

Wulff-Yhtiöt

Laaja raportti

8.4.2022 07:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvun vuosi

Toistamme Wulff-Yhtiöiden tavoitehintamme (5,20 euroa) ja lisää-suosituksemme laajan raportin päivityksen yhteydessä. Työpaikkatuotteiden ja -palveluiden markkinoilla toimiva Wulff on viimeisien vuosien aikana osoittanut tuloskäänteen todeksi vielä kohtuullisen nopeasti muuttuneessa markkinatilanteessa. Tuloskäänteen jälkeen kasvulla otetaan loikka seuraavaan kokoluokkaan niin tuloksen kuin liikevaihdonkin osalta. Staples-yrityskaupan tuoma liikevaihto ja lähivuosina vahvistuvat synergiat pitävät tuloskasvumahdollisuudet hyvinkin vahvoina, vaikka talousympäristöön ja perinteiseen työpaikkatuotteiden markkinaan hieman nyt epävarmuuksia sisältyykin. Maltillisiin yrityskaupan synergioihin nojaviin ennusteisiimme nähden osakkeen arvostuksessa on mielestämme nousuvaraa ja tuotto-odotusta tukee myös hyvällä tasolla oleva osinkotuotto.

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 (87 % lv:sta 2021) ja Asiantuntijamyynti (14 %). Sopimusasiakas-segmentti tarjoaa asiakkaille kaikki työpaikkatuotteet jatkuvana palveluna. Lisäksi segmentti tarjoaa kansainvälisiä messupalveluja ja mm. tulostusratkaisuja. Asiantuntijamyynti-segmentti puolestaan tarjoaa ergonomia-, ensiapu-, työhyvinvointi- sekä työturvallisuustuotteita henkilökohtaisen palvelun kautta. Wulffin tarjoaman kysyntää tukee asiakkaiden saamat kustannushyödyt hankintojen keskittämisestä sekä panostukset työelämän hyvinvointiin ja erilaisiin työskentelytapoihin.

Vahvaa kasvua odotuksissa

Wulffin strategisena tavoitteena on kasvaa vahvasti (15-20 % vuosittain) ja parantaa kannattavuutta (nouseva oik. EBIT-%). Vahvan kasvun lähivuosina mahdollistaa vuonna 2021 toteutettu ja Wulffin kokoluokan tuplaava Staples-yrityskauppa. Näemme kuitenkin marginaalien laskevan kasvun kustannusten, inflaation ja vahvojen vertailukausien vuoksi. Vuonna 2022 Wulff odottaa liikevaihdon kasvavan selvästi ja vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan. Näin tuloskasvu olisi liikevaihdon kasvua hitaampaa ja marginaalit laskevatkin ennusteissamme vuonna 2022. Ennustamme liikevaihdon nousevan noin 21 %:lla (110 MEUR) ja oikaistun liikevoiton noin 9%:lla (4,2 MEUR, EBIT-%: 3,9 %). Pidämme ohjeistusta vielä varovaisena liiketoiminnan palautumiseen (messut, toimistotarvikkeet) ja yrityskaupan integraatioon liittyvän epävarmuuden vuoksi. Synergioilla (+3 MEUR vuoteen 2023 mennessä) tuloksen tulisi kuitenkin nousta jo yli 6 MEUR:n ja niiden suhteen ison osan pitäisi toteutua jo vuonna 2022. Kokonaisuutena ennusteissamme heijastuu lähivuosina etenkin Staples-yrityskaupan kasvu sekä synergiat ja normalisoitua markkinatilanne niin messuliiketoiminnalle kuin perinteiselle työpaikkatuotteiden markkinalla.

Arvostuksessa nousuvaraa

Arvostus on mielestämme vuodelle 2022 maltillinen (22e: oik. EV/EBITDA: 6x, oik. P/E: 11x) ja laskee edelleen vuonna 2023 (EV/EBITDA: 5x, P/E: 9x). Markkinalla tuntuisi olevan vielä epäluuloja yrityskauppaa sekä yhtiön kestävästä tulostasoa kohtaan. Yhtiön tavoitteiden toteutuessa osakkeessa voi olla merkittävääkin nousuvaraa. Jo maltillisilla ennusteillamme ja hyväksyttävän arvostushaarukkamme keskitasolla (P/E: 10-14x, EV/EBITDA: 6-8x) arvostuksessa olisi noin 10 %:n nousuvara. Osinkotuotto nousee ennusteillamme noin 3 %:n tasolla, mikä tukee tuotto-odotusta. Myös DCF-laskelman arvo (6,0 euroa) on nykyistä kurssia korkeammalla.

Suositus

Lisää

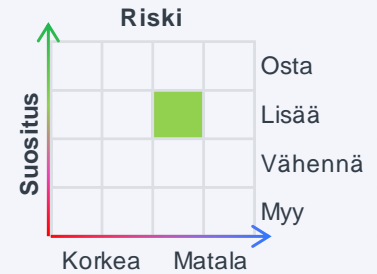
(aik. Lisää)

5,20 EUR

(aik. 5,20 EUR)

Osakekurssi:

4,52



Avainluvut

| | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto | 90 | 110 | 112 | 114 |
| kasvu-% | 57 % | 21 % | 2 % | 2 % |
| EBIT oik. | 3,9 | 4,2 | 4,9 | 5,1 |
| EBIT-% oik. | 4,3 % | 3,9 % | 4,4 % | 4,5 % |
| Nettotulos | 5,9 | 2,9 | 3,4 | 3,6 |
| EPS (oik.) | 0,43 | 0,42 | 0,51 | 0,53 |
| P/E (oik.) | 11,5 | 10,7 | 8,9 | 8,6 |
| P/B | 1,8 | 1,5 | 1,3 | 1,2 |
| Osinkotuotto-% | 2,6 % | 3,1 % | 3,3 % | 3,5 % |
| EV/EBIT (oik.) | 12,0 | 9,5 | 7,7 | 6,7 |
| EV/EBITDA | 7,7 | 6,2 | 5,2 | 4,6 |
| EV/Liikevaihto | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |

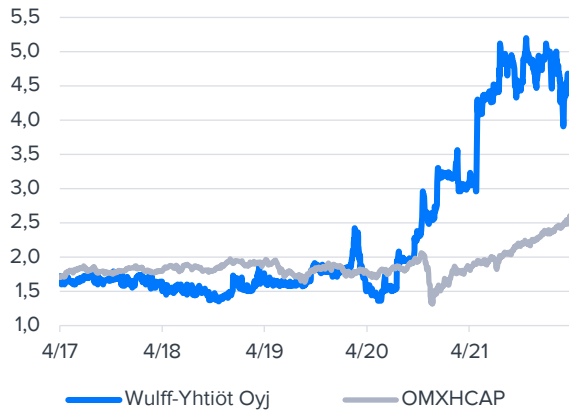
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

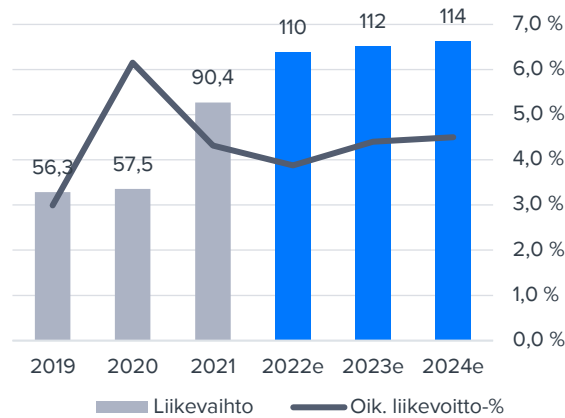
Wulff arvioi vuoden 2022 liikevaihdon kasvavan selvästi ja vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan vuoteen 2021 verrattuna

Osakekurssi



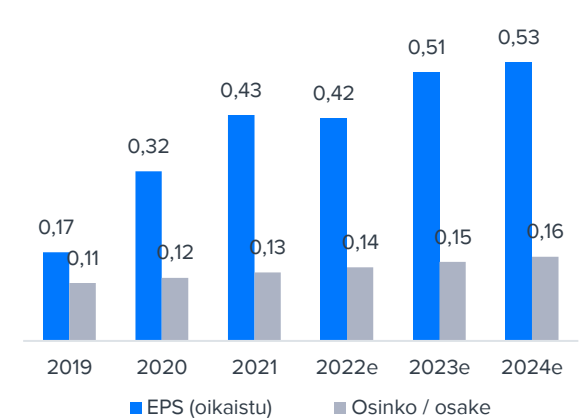
Lähde: Thomson Reuters

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
- Merkityksellisyys, vastuullisuuden ja kestävä kehityksen edistäminen yritysten päätöksenteossa



Riskitekijät

- Markkinan kireän hintakilpailun jatkuminen
- Riippuvuus Suomen ja Pohjoismaiden taloussuhdanteesta
- Toimistotarvikemarkkinan hidas kasvu
- Messuliiketoiminnan epävarmuudet koronapandemiasta
- Kasvupanostukset ja yritysostojen epäonnistuminen
- Henkilöstöriippuvuus

| Arvostustaso | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | 4,52 | 4,52 | 4,52 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 6,77 | 6,77 | 6,77 |
| Markkina-arvo | 31 | 31 | 31 |
| Yritysarvo (EV) | 40 | 38 | 34 |
| P/E (oik.) | 10,7 | 8,9 | 8,6 |
| P/B | 1,5 | 1,3 | 1,2 |
| P/S | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| EV/Liikevaihto | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| EV/EBITDA (oik.) | 6,2 | 5,2 | 4,6 |
| EV/EBIT (oik.) | 9,5 | 7,7 | 6,7 |
| Osinko/tulos (%) | 33,2 % | 29,4 % | 30,3 % |
| Osinkotuotto-% | 3,1 % | 3,3 % | 3,5 % |

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

| | |
|---|--------------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli | 5-11 |
| Strategia | 12-13 |
| Markkina | 14-17 |
| Taloudellinen tilanne | 18-21 |
| Ennusteet | 22-25 |
| Arvonmääritys | 26-32 |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | 33-35 |

Wulff-Yhtiöt lyhyesti

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

1890

Wulffin perustamisvuosi

2000

Listautuminen

90 MEUR (57 % v/v)

Liikevaihto 2021

3,9 MEUR (4,3 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2021

28 %

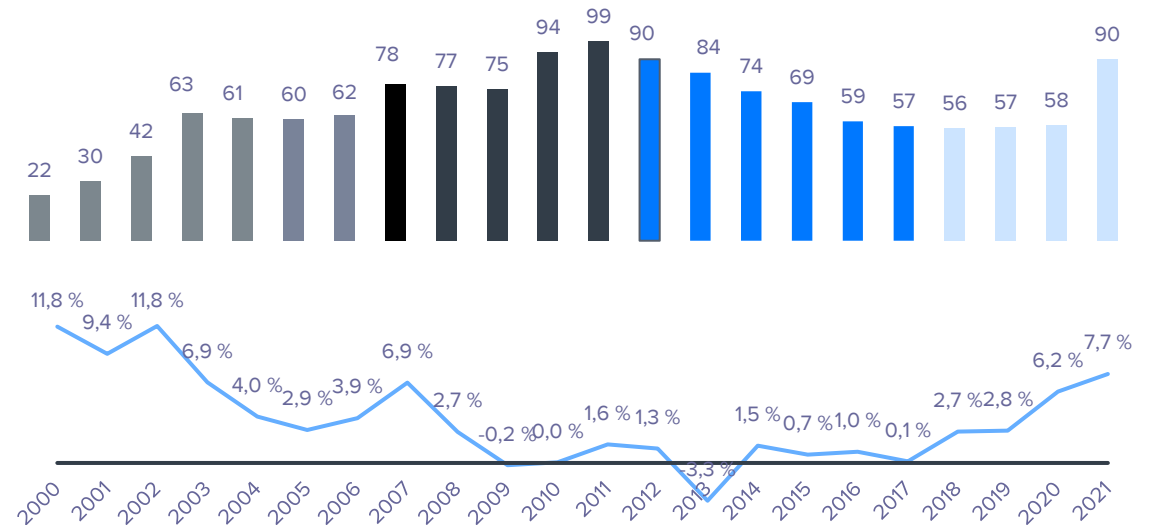
Oman pääoman tuotto (ROE-%) 2020-2021 ka.

