

Wulff-Yhtiöt Oyj

Laaja raportti

23.5.2023



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Synergioiden sulattelua

Toistamme Wulff-Yhtiöiden tavoitehintamme (4,30 euroa), mutta nostamme suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää) laajan raportin päivityksen yhteydessä. Työpaikkatuotteiden ja -palveluiden markkinoilla toimiva Wulff on tuloskäänteen jälkeen kasvanut uuteen kokoluokkaan yrityskauppojen avulla. Yrityskaupoista saadut synergiat ovat toteutuneet odotetusti ja hedelmiä kerätään vielä lähivuosina. Vahvaan kasvuhakuisuuteen sekä tuloskasvuprofiiliin nähden arvostus omaa selkeää nousuvaraa.

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 (noin 90 % l:sta 2022) ja Asiantuntijamyynä (noin 10 %). Sopimusasiakas-segmentti tarjoaa asiakkaille kaikki työpaikkatuotteet jatkuvana palveluna. Lisäksi segmentti tarjoaa kansainvälisiä messupalveluja ja mm. tulostusratkaisuja. Asiantuntijamyynä-segmentti puolestaan tarjoaa mm. ergonomia-, ensiapu-, työhyvinvointi- sekä työturvallisuustuotteita henkilökohtaisen palvelun kautta. Wulffin tarjoaman kysyntää tukevat asiakkaiden saamat kustannushyödyt hankintojen keskittämisestä sekä panostukset työelämän hyvinvointiin ja erilaisiin työskentelytapoihin.

Kasvun sulattelu ja synergiaetujen realisoituminen

Wulffin strategisena tavoitteena on kasvaa vahvasti (15-20 % vuosittain) ja parantaa kannattavuutta (nouseva oik. EBIT-%). Kasvu on ollut erityisen vahvaa viime vuodet Staples-yrityskaupan ansiosta, mutta marginaalit ovat jääneet 2020 huippuvuoden alapuolelle. Vahvan kasvuajan jälkeen keskiössä on kuluvana vuonna synergiaetujen täysi realisoituminen ja tätä kautta marginaalien paluu kasvuun. Lähivuosina näemme kasvun rauhoittuvan organisesti 2 %:iin, mutta yhtiön hakevan tavoitteiden mukaista kasvua yritysostoista sekä uusista tuotealueista. Pirstaloitunut ala tarjoaa mielestämme mahdollisuuksia epäorganiseen kasvuun sekä skaalaetujen hyödyntämiseen, millä myös kohottaa kannattavuutta kohti mielestämme potentiaalista noin 5 %:n liikevoittotasoa. Tähän apuja tuo myös tehdyt tuottavuustoimet, uusien tuotealueiden paremmat katekenteet sekä suuremman volyymin tuomat pienet skaalaeduct. Isoimmat riskit ennusteissamme liittyvät markkinan kysynnän kantoon, taloustilanteeseen sekä toteutettujen yritysostojen integrointien mahdollisiin haasteisiin.

Tuotto-odotus oikein houkutteleva

Wulffin osakkeen arvostus on mielestämme vuodelle 2023 laskenut jälleen houkuttelevaksi (2023e: EV/EBIT: 8x, P/E: 9x) yhtiön vahvaan kasvuhakuisuuteen ja hyvään tuloskehitykseen nähden. Hyväksyttävään arvostushaarukkaamme nähden (P/E: 10-14x, EV/EBIT: 8-12x) osakkeessa olisi nousuvaraa jo haarukkamme alalaidoilla. Vuosille 2024-2025 arvostus (ka. P/E: 8x, EV/EBIT: 7x) laskee edelleen tuloskasvun myötä kertoen yhtiön potentiaalista. Osinkotuotto on ennusteillamme noin 4-5 %:n tasolla, mikä tukee tuotto-odotusta. Myös DCF-laskelman arvo (4,5 euroa) sekä yritysostoskenaarioiden heijastelema potentiaali (6,4 euroa) ovat selvästi nykyistä kurssia korkeammalla.

Suositus

Osta

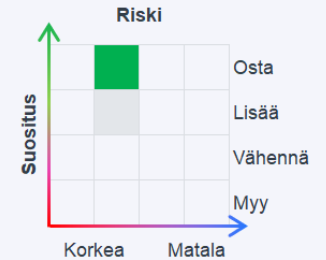
(aik. Lisää)

4,30 EUR

(aik. 4,30 EUR)

Osakekurssi:

3,32



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	102	103	106	108
kasvu-%	13 %	1 %	2 %	2 %
EBIT oik.	4,0	4,2	4,7	4,9
EBIT-% oik.	3,9 %	4,1 %	4,4 %	4,5 %
Nettotulos	3,1	2,7	3,0	3,0
EPS (oik.)	0,45	0,39	0,44	0,44

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

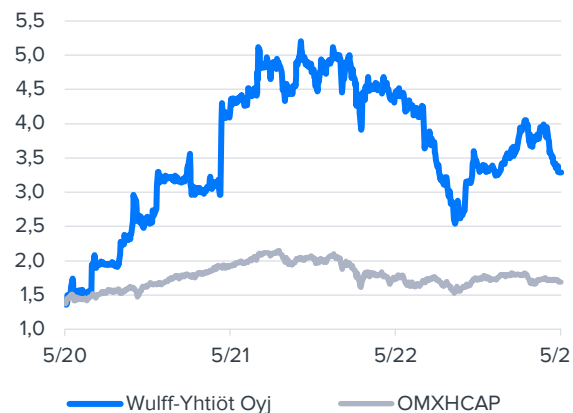
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

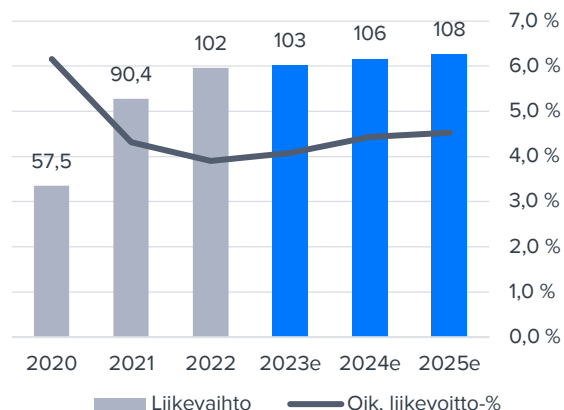
Wulff arvioi vuoden 2023 liikevaihdon sekä vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan vuoteen 2022 verrattuna.

Osakekurssi



Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Markkinaa nopeampi kasvu ja markkinaosuuden kasvattaminen
- Uuden kannattavuustason saavuttaminen uusien tuotealueita lisäämällä
- Yrityskaupat apuna palveluvalikoiman laajentamisessa
- Parantunut taseasema mahdollistaa yritysostojen toteuttamisen
- Merkityksellisyiden, vastuullisuuden ja kestäväen kehityksen edistäminen yritysten päätöksenteossa



Riskitekijät

- Riippuvuus Suomen ja Pohjoismaiden taloussuhdanteesta
- Toimistotarvikemarkkinan hidas kasvu
- Kasvupanostuksien ja yritysostojen epäonnistuminen
- Markkinan kiristynvä hintakilpailu
- Henkilöstöriippuvuus

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,32	3,32	3,32
Osakemäärä, milj. kpl	6,86	6,86	6,86
Markkina-arvo	23	23	23
Yritysarvo (EV)	35	33	31
P/E (oik.)	8,6	7,6	7,6
P/B	1,0	0,9	0,9
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,4	4,6	4,2
EV/EBIT (oik.)	8,3	7,0	6,3
Osinko/tulos (%)	38,8 %	38,8 %	41,0 %
Osinkotuotto-%	4,5 %	5,1 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-14
Markkina ja kilpailu	15-18
Taloudellinen tilanne	19-23
Ennusteet	24-27
Arvonmääritys	28-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36-38

Wulff-Yhtiöt lyhyesti

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

1890

Wulffin perustamisvuosi

2000

Listautuminen

102 MEUR (13 % v/v)

Liikevaihto 2022

4,0 MEUR (3,9 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2022

11 %

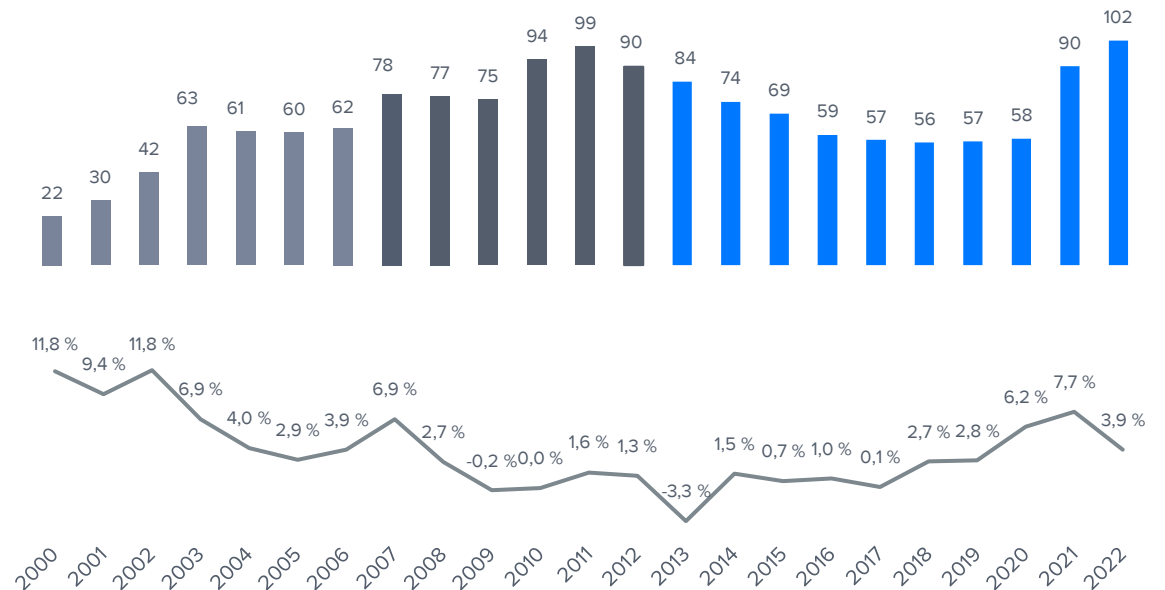
Sijoitetun pääoman tuotto (ROI-%) 2022

282 henkilöä

Henkilöstö 2022 keskimäärin

Liikevaihdon ja liikevoiton (raportoitu) kehitys 2000-2022

<ul style="list-style-type: none"> Vahvan ja kannattavan kasvun aikaa 2000-luvun alussa Liikevaihto kasvaa orgaanisesti ja yrityskaupoilla Kova hintakilpailu ja pula myyjistä alkaa kuitenkin painamaan kasvua ja kannattavuutta vuosikymmenen puolivälissä 	<ul style="list-style-type: none"> Kasvu yrityskaupoilla Kasvu jatkuu finanssikriisin jälkeen haastavassa markkinassa Kannattavuus kuitenkin alenee hyvin heikoksi 2010-luvun alussa 	<ul style="list-style-type: none"> Liikevaihto hiipuu ja myyntikate alenee 13-16 Suomen talous ja yhtiön markkinat taantuvat Kannattavuus pysyy alhaisella tasolla Mateleva kehitys tarvitsee tuloskäänteen 	<ul style="list-style-type: none"> Tehostamalla kannattavuus nousee Korona pakottaa uudistautumaan Ketteryys ja uudet tuotealueet nostavat tulosta Staples-yrityskauppa nostaa Wulffin uuteen kokoluokkaan
---	---	---	--



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

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 Wulff-brändin alla toimii useita tytäryhtiötä Pohjoismaiden alueella.

Yrityksen tarjontaan kuuluu muun muassa työpaikkatuotteita, kahviotarvikkeita, kiinteistö- ja siivoushuollon tuotteita, toimisto- ja it-tarvikkeita. Terveystuotteita ovat myös yksi kasvava alue Wulffin liiketoiminnassa. Lisäksi yhtiö tarjoaa esimerkiksi ergonomiaan, ensiapuun, työmaatoimintaan sekä tulostukseen ja dokumentinhallintaan liittyviä palveluita. Kokonaisuutta Wulff täydentää tarjoamalla asiakkailleen myös kansainvälisiä messupalveluja ja uusimpana palvelualueena tilitoimisto- ja taloushallintopalveluita.

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

riippumatta siitä, missä toimipaikka tai työpiste sijaitsee. Yhtiö rakentuu eri tytäryhtiöidensä kautta laajoille tuote- ja osa-alueille ja pyrkii tätä kautta palvelemaan asiakkaiden kokonaistarpeita muun muassa työviihtyvyyteen ja -hyvinvointiin liittyen. Asiantuntijatyö on lisääntynyt teknologian kehittymisen sekä digitalisaation myötä, mikä on kasvattanut tarvetta työpaikkatuotteille ja – palveluille. Koronan myötä työnteko on muuttunut entistä enemmän, mikä on aiheuttanut haasteita nykyisille yritysten toimintarakenteille. Näitä haasteita Wulff pyrkii ratkaisemaan omilla tuote- sekä palvelutarjoamillaan.

Yritysmyyntiin lisäksi Wulff harjoittaa kuluttajamyyntiä pääosin kivijalkamyymälöissään sekä yhteistyössä eri jälleenmyynti- ja kuluttajamyntiyritysten 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 asiakasjakauman perusteella vuonna 2022 noin 70 % tuli Suomesta, 16 % Ruotsista ja Norjasta noin 12 %. Tanska (2 %) on yhtiölle myös mielenkiintoinen kasvumarkkina, vaikka taso on vielä alhainen. Yhtiö on Suomessa ja nyt myös Pohjoismaissa johtavia toimijoita omalla alallaan Staples-yrityskaupan (nykyisin Wulff Solutions) myötä. Vuonna 2022 Wulff jatkoi vielä kasvuaan 13 %:lla ja liikevaihto nousi 102 MEUR:oon epäorgaanisen kasvun avustuksella. Vuonna 2022 Wulff työllisti keskimäärin 282 henkilöä, jossa on myös ollut merkittävää kasvua viime vuosina.



Markkinan muutos

Ennen

- Massatuotteet
- Paperidokumentaatio
- Työpaikat toimistoissa
- Myymälät ja postikuvastot

Nyt

- Älykkäät ja kohdennetut tuotteet
- Digitaalisuus
- Vastuullisuus, ekologisuus ja ympäristöystävällisyys
- Verkkokauppa
- Etä- ja hybridityö
- Ergonomia ja hyvinvointi



- Asiakkaille räätälöidyt palvelut
- Uusien tuotealueiden innovointi
- Tuotteiden ja palveluiden yhdyntymisen
- Uusien työskentelytapojen synty
- Ketterä reagoiminen kysynnän muutoksiin

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

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 koko ajan 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 vai asiakkaalle luodun palvelumallin kautta. Sopimusasiakaskonsepti palvelee yrityksiä niiden säännöllisissä työpaikkatuotteiden hankinnoissa. Mikroyrityksiä, yksinyrittäjiä ja kuluttajia Wulff palvelee kaikille avoimella verkkokaupalla Wulffinkulma.fi. 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 jatkuvaluonteisempi liiketoiminta asiakkaan kanssa on jo aloitettu. Asiantuntijamyynnin kautta tavoitettujen asiakkaiden kanssa voidaan tulevaisuudessa neuvotella myös jatkuvaluonteisista palveluista, kun työpaikkatuotteiden keskitetty hankinta voisi

tulla ajankohtaiseksi.

