

Piippo

Laaja raportti

6.6.2023 8:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Käyttöpääoman vapauttaminen on tarinan keskiössä

Kuluva vuosi on Piipon syömähampaana toimivan Agri-segmentin kannalta jäämässä väliavuodeksi, mikä korkean varastotason ja velkaisen taseen vuoksi aiheuttaa yhtiölle lyhyen aikavälin haasteita. Yhtiön on vapautettava käyttöpääomaa liiketoiminnan jatkuvuuden turvaamiseksi ja lyhyellä aikavälillä painopiste onkin tuotannon sijaan puhtaasti myynnissä. Osakkeen tulos pohjainen arvostus on korkea, mikä yhdessä koholla olevan taseriskin kanssa johtaa mielestämme heikkoon riski/tuotto-suhteeseen. Toistamme 2,2 euron tavoitehintamme ja myy-suosituksemme.

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 arviomme mukaan yli 85 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2022. Kuluttajatuotteiden osuus oli arviomme mukaan vajaa 10 %, kun taas teollisuusasiakkaita palvelevan segmentin osuus oli noin 5 %. 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 2022.

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 kuluvan vuoden jäävän Agri-segmentin näkökulmasta väliavuodeksi jakelijoiden varovaisen ostokäyttäytymisen ja Venäjän liiketoiminnan hallitun alasajon myötä. Kuluvan vuoden liikevaihtoennusteemme on 15,7 MEUR ja liiketulosennusteemme -0,5 MEUR. Kuluvan vuoden kannalta on kriittistä, että yhtiö kykenee vapauttamaan vaihto-omaisuuden sitomaa pääomaa taseen vahvistamiseksi (H1'23: vaihto-omaisuus: 10,5 MEUR, nettovelka: 9,2 MEUR). Käsittelemme mukaan yhtiö on väliaikaisesti karsimassa kulurakennettaan merkittävästi tämän mahdollistamiseksi, eikä esim. tuotantoa ylläpidetä tavalliseen tapaan. Lähivuosien kannalta on keskeistä, että Piippo kykenee korvaamaan kannattavan Venäjän liiketoimintansa viennillä muille avainmarkkinoille ja uusilla markkinoilla. Odotamme Piipon liikevaihdon kasvavan 5-10 % 2024-2025 Agri-segmentin elpyvän myyntivolyymien ajamana. Ennusteissamme yhtiön liikevoittomarginaali nousee asteittain 3,1 %:iin vuonna 2025 (2022 EBIT: 3,9 %) kiinteiden kulujen skaalautuessa kasvaneiden myyntivolyymien myötä ja yhtiön ulosmitatessa lankatuotteiden automaatioinvestoinnin hyötyjä.

Arvostustaso vaatii tasokorotusta kannattavuusprofiilissa ja taseen tervehdyttämistä

Kuluvan vuoden negatiivisen tulosennusteemme vuoksi Piipon arvostuksen suhteen on tukeuduttava ensi vuoden kertoiin, jotka ovat ennusteillamme todella korkeat (P/E: +100x, EV/EBIT: 18x), eikä niitä voi mielestämme perustella yhtiön kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiili huomioiden. Yhtiön tase pohjainen 0,6x P/B-kerroin ei ole pörssin mittakaavassa erityisen korkea, mutta vaatii tulostason elpymistä ja rahoitusriskin hälvenemistä antaakseen osakkeelle oleellista tukea. DCF-mallimme indikoima arvo on 2,5 eurossa, mikä indikoi osakkeelle selvää laskuvaraa melko nopeasti elpyvistä tulosennusteista huolimatta.

Suositus

Myy

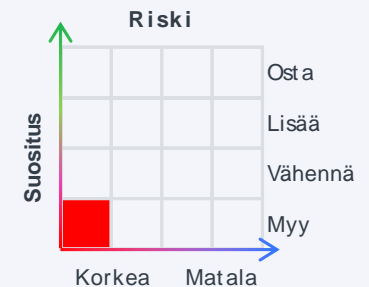
(aik. Myy)

2,20 EUR

(aik. 2,20 EUR)

Osakekurssi:

3,00



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	22,3	15,7	17,2	18,1
kasvu-%	51 %	-30 %	10 %	5 %
EBIT oik.	0,9	-0,5	0,4	0,6
EBIT-% oik.	3,9 %	-3,2 %	2,6 %	3,1 %
Nettotulos	0,4	-0,7	0,0	0,1
EPS (oik.)	0,35	-0,52	0,03	0,10
P/E (oik.)	8,9	neg.	>100	30,4
P/B	0,5	0,6	0,6	0,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	11,7	neg.	17,8	13,9
EV/EBITDA	6,3	34,7	7,4	6,8
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,5	0,4

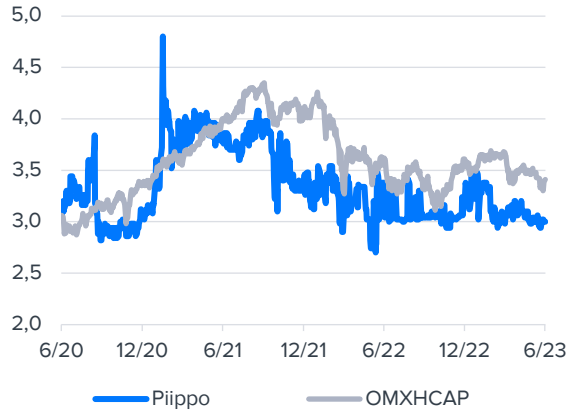
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

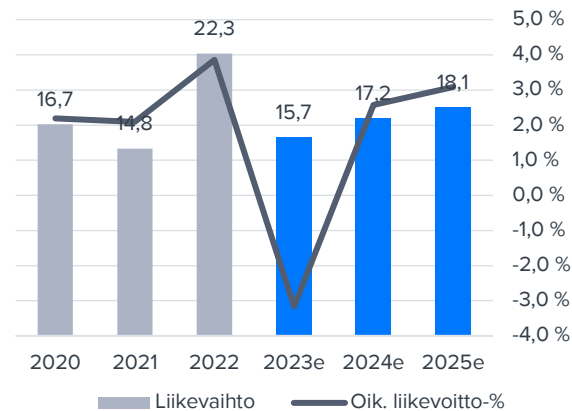
Yhtiö arvioi tilikauden 2023 liikevaihdon ja liikevoiton laskevan huomattavasti.

Osakekurssi



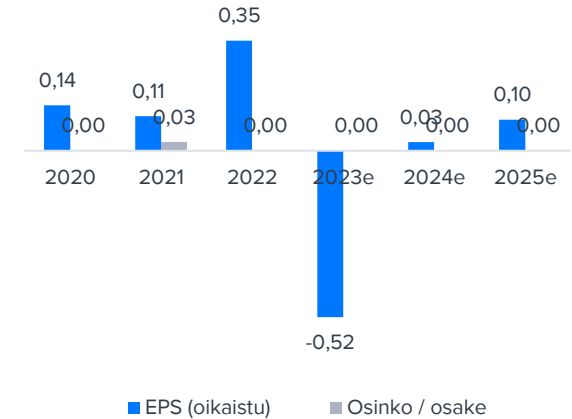
Lähde: Millistream Market Data AB

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
- Riski vaihto-omaisuuden alaskirjaamisesta
- Rahoitusriski

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,00	3,00	3,00
Osakemäärä, milj. kpl	1,29	1,29	1,29
Markkina-arvo	3,9	3,9	3,9
Yritysarvo (EV)	7,7	7,9	7,7
P/E (oik.)	neg.	>100	30,4
P/E	neg.	>100	30,4
P/Kassavirta	1,6	24,6	8,4
P/B	0,6	0,6	0,5
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	34,7	7,4	6,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	17,8	13,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11-12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-13
Toimiala ja kilpailukenttä	14-18
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	19-20
Ennusteet	21-24
Arvonmääritys	25-28
Taulukot	29
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	29

Piippo lyhyesti

Piippo on paalausverkkojen, -lankojen, köönsien ja naruksen valmistamiseen, markkinointiin ja myyntiin keskittynyt teollisuusyhtiö.

