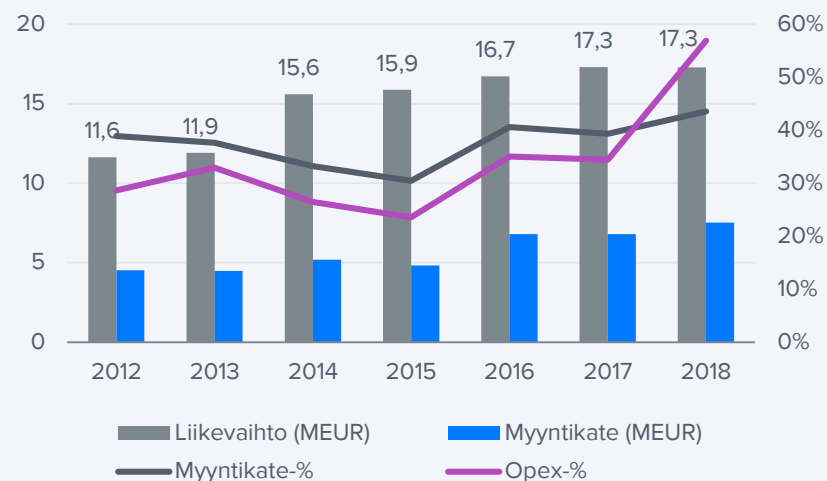
Taserakenne 2018 lopussa

14,9 MEUR

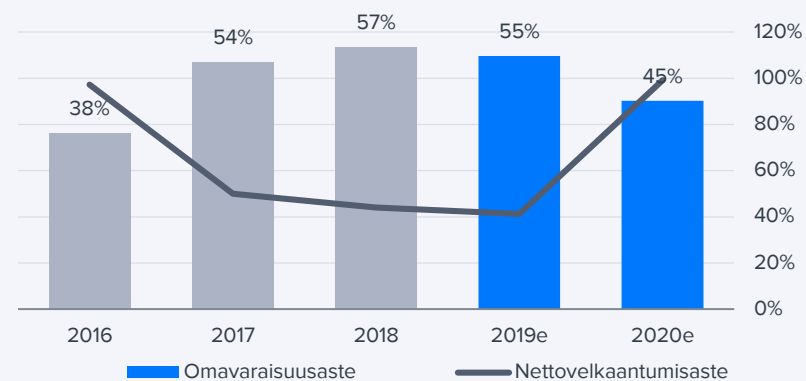


- Aineettomat hyödykkeet
- Käyttöomaisuus
- Vaihto-omaisuus
- Myyntisaamiset
- Rahavarat
- Oma pääoma
- Pitkäaikainen korollinen velka
- Lyhytaikainen korollinen velka
- Myyntisaamiset
- Muu lyhytaikainen velka

Kulurakenne



Taseen kehitys



Ennusteet 1/2

Ennustemalli

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

Markkinanäkymät ovat kahtiajakautuneet

Piippo on asettanut nykyisen strategiakauden kasvutavoitteeksi markkinoiden kasvua ripeämmän kasvun. Mielestämme kilpailukykyisellä tuoteportfoliolla operoivalla Piipolla on tähän edellytykset ja siten odotamme yhtiön kasvun säilyvän markkinoiden arvioimaamme noin 1,5-2 %:n kasvua korkeammalla tasolla keskipitkällä aikavälillä.

Lyhyellä tähtäimellä markkinanäkymät ovat kuitenkin kahtiajakautuneet, sillä viime vuonna koetun ankan kuivuuden takia Euroopan markkinoiden kysyntänäkymiin liittyy tiettyä epävarmuutta varastotilanteiden ja siten myös jossain määrin hintatason suhteen. Kaukomarkkinoiden veto sen sijaan on arviomme mukaan vahvaa ja tukee etenkin vuoden jälkimmäisen puoliskon kasvua. Euroopan suuren osuuden takia tämän markkinan heikkous kuitenkin rajaa koko vuoden ennustettua kasvua.