Yhteistyö valmistajien kanssa

Wulff ei itse valmista tuotteitaan, vaan toimii kiinteässä yhteistyössä työpaikkatuotteiden valmistajien kanssa tuoden markkinoille uusia tuotteita. Valmistajille Wulff tarjoaa kattavan jakeluverkoston heidän tuotteilleen, jonka kautta he voivat rakentaa omaa brändiään. Lisäksi Wulffilla on alan tukkukauppiaiden kanssa yhteinen osto-organisaatio nimeltään InterACTION. Organisaatio käy yhteisostojen lisäksi läpi markkinoiden trendejä sekä kehittää tulevaisuuden tuotteita. Organisaatiolla on myös oma tuotemerkki Q-Connect, joka on arviomme mukaan 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 ja tuotteistoa on kehitetty yhä vastuullisemmaksi.

Ketteryys ja kyky muuntautua Wulffin vahvuus

Koronapandemian aikaan kysyntä suojaus- (hygienia, puhdistus) ja etätyöskentelytuotteille kasvoi räjähdysmäisesti. Wulffin nopea reagointi, hyvä yhteistyö valmistajien ja asiakkaiden kanssa, monikanavainen myynti sekä vahva myyntiorganisaatio näyttivät liiketoimintamallin toimivuuden käytännössä. Wulffin yhtenä vahvuutena voikin arviomme mukaan pitää kykyä muuntautua nopeasti markkinamuutoksien mukana. Vahvan myyntiorganisaation vahvat asiakassuhteet auttavat ymmärtämään asiakkaan tarpeenmuutokset hyvissä ajoin.

Wulffin eri segmenttien palvelualueita

Sopimusasiakkaat

Palvelualueita

- 1) Wulff Sopimusasiakkaat: työpaikkatuotteet sopimuspalveluna yrityksille (MiniBar ja Cabinet Service)
- 2) Wulff-myymälät: työpaikkatuotteita pienille ja keskiuurille yrityksille sekä kuluttajille
- 3) Wulffinkulma.fi: erityisesti mikro- ja pienyrityksille sekä myös kuluttajille suunnattu työpaikkatuotteiden verkkokauppa
- 4) Wulff Entre: kansainväliset messupalvelut
- 5) Canon Business Center: tiedon- ja dokumentinhallinnan sekä tulostusratkaisujen palveluita

Asiantuntijamyynni

Palvelualueita

- 1) Työpiste-ergonomian palvelut ja ratkaisut
- 2) Innovatiivisia ja uusia tuotteita yrityksille
 - 3) Ensiapuratkaisut
 - 4) Sisäilmaratkaisut
- 5) Ratkaisut paperin jälkikäsitteilyyn
- 6) Tuotteita työmaille, rakennuksille ja kiinteistöille

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Liiketoiminta jakautuu kahteen segmenttiin

Wulffin liiketoiminta jakautuu kahteen eri segmenttiin: Sopimusasiakkaat ja Asiantuntijamyynä. Sopimusasiakas-segmentti vastasi vuonna 2022 noin 90 % yhtiön liikevaihdosta ja Asiantuntijamyynä noin 10 %. Koronavuodet laskivat väliaikaisesti Sopimusasiakas-segmentin osuutta, kun messupalvelut segmentissä kärsivät ja Asiantuntijamyynnin vahva koronatuotteiden myynti nosti sen osuutta. Staples-kauppa ja Sopimusasiakas-segmentin palautuminen nostivat segmentin osuuden kuitenkin selvästi isommaksi jälleen. Näiden kahden segmentin lisäksi yhtiön Konsernipalvelut-segmentti vastaa yleishallinnosta ja niihin liittyvistä kuluista, joita ei voida yhdistää liiketoiminnan segmenteille.

Sopimusasiakas-segmentti

Sopimusasiakas-segmenttiin kuuluvat tytäryhtiöt palvelevat yhtiön sopimusasiakkaita Pohjoismaissa. Yhtiön sopimusasiakkaina toimivat suuret ja keskisuuret yritykset ja konsernit, kunnat ja eri yhteisöt. Sopimuksella asiakas ulkoistaa työpaikkatuotehankintansa Wulffille, jolloin se voi keskittyä omaan liiketoimintaansa. Hankintojen kustannuksia yritys voi seurata reaaliaikaisesti ja läpinäkyvyydellä on tarkoitus osoittaa yrityksille, että keskitetysti hoidettu hankinta vähentää asiakkaiden kustannuksia ja tehostaa samalla toimintoja.

Segmentin palveluihin kuuluu mm. sopimusasiakkaille tarjottava MiniBar. MiniBarin ideana on räätälöidä asiakkaalle omia tarpeita vastaava ”työpaikkatuotebaari”, jonka täytöstä ja

sisällöstä vastaa Wulffin yhteyshenkilö. Valikoimasta löytyy esimerkiksi hygienia- ja puhdistustuotteita, työpiste-, it-, kahvio- ja kiinteistöhuollon tuotteita sekä yritysviestinnän tuotteita. Pohjoismaissa Wulffin sopimusasiakkaita palvelevat Wulff Supplies -tytäryhtiöt ja siellä automaattinen työpaikkatuotteiden täyttöpalvelu on nimeltään Cabinet Service.

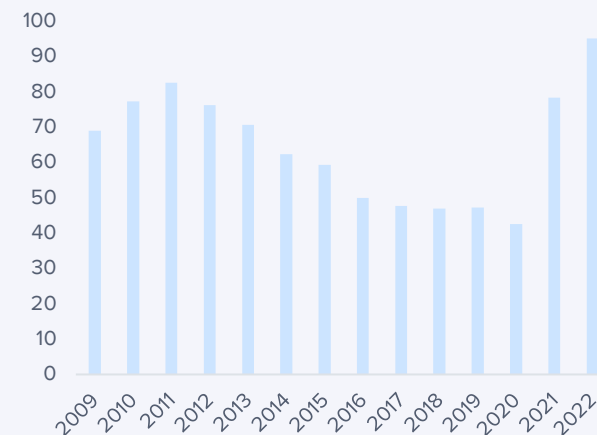
Sopimusasiakkaiden verkkopalvelukanava on WulffNet, joka toimii suurten sopimusasiakkaiden omiin tarpeisiin räätälöitynä verkkokauppana. Muille tarkoitettu verkkokauppa, Wulffinkulma, palvelee erityisesti pieniä ja keskisuuria yrityksiä sekä myös kuluttaja-asiakkaita.

Segmentin liikevaihto on noussut viime vuosina selvästi ja (2022: 95 MEUR) ja Wulff on Staples-yrityskaupan (Wulff Solutions) myötä ottanut ison loikan seuraavaan kokoluokkaan. Vuonna 2022 liikevaihto nousi vielä 21 %:lla, kun se vuonna 2021 nousi jopa 84 %. Vuoden 2020 tasosta (43 MEUR) liikevaihto on yli tuplaantunut segmentissä. Myös segmentin palautuminen (messut ja perinteiset toimistotarvikkeet) ovat avittaneet liikevaihtoa yrityskaupan lisäksi.

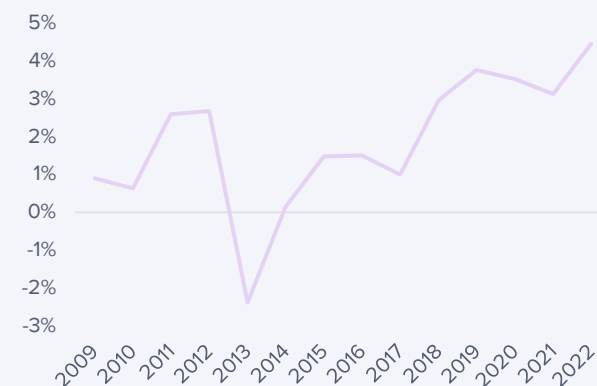
Wulffin paremmat tuotekatteen ja tehostamistoimet ovat nostaneet myös kannattavuutta viime vuosien saatossa segmentissä ja kasvua on pystytty hyvin hallitsemaan. Haastavassa inflaation kurittamassa markkinassa liikevoittomarginaali jopa parani vuonna 2022 4,5 %:iin, kun se vuonna 2021 oli 3,1 %. Yritystalon synergiat (3 MEUR per vuosi) ovat tulleet läpi odotetusti ja parantaneet tulostason jo tarkastelujakson korkeimmalle tasolle, mikä on erittäin hyvä suoritus.

Sopimusasiakkaat

Liikevaihto ottanut aimo harppauksen (MEUR)



Tulostaso parantunut synergiaetujen avulla (EBIT-%)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Segmenttiin kuuluu myös messupalveluita tarjoava Wulff Entre. Liikevaihto messupalveluilla kasvoi vuonna 2022 lähes 150 %, kun ala palautui koronasta. Liikevaihdon osuus (2022: 5 %) on tosin pienentynyt Wulff Solutionsin tuoman työpaikkatuotemyynnin kasvun myötä.

Yrityskaupoilla Wulff on pyrkinyt kasvamaan uusia tuotealueita ja etenkin palveluita lisäten. Vuoden 2018 elokuussa Sopimusasiakas-segmenttiin liittyi tulostuspalveluita tarjoava Mavecom Palvelut Oy (Canon Business Center Vantaa), joka on ollut hyvä lisä yhtiön tarjoamaan mielestämme. Vuoden 2022 alussa Wulff lisäsi taloushallintopalveluitaan ostamalla Carpentumin liiketoiminnot. Tämä kasvatti Wulffin kyseisen palvelualueen vuotuisen liikevaihdon noin 2 MEUR:oon ja alueen henkilöstön määrän yli 20 henkilöön. Arviomme mukaan ala on kannattava, omaa defensiivisyyttä ja kasvaa tasaisesti. Wulff hakee nyt kasvua myös näistä palveluista, vaikka nykyisellään sen vaikutukset Wulffiin ovatkin pienet. Potentiaalia alalla on, mutta mielestämme se ei ole Wulffin osaamisen ydintä johdon alan kokemuksesta huolimatta.

Asiantuntijamyynti-segmentti

Asiantuntijamyynti-segmentti tarjoaa työpaikkatuotteita ja -palveluita henkilökohtaisen ja paikallisen palvelun kautta. Segmenttiin kuuluu mm. ergonomia-, ensiapu-, työhyvinvointi- sekä työturvallisuustuotteita. Tuotekonseptit rakennetaan asiakkaille räätälöidysti ja asiakkaiden tarpeiden mukaisesti. Segmentissä korostuu myyjien merkitys liiketoiminnalle ja asiakkaiden liiketoiminnan, toimintaympäristön sekä markkinatrendien ymmärtäminen.

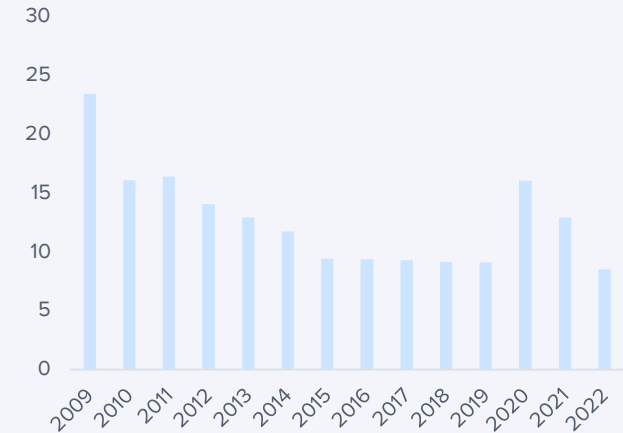
Segmentin liikevaihto- ja tuloskehitys näki koronan myötä selkeän tasonkorjauksen, mutta kysyntä sekä tuotteiden katteet ovat rauhoittuneet odotetusti viime vuosina.

Segmentin liikevaihto on ollut lasku-uralla koronan hedelmällisiä poikkeusvuosia lukuun ottamatta. Koronapandemian piti olla yhtiölle iso isku, sillä perinteisten tuoteryhmien kysyntä laskee, kun ihmiset eivät ole toimistoilla töissä ja messut perutaan. Wulff onnistui kuitenkin kääntämään koko tilanteen itselleen kokonaisuudessaan voitolliseksi lähinnä Asiantuntijamyynti-segmentin vahvan myyntiorganisaation ja hyvän tuotetarjoaman sekä ketterän reagoinnin ansiosta.

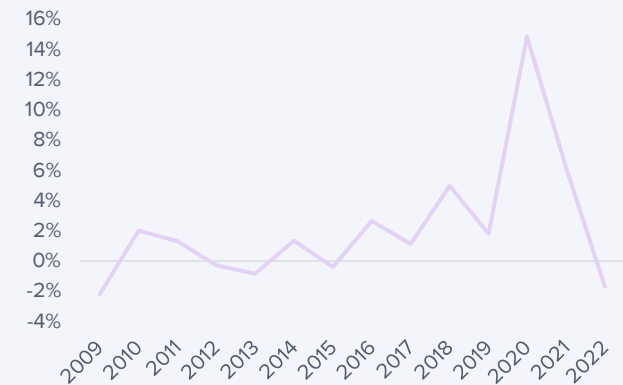
Kysyntä tuotteille on kuitenkin nyt taantunut ja myös katteet laskeneet, mikä on näkynyt myös segmentin tuloksessa. Vuonna 2020 nousseiden volyymien ja tuotteiden hyvän katerakenteen ansiosta yhtiön liikevoittomarginaali oli jopa 15 %:ssa. Vuonna 2022 taso on nopeasti laskenut ja ajautui segmentissä tappiolle (2022: -1,7 %). Segmentin ajautuminen tappiolle kahden erittäin vahvan vuoden jälkeen on pettymys, vaikka heikompaa oli osattu odottaa. Liikevaihtoa ei olla pystytty pitämään koronaa edeltävillä tasoilla ja nähtävästi ilman kasvua segmentin tulostaso on jäämässä heikoksi. Ilman uusia tuotealueita, koronan kaltaista kysyntäbuumia tai muuta liikevaihdon kasvua, on vaikea nähdä segmentin kannattavuuden nykyisellä rakenteella nousevan kestävästi yli historiallisen 1 %:n tason (2009-2022, pl. koronavuodet 2020-2021). Tuloksellisesti ja liikevaihdollisesti heilahtelevan segmentin merkitys on kuitenkin pienentynyt, mikä on sijoittajien kannalta hyvä asia.

Asiantuntijamyynti

Liikevaihto laskenut entisille tasoilleen (MEUR)



Tulos ajautunut segmenttitasolla tappiolle (EBIT-%)



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuden kestävä käänne

2.

Liikevaihdon kasvuvaihe käynnissä

3.

Kysynnän muutoksiin reagointi oltava myös jatkossa ketterää

4.

Toimialan suhdanneherkkyys ja kilpailu luo riskejä

5.

Alan pirstaloinen luonne avaa mahdollisuuksia yritysostoihin

Potentiaali



- Markkinaa nopeampi kasvu ja markkinaosuuden kasvattaminen
- Uuden kannattavuustason saavuttaminen uusia tuotealueita lisäämällä
- Yrityskaupat apuna palveluvalikoiman laajentamisessa
- Merkityksellisyden, vastuullisuuden ja kestävä kehityksen edistäminen yritysten päätöksenteossa

Riskit



- Riippuvuus Suomen ja Pohjoismaiden taloussuhdanteesta
- Perinteisen toimistotarvikemarkkinan hidas kasvu
- Kasvupanostuksien ja yritysostojen epäonnistuminen
- Markkinan kireä hintakilpailu tietyissä tuoteryhmissä
- Henkilöstöriippuvuus

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

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.

Viimeisen vuosien aikana Wulffin strategiassa on panostettu entistä enemmän kannattavuuden parantamiseen kustannussäästötoimenpitein ja keskittymällä katerakenteeltaan tuottoisimpien tuote- ja palvelualueiden kehittämiseen. Tulokäänteen jälkeen nyt strategiassa ollaan saavutettu vaihe, jossa tarkoitus on hakea tervettä tuloskasvua liikevaihdon kasvun kautta myös hyödyntäen yritysostoja. Strategia on noudattanut Wulffin linjauksia ja edennyt loogisesti eteenpäin, mikä on vahvistanut luottoamme yhtiön strategiaan.

