

# Wulff-Yhtiöt Oyj

Yhtiöraportti

11/2019

## Vahvempi tulokasvu vaatii uusia askelia

Toistamme Wulff-Yhtiöiden tavoitehintamme 1,85 eurossa ja suosituksemme vähennä-puolella laajan raportin päivityksen yhteydessä. Perinteisten toimistotarvikemarkkinoiden taantumisesta huolimatta yhtiö on saanut selkeän tuloskäänteen aikaan parantamalla suhteellista kannattavuuttaan. Tämä tie alkaa kuitenkin olla pääosin loppuun kuljettu ja tuloskasvu on lähdeittä hakemaan liikevaihdon kasvun kautta. Yritystojen tai uusien tuote-alueiden kautta syntyvään kasvuun on kuitenkin vielä vaikea nojata, ja ennustamamme tuloskasvu jää maltilliseksi lähivuosille. Ennusteillamme arvostus on lähivuosille mielestämme jo täyteen hinnoiteltu, joten isompi nousuvara tarvitsee odotuksiamme parempaa tuloskasvu. Tuotto-odotusta kuitenkin tukee yhtiön yli 6 %:n osinkotuotto rajaten merkittävintä laskuvaraa.

### Työpaikkatuotteiden ja -ratkaisujen tarjoaja

Wulff on suomalainen työpaikkatuotteiden ja -palveluiden tarjoaja, joka toimii verkkokaupan, myymälöiden ja henkilökohtaisen palvelun kautta. Yhtiön liiketoiminta jakautuu kahteen segmenttiin: Sopimusasiakkaat (84 % lv:sta) ja Asiantuntijamyyni (16 %). Sopimusasiakas-segmentti tarjoaa asiakkaille ulkoistussopimuksella kaikki työpaikkatuotteet jatkuvana palveluna. Lisäksi segmentti tarjoaa kansainvälisiä messupalveluja ja mm. tulostusratkaisuja. Asiantuntijamyyni-segmentti puolestaan tarjoaa ergonomia-, ensiapu-, työhyvinvointi- sekä työturvallisuustuotteita henkilökohtaisen palvelun kautta. Wulffin tarjoaman kysyntää tukee asiakkaiden saamat kustannushyödyt hankintojen keskittämisestä sekä panostukset työelämän hyvinvointiin ja erilaisiin työskentelytapoihin.

### Seuraavaksi kasvuun

Yhtiö hakee aggressiivisesta noin 5-10 % liikevaihdon kasvua taantuville toimistotarvikkeiden markkinalla tarkoituksenaan hyödyntää yritysostoja ja uusia tuote-alueita. Lisäksi yhtiö hakee edelleen suhteellisen kannattavuuden parantamista kasvavan liikevoittomarginaalin tavoitteellaan. Olemme ennusteissamme aikalailla linjassa yhtiön tavoitteisiin, mutta emme ennusta yritysostoja niiden heikon ennustettavuuden takia. Odotamme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 1 %:lla 57 MEUR:oon ja 2 %:lla noin 58 MEUR:oon vuonna 2020. Oikaistun liikevoiton odotamme nousevan tänä vuonna 1,8 MEUR:oon (EBIT-% (oik.): 3,2%) vertailukauden 1,5 MEUR:sta, ja edelleen ensi vuonna 1,9 MEUR:oon (EBIT-% (oik.) 3,3 %). Ennustamme liikevaihdon orgaanisen kasvun tulevan uusien tuotealueiden myynnistä (mm. tulostusratkaisut) ja yhtiön kannattavuuden paranevan liiketoiminnan nousevan kate rakenteen pohjalta, ja liikevaihdon kasvun myötä osittain skaalautuvien kiinteiden kulujen kautta.

### Nousuvara tultava tuloskasvun kautta

Ennusteillamme yhtiön tuloskasvu lähivuosille jää maltilliseksi (18-20e: 10 %) ja on arviomme mukaan jo täysin hinnoiteltu osakkeen arvostukseen (2019-2020e: P/E (oik.): 10x ja EV/EBITDA (oik.): 6x). Hyväksymämme arvostustaso voi odotuksia paremman suorituksen myötä olla varovainen, mutta mielestämme merkittävemmän nousuvaran on tultava yhtiön tuloskasvusta eikä yhtiön arvostuskertoimien noususta. Selvää on, että yhtiön markkinan kasvunäkymät ovat heikot, ja ennen merkittäviä yritysostoja tai uusia liiketoiminta-alueita, kertoimet tulevat olemaan tuloskasvupotentiaalista huolimatta alhaisia muuhun markkinaan nähden. Lisäksi Wulffin pieni koko ja vähäinen likviditeetti lisäävät arvostuksessa tarvittavaa turvamarginaalia. Yhtiön yli 6 %:n osinkotuotto kuitenkin pitää osakkeen tuotto-odotusta pinnalla rajaten merkittävintä laskuvaraa.

## Analytytikot



Olli Koponen  
+358 44 274 9560  
olli.koponen@inderes.fi

## Suositus ja tavoitehinta

### Vähennä

Edellinen: Vähennä



### 1,85 EUR

Edellinen: 1,85

Osakekurssi: 1,84 EUR

Potentiaali: 0,5 %

## Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	56	57	58	59
<b>kasvu-%</b>	-2 %	1 %	2 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	1,5	1,8	1,9	2,1
<b>EBIT-% oik.</b>	2,7 %	3,2 %	3,3 %	3,5 %
<b>Nettotulos</b>	1,0	1,1	1,2	1,3
<b>EPS (oik.)</b>	0,15	0,18	0,18	0,20

<b>P/E (oik.)</b>	11,4	10,0	10,2	9,4
<b>P/B</b>	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,9 %	6,0 %	6,5 %	7,1 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	9,3	11,5	10,0	8,6
<b>EV/EBITDA</b>	7,2	6,3	5,5	5,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,4	0,3	0,3

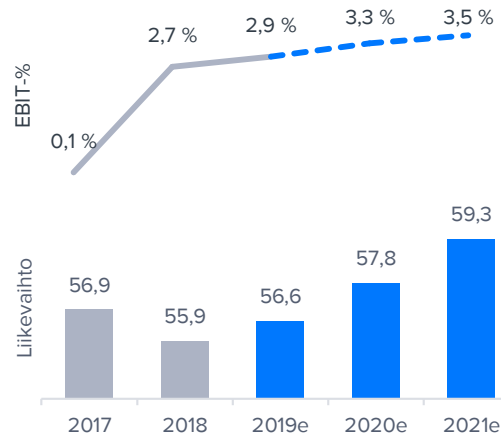
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys

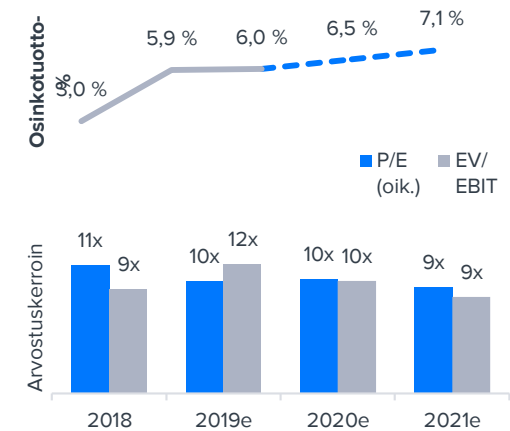


Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto



## Arvostus ja osinkotuotto



### Arvoajurit

- Markkinaosuuden kasvattaminen
- Kannattavuuden parantaminen ja tuloskäänteen mahdollisuus
- Markkinan suotuisa kehitys ja yrityskauppojen pirstyminen
- Parantunut tase-asema mahdollistaa yritysostojen toteuttamisen
- Merkityksellisyiden, vastuullisuuden ja kestävä kehityksen edistäminen yritysten päätöksenteossa



### Riskitekijät

- Markkinan kireän hintakilpailun jatkuminen
- Riippuvuus Suomen ja Pohjoismaiden taloussuhdanteesta
- Markkinan kysynnän muutokseen reagoiminen
- Kasvupanostukset ja yritysostojen epäonnistuminen
- Henkilöstöriippuvuus



### Arvostus

- Toimialan arvostustasot matalalla tärkeimpien verrokkien osalta
- Wulffin lähivuosien arvostus on mielestämme täyteen hinnoiteltu
- Tulokasvu yhtiön tuotto-odotuksen ajurina
- Odotuksiamme parempi suorituksen myötä kertoimissa voi olla nousuvaraa

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-10</b>
Sijoitusprofiili	<b>11-14</b>
Markkina	<b>15-20</b>
Strategia	<b>21-22</b>
Taloudellinen tilanne	<b>23-27</b>
Ennusteet	<b>28-32</b>
Arvonmääritys	<b>33-39</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>40-42</b>

# Wulff-Yhtiöt lyhyesti

Wulff-Yhtiöt on työpaikkatuotteiden johtavia yhtiöitä Pohjoismaissa ja ainoa pörssilistattu yhtiö Pohjoismaissa.

**1890**

Wulffin perustamisvuosi

**2000**

Listautuminen

**56 MEUR (-1,8 % vs. 2017)**

Liikevaihto 2018

**84 % 2018**

Jatkuvaluonteisen Sopimusasiakas-segmentin liikevaihdon osuus

**1,5 MEUR (2,7 % lv:sta)**

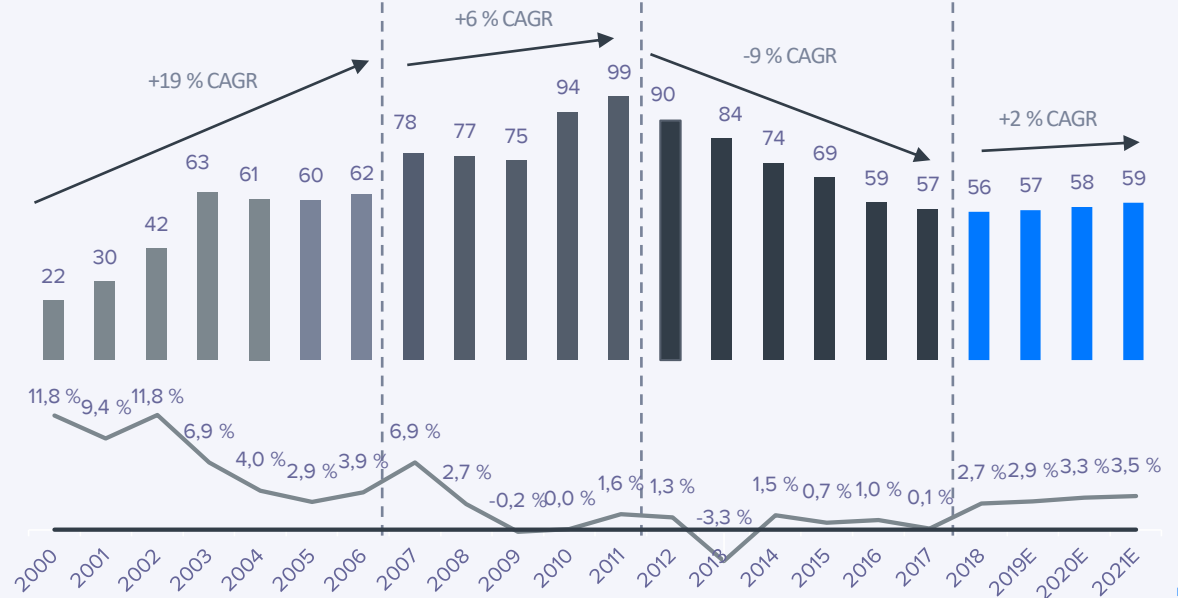
Liikevoitto 2017

**191**

Henkilöstö 2018 lopussa

**33,8 % vs 35,2 %**

Myyntikateprosentti 2017 vs 2018



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

## Yhtiökuvaus

### Työpaikkatuotteiden ja palveluiden tarjoaja

Wulff-Yhtiöt (jäljempänä Wulff) on jo vuonna 1890 perustettu suomalainen työpaikkatuotteiden ja -palveluiden tarjoaja, joka toimii verkkokaupan, myymälöiden ja henkilökohtaisen palvelun kautta. Wulff syntyi, kun Thomas Fredrik Wulff perusti paperikaupan Fredrikinkadulle Helsinkiin. Vuosien saatossa laajentunut Wulff sai uuden omistajan vuonna 2002, kun pörssilistautunut Beltton-Yhtiöt Oyj osti Wulffin. Beltton-Yhtiöt on saanut alkunsa Wulffin aiemman konsernijohtajan, Heikki Vienolan, vuonna 1984 perustamasta Vinstock Oy:sta, joka sittemmin muuttui Belttonin tytäryhtiöksi. Vuonna 2008 yhtiö päätti uudelleenbrändäyksen seurauksena muuttaa nimensä Wulff-Yhtiöt Oyj:ksi ja nykyisellään yhtiön Wulff-brändin alla toimii 15 tytäryhtiötä Pohjoismaiden alueella.

Yrityksen tarjontaan kuuluu muun muassa työpaikkatuotteita, kahvioletarvikkeita, kiinteistö- ja siivoushuollon tuotteita, toimisto- ja it-tarvikkeita, ergonomiaa, ensiapua sekä työmaatuotteita. Yhtiön sopimusasiakkaille suunnatun WulffNetin ja kaikille avoimen Wulffinkulman verkkokauppojen valikoimasta löytyy tällä hetkellä yli 4000 työpaikka- tai toimistotuotetta. Lisäksi Wulff tarjoaa myös kansainvälisiä messupalveluja suomalaisille ja ulkomaalaisille asiakkaille.

Yrityksen myynti suuntautuu pääosin erikokoisille yrityksille ja yhtiön tarkoituksena on tarjota asiakkailleensa kaikki tarpeellinen työpaikalle

riippumatta siitä missä se sijaitsee. Yhtiö rakentuu eri tytäryhtiöidensä kautta laajalle tuote- ja osa-alueille ja tätä kautta pyrkii palvelemaan yrityksiä kokonaistarpeita muun muassa työviihtyvyyteen ja -hyvinvointiin liittyen. Etätyö ja ajatustyön lisääntyminen sekä ihmisten tavoitettavuus on lisääntynyt teknologian kehittymisen ja digitalisaation myötä ja aiheuttaa haasteita nykyisille yritysten toimintarakenteille. Yritysmyyntiin lisäksi Wulff harjoittaa kuluttajamyyntiä pääosin kivijalkamyymälöissään sekä yhteistyössä eri jälleenmyynti- ja kuluttajamyyntiyritysten kanssa. Yhtiöllä on tällä hetkellä myymälät Helsingissä, Turussa ja Lahdessa, jotka keskittyvät palvelemaan paikallisesti pieniä ja keskisuuria yrityksiä sekä kuluttajia.

Wulffin päämarkkina-alueina on Suomi, Ruotsi ja Norja. Yhtiön liikevaihdosta vuonna 2018 61 % tuli Suomesta, 31 % Ruotsista ja Norjasta noin 14 %. Loput liikevaihdosta kertyi Tanskasta ja muun Euroopan alueelta, muun muassa Virosta. Yhtiön markkinaosuus Suomessa on hieman hiipunut aikaisemmasta markkinajohtajan asemasta, mutta yhtiö pyrkii saavuttamaan asemansa takaisin. Yhtiö on myös tavoitellut Pohjoismaiden markkinajohtajuutta ja taistelee siitä tällä hetkellä muutaman isomman toimijan kanssa. Vuoden 2018 lopussa Wulff työllisti 191 henkilöä, joista myyntitehtävissä toimi noin 54 %. Wulffin tehtävänä on tehdä maailmasta parempi työpaikka kerrallaan ja mahdollistaa asiakkailleen paremmat työympäristöt ja työpäivät.



## Markkinan muutos

### Ennen

- Massatuotteet
- Paperidokumentaatio
- Työpaikat toimistoissa
- Myymälät ja postikuvastot

### Nyt

- Älykkäät ja kohdennetut tuotteet
- Digitaalisuus
- Ekologisuus ja ympäristöystävällisyys
- Verkkokauppa



- Asiakkaille räätälöidyt palvelut
- Uusien tuotealueiden innovointi
- Tuotteiden ja palveluiden yhdyntymisen
- Uusien työskentelytapojen synty

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

## Liiketoimintamalli

### Työpaikkatuotteet kokonaisvaltaisesti

Wulff pyrkii muokkautumaan kokonaisvaltaiseksi työpaikkatuotteiden ja -palveluiden toimittajaksi, jotta asiakas voisi keskittyä omaan liiketoimintaansa. Wulff tuo esille ulkoistuksella aikaansaadut kustannussäästöt ja pyrkii toiminnassaan tuomaan Wulffin palveluiden edut myös asiakkaan tietoisuuteen. Perustuotteiden ja palveluiden lisäksi Wulff kehittää kokoajan uusia tuotteita yhteistyössä asiakkaiden ja valmistajien kanssa.

### Monikanavainen myynti tukee eri palvelumalleja

Yhtiö käyttää toiminnassaan monikanavaista myyntiverkostoa, jossa asiakas voi valita asioiko hän myymälässä, verkkokaupassa, henkilökohtaisesti myyjän kanssa tai asiakkaalle luodun palvelumallin kautta.

Sopimusasiakaskonsepti palvelee suuria asiakkaita niiden säännöllisissä työpaikkatuotteiden hankinnoissa.

Asiantuntijamyynni palvelee laaja-alaisesti kaikkia yrityksiä ja toimii henkilökohtaisen kontaktin sekä paikallisen asiantuntemuksen kautta.