Vuoden 2019 tulostaso

Piippo on ohjeistuksessaan arvioinut sen kilpailukyvyyn pysyvän hyvänä ja sen liikevaihdon yhtiö odottaa kasvavan koko tilikauden aikana hieman edelliseen vuoteen verrattuna (2018: 17,3 MEUR). Yhtiö myös odottaa sen liikevoiton paranevan merkittävästi vuonna 2019, mutta ei vielä saavuttavan vuosien 2015-2017 tasoa.

Arviomme mukaan haastavan vuoden 2018 sesongin takia markkinoilla Euroopassa on jossain määrin ylimääräistä kapasiteettia, mikä heikentää volyymin kehitystä sekä vaikuttaa jossain määrin negatiivisesti hintatasoon. Lisäksi Yhdysvaltojen asettamat pakotteet ovat ohjanneet aasialaista kapasiteettia jonkin verran Eurooppaan. Vaikka emme usko näiden tuotteiden kilpailukykyyn pidemmällä aikavälillä suhteessa Piipon tuotteisiin, on tuonnin kasvulla jossain määrin negatiivinen vaikutus jo ennestään haastavaan vuoden 2019 markkinanäkymään. Näin ollen odotamme alkuvuoden liikevaihdon kehityksen jäävän hieman vertailukauden alapuolelle. Tämä on linjassa yhtiön tilinpäätöksen yhteydessä annettujen kommenttien kanssa, jotka odottavat H1:n toimitusten jäävän vertailukauden tasosta. Tiettyä epävarmuutta aiheuttaa edellisen kauden lisäksi tietyillä alueilla jo koettu kuivuus, mikä voi vaikuttaa negatiivisesti H1:n loppupuoliskon kysyntään.

Vuoden jälkimmäisellä puoliskolla odotamme liikevaihdon sen sijaan kasvavan selvästi (+ 9 %) kaukomarkkinoiden (Venäjä, Etelä-Amerikka, Australia ja Etelä-Afrikka) vahvan vedon

siivittämänä. Kaukomarkkinoiden kasvu on seurausta yhtiön kasvaneesta jalansijasta mm. Etelä-Afrikan ja Amerikan markkinoilla. Tätä taustaa vasten odotamme Piipon vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan 1 %:n 17,4 MEUR:oon. H2:n kasvun ennusteemme on mielestämme kova taso ja kuvastaa tiettyä liikevaihdon kasvuohjeistukseen liittyvää riskiä. Olemme luottavaisia H2:n selvään liikevaihdon kasvuun, mutta odotuksia suurempi takamatka H1:llä voisi jättää takamatkan suhteessa vuoden 2018 liikevaihdon tasoon liian pitkäksi. Siten kasvuohjeistuksen saavuttaminen ei kestä pettymyksiä H1:llä.

Odotamme yhtiön yltävän kuluvana vuonna 0,35 MEUR:n liikevoittoon, mikä vastaa matalaa 2 %:n liikevoittomarginaalia. Tämä on linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa. Kannattavuutta painaa ennusteissamme H1:llä toimitusten lasku ja maltillinen kustannusinflaatio, kun taas H2:lla odotamme liikevaihdon kasvun nostavan tulosta joskin se jää H2:lla vielä absoluuttisesti matalan liikevaihtotason takia tappiolle.

Alemmilla riveillä emme odota rahoituskuluissa olennaista nousua ja veroja odotamme Piipon maksavan vain alkuvuonna voitollisesta tuloksesta ja siten alempien rivien tulosrasitus on normaalilla tasollaan. Näin ollen koko vuoden osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on 0,14 euroa. Vapaan rahavirran odotamme saavan pientä tukea käyttöpääoman vapautumisesta, mutta olevan matalalla tasolla absoluuttisesti matalan operatiivisen tulostason takia.

Ennusteet 2/2

Näin ollen yhtiön taseasemassa ei tapahdu olennaisia muutoksia ja yhtiön velkaantumisaste säilyy korkeana. Osinkoa emme odota Piipon maksavan absoluuttisesti vielä vaatimattomalle tasolle jäävän tuloksen ja korkean velkaantuneisuuden takia.