Strategiassa korostuu asiakas, myynti ja vastuullisuus

Wulffin vuonna 2021 päivitetty strategia jakautuu kuuteen fokusalueeseen, jota eri strategiset hankkeet tukevat. Wulff on terävöittänyt strategiassaan toimenpiteitä myynnin kasvattamiseksi ja kannattavuuden parantamiseksi kaikissa liiketoiminnoissa. Vahvemmin strategian ytimessä on nyt asiakaskokemuksen jatkuva parantaminen, digitaalisten palveluiden kehittäminen, vastuullisuus sekä yritysostot. Nyt myös johtaminen on nostettu esille ja vastuullisuus on

entistä isommassa roolissa.

Yhtiön strategian kulmakivenä on asiakaskokemus ja sen asiakaslupaus: ”Mahdollistamme paremmat ja kestävämmät työympäristöt sekä täydellisen työpäivän”. 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 ja olla samalla Pohjoismaiden paras myyntiorganisaatio alalla.

Tärkeitä strategisia hankkeita strategian tavoitteiden saavuttamiseksi on Wulff Vastuullisuus, Wulff Digital, Wulff Lab ja Wulff Akatemia. Wulff Vastuullisuus -hankkeen tavoitteena on vaikuttaa omalla toiminnalla ja tuotevalikoimalla myönteisesti ilmastoon ja lisätä yhdenvertaisuutta, ihmisarvoista työtä ja talouskasvua maailmaan. Wulff Digital keskittyy asiakaskokemuksen kehittämiseen ja laadun parantamiseen Wulffin digitaalista kyvykkyyttä lisäämällä. Wulff Lab puolestaan pyrkii etsimään, ideoimaan ja luomaan strategian mukaisia uusia tuotteita ja palvelualueita. Wulff Akatemia tarjoaa yhtiön henkilöstölle mahdollisuuden koulutautua 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.

1890 Wulffin strategiset fokusalueet

-Asiakaskokemus



-Myynnin huippuosaaminen



-Oman toiminnan tehokkuus



-Vastuullisuus



-Monikanavaisuus



-Johtajuus



Wulffin strategian kulmakivet

• Tehtävä

Teemme maailmasta paremman, työpaikka kerrallaan

• Asiakaslupaus

Mahdollistamme paremmat ja kestävämmät työympäristöt sekä täydellisen työpäivän

• Tavoite

Wulff on suositelluin ja vastuullisin kumppani ja työnantaja

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Strategian taloudelliset tavoitteet

Yhtiön aikaisemman perustan luoneet perinteiset toimistotarvikkeiden markkinat eivät arviomme mukaan enää kasva merkittävästi tulevaisuudessa (1-2 % per vuosi). Tämän vuoksi Wulff panostaa liiketoiminnassaan uusiin tuotealueisiin, jotka liittyvät esimerkiksi työhyvinvointiin, ergonomiaan, työturvallisuuteen ja tulostuspalveluihin. Kyseessä onkin yhä enemmän laajalti työpaikkatuotteita ja -palveluita tuottava yritys. Uusien tuotealueiden kasvattamisen lisäksi yhtiö pyrkii tekemään yritysostoja.

Wulffin strategian taloudelliset tavoitteet keskittyvät nyt hyvin pitkälti kasvuun, mutta myös kannattavuuden parantaminen on edelleen tärkeässä asemassa:

- **Liikevaihto:** keskimäärin 15-20 %:n vuotuinen kasvu
- **Liikevoitto:** kasvava vertailukelpoinen liikevoitto-%
- **Osinko:** kasvava osakekohtainen osinko

Kasvu tärkeässä osassa lähivuosina

Kasvu on noussut selkeästi hyvin tärkeäksi tavoitteeksi yhtiölle. Yhtiö nimittäin nosti viimeisimmässä strategiapäivityksessään vuoden 2021-2022 vuoden vaihteessa kasvutavoitteitaan uudelle tasolle (nyt 15-20 % vs. aik. 5-10 %). Yhtiö hakee lisäksi 200 MEUR:n liikevaihtotasoa vuoteen 2026 mennessä, mikä tarkoittaisi karkeasti liikevaihdon tuplaantumista vuoden 2022 tasosta (2022: 102 MEUR). Lähivuosina

prosentuaalisen kasvun tavoite vaikuttaa realistiselta Wulff Solutions -yrityskaupan myötä, sillä vuonna 2021 liikevaihto kasvoi lähes 60 % ja viime vuonna noin 13 %. Matalallakin lähivuosien kasvulla yhtiö on tavoitehaarukan sisäpuolella vuosien 2021-2024 aikana.

Keskipitkällä aikavälillä tavoite vaikuttaa kunnianhimoiselta ja vaatii mielestämme lähivuosiltakin jo vahvempaa kasvua. Vuotuisen kasvutavoitteen tai 200 MEUR:n liikevaihtotavoitteen toteutuminen vuonna 2026 nostaisi yhtiön jälleen aivan uuteen kokoluokkaan. Orgaanisesti kasvu ei arviomme mukaan tule olemaan mahdollista ilman merkittäviä uusia kasvuaihioita (uusia tuote- ja palvelualueita), vaan yhtiö tulee tarvitsemaan isompia ja pienempiä yritysostoja tavoitteen saavuttamiseen.

Orgaanisen kasvun tavoittelussa tärkein ajuri on arviomme mukaan uusien tuotteiden lisääminen. 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. Tehokkuutta ja myynnin kasvua haetaan myös aktiivisesti lisäämällä digitaalisuutta myynnin toimenpiteisiin. Digitaaliset myyntikanavat voivat mahdollistaa yksittäisen myyjän palvelevan huomattavasti enemmän asiakkaita kuin ennen.

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 yhden päivän sisällä tilauksesta, kuten nyt Suomessakin.

Kannattavuus paranee nyt kasvun kautta

Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee kasvavaa vertailukelpoista liikevoitto-%. Vuoden 2017 noin 0,1%:sta liikevoittoprosentti onkin kasvanut vuosien 2021-2022 aikana noin 4 %:iin, joten tässä yhtiö on onnistunut erinomaisesti. Tulevaisuudessa yhtiö hakee parempaa kannattavuutta ensisijaisesti liikevaihdon kasvun kautta, kun yhtiön kustannussäästötoimenpiteet on saatu pääosin tehtyä. Kasvun volyymietujen lisäksi Wulff Solutions -yrityskaupan 3 MEUR:n vuotuiset synergiat vuoden 2023 loppuun mennessä pitäisi parantaa kannattavuutta merkittävästi. Lisäksi yhtiö hakee myös myyntikatteen parannusta lisäämällä tuotetarjoamaansa parempikatteisia tuotteita.

Vahvojen vertailukausien vuoksi merkittävästi nousevaa liikevoitto-%:a on mielestämme haastava saavuttaa kovien kasvuvuosien aikana. Pidemmällä aikavälillä koko strategiakauden aikana liikevoittoprosentin nostaminen on nähdäksemme mahdollista synergioiden, pienten skaalaetujen ja uusien mahdollisesti kannattavimpien liiketoimintojen myötä.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Yrityskaupan integrointi sujunut hyvin

Wulffin historian merkittävin yritysosto on vuoden 2021 keväällä tehty Staples Finland Oy:n (Wulff Solutions). Wulffista tuli hankintavoimaisempi toimija markkinoilla ja kauppa kasvatti merkittävästi myös asiakkaiden määrää. Asiakkaat hyötyvät nyt yhdistymisen tuomasta laajemmasta tuotevalikoimasta ja vahvistuneesta asiantuntemuksesta.

Nykyinen Wulff Solutions (aiemmin Oy Lindell Ab) on perustettu vuonna 1890 Helsingissä ja on viime vuosina tunnettu työpaikkatuotteiden ja työympäristöjen ratkaisujen vahvana sopimustoimittajana suurille yrityksille ja julkiselle sektorille.

Kauppa sopi hyvin entiselle Wulffille, sillä asiakasjakaumassa tai asiakassektoreissa ei juuri

ollut merkittäviä päällekkäisyyksiä. Julkisen sektorin osuuden nousu myös osaltaan tuo liiketoimintaan mielestämme hyvää defensiivisyyttä, mutta julkisissa hankinnoissa usein katteet jäävät arviomme mukaan yksityistä markkinaa pienemmiksi ankaran kilpailutuksen (hinta) vuoksi.

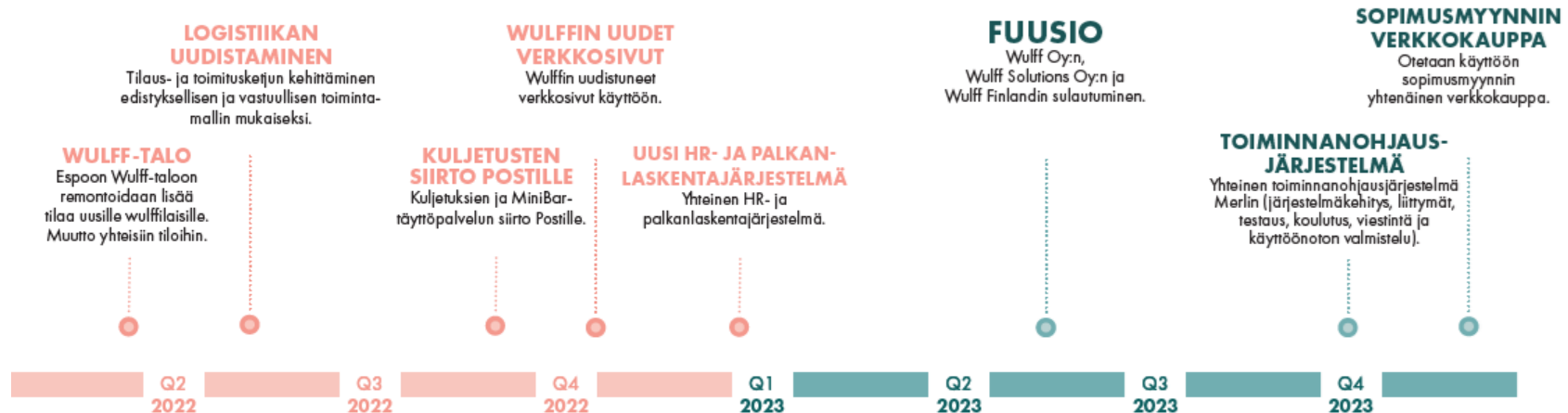
Integraatio on sujunut hyvin ja edennyt organisaatioiden, toimintamallien ja järjestelmien yhtenäistämisestä sekä virtaviivaistamisesta seuraavaan vaiheeseen. Vuonna 2023 edessä on yhtiöiden sulauttaminen, yhteisen toiminnanohjausjärjestelmän viimeistely sekä yhtenäisen sopimusmyynnin verkkokaupan käyttöönotto. Nykyisellään Wulffin ja entisen Staplesin sopimusasiakkaat käyttävät kahta verkkokauppaa (WulffNet ja Easyorder).

Integraatiossa on vielä haastavia vaiheita siis jäljellä, missä moni asia voi myös mennä pieleen. Varsinkin toiminnanohjausjärjestelmän ongelmat tai verkkokaupan haasteet voivat aiheuttaa yllättäviäkin kustannuksia tai viivästyksiä integraatiossa.

Kolme miljoonaa synergiahyötyä

Vuoden 2022 loppuun mennessä tavoitelluista 3 MEUR:n vuotuisista synergiahyödyistä on toteutettujen toimenpiteiden (esim. tietojärjestelmien sekä logistiikka- ja toimintaprosessien yhdistyminen, toimittilamuutos) ansiosta saavutettu yhteensä noin 2,5 MEUR. Tämä näkyy selvästi yhtiön Sopimusasiakas-segmentin tuloskehityksessä. Hyvin sujuneen integraation myötä näemme myös loppujen synergioiden toteutuvan suunnitellusti.

Staples-yrityskaupan (Wulff Solutions) integraation aikajana



Markkina 1/3

Perinteisellä työpaikkatuotemarkkinalla kasvu hidasta

Wulffin arvioiden mukaisesti Suomen työpaikkatuotemarkkinat ovat olleet useita vuosia 400 MEUR:n arvoiset eikä merkittäviä muutoksia olla nähty. Ruotsissa markkina on isompi (arvio: noin 700 MEUR) ja Norjassa sekä Tanskassa arviolta noin Suomen markkinan kokoinen. Tanskassa Wulffin osuus on vielä hyvin pieni, mutta siellä markkina on hyvin pirstaloitunut, missä on mahdollisuuksia sekä organisaation että epäorganisaation kasvulle.

Arviomme mukaan koronavuodet kasvattivat markkinoita väliaikaisesti etenkin Wulffille, joka siirtyi uudentyypisiin tuotteisiin nopeasti kasvaneen kysynnän myötä. Väliaikaisen kysyntäpiikin taustalla kasvukuva on kuitenkin maltillinen (BKT:n kasvu tai alle) perinteisten toimistotarvikkeiden markkinassa, vaikka osittain uusissa työpaikkatuotteissa ja -palveluissa onkin paremmat kasvunäkymät.

Kestäviä kilpailuetuja vaikea saavuttaa

Mielestämme Wulffin ja alan kilpailuetumahdollisuudet ovat vähäiset. Pienenä kilpailuetuna pidämme Wulffille yhtiön vahvoja ja pitkiä sekä jatkuvia asiakassuhteita, jotka mahdollistavat laajan kontaktipinnan asiakkaisiin. Lisäksi yhtiöllä on nyt suuren kokonsa vuoksi pieniä mittakaavaetuja pienempiin yrityksiin nähden sekä yhtiön yhteistuotemerkki Q-Connect antaa sille yksinoikeuden myydä tuotetta yhtiön omalla markkina-alueella.

Koronan aikaan myös yhtiön joustavuus, ketteruus

sekä hyvät suhteet toimittajiin ovat olleet eduksi kilpailijoihin nähden. Samalla yhtiön myyntiorganisaatio voidaan laskea viime vuosien todella hyvän suorituksen ansiosta osittaiseksi kilpailueduksi. Nähtävästi yhtiön strategiset panostukset myyntiorganisaatioon ovat olleet onnistuneita. Isojen ja kestävien kilpailuetujen saavuttaminen alalla tuntuisi olevan kuitenkin vaikeaa.

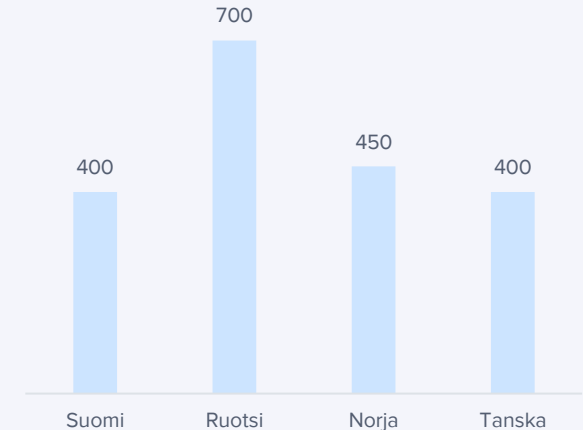
Markkina pirstaloitunut

Työpaikkatuotteiden markkina on hyvin pirstaloitunut, pienempiä toimijoita on paljon ja alalokkeryitys on matala. Alalla on nähty konsolidaatiota ja odotamme sen myös jatkuvan tulevaisuudessa. Tämän suhteen Wulff on mielestämme hyvissä asemissa.

Tällä hetkellä (viimeisimpien tilinpäätöstietojen mukaan) markkinoilla toimii arviomme mukaan kolme isompaa toimijaa, joilla on yhteensä noin 50 %:n markkinaosuus. Loput ovat pienempiä toimijoita. Konsolidaatiota alalla on nähty myös Wulffin toimien lisäksi, sillä kahdesta isommasta toimijasta tuli yksi vuonna 2018, kun Paperipalvelu Koskimo ja Rännäli sekä Bruce Campbell Oy yhdistyivät. Yhtiö tunnetaan nykyään nimellä RCK Finland Oy. Sen liikevaihto vuonna 2021 oli noin 40 MEUR.