Palvelumallien voidaan nähdä täydentävän toisiaan, sillä sopimusasiakkaita on helpompi lähestyä asiantuntijamyynnin lisäpalveluilla, kun perusteeltaan jatkuva liiketoiminta asiakkaan kanssa on jo aloitettu. Asiantuntijamyynnin kautta tavoitettujen kasvavien asiakkaiden kanssa voidaan tulevaisuudessa neuvotella myös

jatkuvista sopimuksista, kun työpaikkatuotteiden keskitetty hankinta voisi tulla ajankohtaiseksi.

### Yhteistyö valmistajien kanssa

Wulff toimii kiinteässä yhteistyössä työpaikkatuotteiden valmistajien kanssa tuoden markkinoille kokoajan uusia tuotteita tai tuotealueita. Yhtiö ei itse valmista mitään tuotteita, vaan ostaa tuotteet suoraan valmistajilta. Valmistajille Wulff tarjoaa valmiin ja kattavan jakeluverkoston heidän tuotteilleen, jonka kautta he voivat rakentaa omaa brändiään ja tunnettuaan.

Lisäksi Wulffilla on alan tukkukauppioiden kanssa yhteinen osto-organisaatio, InterACTION. Organisaatio käy yhteisostojen lisäksi läpi markkinoiden trendejä ja keskustelee myynnistä, markkinoinnista sekä tulevaisuuden tuotteista. Organisaatiolla on myös oma tuotemerkki Q-Connect, joka on katerakenteeltaan Wulffille kannattavampi kuin muiden valmistajien tuotteet. Wulff onkin sanonut panostavansa tulevaisuudessa eritoten Q-Connect tuotemerkin kehittämiseen, koska tuotteen brändi on saavuttanut hyvän aseman markkinoilla.

## Wulffin eri segmenttien palvelualueita

### Sopimusasiakkaat

#### Palvelualueita

- 1) Wulff Sopimusasiakkaat: työpaikkatuotteet sopimuspalveluna yrityksille (WulffNet, MiniBar ja Cabinet Service)
- 2) Wulff-myymälät: työpaikkatuotteita pienille ja keskisuurille yrityksille sekä kuluttajille
- 3) Wulffinkulma.fi: erityisesti mikro- ja pienyrityksille suunnattu työpaikkatuotteiden verkkokauppa
- 4) Wulff Entre: kansainväliset messupalvelut

### Asiantuntijamyynni

#### Palvelualueita

- 1) Wulff Care: ensiapuratkaisut (tuotteet ja koulutus), sisäilmaratkaisut
- 2) Wulff Ergonomia: työpiste-ergonomian palvelut ja ratkaisut
- 3) Wulff Innovaatiot: innovatiivisia tuotteita yrityksille
- 4) Wulff Naxor: ratkaisut paperin jälkikäsitteilyyn sekä tuotteita työmaille, rakennuksille ja kiinteistöille
- 5) Wulff Print: suurkuvatulostus, presentaatio- ja kuvatuotteet

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

## Liiketoiminta jakautuu kahteen segmenttiin

Wulffin liiketoiminta jakautuu kahteen eri segmenttiin: Sopimusasiakkaat ja Asiantuntijamyynä. Sopimusasiakas-segmentti vastasi vuonna 2018 noin 84 %:sta yhtiön liikevaihdosta ja Asiantuntijamyynä noin 16 %:sta, joten suurin vaikutus yhtiön kehitykseen on Sopimusasiakas-segmentin kehityksellä. Segmenttien väliset osuudet ovat pysyneet suhteellisen tasaisena viimeisten vuosien aikana, kun esimerkiksi vuonna 2010 Sopimusasiakas-segmentti oli noin 83 % liikevaihdosta. Vuoden 2018 lopussa Sopimusasiakas-segmentin alle kuului 8 tytäryhtiötä ja Asiantuntijamyynä-segmenttiin 5 tytäryhtiötä. Lisäksi yhtiön Konsernipalvelut-segmentin alle kuuluu kaksi tytäryhtiötä, jotka vastaavat konsernin yleishallinnosta ja niihin liittyvistä kuluista, joita ei voida yhdistää liiketoiminnan segmenteille.

## Sopimusasiakas-segmentti

Sopimusasiakas-segmenttiin kuuluvat tytäryhtiöt palvelevat yhtiön sopimusasiakkaita Pohjoismaissa. Yhtiön sopimusasiakkaina toimii suuria yrityksiä ja konserneja, kuntia ja eri yhteisöjä. Sopimuksella asiakas ulkoistaa toimistotarvikehankintansa Wulffille, jolloin se voi keskittyä omaan liiketoimintaansa. Hankintojen kustannuksia yritys voi seurata reaaliaikaisesti ja läpinäkyvyydellä on tarkoitus osoittaa yrityksille, että keskitetysti hoidettu hankinta vähentää yritysten kustannuksia ja tehostaa yhtiön toimintoja.

Segmentin liikevaihto laski viime vuonna 2 % noin 47,0 MEUR:oon (2017: 47,7 MEUR) ja liikevoittomarginaali parani 3,0 %:iin (2017: 1,0 %). Segmentin kannattavuus parani kustannussäästöjen, paremman tuotemixin, yritysoston ja tehokkuuden nousun ansiosta.

Segmentin palveluihin kuuluu sopimusasiakkaille tarjottava MiniBar. MiniBar:n ideana on räätälöidä asiakkaalle omia tarpeita vastaava ”toimistotarvikebaari”, jonka täytöstä ja sisällöstä vastaa Wulffin yhteyshenkilö. MiniBarin hyllyiltä löytyy mm. toimisto-, it-, kahvio- ja kiinteistöhuollon tuotteita. Isompien hankintojen yhteyteen on luotu WulffNet, joka toimii suurten sopimusasiakkaiden omiin tarpeisiin räätälöitynä verkkokauppana. Muille tarkoitettu verkkokauppa, Wulffinkulma, palvelee erityisesti pieniä ja keskisuuria yrityksiä, joilla hankinnat eivät ole suurten yritysten mittakaavassa. Pohjoismaissa Wulffin sopimusasiakkaita palvelevat Wulff Supplies - tytäryhtiöt ja siellä automaattinen työpaikkatuotteiden täyttöpalvelu on nimeltään Cabinet Service. Vuoden 2018 elokuussa segmenttiin liittyi Mavecom Palvelut Oy, joka tarjoaa yrityksille Canon Business Centerin palveluita liittyen muun muassa tulostukseen ja dokumentinhallintaan.

Lisäksi segmenttiin kuuluu kansainvälisten messupalvelujen tuottaja Wulff Entre. Entren tarkoitus on auttaa suomalaisia ja ulkomaalaisia asiakkaita laajentamaan liiketoimintaansa eri markkinoille messujen ja tapahtumien järjestäjänä. Entren liikevaihto ja tulos vaihtelee vuosittain

riippuen messujen määrästä ja esimerkiksi vuonna 2018 messuja oli vähemmän kuin vuonna 2019, kun joitain suuria messutapahtumia järjestetään kahden vuoden välein. Joitain messuja taas järjestetään joka kolmas vuosi. Entrellä on asiakkaita Suomen lisäksi muun muassa Saksasta, Ruotsista, Norjasta, Venäjältä ja Yhdysvalloista.

## Asiantuntijamyynä-segmentti

Asiantuntijamyynä-segmentti tarjoaa työpaikkatuotteita ja palveluita henkilökohtaisen ja paikallisen palvelun kautta. Segmenttiin kuuluu ergonomia-, ensiapu-, työhyvinvointi- sekä työturvallisuustuotteita. Tuotekonseptit rakennetaan asiakkaalle räätälöidysti ja asiakkaiden tarpeiden mukaisesti. Segmentissä korostuu myyjien merkitys liiketoiminnalle ja asiakkaiden liiketoiminnan, toimintaympäristön sekä markkinatrendien ymmärtäminen. Segmentin liikevaihto laski viime vuonna 1 %:n 9,1 MEUR:oon (2017: 9,3 MEUR) ja liikevoittomarginaali parani 5,0 %:iin (2017: 1,2 %). Kannattavuuden parantumisen ja liikevaihdon laskun taustalla oli tarjoaman tiivistäminen kannattavimpiin tuote- ja palvelualueisiin sekä entistä parempi kustannustehokkuus.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Wulff-Yhtiöt -konserni

Sopimusasiakkaat  
84 % liikevaihdosta 2018



Asiantuntijamyyni  
16 % liikevaihdosta 2018



Konsernipalvelut  
Wulff Liikelaskenta Oy  
Wulff Leasing Oy



Jälleenmyyjät ja  
myymälät

Kuluttajat

Verkkokauppa  
ja myymälät

Pienyritykset  
(25-200)

Sopimusmyyni  
ja verkkokauppa

Keskisuuret  
(200-5000)

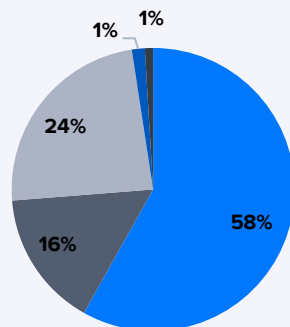
Sopimusmyyni  
ja  
tuotekonseptit

Suuryritykset  
(>5000)

Sopimusmyyni  
ja  
tuotekonseptit

Kunnat ja  
yhteisöt

Liikevaihto asiakkaan sijainnin mukaan



Lähde: Inderes, Wulff

Vuosittain vaihtelevat messut iso osa liiketoimintaa  
(MEUR)



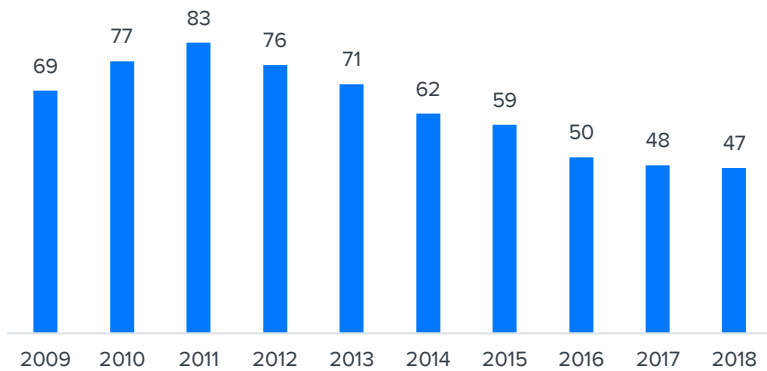
# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli



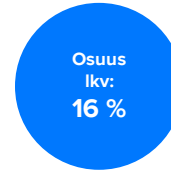
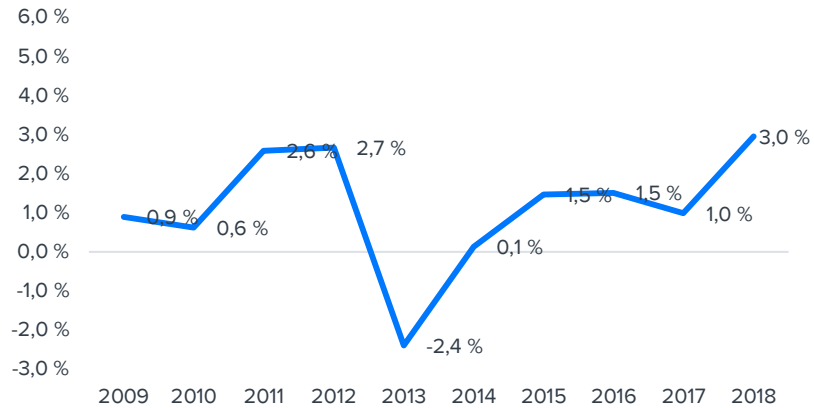
## Sopimusasiakkaat



### Liikevaihto



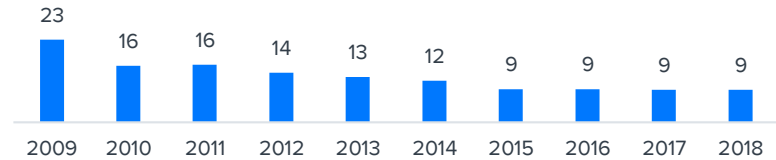
### EBIT-%



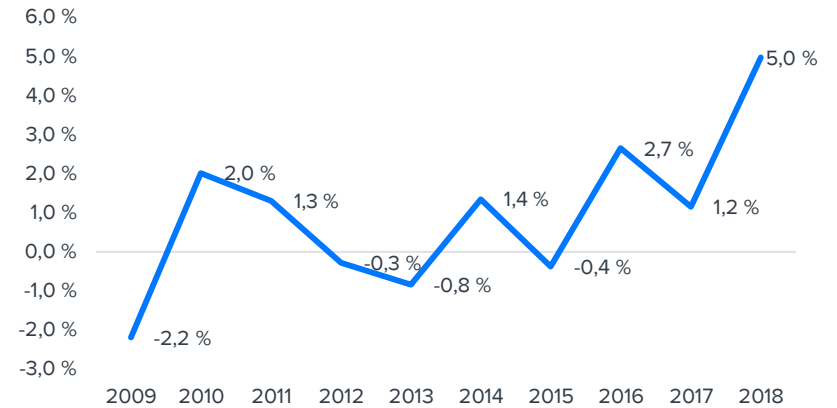
## Asiantuntijamyynti



### Liikevaihto



### EBIT-%



Lähde: Inderes, Wulff  
Huom! Osuudet laskettu ilman konsernipalveluita ja eliminaatioita vuodelle 2018.

# Sijoitusprofiili 1/2

## Sijoitusprofiili

### Taloukasvulle riippuvainen käänneyhtiö

Wulffin sijoitusprofiili on aika selkeästi tällä hetkellä käänneyhtiö, joka tulosparannuksen jälkeen lähtee tavoittelemaan myös kasvua. Osakkeessa yhdistyy jatkuvaluonteisempi sopimusliiketoiminta sekä vahvemmin projektiluonteisempi asiantuntijamyynti.

Kysyntä Wulffin päätuotteille eli työpaikka- ja toimistotarvikkeille on jatkuvaa tiettyjen tuotteiden osalta. Tähän kuuluu muun muassa kahvi-, paperi-, puhdistus- ja tulostustuotteet sekä -tarvikkeet. Kysyntään vaikuttaa eniten yleinen taloustilanne sekä yritysten ja kuluttajien luottamus oman talouden myönteiseen kehitykseen tulevaisuudessa. Osissa tuotteissa elinkaaret ovat hyvin pitkiä (ergonomia, työpisteet, sisustus) ja niiden kysyntää ajaa muun muassa erilaiset markkinatrendit enemmän kuin tuotteiden loppuun kuluminen. Näihin trendeihin voidaan lukea mm. istumatyön vähentäminen ja näyttöpäätetyöskentelyn lisääntyminen.

Wulffin omana tavoitteena on kasvaa 5-10 %:n vauhtia, mutta samalla kannattavasti nostaen liikevoittoprosenttiaan. Aikaisempien vuosien liikevaihdon laskun ja heikon kannattavuuden vuoksi yhtiössä yhdistyy käänneyhtiö ja kasvuyhtiön piirteitä, mutta kasvuvaiheen tulisi todistetusti lähteä käyntiin, jotta puhtaasti kasvuyhtiöstä voitaisiin puhua.

Yhtiön arvomuodostuksen keskeisimmät ajurit ovat kasvunopeus sekä yhtiön kannattavuuden parantuminen. Yhtiö on pystynyt vuoden 2018

aikana kääntämään tuloskehityksen positiiviseksi ja myös vuoden 2019 aikana parantamaan kannattavuuttaan vielä vuoden 2018 tasosta, vaikka Q3:lla tulos jäikin vertailukautta matalammaksi kertaluonteisten muuttokulujen vuoksi.

### Yritystotot kasvun lähde

Perinteisten Wulffin markkinoiden kasvaessa hyvin hitaasti, on tavoitekasvun synnyttävä yritysostojen kautta. Toimistotarvikkeiden markkinat ovat tällä hetkellä pirstaloituneet, kun alalle on helppo tulla eikä se vaadi suuria investointeja. Markkinoita on ajanut yritysostot, missä isot ulkomaalaiset toimijat ovat ostaneet pienempiä. Samalla markkinoille on tullut kilpailijoita, joille toimistotarvikkeet ovat ikään kuin sivubisnes (verkkokaupat). Alalla on hyvin paljon vielä pieniä toimijoita ja uskomme alan konsolidaation jatkuvan. Uskomme Wulffin olevan hyvässä asemassa yritysostokentässä. Wulff on tarpeeksi suuri Suomessa, että se pystyy ostamaan pienempiä toimijoita. Tästä hyvänä osoituksena Wulff toteutti vuoden 2018 elokuussa Mavecom Palvelut Oy:n osakekannan oston ja osoitti olevansa aktiivinen myös jatkossa markkinan konsolidaatiokehityksessä.

Toisaalta Wulff voi olla myös kiinnostava kohde ulkomaalaisille isoille toimijoille, jos he haluavat päästä käsiksi Pohjoismaiden markkinoille. Isot yritykset kuten Staples ja Lyreco ovat perustaneet tytäryhtiönsä Suomeen ostamalla suomalaisia toimijoita. Osittain myös muutamat isot kansainväliset toimijat ovat valinneet tiekseen divestoida Euroopan ja Pohjoismaiden toimintoja ja keskittyä omiin kotimarkkina-alueisiinsa (mm.

Office Depot), mikä hieman alentaa todennäköisyyttä.