Piippo tiedotti alkuvuonna vuonna 2018 aloitetun sisäisen tarkastuksen valmistuneen (kommenttimme luettavissa [täällä](#)). Tarkastuksen lopputulemana yhtiö katsoo sen aiemman toimitusjohtajan aiheuttaneen yhtiölle noin 0,7 MEUR:n suuruisen vahingon ja esittää tämän pohjalta korvausvaatimuksen vielä kuluvan vuoden aikana. Arviomme mukaan osapuolien neuvottelut ovat korvausvaatimuksen osalta keskeneräisiä ja lopputulemana yhtiö voi saada entiseltä toimitusjohtajalta kertaluonteisen korvauksen. Korvauksen ajankohtaa ja suuruutta on vaikea arvioida, mutta toteutuessaan esitetyn vahingon suuruisena olisi se Piipon tuloksen mittaluokassa huomattava. Emme ole sisällyttäneet mahdollista kertaluonteista erää ennusteisiimme, sillä sen ennustaminen on hyvin haastavaa.

Vuosien 2020 ja 2021 ennusteet

Vuosien 2020 ja 2021 ennusteemme pohjautuvat odotuksiimme markkinan kasvunäkymän normalisoitumisesta haastavien vuosien 2018 ja 2019 jälkeen. Odotamme vuoden 2020 liikevaihdon kasvavan 3 % 18,9 MEUR:n tasolle (ja vuonna 2021 liikevaihdon ennusteemme on 18,5 MEUR (kasvu 3,0 %). Kasvun ennusteemme heijastelevat markkinoita nopeampaa kasvua, sillä

odotamme Agrin voittavan yhä markkinaosuutta, mitä tukee Kuluttajat-segmentin maltillinen kasvu, kun taas kaapeliliiketoiminnan odotamme pysyvän noin nykyisessä kokoluokassaan.

Liikevoittotasolla odotamme Piipon pystyvän hieman vahvistamaan marginaaleja, kun markkinoiden kysyntäkuva normalisoituu ja kysyntä/tarjonta-tilanne palautuu terveelle pohjalle. Lisäksi odotamme yhtiön pystyvän tehostamaan omaa toimintaansa maltillisesti investointivaiheen jälkeen. Tätä heijastellen ennustamamme liikevoitto-%:t ovat vuodelle 2020 3,1 % ja vuodelle 2021 3,2 %.

Poistoihin ja rahoituskuluihin emme odota olennaisia muutoksia matalalla pysyvien ylläpitoinvestointien myötä ja veroasteen odotamme säilyvän Suomen yhteisöveron tasolla. Siten osakekohtaisen tuloksen ennusteemme ovat 0,26 euroa vuodelle 2020 ja 0,28 euroa vuodelle 2021. Emme odota Piipon maksavan osinkoa vuodelta 2020 korkean velkaantuneisuuden takia, mutta vuoden 2021 osinkoennusteemme on 0,08 euroa.

Vuosien 2020 ja 2021 vapaa rahavirta säilyy ennusteissamme melko vakaana, sillä emme odota yhtiön pystyvän alentamaan käyttö pääomatasoja oleellisesti. Ennusteissamme yhtiön velkaantuneisuus pysyy maltillisella laskukäyrällä ja laskee vuonna 2021 66 %:iin. Tämä on arviomme mukaan jo yhtiön mukavuusalueella.

Pitkän aikavälin ennusteet

Odotamme Piipon jatkavan kasvustrategiansa määrätietoista toteuttamista maataloussegmenttiä tukevien ajureiden vetämänä pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2021 jälkeen. On myös mahdollista, että jollain aikavälillä yhtiö toteuttaa yrityskaupan ja ottaa seuraavan askeleen kasvustrategiansa toteuttamisessa. Ennusteemme eivät kuitenkaan sisällä epäorgaanista kasvua, sillä sen ennustaminen ei ole käytännössä mahdollista. Siten ennustamme Piipon liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä 2,5-4 % vuodessa vuosina 2021-2027, kun taas terminaalikasvuodotus on 2,5 % maatalousmarkkinan pitkän aikavälin kasvua ja yhtiön kilpailukykyistä tuoteportfolioa heijastellen.