Tämän lisäksi yhtiön pääkilpailijana Suomessa on Lyrecon Suomen toiminnot, jonka liikevaihto vastaavalla tilikaudella oli noin 80 MEUR. Asiantuntijamyynnissä Canncolor ja Rahmqvist-konsernin Suomen toiminnot ovat Wulffin selkeimpiä kilpailijoita, mutta kooltaan suhteellisen pieniä (liikevaihdot noin 2 MEUR).

Wulffille relevanttien markkinoiden koko arviolta* vuonna 2022 (MEUR)



Markkina 2/3

Wulff erottuu joukosta etenkin kannattavuudeltaan

Sivun alareunan kuviossa olemme vertailleet Wulffia isoimpiin kilpailijoihinsa viimeisen neljän vuoden ajalta (2018-2021). Vertailtaessa Wulffia ja sen isoimpia kilpailijoita toisiinsa, erottuu Wulffin kannattavuuden ja kasvun yhdistelmä edukseen. Kasvu on ollut jokaisella toimijalla kohtuu vahvaa, mutta Wulffilla myös kannattavuus on pysynyt hyvin mukana. Vuoden 2022 tilinpäätöstiedot puuttuvat vielä tärkeimmiltä kilpailijoilta, joten olemme käyttäneet vuoden 2021 lukuja vertailussa.

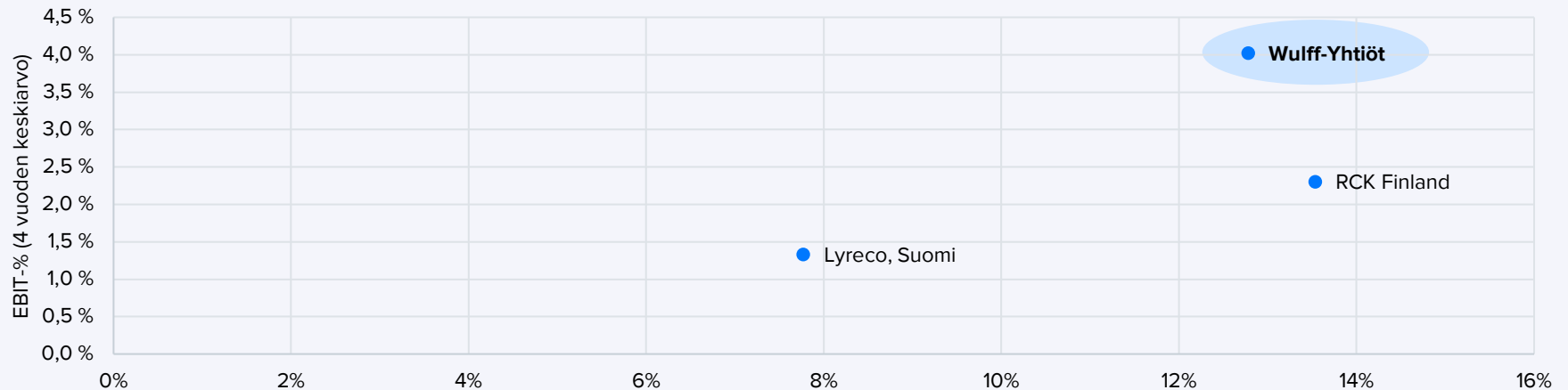
Molemmat sekä RCK Finland että Lyreco ovat kasvaneet hyvin yhdessä Wulffin kanssa. Lyreco on kasvanut noin 8 %:n vuosivauhtia ja RCK jopa

14 %:n vuosivauhtia. Wulffilla kasvu on ollut keskimäärin noin 13 % vuosittain Staples-yrityskaupan johdosta. RCK on kuitenkin noussut jo lähelle Wulffia vahvalla vuosittaisella kasvuvauhdillaan haastaen Wulffin markkinajohtajuutta. Arvioimme pienempien toimijoiden kasvun olevan isoimpia toimijoita heikompaa, sillä arvioimme mukaan markkina ei ole näiden vuosien aikana kasvanut yhtä nopeasti.

Kannattavuus on molemmilla isoimmilla kilpailijoilla ollut selvästi Wulffia alhaisempi. Viimeisen neljän vuoden aikana Wulff on tehnyt keskimäärin noin 4 %:n, RCK noin 2 %:n ja Lyreco noin 1 %:n EBIT-marginaalia. Wulffilla luvuista on oikaistu pois vuoden 2021 positiivinen vaikutus yrityskaupan negatiivisen liikearvon kirjauksesta,

jotta luvuista on saatu vertailukelpoisemmat.

Yleisesti kannattavuutta on toimijoiden keskuudessa saatu parannettua viimeisten vuosien aikana, mutta taso on kohtuullisen alhainen. Alhainen kannattavuustaso on mielestämme seurausta kireästä hintakilpailusta tuotemarkkinoilla, missä lisäarvoa on vaikea saada aikaan (perinteinen toimistotarvike). Arvioimme mukaan Wulff on onnistunut strategisesti tehostamaan toimintaansa säästötoimenpitein, mutta myös lisäämään tarjoamaansa paremman lisäarvon tuotteita, joissa katerakenne on perinteistä toimistotarviketuotetta parempi. Wulff on myös lisännyt palveluliiketoimintaa, missä usein liiketoiminnan jatkuvuus sekä kannattavuus ovat matalakatteista tuotemyyntiä parempia.



Lähde: Inderes, Yhtiöt
*2018-2021

Liikevaihdon kasvu (4 vuoden CAGR-%)

Markkina 3/3

Markkinatrendien muutokset

Työpaikkatuotteiden markkinalla on hetken ollut meneillään jo muutosvaihe. 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 työpaikkatuotteiden 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 nousevat arvossaan. Yhä enemmän painottuu tuotteiden ja palveluiden vastuullisuus sekä ympäristöystävällisyys.

Teknologian muutos

Kuten muillakin toimialoilla teknologinen murros vaikuttaa huomattavasti yrityksen toimintatapaan. Työpaikkatuotteiden ala 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 työpaikkatuotemyyjille, jotka ostavat tuotteensa valmistajilta ja toimivat ylimääräisinä välikäsinä asiakkaiden ja valmistajien välissä. Pelkällä työpaikkatuotteiden myynnillä yritykset eivät tule

pystymään kilpailemaan verkkokauppa-alustojen kanssa. Yrityksien on entistä enemmän panostettava henkilökohtaiseen palveluun ja erikoisosaamiseen liittyviin ratkaisuihin. Tämä voi tarkoittaa muun muassa erikoistuotteiden kehittämistä, ergonomia-suunnittelua, työturvallisuussuunnittelua ja -koulutusta sekä hyvinvointipalveluiden tuottamista, johon myös Wulff toimillaan tähtää.

Heikompi kysyntä perinteisille toimistotarvikkeille

Digitalisaatio ja uusien työskentelyvälineiden kehitys on johtanut perinteisten toimistotarvikkeiden tarpeen vähentymiseen. Faksin tai kirjoituspaperin käyttö suuremmissa mittakaavassa on vähentynyt tietokoneiden, Internetin, älypuhelin ja tablettien aikakaudella. Pilvipalvelut ja digitaaliset säilytysjärjestelmät vähentävät mappien ja siihen liittyvien tuotteiden kysyntää. Paperin käyttö vähentyy, kun yritykset pyrkivät toimimaan entistä vastuullisemmin ja ympäristöystävällisemmin luopumalla paperin käytöstä esimerkiksi laskujen toimituksessa tai muussa dokumentoinnissa.

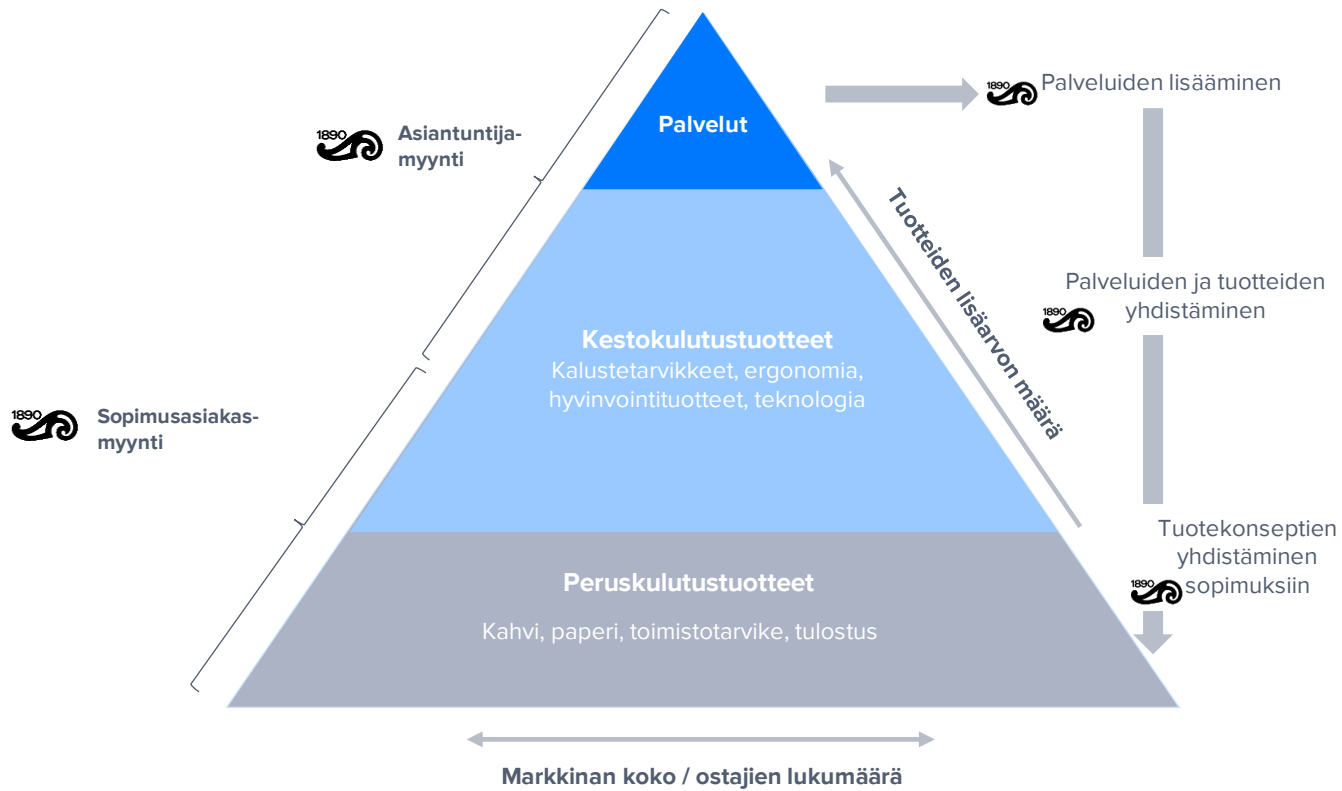
Vastuullisuus ja vihreät arvot

Jokainen toimiala pyrkii vähentämään päästöjensä ja lisäämään vastuullisuutta toiminnassaan. Wulff on tarjonnut asiakkailleen edistyksellisen raportoinnin hankintojen päästöistä ja ratkaisuehdotuksia reaali-päästöjen pienentämisestä jo useiden vuosien ajan. Viime vuonna Wulff saavutti Suomessa tavoitteensa hiilineutraalista toimitusketjusta aina tuotteen valmistajalta sen käyttäjälle ja mahdolliseen kierrätykseen saakka.

Markkinan ajurit



Markkinoiden jakautuminen ja Wulffin asemoituminen



Taloudellinen tilanne 1/4

Historiallisesti kannattavuudessa ollut isoa vaihtelua

Wulffin liiketoiminnan kannattavuus oli vuosituhaten alussa loistava. Vuonna 2000 yhtiö saavutti noin 12 %:n EBIT-marginaalin ja vuonna 2007 muutaman heikon vuoden jälkeen päästiin noin 7 %:n liikevoittomarginaaliin. Finanssikriisin jälkeen yhtiön kannattavuus laski selvästi ja oli pitkään kaukana historiallisista tasoista.

Vuoteen 2011 asti yhtiö kasvoi hyvää vauhtia ja kannattavuuskin alkoi hiljalleen parantua. Kuitenkin samaan aikaan, kun liikevaihto lähti laskusuuntaan, heikentyi yhtiön kannattavuus alhaiselle tasolle. Tilanteeseen on vaikuttanut euroalueen hitaampi kehitys ja käynnistynyt eurokriisi sekä Suomen matala talouskasvu. Yleisen taloustilanteen ollessa aneeminen, oli myös työpaikkatuotteiden markkinat omassa murroksessaan, kun ankara hintakilpailu ajoi pienempiä toimijoita ahtaalle ja muun muassa digitalisaatio vei jalansijaa perinteisiltä työpaikkatuotteilta. Yhtiö myös luopui liikelahjaliiketoiminnastaan, joka on vaikuttanut liikevaihdon sekä tuloksen laskuun. Arviomme mukaan Wulff on hävinnyt markkinaosuuttaan näinä vuosina.

Tuloskäänne lähti vuonna 2018

Vuonna 2018 yhtiön tuloskäänne lähti käyntiin yhtiön raportoidessa selvästi paremman tuloksen kuin vuonna 2017. Yhtiö paransi kannattavuuttaan merkittävästi, mutta liikevaihto oli vielä laskussa alhaisen messuliiketoiminnan vuoksi. Myyntikatteen nousun ja kulujen laskun myötä yhtiön kannattavuus parani ja liikevoitto-% nousi

2,7 %:iin (2017: 0,1 %).

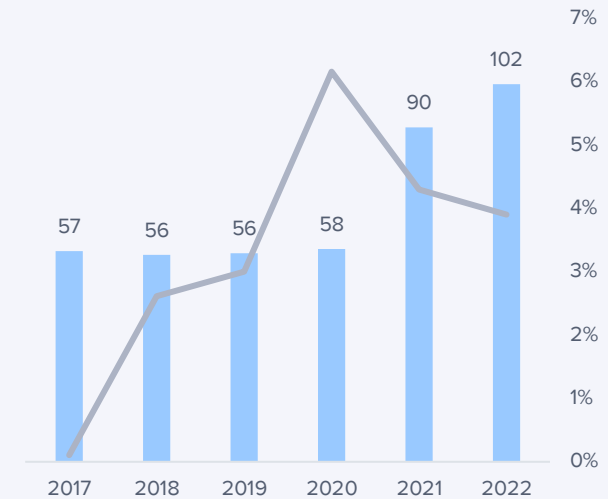
Vuoden 2019 aikana tulosparannus jatkui aikaisempaa paremman messuvuoden ja Mavecom-yrityskaupan tuoman kasvun myötä. Liikevaihto kasvoi vuonna 2019 noin 1 %:lla ja kannattavuus liikevoittomarginaalilla mitattuna nousi noin 3,0 %:iin.

Vuonna 2020 tuloskasvu oli hyvinkin voimakasta vastoin kaikkia odotuksia. Yhtiön piti olla koronavuoden yksi varmoista kärsijöistä. Odotetusti yhtiön messuliiketoiminta kärsi ja perinteisten työpaikkatuotteiden kysyntä hiipui, mutta uusien ns. koronatuotteiden kysyntä oli hyvinkin voimakasta. Uusien tuotteiden hyvien katteiden ja tehtyjen kulusäästöjen myötä kannattavuus oli vuonna 2020 todella hyvällä tasolla, kun EBIT-marginaali nousi yli 6 %:iin.