278 henkilöä (+58 % v/v)

Henkilöstö 2021 lopussa

Liikevaihdon ja liikevoiton (raportoitu) kehitys

| | | | |
|---|---|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> Vahvan ja kannattavan kasvun aikaa Liikevaihto kasvaa orgaanisesti ja yrityskaupoilla Kova hintakilpailu ja pula myyjistä alkaa kuitenkin painamaan kasvuja ja kannattavuutta | <ul style="list-style-type: none"> Kasvu onnistuneilla yrityskaupoilla haastavassa markkinassa Kannattavuus alenee hyvin heikoksi | <ul style="list-style-type: none"> Liikevaihto hiipuu ja myyntikate alenee Suomen talous ja yhtiön markkinat taantuvat Kannattavuus pysyy alhaisella tasolla Tuloskäänte tehtävä | <ul style="list-style-type: none"> Tehostamalla kannattavuus nousee Yritysosot ja uudet tuotealueet nostavat liikevaihtoa Tulos aivan uudelle tasolle vahvan kysynnän ansiosta Ketteryys ja hyvä myyntityö avittivat koronasta palautumisessa |
|---|---|--|---|



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, ergonomiaa, ensiapua, työmaatuotteita sekä tulostuspalveluita. Korona-aikana on korostunut etenkin hygienia- sekä suojaus- ja puhdistustuotteiden kysyntä niin toimistoilla ja kotonakin. Lisäksi Wulff tarjoaa asiakkailleen myös kansainvälisiä messupalveluja.

Yrityksen myynti suuntautuu pääosin erikokoisille yrityksille ja yhtiön tarkoituksena on tarjota asiakkailleensa kaikki tarpeellinen työpaikalle riippumatta siitä, missä toimipaikka 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 ja aiheuttaa haasteita nykyisille yrityksien toimintarakenteille.

Yritysmyyntiin lisäksi Wulff harjoittaa kuluttajamyyntiä pääosin kivijalkamyymlöissään sekä yhteistyössä eri jälleenmyynti- ja kuluttajamyyntiyritysten kanssa. Yhtiöllä on tällä hetkellä myymälät Helsingissä, Turussa ja Lahdessa, jotka keskittyvät palvelemaan paikallisesti pieniä ja keskisuuria yrityksiä sekä kuluttajia.

Wulffin päämarkkina-alueina on Suomi, Ruotsi ja Norja. Yhtiön liikevaihdosta vuonna 2021 71 % tuli Suomesta, 23 % Ruotsista ja Norjasta noin 12 %. 1 % kertyi Tanskasta ja -7 % oli maiden välistä liikevaihtoa (ts. eliminointia). Yhtiö on Suomessa johtavia toimijoita omalla alallaan. Yhtiö on nyt myös noussut Pohjoismaiden markkinoilla isoon asemaan ostaessaan Staplesin Suomen toiminnot (nykyisin Wulff Solutions). Vuoden 2021 aikana yhtiö kasvoikin vahvasti (+60 %) yrityskaupan ansiosta ja myös tulos oli vahvassa nousussa. Vuoden 2021 lopussa Wulff työllisti 278 henkilöä, jossa kasvua edellisvuoteen oli noin 60 %. Wulffin tehtävänä on tehdä maailmasta parempi työpaikka kerrallaan sekä mahdollistaa asiakkailleen paremmat työympäristöt ja työpäivät.



Markkinan muutos

Ennen

- Massatuotteet
- Paperidokumentaatio
- Työpaikat toimistoissa
- Myymälät ja postikuvastot

Nyt

- Älykkäät ja kohdennetut tuotteet
- Digitaalisuus
- Ekologisuus ja ympäristöystävällisyys
- Verkkokauppa
- Etätyö
- Ergonomia ja hyvinvointi



- Asiakkaille räätälöidyt palvelut
- Uusien tuotealueiden innovointi
- Tuotteiden ja palveluiden yhdentymisen
- 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 kokoajan uusia tuotteita yhteistyössä asiakkaiden ja valmistajien kanssa.

Monikanavainen myynti tukee eri palvelumalleja

Yhtiö käyttää toiminnassaan monikanavaista myyntiverkostoa, jossa asiakas voi valita asioiko hän myymälässä, verkkokaupassa, henkilökohtaisesti myyjän kanssa tai asiakkaalle luodun palvelumallin kautta. Sopimusasiakaskonsepti palvelee suuria asiakkaita niiden säännöllisissä työpaikkatuotteiden hankinnoissa. Asiantuntijamyynni palvelee laaja-alaisesti kaikkia yrityksiä ja toimii henkilökohtaisen kontaktin sekä paikallisen asiantuntemuksen kautta.

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

jatkuvista sopimuksista, kun työpaikkatuotteiden keskitetty hankinta voisi tulla ajankohtaiseksi.

Yhteistyö valmistajien kanssa

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

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

Korona testasi yhtiön liiketoimintaa

Koronapandemian aikaan kysyntä mm. hygieniä-, suojaus- ja puhdistustuotteille sekä etätöskentelyn välineille kasvoi räjähdysmäisesti. Wulffin nopea reagointi, hyvä yhteistyö valmistajien ja asiakkaiden kanssa, monikanavainen myynti sekä vahva myyntiorganisaatio näyttivät liiketoimintamallin toimivuuden käytännössä.

Wulffin eri segmenttien palvelualueita

Sopimusasiakkaat

Palvelualueita

- 1) **Wulff Sopimusasiakkaat: työpaikkatuotteet sopimuspalveluna yrityksille (WulffNet, MiniBar ja Cabinet Service)**
- 2) **Wulff-myymälät: työpaikkatuotteita pienille ja keskisuurille yrityksille sekä kuluttajille**
- 3) **Wulffinkulma.fi: erityisesti mikro- ja pienyrityksille sekä myös kuluttajille suunnattu työpaikkatuotteiden verkkokauppa**
- 4) **WIP Wulff: räätälöidyt ja personoidut tuotteet**
- 5) **Wulff Entre: kansainväliset messupalvelut**
- 6) **Canon Business Center: tulostuspalvelut, tiedonhallinta, ICT-ulkoistus, suurkuvatulostus, ylläpito ja etävalvonta**

Asiantuntijamyynni

Palvelualueita

- 1) **Wulff Ergonomia: työpiste-ergonomian palvelut ja ratkaisut**
- 2) **Wulff Innovaatiot: innovatiivisia tuotteita yrityksille**
- 3) **Wulff Naxor: ensiapuratkaisut (tuotteet ja koulutus), sisäilmaratkaisut, ratkaisut paperin jälkikäsitteilyyn sekä 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 2021 noin 87 %:sta yhtiön liikevaihdosta ja Asiantuntijamyynä noin 14 %:sta. Vuonna 2020 korona on vaikeutti Sopimusasiakas-segmentissä sijaitsevaa messujen liiketoimintaa, mikä laski osuutta, mutta viime vuonna Staples-kauppa ja segmentin palautuminen nostivat Sopimusasiakas-segmentin osuuden entisille tasoille. Näiden lisäksi yhtiön Konsernipalvelut-segmentti vastaa yleishallinnosta ja niihin liittyvistä kuluista, joita ei voida yhdistää liiketoiminnan segmentteille.

Sopimusasiakas-segmentti

Sopimusasiakas-segmenttiin kuuluvat tytäryhtiöt palvelevat yhtiön sopimusasiakkaita Pohjoismaissa. Yhtiön sopimusasiakkaina toimii suuria yrityksiä ja konserneja, kuntia ja eri yhteisöjä. 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 liikevaihto nousi viime vuonna jopa 84 % 78 MEUR:oon (2020: 42,5 MEUR) ja Wulff otti ison loikan seuraavaan kokoluokkaan.

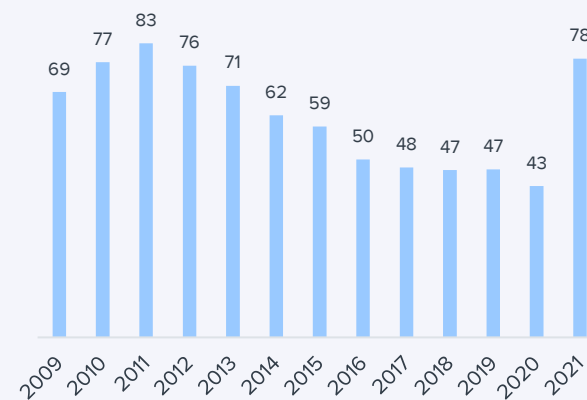
Liikevaihdon nousuun viime vuonna vaikutti Staples-yrityskauppa (+38,2 MEUR), jossa se osti Staplesin Suomen toiminnot. Segmentissä viime

vuosien aikana liikevaihtoa on tosin laskenut koronan aiheuttamat haasteet yhtiön messuliiketoiminnassa (Wulff Entre) ja myös osittain hiipunut perinteisten toimistotarvikkeiden kysyntä etätöiden kasvaessa. Tänä vuonna kasvunäkymät vaikuttavat kuitenkin hyviltä yrityskaupan ja palautuvan kysynnän johdosta. Wulffin tuloskäänteen myötä kannattavuus on noussut viime vuosien saatossa. Viime vuonna kannattavuus hieman heikkeni. EBIT-marginaali oli vuonna 2021 3,1 %, kun se vuonna 2020 oli 3,5 %. Koronan kulusäästöjen poistuma, kasvutoimenpiteet ja yrityskaupan myötä heikompikatteisen liikevaihdon osuuden kasvu (toimistotarvikkeet) vaikuttivat arviomme mukaan kannattavuuteen.

Segmentin palveluihin kuuluu sopimusasiakkaille tarjottava MiniBar. MiniBarin ideana on räätälöidä asiakkaalle omia tarpeita vastaava ”työpaikkatuotebaari”, jonka täytöstä ja sisällöstä vastaa Wulffin yhteyshenkilö. MiniBarin hyllyiltä löytyy perinteisiä sekä ajankohtaisia tuotteita. Esimerkiksi hygieniä- 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. Isompien hankintojen yhteyteen on luotu WulffNet, joka toimii suurten sopimusasiakkaiden omiin tarpeisiin räätälöitynä verkkokauppana. Muille tarkoitettu verkkokauppa, Wulffinkulma, palvelee erityisesti pieniä ja keskisuuria yrityksiä sekä myös kuluttaja-asiakkaita.

Sopimusasiakkaat

Liikevaihto nousut uuteen kokoluokkaan



Tulostaso parantunut vuosien saatossa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Lisäksi segmenttiin kuuluu messupalveluita tarjoava Wulff Entre, jonka osuus on tosin viime vuosina koronan haasteiden vuoksi pienentynyt. Vuoden 2018 elokuussa Sopimusasiakas-segmenttiin liittyi tulostuspalveluita tarjoava Mavecom Palvelut Oy, joka on ollut myös hyvä lisä yhtiön tarjoamaan. Oheinen yrityskauppa kertoo samalla myös paljon Wulffin strategiasta kasvaa uusia tuotealueita ja etenkin palveluita lisäen.

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 rauhoittui odotetusti viime vuonna. Yhtiön liikevaihto on pysynyt oikeastaan vuodesta 2009 alkaen lasku-uralla, kunnes vuonna 2020 se nousi merkittävästi. 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 tuotetarjooman sekä ketterän reagoinnin ansiosta. Kun kysyntä

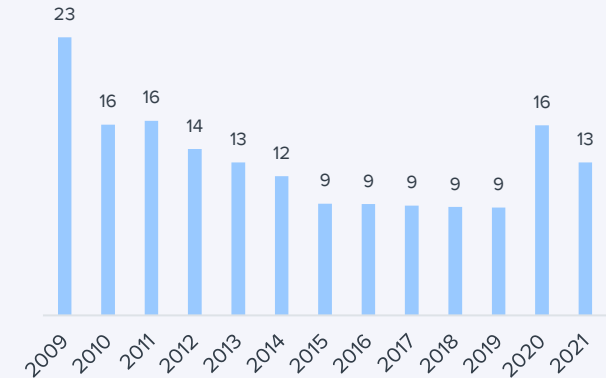
hygienia-, suojaus-, puhdistus-, ergonomia- ja etätuotteille tai palveluille lähti kasvamaan, yhtiö lisäsi niitä tarjoamaansa nopeasti ja onnistui myyjiensä avulla tekemään loistavaa tulosta.