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	12,1	5,2	17,3	12,1	5,2	17,3	11,7	5,7	17,4	17,9	18,5	18,9
Konserni	12,1	5,2	17,3	12,1	5,2	17,3	11,7	5,7	17,4	17,9	18,5	18,9
Käyttökate	1,2	-0,2	1,0	0,7	-0,2	0,5	0,8	0,2	1,0	1,2	1,2	1,2
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,0	-0,5	0,6	0,6	-0,2	0,4	0,45	-0,1	0,35	0,6	0,6	0,6
Liikevoitto	1,0	-0,5	0,6	0,4	-0,4	0,02	0,45	-0,1	0,35	0,6	0,6	0,6
Konserni	1,0	-0,5	0,6	0,4	-0,4	0,0	0,5	-0,1	0,4	0,6	0,6	0,6
Nettorahoituskulut	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	1,0	-0,5	0,5	0,4	-0,5	-0,18	0,4	-0,2	0,2	0,4	0,4	0,5
Verot	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,8	-0,4	0,4	0,3	-0,5	-0,2	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,4
EPS (oikaistu)	0,59	-0,30	0,30	0,35	-0,18	0,17	0,24	-0,10	0,14	0,26	0,28	0,31
EPS (raportoitu)	0,59	-0,30	0,30	0,23	-0,35	-0,1	0,24	-0,10	0,14	0,26	0,28	0,31

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	8,6 %	-6,1 %	3,7 %	-0,7 %	0,4 %	-0,4 %	-3,0 %	9,3 %	0,7 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-13,6 %	-22,8 %	-4,9 %	-43,2 %	-57,8 %	-32,2 %	-24,2 %	-47,4 %	-13,4 %	58,1 %	5,7 %	10,4 %
Käyttökate-%	10,2 %	-4,4 %	5,8 %	5,5 %	-3,6 %	2,8 %	6,6 %	3,9 %	5,7 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,6 %	-8,7 %	3,4 %	4,9 %	-3,6 %	2,3 %	3,8 %	-1,8 %	2,0 %	3,1 %	3,2 %	3,4 %
Nettotulos-%	6,3 %	-7,4 %	2,2 %	2,5 %	-8,7 %	-0,9 %	2,6 %	-2,2 %	1,0 %	1,8 %	1,9 %	2,1 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 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.

Tulospohjaisten kertoimien lisäksi arvonmäärityksessä tasepohjainen P/B-luku ja osinkotuotto, ovat usein hyvä kombinaatio valmistavan teollisuuden vakiintuneille yhtiöille. Nykyisen heikon kannattavuuden ajan jaksolla tasepohjainen arvostus on mielestämme osakkeelle tukea antava mittari, kun taas lähivuosien osinkotuotto ennusteemme on nollassa eikä se siten tue osaketta.

Suhteellista arvonmääritystä emme analyysissä hyödynnä, sillä Piipon toimialalla ei ole listattuja yhtiöitä, joista relevantin verrokkiryhmän voisi muodostaa. Liian erilaisten yhtiöiden ottaminen verrokkiryhmään voisi taas antaa väärän kuvan ja voisi johtaa virheellisiin johtopäätöksiin.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Näkemyksemme mukaan Piipolle hyväksyttävään arvostukseen vaikuttaa etenkin seuraavat tekijät:

- + Yhtiön kilpailukykyinen tuoteportfolio mahdollistaa markkinoita nopeamman kasvun
- + Markkinan kasvu on selvät ajurit
- + Yhtiö on pysynyt voitollisena liikevoittotasolla

koko 2000-luvun huolimatta kannattavuuden heilahteluista. Tämä antaa tiettyä tukea tasepohjaiselle arvostukselle, kun kannattavuus on paineessa.