1942

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

22,3 MEUR

Liikevaihto 2022

+40 kpl

Tuotteiden vientimaita

1,6 MEUR (7 % lv:sta)

Käyttökate 2022

100

Henkilöstö 2022 keskimäärin

2014-2016

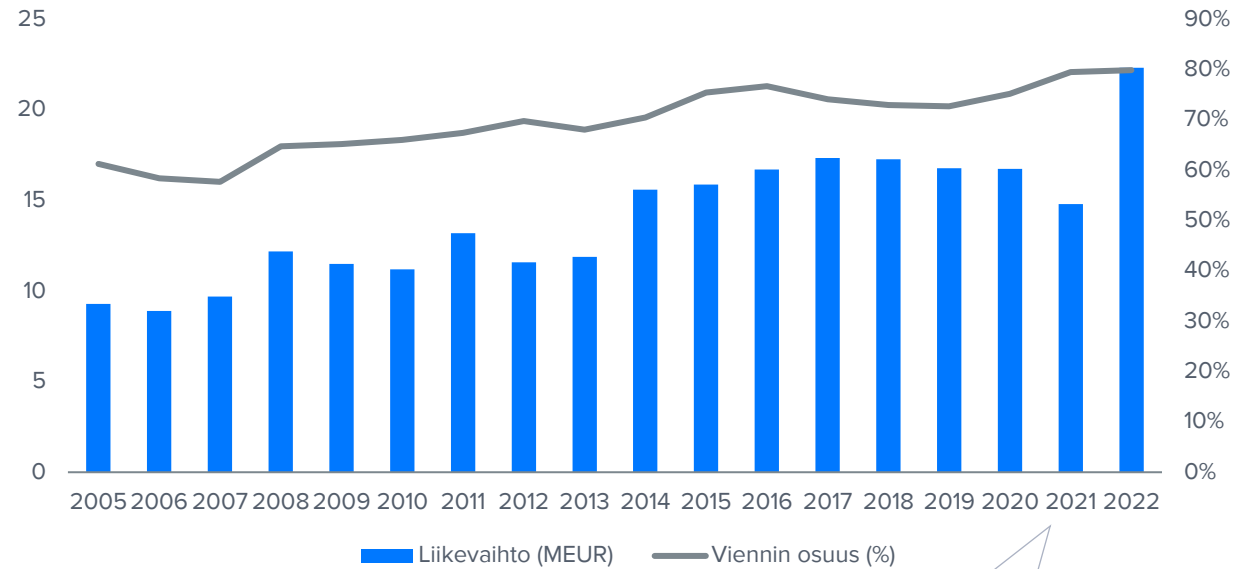
Liikevaihdon kasvua hidasti osin tuotantorajoitteisuus

2018-2020

Viennin kasvun hyödyttää ankara kuivuus päämarkkinoilla
Kaukomarkkinoiden kasvu ei kompensoi suurempien markkinoiden laskua
Kuluttajaliiketoiminnan yhtiöittäminen
Investoinnit tuotannon kasvattamiseen ja tehostamiseen sekä järjestelmiin

2021-2023

Kannattavan Venäjän markkinan menettäminen
Tilikausi muutetaan agrikauden mukaiseksi
Toimitusjohtajan vaihdos



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 arviomme mukaan noin 82 % vuoden 2022 liikevaihdosta. Agrin suhteellisessa osuudessa on kuitenkin laskupainetta, menetetyt Venäjän myynnin myötä. Kuluttajatuotteiden osuus oli arviomme mukaan 8 %, kun taas kaapeliteollisuuden tuotteiden osuus oli loput 5 %. 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 näkemysemme 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 vientimaista suurimpia markkina-alueita ovat Saksa, USA, Australia, Ranska ja Iso-Britannia. Vuonna 2022 kotimarkkinan osuus

Piipon liikevaihdosta oli noin 20 %, mikä on ollut laskutrendillä jo pidempään. Kotimaisen agrimarkkinan rajallisen koon vuoksi viennissä onnistuminen on Piipon sijoitustarinan kannalta keskeistä.

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

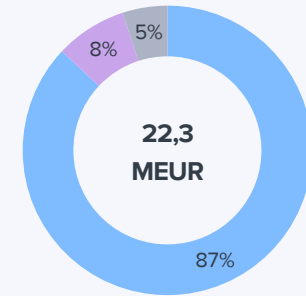
Kasvu on ollut markkinoita nopeampaa

Piipon liikevaihto on kasvanut vuodesta 2012 lähtien keskimäärin noin 7 %vuodessa, mikä on arviomme mukaan toteutunutta 3-4 %: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 7 % vuodessa, mikä osoittaa yhtiön voittaneen viennissä markkinaosuutta. Kotimarkkinan rajallisen koon vuoksi kasvu keskipitkällä aikavälillä vaatii onnistumisia kansainvälisillä markkinoilla.

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

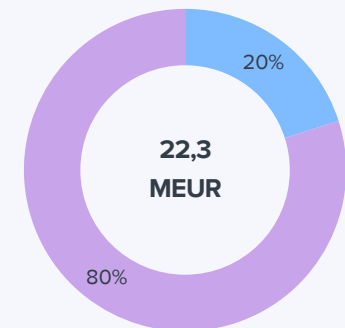
Kasvun kannalta yhtiön tuotantokapasiteetti on ollut historiallisesti ajoittain vajavainen, mikä on osin hidastanut kasvua. Näin ollen vuonna 2018 toteutettu Outokummun tehtaan laajennusinvestointi on oleellisessa osassa kasvun jatkumisen kannalta, vaikka se painaakin liikevoittomarginaalia kohonneiden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

Piipon liikevaihto segmenteittäin (2022)¹



■ Agri ■ Kuluttajatuotteet ■ Tuotteet kaapeliteollisuuteen

Vienti ja kotimaan myynti



■ Myynti kotimaahan ■ Vientimyynti

¹) Inderesin arvio

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 kymmenen vuoden keskimääräinen liikevoittomarginaali on ollut matalalla tasolla 2,7 %:ssa ja vuonna 2022 liikevoittomarginaali oli korkealla 3,9 %:n tasolla vahvan Venäjän ruplan tukemana.

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 tuntuva 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 omissa 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 ja Kanada), Espanjassa, Italiassa Unkarissa, Romaniassa, Tanskassa ja Ruotsissa. 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 kappaletavarakauppana. 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 tietoliikennekaapelien täyteainetta. Segmentin liiketoiminta on jatkuvampia ja vakaampia maatalous- ja kuluttajaliiketoimintoja syklisempää liiketoiminnan projektiluonteisuuden takia. Tässäkin liiketoiminnassa Piipon asiakassuhteet avainasiakkaiden kanssa ovat pitkiä, vaikka vuosittaiset volyymit vaihtelevat selvästi projektiaktiviteetin mukana. Strategisesti Piipon painopiste on selvästi Agrin kasvattamisessa, kun taas rajusti kilpaillun Tuotteet kaapeliteollisuuteen - liiketoiminnan rooli on tukea kokonaisuutta käytössä olevien resurssien puitteissa. Tätä roolia tukee segmentin tuotteiden valmistuksen synergiat muun tuotannon kanssa, mitkä tekevät liiketoiminnasta pienilläkin volyymeilla 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 määrättyvät 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.

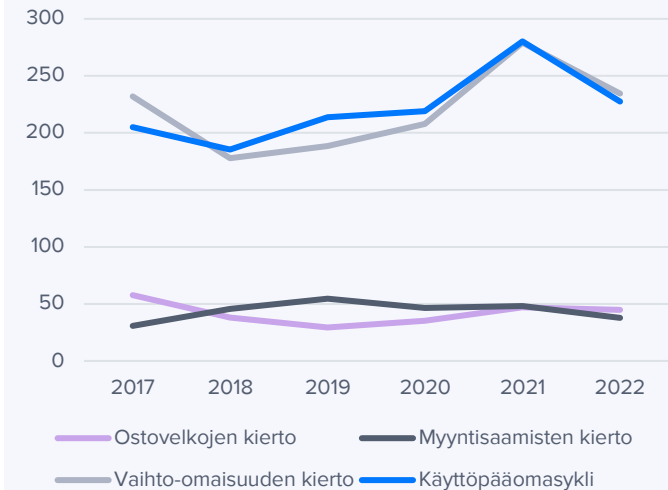
Pelkästään tilauksesta (ns. make to order) tuotteita tekeviä kilpailijoita vastaan yhtiö on taas onnistunut kilpailussa, kun Piippo on voinut taata asiakkaille nopeat toimitusajat. Varastoriskin kantamisen kääntöpuolena on siten jossain määrin markkinaosuuden voittaminen ja markkinaa nopeampi kasvu.

Piippo on 2019 lähtien saanut myyntisaamisten kiertoaikaa tehostettua ja ostovelkojen kiertoaikaa hieman pidennettyä, mikä tukee käyttöpääoman hallintaa. Vaihto-omaisuuden kierto on kuitenkin hidastunut, mikä on sen merkittävän koon vuoksi pidentänyt käyttöpääomasykliä. Tämä tarkoittaa, että käyttöpääomaan sijoitetun euron tulouttaminen kestää aiempaa pidempään (vuonna 2022 228 päivää).