Kysyntä tasoittui ja liikevaihto laski vuonna 2021 noin 13 MEUR:oon, mutta on selvästi vielä koronaa edeltävien tasojen yläpuolella. Nousseiden volyymien ja yhtiön tuotteiden paremman katerakenteen ansiosta myös yhtiön liikevoittomarginaali nousi vahvasti ja oli vuonna 2021 6 %:ssa. Vuoden 2020 tasosta selvästi laskua on kuitenkin tapahtunut, mutta tämä oli odotuksissa, kun ns. koronatuotteiden hinnat laskivat ja katteet pienenivät. Suoritus on kuitenkin ollut äärimmäisen hyvä viimeiset kaksi vuotta ja kertoo yhtiön joustavuudesta sekä ketteryydestä nopeasti muuttuvassa kysyntäympäristössä.

Vaikka kysynnän isoin huippu on arviomme mukaan nyt nähty, pysyy kysyntä ns. koronatuotteille kuitenkin arviomme mukaan hyvällä tasolla myös jatkossa. Hygieniaan ja puhtauteen tullaan panostamaan lähivuosien ajan koronaviruksen ollessa läsnä. Pelot uusista taudeista voivat olla myös vielä ihmisten mielissä, mikä osaltaan lisää ihmisten ja yritysten halua panostaa hygieniaan sekä puhtaaseen työympäristöön.

Asiantuntijamyynti

Liikevaihto sai nostetta uusista tuotteista



Ennätyskannattavuudesta tultu alas



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuden kestävä käänne

2.

Liikevaihdon kasvuvaihe

3.

Kysynnän muutoksiin reagointi

4.

Toimialan suhdanneherkkyys ja kilpailu

5.

Alan yrityskaupat

Potentiaali



- Liikevaihdon kasvu
- Hyvän kannattavuuden ylläpito tai parantaminen
- Markkinaosuuden vahvistaminen
- Uudet tuotealueet ja palvelut
- Parantunut taseasema
- Yritysostot

Riskit



- Taloussuhdanteen heikentyminen
- Yritysostojen epäonnistuminen
- Hintakilpailu
- Henkilöstöriskit
- Kasvukipujen ilmaantuminen

Strategia 1/2

Yritystoin luotua kasvua

Wulff on strategiansa mukaisesti kasvanut historiallisesti pääosin yritysostojen kautta. Yksi Wulffin (siihen aikaan Beltton-yhtiöt Oyj) listautumisen syy oli osakemarkkinoiden tuoman osakkeen likviditeetin ja arvonmuodostuksen parantaminen, jotta yritys saisi paremman aseman rahoitusmarkkinoille ja pystyisi tekemään omistaja-arvoa luovia yritysostoja. Aikaisempina vuosina strategiassa on panostettiin konsernin yhtiöiden tehokkuuteen ja parempaan integrointiin, mikä näkyi myös toimintojen alaskirjauksina ja liikevaihdon laskuna. Nyt viimeisen vuosien aikana yhtiön strategiassa on panostettu entistä enemmän kannattavuuden parantamiseen kustannussäästötoimenpitein ja keskittymällä katerakenteeltaan tuottoisimpien tuote- ja palvelualueiden kehittämiseen. Nyt ollaan jo 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. Vuonna 2021 tehdyn strategiatyön tuloksena Wulff aikoo terävöittää 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 (entinen Better Products), Wulff Digital, Wulff Lab ja Wulff Akatemia. Wulff Vastuullisuus haluaa toiminnallaan vaikuttaa kestävään kehitykseen ja yhdenvertaisuuteen sekä rakentaa entistä ympäristöystävällisempiä tuotteita. 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 suositteluihin ja vastuullisin kumppani ja työnantaja

Strategia 2/2

Strategian taloudelliset tavoitteet

Yhtiön aikaisemman perustan luoneet perinteiset toimistotarvikkeiden markkinat eivät arviomme mukaan enää kasva merkittävästi tulevaisuudessa (1-2%). 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 nyt selkeästi nyt hyvin tärkeäksi tavoitteeksi yhtiölle. Yhtiö nimittäin nosti kasvutavoitteitaan uudelle tasolle, kun ne aikaisemmin oli 5-10 %:n tasolla. Yhtiö hakee lisäksi 200 MEUR:n liikevaihtotasoa vuoteen 2026 mennessä, mikä tarkoittaisi yli tuplaantumista vuoden 2021 tasosta (2021: 90,4 MEUR). Lähivuosina prosentuaalisen kasvun tavoite vaikuttaa realistiselta Staples-yrityskaupan myötä,

sillä vuonna 2021 liikevaihto kasvoi lähes 60 % ja tänäkin vuonna ennusteissa on tavoitteiden mukainen kasvu. Keskimääräinen kasvu lähivuosille on näin siis korkealla tasolla, vaikka vuosien 2023-2024 aikana kasvu jäisikin tavoitteesta. Keskipitkällä aikavälillä tavoite vaikuttaakin hyvinkin kovalta, mutta toteutuessaan nostaisi yhtiön aivan uuteen kokoluokkaan. Orgaanisesti se ei tosin arviomme mukaan tule tapahtumaan, vaan yhtiö tulee tarvitsemaan varmasti 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 se onkin kasvanut vuoteen 2021 mennessä jo yli 4 %:iin, joten tässä yhtiö on onnistunut erinomaisesti. Tulevaisuudessa yhtiö hakee nyt parempaa kannattavuutta ensisijaisesti liikevaihdon kasvun kautta, kun yhtiön kustannussäästötoimenpiteet on saatu pääosin tehtyä. Kasvun volyymietujen lisäksi Staples-yrityskaupan 3 MEUR:n vuotuiset synergiat vuoden 2023 loppuun mennessä pitäisi parantaa kannattavuutta merkittävästi. Lisäksi yhtiö hakee myös myyntikatteen parannusta lisäämällä tuotetarjoamaansa parempikatteisia tuotteita. Tästä hyvänä esimerkkinä on juurikin ns. koronatuotteet, joiden hyvä kate ja onnistunut myynti nosti kannattavuutta merkittävästi paremmalle tasolle.

Vahvojen vertailukausien vuoksi nouseva liikevoitto-% voi olla mielestämme haastava saavuttaa joka vuosi kovien kasvuvuosien aikana. Pidemmällä aikavälillä koko strategiakauden aikana liikevoittoprosentin nostaminen on nähdäksemme mahdollista synergioiden, skaalaetujen ja uusien mahdollisesti kannattavimpien liiketoimintojen myötä.

Markkina 1/2

Perinteisellä työpaikkatuotemarkkinalla kasvu hidasta

Wulffin aikaisempien arvioiden mukaan Suomen työpaikkatuotemarkkinat ovat olleet 2010-luvulla noin 400 MEUR:n kokoiset eikä merkittäviä muutoksia olla nähty. Arviomme mukaan koronavuosi 2020 kasvatti markkinoita etenkin Wulffille, joka siirtyi uudentyypisiin tuotteisiin nopeasti kasvaneen kysynnän myötä. Tämä tosin tasoittunee alemmalle tasolle lähitulevaisuudessa. Tämä kuvastaa hyvin pitkälti perinteisen toimistotarvikemarkkinan kasvukuvaa, vaikka osittain uusissa työpaikkatuotteissa ja -palveluissa onkin paremmat kasvunäkymät. Tämän vuoksi Wulff onkin strategiassaan panostanut uusien tuotteiden kautta kasvuun sekä yritysostoihin.

Markkina pirstaloitunut

Työpaikkatuotteiden markkina on hyvin pirstaloitunut ja pienempiä toimijoita on paljon. Alalietulokynnys on matala ja kestävien kilpailualueiden saavuttaminen on vaikeaa. Alalla on nähty konsolidaatiota ja odotamme sen myös jatkuvan tulevaisuudessa. Tämän suhteen Wulff on mielestämme hyvissä asemissa, kuten Staples-yrityskaupasta nähtiin.

Tällä hetkellä (viimeisimpien tilinpäätöstietojen mukaan) markkinoilla toimii arviomme mukaan kolme isompaa toimijaa, joilla on yhteensä noin 40-50 %:n markkinaosuus. Loput ovat pienempiä toimijoita. Konsolidaatiotakin on nähty, sillä kahdesta isosta toimijasta tuli yksi vuonna 2018, kun Paperipalvelu Koskimo ja Rännäli sekä Bruce Campell Oy yhdistyivät. Yhtiö tunnetaan nykyään nimellä RCK Finland Oy. Sen liikevaihto vuonna 2020 oli noin 31 MEUR. Tämän lisäksi yhtiön

pääkilpailijana Suomessa on Lyreco, jonka liikevaihto vastaavalla tilikaudella oli noin 70 MEUR. Yhdistyneenä yhtiönä Wulff sekä Staplesin Suomen toiminnot nousevat markkinajohtajan paikalle vuoden 2020 liikevaihdon noustessa lähemmäs 90 MEUR. Asiantuntijamyynnissä Cancolor Group ja Oy Rahmqvist Ab ovat Wulffin selkeimpiä kilpailijoita, mutta kooltaan suhteellisen pieniä.

Wulffin kannattavuus erottuu

Seuraavan sivun kuvassa olemme vertailleet Wulffia isoimpiin kilpailijoihinsa. Vertailtaessa Wulffia ja sen isoimpia kilpailijoita toisiinsa, erottuu Wulffin parantunut kannattavuus edukseen. Katsottaessa ylipäätänsä liikevaihdon kehitystä, jää Wulff kilpailijoistansa jälkeen. Huomioitavaa kuitenkin on, että kuviossa on käytetty vuoden 2020 lukuja, jolloin Staples ei ollut vielä Wulffin luvuissa mukana. Tämän kanssa kasvu nousi aivan eri tasolle, mutta vuoden 2021 tilinpäätöstiedot puuttuvat vielä tärkeimmiltä kilpailijoilta.

Molemmat sekä RCK Finland että Lyreco ovat kasvaneet Wulffia nopeammin. Osaltaan tätä mielestämme selittää Wulffin messuliiketoiminnan kohtaamat haasteet koronassa ja yritysostot kilpailijoilla. Lyreco on kasvanut noin 6 %:n vuosivauhtia ja RCK jopa 14 %:n vuosivauhtia yllä mainitun yhdistymisen johdosta. Wulffilla kasvu on jäänyt 1 %:iin.