### Valuutariskit

Wulffin liiketoiminnasta noin puolet tulee euromaiden ulkopuolelta, joten se on alttiina valuuttakurssien vaihteluille. Suurimmat altistukset ovat Ruotsin ja Norjan kruunulle. Ruotsi edusti noin 31 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2018 ja Norja noin 14 % liikevaihdosta. Valuuttakurssien vaihtelu vaikuttaa yhtiön nettotulokseen ja taseeseen, kun yhtiö ei tee erikseen suojaustoimenpiteitä valuuttariskin osalta. Yhtiöllä on euromääräisten lainojen lisäksi noin 2,9 MEUR:n edestä Ruotsin kruunuissa liikkeelle laskettuja lainoja, jossa kruunun muutokset voivat vaikuttaa mm. lainan pääomiin. Kruunun lasku pienentää ja nousu nostaa lainapääomaa euroiksi muutettuina.

### Omistusrakenne

Wulffin omistusrakenne on hyvin keskittynyt ja 10 suurinta omistajaa omistaa noin 80 % yhtiön osakekannasta. Yhtiön perustaja ja entinen konsernijohtaja Heikki Vienola omistaa osakkeista noin 36 % ja toinen pitkäaikainen toimija ja hallituksen entinen puheenjohtaja Ari Pikkarainen omistaa noin 17 %. Loput 10 suurimman joukkoon kuuluvista ovat pääosin erinäisiä finanssi-instituutioita. Osakekanta on tällä hetkellä lähes 100 %:sti kotimaisessa omistuksessa. Osakkeen likviditeetti on keskittyneestä omistuksesta johtuen suhteellisen matala ja osaketta ei välttämättä hinnoitella markkinoilla tehokkaasti, joka sijoittajien tulisi huomioida.

# Sijoitusprofiili 2/2

## Positiiviset ajurit ja potentiaali

- **Kannattavuuskäänte:** Wulffilla on selkeää kannattavuuden nousupotentiaalia nykyisiltä tasoiltaan. Kannattavuuden käänne on edistynyt odotuksiamme paremmin, mutta seuraava askel edellyttää vielä oman toiminnan tehostamista sekä parempikatteisten tuotteiden kysynnän luonnin onnistumista.
- **Tuloskasvu:** Yhtiön liikevaihto on laskenut tasaisesti vuodesta 2011 asti ja kannattavuuden parantamisen jälkeen on aika lähteä kasvamaan. Kannattavuuden parantuessa entisestään, liikevaihdon kasvu luo merkittävää tuloskasvupotentiaalia lähivuosille.
- **Myyntikatteen kehitys:** Wulffin myyntikateprosentissa on arviomme mukaan pientä nousupotentiaalia yhtiön keskittyessä parempikatteisiin tuotteisiin ja tuotekonsepteihin samalla parantaen ostoehtojaan ulkomaisiin toimittajiin nähden.
- **Yritysosotot:** Wulff on tarpeeksi iso tehdäkseen omaa toimintaa tukevia yritysostoja, mutta samalla houkutteleva ostokohde kansainvälisille toimijoille.
- **Parantunut tase-asema:** Wulffin taseasema parantunut viime vuosista. Syyskuun lopussa IFRS 16 -muutoksien ja kiinteistöostojen myötä omavaraisuusaste on laskenut 36 %:iin (Q3'18: 45 %) ja nettovelkaantumisaste noussut 94 %:iin (Q3'18: 35,6 %), mutta on vielä hyvällä tasolla ja antaa pelivaraa kasvustrategian toteutukseen.

## Negatiiviset ajurit ja riskit

- **Toimialan kilpailu:** Yhtiön toimiala on hyvin kilpailtu ja yritykset ovat vastanneet laskevaan kysyntään sekä lisääntyneeseen kilpailuun painamalla hintoja, joka on aiheuttanut vaikeuksia yhtiöiden kannattavuudelle. Varsinkin suuret toimijat voivat vallata markkinaa hinnoilla ja viedä näin markkinaosuuksia pienemmiltä toimijoilta.
- **Suhdanneherkkyys:** Yhtiö on hyvin riippuvainen Suomen ja muiden Pohjoismaiden talouskasvun jatkumisesta ja yritysten kasvusta sekä panostuksista työntekijöidensä hyvinvointiin. Kulujen kiristäminen ja muut säästötoimet vähentävät kysyntää Wulffin tuotteille.
- **Uudet kilpailijat:** Wulff kokee kasvavaa kilpailua myös perinteisten kilpailijoiden ulkopuolelta. Erinäiset verkkokaupat ja alustatalouden toimijat luovat toimittajille sekä asiakkaille uusia mahdollisuuksia toimittaa ja hankkia toimistotarvikkeita esimerkiksi muiden ostosten yhteydessä.
- **Raskas yritys rakenne:** Wulffin yritys rakenteeseen kuului vuoden 2018 lopussa 15 eri tytäryhtiötä Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa. Tytäryhtiöt vastaavat pääosin itse omasta toiminnastaan ja päällekkäisiä toimintoja voi löytyä. Arviomme mukaan rakenne on turhan raskas Wulffin kokoiselle yritykselle.
- **Historiallinen suorituskyky:** Wulffin kasvun

kehitys vuoteen 2011 oli nousujohteista, mutta sen jälkeen yritysostot ja kasvu loppuivat kuin seinään, eikä kannattavuuskaan ole palannut finanssikriisiä edeltäneelle tasolle. Yhtiön kannattavuuskäänteen todennäköisyyttä on mielestämme arvioitava kriittisesti ja käänteen toteutumiseen liittyy mielestämme vielä iso riski.

- **Kysynnän muutos:** Digitalisaatio ja uusien työskentelyvälineiden kehitys on johtanut perinteisten toimistotarvikkeiden vähenemiseen. Faksin ja kirjoituspaperin käyttö on vähentynyt tietokoneiden, Internetin, älypuhelinien ja tablettien aikakaudella. Pilvipalvelut vähentävät mappien ja siihen liittyvien tuotteiden kysyntää massiivisesti.
- **Henkilöstöriskit:** Yhtiön liiketoiminta on hyvin riippuvainen myyjähenkilöstöstä ja niiden kannusteiden on oltava riittävät ja työpaikan tarpeeksi houkutteleva.

# Sijoitusprofiili

1.

**Kannattavuuden käänne**

2.

**Liikevaihdon kasvuvaihe**

3.

**Kysynnän muutoksiin reagointi**

4.

**Suhdanneherkkyys**

5.

**Alan yrityskaupat**

## Potentiaali



- Tulokäänteen jatkuminen
- Liikevaihdon kasvu
- Markkinaosuuden vahvistaminen
- Parantunut tase-asema
- Yrityssotot

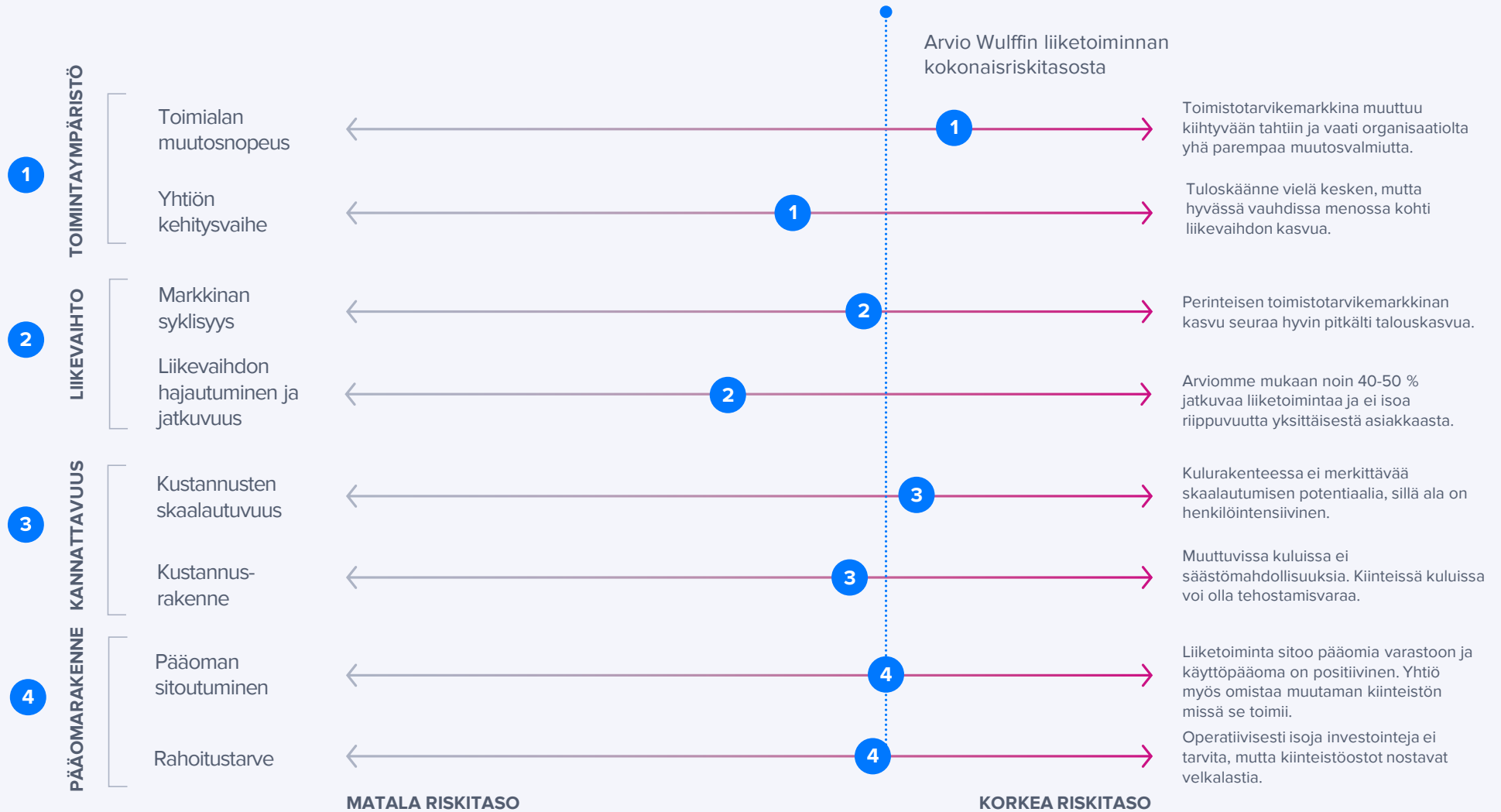
---

## Riskit



- Ankaran hintakilpailun jatkuminen
- Henkilöstöriskit
- Kysynnän muutos
- Kasvukustannusten nousu

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Markkina 1/4

## Suomen talouskasvu hiipuu

Talouskasvunäkymät Euroopassa ja täten myös Suomessa ovat heikkenemään päin. Suomi innostui muita Euroopan maita hitaammin kasvamaan eurokriisin jälkeen ja omaa nyt vielä paremmat kasvunäkymät kuin moni muu Euroopan maa. Kuluttajat vetävät taloutta ja luottamus on vielä kovalla tasolla. Finanssialan Keskusliiton kokoaman viimeisimmän rahoituslaitosten ennusteiden mukaan Suomen BKT:n ennustetaan kasvavan kuluvana vuonna 1,2-1,7 % ja ensi vuonna hidastuvan 0,8-1,3 %:iin.

BKT:n muutos	2019e	2020e
S-Pankki	1,3 %	1,0 %
Aktia	1,7 %	1,3 %
Nordea	1,2 %	1,0 %
OP Ryhmä	1,2 %	0,5 %
Handelsbanken	1,5 %	0,9 %
Hypo	1,3 %	1,0 %
Danske Bank	1,2 %	0,8 %

Lähde: Finanssialan ry

Talouskasvu on maailmalla nyt pitkälti kotitalouksien varassa ja sama pätee myös Suomeen. Suomen taloudessa on viime vuosikymmeninä nähty merkittävä muutos kuluttajavetoisuuteen, ja kotitalouksien kulutus muodostaa nykyisellään jo lähes 60 % BKT:sta. Yksityisen kulutuksen viime vuosien vahvan kehityksen taustalla on ollut parantuva työllisyystilanne ja kasvaneet palkat talouden

hyvän suhdannekehityksen myötä sekä samanaikainen EKP:n elvyttävä rahapolitiikka, joka on saanut kotitaloudet toteuttamaan kestokulutushyödykkeiden ostoja ja asuntokauppoja. Tämä on tehnyt hyvää muun muassa Wulffin liiketoiminnoille, kun ihmiset työllistyvät ja tarvitaan enemmän toimistotarvikkeita ja palveluita työhyvinvointiin. Nyt näyttää siltä, että työttömyysasteen lasku on pysähtynyt suhdanteen taituttua ja rahapolitiikan elvytysvarakin pitkälti käytetty loppuun nollakorkoympäristössä, joten kulutuksen kasvuajureita on enää vaikea löytää.

## Kaupananalan kysyntä seuraa talouden näkymiä

Kauppan kehitys on seuraa hyvin pitkälti Suomen yleistä talouskehitystä. Tämän myötä kaupan kehitys on ollut hyvällä tasolla ostovoiman näkymien ollessa myönteiset ja kuluttajien ollessa positiivisia oman talouden suhteen. Ostovoima pitää vielä pintansa matalien korkojen maailmassa, mutta talouden hidastuminen vaikuttaisi myös siihen.

Vähittäiskaupan kasvu tulee lähivuosina painottumaan hyvin voimakkaasti verkkoon ja arviomme mukaan perinteisen kivijalkakaupan osalta kasvu jää parhaassakin skenaariossa hyvin matalaksi. Myös Wulff on sanonut panostavansa verkkokauppaan ja lisämyymälöitä ei ole heidän mukaan tulossa.

Suomessa kaupan ala on siirtynyt verkkoon melko hitaasti, mikä johtuu arviomme mukaan etenkin siitä, että kaupan alan suuret pelurit ovat olleet

verrattain hitaita omien verkkokauppojen kehityksen suhteen. Suomi onkin useilla eri mittareilla verrokkimaitamme (Ruotsi, Norja, Tanska) jäljessä verkkokaupassa. Uskomme kuitenkin myös tämän kehityksen kiihtyvän lähivuosina, kun kilpailun kiristyminen ja kulutustottumusten muutokset pakottaa alan vanhoja toimijoita kasvattamaan panostuksiaan myös verkkokauppaan.

Myös yritysten kulutustottumukset muuttuvat talouden kasvaessa ja yritysintään kehittyessä. Noususuhdanteessa uusia yrityksiä perustetaan ja uusia työntekijöistä palkataan olemassa oleviin yrityksiin. Samalla kilpailu osajista korostuu ja yritysten on yhä enemmän panostettava työntekijöiden hyvinvointiin. Tämä näkyy erilaisten ergonomiia parantavien työpaikkatuotteiden kasvavana kysyntänä ja toimistotarvikkeiden lisääntyvänä menekkinä. Kuitenkin on myös muistettava, että teknologia mahdollistaa muistiinpanojen tekemisen tai muun työskentelyn täysin digitaalisesti, jolloin kysyntä perinteiselle toimistotarvikkeelle (kynät, paperit, muistivihko) hiipuu.

# Markkina 2/4

## Perinteisillä toimistotarvikemarkkinoilla kasvu hidasta

Wulffin arvion mukaan Suomen toimistotarvikemarkkinat olivat vuonna 2018 ja 2014 samankokoiset, noin 400 MEUR. Vuonna 2018 markkinoilla arviomme mukaan toimi viisi isoa toimijaa yhteensä 50 %:n markkinaosuudella ja loput 50 % ovat pienempiä toimijoita. Kaksi isosta toimijasta kuitenkin yhdistyi viime vuoden lopussa, kun Paperipalvelu Koskimo ja Rännäli sekä Bruce Campell Oy laittoivat hynttyyt yhteen. Yhtiö tunnetaan nykyään nimellä RCK Finland Oy. Seuraavan ja tämän sivun kuvioissa esitämme Bruce Campell Oyn entisiä lukuja RCK Finland Oy nimen alla. 50 %:n muiden osuus kertoo, että pienien toimijoiden määrä on alalla suuri ja kertoo markkinan pirstaloituneisuudesta. Työpaikka-tuotteiden markkinat eivät ole viimeisien vuosien aikana käytännössä kasvaneet arviomme mukaan lainkaan, vaan olemassa olevista markkinoista on käyty kovaa kamppailua.

Vuonna 2018 Wulffin markkinaosuus oli tietojemme perusteella noin 14 % ollen näin aikalailla tasoissa Lyrecon ja Staplesin kanssa. Vuodesta 2015 alkaen kaikkien muiden liikevaihto on keskimääräisesti laskenut, mutta Lyrecon nousut vuoteen 2018 mennessä noin 17 % vuosittain. Lyreco on kasvanut aggressiivisesti ja vienyt markkinaosuuksia käytännössä kaikilta. Lyreco on arviomme mukaan harjoittanut ankaria hinnanalennuksia, mikä on johtanut yhtiön liikevaihdon kasvuun, mutta samalla tulos on ollut selvästi negatiivinen, vaikka kääntyi vuonna 2018

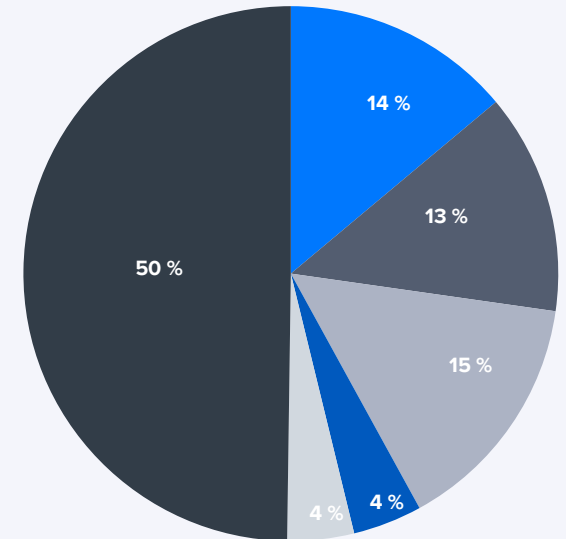
jo plussan puolelle.