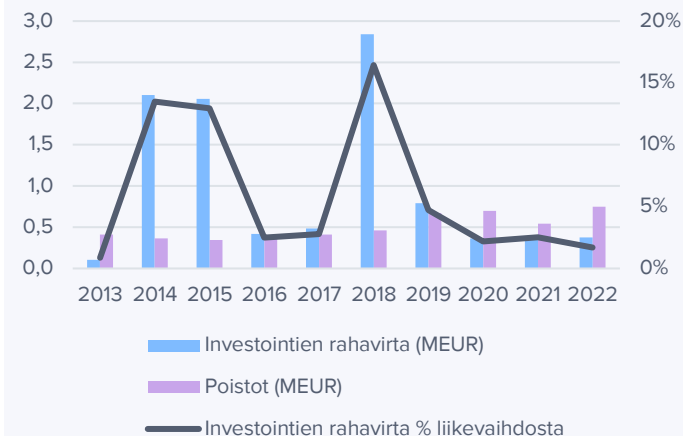
Suurimmat investoinnit ovat toistaiseksi takana päin

2013-2022 Piipon investointien rahavirta on ollut keskimäärin noin 6 % liikevaihdosta, mikä on kohtuullinen taso. Suurempia investointeja yhtiö on tehnyt mm 2014, 2015 ja 2018. Vuoden 2019 alussa yhtiön 2,5 MEUR:n investointi ja 2020 yhtiö investoi paalauslankatuotannon automaatioon ja robotiikkaan. Käsityksemme mukaan yhtiön tarve ylläpitoinvestoinneille on vuositasolla noin 0,3 MEUR, eikä sillä ole palavaa tarvetta lähivuosina tarvetta suuremmille investoinneille. Yhtiö voisi kuitenkin käsityksemme mukaan tehdä vastaavan investoinnin paalausverkon automaatioon, kuin paalauslangalle vuonna 2020.

Käyttöpääoman sitoutuminen (päivää)



Piipon suurimmat kasvuinvestoinnit ovat toistaiseksi takanapäin



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)



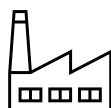
Henkilöstökulut
(22 %)



Materiaalit ja palvelut
(66 %)

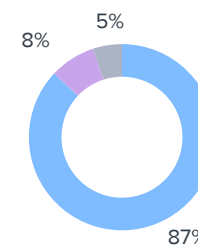


Liiketoiminnan muut kulut
(10 %)



Poistot ja arvonalenemiset
(3 %)

Piipon tulovirrat



■ Agri ■ Kuluttajatuotteet ■ Tuotteet kaapeliteollisuuteen

Sijoitusprofiili

1.

Agrin kasvupotentiaali

2.

Korkea kysynnän vaihtelu

3.

Haastava arvoketjupositio

4.

Riippuvuus suurimmista asiakkaista

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 toisesta vuosipuoliskosta pienenee

Riskit



- Kysyntä riippuvainen satokauden menestyksestä
- Kysynnän vaihtelut vaikuttavat nopeasti kannattavuuteen
- Haastavan arvoketjuposition vuoksi yhtiöllä melko vähän liikkumavaraa arvonluonnin kasvattamiseksi
- Korkeat varastotasot sitovat merkittävästi pääomaa ja luovat alaskirjausriskin
- Vivutettu tase altistaa yhtiön nouseville koroille
- Epäonnistuminen menetetyt Venäjän ja Ukrainan myynnin paikkaamisessa

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 tietyllä tavalla 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 rajapyykin. Tyypillisesti myös loppukäyttäjät suosivat ympäristöystävällisempiä ratkaisuja, mikä voi tulevaisuudessa avata Piipolle mahdollisuuksia erottautua edukseen. Kuluttajatuotteissa yhtiö on luonut tuoteminaisuuksiltaan, käytettävyydeltään ja toimitusketjultaan edistyneen Roller-tuotepereen 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. Yhtiön ajaessa liiketoimintaansa alas Venäjällä, sen on korvattava kyseinen kapasiteetti nykyisillä ja uusilla markkina-alueilla. Lyhyen aikavälin painopisteen arvioimme kohdistuvan etenkin Pohjois- ja Keski-Euroopan maihin sekä Yhdysvaltojen markkinoille, joissa esimerkiksi paalausverkojen kysynnän yleistyminen avaa yhtiölle selkeää potentiaalia voittaa markkinaosuuksia. Etelä-Amerikan markkinan potentiaalia rajaa paalausverkojen vielä melko vähäinen käyttö, jonka vuoksi paalausverkkomarkkina on suuressakin maatalousmarkkinassa melko pieni.



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

Paalauslangan tuotannon automaatioinvestoinnin myötä Piipon kilpailukyky on parantunut kyseisessä tuoteryhmässä ja arvioimme niidenkin olevan osana kasvustrategiaa tulevaisuudessa. Paalauslangassa kilpailu on kuitenkin erittäin kireää eikä yhtiö arvioimme mukaan rahtikustannukset huomioiden pärjää hintakilpailukyvyssä maissa, jossa on kotimaista tuotantoa.

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 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 2016-2022 aikana keskimäärin 5,9 % ja parhaina vuosina käyttökatemarginaali on noussut yli 8 %:n (2012 8,3 %). Mikäli yhtiö saa kapasiteetin käyttöasteen ylläpidettyä riittävällä tasolla, on yhtiön kannattavuuspotentiaali arvioimme mukaan historiallisella tasolla tai hieman sen yläpuolella. Kannattavuuspotentiaalin saavuttaminen edellyttää

kuitenkin riittävää myyntivolyymiä, jonka saavuttaminen vaikuttaa lyhyellä aikavälillä haastavalta menetety Venäjän ja Ukrainan myynnin vuoksi. Huomioitavaa on myös, että investointien myötä kasvaneiden poistojen rasitteen ansiosta liikevoittotasolla edellisvuosien suhteellinen kannattavuustaso on haastavampi saavuttaa ja se vaatii suurempia myyntivolyymejä.

Omistaja-arvon kasvattaminen tulee tuloskasvun kautta

Piipon tavoite kasvattaa omistaja-arvoa nivoutuu oleellisesti yhteen kasvutavoitteen kanssa, sillä omistaja-arvon luonti on vahvasti sidoksissa liikevaihdon kasvun ajamaan tuloskasvuun. Omistaja-arvon nostaminen taloudelliseksi tavoitteeksi on jossain määrin myös signaali sitä, että yhtiössä 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 tähtämellä 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 yhtiön velanhoitokyky etenkin nykyisessä nousevien korkojen liiketoimintaympäristössä. Huomioitavaa toki on, että tilikauden lopun käyttöpääoman määrä nostaa velan määrää ja taso on siten arvioimme mukaan vuoden keskimääräistä tasoa korkeampi.

Osingonjakopolitiikka

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

Toimiala ja kilpailukenttä 1/5

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 paalaustyyppeihin. Vastaavasti paalausverkkopuolella yhtiön tarjonta käsittää sekä ala-, keski- että yläsegmentteihin suunnitellut tuotteet, jotka eroavat toisistaan esimerkiksi ljujuuksien, 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 kestävä 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 2/5

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

Markkinoiden kasvunäkymä on hieman hiipunut seuraavalle vajealle kymmenelle vuodelle. FAO ennustaa vuoteen 2031 mennessä maito- ja lihatuotteiden kulutuksen kasvavan maailmanlaajuisesti 1-2 % vuodessa. Kehittyvien markkinoiden osuus maitotuotteiden kasvusta on suurempi ja niiden kasvun odotetaan yltävän 1,8 %:iin, kun taas kehittyneiden maiden kysynnän ennustetaan kasvavan 0,4 % vuosittain. Kehittyneillä markkinoilla lihatuotteiden kysynnän kasvuennusteet asettuvat 0,4 %:iin, kun taas kehittyvät markkinat kasvavat FAO:n ennusteiden mukaan 1,3 %: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.

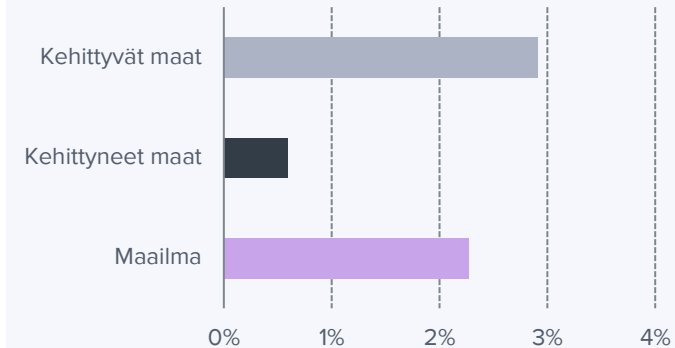
Paalaustuotteiden kysyntä tulee arviomme mukaan vaihtelevaan jonkun verran lopputuotteiden kysyntää enemmän, koska säät vaikuttavat yksittäisten vuosien satokausiin. Kuitenkin moniin muihin toimialoihin verrattuna myös paalaustuotteiden kysynnän pitäisi olla verrattain tasaista.