Vuosina 2021-2022 kysyntä sekä myös tulostaso rauhoittuivat odotetusti alemmalle tasolle, mutta liikevaihto nousi voimakkaasti Staples-yrityskaupan ansiosta. Liikevaihto kasvoi lähes 60 % noin 90 MEUR:oon vuonna 2021 ja edelleen 13 %:lla 102 MEUR:oon vuonna 2022. Tulos heikentyi ns. koronatuotteiden katteiden ja kysynnän laskettua ja kasvuvaiheen nostaessa kustannuksia (oik. EBIT-%: 2021: 4,3 %, 2022: 3,9 %). Vuoden 2023 alussa kasvua (-1 %) ei enää odotetusti saatu, mutta kannattavuus pysyi kohtuullisen hyvällä tasolla (Q1 EBIT-%: 3,6 %).

Yhtiön tuloskäänne on kokonaisuudessaan edennyt odotuksiamme paremmin. Kovasta kasvuvaiheesta ollaan toistaiseksi selvitty kohtuullisen hyvin tuloksin vaikeassakin markkinassa (inflaatio, kysynnän hiipuminen).

Liikevaihto (MEUR) ja oikaistu EBIT-% (oikea)



Taloudellinen tilanne 2/4

Kustannusrakenne parantunut

Wulffin kustannusrakenne on suhteellisen yksinkertainen. Yhtiön ilmoittama myyntikate kertoo yhtiön ostamien ja myymien tuotteiden välisen erotuksen vähentämällä liikevaihdosta materiaalit sekä palvelut. Vuonna 2022 myyntikateprosentti oli 30,3 %, kun se vuonna 2021 oli 31,7 %. Staplesin yrityskauppa nosti alempikatteisten tuotteiden osuutta liikevaihdosta, mikä näkyy myyntikatteen alentumisena. Myös koronatuotteiden kysynnän sekä katteiden lasku laskevat tasoa vuosista 2020-2021. Palveluiden ja uusien tuotteiden lisääntyessä voimme nähdä myyntikatteessa selkeääkin parannusvaraa nykyiseltä tasoltaan. Nykyisellä liiketoimintarakenteella emme kuitenkaan näe entisten tasojen saavuttamista (34-35 %) kestävästi mahdollisena.

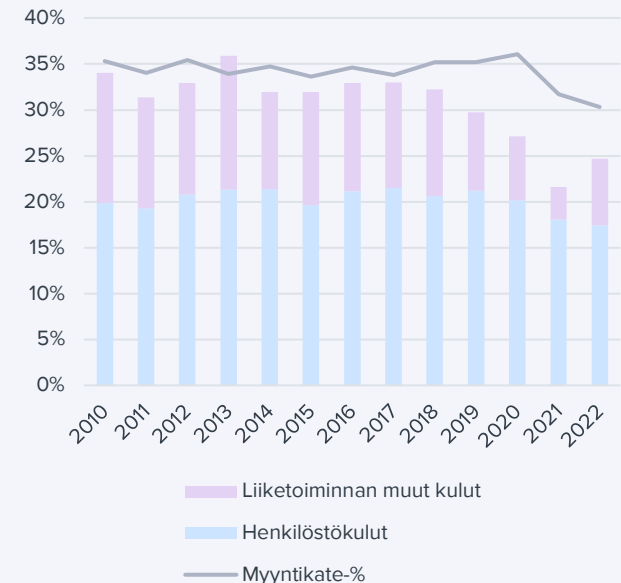
Myyntikatteen alla yhtiön kulut ennen käyttökattetta jakautuvat kahteen erään: henkilöstökuluihin ja liiketoiminnan muihin kuluihin. Henkilöstökulut olivat vuonna 2022 17 % liikevaihdosta. Yhtiöllä oli 2022 lopussa 280 työntekijää ja keskimääräinen henkilöstökustannus oli noin 60 000 euroa per henkilö. Henkilöstökulut ovat suhteellisesti laskeneet aikaisemmista vuosista Staples-yrityskaupan myötä (enemmän sopimusmyyntiä). Myös ennen tätä kulusuhteessa on nähty parannusta ja Wulffin tehokkuus tässä on parantunut selvästi 2010-luvulta.

Liiketoiminnan muut kulut pitävät sisällään mm. vuokrat, matkakulut, markkinoinnin ja IT:n. Arvioimme mukaan näistä kuluista hieman yli

puolet kasvaa liiketoiminnan kasvun mukana (mm. matka, markkinointi ja logistiikka). Vastaavasti noin puolet ovat varsin kiinteitä ja niiden osuus yhtiön liikevaihdosta skaalautuu alaspäin mahdollisen liikevaihdon kasvun myötä. Vuonna 2022 kuluera oli noin 7,3 % liikevaihdosta ja on myös laskenut historiallisista tasoistaan selvästi, vaikka aivan viime vuosina kulusuhde on ollut tätäkin matalampi. Vuonna 2021 liiketoiminnan muut kulut laskivat hyvin alas 3,5 %:iin liikevaihdosta, mutta tämä selittyy yrityskaupan kertaluonteisella negatiivisen liikearvon kirjauksella. Tätä ennen IFRS 16 -muutosten myötä, toimitila- ja laitevuokrat siirtyivät kuluista poistoihin, mikä laski kuluera osuutta kokonaisuudesta. Vuoden 2020 poikkeusvuonna matkakuluista säästyí myös paljon. Arvioimme muutaman poikkeusvuoden jälkeen vuoden 2022 tason olevan kohtuullisen lähellä normaalia, vaikka synergioiden avulla kulusuhteessa lienee vielä pientä tehostamisen varaa.

Yhtiön poistot ovat olleet maltilliset historiassa. Yhtiö osti aikaisemmin omassa käytössään olevan logistiikkakeskuksen Ruotsista ja pääkonttorinsa Suomesta, joka nosti poistotaakkaa yhdessä IFRS 16 -muutoksien kanssa. Kiinteistöjen ostojen myötä kuitenkin vuokratulujen poistumisella on merkittävä vaikutus alentuvina liiketoiminnan muina kuluina. Velalla rahoitetut kiinteistökaupat nostavat rahoituskuluja ja tuovat kiinteistöjen hoitokuluja, mutta kokonaisuudessaan järjestelyjen tulisi parantaa yhtiön kulurakennetta. Rahoituskuluja tosin nostaa lisäksi yhtiön kasvanut velkataakka sekä nousseet korot.

Kustannusrakenteen kehitys



Taloudellinen tilanne 3/4

Tasetilanne seuraamisen arvoinen

Wulffin taseasema on kohtuullisessa asemassa vuoden 2022 lopussa. Historiasta tilanne on parantunut ja tunnusluvut ovat suhteellisen normaalilla tasolla, mutta yhtiön velkamäärä on kasvanut mm. kiinteistökauppojen ja yritysostojen myötä. Kasvava velkamäärä sekä taloudellinen tilanne tasapainottuu liiketoiminnan kehittyessä odotetusti, mutta haasteiden edessä myös taseasemaan tulee kiinnittää Wulffissa huomiota. Tarkastelemme pääosin vuoden 2022 lopun tilannetta sen antaessa kokonaisemman kuvan.

Liikearvo ja kiinteistöt varojen puolella isoja eriä

Taseen pitkäaikaisten varojen puolella yksi iso erä vuoden 2022 lopussa oli liikearvo noin 8,8 MEUR:lla edustaen noin 16 % yhtiön taseen loppusummasta. Emme näe arvoissa merkittäviä arvonalentumisriskejä yhtiön tilinpäätöksen perusteella. Kiinteistöjen ostot ja yrityskauppa ovat nostaneet aineellisten hyödykkeiden määrää taseessa. Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet olivat vuoden 2022 lopussa noin 10 MEUR ja noin 19 % taseen loppusummasta.

Lyhytaikaisissa varoissa suurimmat erät olivat yhtiön varasto sekä myyntisaamiset. Varasto kasvoi Staples-yrityskaupan myötä selvästi, mutta pysyi vuoden 2022 aikana kohtuu tasaisena noin 14,1 MEUR:ssa. Varasto arvostetaan tilinpäätöksessä hankintamenoonsa tai alhaisempaan myyntihintaan. Varastoon voi jäädä hitaasti kiertäviä tuotteita, joita voidaan joutua alaskirjaamaan tai tekemään näihin varauksia. Näitä varauksia tehtiin viime vuonna 0,1 MEUR:lla. Varasto on Wulffilla kuitenkin kohtuullisen pitkäaikaista eikä tuotteilla ole merkittävää riskiä

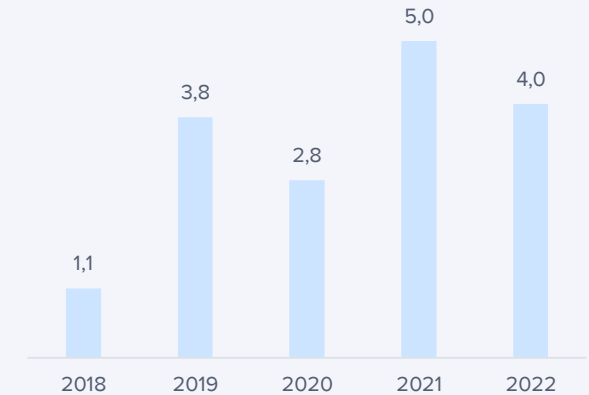
esimerkiksi vanhentumisesta. Kuitenkin on mahdollista, että kysynnän hiipussa myös varastoon jääneitä tuotteita sekä niiden hintoja jouduttaisiin arvioimaan uudelleen. Myyntisaamiset olivat vuoden 2022 lopussa noin 14,6 MEUR:ssa ja myös ne kasvoivat yritysoston seurauksena. Saamiset ovat iso erä taseessa, mutta niissä ei ole yhtiön mukaan merkittäviä luottoriskejä.

Kassa pidetty ohuena

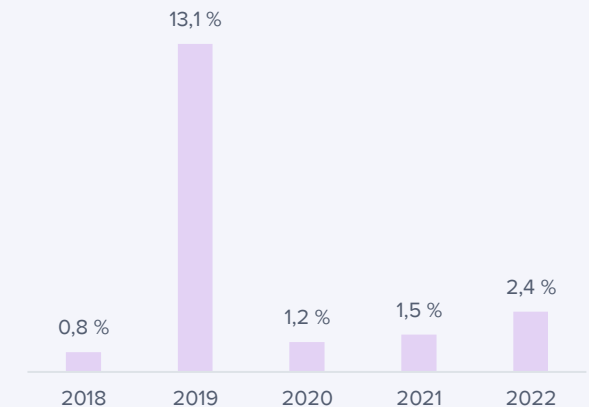
Yhtiön kassassa oli vuoden 2022 lopussa 1,0 MEUR (2021: 0,8 MEUR) ja Q1'23:n lopussa 0,4 MEUR. Yhtiötä on ajettu historiassa hyvinkin maltillisella kassapositionilla (alle 1 % taseen loppusummasta), mutta liiketoiminnan koon sekä velkataakan kasvun myötä kassassa voisi olla enemmän likviditeettiä. Wulffilla on kuitenkin kassan lisäksi käytössään pankkitililimiittejä 5,5 MEUR:n arvosta. Q1-kvartaalin aikana arviomme mukaan tästä on nostettu 2 MEUR. Puskuria on vielä siis jäljellä hyvin, mikä vähentää riskejä tämän osalta. Rahavirta on ollut usean vuoden ajan myös kohtuullisen vahvaa ja yhtiö on kyennyt hyvin selviytymään operatiivisen liiketoimintansa tarpeista. Wulffille on myös tyypillistä, että rahavirta kertyy loppuvuotta kohden ja alkuvuonna on tietojemme mukaan ollut erityisen paljon vuoden vaihteeseen kuuluvia eriä (esim. kausibonusia), jotka ovat heilauttaneet kassavirtaa.

Yhtiön liiketoiminta ei sido merkittävästi pääomia kiinteään omaisuuteen ja bruttoinvestoinnit ovat usein kohtuullisen maltilliset (1-2 % liikevaihdosta). Yritysostot, IFRS 16 ja kiinteistöjen hankinnat (2019) ovat nostaneet investointeja ja samalla myös nostaneet yhtiön velkaantuneisuutta.

Liiketoiminnan rahavirta (MEUR)



Bruttoinvestoinnit pysyviin vastaaviin (% liikevaihdosta)



Taloudellinen tilanne 4/4

Taloudelliset tunnusluvut kohtuullisen hyvällä tasolla

Yhtiön oma pääoma oli vuoden 2022 lopussa 21,3 MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä oli 14,0 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste oli hyvällä tasolla noin 41 %:ssa (2021: 38 %) ja nettovelkaantumisaste oli pysynyt tasaisena noin 61 %:ssa (2021: 62 %). Ottaen huomioon, että yhtiö on tehnyt ison yrityskaupan ja kasvattanut velkamääräänsä, on tunnusluvut pysyneet kohtuullisen hyvällä tasolla. Korollisia velkoja nostaa sekä tunnuslukuja osin heikentää lisäksi IFRS 16 -muutoksen myötä kasvaneet vuokratvelat (2022: 1,3 MEUR). Velkojen keskiporkko on suhteellisen maltillinen 3,3 % (2022).

Korollisista veloista kuluvana vuonna eräänäntyy noin 2,8 MEUR. Liiketoiminnan kehittyessä odotetusti yhtiö pystyy rahavirran avulla lainan maksamaan, mutta yhtiöllä on rahoitusasemansa puolesta myös mahdollista uudelleenrahoittaa lainansa. Osassa lainoissa on myös kovenanteja, joiden mukaan omavaraisuusasteen tulee olla vähintään 35 % ja korolliset velat/käyttökate-suhteluvun on oltava enintään 3,25x (2022: 2,2x). Molemmat kovenantit täyttyivät vuoden 2022 lopussa.

Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli 2022 lopussa 17,5 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 ulospäin. Isona toimijana Suomessa yhtiöllä on jonkin verran neuvotteluasemaa, mutta isojen kansainvälisten

toimittajien kanssa näemme Wulffin joutuvan osittain joustamaan maksuehdoissa.

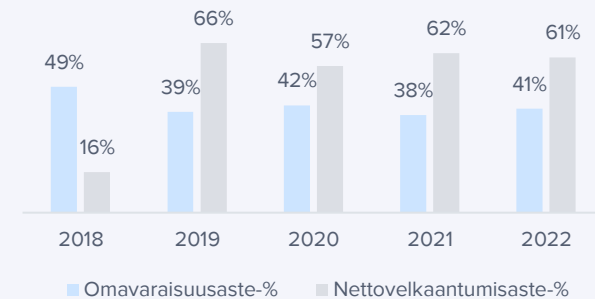
Viime vuosina käyttöpääomaa on sitoutunut hieman enemmän muun muassa yhtiön liiketoimintarakenteen muutoksen myötä. Wulff Solutionsin (Staples) yritysoston myötä enemmän varastoa kerryttävän Sopimusasiakas-segmentin osuus kokonaisuudesta kasvoi, mikä kasvatti myös käyttöpääoman määrää. Osasyynä nyt nähdylle pienelle käyttöpääoman kasvulle on myös se, että varaston kiertoa hidastaa hiipunut kysyntä ns. koronatuotteille. Wulff on kuitenkin historiassaan pystynyt hallitsemaan varastotasojaan hyvin mm. laajan hankintaverkostonsa avulla.

Normaalisti käyttöpääoma on Wulffilla positiivinen. Yhtiön tarvitsee ostaa tuotteita varastoon, jotta se voi myydä niitä asiakkailleen. Positiivinen käyttöpääoma ei sinänsä ole siis tässä mielessä liiketoimintamalli huomioiden ongelma, vaan ennemminkin tarpeellista liiketoiminnan normaalia pyörittämistä varten. Sen kertymistä ja kehitystä on kuitenkin hyvä seurata.