- Lyhyen tähtäimen tulostulo jää ennusteidemme mukaan heikoksi ja pidemmälle katsottaessa epävarmuus tulosennusteita kohtaan on selvästi korkeampi

- Korkea käyttöpääoman määrä heijastuu negatiivisesti kassavirtaan ja pääoman tuottoon ja on nykyisen liiketoimintamallin krooninen ongelma

- Vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä ja vaihtovolyymi ovat alhaisella tasolla, jonka takia osakkeelta tulee vaatia tuntuvaa likviditeetti-premiä

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Piipon vuosien 2019 ja 2020 P/E-kertoimet ovat 24x ja 15x. Vastaavat taserakenteen huomioivat EV/EBITDA kertoimet ovat 10x ja 8,5x.

Tulospohjaisesti osake on mielestämme selkeästi yliarvostettu, sillä mielestämme Piipolle hyväksyttävä P/E-kerroin on noin tasolla 9-11x ja vastaava EV/EBITDA noin 4-6x. On myös huomioitava, että koska vuoden loppupuolella Piipon varasto on korkeimmillaan, heijastuu se myös yritysarvopohjaisiin kertoihin suuremman nettovelan kautta. Tästä johtuen, näkemyksemme mukaan Piipon arvostusta tulee katsoa mahdollisimman laaja-alaisesti 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 0,6x P/B-kertoimella, missä ei mielestämme ole merkittävää laskuvaraa. Keskimääräistä tasoa matalampi tasepohjainen arvostus on kuitenkin perusteltavissa liiketoimintamallin kroonisesti matalalla pääoman tuotolla. Emme myöskään odota Piipon pystyvän lyhyellä aikavälillä ratkaisemaan suuren varaston aiheuttamaan pääomantuottoon liittyviä haasteita. Mutta Piipon tuloksen pysyessä voitollisena, antaa nykyinen arvostus suhteessa oman pääoman tasearvoon mielestämme osakkeen arvostukselle tukea. Osinkoa emme odota Piipon maksavan vuosina 2019-2020.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme indikoima arvo Piipon osakkeelle on 2,39 euroa. Mallissamme odotamme pitkän aikavälin ennusteiden mukaista kasvua ja kannattavuutta, kun taas terminaali kasvuprosentti on 2,5 %. Tämä heijastelee arviota maito- ja lihatuotteiden kysynnän kasvun pitkän aikavälin tasosta ja Piipon kilpailukykyistä tarjontaa, joka mahdollistaa markkinoita nopeamman kasvun.

Mallin indikoimaa osakkeen arvoa painaa matalan marginaaliennusteen lisäksi yhtiön 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.