Markkina on hajautunut

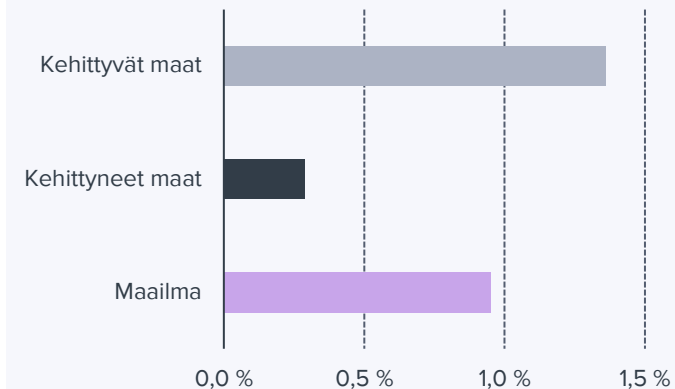
Maataloustuotteiden arvoketjusta muodostuu globaalisti valtava markkina. Piipolle relevantti osa tästä on luonnollisesti rehumarkkina ja siitäkin vain paalauslankojen ja verkkojen segmentti. Yhtiö on aiemmin viestinyt kyseisen markkinan globaalin arvon olevan noin 470-480 MEUR, mutta käsityksemme mukaan markkina on saattanut kutistua hieman volyymipohjaisesti muovivastaisuuden ja korvaavien paalausmetodien seurauksena. Markkinan rajatun koon perusteella on selvää, että 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 epäärganisaation kasvanut israelilainen Tama Plastics, jonka markkinaosuus on jopa 50 %. Poikkeuksellista markkina-asemaa selittää yhtiön liiketoimintamalli, sillä Tama Plastics on suuri omamerkkivalmistaja (OEM) kaikille paalauskonetyhtiölle.

Maitotuotteiden tuotannon kasvuennusteet (p.a.)



Lihatuuotteiden tuotannon kasvuennusteet (p.a.)



Toimiala ja kilpailukenttä 3/5

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 huomioida. 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 parhaimmistoa, 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

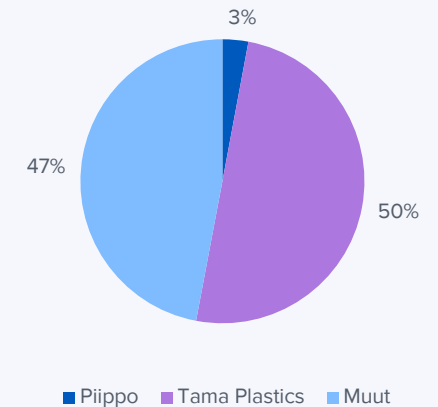
tuotetarjoamaa.

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.

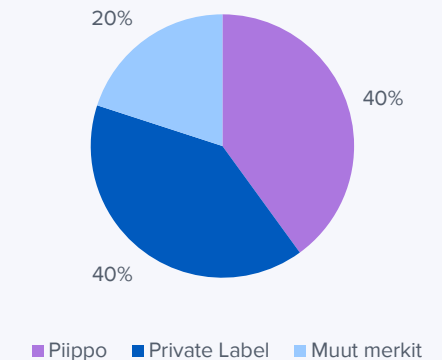
Suomen markkinoilla Piipolla ei ole yksittäistä merkittävää kilpailijaa. Hintakilpailua yhtiö kohtaa etenkin keskusliikkeiden edullisilta private label -tuotteilta, jotka asemoituvat täysin eri kategoriaan Piipon kanssa sekä hinnan että laadun suhteen. Niiden markkinaosuuden arvioidaan olevan noin 40 %. 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 4/5

Kansainvälistyminen olennaisessa osassa kuluttajatuotteiden kasvussa

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

Venäjältä poistumisen myötä odotamme Piipon tavoittelevan kuluttajaliiketoiminnassa kasvua pääosin Pohjoismaista ja Saksasta. Onnistuminen kyseisillä markkina-alueilla 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. 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 eriä laajalla maantieteellisellä säteellä (vrt. aiemmin projektikohtaiset toimitukset). Siten pienen ja Suomeen keskittyneen Piipon kannalta haastavan liiketoimintalogiikan takia segmentin rooli on lähinnä kokonaisuutta tukeva.

Arvioimme Piipon suuntaavan rajalliset kehitysresurssit pääasiassa Agri-segmenttiin, 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 myyntivolyymiä. Kaikkia kaapeliteollisuuden sitomia resursseja ei voida muutenkaan hyödyntää muissa liiketoiminnoissa, joten tuotannon vaihtoehtoiskustannus on pieni.

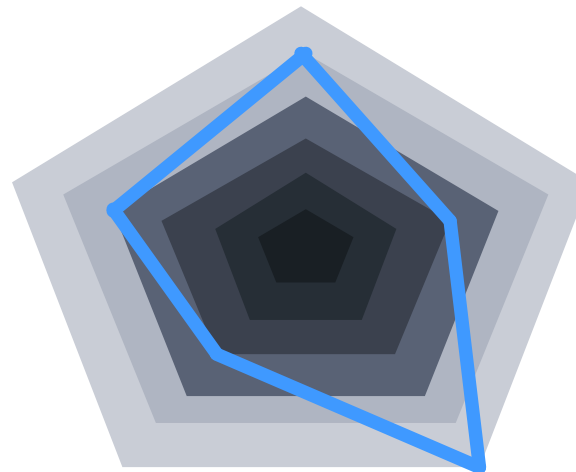
Toimiala ja kilpailukenttä 5/5

Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä*)

- Toimialan kasvuvauhti on matala ja kilpailu kovaa
- Tuntuvien kuljetuskustannusten vuoksi toimijat erityisen kilpailukykyisiä markkinoilla, jotka sijaitsevat lähellä tuotantoa
- Alan normalisoidut pääoman tuotot ovat arviomme mukaan jääneet tuottovaateista viime vuosina

Korvaavien tuotteiden uhka (kohtuullinen*)

- Tuotetasolla toimiala on kypsä, vaikka tuotteet kehittyvät jatkuvasti. Etenkin siirtymää pois muovista on syytä pitää silmällä
- Asiakkaiden siirtymä kilpaileviin tuoteratkaisuihin kuten siilotyypiset paalimetodit on konkreettinen uhka



Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (matala*)

- Alihankkijoiden differoimiskyky on heikko ja markkinamekanismi määrittää hinnat
- Tavarantoimittajien vertikaalisen integroitumisen uhka on olematon

Uusien kilpailijoiden uhka (vähäinen*)

- Toimialan kasvukuva ei ole erityisen houkutteleva ja pääomantuotot historiallisesti vaatimattomia
- Tuotannossa, tuotekehityksessä ja jakelussa suuruuden ekonomian kautta on saavutettavissa kilpailuetuja
- Kiinalainen tuotanto pyrki aiemmin kasvattamaan markkinaosuuttaan Euroopassa, mutta keskittyy nyt kilpailutilanteen muututtua Venäjälle

Asiakkaiden neuvotteluvoima (korkea*)

- Brändi ei yksinään anna vahvaa hinnoitteluvoimaa, mutta tekniset ominaisuudet mahdollistavat lievän erottautumisen
- Jakelijoilla on tyypillisesti useita toimittajia ja nähdäksemme vahvin arvoketjuasema
- Asiakkaiden vertikaalisen integroitumisen uhkaa ei käytännössä ole ollenkaan

*Inderesin näkemys toimialavoiman Piipolle aiheuttamasta uhasta asteikolla ei uhkaa, vähäinen, matala, kohtuullinen, merkittävä ja korkea.

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-aineistoista, 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 raaka-ainetoimittajia ja niiden ostot hinnoitellaan tyypillisesti euroissa.

Piipon myyntikatemarginaali¹ on ollut vuosina 2012-2021 keskimäärin vajaa 40 % ja vuonna 2022 myyntikatemarginaali asettui 39 %:iin. Katetta heiluttaa raaka-aineiden lisäksi myynnin tuotekohtainen jakauma, mikä selittää arviomme mukaan ison osan historiallisestakin vaihtelusta. Käsityksemme mukaan paalausverkot ja kuluttajamyynni nostattavat myyntikatetta, kun taas paalauslanka ja kaapeliteollisuuden myynti omaavat heikomman myyntikateprofiilin.

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 tähtämällä, minkä takia työkuorma vaikuttaa olennaisesti henkilöstötehokkuuteen. Henkilöstökulujen lyhyen tähtäimen kiinteästä luonteesta huolimatta Piippo pystyy heikossa kysyntätilanteessa sopeuttamaan kulutasoaan lomautusten kautta melko lyhyellä varoitusaajalla ja yhtiö tiedottikin 2023 muutosneuvotteluista. Muutosneuvotteluihin kuuluu 4-15 viikon lomautukset per henkilö työtehtävästä riippuen ja viiden henkilön/henkilötyövuoden irtisanomiset.

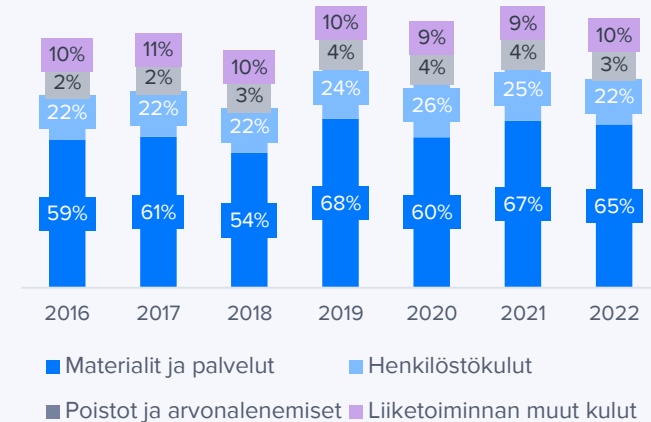
Muiden kulujen osuus melko vakaa

Kolmas merkittävä kuluerä tuloslaskelmassa on liiketoiminnan muut kulut. Tämä kuluerä koostuu pääosin varsin kiinteistä kuluista, kuten vuokrista, 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.