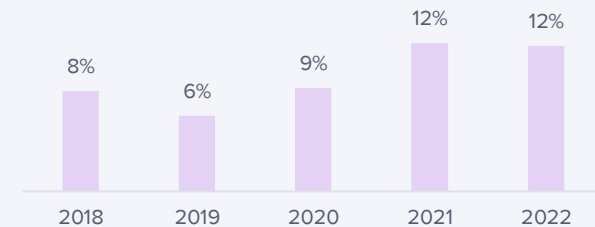
Pääoman tuottoluvut parantuneet

Hyvän tuloskehityksen myötä pääoman tuotot ovat myös parantuneet viime vuosina. Vuosina 2018-2019 tuotto oli jo kohtuullinen, mutta parani merkittävästi seuraavina vuosina. Vuoden 2021 luku ei tosin ole vertailukelpoinen negatiivisen liikearvon kirjauksen vuoksi. Vuonna 2022 pääoman tuotot ovat palanneet lähemmäs normaalia, mutta näemme näissä vielä nousuvaraa yhtiön kannattavuuden parantuessa ja taseaseman muuttuessa optimaalisemmaksi.

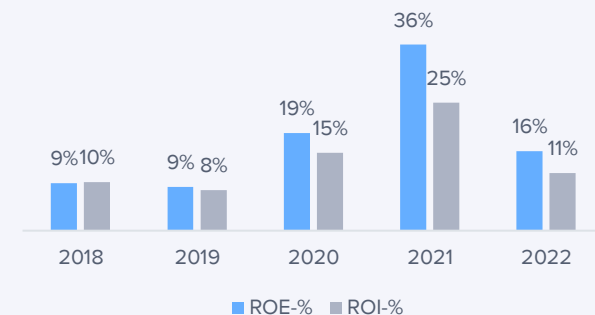
Taseen tunnusluvut (%)



Käyttöpääoma suhteessa liikevaihtoon (%)



Pääoman tuottoluvut (%)



Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	20,6	22,1	22,2	21,7	21,4
Liikearvo	8,2	8,8	8,8	8,8	8,8
Aineettomat hyödykkeet	1,2	1,6	1,6	1,5	1,4
Käyttöomaisuus	10,0	10,0	10,1	9,8	9,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Vaihtuvat vastaavat	31,4	32,0	32,0	32,7	34,3
Vaihto-omaisuus	13,4	14,1	13,9	14,3	14,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	17,2	16,8	17,0	17,4	17,7
Likvidit varat	0,8	1,0	1,0	1,1	2,1
Taseen loppusumma	52,0	54,1	54,1	54,4	55,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	19,3	21,3	22,2	24,2	26,1
Osakepääoma	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Kertyneet voittovarot	7,5	9,6	11,2	13,2	15,1
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	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Vähemmistöosuus	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	10,2	10,8	9,8	8,7	8,0
Laskennalliset verovelat	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	9,8	10,6	9,8	8,7	8,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	22,5	22,0	22,1	21,5	21,6
Lainat rahoituslaitoksilta	3,1	3,4	3,3	2,2	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	19,5	18,6	18,8	19,3	19,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	52,0	54,1	54,1	54,4	55,6

Ennusteet 1/3

Vahvan kasvuvauhdin jälkeiseen aikaan

Lähtökohtana ennusteillemme on Wulffin liiketoimintojen näkymät, strategian tavoitteet ja odottamamme markkinakasvu sekä toteutettujen yritysostojen kautta tuleva epäorgaaninen kasvu. Markkinakasvun odotamme olevan vaimeaa ja kokonaisuutena markkinan pysyvän Wulffin toiminta-alueilla vakaana.

Wulffin strategisena tavoitteena on kasvaa liikevaihdolla mitattuna keskimäärin noin 15-20 % vuotuista tahtia. Tämä on kova tahti, mutta vahvan kasvujakson jälkeen tavoitteet sallivat hieman maltillisempiakin kasvun vuosia. Wulffilla on kuitenkin valmius olla kilpailijoitaan aktiivisempi toimija yritysjärjestelyissä, jolla kasvutavoitteisiin pyritään myös tulevaisuudessa yltämään. Emme kuitenkaan ennusta vielä toteutumattomia yritysostoja niiden heikon ennustettavuuden (mm. ajoitus, hinta, koko) vuoksi. Yhtiö tavoittelee myös suhteellisen kannattavuuden parantamista, johon eväitä haetaan toiminnan tehokkuuden nostosta sekä uusista tuotteista ja/tai palveluista. Merkittävään parannukseen emme kuitenkaan nykyisellä liiketoimintarakenteella nojaa pitkälläkään aikavälillä.

Näkymät vaikuttavat olevan Wulffin liiketoiminnoille edelleen kohtuulliset. Tietyt toimialueet palaavat vielä koronasta (toimistotarvikkeet ja -palvelut, messuliiketoiminta), vaikka ns. koronatuotteiden kysyntä hiipuukin. Työpisteiden lisääntynyt määrä (etä + toimisto) ja ns. koronatuotteiden pysyminen osana arkea (kysyntä koronaa edeltävää aikaa korkeammalla) pitää kysyntää yhtiön palveluille yllä myös

jatkossa. Samalla näemme kustannusten nousun ja talouden heikentymisen vaikutuksien kuitenkin jarruttavan tuloskasvua lähivuosina.

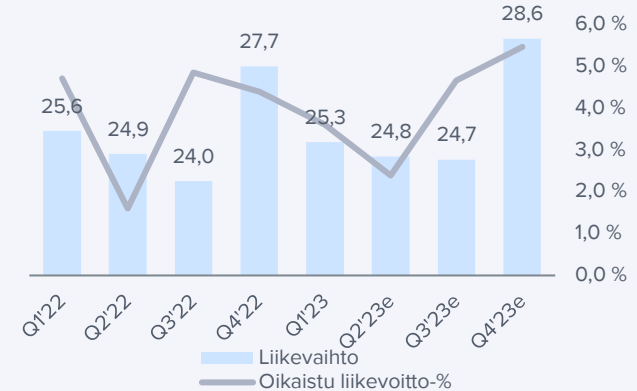
Vuonna 2023 sulatellaan yritysostoa

Wulff arvioi vuoden 2023 liikevaihdon sekä vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan vuoteen 2022 verrattuna. Vahvan kahden kasvuvuoden jälkeen odotamme yhtiön liikevaihdon olevan lähes vertailukauden tasolla 103 MEUR:ssa (kasvu-%: 1,1%). Olemme näin yhtiön kasvun suhteen maltillisia, mutta toisaalta emme myöskään ennusta yritysostoilla olevan vaikutusta kasvuun vuonna 2023. Segmenteittäin odotamme Sopimusasiakas-segmentin kasvun hidastuvan selvästi kahdesta edellisestä vuodesta, mutta Asiantuntijamyynnin sen sijaan pääsevän pieneneseen kasvuun kahden heikomman vuoden laskettua liikevaihdon jo koronaa edeltävän tason alapuolelle.

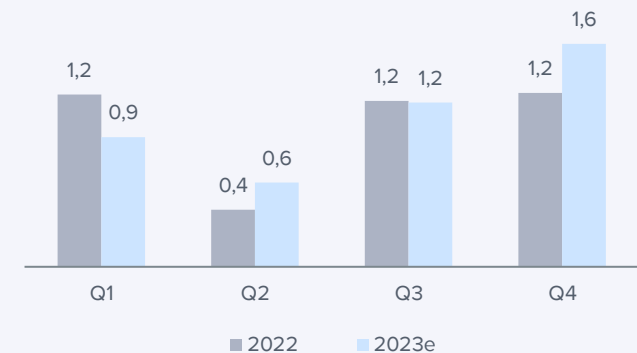
Odotamme oikaistun liikevoiton nousevan vuonna 2023 noin 4,2 MEUR:oon (EBIT-%: 4,1%). Osa kannattavuuden noususta tulee synergioista, mutta myös maltillistuvasta inflaatiopaineesta ja tuotemixin optimoinnista (parempi myyntikate). Henkilöstökulujen odotamme kuitenkin kasvavan palkkainflaation luomien paineiden myötä.

Wulff arvioi Staples-yrityskaupan luovan merkittävää arvoa synergiaetujen myötä. Vuosittain odotettavien synergiaetujen (+3 MEUR) pitäisi toteutua kokonaisuudessaan tänä vuonna. Näiden osalta kehitys on ollut suunnitelmien mukaista (2022: +2,5 MEUR), joten luottamuksemme näiden toteutumiseen on hyvä.

Liikevaihto (MEUR) ja liikevoitto-% (oik.)



Oikaistun liikevoiton (MEUR) kehitys kvartaaleittain



Ennusteet 2/3

Alemmilla riveillä odotamme rahoituskulujen kasvavan isomman velkataakan sekä nousseiden korkojen myötä. Osakekohtaisen tuloksen odotamme tätä myöten laskevan 0,39 euroon per osake (2022: 0,45 euroa). Osingon odotamme nousevan sentillä 0,15 euroon vuonna 2023 (2022: 0,14 euroa). Odotamme yhtiön jakavan lähivuosina kasvavaa osinkoa, mutta muut liiketoimintatarpeet huomioiden. Osinkojen jakosuhteen odotamme olevan noin 30-40 %:n välillä.

Edelleen maltillista kasvua vuosina 2024-2025

Vuosina 2024-2025 näemme yhtiön kasvun hieman vahvistuvan. Ensi vuonna näemme liikevaihdon nousevan noin 2 %:lla 106 MEUR:oon ja edelleen vuonna 2025 noin 108 MEUR:oon. Odotuksissamme on, että messuliiketoiminta palautuu normaalille tasolle ja perinteisten toimistotarvikkeiden kysyntä kasvaa jälleen talouskuvan mukaisesti. Odotamme kysynnän tason jatkuvan pitkään kohtuullisena myös ns. koronatuotteille, sillä hygieniatietoisuus sekä puhdistamisen tarve työpaikoilla säilynee jollain tasolla.

Yrityskaupan myötä matalakatteisten tuotteiden lisääntyvä osuus liikevaihdosta pitää kannattavuuden alle vuoden 2020 huipputasojen (oik. EBIT-%: 6,2 %). Näemme kuitenkin kannattavuuden parantuvan synergioiden realisoitumisen, integraatiokustannusten poistuman ja kustannuspaineiden helpottamisen vuoksi. Odotuksissamme on, että kulurakenne myös hieman skaalautuu yhtiön kasvun edetessä ja liiketoiminnan muiden kulujen suhteen

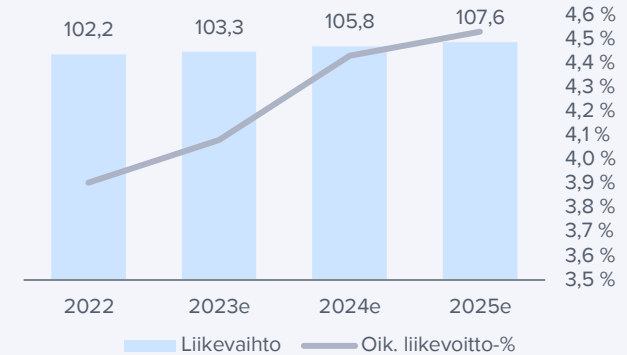
liikevaihtoon pienentyvän.

Ennustamme oikaistun liikevoiton nousevan vuonna 2024 noin 4,7 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin noin 4,4 %:iin. Edelleen vuonna 2025 näemme marginaalin parantuvan hieman noin 4,5 %:iin. Yhtiön potentiaali mielestämme on noin 5 %:n liikevoittomarginaalissa. Sen saavuttaminen lähivuosina ei mielestämme ole mahdotonta yrityskaupan luodessa tehokkuutta yhtiön toimintaan. Lisäksi yhtiö on sanonut etsivänsä aktiivisesti uusia tuote- tai palvelualueita myös jatkossa, jolla voitaisiin tavoitella korkeampaa tulostasoa. Heikossa markkinassa marginaalien merkittävä parannus voi kuitenkin olla haastavaa, mikä lisää osaltaan hieman riskejä kannattavuuden suhteen. Ottaen huomioon myös yhtiön historiallisen vaihtelun tulostasossa pitäydymme odotuksiemme suhteen maltillisina.

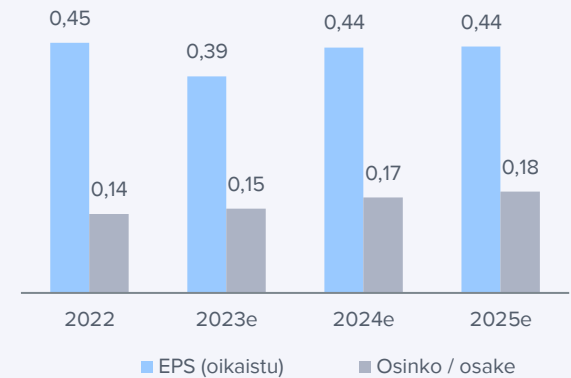
Kovat kasvutavoitteet vaativat yritysostoja

Ennustamme liikevaihdon kasvavan vuosien 2022-2025 aikana keskimäärin vain 2 %:lla (CAGR-%). Yritystoston kasvuvaihtuksen poistuessa laskee myös yhtiön kasvu ennusteillamme tavoitteiden (15-20 % vuosittainen kasvu) alapuolelle. Kasvua tulee kuitenkin tukemaan todennäköisesti yritysostot ja laajentuminen uusiin tuote- tai palveluliiketoimintoihin. Lopulta vuonna 2026 yhtiö tavoittelee noin 200 MEUR:n liikevaihtoa, joka on mahdollinen, mutta kunnianhimoisen tavoite (2026e: 108 MEUR) etenkin meidän ennusteisiimme nähden.

Liikevaihdon (MEUR) ja kannattavuuden kehitys (% oik.)



EPS (oikaistu) ja osinko per osake



Ennusteet 3/3

Näemme tavoitteen vaativan useita yritysostoja, mutta pirstaloituneen markkinan tarjoavan tähän mahdollisuuksia. Arvonluonnin kannalta toivottavaa on, että tavoitetta ei kannattavuuden kustannuksella lähdetä tavoittelemaan. Ottaen huomioon yhtiön panostukset kestävään tulostason parantamiseen, pidämme tätä kuitenkin epätodennäköisenä.