Kannattavuus on kuitenkin molemmilla ollut selvästi Wulffia alhaisempi. Wulff on tehnyt noin 4 %:n EBIT-marginaalia, RCK noin 2,5 %:n ja Lyrecolla marginaali on ollut 0,4 % tappiolla. Yleisesti alhainen kannattavuustaso on

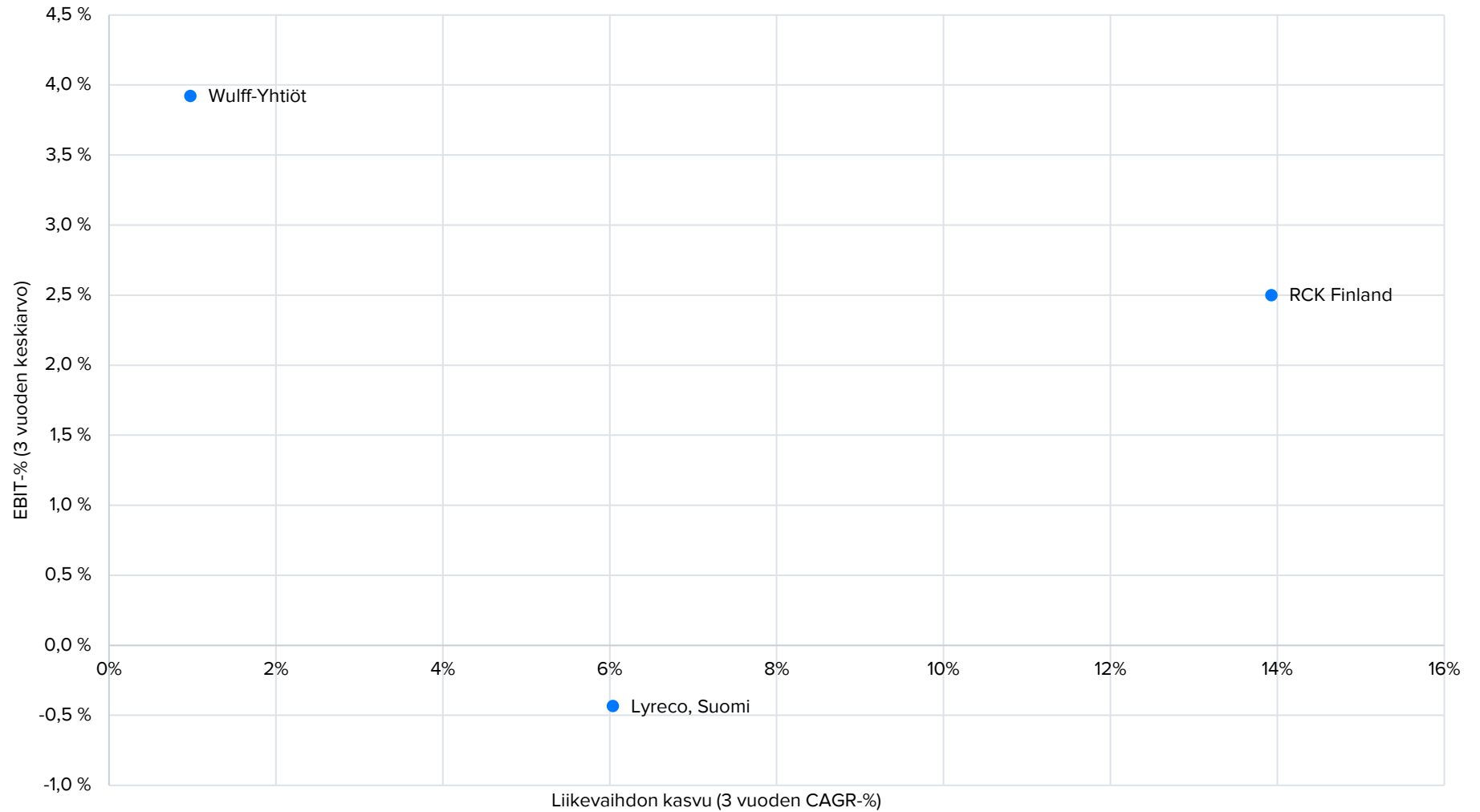
mielestämme seurausta etenkin kireästä hintakilpailusta markkinoilla. Markkina ei kasva, joten tulosta on tehtävä jollain tavalla ja se on usein tarkoittanut hinnanalennuksia. Wulffin paremmuus kertoo hyvin Wulffin strategian vaiheesta vuosien 2018-2020 aikana. Yhtiö panosti selvästi kannattavuuden parantamiseen ja nyt vuosien 2021-2022 aikana tulee kasvamaan hyvinkin voimakkaasti. Näkemyksemme mukaan Wulffin siirros kohti uusia palvelualueita on myös nostanut yhtiön kannattavuutta (esim. tulostuspalvelut), ja sitä on tukenut myös toteutetut säästötoimet.

Kestäviä kilpailualueita vaikea saavuttaa

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

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 kilpailualueiden saavuttaminen alalla tuntuisi olevan kuitenkin vaikeata.

Wulffin ja pääkilpailijoiden kehitys viimeiset 3 vuotta*



Markkina 2/2

Markkinatrendien muutokset

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

Asiakkaiden kysynnän muutokset

Asiakasyritysten ostajat ja yhteyshenkilöt ovat aiemmin arvioineet 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, ergonomiasuunnittelua, työturvallisuussuunnittelua ja -koulutusta sekä hyvinvointipalveluiden tuottamista, johon myös Wulff toimillaan tähtää.

Laskeva 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.

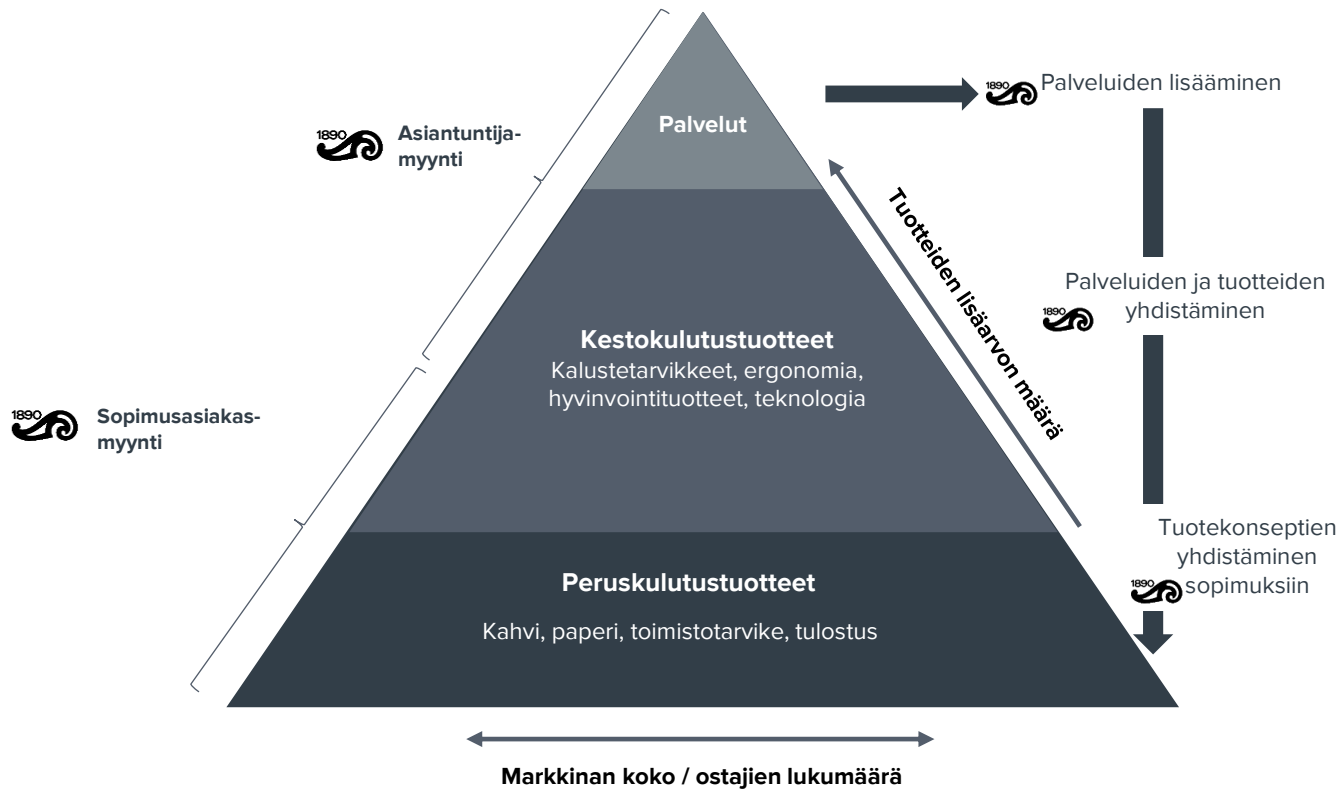
Pakkausten innovointi ja vihreät arvot

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

Markkinan ajurit



Markkinoiden jakautuminen ja Wulffin asemoituminen



Taloudellinen tilanne 1/3

Vuosituhanne alusta liikevaihto ja kannattavuus on laskenut

Wulffin liiketoiminnan kannattavuus oli vuosituhanne alussa loistava, mutta on laskenut selvästi aina viime vuosiin asti. Vuonna 2000 yhtiö saavutti noin 12 %:n EBIT-marginaalin ja vuonna 2007 muutaman heikon vuoden jälkeen päästiin noin 7 %:n liikevoittomarginaaliin. Vuosikymmenen vaihteen finanssikriisin jälkeen yhtiön kannattavuus laski selvästi ja oli pitkään kaukana historiallisista tasoista.

Vuoteen 2011 asti yhtiö kasvoi hyvää vauhtia ja kannattavuuskin alkoi pikkuhiljaa parantua. Kuitenkin samaan aikaan, kun liikevaihto lähti laskusuuntaan, laski yhtiön kannattavuus alhaiselle tasolle. Tilanteeseen on vaikuttanut huomattavasti euroalueen hitaampi kehitys ja vuosikymmenen alun jälkeen käynnistynyt eurokriisi sekä Suomen matala talouskasvu. Yritykset ajoivat monia vuosia säästöohjelmiaan, jossa myös toimistotarvikkeiden ja työpaikkatuotteiden investoinnit joutuivat leikkurin alle. Lisäksi 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.

Tuloskäännä lähti vuonna 2018

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

kannattavuuttaan merkittävästi, mutta liikevaihto oli vielä laskussa alhaisen messuliiketoiminnan vuoksi. Myyntikatteen nousun ja kulujen laskun myötä yhtiön kannattavuus parani ja liikevoitto-% nousi jo 2,7 %:iin (2017: 0,1 %).

Vuodet 2019-2021 jatkaneet tuloskäännettä

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. Kannattavuuden nousuun vaikutti etenkin hyvä messumyynä alkuvuonna ja tulostuspalveluiden kasvava osuus yhtiön liiketoimintamixistä.

Vuonna 2020 tuloskasvu oli hyvinkin voimakasta ja oikeastaan vastoin odotuksia. Yhtiön piti olla koronakriisin yksi varmoista kärsijöistä. Odotetusti yhtiön messuliiketoiminta kärsi ja perinteisten työpaikkatuotteiden kysyntä hiipui, mutta uusien ns. koronatuotteiden kysyntä oli hyvinkin voimakasta. Tämä piti liikevaihdon suhteellisen ennallaan vuonna 2020.

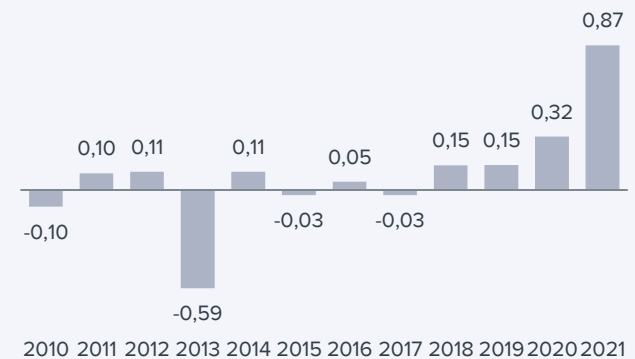
Uusien tuotteiden hyvien myyntikatteen ja tehtyjen kulusäästöjen myötä kannattavuus oli vuonna 2020 todella todella hyvällä tasolla. EBIT-marginaali oli vuoden lopussa yli 6 %. Tämä on yhtiön viimeisen viiden vuoden suoritukseen nähden erinomainen taso (2015-2019 EBIT-% ka.: 1,5 %).

Vuonna 2021 kysyntä sekä myös tulostaso

Liikevaihto ja EBIT-% (raportoitu)



Osakekohtainen tulos (raportoitu)



Taloudellinen tilanne 2/3

rauhoitui odotetusti alemmalle tasolle. Liikevaihto kuitenkin kasvoi lähes 60 % 90 MEUR:oon Staples-yrityskaupan ansiosta ja myös tulos nousi. Marginaalit heikkenivät katteiden tuotteissa laskettua ja kasvuvaiheen nostaessa kustannuksia (2021 oik. EBIT-%: 4,3 %). Raportoitu tulos sen sijaan nousi, kun Staplesin kaupasta kirjattiin negatiivinen liikearvon kirjaus.