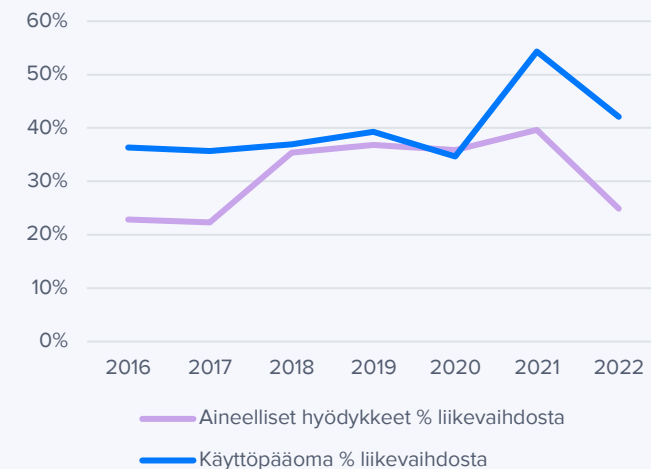
Varasto vastaa isoa osaa varoista

Tilikauden 2022 lopussa Piipon taseen loppusumma oli 21,2 MEUR. Pysyvien vastaavien osuus oli 5,6 MEUR ja ne koostuivat pääosin koneista ja kalustosta sekä rakennuksista ja rakennelmista. Aineettomia hyödykkeitä taseessa oli hyvin rajallisesti, 0,3 MEUR, koska yhtiön historiallinen kasvu on perustunut orgaaniseen kasvuun eikä sillä siten ole liikearvoa taseessaan.

Piipon suhteellinen kulurakenne (% liikevaihdosta)



Pääoman sitoutuminen (% liikevaihdosta)



1) Huomioi muutokset valmistusvarastossa ja valmistuksen omaan käyttöön

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Tilikauden 2022 lopussa vaihto-omaisuus oli kohonnut 8,9 MEUR:oon (2021: 7,3 MEUR), joka vastaa noin 40 % liikevaihdosta. Tämä kuvastaa kuinka merkittävästi yhtiöllä sitoutuu pääomaa varastoon, vaikka varastotaso heiluukin selvästi agrikauden mukaan.

Varaston kroonisesti 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 historiallisesti ollut selvästi H2:sta korkeampi, mutta uudelleen määritetyn tilikauden ajoittumisen myötä vuosipuoliskojen välillä ei ole enää merkittävää 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 poikkeuksellisen suuri. Liiketoiminnan kausiluonteisuuden ja merkittävän varastotarpeen vuoksi käyttöpääoman tehokas hallinta on keskeisessä pääoman tuoton maksimoimiseksi.

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

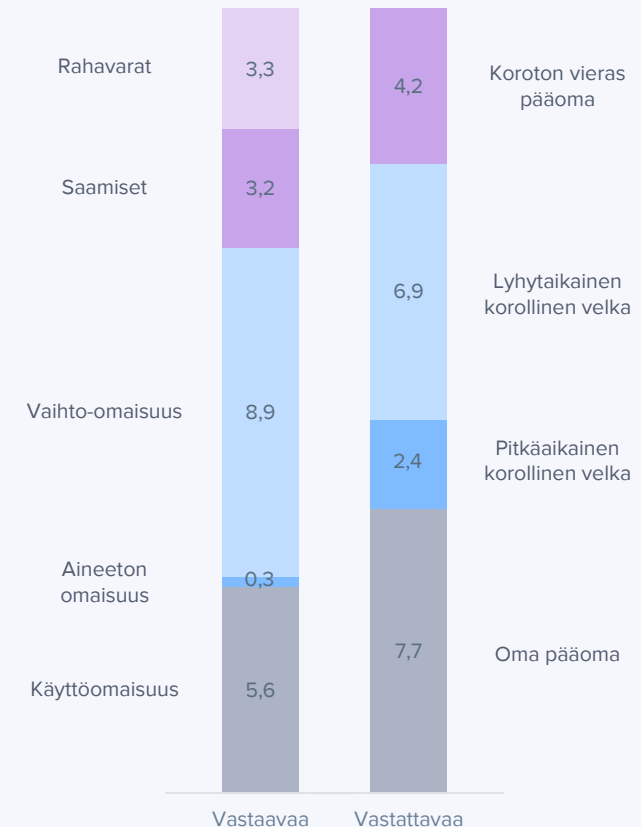
liiketoiminnan rahavirralla tai korollisella velalla, mikä rajoittaa yhtiön kykyä allokoida käytössä olevia resursseja investointeihin, velan lyhennykseen ja osinkojen maksuun. Näin ollen suurella varastolla on myös selvä vaikutus yhtiön tarvitseman korollisen velan määrään ja sitä kautta rahoituskuluihin. 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 2022 lopussa Piipon taseen vastattavaa puolella omaa pääomaa oli yhteensä 7,7 MEUR ja yhtiön omavaraisuusaste oli 37 %. Vastattavaa puolella pitkäaikaista korollista pääomaa oli 2,4 MEUR ja lyhytaikaista lainaa noin 6,9 MEUR. Kokonaisuudessaan yhtiöllä oli 9,3 MEUR:n edestä korollista vierasta pääomaa ja nettovelkaantumisaste oli siten viimeisimmän tilikauden lopussa korkealla tasolla 79 %:n tasolla. Lyhytaikaisen velan korkean osuuden vuoksi nousevat korot heijastuvat nopeasti Piipon rahoituskustannuksissa.

Yhtiön omavaraisuusaste on vielä kohtuullisella tasolla, mutta velkaantuneisuus on arviomme mukaan selvästi mukavuusalueen yläpuolella. Velkamäärän osalta kuvaavaa on, että nettovelka/käyttökate on vuoden 2023 ennusteillamme todella korkea 7,3x. Kohonnut velkaantuneisuus johtuu pitkälti yhtiön paisuneesta vaihto-omaisuudesta, joten näemme kulurakenteen sopeuttamisen ja tuotannon väliaikaisen rajoittamisenärkevinä päätöksinä.

Taserakenne, 2022
21,2 MEUR



Ennusteet 1/2

Ennustemalli

Mallinamme Piipon liikevaihtoa lyhyellä tähtäimellä odottamamme markkinakasvun ja markkinaosuuden kautta. Lyhyen ja keskipitkän tähtäimen kannattavuusennusteemme pohjautuvat arvioituun myyntikate-%:iin ja muun kulurakenteen kehitykseen. Pitkällä tähtäimellä kannattavuusennusteemme pohjautuvat yhtiön historialliseen tasoon ja arvioimaamme potentiaaliseen kannattavuuteen.

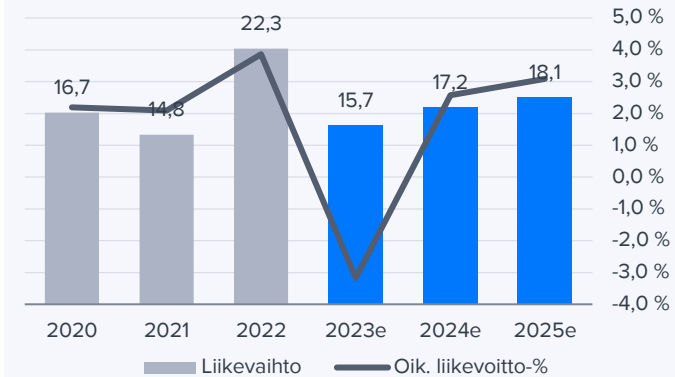
Tilikauden 2023 ennusteet

Tilikauden 2023 alussa Piippo ohjeisti liikevaihdon pysyvän lähes ennallaan ja liiketuloksen pysyvän voitollisena. Tammikuun lopussa yhtiö joutui kuitenkin laskemaan ohjeistustaan Venäjän liiketoimintojen merkittävän vähenemisen vuoksi. Päivitetyt ohjeistuksen mukaan yhtiö odottaa huomattavaa liikevaihdon ja liiketuloksen laskua. H1:llä yhtiön liikevaihto laski 35 % vertailukaudesta 7,3 MEUR:oon. Vuoden jälkipuoliskoa ajatellen paalaustuotteiden jakelijoiden varastot ovat käsityksemme mukaan maltillisella tasolla, mutta jakelijat olivat erityisen varovaisia vaihto-omaisuuden hallinnan kanssa, mikä hankaloittaa Agri-segmenttiin kysyntäkuvan ennustamista. Jakelijoiden varovaisen toiminnan vuoksi agrituotteiden valmistajien varastotasot ovat edelleen korkealla tasolla ja sisältävät viime vuoden korkeilla raaka-ainehinnoilla valmistettuja tuotteita, mikä voi nähdäksemme aiheuttaa painetta Piipon vaihto-omaisuuden arvoon. Kuluvaan vuoden liikevaihtoennusteemme asettuu 15,7 MEUR:oon menetetyt Venäjän ja Ukrainan myynnin aiheuttaman volyympohjaisen myynnin laskun ajamana, mutta odotamme myös muiden