Seuraavalla sivulla nähtävissä liikevaihdon ja kannattavuuden kehityksessä Wulffin ja pääkilpailijoiden kannattavuus on myös ollut heikkoa viimeisien vuosien aikana, joka on seurausta etenkin kireästä hintakilpailusta markkinoilla. Markkina ei kasva, joten tulosta on tehtävä jollain tavalla ja se on usein tarkoittanut hinnanalennuksia. RCK Finland Oyn eli entisen Bruce Campellin kannattavuus on ollut selvästi positiivista, mutta yhtiön vahvuudet ja liiketoiminta on ollut paljon sidoksissa esimerkiksi tulostusratkaisuihin, missä kannattavuudet ovat muuta toimistotarvikemaailmaa selvästi korkeammalla. Myös Wulff on Mavecom yrityskaupallaan siirtynyt tulostuspalveluihin ja parannusta on heti saatu tuotemixin muuttuessa parempikatteisempiin tuotteisiin.

## Kilpailuedut alalla vähissä

Mielestämme Wulffin ja alan kilpailuedut ovat vähäiset. Pienenä kilpailuetuna pidämme Wulffille yhtiön vahvoja ja pitkiä sekä jatkuvia asiakassuhteita, jotka mahdollistavat laajan kontaktipinnan asiakkaisiin. Lisäksi yhtiöllä on Suomessa suuren kokonsa vuoksi pieniä mittakaavaetuja pienempiin yrityksiin nähden sekä yhtiön yhteistuotemerkki Q-Connect antaa sille yksinoikeuden myydä tuotetta yhtiön omalla markkina-alueella. Kuitenkaan emme näe yhtiöllä olevan selkeää isoa tai kestävästä kilpailuetua.

Markkinaosuudet 2018

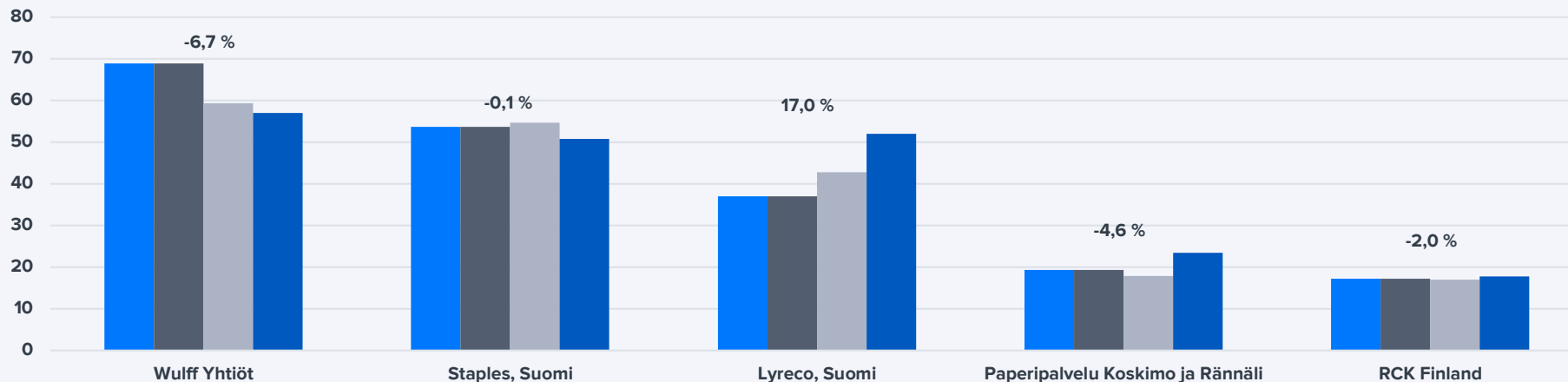


- Wulff Yhtiöt
- Staples, Suomi
- Lyreco, Suomi
- Paperipalvelu Koskimo ja Rännäli
- RCK Finland
- Muut

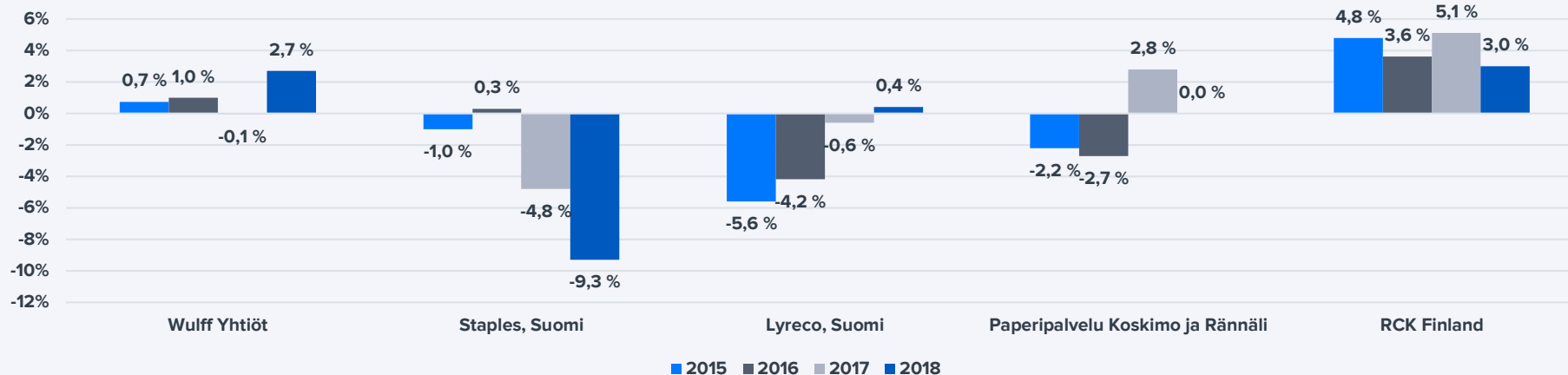


# Wulffin ja kilpailijoiden kehitys 2015-2018

Liikevaihdon kehitys 2015-2018 ja CAGR-%



EBIT-marginaalin kehitys 2015-2018



# Markkina 3/4

## Markkinatrendien muutokset

Toimistotarvikemarkkinalla on meneillään muutosvaihe, joka muokkaa markkinan toimintalogiikkaa uudelleen. Isoimpia muutoksia on nähtävissä muun muassa asiakkaiden kysynnässä, teknologian kehityksessä sekä lisääntyvässä kilpailussa yli toimialarajojen.

## Asiakkaiden kysynnän muutokset

Asiakasyritysten ostajat ja yhteyshenkilöt ovat aiemmin arvioineet toimistotarvikkeiden tarjoajia heidän tuotteidensa ja palveluidensa laadun perusteella, mutta kiinnittävät yhä enemmän huomiota lisäarvoa luoviin ratkaisuihin ja palveluihin. Yritykset hakevat isompia kokonaisratkaisuja tavarantoimittajilta ja näin ollen hyötyä siitä, että yhdeltä toimijalta voi saada mahdollisimman kokonaisvaltaisia palveluja. Yritysmyynti on siirtynyt myös verkkokauppoihin ja tilausprosessin helppous, tehokkuus ja toimivuus nousee arvossaan. Yhä enemmän ihmisiä ja yrityksiä myös kiinnostaa tuotteiden ja palveluiden vastuullisuus ja ympäristöystävällisyys, eikä välttämättä kustannuksiltaan alhaisin ratkaisu ole se selkein.

Tulostus- ja tietokonetarvikkeiden kysyntää lisää digitalisaation tuominen uusille alueille ja teollisuuden automaation kasvava muutos. Tulostustarvikkeet ja erilaiset värikasetit ovat nousseet kaikista tärkeimmäksi tuotealueeksi maailmanlaajuisesti ja niiden vuosittainen kasvu on eri markkinalähteiden mukaan selvästi muuta markkinaa vahvempaa.

## Teknologian muutos

Kuten muillakin toimialoilla teknologinen murros vaikuttaa huomattavasti yritysten toimintatapaan. Toimistotarvikeala on hyötynyt tästä, kun he ovat saaneet mahdollisuuden hoitaa myynnin verkkokaupoissa. Ennen kaikkea tämä on tuonut tarvikkeiden ja tuotteiden valmistajat suoraan kuluttajien ja yritysten piiriin. Alustatalous tulee entisestään vähentämään tarvetta keskitetyille toimistotarvikemyyjille, jotka ostavat tuotteensa valmistajilta ja toimivat ylimääräisinä välikäsinä asiakkaiden ja valmistajien välissä. Pelkällä toimistotarvikkeiden myynnillä yritykset eivät tule pystymään kilpailemaan verkkokauppa-alustojen kanssa. Yrityksien on entistä enemmän panostettava henkilökohtaiseen palveluun ja erikoisosaamiseen liittyviin ratkaisuihin, joiden kanssa verkkokauppa-alustat eivät pysty kilpailemaan. Tämä voi tarkoittaa muun muassa erikoistuotteiden kehittämistä, ergonomiasuunnittelua, työturvallisuussuunnittelua ja -koulutusta sekä hyvinvointipalveluiden tuottamista, johon myös Wulff toimillaan tähtää.

Teknologia on vaikuttanut myös monikanavaisuuden lisääntymiseen. Valmistajat ja myyjät käyttävät nykyään monia eri kanavia tavoittaakseen asiakkaitansa ja myydäkseen tuotteita. Sosiaalisen median ja mobiilisovellusten käyttö lisääntyy ja markkinointi tai myynti niiden kautta valmistajilla, kuin tuotteiden myyjilläkin, on kasvanut.

## Markkinan ajurit



# Markkina 4/4

## Laskeva kysyntä toimistotarvikkeille

Sen lisäksi, että verkkokaupat ja monikansalliset toimijat vievät paikallisilta toimijoilta markkinaosuuksia toimistotarvikkeiden myynnissä liiketoiminnan mittakaavaetujen avulla, on kysyntä myös paperille, kynille ja muille perinteisille toimistotyön välineille vähentynyt huomattavasti. Suomessa paperin ja toimistotarvikkeiden kaupan liikevaihto oli Tilastokeskuksen tilastojen mukaan laskenut vuodesta 2000 vuoteen 2017 mennessä 36 %.

Digitalisaatio ja uusien työskentelyvälineiden kehitys on johtanut esimerkiksi kirjoitusvälineiden selkeään vähenemiseen. Faksin ja kirjoituspaperin käyttö suuremmassa mittakaavassa on vähentynyt tietokoneiden, Internetin, älypuhelinien ja tablettien aikakaudella. Pilvipalvelut ja digitaaliset säilytysjärjestelmät vähentävät mappien ja siihen liittyvien tuotteiden kysyntää huomattavasti. Paperin käyttö vähentyy, kun yritykset pyrkivät toimimaan entistä vastuullisemmin ja ympäristöystävällisemmin luopumalla paperin käytöstä esimerkiksi laskujen toimituksessa tai muussa dokumentoinnissa. Samalla muovin määrän vähentämiseen panostetaan globaalisti enemmän ja se vaatii toimistotarvikealalta innovointia ja uudistumista.

## Digitalisaation yliannostus

Vaikka kaikki eivät paperisia muistivihkoja enää käyttäisikään, voidaan digitaalisuudesta vieroittuminen nähdä myös yhtenä mahdollisuutena työpaikkatuotteille. Melkein

jokaisella työssäkäyvällä ihmisellä Suomessa on jonkinlainen älylaite kädessään, jolla hän suunnittelee päiviään tai kirjoittaa muistiinpanoja esimerkiksi kokouksissa. Kuitenkin yhä enemmän ihmiset turtuvat jatkuvaan näyttöjen tuijottamiseen ja ovat alkaneet siirtymään osittain takaisin kynien sekä paperien aikakaudelle. Tietoinen läsnäolo, keskittyminen ja hiljaiset tai tuottavat tilat ovat yleistymässä työpaikoilla. Tieto- ja asiantuntijatyön lisääntyessä yhteiskunnassa on tärkeää miettiä uusiksi tapoja miten aivotyötä olisi kaikkein tuottavinta tehdä ja moni kokee digitaalisuudesta vieroittumisen yhdeksi keinoksi.

## Pakkausten innovointi ja vihreät arvot

Jokainen toimiala pyrkii vähentämään päästöjensä ja ajamaan vihreitä arvoja yritystoiminnassaan. Toimistotarvikealalla se liittyy muun muassa ekologisen pakkausmateriaalin käyttöön ja muun muassa muovin ja tulostetun paperin vähentämiseen. Wulff panostaa myös tähän, kun sillä on tuotteillaan lanseerattu kierrätyslaatikot, joihin käytetyt tavarat voi palauttaa ja Wulff toimittaa ne kierrätykseen.

# Työpaikkatuotteiden markkinoiden jakautuminen



# Strategia 1/2

## Yritystoin luotua kasvua

Wulff on strategiansa mukaisesti kasvanut historiallisesti pääosin yritysostojen kautta. Yksi Wulffin (siihen aikaan Beltton-yhtiöt Oyj) listautumisen syy oli osakemarkkinoiden tuoman osakkeen likviditeetin ja arvonmuodostuksen parantaminen, jotta yritys saisi paremman aseman rahoitusmarkkinoille ja pystyisi tekemään omistaja-arvoa luovia yritysostoja. Viime vuosina strategiassa on selvästi panostettu konsernin yhtiöiden tehokkuuteen ja parempaan integrointiin, mikä näkyy myös toimintojen alaskirjauksina ja liikevaihdon laskuna. Nyt viimeisien vuosien aikana yhtiön strategiassa on panostettu entistä enemmän kannattavuuden parantamiseen kustannussäästötoimenpitein ja keskittymällä katerakenteeltaan tuottoisimpien tuote- ja palvelualueiden kehittämiseen. Tämän jälkeen on tarkoitus lähteä hakemaan tuloskasvua liikevaihdon kasvun kautta hyödyntäen yritysostoja.

## Strategia rakentuu neljään osaan

Wulffin vuonna 2017 uudistettu strategia jakautuu neljään pääpainopistealueeseen, jota eri strategiset hankkeet tukevat.

Yhtiön strategian kulmakivenä on asiakaskokemus ja sen asiakaslupaus: ”Mahdollistamme paremmat työympäristöt ja työpäivät”. Yhtiö pyrkii rakentamaan kilpailuetuansa kilpaillulla alalla olemalla paras yhteistyökumppani ja luomaan yhdessä yritysten sekä yhteisöjen kanssa työpaikasta ja työpäivästä

täydellisen. Tavoitteena on tarjota alan laadukkain asiakaskokemus vuonna 2020 ja olla samalla Pohjoismaiden paras myyntiorganisaatio alalla.

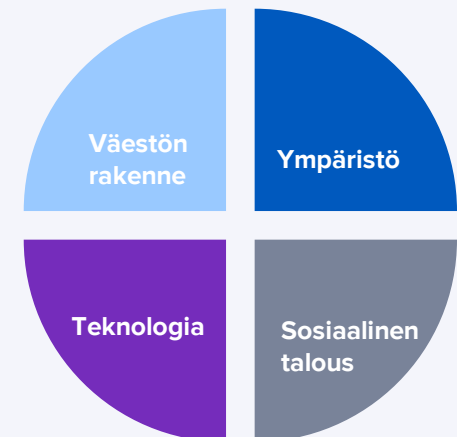
Tärkeitä strategisia hankkeita näiden saavuttamiseksi on Wulff Academy, Wulff Better Products, Wulff Lab, Wulff Digital ja Wulff Marketing & Communications. Wulff Academy tarjoaa yhtiön henkilöstölle mahdollisuuden kouluttautua osaamisessaan alan parhaimmiston. Työhön perehdytyksen ja koulutuksen lisäksi akatemiaan kuuluu päivittäisen tekemisen ja kehittämisen seuraamista helpottavat mittarit, joiden avulla voidaan varmistaa henkilöstön olevan ajan tasalla osaamisen osalta. Wulff Lab puolestaan pyrkii etsimään, ideoimaan ja luomaan strategian mukaisia uusia tuotteita ja Wulff Better Products haluaa toiminnallaan vaikuttaa kestävään kehitykseen ja rakentaa entistä ympäristöystävällisempiä tuotteita. Esimerkkinä kestävä kehityksen ratkaisuista voidaan mainita asiakkaille maksuton Wulff Eko Bag -kierrätyslaatikko, minkä avulla yritykset voivat kierrättää eri materiaalista tehdyt tuotteet helposti. Kierrätyslaatikko noudetaan asiakkaalta ja kierrätetään mahdollista uusiokäyttöä varten. Wulff Digital keskittyy asiakaskokemuksen kehittämiseen ja laadun parantamiseen Wulffin digitaalista kyvykkyyttä lisäämällä. Wulff Marketing etsii uusia kanavia asiakkaiden ja Wulffin tietoisuuden lisäämiseen ja uusien asiakkaiden löytämiseen.



## Wulffin strategian kulmakivet

- **Tehtävä**  
Teemme maailmasta paremman työpaikka kerrallaan.
- **Asiakaslupaus**  
Mahdollistamme paremmat työympäristöt ja työpäivät
- **Tavoite**  
Täydellinen työpäivä

## Megatrendit keskiössä



# Strategia 2/2

## Strategian taloudelliset tavoitteet

Yhtiön aikaisemman perustan luoneet työpaikkatuotteiden ja -palveluiden perinteiset toimistotarvikkeiden markkinat eivät yhtiön tai meidänkään näkemyksemme mukaan enää kasva merkittävästi tulevaisuudessa. Tämän vuoksi Wulff panostaa liiketoiminnassaan uusiin tuotealueisiin, jotka liittyvät esimerkiksi työhyvinvointiin, ergonomiaan, työturvallisuuteen ja tulostuspalveluihin. Uusien tuotealueiden kasvattamisen lisäksi yhtiö pyrkii tekemään harkittuja yritysostoja.