Yhtiön tulospääntö on kokonaisuudessaan kuitenkin edennyt odotuksiamme paremmin. Kasvuvaiheen kynnyksellä tilanne näyttää liiketoiminnallisesti oikein hyvältä, vaikka vuoden 2020 tulostasoihin yltäminen vaatii vielä tekemistä.

Kustannusrakenne parantunut

Wulffin kustannusrakenne on suhteellisen yksinkertainen. Yhtiön ilmoittama myyntikate kertoo yhtiön ostamien ja myymien tuotteiden välisen erotuksen vähentämällä liikevaihdosta materiaalit sekä palvelut. Vuonna 2021 myyntikateprosentti oli 31,7 %, kun se vuonna 2020 oli 36,1 %. Staplesin yrityskauppa nosti alempikatteisten tuotteiden osuutta liikevaihdosta, mikä tulee näkyväksi myös jatkossa myyntikatteessa. Palveluiden ja uusien tuotteiden lisääntyessä näemme myyntikatteessa parannusvaraa kohti entisiä lukemia.

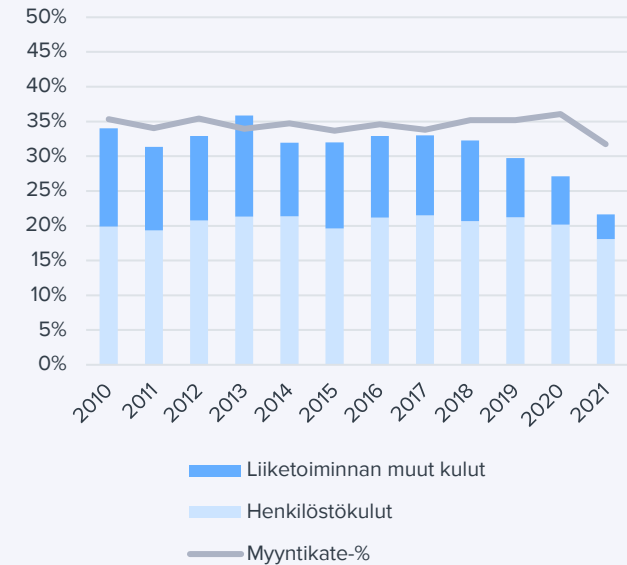
Myyntikatteiden alla yhtiön kulut ennen käyttökatetta jakautuvat kahteen erään: henkilöstökuluihin ja liiketoiminnan muihin kuluihin. Henkilöstökulut olivat vuonna 2021 18,1 % liikevaihdosta. Yhtiöllä oli 2021 lopussa 278 työntekijää ja keskimääräinen henkilöstökustannus oli noin 59 000 euroa per

henkilö. Henkilöstökulut ovat suhteellisesti laskeneet aikaisemmista vuosista Staples-yrityskaupan myötä (enemmän sopimusmyyntiä). Myös ennen tätä kulusuhteessa on nähty parannusta.

Liiketoiminnan muut kulut pitävät sisällään mm. vuokrat, matkakulut, markkinoinnin ja IT:n. Arviomme mukaan näistä kuluista hieman yli puolet kasvaa liiketoiminnan kasvun mukana käsi kädessä (mm. matka, markkinointi, logistiikka ja IT). Vastaavasti noin puolet ovat varsin kiinteitä ja niiden osuus yhtiön liikevaihdosta skaalautuu alaspäin mahdollisen liikevaihdon kasvun myötä. Vuonna 2021 liiketoiminnan muut kulut laskivat hyvin alas 3,5 %:iin liikevaihdosta. Tämä selittyy yrityskaupan kertaluonteisella negatiivisen liikearvon kirjauksella. Tätä ennen myös IFRS 16 -muutosten myötä, toimitila- ja laitevuokrat siirtyivät kuluista poistoihin, mikä laski kuluerän osuutta kokonaisuudesta. Vuoden 2020 poikkeusvuonna myös matkakuluista säästy paljon. Arvioimmekin normaalin kulusuhteen olevan noin 8 % vuosittain liikevaihdosta.

Yhtiön poistot ovat olleet maltilliset historiassa. Yhtiö kuitenkin 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 kannattavuutta pitkällä aikavälillä.

Kustannusrakenteen kehityksestä näkyvä tuloksen parantuminen



Taloudellinen tilanne 3/3

Taseen varoissa korostuu liikearvo ja kiinteistöt

Wulffin taseasema on suhteellisen hyvässä asemassa lähdeittäessä vuoteen 2022. Yhtiön taseen koko ja velkojen määrä on tosin kasvanut mm. kiinteistökauppojen ja yritysostojen myötä, mutta hyvä liiketoiminnan kehitys on parantanut taseasemaa historiaa paremmaksi mahdollistaen kasvun.

Taseen pitkäaikaisten varojen puolella yksi iso erä vuoden 2021 lopussa oli liikearvo noin 8,2 MEUR:lla edustaen noin 16 % yhtiön taseen loppusummasta. Kiinteistöjen ostot ja yrityskauppa ovat nostaneet aineellisten hyödykkeiden määrää taseessa. Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet olivatkin vuoden 2021 lopussa noin 10 MEUR ja noin 19 % taseen loppusummasta.

Lyhytaikaisissa varoissa suurimmat erät olivat yhtiön varasto sekä myyntisaamiset. Varasto kasvoi Staples-yrityskaupan myötä 13,4 MEUR:oon (2020: 8,7 MEUR) ja myyntisaamiset noin 17,2 MEUR:oon (2020: 8,0 MEUR). Varastoa on kasvattanut myös, kun tarjoamaa on laajennettu mm. hygienia-, puhdistus- sekä suojaustuotteisiin.

Yhtiön kassassa oli vuoden 2021 lopussa 0,8 MEUR nousen vuoden 2020 0,5 MEUR:sta. Yhtiön kokokin on samalla kasvanut ja myös velkataakka on kasvanut. Siinä mielessä kassassa voisi olla myös hieman enemmän rahaa. Yhtiö taloudellinen asema mielestämme kuitenkin joustaa kohtuullisen hyvin ja rahoituksen hankkiminen tarvittaessa ei arviomme mukaan muodosta ongelmaksi.

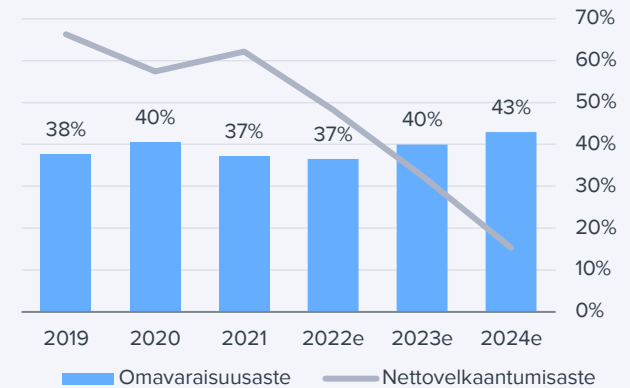
Taloudelliset tunnusluvut hyvällä tasolla

Yhtiön oma pääoma oli vuoden 2021 lopussa 19,3 MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä oli 12,8 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste oli hyvällä tasolla noin 38 %:ssa (2020: 42 %) ja nettovelkaantumisaste oli noin 62 %:ssa (2020: 57 %). Ottaen huomioon, että yhtiö on juuri 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 vuokravelat. Korollisista veloista 1,8 MEUR oli IRFS 16 -vuokravelkoja.

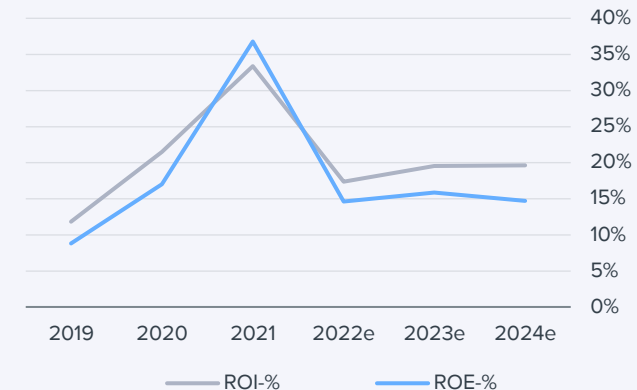
Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli 2021 lopussa 19,5 MEUR ja nämä erät ovat suurelta osin ostovelkoja ja ennakkomaksuja. Yhtiö rahoittaa toimintaansa pääosin ostovelalla ja pyrkii neuvottelemaan paremmat ostoehdot itselleen kuin mitä he tarjoavat asiakkailleen. Isona toimijana Suomessa yhtiöllä on jonkin verran neuvotteluasemaa, mutta isojen kansainvälisten toimittajien kanssa näemme Wulffin joutuvan joustamaan maksuehdoissa. InterACTION -yhteisosto-organisaation avulla uskomme Wulffin kuitenkin pystyvän vähintään pitämään kiinni nykyisistä maksuehdoistaan.

Hyvän tuloksen myötä myös pääoman tuottoluvut ovat parantuneet viime vuosina. Viime vuoden poikkeuksellisen korkea luku selittyy kertaluonteisella negatiivisen liikearvon kirjauksella (Staples-yrityskauppa). Kestävästi ennusteillamme oman pääoman tuotto on kuitenkin vahvalla tasolla noin 15 %:ssa.

Taseen avainluvut



Pääoman tuotot parantuneet merkittävästi



Tase

| Vastaavaa | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Pysyvät vastaavat | 18,1 | 20,6 | 20,7 | 20,6 | 19,4 |
| Liikearvo | 8,2 | 8,2 | 8,2 | 8,2 | 8,2 |
| Aineettomat hyödykkeet | 0,7 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,0 |
| Käyttöomaisuus | 8,1 | 10,0 | 10,1 | 10,1 | 9,1 |
| Sijoitukset osakkuusyhtiöihin | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut sijoitukset | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Muut pitkäaikaiset varat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Laskennalliset verosaamiset | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Vaihtuvat vastaavat | 17,2 | 31,4 | 35,6 | 37,2 | 40,4 |
| Vaihto-omaisuus | 8,7 | 13,4 | 13,1 | 13,4 | 13,6 |
| Muut lyhytaikaiset varat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Myyntisaamiset | 8,1 | 17,2 | 19,7 | 20,1 | 20,5 |
| Likvidit varat | 0,5 | 0,8 | 2,8 | 3,7 | 6,3 |
| Taseen loppusumma | 35,4 | 52,0 | 56,4 | 57,9 | 59,8 |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Oma pääoma | 14,3 | 19,3 | 20,7 | 23,2 | 25,7 |
| Osakepääoma | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 |
| Kertyneet voittovarot | 2,5 | 7,5 | 9,7 | 12,2 | 14,7 |
| 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 | 0,7 | 0,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pitkäaikaiset velat | 5,8 | 10,2 | 10,2 | 8,2 | 7,2 |
| 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 | 5,2 | 9,8 | 10,0 | 8,0 | 7,0 |
| Vaihtovelkakirjalainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset velat | 0,4 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Lyhytaikaiset velat | 15,3 | 22,5 | 25,5 | 26,5 | 26,9 |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 3,5 | 3,1 | 2,5 | 3,0 | 3,0 |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 11,8 | 19,5 | 23,0 | 23,5 | 23,9 |
| Muut lyhytaikaiset velat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Taseen loppusumma | 35,4 | 52,0 | 56,4 | 57,9 | 59,8 |

Ennusteet 1/3

Yrityskauppa luo kasvua vuonna 2022

Pitkällä aikavälillä lähtökohtana ennusteillemme on Wulffin strategian tavoitteet sekä odottamamme markkinakasvu sekä toteutetut yritysostot. Wulffin strategisena tavoitteena on kasvaa liikevaihdolla mitattuna keskimäärin noin 15-20 % vuotuista tahtia. Tämän lisäksi yhtiö tavoittelee liikevoittomarginaalin eli suhteellisen kannattavuuden parantamista.