Arvonmääritys 2/2

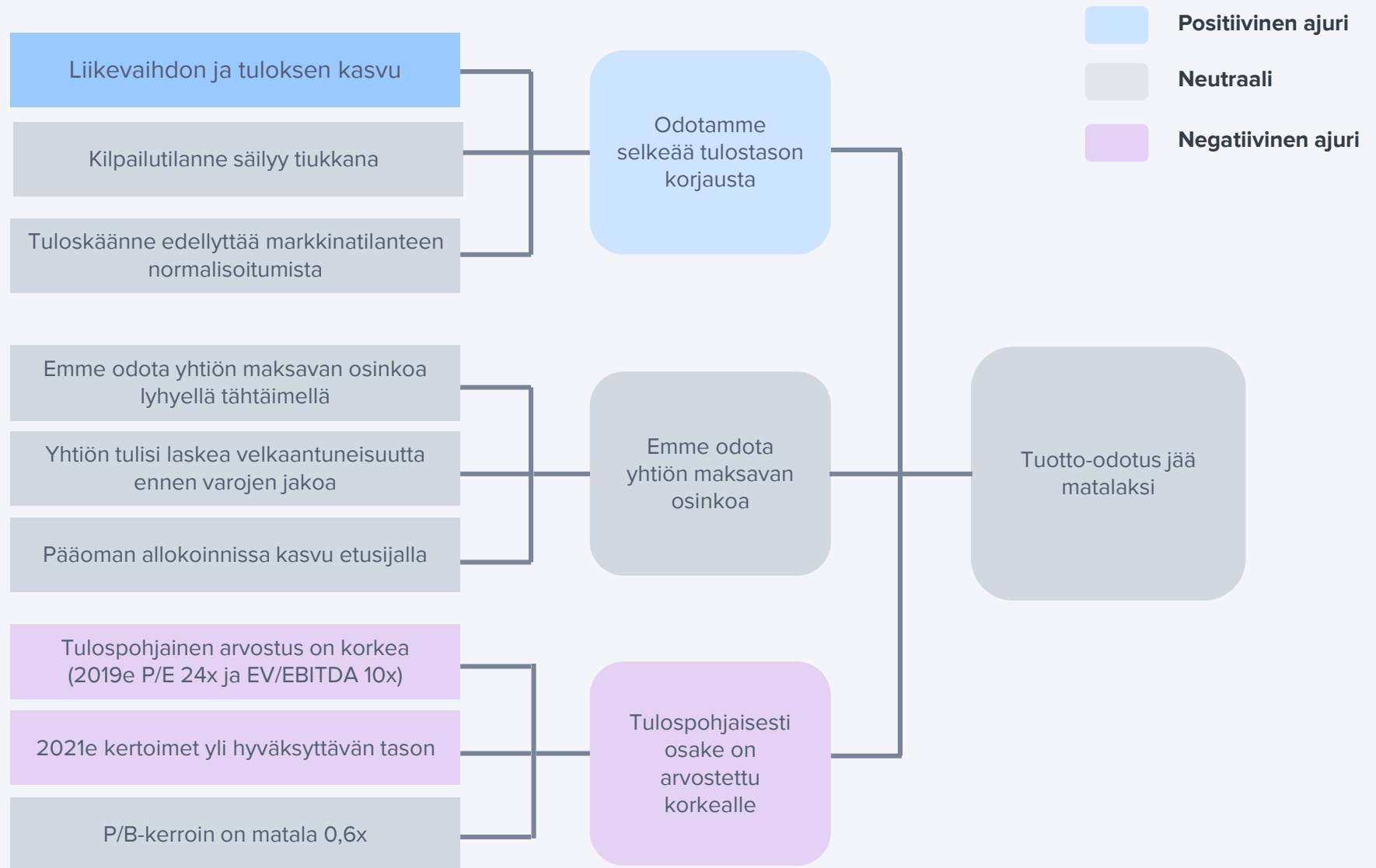
Käyttämässämme pääoman kustannuksessa (WACC) oman pääoman kustannus on korkeahko 10 %, mikä kuvastaa yhtiön keskimääräistä korkeampaa riskiprofilia. Oman pääoman tuottovaatimusta nostaa myös korkea 1,75 %:n likviditeettipreemio, joka on mielestämme perusteltu alhaisen vaihtovolyymien ja matalan vapaasti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

Suositus ja tavoitehinta

Laskemme Piipon tavoitehinnan 3,4 euroon (aik. 4,0 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme. Mielestämme Piipon arvostus on arvostuskertoimien valossa kokonaisuutena neutraali ja siten osakkeen nousuvara vaatisi tulosennusteiden nousua. Ennusteriskit ylöspäin ovat lyhyellä tähtäimellä mielestämme rajalliset nykyisessä markkinatilanteessa, kun taas odotuksia haastavampi markkina ja/tai tilanteen pitkittyminen voisi heijastua ennusteisiin negatiivisesti. Tämän ansiosta tuotto-odotus jää nykykurssilla mielestämme matalaksi ja jäämmekin odottamaan parempia ostopaikkoja päästä kyytiin Piipon pitkänaikavälin kasvutarinaan. Suosittelemme sijoittajia painottamaan suositusta hieman tavoitehinnan kustannuksella Piipon osakkeen rajallisen likviditeetin ja toisaalta suurten osto- ja myyntitoimeksiintojen erotuksen vuoksi. Niiden ansiosta yksittäiset toimeksiannot voivat liikuttaa

osakekurssia huomattavasti.