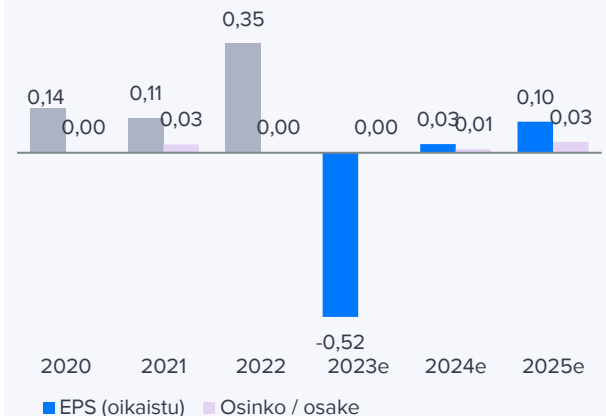
avainmarkkinoiden osoittavan heikkoutta kuluvaan vuoden aikana. Ennusteissamme vuoden 2023 liiketulos asettuu -0,5 MEUR:oon (2022: 0,7 MEUR) laskevan liikevaihdon ajamana. Vertailukautta arvioidessa on hyvä huomioida, että poikkeuksellisen vahva rupla tuki yhtiön kannattavuutta. Suhteellinen kannattavuus saa tukea laskeneilta rahti- ja energiakustannuksilta, mutta laskeneet raaka-aineiden hinnat voivat arviomme mukaan aiheuttaa painetta agrituotteiden hinnoitteluun ja näin yhtiön valmistuotevarastoon. Emme ennusta oleellista varaston alaskirjausta, mikä voisi painaa myyntikatemarginaalin odotuksiamme heikommalle tasolle.

Alemmilla riveillä odotamme henkilöstökulujen laskevan euromääräisesti vuoden 2022 tasolta yhtiön toteuttamien muutosneuvottelujen seurauksena. Arviomme mukaan yhtiö on kuluvaan vuonna karsimassa kulurakenteensa minimiin sopeuttaakseen sitä vastaamaan heikentyntä kysyntää ja suurta valmistuotevarastoa. Edellisvuotta suuremmat rahoituskustannukset painavat kuluvaan vuoden osakekohtaisen tulosennusteemme -0,52 euroon. Emme odota Piipon maksavan osinkoa 2023 negatiivisen tulosennusteen ja velkaisen taseen vuoksi (2023e nettovelkaantumistaso: 55 %). Keskeisin yhtiön rahoitusasemaan liittyvä riski koskee arviomme mukaan yhtiön tuntuvaa käyttöpääomaa ja etenkin suurta vaihto-omaisuutta, jonka keventäminen on kriittistä liiketoiminnan jatkuvuuden varmistamiseksi. Tuotannon väliaikainen hidastaminen ja lomautukset ovat mielestämme oikea ratkaisu yhtiön haastavan rahoitusaseman vahvistamiseksi.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



EPS- ja osinkoennusteet



Ennusteet 2/2

Vuosien 2024 ja 2025 ennusteet

Vuosien 2024 ja 2025 ennusteemme pohjautuvat odotuksiimme hieman markkinan pidemmän aikavälin kasvua ripeämmästä kasvusta jakeluportaan kysynnän elpyessä ja Piipon korvatessa menetettyä Venäjän myyntiä muilla markkina-alueilla. Kuluttajat ja kaapeliteollisuuden tuotteiden kehityksen odotamme kehittyvän vakaasti lähivuosina. Odotamme vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan noin 10 %, 17,2 MEUR:oon ja vastaavasti vuonna 2025 5 %, 18,1 MEUR:oon. Ennusteisiin aiheuttaa kuitenkin epävarmuutta agrituotteiden poikkeuksellisen korkea hintataso, johon odotamme lievää laskua lähivuosina.

Odotamme kannattavuuden elpyvän vuosina 2024 ja 2025 liikevaihdon kasvun ja paranevan bruttokatemarginaalin seurauksena paranevan tuotemixin ja hellittävän kustannusinflaation vuoksi sekä. Ennusteissamme vuosien 2024 ja 2025 liikevoittomarginaalit ovat 2,6 % ja 3,1 %. Poistoihin, rahoituskuluihin tai veroihin emme odota olennaisia muutoksia ja siten vuosien 2024 ja 2025 osakekohtaisen tuloksen ennusteemme ovat 0,03 ja 0,1 euroa. Osinkoa emme odota Piipolta lähivuosina, vaan rahavirta menee ennusteissamme taseen vahvistamiseen ja riskiprofiilin alentamiseksi.

Pitkän aikavälin ennusteet

Odotamme Piipon jatkavan kasvustrategiansa määrätietoista toteuttamista maataloussegmenttiä tukevien ajureiden vetämänä pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2025 jälkeen. On myös mahdollista, että jollain aikavälillä yhtiö toteuttaa yrityskaupan ja ottaa seuraavan askeleen kasvustrategiansa toteuttamisessa. Yritysjärjestelyt

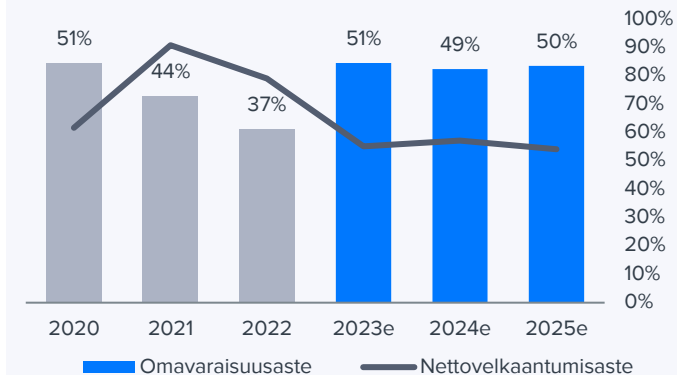
ovat arviomme mukaan yksi keino jolla Piippo voisi vahvistaa kilpailukykyään kauempana sijaitsevilla markkinoilla. Niiden toteuttaminen vaatii kuitenkin selvästi nykyistä vahvempaa taseasemaa, joten emme odota yhtiöltä epäorgaanisia liikkeitä vielä lähivuosina. Ennusteemme eivät sisällä epäorgaanista kasvua, sillä sen ennustaminen ei ole käytännössä mahdollista. Siten ennustamme Piipon liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä 2-2,5 % vuodessa vuosina 2026-2030, kun taas terminaalikasvuodotus on 2 %, mikä on linjassa globaalien maatalousmarkkinan pitkän aikavälin kasvun ja kilpailukykyisen tuoteportfolion kanssa.

Yhtiön liikevoittomarginaalin odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä noin 3,5 %:n tuntumassa. 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.

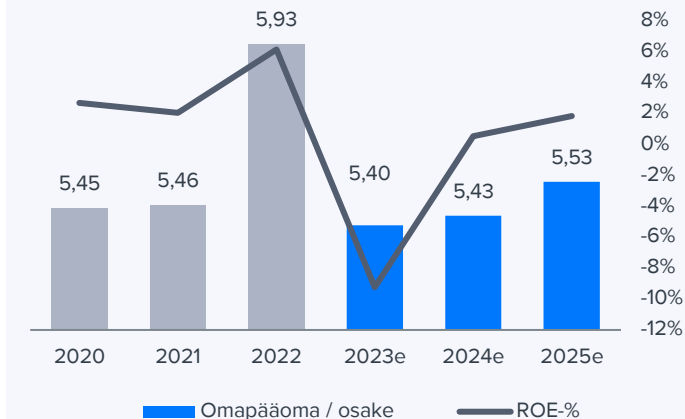
Tase-ennusteet

Ennusteissamme Piippo hyödyntää liiketoiminnan kassavirtaa lähivuosina velkaantuneisuuden rajoittamiseen. Nettovelkaantumisaste laskee vuoden 2022 korkealta tasolta (79 %) vapautuvan käyttöpääoman ja elpyvän tulokunnon tukemana. Laskeva velkataakka ja paraneva tulokunto luovat pidemmän päälle yhtiölle paremmat edellytykset yritysjärjestelyjen toteuttamiselle ja laskevat samalla riskiprofiilia, mutta näihin nojaaminen on vielä tässä vaiheessa mielestämme ennenaikaista.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	14,8	11,2	11,2	22,3	7,3	8,4	15,7	17,2	18,1	18,5
Konserni	14,8	11,2	11,2	22,3	7,3	8,4	15,7	17,2	18,1	18,5
Käyttökate	1,0	0,5	1,2	1,6	-0,3	0,6	0,2	1,1	1,1	1,2
Poistot ja arvonalennukset	-0,7	-0,3	-0,5	-0,7	-0,4	-0,4	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	0,2	0,7	0,9	-0,7	0,2	-0,5	0,44	0,56	0,60
Liikevoitto	0,3	0,2	0,7	0,9	-0,7	0,2	-0,5	0,44	0,56	0,60
Konserni	0,3	0,2	0,7	0,9	-0,7	0,2	-0,5	0,44	0,56	0,60
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Tulos ennen veroja	0,2	0,1	0,5	0,6	-0,83	-0,02	-0,8	0,04	0,16	0,30
Verot	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	-0,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00
Nettotulos	0,142	0,1	0,4	0,4	-0,7	0,0	-0,7	0,04	0,13	0,24
EPS (oikaistu)	0,11	0,06	0,28	0,35	-0,51	-0,01	-0,52	0,03	0,10	0,19
EPS (raportoitu)	0,11	0,06	0,28	0,35	-0,51	-0,01	-0,52	0,03	0,10	0,19