Näkymät vaikuttavat olevan Wulffin liiketoiminnoille Q4-raportin mukaan edelleen myönteiset eikä geopoliittinen tilanne vaikuta Wulffiin suoraan. Inflaation nousun ja talouden heikentymisen vaikutukset voivat kuitenkin olla negatiivisia, jonka vuoksi hieman laskimme päivityksen yhteydessä kuluvan vuoden ennusteita.

Vuonna 2022 Wulff odottaa liikevaihtoon selvää kasvua ja vertailukelpoiseen liikevoittoon kasvua. Näemme yhtiön ohjeistavan maltillisesti vielä vuoden alussa epävarmuuksien johdosta. Epävarmuus tiettyjen liiketoimintojen palautumisesta (messut) on vielä olemassa, vaikka muuten liiketoiminnan tulisi palautua normaalimpaan tilaan. Työpisteiden lisääntyne määrä (etä+toimisto) ja suojaustuotteiden pysyminen osana arkea pitää kysyntää yhtiön palveluille yllä myös jatkossa.

Synergioiden avulla merkittäväankin tulosparannukseen pitäisi olla mahdollisuuksia. Yrityskaupasta odotetaan vuosittaisia 3 MEUR:n synergiaetuja 2023 mennessä ja niiden suhteen kehitys on ollut jopa odotuksia vahvempaa yhtiön

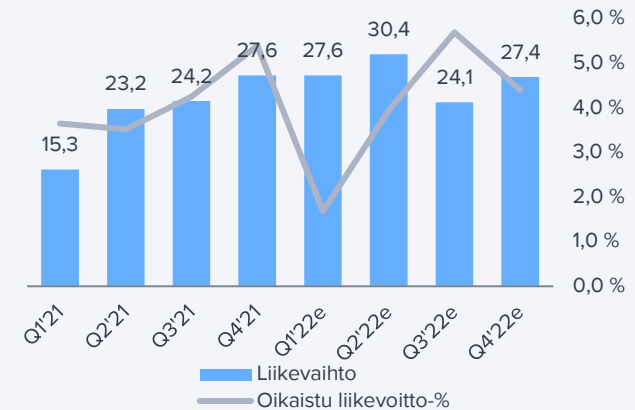
kommenttien mukaan.

Vuosien 2020 ja 2021 hyvien tulosvuosien jälkeen odotamme yhtiön kasvuvaiheen ja hyväkatteisten tuotteiden (ns. koronatuotteiden) kysynnän laskun kuitenkin heikentävän marginaaleja. Liikevaihdon nousulla tuloskasvu pysyy kuitenkin hyvänä.

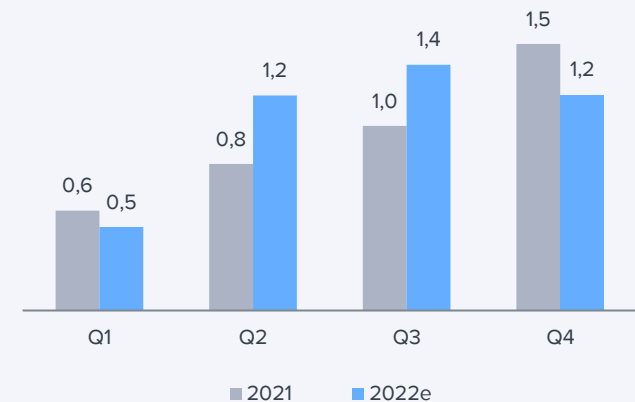
Vuonna 2022 odotamme liikevaihdon nousevan 21 %:lla noin 110 MEUR:oon. Kasvu syntyy ennusteissamme yrityskaupasta, sillä orgaanisesti odotamme liiketoiminnan kysynnän heikentyvän edellisistä vuosista. Kannattavuusmarginaalien odotamme olevan integraatiosta ja ostetun liiketoiminnan alhaisemmasta kannattavuudesta johtuen maltillisia. Oikaistun liikevoiton odotamme nousevan 4,2 MEUR:oon ja marginaalin olevan 3,9 %:ssa.

Lähivuosille Wulff arvioi yrityskaupan tuovan merkittävää arvoa synergiaetujen myötä. Synergioita tavoitellaan tuotevalikoimaa, hankintoja ja toimintoja yhdistämällä. Pidämme synergioita realistisena, sillä yhtiöllä on todennäköisesti päällekkäisyyksiä, joita yhdistämällä voidaan luoda tehokkaampi organisaatio. Yrityskaupasta ja sen integraatiosta voi vielä joitain tulla myös kuluja, joiden vuoksi myös ennusteemme ovat maltillisia kannattavuuden suhteen. Yhtiö myös investoi liiketoiminnan integraatioon ja kehittämiseen vuosien 2021-2023 aikana.

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Oikaistun liikevoiton kehitys (MEUR)



Ennusteet 2/3

Kasvu rauhoittuu vuosina 2023-2024

Jos vuosi 2022 on yhtiölle kovan kasvun vuosi, odotamme seuraaville vuosille kasvun rauhoittuvan merkittävästi. Orgaanisesti näemme kuitenkin yhtiön pystyvän kasvamaan. Odotamme edelleen tasaantumista etenkin hyvin koronan aikaan myyneissä tuotealueissa, mutta palautumista koronasta kärsineiltä alueilta.

Ensi vuonna näemme liikevaihdon nousevan noin 2 %:lla 112 MEUR:oon ja edelleen vuonna 2024 noin 114 MEUR:oon. Odotuksissamme on, että messuliiketoiminta palautuu normaalille tasolle ja perinteisten toimistotarvikkeiden kysyntä piristyy entisestään. Odotamme kysynnän tason jatkuvan pitkään kohtuullisena myös ns. koronatuotteille, sillä hygieniatietoisuus sekä puhdistamisen tarve esimerkiksi työpaikoilta ei arviomme mukaan katoa heti koronan väistyessäkin. Ne tulevat todennäköisesti olemaan yhä enemmän osa arkea vielä lähivuosien ajan.

Yrityskaupan etenemisen ja synergioiden toteutumisen myötä näemme kannattavuudessa parannusta vuosille 2023-2024. Matalakatteisten tuotteiden lisääntyvä osuus liikevaihdosta pitää kannattavuuden kuitenkin selvästi alle vuoden 2020 tasojen (oik. EBIT-%: 6,2 %). Ennustamme oikaistun liikevoiton nousevan vuonna 2023 16 %:lla noin 4,9 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin noin 4,4 %:iin vuoden 2021 noin 3,9 %:sta. Edelleen vuonna 2024 näemme marginaalin parantuvan hieman noin 4,5 %:iin. Yhtiön potentiaali mielestämme on yli 5 %:n liikevoittomarginaalissa. Sen saavuttaminen lähivuosina ei mielestämme ole mahdotonta esimerkiksi synergioiden realisoituessa

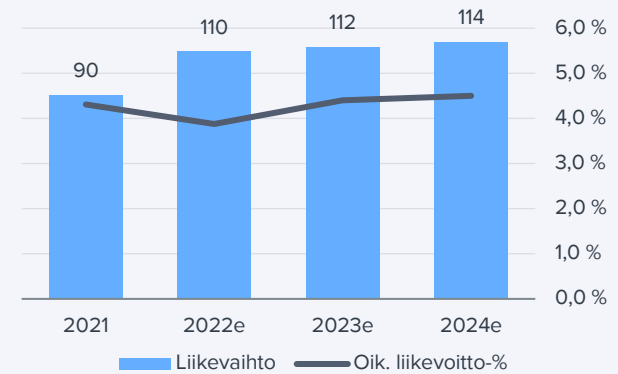
täysimääräisesti. Täydellä synergiapotentialilla (3 MEUR) liikevoitto voisi nousta vuoden 2020 tasosta noin 6,5 MEUR:oon, kun se meillä on nyt vuoden 2023 lopussa 4,9 MEUR. Tämä olisi noin 30 % yli ennusteemme. Lisäksi yhtiö on sanonut etsivänsä aktiivisesti uusia tuote- tai palvelualueita myös jatkossa, joten korkeammille marginaalitasoille yltäminen ei ole myöskään poissuljettua. Nykyinen markkinaympäristö ei mielestämme kuitenkaan tue merkittävää kannattavuusmarginaalien parannusta, joten pidämme odotuksemme maltillisena.

Vahvaa ja tavoitteiden mukaista tuloskasvua

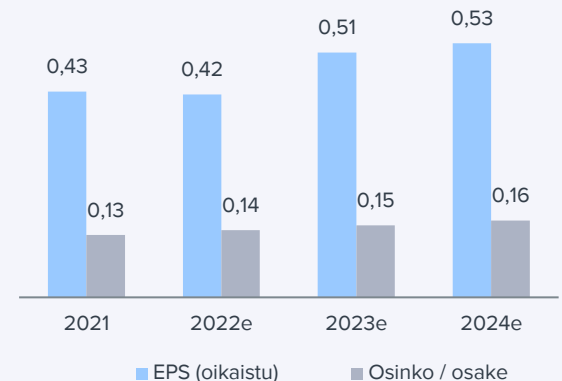
Ennustamme liikevaihdon kasvavan vuosien 2021-2024 aikana keskimäärin noin 20 %. Isoin syy kasvulle on Staples-yrityskauppa, mutta myös yhtiön uudet tuotteet ja palvelut ovat jo avittaneet kasvua. Kasvu on yhtiön tavoitteiden (15-20 % vuosittainen kasvu) ylälaidassa ja sitä tukee jatkossakin luultavasti yritysostot ja laajentuminen palveluliiketoimintaan. Lopulta vuonna 2026 yhtiö tavoittelee noin 200 MEUR:n liikevaihtoa, joka on mahdollinen, mutta kunnianhimoinen tavoite (2026e: 117 MEUR).

Yhtiön tuloskäänteen myötä parantunut kustannustehokkuus ja Wulffin myyntimixin parantuminen tukevat yhtiön kannattavuuden tason ylläpitoa yhdessä synergioiden kanssa. Yhtiö tavoittelee strategiassaan vertailukelpoisen liikevoitto-%:n kasvattamista, mihin yhtiöllä on ainakin lähivuosina hyvät mahdollisuudet. Ennusteissamme kasvu ja tasaiset marginaalit pitävät liikevoiton kasvun vuosille 2021-2024 noin 10 %:ssa.

Liikevaihdon ja kannattavuuden ennusteet



EPS (oikaistu) ja osinko per osake



Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2025 alkaen odotamme markkinatilanteen jatkuvan hyvin edellisvuosien kaltaisena ja hitaan kasvun aikakauden jatkuvan perinteisellä työpaikkatuotteiden markkinalla. Odotamme myös pidemmällä aikavälillä markkinan kohtaavan selvää keskittymistä ja pienempien toimijoiden joutuvan mahdollisesti konsolidoinnin kohteeksi. Isojen toimijoiden kesken markkinaosuuksista tullaan käymään ankara taistelu ja uskomme hinnan olevan isoimpia kilpailutekijöitä.

Arviomme mukaan Wulffin strategia panostaa uusien tuotteiden kehittämiseen parantaa mahdollisuuksia pärjätä aikaisempia vuosia paremmin taantuvassa tai laskevassa markkinassa. Liikevaihdon kasvuennustemme vuodelle 2025 on 1,5 % ja se hidastuu pidemmällä aikavälillä toimialalle kestävämmälle 1,0 %:n tasolle. Kannattavuuden odotamme pitkällä aikavälillä tasaantuvan 3,5 %:iin, joka on alle yhtiön hyvin pitkän aikavälin historiallisen keskiarvon (1999-2021 EBIT-% ka.: noin 4 %). Kannattavuudessa voi olla uusien tuotealueiden ja mahdollisten yritysostojen myötä myös nousuvaraa.