Wulffin strategian taloudelliset tavoitteet keskittyvät kannattavuuden parantamiseen ja kasvuvaiheen aloittamiseen:

- **Liikevaihto:** keskimäärin 5-10 %:n vuotuinen kasvu
- **Liikevoitto:** kasvava vertailukelpoinen liikevoitto-%
- **Osinko:** kasvava osinko/osake

Yhtiö kasvun taustalla on tärkeimpänä ajurina uusien tuotteiden lisääminen ja yritysostot. Uusia tuotealueita syntyy ensisijaisesti kolmesta lähteestä: asiakastapaamisista, tavarantoimittajien yhteistyöstä ja alan messuilta. Yhtiö tapaa asiakkaitansa vuosittain ja pyrkii asiakkaiden kanssa luomaan heille räätälöityjä tuotteita tai kuuntelemaan mahdollisista uusista tarpeista sekä myös esittelemään heille uusia tarpeita joihin Wulffilta löytyisi ratkaisu. Lisäksi Wulffin omat kehitysalueet (Wulff Lab ja Wulff Better Products)

ovat tärkeä osa liikevaihdon kasvussa. Tehokkuutta ja myynnin kasvua haetaan myös aktiivisesti lisäämällä digitaalisuutta myynnin toimenpiteisiin. Digitaaliset myyntikanavat voivat mahdollistaa yksittäisen myyjän palvelevan huomattavasti enemmän asiakkaita kuin ennen.

Yhtiöllä on myös mahdollisuudet yritysostoihin ja yhtiö etsii potentiaalisia kohteita aktiivisesti. Strategian mukaisesti vuoden 2018 elokuussa yhtiö osti Canonin tulostuspalveluita tarjoavan Mavecom Palvelut Oy:n. Näemme yritysostot tärkeänä strategian osana ja uskomme myös markkinan pienen hiljaiselon niiden osalta päättyneen. Jos yhtiö mielii päästä kasvutavoitteisiinsa, ei orgaaninen kasvu riitä vaan sitä on haettava yritysostoin.

Markkinoiden osalta kasvua haetaan pääsääntöisesti Pohjoismaista, missä yhtiöllä on vielä varaa kasvaa. Yhtiö näkee Ruotsissa ja Norjassa paljon potentiaalia eikä kapasiteetin pitäisi olla ongelma, kun yhtiö pystyy laajentamaan omistamaansa Ruotsin Ljundbyn logistiikkakeskusta. Yhtiö pystyy toimittamaan tuotteita lähes kaikkialle Ruotsin ja Norjan toiminta-alueilleen 1 päivän sisällä tilauksesta, kuten nyt Suomessakin.

## Kannattavuus paranee nyt kasvun kautta

Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee kasvavaa liikevoitto-%. Vuodesta 2019 yhtiö ohjeistaa vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan vuodesta 2018 (2018: 1,5 MEUR). Viime vuonna yhtiön liikevoitto-% ylsi 2,7 %:iin, jonka kasvattaminen

tulisi olla yhtiölle mahdollista lähitulevaisuudessa. Yhtiö hakee nyt parempaa kannattavuutta ensisijaisesti liikevaihdon kasvun kautta, kun yhtiön kustannussäästötoimenpiteet on saatu pääosin tehtyä. Lisäksi yhtiö hakee pienoista myyntikatteen parannusta lisäämällä tuotetarjoomaansa parempikatteisia tuotteita.

## Realistiset tavoitteet

Pidämme tavoitteita realistisena seuraavien viiden vuoden aikana. Yhtiö ei tarkemmin avannut aikaperiodiaan, mutta sanoi tavoitteiden olevan keskipitkälle aikavälille. Ennusteissamme odotamme liikevaihdon kasvun olevan vuoden 2022 lopussa vuosittain keskimäärin noin 2 %. Tähän lukuun ei kuitenkaan sisälly mahdolliset tulevat yritysostot, joten 5-10 %:n tavoite on näkemyksemme mukaan realistinen.

Oikaistun liikevoitto-%:n odotamme kasvavan vuoden 2018 2,7 %:sta noin 4,0 %:iin vuoden 2022 loppuun mennessä. Olemme näkemyksemme mukaan vielä kannattavuuden suhteellisessa nousussa varovaisia yhtiön heikon historiallisen suorituskyvyn vuoksi. Pidämme nykyisellä tuotemixillä ja palvelutarjoomalla noin 5 %:n EBIT-marginaalia yhtiölle potentiaalisena, mutta siitä sen selkeä kasvattaminen on mielestämme vaikeaa ilman isoja uusia tuotealueita tai yritysostoja. Osingon odotamme myös kasvavan tulevaisuudessa tuloksen mukana, mutta sen kasvu on riippuvainen ennusteidemme ja tuloksen pitävyydestä.

# Taloudellinen tilanne 1/3

## Vuosituhanne alusta liikevaihto ja kannattavuus laskenut

Wulffin liiketoiminnan kannattavuus oli vuosituhanne alussa loistava, mutta on sittemmin laskenut selvästi. Vuonna 2000 yhtiö saavutti noin 12 %:n EBIT-marginaalin ja vuonna 2007 muutaman heikon vuoden jälkeen päästiin noin 7 %:n liikevoittomarginaaliin. Vuosikymmenen vaihteen finanssikriisin jälkeen yhtiön kannattavuus laski selvästi eikä ole sen jälkeen palautunut kunnolla historiallisiin tasoihin.

Vuoteen 2011 asti yhtiö kasvoi hyvää vauhtia ja kannattavuuskin alkoi pikkuhiljaa parantua, mutta samaan aikaan kun liikevaihto lähti laskusuuntaan, on yhtiö kokenut yllättäviä haasteita pitää toimintansa plussan puolella. Tilanteeseen on vaikuttanut huomattavasti Euroalueen hitaampi kehitys ja vuosikymmenen alun jälkeen käynnistynyt eurokriisi sekä Suomen matala talouskasvu. Yritykset ajoivat monia vuosia kustannussäästöohjelmiaan, jossa myös toimistotarvikkeiden ja työpaikatuotteiden investoinnit joutuivat leikkurin alle. Lisäksi yleisen taloustilanteen ollessa aneeminen, oli myös toimistotarvikkeiden markkinat omassa murroksessaan, kun ankara hintakilpailu ajoi pienempiä toimijoita ahtaalle ja muun muassa digitalisaatio vei jalansijaa perinteisiltä työpaikatuotteilta.

## Tuloskäännä lähti vuonna 2018

Vuonna 2018 yhtiön tuloskäännä lähti kunnolla käyntiin yhtiön raportoidessa selvästi paremman tuloksen kuin vuonna 2017. Yhtiö paransi

kannattavuuttaan merkittävästi, mutta liikevaihto oli vielä laskussa alhaisen messuliiketoiminnan myyntien vuoksi. Liikevaihto laski vuonna 2018 noin 2 % 55,9 MEUR:oon edellisvuoden vastaavan jakson 56,9 MEUR:sta. Liikevaihdon laskun syynä oli pääasiallisesti messuliiketoiminnan kausiluonteisuudesta johtuva alhaisempi aktiviteetti, kun messuja järjestetään parittomina vuosina enemmän kuin parillisina vuosina. Uusiasiakashankinnassa onnistuttiin yhtiön mukaan hyvin, mutta se ei pystynyt paikkaamaan muun liikevaihdon laskua.

Yhtiön myyntikate parani selvästi paremman tuotemixin myötä 35,2 %:iin vuoden 2017 33,8 %:sta. Myyntikatteen parantuminen johtui alkuvuoden messuhankkeiden lisämyynneistä sekä myyntikatetta parantavien toimenpiteiden onnistumisesta liike- ja toiminta-alueilla. Kulut myös laskivat vertailukaudesta, johtuen yhtiön suorittamista kustannussäästötoimenpiteistä. Myyntikatteen nousun ja kulujen laskun myötä yhtiön kannattavuus parani ja liikevoitto nousi 1,5 MEUR:oon (2017: 0,07 MEUR) ja EBIT-% nousi 2,7 %:iin (2017: 0,1 %).

Yhtiö toteutti myös strategiansa mukaisesti yritysoston vuonna 2018 ostamalla Mavecom Palvelut Oy:n. Mavecom myy ja tuottaa Canon Business Center tulostuspalveluja, tiedonhallintaratkaisuja, ICT-ulkoistusratkaisuja sekä suurkuvatulostusta. Mavecom Palvelut Oy vastaa Canon Business Center toiminnasta pääkaupunkiseudulla, jossa sillä on merkittävä määrä asiakkaita. Yhtiön liiketoiminta on suhteellisen vakaata ja ennustettavaa pitkien

asiakassopimuksien (arviolta noin 3 vuotta) ja huolto liiketoiminnan myötä. Mavecom on liittynyt osaksi Wulffin Sopimusasiakas-segmenttiä ollen oiva esimerkki yhtiön kasvustrategian toteutuksesta mahdollistaen muun muassa sopimusasiakaskonseptin kehittämisen ja laajentamisen uusilla tuotteilla sekä palveluilla.

## Vuosi 2019 jatkanut tuloskäännettä

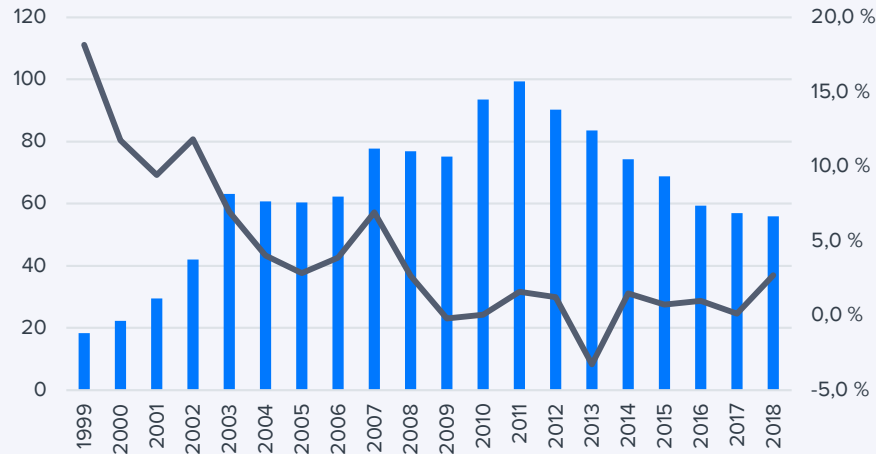
Vuoden 2019 aikana tulosparannus on jatkunut aikaisempaa paremman messuvuoden ja Mavecom yrityskaupan tuoman kasvun myötä.

Liikevaihto vuonna 2019 on ensimmäisen kolmen kuukauden aikana kasvanut vertailukaudesta noin 0,5 %:lla 41,3 MEUR:oon. Kasvua on ajanut eritoten Mavecom Palveluiden yritysosto ja alkuvuonna hyvin sujunut messumyynti, joka tosin näytti kolmannella kvartaalilla jo hidastumista. Kuluvan vuoden messumyynnit näyttäisi osuneen toiselle kvartaalille ja siksi myös Q4:n liikevaihdossa voi olla laskupaineita. Messujen ajoittuminen ja liikevaihdon kertymiseen liittyy Wulffin tapauksessa aina epävarmuutta ja se saattaa vaikuttaa yhtiön tulokseen merkittävästi.

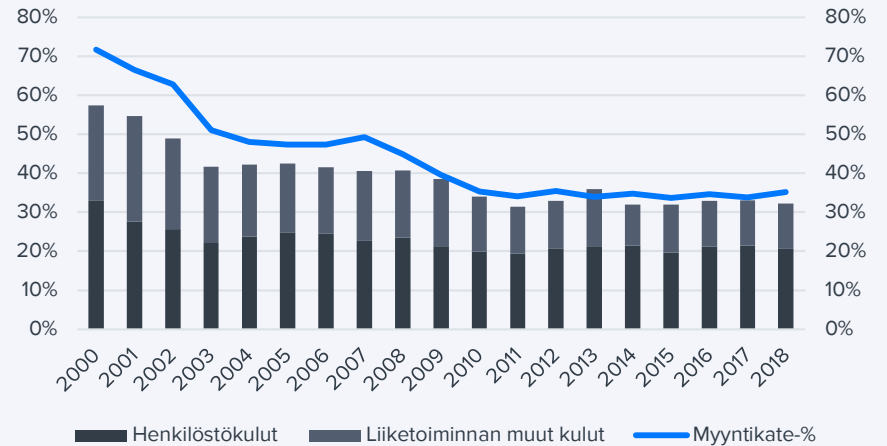
Kannattavuus on sen sijaan kasvanut voimakkaammin. Syyskuuhun mennessä oikaistu liikevoitto on noussut noin 11 % vertailukauteen nähden ollen noin 1 MEUR (EBIT-%: 2,3 %). Kannattavuuden nousuun on vaikuttanut etenkin hyvä messumyynti alkuvuonna ja tulostuspalveluiden kasvava osuus yhtiön liiketoimintamixistä.

# Taloudellinen tilanne

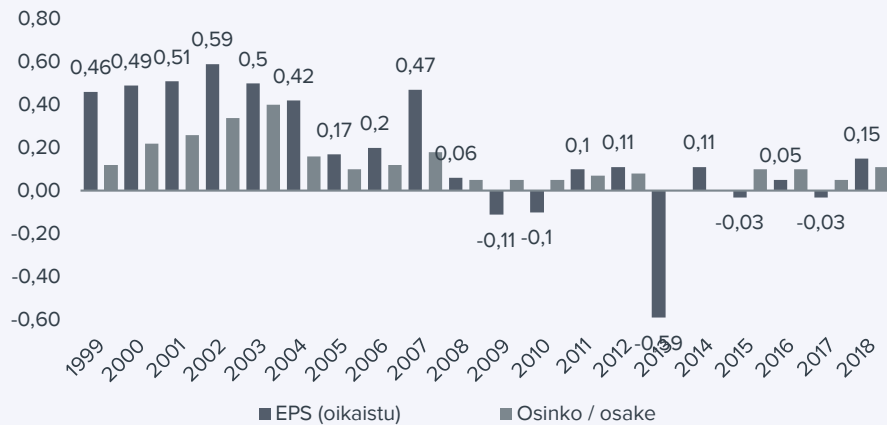
### Liikevaihto ja EBIT-%



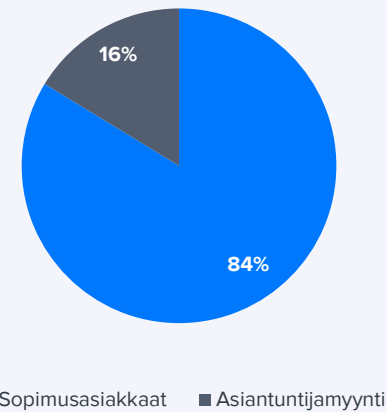
### Kustannusrakenteen kehitys



### Osakekohtainen tulos ja osinko



### Liikevaihdon jakauma





# Taloudellinen tilanne 2/3

## Kustannusrakenne

Wulffin kustannusrakenne on suhteellisen yksinkertainen. Yhtiön ilmoittama myyntikate kertoo yhtiön ostamien ja myymien tuotteiden välisen erotuksen vähentämällä liikevaihdosta materiaalit sekä palvelut ja vuonna 2018 myyntikateprosentti oli 35,2 %. Myyntikatteen alla yhtiön kulut jakautuvat kahteen erään: henkilöstökuluihin ja liiketoiminnan muihin kuluihin.

Henkilöstökulut olivat vuonna 2018 20,7 % liikevaihdosta. Yhtiöllä oli 2018 lopussa 191 työntekijää ja keskimääräinen henkilöstökustannus oli noin 60 000 euroa per henkilö. Henkilöstökulut ovat hieman laskeneet viime vuosien tasosta kustannussäästötoimenpiteiden vuoksi. Suurin osa (noin 54 % 2018) henkilöstöstä on myyntihenkilöstöä, joilla on kannusteet kasvattaa omaa työpanostaan, jotta he voisivat itse ansaita paremmat tulot. Yhtiö ei näe henkilöstökulujen tasossa enää merkittävää parannusvaraa tulevaisuudessa. Yhtiö on myös viestinyt harkitsevansa ennemmin työvoiman lisäämistä kuin työntekijöiden vähentämistä.

Liiketoiminnan muut kulut pitävät sisällään mm. vuokrat, matkakulut, markkinoinnin ja IT:n. Arvioimme mukaan näistä kuluista hieman yli puolet kasvaa liiketoiminnan kasvun mukana käsi kädessä (mm. matka, markkinointi, logistiikka ja IT) ja vastaavasti noin puolet ovat varsin kiinteitä ja niiden osuus yhtiön liikevaihdosta skaalautuu alaspäin mahdollisen liikevaihdon kasvun myötä (mm. vuokrat). Vuonna 2018 liiketoiminnan muut

kulut olivat 11,6 % liikevaihdosta. Isoin osa-alue kuluista on matkakorvauksilla ja autokuluilla, joita syntyy, kun myyjät kiertävät asiakkaiden luona. Nämä kulut ovat laskeneet vuoden 2019 aikana merkittävästi, kun IFRS 16 -muutosten myötä, kun toimitila- ja laitevuokrat siirtyivät kuluista poistoihin.