Yhtiön tulostäänne myötä parantunut kustannustehokkuus, odottamamme myyntikatteen parantuminen tukevat yhtiön kannattavuuden tason ylläpitoa yhdessä synergioiden kanssa. Yhtiö tavoittelee strategiassaan vertailukelpoisen liikevoitto-%:n kasvattamista, mihin yhtiöllä on mielestämme hyvät mahdollisuudet vuoden 2022 tasosta (EBIT-%: 3,9 %). Ennusteissamme kasvu ja tasaiset marginaalit pitävät liikevoiton kasvun vuosille 2022-2026 noin 6 %:ssa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2026 alkaen odotamme markkinatilanteen jatkuvan hyvin edellisvuosien kaltaisena ja hitaan kasvun aikakauden jatkuvan perinteisillä työpaikkatuotteiden markkinalla. Odotamme myös pidemmällä aikavälillä markkinan kohtaavan selvää keskittymistä ja pienempien toimijoiden joutuvan mahdollisesti konsolidoinnin kohteeksi. Isojen toimijoiden kesken markkinaosuuksista tullaan käymään kilpailua 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 kasvuennustemme hidastuu pidemmällä aikavälillä toimialalle mielestämme kestäväälle 1,0 %:n tasolle. Kannattavuuden odotamme pitkällä aikavälillä tasaantuvan 4,0 %:iin, joka on nyt yhtiön hyvin pitkän aikavälin historiallisen keskiarvon (1999-2022 EBIT-% ka.: noin 4 %) tasolla. Kannattavuudessa voi olla uusien tuotealueiden ja mahdollisten yritysostojen myötä myös nousuvaraa. Pidämme sen kuitenkin tässä vaiheessa vielä kohtuullisen neutraalina, sillä yhtiöllä on myös todistettavaa tulostasossa vahvojen kasvuvuosien jälkeen.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	90,4	25,6	24,9	24,0	27,7	102,2	25,3	24,8	24,7	28,6	103,3	105,8	107,6	108,1
Käyttökate	9,1	1,8	1,0	1,7	1,8	6,2	1,4	1,2	1,7	2,1	6,5	7,1	7,2	7,3
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-2,2	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-2,2	-2,5	-2,4	-2,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,9	1,2	0,4	1,2	1,2	4,0	0,9	0,6	1,2	1,6	4,2	4,7	4,9	5,0
Liikevoitto	6,9	1,2	0,4	1,2	1,2	4,0	0,9	0,6	1,2	1,6	4,2	4,7	4,9	5,0
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Tulos ennen veroja	6,5	1,0	0,2	1,0	1,0	3,3	0,7	0,4	0,9	1,3	3,3	3,8	4,0	4,1
Verot	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	5,9	0,9	0,2	0,9	1,1	3,1	0,6	0,3	0,7	1,1	2,7	3,0	3,0	3,1
EPS (oikaistu)	0,43	0,13	0,02	0,13	0,16	0,45	0,08	0,04	0,11	0,16	0,39	0,44	0,44	0,45
EPS (raportoitu)	0,87	0,13	0,02	0,13	0,16	0,45	0,08	0,04	0,11	0,16	0,39	0,44	0,44	0,45

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	57,2 %	67,2 %	7,1 %	-1,0 %	0,2 %	13,0 %	-1,4 %	-0,3 %	2,9 %	3,2 %	1,1 %	2,4 %	1,7 %	0,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	10,2 %	115,9 %	-51,4 %	12,9 %	-18,3 %	2,3 %	-24,7 %	48,5 %	-1,1 %	28,3 %	5,7 %	11,2 %	4,0 %	1,9 %
Käyttökate-%	10,1 %	7,0 %	3,9 %	7,0 %	6,4 %	6,1 %	5,6 %	4,7 %	7,0 %	7,5 %	6,3 %	6,8 %	6,7 %	6,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,3 %	4,7 %	1,6 %	4,9 %	4,4 %	3,9 %	3,6 %	2,4 %	4,7 %	5,5 %	4,1 %	4,4 %	4,5 %	4,6 %
Nettotulos-%	6,5 %	3,6 %	0,7 %	3,7 %	4,0 %	3,0 %	2,2 %	1,1 %	3,0 %	3,8 %	2,6 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Hyväksyttävä arvostus

Käytämme arvonmäärityksessämme pääosin hyödyksi yhtiölle haarukoimaamme absoluuttista arvostustasoa. Hinnoittelimme Wulffin osaketta pääsääntöisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta. Suosimme arvonmäärityksessä nyt erityisesti EV/EBIT- ja P/E-kertoimia. Olemme lisänneet liikevoittopohjaisen kertoimen, kun yhtiön poistotasot ovat kasvaneet kiinteän omaisuuden kasvun myötä (kiinteistöt) ja seuraamme sitä nyt käyttökatepohjaisen kertoimen sijaan (EV/EBITDA).

Viimeisien vuosien aikana yhtiölle hyväksyttävä arvostustaso on noussut hyvän suorituksen sekä selvästi nousseen tulostason myötä. Käytämme Wulffille hyväksyttävänä arvostustasohaarukkana 10-14x P/E-kerrointa ja noin 8-12x EV/EBIT-kerrointa. Nykyisellään kertoimien taso mielestämme kuvastaa hyvin Wulffin nykyistä tuloskasvuprofiilia sekä arvonluontia (ROI>WACC) ottaen kuitenkin myös huomioon yhtiön pienen koon sekä nykyisten taantuvien markkinoiden (perinteinen toimistotarvike) potentiaalin.

Kertoimien ylälaita nojaa pörssin pitkän aikavälin keskiarvoon (2002-2022 mediaani P/E: 14x), mutta sinne nojaaminen vaatisi Wulffin liiketoimintaprofiilin (kannattavuus, pääoman tuotto) ja/tai kasvunäkymän parantumista. Tämä voisi mielestämme tapahtua suurempien yritysostojen tai uusien tuotealueiden luomien mahdollisuuksien kautta. Nykyisellään nojaamme kertoimien keskitason alapuolelle kasvaneiden markkinariskien sekä nousseiden tuottovaatimuksien vuoksi.

Kertoimissa nousuvaraa

Wulffin osakkeen arvostus on mielestämme jo vuoden 2022 toteutuneella tuloksella kohtuullinen (2022 oik.: EV/EBIT: 10x, P/E: 9x). Vuodelle 2023 arvostus laskee houkuttelevammaksi (2023e: EV/EBIT: 8x, P/E: 9x) pienen tuloskasvun myötä. Hyväksyttävän tasoomme nähden (P/E: 11x, EV/EBIT: 9x) osakkeessa olisi yli 15 %:n nousuvara vuoteen 2023 katsottaessa. Vuosille 2024-2025 arvostus (ka. P/E: 8x, EV/EBIT: 7x) laskee edelleen tuloskasvun myötä. Tämä kertoo yhtiön potentiaalista lähivuosina, jos synergiat toteutuvat ja tulostaso kestää odotuksiemme mukaisesti.

Tasepohjainen P/B-luku on lähivuosina noin 1x-tasolla, mikä on mielestämme kohtuullisen maltillinen taso. Yhtiön pääoman tuotto (ROI-%) on meidän laskelmiemme mukaan ollut viimeisen viiden vuoden (18-22) aikana noin 14 % ja jatkuu ennusteissamme noin 13 %:n tasolla (23-26e) ollen näin selvästi yli pääoman tuottovaateen (WACC: 9 %). EV/S-kerroin on myös 0,3x-tasolla historiaa (0,4x) matalampi tukien arvostusta.

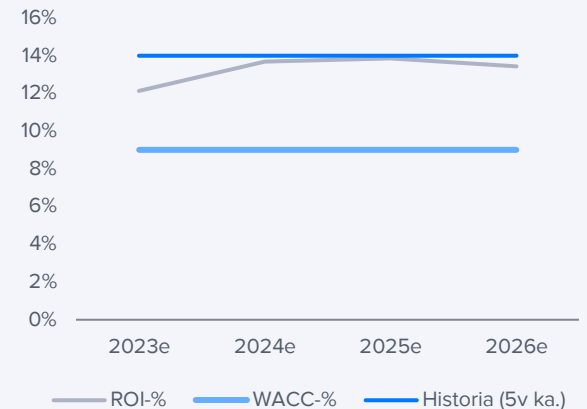
Osinko hyvällä tasolla ja tukee osaketta selkeästi

Odotamme Wulffin jatkavan osingonmaksulinjaansa ja ennustamme osingon kasvavan lähivuosina. Korostamme kuitenkin osingon olevan riippuvainen yhtiön tuloksentekevyydestä, vaikka tällä hetkellä osingonjakosuhte on tulokseen nähden hyvin terveellä noin 30-40 %:n tasolla. Nykyisillä ennusteillamme lähivuosien osinkotuotto on noin 4-5 %:n tasolla, mikä antaa arvostuskertoimien nousun lisäksi tukea tuotto-odotukselle nykyisiltä tasoilta.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,32	3,32	3,32
Osakemäärä, milj. kpl	6,86	6,86	6,86
Markkina-arvo	23	23	23
Yritysarvo (EV)	35	33	31
P/E (oik.)	8,6	7,6	7,6
P/B	1,0	0,9	0,9
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,4	4,6	4,2
EV/EBIT (oik.)	8,3	7,0	6,3
Osinko/tulos (%)	38,8 %	38,8 %	41,0 %
Osinkotuotto-%	4,5 %	5,1 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Pääoman tuotto ja tuottovaade



Lähde: Wulff, Inderes

Arvonmääritys 2/4

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, joka pääsääntöisesti toimii toimistokalusteiden parissa.

Pääosin olemme valinneet verrokkiryhmäämme tunnettuja kansainvälisiä toimistotarvikeyrityksiä, jotka ovat joko työpaikkatuotteiden tai muiden Wulffin tuotekategoriaan kuuluvien tuotteiden myyjiä. Tällaisia ovat mm. Yhdysvalloissa Office Depot Inc, 3M, Ennis Inc ja Acme United Corp.

Huomioon otettavat seikat Wulffia arvioitaessa verrokkeihin nähden

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, niiden liiketoimintarakenne voi olla erilainen ja niiden riskiprofiilit ovat erilaisia
- Yhtiöiden taserakenteet eroavat toisistaan ja vähentää vertailukelpoisuutta tasepohjaisilla luvuilla
- Wulffin pieni likviditeetti ja vahva omistamisen keskittyminen lisäävät omistukseen ja arvonmuodostumiseen liittyviä riskejä

- Wulffin tuloskasvuprofiili eroaa alan taantuvasta luonteesta, sillä tuloskäänte on saatu aikaan ja yhtiö on hyvin aktiivinen yritysostoissa

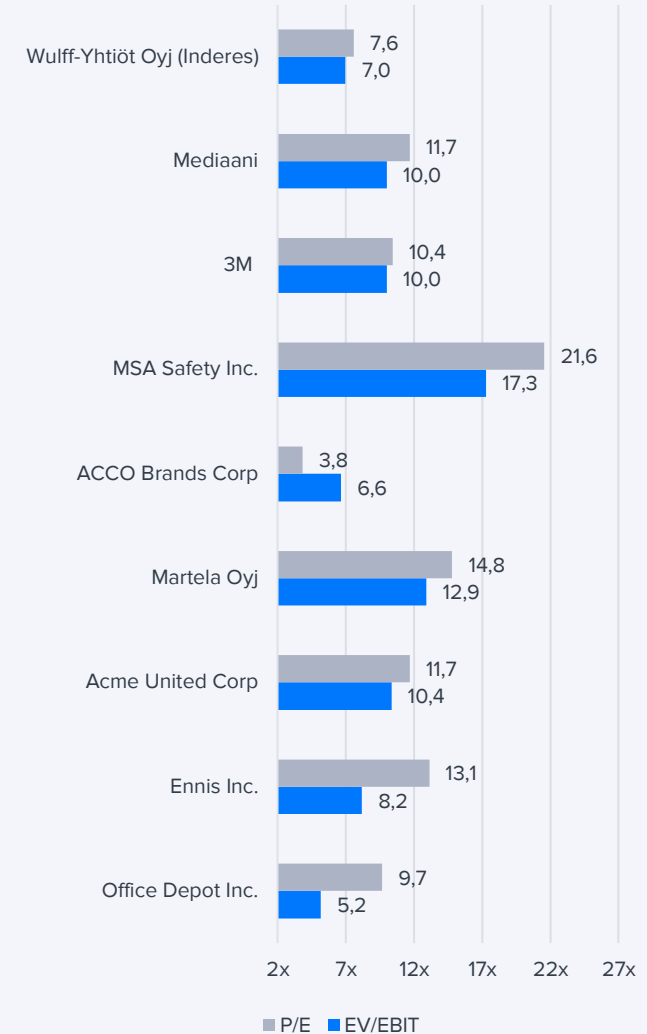
Wulffin verrokkien arvostus

Verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) 2023-2024e EV/EBIT-kerroin on 10x ja P/E-kerroin on 12x. Verrokkien arvostus on kohtuullisen neutraali nykytasollaan ja viime vuonna nähty kertoimien lasku on selvästi tasoittunut. Verrokkien käyttökelpoisuutta heikentää muutaman yhtiön todella alhaiset kertoimet ja muutaman yhtiön todella korkeat kertoimet sekä osin ennusteiden puuttuminen.

Wulffin hyvin onnistuneen tuloskäänteeseen ja parantuneen luottamuksen myötä hinnoittelemme tällä hetkellä Wulffia linjaan verrokkien kanssa (premio/diskontto: 0 %). Vuosien 2023 ja 2024 ennusteillamme nykyinen Wulffin arvostus vastaa noin 30 %:n alennusta verrokkien mediaaniin.

Verrokkiryhmä ei kuitenkaan kansainvälisen painon ja merkittävän suuremman koon vuoksi anna mielestämme parasta kuvaa Wulffin arvostuksen nykytasosta. Lisäksi verrokkiryhmän ennusteisiin ja arvostuksen luotettavuuteen liittyy selkeitä epävarmuustekijöitä kertoimien suuren heittelyn vuoksi. Mielestämme verrokkianalyysin käyttökelpoisuus Wulffin tapauksessa onkin heikko ja niiden painoarvo arvonmäärityksessämme on edelleen alhainen.

Verrokkiryhmä 2024e



Arvonmääritys 3/4

Yritystoskenaarior

Osa Wulffin tavoittelemasta kasvusta on tarkoitus saavuttaa yritysostoilla. Tämän vuoksi pelkäästään orgaanisen kasvuun perustuvat ennusteemme ja arvonmääritys voivat antaa väärän kuvan yhtiön liiketoiminnan kehityksestä.

Olemme arvioineet yhtiön strategian tavoitteiden mukaisesti, että yhtiön liikevaihto kasvaisi seuraavan 4 vuoden aikana (vuoteen 2026 asti) noin 18 % vuosittain. Vuoteen 2026 mennessä yhtiö saavuttaisi tavoittelemansa 200 MEUR:n liikevaihdon ja Wulffin pitkän aikavälin kannattavuudella (EBIT-%: 4 %) liikevoitto olisi vuonna 2026 noin 8,0 MEUR. Nopeaan tahtiin tehtävät yritysostot yleisesti matalan kannattavuuden alalla pitävät kannattavuuden skenaariossa alle orgaanisen kasvun ennusteidemme (2026e: 4,6 %).

Rahoitusta tarvittaisiin

Orgaanisen liikevaihdon kasvun ennusteisiimme nähden liikevaihtoa olisi vuoden 2026 lopussa noin 92 MEUR enemmän. Wulffin pitkän aikavälin kannattavuustasolla (4 %) tämä tekisi noin 3,7 MEUR:n liikevoiton. Viimeisin kauppa, minkä Wulff suoritti (Carpentum) tehtiin 4,5x EV/EBIT-tasolla. Carpentumin tilitoimistoliiketoiminnan kannattavuus ja liiketoimintaprofiili ovat kuitenkin Wulffin perusliiketoimintaa houkuttelevammat. Staplesin kauppa toteutui 3x-tasolla, mutta se taasen oli mielestämme poikkeuksellisen hyvä hinta. Näiden välistä noin 4x-kertoimella 92 MEUR:n noin 4 MEUR:n liikevoiton kokonaisuuden yritysarvoksi tulisi noin 15 MEUR.

Yhtiöllä ei ole kassassa juuri nyt varoja käyttää

yritystosiin, mutta korolliset velat/käyttökate-suhdeluku (2022: 2,2x) oli vuoden alussa vielä selkeästi alle kriittisten kovenanttirajojen (3,25x). Kassavirran parantuessa vuoden edetessä ja Staplesin kaupan sulattelun jälkeen näemme, että yhtiön rahoitusasema paranee ja noin 15 MEUR:n rahoitustarpeen hankkiminen ei ole yhtiölle ongelma. Tämän lisäksi yhtiöllä on hallussaan omia osakkeita, joita voidaan käyttää yrityskauppojen yhteydessä maksuvälineenä.

Skenaariossa osakkeen arvo nousee selvästi

Skenaarion toteutuessa voisi Wulffin arvo olla selkeästi korkeammalla. Skenaariossa oletukset ovat optimistisen puoleisia yrityskauppojen hinnan sekä hyvänä säilyvän kannattavuuden kannalta ajateltuna, mikä on hyvä ottaa huomioon.