Kvartaaliennusteet

| Tuloslaskelma | 2020 | Q1'21 | Q2'21 | Q3'21 | Q4'21 | 2021 | Q1'22e | Q2'22e | Q3'22e | Q4'22e | 2022e | 2023e | 2024e |
|------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto | 57,5 | 15,3 | 23,2 | 24,2 | 27,6 | 90,4 | 27,6 | 30,4 | 24,1 | 27,4 | 110 | 112 | 114 |
| Käyttökate | 5,2 | 0,9 | 5,1 | 1,7 | 1,4 | 9,1 | 1,0 | 1,7 | 2,1 | 1,8 | 6,5 | 7,3 | 7,5 |
| Poistot ja arvonalennukset | -1,7 | -0,4 | -0,5 | -0,7 | -0,6 | -2,2 | -0,5 | -0,5 | -0,7 | -0,6 | -2,3 | -2,4 | -2,4 |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 3,5 | 0,6 | 0,8 | 1,0 | 1,5 | 3,9 | 0,5 | 1,2 | 1,4 | 1,2 | 4,2 | 4,9 | 5,1 |
| Liikevoitto | 3,5 | 0,6 | 4,6 | 1,0 | 0,7 | 6,9 | 0,5 | 1,2 | 1,4 | 1,2 | 4,2 | 4,9 | 5,1 |
| Nettorahoituskulut | -0,4 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,4 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,6 | -0,5 | -0,5 |
| Tulos ennen veroja | 3,1 | 0,5 | 4,5 | 0,9 | 0,7 | 6,5 | 0,3 | 1,1 | 1,2 | 1,1 | 3,7 | 4,4 | 4,6 |
| Verot | -0,6 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,4 | 0,0 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,6 | -0,7 | -0,8 |
| Vähemmistöosuudet | -0,4 | -0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,3 | -0,3 | -0,3 |
| Nettotulos | 2,2 | 0,3 | 4,4 | 0,7 | 0,6 | 5,9 | 0,2 | 0,9 | 1,0 | 0,8 | 2,9 | 3,4 | 3,6 |
| EPS (oikaistu) | 0,32 | 0,04 | 0,09 | 0,10 | 0,20 | 0,43 | 0,03 | 0,13 | 0,14 | 0,12 | 0,42 | 0,51 | 0,53 |
| EPS (raportoitu) | 0,32 | 0,04 | 0,65 | 0,10 | 0,09 | 0,87 | 0,03 | 0,13 | 0,14 | 0,12 | 0,42 | 0,51 | 0,53 |

| Tunnusluvut | 2020 | Q1'21 | Q2'21 | Q3'21 | Q4'21 | 2021 | Q1'22e | Q2'22e | Q3'22e | Q4'22e | 2022e | 2023e | 2024e |
|--------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Liikevaihdon kasvu-% | 2,1% | 4,0 % | 54,1% | 95,1% | 80,8 % | 57,2 % | 80,3 % | 30,8 % | -0,6 % | -0,8 % | 21,1% | 2,0 % | 1,8 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | 109,8 % | 107,0 % | -32,9 % | 14,8 % | 29,6 % | 10,2 % | -16,5 % | 46,7 % | 33,1% | -18,9 % | 9,0 % | 15,6 % | 4,1% |
| Käyttökate-% | 9,1% | 6,1% | 21,9 % | 7,1% | 4,9 % | 10,1% | 3,5 % | 5,6 % | 8,6 % | 6,6 % | 6,0 % | 6,6 % | 6,6 % |
| Oikaistu liikevoitto-% | 6,2 % | 3,7 % | 3,5 % | 4,3 % | 5,4 % | 4,3 % | 1,7 % | 4,0 % | 5,7 % | 4,4 % | 3,9 % | 4,4 % | 4,5 % |
| Nettotulos-% | 3,8 % | 1,7 % | 18,8 % | 2,7 % | 2,2 % | 6,5 % | 0,7 % | 2,8 % | 4,1 % | 3,0 % | 2,6 % | 3,1% | 3,1% |

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Absoluuttiset arvostuskertoimet arvonmäärityksen tukijalka

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

Viimeisien vuosien aikana yhtiölle hyväksyttävä arvostustasomme on noussut hyvän suorituksen sekä selvästi nousseen tulostason myötä. Käytämme Wulffille hyväksyttävänä arvostustasohaarukkana 10-14x P/E-kerrointa ja noin 6-8x EV/EBITDA-kerrointa. Nykyisellään kertoimien taso mielestämme kuvastaa hyvin Wulffin nykyistä tuloskasvupotentiaalia ottaen huomioon yhtiön pienen koon sekä nykyisten markkinoiden potentiaalin. Isossa kuvassa yhtiölle tärkeän perinteisen työpaikkatuotteiden markkinan kasvunäkymät ovat taantuvat, mutta samalla yhtiön tekemät yritysostot sekä uudet tuotealueet ovat piristäneet kasvunäkymiä. Kertoimien ylälaita nojaa pörssin pitkän aikavälin keskiarvoon (2002-2022 mediaani P/E: 14x), mikä on mielestämme hyvä vertailutaso.

Arvostuskertoimissa nousuvaraa

Wulffin tuloskäännö on nyt tapahtunut ja arvostuksessa voi hyvin seurata lähivuosien tulostasoa tai toteutunutta tulostasoa. Vuonna 2022 osakkeen arvostus (2022e: P/E (oik.): 11x, EV/EBITDA: 6x) on yhtiön suoritustasoon, kasvuhakuisuuteen sekä nousseeseen luottamukseemme nähden maltillisella tasolla. Nykyisellä tasolla osake tarjoaa yli 10 %:n nousuvaran nojaamaamme hyväksyttävän arvostushaarukkamme keskiväliin (P/E: 12x, EV/EBITDA: 7x). Vuodelle 2023 arvostus (P/E: 9x, EV/EBITDA: 5x) laskee tuloskasvun myötä merkittävästi. Tämä kertoo yhtiön potentiaalista lähivuosina, jos synergiat toteutuvat ja tulostaso kestää odotuksiemme mukaisesti. Yhtiön näyttäessä viitteitä odotuksiamme paremmista synergioista ja tulostasosta, voi hyväksyttävä taso nousta lähemmäs haarukkamme ylälaitaa. Tulostason taantuessa tai jäädessä odotuksistamme, on lasku haarukan alalaitaan myös mielestämme realistista.

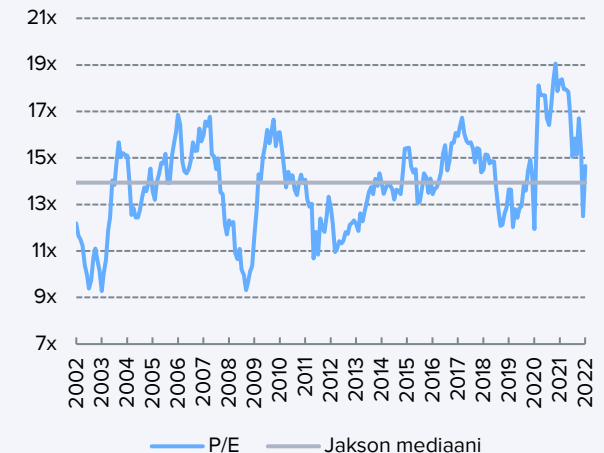
Osinko hyvällä tasolla ja tukee osaketta selkeästi

Odotamme Wulffin jatkavan osingonmaksulinjaansa ja ennustamme osingon kasvavan lähivuosina. Korostamme kuitenkin osingon olevan riippuvainen yhtiön tuloksentelekkyydestä, vaikka tällä hetkellä osingonjakosuhte on tulokseen nähden hyvin terveellä noin 30 %:n tasolla. Nykyisillä ennusteillamme lähivuosien osinkotuotto on noin 3 %:n tasolla, mikä antaa arvostuskertoimien nousun lisäksi tukea tuotto-odotukselle nykyisiltä tasoilta.

| Arvostustaso | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | 4,52 | 4,52 | 4,52 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 6,77 | 6,77 | 6,77 |
| Markkina-arvo | 31 | 31 | 31 |
| Yritysarvo (EV) | 40 | 38 | 34 |
| P/E (oik.) | 10,7 | 8,9 | 8,6 |
| P/B | 1,5 | 1,3 | 1,2 |
| P/S | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| EV/Liikevaihto | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| EV/EBITDA (oik.) | 6,2 | 5,2 | 4,6 |
| EV/EBIT (oik.) | 9,5 | 7,7 | 6,7 |
| Osinko/tulos (%) | 33,2 % | 29,4 % | 30,3 % |
| Osinkotuotto-% | 3,1 % | 3,3 % | 3,5 % |

Lähde: Inderes

Helsingin pörssin P/E (forward)



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

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 myynnissä. Olemme valinneet verrokkiryhmäämme tunnettuja kansainvälisiä toimistotarvikeryhtymä, jotka ovat joko työpaikkatuotteiden tai muiden Wulffin tuotekategoriaan kuuluvien tuotteiden myyjiä. Tällaisia ovat mm. Yhdysvalloissa Office Depot Inc, Ennis Inc ja Acme United Corp. Office Depot myy toimistotarvikkeita ja työpaikkatuotteita, ja on mielestämme liiketoiminnallisesti suurin verrokki Wulffille. Ennis Inc myy pääasiassa tulostustarvikkeita, joka on yksi Wulffin myydyimpiä tuotteita. Acme United taas keskittyy mittausta-, leikkaus- ja turvatuotteiden myyntiin kouluille ja työpaikoille.

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 ja niiden riskiprofiili on siten huomattavasti

pienempi

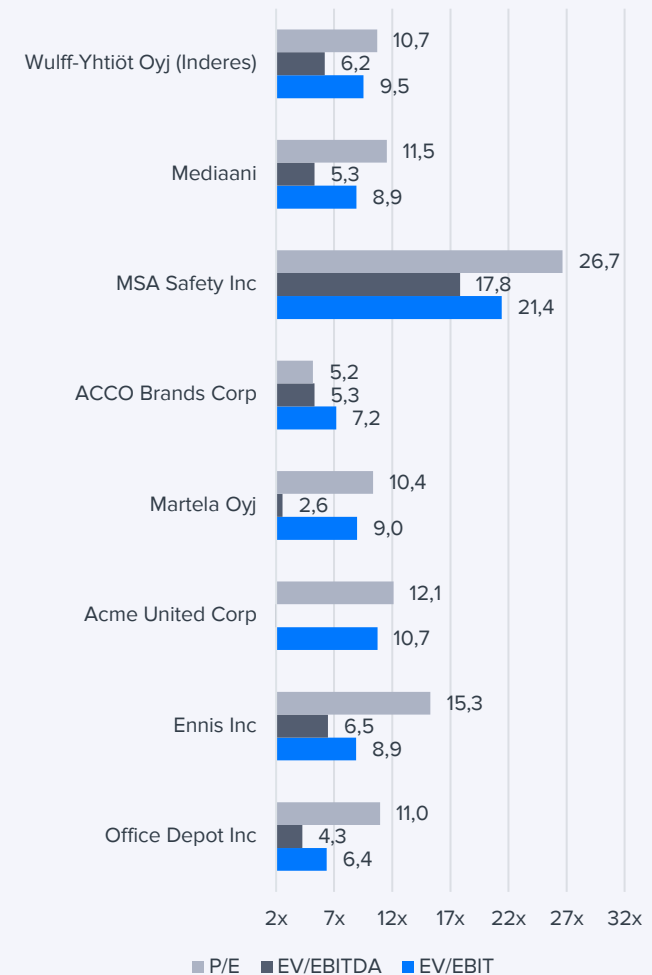
- Yhtiöiden taserakenteet eroavat toisistaan ja vähentää vertailukelpoisuutta tasepohjaisilla luvuilla samalla tehden yritysten riskiprofiileista erilaiset
- Wulffin pieni likviditeetti ja vahva omistamisen keskittyminen lisäävät omistukseen ja arvonmuodostumiseen liittyviä riskejä

Wulffin verrokkien arvostus

Verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) 2022e EV/EBITDA kerroin on 5x ja P/E-kerroin on 12x. Verrokkien arvostus on laskenut selvästi viime aikoina ja sitä osin heikentää muutaman yhtiön todella alhaiset kertoimet. Wulffin merkittävän hyvin onnistuneen tuloskäänteen ja parantuneen luottamuksen myötä hinnoittelimme tällä hetkellä Wulffia linjaan verrokkien kanssa (preemio/diskontto: 0 %). Nousu preemiolle voi olla ajankohtainen, jos odotuksiemme mukaiseen tuloskasvuun ylletään.