Osaketuoton ajurit 2019e-2021e



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	6,02	6,58	3,44	3,30	3,30	3,30	3,30
Osakemäärä, milj. kpl	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29
Markkina-arvo	7,8	8,5	4,4	4,3	4,3	4,3	4,3
Yritysarvo (EV)	11	11	11	10	9,8	9,3	8,9
P/E (oik.)	17,9	22,1	19,8	23,8	12,9	12,0	10,5
P/E	12,0	22,1	neg.	23,8	12,9	12,0	10,5
P/Kassavirta	14,8	13,2	neg.	5,9	7,2	6,4	6,5
P/B	1,1	1,2	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
P/S	0,5	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	9,0	11,3	23,1	10,4	8,5	7,8	7,2
EV/EBIT (oik.)	17,4	19,2	27,5	29,5	17,8	15,9	13,7
Osinko/tulos (%)	51,6 %	90,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	29,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,4 %	2,8 %

DCF-laskelma

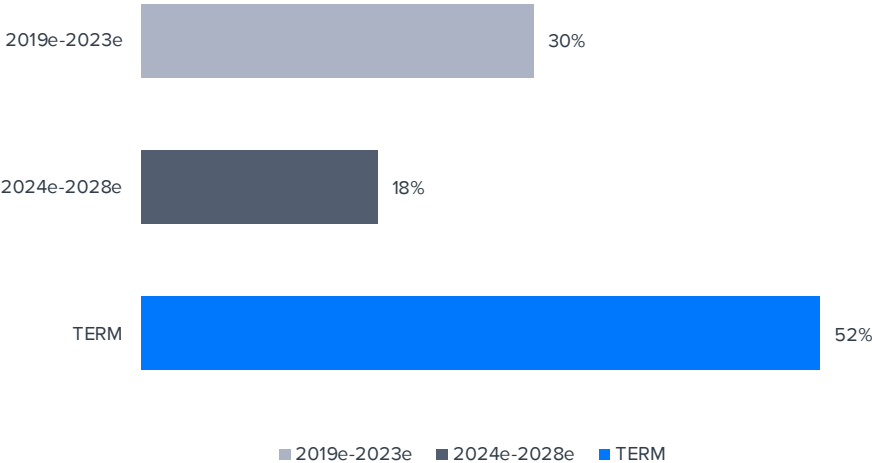
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	0,0	0,4	0,6	0,6	0,6	1,0	0,9	0,9	1,0	0,9	1,0	
+ Kokonaispoistot	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	
- Maksetut verot	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	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 muutokset	-1,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	-0,6	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,0	1,0	1,0	1,1	1,0	
+ 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	-2,7	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,4	0,7	0,6	0,7	0,7	1,0	0,7	0,7	0,5	0,6	0,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,4	0,7	0,6	0,7	0,7	1,0	0,7	0,7	0,5	0,6	0,6	10,7
Diskontattu vapaa kassavirta		0,7	0,5	0,5	0,5	0,7	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	5,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		9,8	9,1	8,5	8,0	7,5	6,8	6,4	5,9	5,7	5,3	5,1
Velaton arvo DCF		9,8										
- Korolliset velat		-6,8										
+ Rahavarat		0,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		3,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,39										

Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	4,3	6,5	6,2	6,0	5,8
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Käyttöomaisuus	3,9	6,1	5,8	5,6	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
Vaihtuvat vastaavat	8,6	8,4	8,5	8,8	9,0
Vaihto-omaisuus	6,2	4,4	4,4	4,5	4,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,2	3,9	3,9	4,0	4,2
Likvidit varat	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Taseen loppusumma	12,9	14,9	14,7	14,8	14,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	7,1	6,7	6,9	7,2	7,6
Osakepääoma	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Kertyneet voittovarot	4,5	4,1	4,3	4,6	4,9
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	0,4	2,0	1,6	2,2	2,0
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	0,4	2,0	1,6	2,2	2,0
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	5,4	6,2	6,2	5,4	5,3
Lainat rahoituslaitoksilta	2,7	4,8	4,5	3,3	3,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,7	0,5	0,9	1,3	1,5
Muut lyhytaikaiset velat	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Taseen loppusumma	12,9	14,9	14,7	14,8	14,9

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositus: myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

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



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER

**Analyysi kuuluu
kaikille.**