Liiketoiminnat poistot ovat olleet pienet historiassa, mutta nyt yhtiön ostettua kiinteistöjä ja IFRS 16 -muutoksien nostaessa poistoja, nousevat ne merkittävästi. Ensimmäisen kolmen kvartaalin aikana yhtiö on tehnyt poistoja noin 1,1 MEUR:lla. Kiinteistöjen ostojen myötä arvioimme vuokrakulujen poistolla olevan merkittävä vaikutus myös tulevaisuudessa alentuvina liiketoiminnan muina kuluina. Velalla rahoitetut kiinteistökaupat nostavat rahoituskuluja ja tuovat kiinteistöjen hoitokuluja, mutta kokonaisuudessaan järjestelyjen tulisi parantaa yhtiön kannattavuutta pitkällä aikavälillä.

## Kiinteistökaupat muuttivat taserakennetta

Wulffin tase-asema on suhteellisen vahva lähdeettäessä vuoteen 2020. Yhtiö velkojen määrä on tosin kasvanut kiinteistökauppojen ja Mavecom Palvelut -yritysoston myötä, mutta antaa vielä liikkumavaraa edetä strategiassa.

Taseen pitkäaikaisten varojen puolella isoin erä vuonna 2018 oli liikearvo noin 8,2 MEUR:llaan edustaen noin 30 % yhtiön taseen loppusummasta. Vuoden kolmen ensimmäisen kvartaalin aikana varoihin on tullut myös merkittävä määrä kiinteistöjä. Näin ollen aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet ovat kasvaneet noin 8,2 MEUR:oon menen ohi liikearvon

pitkäaikaisten varojen isoimpana taseryhmänä. Yhtiö on ostanut vuoden aikana vuokralla olleen Ruotsin logistiikkakiinteistönsä ja uuden pääkonttorinsa Espoosta.

Lyhytaikaisissa varoissa suurimmat erät ovat yhtiön varasto sekä myyntisaamiset, jotka olivat vuoden 2018 lopussa molemmat noin 7-8 MEUR eli noin 30 % taseen loppusummasta. Varastojen absoluuttinen arvo on laskenut vuoden 2011 jälkeen selvästi, kun yhtiön liiketoiminta on kutistunut. Varastoa on jouduttu vuosien varrella myös alaskirjaamaan, kun yhtiö on luopunut heikommin kannattavista tuote-alueista. Varastoon saattaa jäädä hitaasti kiertäviä tuotteita, jolloin kasvaa myös riski siitä, että varastohyödykkeiden tasearvo ylittää niistä saatavan realisointihinnan, joka aiheuttaa alaskirjauksia. Wulff seuraa vuosittain heikkokatteisten tuotteiden kehitystä sekä kiertonopeuksia, jotta yllättäviltä muutoksilta varaston arvossa vältyttäisiin. Tulevaisuudessa uskomme yhtiön varaston pienenevän hieman palveluiden kasvattaessa osuuttaan liiketoiminnasta ja varaston sekä tuotteiden kiertonopeuden kehittyvän myönteiseen suuntaan, kun varastohallinta paranee.

Yhtiön kassassa oli vuoden 2018 lopussa 0,4 MEUR ja on suhteellisen alhainen liiketoiminnan kasvutavoitteisiin nähden. Yhtiö on kuitenkin pystynyt pitämään kassan loppuvuoden tasolla koko vuoden 2019. Yhtiön loppuvuosi on yleensä yhtiölle kassavirran kannalta paras aika, joten näemme kassatilanteen parantuvan tämän myötä loppuvuonna vertailukaudesta.

# Taloudellinen tilanne 3/3

## Velkaantuneisuus kasvanut merkittävästi

Yhtiön oma pääoma oli vuoden 2018 lopussa 12,1 MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä oli 2,4 MEUR. Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli vuoden 2018 lopussa 11 MEUR ja nämä erät ovat suurelta osin ostovelkoja ja ennakkomaksuja. Yhtiö rahoittaa toimintaansa pääosin ostovelalla ja pyrkii neuvottelemaan paremmat ostoehdot itselleen kuin mitä he tarjoavat asiakkailleen. Isona toimijana Suomessa yhtiöllä on jonkin verran neuvotteluasemaa, mutta isojen kansainvälisten toimittajien kanssa näemme Wulffin joutuvan joustamaan maksuehdoissa. InterACTION - yhteisosto-organisaation avulla uskomme Wulffin kuitenkin pystyvän vähintään pitämään kiinni nykyisistä maksuehdoistaan.

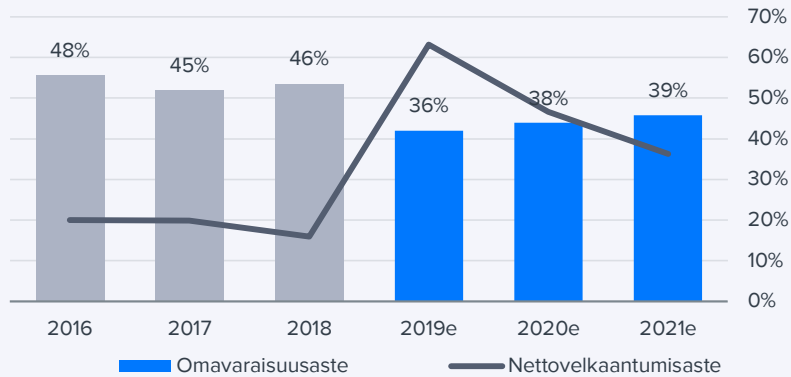
Vuoden 2019 ensimmäisen kolmen kvartaalin aikana korolliset velat ovat kasvaneet merkittävästi kiinteistökauppojen myötä. Yhtiön korolliset velat ovat nousseet noin 11,5 MEUR:oon. Tästä noin 1,3 MEUR on IFRS 16 -muutoksista johtuvaa vuokrasopimusvelkaa.

Wulffin nettovelkaantumisaste oli vuoden 2018 lopussa 16 % omavaraisuuden ollessa 49 %. Vuoden 2011 nettovelkaantumisasteesta (41 %) ja omavaraisuusasteesta (40 %) tase on kehittynyt terveempään suuntaan vuosien saatossa. Vuonna 2019 yhtiö on aktivoitunut velanotossa alhaisen rahan hinnan myötä ja nettovelkaantumisaste on noussut 94 %:iin Q3'19 lopussa. Samalla omavaraisuusaste on laskenut 36 %:iin. Tähän vaikuttaa huomattavasti kiinteistöinvestointien (5,7 MEUR) myötä kasvaneen velan määrän lisäksi

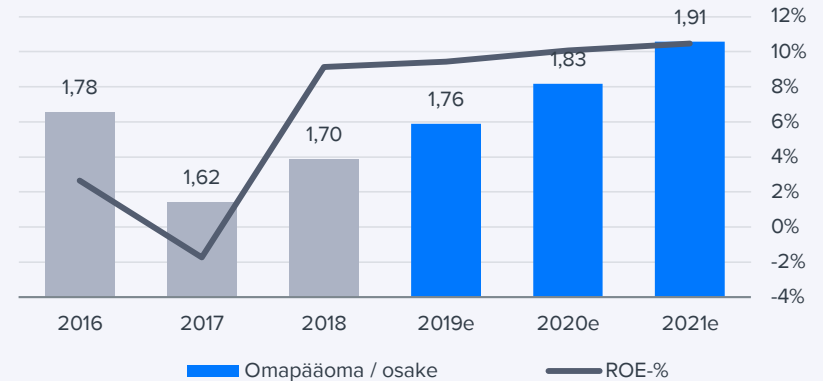
myös IFRS 16 -muutokset. IFRS 16 -muutoksen myötä omavaraisuusaste laski 1,5 % ja nettovelkaantumisaste nousi 11,2 %. Siitä huolimatta velkaantuneisuus on nyt jo hieman koholla ja yhtiön on pidettävä kassavirtansa positiivisena ja tuloksensa noususuunnassa, että kasvanut velkataakka ja rahoituskulut voidaan kattaa.

# Taloudellinen tilanne

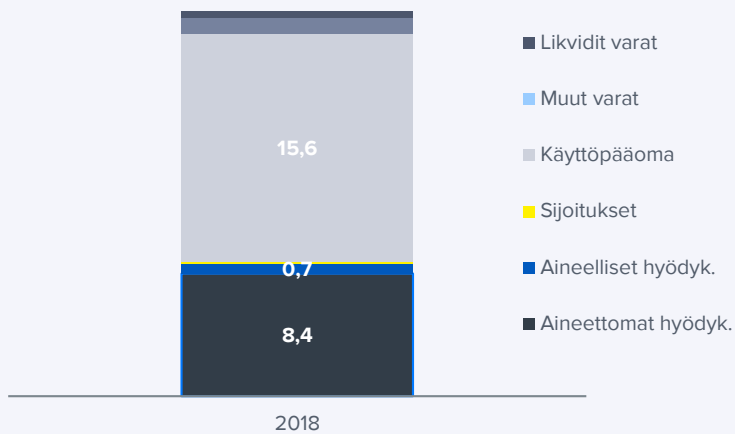
## Taseen avainlukujen kehitys



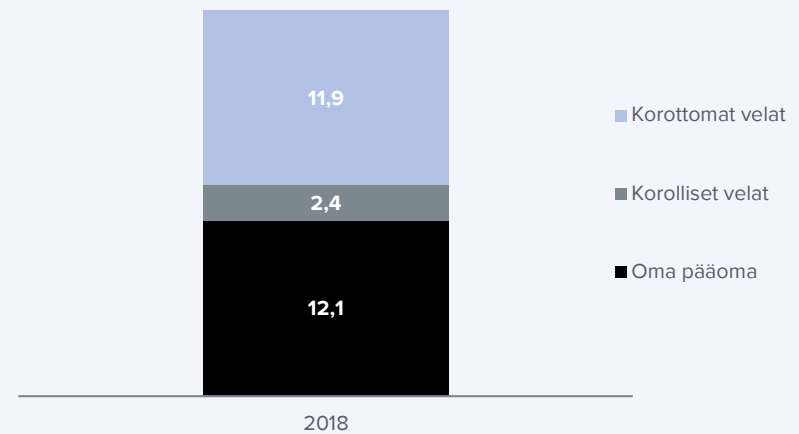
## Oma pääoma / osake ja ROE-%



## Vastaavaa



## Vastattavaa



# Ennusteet 1/3

## Liikevaihdon kasvu seuraava askel

Wulffin strategia on kasvaa liikevaihdolla mitattuna keskimäärin noin 5-10 % vuotuista tahtia. Tämän lisäksi yhtiö tavoittelee liikevoittomarginaalin eli suhteellisen kannattavuuden parantamista. Näemme yhtiön kustannussäästötoimenpiteiden olevan pitkälti loppupuolella ja seuraavaksi tuloskasvua tullaan hakemaan aggressiivisemmin liikevaihdon kasvun kautta. Samalla näemme parempikatteisten tuotealueiden lisääntymisen nostavan suhteellista kannattavuutta hieman, mutta siinä parannusvaran olevan nykyisillä tuotealueilla vielä maltillista.

## Vuosi 2018 näytti suuntaa kuluvalle vuodelle

Vuosi 2018 oli yhtiölle edellisiä vuosia selkeästi parempi, varsinkin kannattavuuden osalta ja se näytti suuntaa yhtiön tuloskasvulle ja tuloskäänteelle. Tuloskäänteelle toteutui odotuksiamme hieman vahvemmin eikä vuoden 2019 kolmen ensimmäisen kvartaalin aika selkeää muutosta heikompaan ole tapahtunut. Viimeisimmän kolmen kvartaalin aikana selvästi odotuksia enemmän heikentynyt liikevaihto laski kuitenkin odotuksiamme merkittävämmästä tulosparannuksesta tänä vuonna. Viime vuonna Q4 oli myös hyvin vahva historialliseen suoritukseen nähden osin vahvan messumyynnin ansiosta emmekä odota samankaltaista kuluvalta vuodelta. Muuten parantunut kulutehokkuus ja kasvanut myynti hyväkateisissa tuotealueissa pitää kuitenkin liikevoiton ennusteissamme kasvussa vertailukauteen nähden. Liikevaihdon kasvun odotamme kuitenkin olevan vielä matalaa,

mutta nousevan kuitenkin vuoden viimeisellä kvartaalilla vahvan myynnin ansiosta.

Ennustamme Wulffin liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 1,2 %:lla 56,6 MEUR:oon (2018: 55,9 MEUR). Liikevaihdon pieni kasvu syntyy vuoden 2018 elokuussa toteutuneen Mavecom-yrityskaupan ja hieman vertailukautta vahvemman messuliiketoiminnan myötä. Kasvun ajurina näin toimii yhtiön Sopimusasiakkaat-segmentti, jossa pyritään vahvistamaan strategian mukaisesti tuotetarjontaa seuraavina vuosina huomattavasti. Segmentin kasvu perustuu hyvin pitkälti uusien asiakkaiden lisääntymiseen ja olemassaolevien asiakkaiden tuotetarjonnan kasvattamiseen ja Mavecom yrityskaupan tuomiin ristiinmyyntimahdollisuuksiin. Lisäksi yhtiö hakee tehokkuuden lisääntymistä (liikevaihto/työntekijä) kasvua lisäämällä mm. digitalisaation osuutta myyntityössään. Asiantuntijamynti-segmentin ennustamme pysyvän vertailukauden tasolla.

Wulffin myyntikatteen ennustamme nousevan tänä vuonna 35,4 %:iin (2018: 35,2%) kireän hintakilpailun matillistuksessa ja tuotemixin hieman parantuessa, kun samalla segmenttien liikevaihto-osuudet pysyvät suhteellisen samoina. Myyntimixin parantumiseen vaikuttaa yhtiön panostaminen hyvin kannattaviin tuotealueisiin, joihin kuuluu muun muassa turvallisuus-, siisteys-, ergonomia- ja Catering-tuotteet sekä yhtiön oman tuotemerkin, Q-Connectin, lisääminen.

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Oikaistun liikevoiton kehitys



## Ennusteet 2/3

Yhtiön henkilöstökulujen ennustamme kasvavan tänä vuonna hieman noin 12 MEUR:oon, kun yhtiö on saanut toteutettua suurimmat säästötoimenpiteensä henkilöstönsä suhteen. Yhtiö on myös vihjannut harkitsevansa lisärekrytointeja, jonka uskomme kasvattavan kuluja seuraavina vuosina. Yhtiön muiden kulujen uskomme laskevan tänä vuonna noin 5 MEUR:oon (2018: 6,3 MEUR) tehostamistoimien, IFRS 16 -muutosten ja vuokratulujen laskun myötä.

Kannattavuuden osalta odotamme yhtiön vertailukelpoisen (oikaistu) liikevoiton nousevan 1,8 MEUR:oon viime vuoden 1,5 MEUR:sta. Oikaistun liikevoittomarginaalin odotamme nousevan 3,2 %:iin (2018: 2,7 %). Rahoituskulujen ennustamme nousevan edellisvuodesta noin 0,4 MEUR:oon (2018: 0,3 MEUR) IFRS 16 -muutosten ja nousseen velkamäärän myötä.

Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme olevan tänä vuonna 0,18 euroa. Yhtiön hamuama aktiivinen ja kasvava osinkopolitiikka huomioiden arvioimme yhtiön jakavan osinkoa 0,11 euroa (2018: 0,10 euroa).

### Ohjeistus ennakoi kannattavuuden nousevan

Yhtiö ennakoi ja ohjeistaa vuodelle 2019 vertailukelpoisen liikevoiton nousevan vertailukaudesta (2018: 1,5 MEUR). Rullaavan 12 kuukauden summan mukaan yhtiön oikaistu liikevoitto oli syyskuun lopussa noin 1,6 MEUR, joten yhtiö on vertailukauden tasolle yltäessään matkalla ohjeistukseensa. Ohjeistukseen pääsyyn liittyy kuitenkin mielestämme pieni riski, sillä

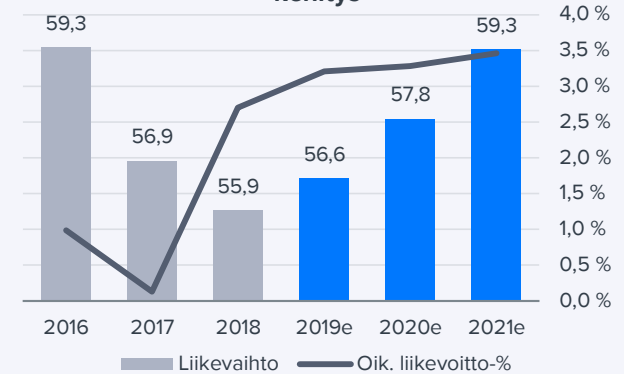
yhtiöllä oli vuoden 2018 Q4:llä arviomme mukaan joitain messumyynntejä, joita ei enää tälle vuodelle odoteta merkittävästi toteutuvan. Messumyynnit voivat näin heiluttaa tulosta merkittävästi kuten olemme jo aikaisemmin todenneet. Pääosin odotamme loppuvuoden parannuksen kuitenkin syntyvän paremman katekateen omaavien tuotteiden kasvavan osuuden myötä.