Tunnusluvut	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-11,6 %	48,9 %	53,0 %	50,9 %	-34,8 %	-25,0 %	-29,9 %	10,0 %	5,0 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-15,5 %	530,3 %	139,4 %	178,4 %	-466,2 %	-67,4 %	-157,5 %	-189,5 %	25,8 %	7,6 %
Käyttökate-%	6,9 %	4,0 %	10,4 %	7,2 %	-4,7 %	6,8 %	1,4 %	6,2 %	6,3 %	6,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,1 %	1,7 %	6,0 %	3,9 %	-9,8 %	2,6 %	-3,2 %	2,6 %	3,1 %	3,2 %
Nettotulos-%	1,0 %	0,7 %	3,3 %	2,0 %	-9,1 %	-0,2 %	-4,3 %	0,2 %	0,7 %	1,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	6,2	5,8	5,4	5,2	5,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Käyttöomaisuus	5,9	5,6	5,1	4,9	4,6
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	10,1	15,3	8,6	9,3	9,6
Vaihto-omaisuus	7,3	8,9	6,0	6,5	6,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,4	3,2	2,2	2,3	2,4
Likvidit varat	0,3	3,3	0,4	0,5	0,5
Taseen loppusumma	16,2	21,2	14,0	14,4	14,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	7,1	7,7	7,0	7,0	7,1
Osakepääoma	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Kertyneet voittovarot	4,4	5,0	4,3	4,4	4,5
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	3,2	2,7	1,7	1,8	1,7
Laskennalliset verovelat	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,0	2,4	1,7	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	5,9	10,8	5,3	5,6	5,6
Lainat rahoituslaitoksilta	3,7	6,9	2,6	2,7	2,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,2	3,9	2,7	2,9	3,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	16,2	21,2	14,0	14,4	14,5

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
- Vuositasolla 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
- Tase on velkainen ja käyttöpääomaa on vapautettava liiketoiminnan jatkuvuuden turvaamiseksi
- Vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä ja vaihtovolyymi ovat alhaisella tasolla, jonka takia

osakkeelta tulee vaatia tuntuvaa likviditeettipreemiota

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Piipon vuosien 2023-2024 P/E-kertoimiin ei voi heikon tulosennusteet vuoksi tukea ja osaketta hinnoitellaan vielä vuoden 2025 ennusteellamme P/E 30x, mikä on erittäin korkea taso Piipon maltillinen kasvu- ja kannattavuusprofiili sekä heikon taseaseman aiheuttama korkea riskiprofiili huomioiden. Taseaseman paremmin huomioivat EB/EBIT-kertoimet ovat 2024-2025 ennusteillamme 18-14x, jotka ovat vastaavasti korkeita tasoja. Tulos pohjaisesti osake vaikuttaa mielestämme yliarvostetulta ja näkemyksemme neutraalista arvostuksesta olisi pikemminkin P/E-kertoimen osalta noin 8-11x ja EV/EBIT-kertoimen osalta 8-10x. On kuitenkin hyvä huomioida, että myynnin kausiluonteisuudesta johtuen Piipon varastotaso vaihtelee merkittävästi vuodenajasta riippuen, mikä aiheuttaa merkittävää heiluntaa nettovelassa ja myös yritysarvopohjaisissa kertoimissa.

Tase pohjaisesti Piippo on arvostettu 0,6x P/B-kertoimella, mikä on absoluuttisesti matala taso, muttei heikon tasetilanteen ja kroonisesti matalan pääoman tuoton vuoksi anna oleellista tukea nykyiselle kurssitasolle. Viimeisen viiden vuoden aikana Piipon oman pääoman tuotto on ollut keskimäärin 2,0 %, mutta näemme yhtiöllä pidemmällä aikavälillä edellytykset parempaan Agri-segmentin toimitusvolyymien elpyessä.

Osinkoa emme odota yhtiön jakavan lähivuosina, mikä jättää osakkeen tuotto-odotuksen tuloskasvun ja arvostuskertoimien venymisen varaan.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,00	3,00	3,00
Osakemäärä, milj. kpl	1,29	1,29	1,29
Markkina-arvo	3,9	3,9	3,9
Yritysarvo (EV)	7,7	7,9	7,7
P/E (oik.)	neg.	>100	30,4
P/E	neg.	>100	30,4
P/Kassavirta	1,6	24,6	8,4
P/B	0,6	0,6	0,5
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	34,7	7,4	6,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	17,8	13,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/2

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme indikoima arvo Piipon osakkeelle on 2,5 euroa. Mallissamme odotamme pitkän aikavälin ennusteiden mukaista kasvua ja kannattavuutta, kun taas terminaali 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 tehostamisessa. Koska haaste on ollut liiketoimintamallissa pitkään ei mielestämme ole realistista laskea sen ratkeamisen varaan mallissa.

Käyttämässämme pääoman kustannuksessa (WACC) oman pääoman kustannus on korkeahko 10,2 %, mikä kuvastaa yhtiön keskimääräistä korkeampaa riskiprofiilia. Oman pääoman tuottovaatimusta nostaa myös 2 %:n likviditeettipreemio, joka on mielestämme perusteltu alhaisen vaihtovolyymien ja matalan vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrän (free-float) takia. Selkeästi maltillisemmän vieraan pääoman kustannuksen vuoksi koko pääoman kustannus laskee kuitenkin mallissamme 8,6 %:n tasolle.

Suositus ja tavoitehinta

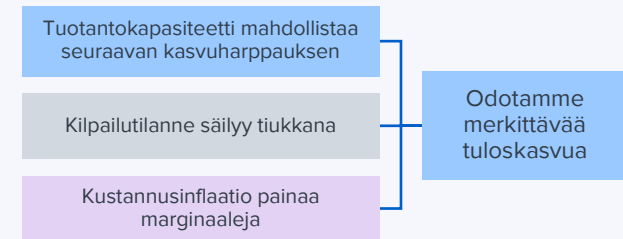
Säilytämme Piipon 2,2 euron tavoitehinnan ennallaan ja toistamme myy-suosituksemme. Osakkeen arvostus on arvostuskertoimien valossa korkea ja ennustamastamme tuntuvasta tuloskasvusta huolimatta kertoimien painuminen neutraalille tasolle on mielestämme turhan kaukana tulevaisuudessa, etenkin kun huomioi lyhyen aikavälin konkreettisen taseriskin.

Väliaikaisesti painuneet toimitusvolyymit painavat vielä lyhyellä tähtämellä Piipon suhteellista kannattavuutta ja odotamme yhtiön vahvistavan tasettaan liiketoiminnasta kertyvällä rahavirralla osingonmaksun sijaan. Tästä johtuen tuotto-odotus on lyhyellä tähtämellä tuloskasvun varassa. Vuoden 2025 loppuun osakkeen tuotto-odotus jää mielestämme selvästi pääoman tuottovaateesta, mikä puoltaa mielestämme osakkeen seuraamista sivusta, kunnes lyhyen aikavälin epävarmuus hälvenee ja arvostuskuva paranee. Näkemyksemme mukaan osakkeen nousuvara nykytasolta edellyttäisi selvästi ennusteitamme nopeampaa tuloskasvua ja korkeampaa pääoman tuottoa.