Hyväksyttävänä arvostuksena skenaariolle olemme käyttäneet haarukkamme (8-12x) alarajaa, josta yritysarvoksi vuonna 2026 muodostuisi noin 64 MEUR. Nettovelan osalta olemme arvioineet, että se olisi noin 20 MEUR ottaen huomioon tarvittavan rahoituksen. Tästä saamme markkina-arvoksi vuonna 2026 noin 44 MEUR ja osakkeen arvo olisi tällöin 6,4 euroa.

Nykykurssilla osakkeen vuotuisiksi tuotoksi kurssinousun perusteella muodostuisi noin 20 % vuoteen 2026 asti olettaen, että kaikki skenaariossa menisi oletuksien mukaisesti. Tuotto on selvästi esimerkiksi meidän pääoman tuottovaateen (9 %) yli kertoen yritysostoskenaariota antaman option potentiaalista. Yritystoskenaariorissa mahdollisen tuoton tulee tosin mielestämme olla selkeästi tuottovaatimusta houkuttelevampi toteuman epävarmuuden ja riskien vuoksi.

Yritystoskenaarior

Tulostaso (MEUR)	
Liikevaihto 2026e	200
EBIT-%	4,0 %
EBIT	8,0
Hyväksytty arvostustaso	
EV/EBIT	8
Osakkeiden arvo (MEUR)	
Yritysarvo 2026e	64
Nettovelka 2026e	20
Markkina-arvo 2026e	44
Osakkeen arvo 2026e (euroa)	
	6,4
Osakkeen vuotuinen tuotto nykykurssilla	
	20 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 4/4

DCF-arvonmääritys

DCF-mallin arvo (4,5 euroa) tukee myös suositustamme. Annamme DCF-laskelmallemme kohtuullisen painon arvonmäärityksessämme, vaikka kassavirtojen ennustettavuus pitkälle tulevaisuuteen omaakin vielä epävarmuustekijöitä. Lisäksi DCF-mallissa ja yleisesti ennusteissamme on otettava huomioon, että mahdollisia yrityskauppoja ei ole huomioitu.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin hieman vahvemman kasvun jälkeen terminaaliyksöllä 1,0 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 4,0 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalin paino kassavirtojen arvosta on noin 40 %, mikä on normaalilla tasolla.

Pitkän aikavälin kestävä tulostaso (4 %) on alle lähivuosien kannattavuuden. Pitkän aikavälin potentiaalia mielestämme alentaa yhtiön perinteisen työpaikkatuotteiden liiketoiminnan hidas kasvu sekä kireä kilpailu. Tämän vuoksi näissä tuotteissa kannattavuuden voi olettaa olevan pitkällä aikavälillä paineessa. Uudet tuotealueet ja yhtiön suorittaminen viime vuosina on kuitenkin lisännyt luottamustamme pitkän aikavälin kannattavuuden tasoon. Yhtiön viime aikaiseen suorittamiseen nähden pidämme tasoa kohtuullisen neutraalina tällä hetkellä. Tasossa voi olla vielä nousupaineita yhtiön kannattavuuden kestävästi noustessa lähemmäs 5 %:n potentiaalista tasoa. Ongelmien ilmaantuessa voi pitkän aikavälin kannattavuustaso kuitenkin laskea mielestämme jälleen lähemmäs 3 %:n tasoa.

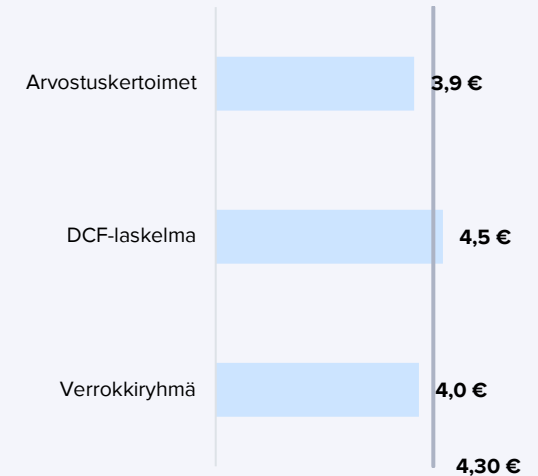
Kassavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on noin 9 % ja oman pääoman kustannus noin 11 %. Olemme nostaneet tasoa viime aikoina vastaamaan kohonnutta tuottovaatimustasoa markkinoilla.

Tuotto-odotus nousee hyvälle tasolle

Toistamme Wulffin tavoitehinnan 4,30 eurossa nostaten suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää). 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. Lisäksi Wulffiin yritysostojen luoman option arvo on selkeästi nykykurssia korkeammalla.

Mielestämme Wulffin osakkeen arvostustaso ei huomioi yhtiön suorittamista sen ansaitsemalla tasolla. Arvostus on maltillinen ja tarjoaa yhdessä osinkotuoton kanssa yli 20 %:n tuotto-odotuksen sijoittajalle näiltä tasoilta. Riskeihin nähden tuotto-odotus on enemmän kuin riittävä osakkeen ostamisen perustelemiseksi.

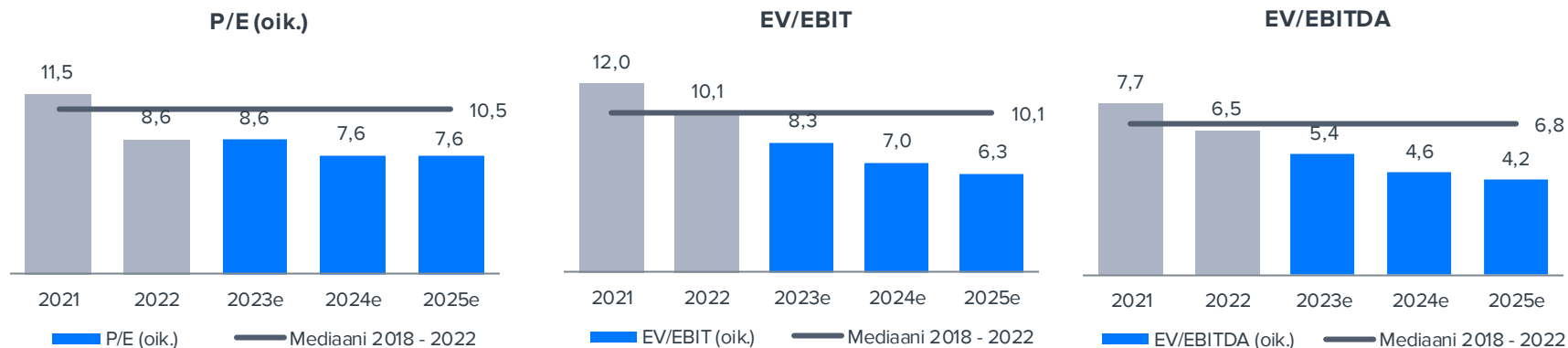
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostus

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,69	1,77	3,24	4,92	3,85	3,32	3,32	3,32	3,32
Osakemäärä, milj. kpl	6,91	6,91	6,76	6,76	6,86	6,86	6,86	6,86	6,86
Markkina-arvo	12	12	22	33	26	23	23	23	23
Yritysarvo (EV)	14	21	31	47	40	35	33	31	29
P/E (oik.)	11,4	10,5	10,1	11,5	8,6	8,6	7,6	7,6	7,4
P/B	1,0	1,0	1,6	1,8	1,3	1,0	0,9	0,9	0,8
P/S	0,2	0,2	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	7,2	6,8	6,0	7,7	6,5	5,4	4,6	4,2	4,0
EV/EBIT (oik.)	9,3	12,3	8,8	12,0	10,1	8,3	7,0	6,3	5,8
Osinko/tulos (%)	67,4 %	72,6 %	37,3 %	14,9 %	31,4 %	38,8 %	38,8 %	41,0 %	44,7 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,2 %	3,7 %	2,6 %	3,6 %	4,5 %	5,1 %	5,4 %	6,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Office Depot Inc.	1478	1280	5,0	5,2	3,4	3,5	0,2	0,2	8,4	9,7			1,3
Ennis Inc.	478	392	6,8	8,2	5,4	5,8	1,0	1,1	11,8	13,1	5,0		
Acme United Corp	84	129	12,4	10,4			0,7	0,7	15,1	11,7			
Martela Oyj	10	21		12,9	3,7	2,6	0,2	0,2		14,8	4,7	5,7	0,8
ACCO Brands Corp	455	1343	7,5	6,6	5,9	5,6	0,8	0,8	4,7	3,8	6,3	6,7	
MSA Safety Inc.	5186	5861	18,5	17,3	15,9	14,9	3,8	3,6	23,9	21,6	1,3	1,3	
3M	50921	62005	11,1	10,0	8,6	7,9	2,1	2,1	11,6	10,4	6,1	6,2	3,4
Wulff-Yhtiöt Oyj (Inderes)	23	35	8,3	7,0	5,4	4,6	0,3	0,3	8,6	7,6	4,5	5,1	1,0
Keskiarvo			10,2	10,1	7,2	6,7	1,2	1,2	12,6	12,2	4,7	5,0	1,8
Mediaani			9,3	10,0	5,6	5,7	0,8	0,8	11,7	11,7	5,0	6,0	1,3
Erotus-% vrt. mediaani			-11 %	-30 %	-4 %	-20 %	-56 %	-59 %	-27 %	-35 %	-9 %	-14 %	-18 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

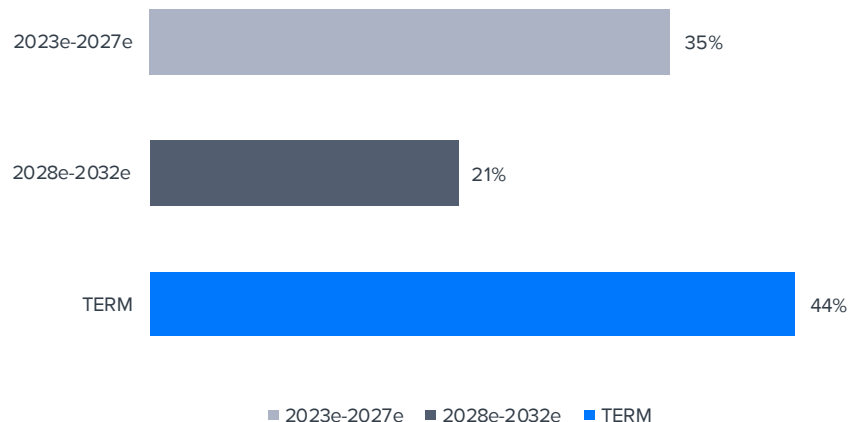
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	13,0 %	1,1 %	2,4 %	1,7 %	0,5 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	3,9 %	4,1 %	4,4 %	4,5 %	4,6 %	4,4 %	4,2 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	4,0	4,2	4,7	4,9	5,0	4,8	4,6	4,5	4,5	4,5	4,6	
+ Kokonaispoistot	2,2	2,2	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	
- Maksetut verot	-0,3	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ 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	-1,2	0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	4,7	5,8	6,1	6,0	6,2	5,9	5,8	5,6	5,5	5,5	5,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,5	-2,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,0	3,5	4,1	4,0	4,2	3,9	3,8	3,6	3,5	3,5	3,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,0	3,5	4,1	4,0	4,2	3,9	3,8	3,6	3,5	3,5	3,6	45,0
Diskontattu vapaa kassavirta		3,3	3,5	3,2	3,1	2,6	2,3	2,0	1,8	1,7	1,6	19,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		44,7	41,4	37,9	34,6	31,6	28,9	26,6	24,6	22,8	21,1	19,6
Velaton arvo DCF		44,7										
- Korolliset velat		-14,0										
+ Rahavarat		1,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,0										
Oman pääoman arvo DCF		30,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,5										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksottain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	57,5	90,4	102,2	103,3	105,8	EPS (raportoitu)	0,32	0,87	0,45	0,39	0,44
Käyttökate	5,2	9,1	6,2	6,5	7,1	EPS (oikaistu)	0,32	0,43	0,45	0,39	0,44
Liikevoitto	3,5	6,9	4,0	4,2	4,7	Operat. kassavirta / osake	0,48	0,36	0,69	0,85	0,88
Voitto ennen veroja	3,1	6,5	3,3	3,3	3,8	Vapaa kassavirta / osake	0,15	-1,03	0,14	0,51	0,59
Nettovoitto	2,2	5,9	3,1	2,7	3,0	Omapääoma / osake	2,00	2,74	2,99	3,24	3,53
Kertaluontoiset erät	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,12	0,13	0,14	0,15	0,17
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	35,4	52,0	54,1	54,1	54,4	Liikevaihdon kasvu-%	2 %	57 %	13 %	1 %	2 %
Oma pääoma	14,3	19,3	21,3	22,2	24,2	Käyttökateen kasvu-%	70 %	75 %	-32 %	4 %	11 %
Liikearvo	8,2	8,2	8,8	8,8	8,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	110 %	10 %	2 %	6 %	11 %
Nettovelat	8,2	12,0	12,9	12,1	9,9	EPS oik. kasvu-%	91 %	33 %	4 %	-13 %	13 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	9,1 %	10,1 %	6,1 %	6,3 %	6,8 %
Käyttökate	5,2	9,1	6,2	6,5	7,1	Oik. Liikevoitto-%	6,2 %	4,3 %	3,9 %	4,1 %	4,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,4	-6,2	-1,2	0,2	-0,3	Liikevoitto-%	6,2 %	7,6 %	3,9 %	4,1 %	4,4 %
Operatiivinen kassavirta	3,2	2,4	4,7	5,8	6,1	ROE-%	17,0 %	36,8 %	15,7 %	12,4 %	12,9 %
Investoinnit	-1,9	-4,7	-3,5	-2,3	-2,0	ROI-%	16,1 %	25,1 %	11,8 %	11,9 %	13,3 %
Vapaa kassavirta	1,0	-6,9	1,0	3,5	4,1	Omavaraisuusaste	40,4 %	37,2 %	39,5 %	41,1 %	44,5 %
						Nettovelkaantumisasaste	57,4 %	62,1 %	60,7 %	54,3 %	41,0 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3						
EV/EBITDA (oik.)	6,0	7,7	6,5	5,4	4,6						
EV/EBIT (oik.)	8,8	12,0	10,1	8,3	7,0						
P/E (oik.)	10,1	11,5	8,6	8,6	7,6						
P/B	1,6	1,8	1,3	1,0	0,9						
Osinkotuotto-%	3,7 %	2,6 %	3,6 %	4,5 %	5,1 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 mainittuihin valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa 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 investointipankkiliketoimintaa.

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

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

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

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 €
18.2.2020	Lisää	2,15 €	2,04 €
16.3.2020	Vähennä	1,95 €	1,87 €
20.3.2020	Vähennä	1,70 €	1,78 €
27.4.2020	Vähennä	1,50 €	1,47 €
8.6.2020	Lisää	1,75 €	1,62 €
21.7.2020	Lisää	2,10 €	1,94 €
28.7.2020	Lisää	2,25 €	2,08 €
22.9.2020	Osta	2,50 €	2,10 €
27.10.2020	Lisää	3,20 €	2,86 €
20.12.2020	Lisää	3,50 €	3,24 €
23.2.2021	Vähennä	3,50 €	3,56 €
15.4.2021	Lisää	3,50 €	3,07 €
27.4.2021	Lisää	3,50 €	3,18 €
4.5.2021	Osta	5,00 €	4,02 €
27.7.2021	Lisää	5,50 €	5,06 €
26.10.2021	Lisää	5,80 €	5,20 €
22.2.2022	Lisää	5,20 €	4,65 €
7.4.2022	Lisää	5,20 €	4,52 €
26.4.2022	Lisää	5,20 €	4,68 €
15.6.2022	Osta	5,20 €	4,22 €
26.7.2022	Osta	4,70 €	3,64 €
25.10.2022	Osta	4,70 €	3,08 €
21.2.2023	Osta	4,70 €	3,85 €
25.4.2023	Lisää	4,30 €	3,77 €
23.5.2023	Osta	4,30 €	3,32 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**