### 2020-2021: pientä kasvua ja parempaa kannattavuutta

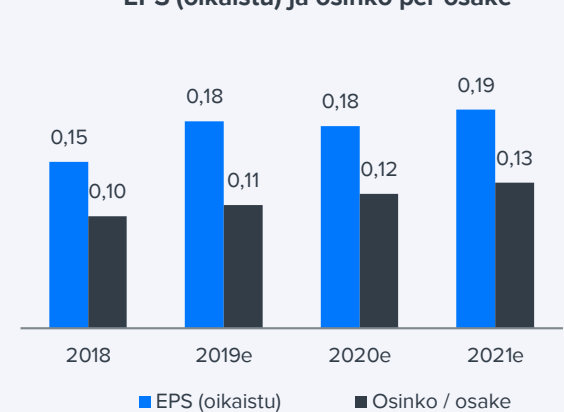
Ennustamme liikevaihdon lähtevän vuosina 2020-2021 pienoiseen kasvuun, jossa ajurina toimivat uusasiakashankinta ja uusien tuotealueiden menekki. Odotamme orgaanisen kasvun jäävän kuitenkin matalaksi yhtiön taantuvilla markkinoilla. Lisäksi Suomen tai Pohjoismaiden talouskasvunäkymät ovat maltilliset ja riskit hidastumiselle ovat olemassa. Yritystoin yhtiöllä on mahdollisuudet kasvaa tavoitteisiinsa (5-10 %:n kasvu vuosittain), ja yhtiö onkin korostanut niiden mahdollisuuden merkitystä. Osa ennustamastamme orgaanisesta kasvusta syntyy jo aiemmin toteutetun Mavecom yrityskaupan kasvaneesta myynnistä Wulffin asiakaskunnan kanssa. Yrityskauppa on käsityksemme mukaan edennyt integraation suhteen hyvin, kun molempien yhtiöiden tuoteportfoliot täydentävät toisiaan ja ristiinmyynnille on kysyntää.

Kokonaisuutena vuonna 2020 ennustamme liikevaihdon kasvavan noin 2,2 %:lla 57,8 MEUR:oon ja vuonna 2021 kasvavan noin 2,5 %:lla 59,3 MEUR:oon.

### Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



### EPS (oikaistu) ja osinko per osake



## Ennusteet 3/3

Yhtiön tulostekäänne myötä parantunut kustannustehokkuus ja Wulffin myyntimixin parantuminen tukevat yhtiön kannattavuuden parantumista kulujen kasvaessa liikevaihtoa hitaammin. Odotamme yhtiön myyntikatteen nousevan maltillisesti 35,5 %:iin (2019e: 35,4 %). Keskiössä yhtiöllä on löytää uusia tuotealueita, mutta täytyy muistaa, että suurin osa liikevaihdosta syntyy matalakatteisemmasta Sopimusasiakas-segmentinmyynnistä. Tämän segmentin tuotevalikoimaan pyritään kuitenkin lisäämään myös parempikatteisia tuotteita.

Oikaistun liikevoittomarginaalin odotamme nousevan hieman noin 3,3 %:iin vuonna 2020 ja edelleen vuonna 2021 noin 3,5 %:iin johtuen korkeammasta liikevaihdon tasosta, marginaalisesti paremmasta myyntikatteesta ja kulurakenteen pienestä skaalautuvuudesta. EPS ennusteemme vuosille 2020-2021 on 0,18 ja 0,19 euroa ja osinkoennusteemme 0,12 ja 0,13 euroa.

### Pitkän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2022 alkaen odotamme markkinatilanteen jatkuvan hyvin edellisvuosien kaltaisena ja hitaan kasvun aikakauden jatkuvan. Odotamme pidemmällä aikavälillä markkinan kohtaavan selvää keskittymistä ja pienien toimijoiden jäävän isojen jalkoihin tai yritysostojen kohteeksi. Isojen toimijoiden kesken markkinaosuuksista tullaan käymään ankara taistelu ja uskomme hinnan olevan isoimpia kilpailutekijöitä. Arviomme mukaan Wulffin strategia panostaa uusien tuotteiden kehittämiseen parantaa mahdollisuuksia pärjätä

aikaisempia vuosia paremmin taantuvassa tai laskevassa markkinassa.

Liikevaihdon kasvuennusteemme 2022 on 1,5 % ja hidastuu pidemmällä aikavälillä toimialalle kestävämmälle 1,0 %:n tasolle. Kannattavuuden uskomme nousevan 4,0 %:n liikevoittomarginaalin tasolle ja tasaantuvan noin 2,5 %:iin nykyisen tuotetarjooman ja liiketoimintarakenteen potentiaalinen myötä.

### Lähivuosien tulokasvu +10 %

Ennusteillamme yhtiön vuosien 2018-2020 tulokasvu on vuosittain keskimäärin noin 10 % (CAGR-%). Liikevaihdon hitaan kasvun myötä kannattavuusparannus nousee lyhyellä aikavälillä entistä tärkeämpään osaan. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on mahdollisuudet nostaa liikevoittomarginaali lähemmäs toimialan keskitasoa noin 5 %:iin, mutta emme ole vielä valmiita nykyisillä näytöillä nojaamaan tähän täysimääräisesti. Uusilla palvelualueilla liikevoitto-%:n nosto tästä korkeammallekin on myös mahdollista (tulostepalvelut, ergonomia). Pidemmällä aikavälillä tulokasvun aikaansaamiseksi yhtiön pitää kuitenkin myös laajentua, sillä loputtomasti suhteellista kannattavuutta ei voi kasvattaa. Vaikka yhtiön tulostekäänne on vuosien 2018 ja 2019 aikana kehittynyt myönteiseen suuntaan, liittyy lähivuosien tulokasvuun kuitenkin mielestämme vielä selkeää epävarmuutta. Yhtiön historiallinen suoritustaso on ollut pitkään heikolla tasolla, markkinakasvu on hidasta tai hiipuvaa ja hintakilpailu perinteisillä sekä uusilla tuotealueilla

on kovaa. Lisäksi messuliiketoiminnan suuri osuus ja kausivaihtelut aiheuttavat merkittävää epävarmuutta tietyn vuoden tulostasolle.

# Kvartaaliennusteet

<b>Tuloslaskelma</b>	<b>2017</b>	<b>Q1'18</b>	<b>Q2'18</b>	<b>Q3'18</b>	<b>Q4'18</b>	<b>2018</b>	<b>Q1'19</b>	<b>Q2'19</b>	<b>Q3'19</b>	<b>Q4'19e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
<b>Liikevaihto</b>	<b>56,9</b>	<b>14,3</b>	<b>13,8</b>	<b>13,0</b>	<b>14,8</b>	<b>55,9</b>	<b>13,8</b>	<b>15,4</b>	<b>12,0</b>	<b>15,3</b>	<b>56,6</b>	<b>57,8</b>	<b>59,3</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-1,5	-1,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
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	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,05</b>	<b>0,15</b>	<b>0,01</b>	<b>0,06</b>	<b>0,01</b>	<b>0,10</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,19</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,05</b>	<b>0,15</b>	<b>0,01</b>	<b>0,06</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,10</b>	<b>0,16</b>	<b>0,18</b>	<b>0,19</b>

<b>Tunnusluvut</b>	<b>2017</b>	<b>Q1'18</b>	<b>Q2'18</b>	<b>Q3'18</b>	<b>Q4'18</b>	<b>2018</b>	<b>Q1'19</b>	<b>Q2'19</b>	<b>Q3'19</b>	<b>Q4'19e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-4,0 %	-7,0 %	1,7 %	6,6 %	-6,3 %	-1,8 %	-2,9 %	11,9 %	-7,8 %	3,1 %	1,2 %	2,2 %	2,5 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-87,3 %	87,2 %	-227,8 %	-297,0 %	95,2 %	1937,8 %	-27,7 %	65,8 %	-20,9 %	33,3 %	20,4 %	4,5 %	8,2 %
<b>Käyttökate-%</b>	0,8 %	2,6 %	3,2 %	2,0 %	5,8 %	3,5 %	4,0 %	6,0 %	3,6 %	8,0 %	5,6 %	5,9 %	5,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	0,1 %	1,9 %	2,4 %	2,0 %	4,3 %	2,7 %	1,4 %	3,6 %	1,7 %	5,6 %	3,2 %	3,3 %	3,5 %
<b>Nettotulos-%</b>	-0,3 %	1,0 %	1,9 %	1,9 %	2,5 %	1,8 %	0,7 %	2,8 %	-0,8 %	4,5 %	2,0 %	2,2 %	2,3 %

Lähde: Inderes

# Tase

## Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>9,1</b>	<b>10,3</b>	<b>17,3</b>	<b>16,2</b>	<b>15,3</b>
Liiketarvo	6,8	8,2	8,2	8,2	8,2
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	0,5	0,7	7,8	6,7	5,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>15,8</b>	<b>16,1</b>	<b>17,2</b>	<b>17,9</b>	<b>18,5</b>
Vaihto-omaisuus	7,0	7,2	6,8	6,4	6,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	8,7	8,4	8,5	8,7	8,9
Likvidit varat	0,2	0,5	1,9	2,9	3,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>24,9</b>	<b>26,4</b>	<b>34,5</b>	<b>34,1</b>	<b>33,8</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>11,1</b>	<b>12,1</b>	<b>12,5</b>	<b>12,8</b>	<b>13,2</b>
Osakepääoma	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Kertyneet voittovarot	0,2	0,7	1,2	1,7	2,2
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	7,9	8,3	8,3	8,3	8,3
Vähemmistöosuus	0,4	0,4	0,3	0,2	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>6,8</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Lainat rahoituslaitoksilta	1,7	1,3	5,8	5,4	5,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>12,1</b>	<b>12,1</b>	<b>15,2</b>	<b>14,9</b>	<b>14,7</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,7	1,2	4,0	3,5	3,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,1	8,8	9,0	9,2	9,5
Muut lyhytaikaiset velat	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>24,9</b>	<b>26,4</b>	<b>34,5</b>	<b>34,1</b>	<b>33,8</b>



# Arvonmääritys

## Absoluuttiset arvostuskertoimet arvonmäärityksen tukijalka

Käytämme arvonmäärityksessämme pääosin hyödyksi yhtiölle haarukoimaamme absoluuttista arvostustasoa. Hinnoittelimme Wulffin osaketta pääsääntöisesti tulos- ja käyttökatepohjaisten arvostuskertoimien kautta, sillä yhtiön operatiivinen liiketoiminta ei vaadi merkittäviä investointeja. Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia. IFRS 16 -muutokset ovat kuitenkin hieman sotkeneet vertailtavuutta edellisiin vuosiin. Laskelmiemme mukaan EV/EBITDA-tunnusluku laski jopa kolmanneksen käyttökatteen nousun ollessa EV:n nousua voimakkaampaa. Otamme tämän huomioon hyväksyttävissä tasoissa.

Pidämme Wulffille hyväksyttävänä arvostustasohaarukkana 7-11x P/E-kerrointa ja noin 5-7x EV/EBITDA-kerrointa. Arvostuskertoimien taso voi olla liian varovainen tuloskasvun ja tuloskäänteen mennessä odotuksiamme vahvemmin, mutta nojaamme mieluummin yhtiön tuloksen käänteeseen kuin yhtiön arvostuskertoimien merkittävään nousuun. Totuus on kuitenkin, että yhtiön markkinan kasvunäkymät ovat heikot, ja ennen merkittäviä uudistuksia tai uusia liiketoiminta-alueita, kertoimet tulevat olemaan isosta tuloskasvupotentiaalista huolimatta alhaisia muuhun markkinaan nähden. Lisäksi Wulffin pieni koko ja vähäinen likviditeetti lisäävät arvostuksessa tarvittavaa turvamarginaalia.

## Arvostuskertoimissa ei nousuvaraa

Katseemme alkavat pikkuhiljaa kääntymään jo vuoteen 2020 ja sen odotettuun tuloskasvuun, mutta tarkastelemme myös kuluvaan vuoden arvostusta. Vuodelle 2019 Wulffin osakkeelle on mielestämme vaikea löytää selkeitä nousuajureita (2019e: P/E (oik.): 10x ja EV/EBITDA (oik.) 6x). Odotamme vuodelle 2020 pientä parannusta yhtiön liikevaihtoon ja suhteelliseen kannattavuuteen, mutta tulosparannus jää pieneksi eikä arvostus laske käytännössä ollenkaan (2020e: P/E (oik.): 10x ja EV/EBITDA (oik.): 5,5x).

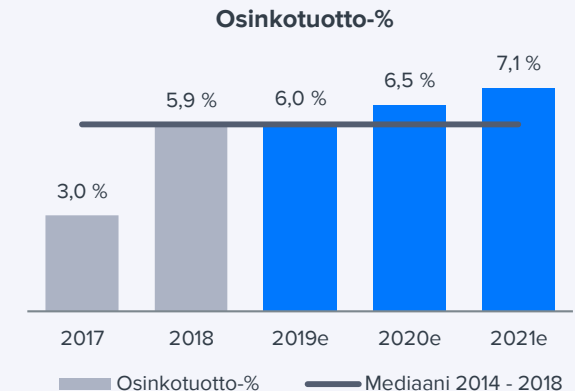
Nykyisellä tavoitehinnallamme yhtiö on käsityksemme mukaan neutraalisti hinnoiteltu ja osakkeen tuotto tulee muodostumaan tuloskasvusta. Tuloskasvun potentiaalin tulee kuitenkin realisoitua odotuksiamme paremmin, jotta voisimme nähdä yhtiössä nousuvaraa arvostuskertoimien perusteella.

## Osinko hyvällä tasolla ja tukee osaketta

Odotamme Wulffin jatkavan osingonmaksulinjaansa ja ennustamme osingon kasvavan lähivuosina. Korostamme kuitenkin osingon olevan vahvasti riippuvainen yhtiön tuloksentekevyydestä, sillä nyt yhtiö jakaa ison osan tuloksestaan ulos (osinko/tulos-% 2019e: 68 %). Mikäli yhtiön tulos jää lähivuosina ennustamastamme kehityksestä, niin vuotuinen osinko tulee todennäköisesti myös jäämään ennusteestamme. Ennusteillamme lähivuosien osinkotuotto on kuitenkin yli 6 % tukien yhtiön tuotto-odotusta rajaten merkittäväntä laskuvaraa.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	1,84	1,84	1,84
Osakemäärä, milj. kpl	6,91	6,91	6,91
Markkina-arvo	13	13	13
Yritysarvo (EV)	21	19	18
P/E (oik.)	10,0	10,2	9,4
P/E	11,3	10,2	9,4
P/Kassavirta	neg.	4,1	5,1
P/B	1,0	1,0	1,0
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	6,3	5,5	5,3
EV/EBIT (oik.)	11,5	10,0	8,6
Osinko/tulos (%)	67,5 %	66,3 %	66,6 %
Osinkotuotto-%	6,0 %	6,5 %	7,1 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

# Arvonmääritys

## Wulffin vertailuryhmä

Wulffille on haastavaa löytää hyvää verrokki-ryhmää, sillä Pohjoismaissa ja Euroopassa on hyvin vähän listattuja työpaikkatuotteita myyviä yrityksiä. Pohjoismaista ei löydy yhtään selkeää verrokkia ja Suomesta verrokkiryhmään on valittu Martela Oyj, joka pääsääntöisesti toimii toimistokalusteiden myynnissä. Olemme valinneet verrokkiryhmäämme tunnettuja kansainvälisiä toimistotarvikeryityksiä, jotka ovat joko työpaikkatuotteiden tai muiden Wulffin tuotekategoriaan kuuluvien tuotteiden myyjiä. Tällaisia ovat mm. Yhdysvalloissa Office Depot Inc, Ennis Inc ja Acme United Corp. Office Depot myy toimistotarvikkeita ja työpaikkatuotteita, ja on mielestämme liiketoiminnallisesti suurin verrokki Wulffille. Ennis Inc myy pääasiassa tulostustarvikkeita, joka on yksi Wulffin myydyimpiä tuotteita. Acme United taas keskittyy mittauss-, leikkaus- ja turvatuotteiden myyntiin kouluille ja työpaikoille.

## Wulffin arvostus

Wulffin arvostuksessa suhteessa verrokkeihin on otettava ainakin seuraavat asiat huomioon:

- Merkittävin osa Wulffin liikevaihdosta tulee Pohjoismaista ja etenkin Suomesta, ja yhtiö on toistaiseksi vahvasti riippuvainen Suomen taloudesta toisin kuin suurin osa verrokeista
- Suuret tässä esitetyt verrokkit ovat markkina-arvoltaan moninkertaisia Wulffiin nähden ja niiden riskiprofiili on siten huomattavasti pienempi

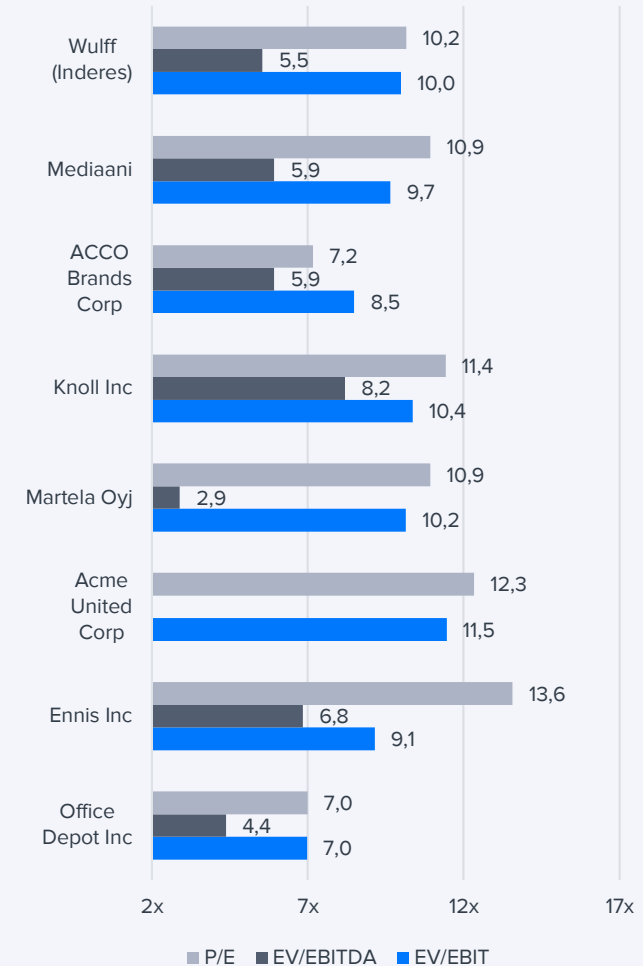
- Yhtiöiden taserakenteet eroavat toisistaan ja vähentää vertailukelpoisuutta tasepohjaisilla luvuilla samalla tehden yritysten riskiprofiileista erilaiset
- Wulffin pieni likviditeetti ja vahva omistamisen keskittyminen lisäävät omistukseen ja arvonmuodostumiseen liittyviä riskejä

## Wulffin verrokkien arvostus

Verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) 2019-2020e EV/EBITDA kerroin on 6x ja P/E-kerroin on 12x. Wulff ansaitsee mielestämme selvästi verrokkiryhmää alhaisemmat kertoimet ja pidämme parhaimpana vertailukohtana Office Depot Inc:n kertoimia. Yhtiön tuloskäänteen onnistuneen alun ja parantuneen luottamuksen myötä alkuperäinen noin 20 %:n hyväksytty diskonttomme on pienentynyt huomattavasti. Pidämme kuitenkin pientä noin 5-10 % diskonttoa edelleen perusteltuna Wulffin osakkeelle edellämmainittujen verrokkiryhmään liittyvien erojen vuoksi. Nykyinen arvostus vastaa noin 11 % diskonttoa vuosien 2019-2020 kertoiimiin nähden, joten siinä ei ole merkittävää nousuvaraa. Jos Wulffin arvostusta vertaa liiketoiminnaltaan lähimpään verrokkiin, Office Depot:iin, on Wulff räikeästi yliarvostettu.