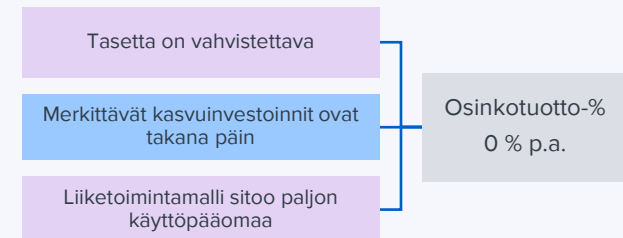
Osaketuoton ajurit 2023-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

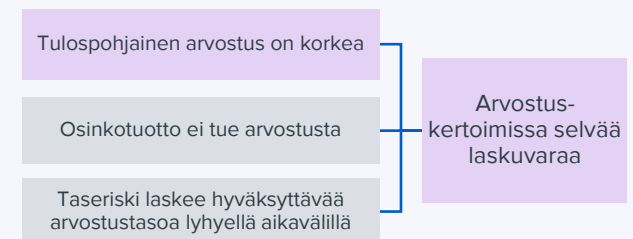
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen tuotto-odotus selvästi oman pääoman kustannusta heikompi

DCF-laskelma

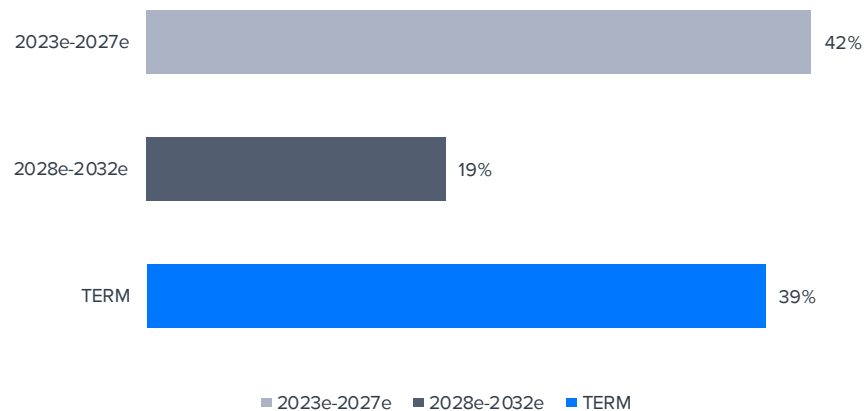
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	50,9 %	-29,9 %	10,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,9 %	-3,2 %	2,6 %	3,1 %	3,2 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Liikevoitto	0,9	-0,5	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
+ Kokonaispoistot	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
- Maksetut verot	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,7	2,8	-0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	0,8	2,8	0,5	0,8	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,4	2,5	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	
+/- 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	0,4	2,5	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	8,0
Diskontattu vapaa kassavirta		2,4	0,1	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	3,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		9,3	6,9	6,8	6,4	5,9	5,4	4,9	4,5	4,2	3,9	3,6
Velaton arvo DCF		9,3										
- Korolliset velat		-9,3										
+ Rahavarat		3,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		3,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,5										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes

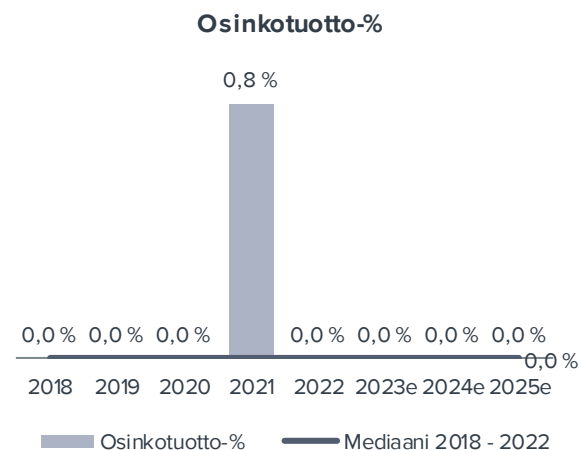
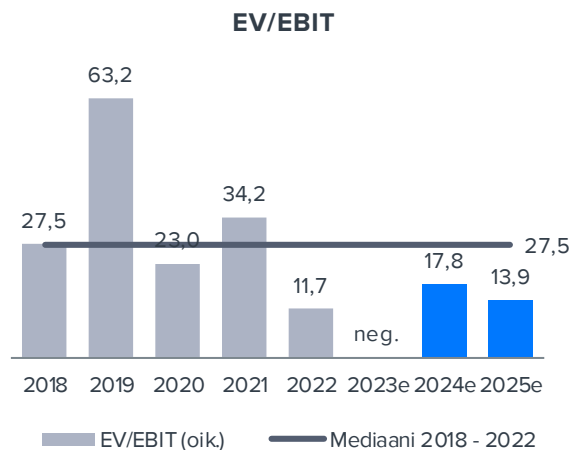
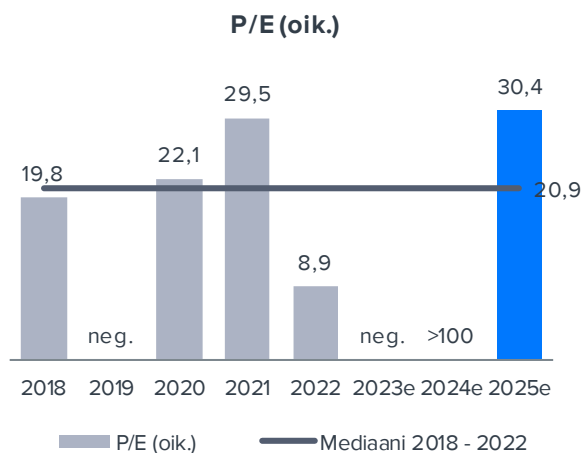
Rahavirranjakauma jaksoittain



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,44	3,14	3,16	3,24	3,10	3,00	3,00	3,00	3,00
Osakemäärä, milj. kpl	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29
Markkina-arvo	4,4	4,1	4,1	4,2	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9
Yritysarvo (EV)	11	9,8	8,4	11	10	7,7	7,9	7,7	7,3
P/E (oik.)	19,8	neg.	22,1	29,5	8,9	neg.	>100	30,4	16,1
P/E	neg.	42,9	22,1	29,5	8,9	neg.	>100	30,4	16,1
P/Kassavirta	neg.	4,1	2,7	neg.	9,4	1,6	24,6	8,4	5,6
P/B	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5
P/S	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	23,1	10,2	7,9	10,4	6,3	34,7	7,4	6,8	6,3
EV/EBIT (oik.)	27,5	63,2	23,0	34,2	11,7	neg.	17,8	13,9	12,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	23,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	10,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,7 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	16,7	14,8	22,3	15,7	17,2	EPS (raportoitu)	0,14	0,11	0,35	-0,52	0,03
Käyttökate	1,1	1,0	1,6	0,2	1,1	EPS (oikaistu)	0,14	0,11	0,35	-0,52	0,03
Liikevoitto	0,4	0,3	0,9	-0,5	0,4	Operat. kassavirta / osake	1,46	-1,01	0,63	2,17	0,40
Voitto ennen veroja	0,2	0,2	0,6	-0,8	0,0	Vapaa kassavirta / osake	1,17	-1,42	0,33	1,93	0,12
Nettovoitto	0,2	0,1	0,4	-0,7	0,0	Omapääoma / osake	5,45	5,46	5,93	5,40	5,43
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	14,3	16,2	21,2	14,0	14,4	Liikevaihdon kasvu-%	0 %	-12 %	51 %		10 %
Oma pääoma	7,0	7,1	7,7	7,0	7,0	Käyttökateen kasvu-%	11 %	-4 %	58 %		377 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	137 %	-16 %	178 %		-190 %
Nettovelat	4,3	6,4	6,1	3,8	4,0	EPS oik. kasvu-%	-638 %	-23 %	217 %		-105 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	6,3 %	6,9 %	7,2 %	1,4 %	6,2 %
Käyttökate	1,1	1,0	1,6	0,2	1,1	Oik. Liikevoitto-%	2,2 %	2,1 %	3,9 %	-3,2 %	2,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,9	-2,5	-0,7	2,8	-0,5	Liikevoitto-%	2,2 %	2,1 %	3,9 %	-3,2 %	2,6 %
Operatiivinen kassavirta	1,9	-1,3	0,8	2,8	0,5	ROE-%	2,7 %	2,0 %	6,1 %	-9,3 %	0,5 %
Investoinnit	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4	ROI-%	2,9 %	2,4 %	5,6 %	-3,5 %	3,9 %
Vapaa kassavirta	1,5	-1,8	0,4	2,5	0,2	Omavaraisuusaste	50,6 %	43,6 %	36,6 %	50,7 %	49,4 %
						Nettovelkaantumisaste	61,6 %	90,8 %	79,1 %	55,1 %	57,1 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5						
EV/EBITDA (oik.)	7,9	10,4	6,3	34,7	7,4						
EV/EBIT (oik.)	23,0	34,2	11,7	neg.	17,8	17,3					
P/E (oik.)	22,1	29,5	8,9	neg.	>100						
P/B	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 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), 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä 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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20/08/2021	Myy	3,00 €	3,96 €
27/09/2021	Myy	3,00 €	3,68 €
03/12/2021	Vähennä	3,00 €	3,30 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
22/01/2022	Vähennä	3,00 €	3,28 €
15/03/2022	Myy	2,70 €	3,06 €
24/05/2022	Myy	3,00 €	3,40 €
02/12/2022	Vähennä	3,00 €	3,20 €
01/02/2023	Myy	2,30 €	3,34 €
26/05/2023	Myy	2,20 €	2,94 €
05/06/2023	Myy	2,20 €	3,00 €

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.**