Arvostusero muihin verrokkeihin on vuoden aikana kaventunut, ja siinä voi olla lisää kaventumisen varaa mikäli markkinoiden luottamus yhtiötä kohtaan vahvistuu. Tämä vaatii kuitenkin uutta askelta yhtiön kasvustrategiassa ja selvästi ennustettamme nopeampaa tuloskasvua.

## Verrokkiryhmä 2020e



# Arvonmääritys

## DCF-arvonmääritys

DCF-mallin arvo, 1,9 euroa, ei myöskään anna merkittävää nousuvaraa. Annamme DCF-laskelmallemme toiseksi suurimman painon arvonmäärityksessämme, vaikka kassavirtojen ennustettavuus on vielä osittain heikkoa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,0 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 2,5 %:iin liikevaihdosta. Mallissa lähivuosien painoarvo kassavirtojen arvosta on noin 35 %, joka on suhteellisen normaalia muihin yhtiöihin verrattuna. Pitkän aikavälin potentiaalia mielestämme alentaa yhtiön tuotealueiden ja liiketoiminnan hidastuva kasvu ja laskevat hinnat, mikä tarkoittaa myös kannattavuuden laskua pitkällä aikavälillä. Jotta näkisimme kannattavuuden olevan tulevaisuudessa merkittävästi korkeampi, tulisi yhtiön liiketoimintamixin muuttua nykyisestä toimistotarviketeisesta parempikatteiseen. Kassavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,3 % ja oman pääoman kustannus on 11,8 %. 11,8 %:n taso on varsin korkea ja heijastelee yhtiön pieneen kokoon, markkinaaan ja tulostuuksensa liittyviä riskejä. Pidemmällä aikavälillä näemme pääoman kustannuksessa laskuvaraa mahdollisen riskiprofiilin laskun myötä.

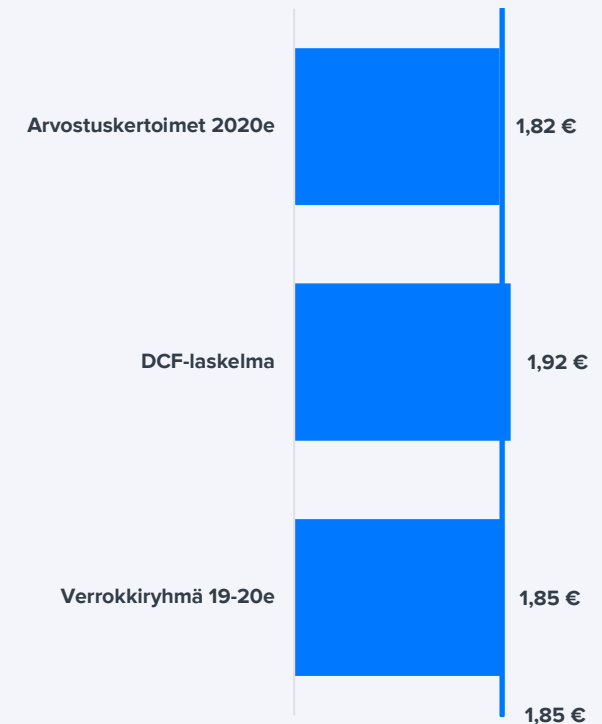
## Tavoitehinnan muodostuminen

Olemme koostaneet Wulffin osakkeelle tavoitehinnan eri tekijöiden painoarvojen kautta. Perustekijänä ja vahvimman painoarvon arvonmäärityksessämme saa Wulffin absoluuttiset arvostuskertoimet ja DCF-malli. Kolmanneksi painotamme myös hieman verrokkiryhmää, mutta sen painoarvo on selvästi kahta edellistä pienempi.

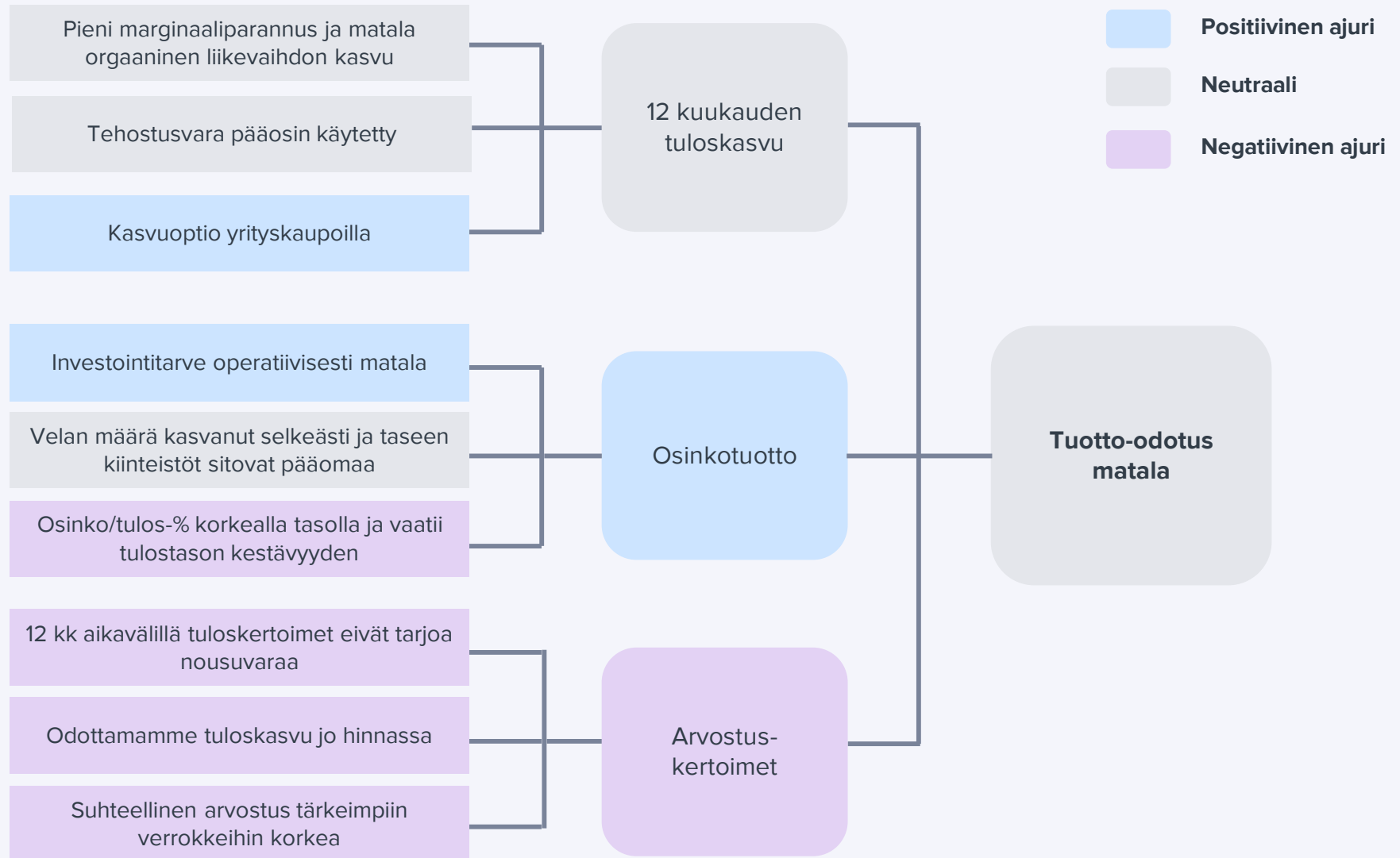
## Suositus ja tavoitehinta

Pidämme Wulffin tavoitehinnan 1,85 eurossa ja suosituksemme vähennä-puolella. Mielestämme Wulffin osakkeen arvostustaso ei tarjoa nousuvaraa kuluvalle tai ensi vuodelle. Tämän vuoksi tuloskasvun tulee nousta ennusteitamme korkeammalle tasolle, jotta osakkeessa olisi selvää nousuvaraa. Noin 6 % osinkotuotto kuitenkin rajaa merkittävintä laskuvaraa, vaikka osinko onkin riippuvainen tulostason pitävyydestä. Yhtiön tulostuuksensa on edennyt suunnitelmien mukaan, mutta tuloskasvun jatkumiseksi tarvitaan jo uusia kasvunlähteitä, sillä perinteinen toimistotarvikkeiden markkina ei sitä tarjoa.

## Tavoitehinnan komponentit



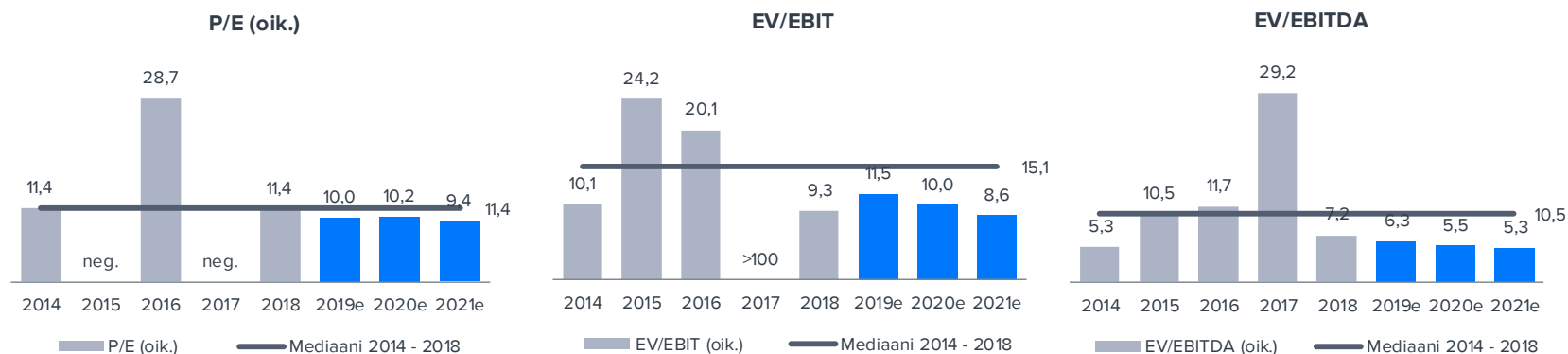
# Osaketuoton ajurit 12 kuukauden aikavälillä



# Arvostus

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	0,99	1,34	1,37	1,65	1,69	<b>1,84</b>	<b>1,84</b>	<b>1,84</b>	<b>1,84</b>
Osakemäärä, milj. kpl	6,53	6,53	6,53	6,61	6,91	<b>6,91</b>	<b>6,91</b>	<b>6,91</b>	<b>6,91</b>
Markkina-arvo	6,4	8,7	8,9	11	12	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
Yritysarvo (EV)	11	12	12	13	14	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>16</b>
P/E (oik.)	11,4	neg.	28,7	neg.	11,4	<b>10,0</b>	<b>10,2</b>	<b>9,4</b>	<b>8,0</b>
P/E	11,4	neg.	28,7	neg.	11,4	<b>11,3</b>	<b>10,2</b>	<b>9,4</b>	<b>8,0</b>
P/Kassavirta	2,5	4,9	5,5	8,3	21,2	neg.	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>
P/B	0,5	0,7	0,8	1,0	1,0	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
P/S	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
EV/EBITDA (oik.)	5,3	10,5	11,7	29,2	7,2	<b>6,3</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>4,6</b>
EV/EBIT (oik.)	10,1	24,2	20,1	>100	9,3	<b>11,5</b>	<b>10,0</b>	<b>8,6</b>	<b>6,8</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	neg.	209,3 %	neg.	67,4 %	<b>67,5 %</b>	<b>66,3 %</b>	<b>66,6 %</b>	<b>60,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	7,5 %	7,3 %	3,0 %	5,9 %	<b>6,0 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>7,5 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Office Depot Inc	2,59	1283	2051	6,5	7,0	4,2	4,4	0,2	0,2	7,0	7,0	3,9	3,9	0,6
Ennis Inc	20,09	475	428	9,3	9,1	7,0	6,8	1,2	1,1	13,7	13,6	4,5	4,5	1,9
Acme United Corp	20,36	62	94	12,7	11,5			0,7	0,7	13,6	12,3			
Martela Oyj	3,50	12	20		10,2	6,8	2,9	0,2	0,2		10,9	2,9	2,9	0,9
Knoll Inc	26,98	1217	1646	11,7	10,4	9,0	8,2	1,3	1,2	13,0	11,4	2,4	2,8	3,0
ACCO Brands Corp	9,36	823	1621	8,9	8,5	6,2	5,9	0,9	0,9	8,0	7,2			
<b>Wulff (Inderes)</b>	<b>1,84</b>	<b>13</b>	<b>21</b>	<b>11,5</b>	<b>10,0</b>	<b>6,3</b>	<b>5,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>10,0</b>	<b>10,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>1,0</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>9,8</b>	<b>9,4</b>	<b>6,6</b>	<b>5,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>11,0</b>	<b>8,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>1,6</b>
<b>Mediaani</b>				<b>9,3</b>	<b>9,7</b>	<b>6,8</b>	<b>5,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>13,0</b>	<b>10,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>1,4</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>24 %</b>	<b>3 %</b>	<b>-6 %</b>	<b>-6 %</b>	<b>-55 %</b>	<b>-59 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-7 %</b>	<b>78 %</b>	<b>94 %</b>	<b>-25 %</b>

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tiedot haettu 12.11.2019

# DCF-laskelma

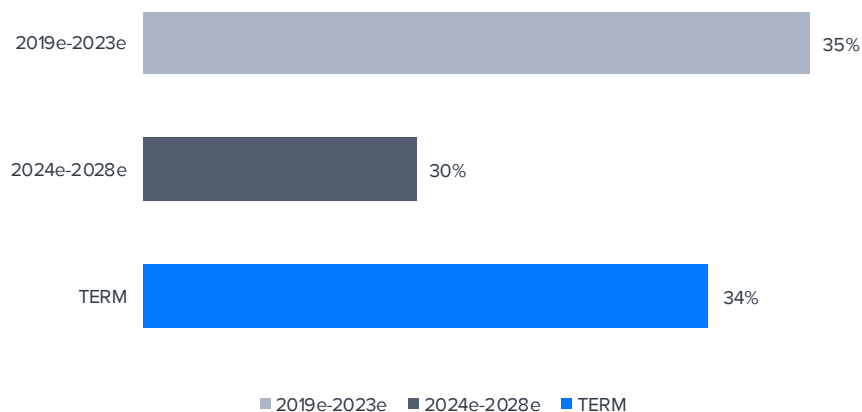
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	
+ Kokonaispoistot	0,4	1,5	1,5	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	
- Maksetut verot	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,4	0,6	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,8	-8,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,7	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	
+/- Muut	0,0	1,6	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,6	-3,2	3,1	2,5	2,8	2,7	2,4	2,1	1,8	1,5	1,0	12,5
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>5,5</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		16,2	19,3	16,5	14,5	12,3	10,5	8,9	7,7	6,7	6,0	5,5
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>16,2</b>										
- Korolliset velat		-2,4										
+ Rahavarat		0,5										
-Vähemmistöosuus		-0,3										
-Osinko/pääomapalautus		-0,7										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>13,3</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>1,9</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	4,00 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,8 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,3 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksottain



# 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 (väliittömät 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 (väliittömät 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 prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastuksen 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa-analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.8.2018	Vähennä	1,45 €	1,51 €
2.11.2018	Vähennä	1,35 €	1,38 €
17.12.2018	Vähennä	1,65 €	1,73 €
20.2.2019	Lisää	1,65 €	1,50 €
22.2.2019	Lisää	1,70 €	1,52 €
6.5.2019	Lisää	1,75 €	1,64 €
2.8.2019	Lisää	1,85 €	1,63 €
4.11.2019	Vähennä	1,85 €	1,80 €
15.11.2019	Vähennä	1,85 €	1,84 €





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. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, 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](http://www.inderes.fi)

## Palkinnot



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**