Nykyinen arvostus vastaa noin 5 % preemiota vuoden 2022 kertoiin nähden. Tämän perusteella Wulffin osakkeessa olisi laskuvaraa. Verrokkiryhmän ennusteisiin ja arvostukseen liittyy kuitenkin nyt merkittäviä epävarmuustekijöitä, sillä laaja seuranta puuttuu useasta yhtiöstä. Tämän vuoksi mielestämme verrokkianalyysin käyttökelpoisuus Wulffin tapauksessa on kärsinyt. Suhteellisen heikon vertailtavuuden vuoksi verrokkien painoarvo arvonmäärityksessä on alhainen.

Verrokkiryhmä 2022e



Arvonmääritys 3/3

DCF-arvonmääritys

DCF-mallin arvo, 6,0 euroa, tukee myös suositustamme. Annamme DCF-laskelmamme kohtuullisen painon arvonmäärityksessämme, vaikka kassavirtojen ennustettavuus pitkälle tulevaisuuteen omaakin vielä epävarmuustekijöitä. Lisäksi DCF-mallissa ja ennusteissamme ylipäättänsä on otettava huomioon, että mahdollisia yrityskauppoja ei ole huomioitu.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,0 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 3,5 %:iin liikevaihdosta. Mallissa lähivuosien painoarvo kassavirtojen arvosta on noin 30 %, joka on suhteellisen normaalia muihin yhtiöihin verrattuna.

Pitkän aikavälin potentiaalia mielestämme alentaa yhtiön perinteisen työpaikkatuotteiden liiketoiminnan hidastuva kasvu. Samalla näissä tuotteissa myös kannattavuuden voi olettaa pitkällä aikavälillä laskevan. Uudet tuotealueet ja yhtiön suorittaminen viime vuosina on kuitenkin lisännyt luottamustamme pitkän aikavälin kannattavuuden tasoon.

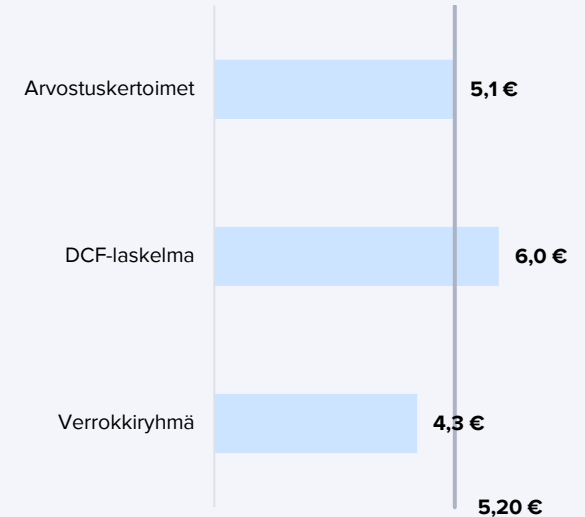
Kassavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on noin 8 % ja oman pääoman kustannus noin 10 %. Mielestämme pääoman kustannuksen taso on yhtiölle suhteellisen neutraalilla tasolla. Tasossa ei ole mielestämme merkittävää laskuvaraa, ellei liiketoimintarakenteessa tapahdu merkittävää muutosta defensiivisempään suuntaan.

Tuotto-odotus nousee hyvälle tasolle

Toistamme Wulffin tavoitehinnan 5,20 eurossa pitäen suosituksemme lisää-puolella. 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.

Mielestämme Wulffin osakkeen arvostustaso ei huomioi yhtiön suorittamista sen ansaitsemalla tasolla. Arvostus on maltillinen ja tarjoaa yhdessä osinkotuoton kanssa noin 15 %:n tuotto-odotuksen sijoittajalle näiltä tasoilta. Riskeihin nähden tuotto-odotus on enemmän kuin riittävä osakkeen kyydissä pysymisen perustelemiseksi.

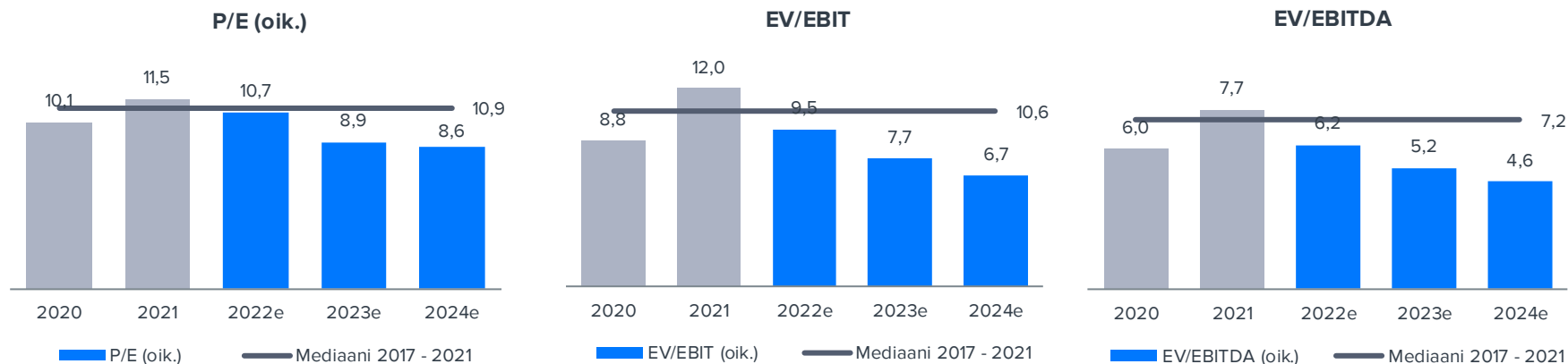
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostus

| Arvostustaso | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Osakekurssi | 1,65 | 1,69 | 1,77 | 3,24 | 4,92 | 4,52 | 4,52 | 4,52 | 4,52 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 6,61 | 6,91 | 6,91 | 6,76 | 6,76 | 6,77 | 6,77 | 6,77 | 6,77 |
| Markkina-arvo | 11 | 12 | 12 | 22 | 33 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| Yritysarvo (EV) | 13 | 14 | 21 | 31 | 47 | 40 | 38 | 34 | 31 |
| P/E (oik.) | neg. | 11,4 | 10,5 | 10,1 | 11,5 | 10,7 | 8,9 | 8,6 | 8,7 |
| P/B | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,6 | 1,8 | 1,5 | 1,3 | 1,2 | 1,1 |
| P/S | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| EV/Liikevaihto | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| EV/EBITDA (oik.) | 29,2 | 7,2 | 6,8 | 6,0 | 7,7 | 6,2 | 5,2 | 4,6 | 4,3 |
| EV/EBIT (oik.) | >100 | 9,3 | 12,3 | 8,8 | 12,0 | 9,5 | 7,7 | 6,7 | 6,0 |
| Osinko/tulos (%) | neg. | 67,4 % | 72,6 % | 37,3 % | 14,9 % | 33,2 % | 29,4 % | 30,3 % | 32,7 % |
| Osinkotuotto-% | 3,0 % | 5,9 % | 6,2 % | 3,7 % | 2,6 % | 3,1 % | 3,3 % | 3,5 % | 3,8 % |

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmä

| Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö | Osakekurssi | Markkina-arvo MEUR | Yritysarvo MEUR | EV/EBIT | | EV/EBITDA | | EV/Liikevaihto | | P/E | | Osinkotuotto-% | | P/B 2022e |
|-----------------------------------|-------------|-----------------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|------------|----------------|--------------|-------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
| | | | | 2022e | 2023e | 2022e | 2023e | 2022e | 2023e | 2022e | 2023e | 2022e | 2023e | |
| Office Depot Inc | 46,07 | 2036 | 1794 | 6,4 | 6,1 | 4,3 | 4,1 | 0,2 | 0,2 | 11,0 | 10,4 | | | 1,5 |
| Ennis Inc | 18,65 | 442 | 369 | 8,9 | 7,6 | 6,5 | 5,8 | 1,0 | 1,0 | 15,3 | 13,2 | 5,2 | 5,4 | |
| Acme United Corp | 33,75 | 108 | 144 | 10,7 | 9,4 | | | 0,8 | 0,7 | 12,1 | 10,4 | | | |
| Martela Oyj | 2,59 | 10 | 18 | 9,0 | 6,0 | 2,6 | 2,2 | 0,2 | 0,2 | 10,4 | 7,2 | | 3,9 | 1,0 |
| ACCO Brands Corp | 8,05 | 711 | 1582 | 7,2 | 6,4 | 5,3 | 5,1 | 0,8 | 0,8 | 5,2 | 4,7 | | | |
| MSA Safety Inc | 136,47 | 4887 | 5262 | 21,4 | 19,2 | 17,8 | 16,0 | 3,8 | 3,6 | 26,7 | 24,2 | | | |
| Wulff-Yhtiöt Oyj (Inderes) | 4,52 | 31 | 40 | 9,5 | 7,7 | 6,2 | 5,2 | 0,4 | 0,3 | 10,7 | 8,9 | 3,1 | 3,3 | 1,5 |
| Keskiarvo | | | | 10,6 | 9,1 | 7,3 | 6,7 | 1,1 | 1,1 | 13,4 | 11,7 | 5,2 | 4,6 | 1,3 |
| Mediaani | | | | 8,9 | 7,0 | 5,3 | 5,1 | 0,8 | 0,8 | 11,5 | 10,4 | 5,2 | 4,6 | 1,3 |
| Erutus-% vrt. mediaani | | | | 7 % | 10 % | 17 % | 1 % | -54 % | -55 % | -7 % | -15 % | -41 % | -28 % | 18 % |

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

Tiedot haettu 5.4.2020

DCF-laskelma

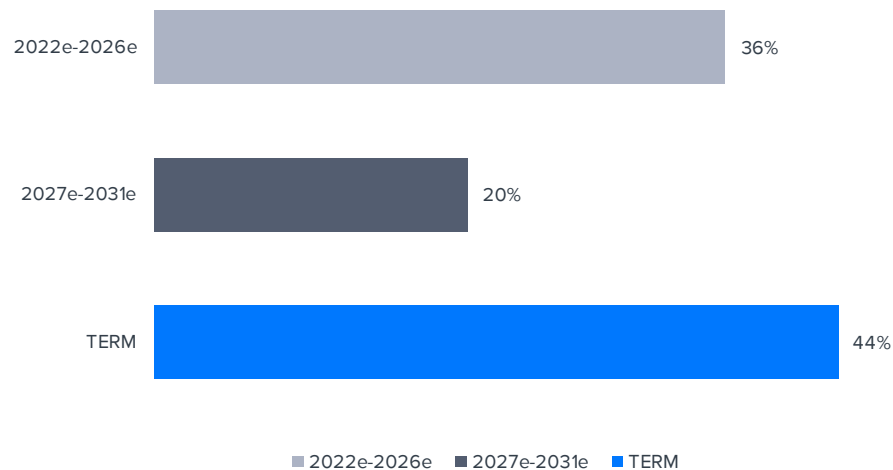
| DCF-laskelma | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | TERM |
|---|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| Liikevoitto | 6,9 | 4,2 | 4,9 | 5,1 | 5,2 | 5,3 | 4,8 | 4,4 | 4,3 | 4,3 | 4,4 | |
| + Kokonaispoistot | 2,2 | 2,3 | 2,4 | 2,4 | 2,1 | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 1,6 | 1,5 | 1,4 | |
| - Maksetut verot | -0,4 | -0,7 | -0,7 | -0,8 | -0,9 | -1,0 | -0,9 | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -0,8 | |
| - verot rahoituskuluista | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -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 | -6,2 | 1,3 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | |
| Operatiivinen kassavirta | 2,4 | 7,0 | 6,4 | 6,4 | 6,1 | 6,0 | 5,4 | 5,1 | 4,9 | 4,8 | 4,8 | |
| + 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 | |
| - Bruttoninvestoinnit | -4,7 | -2,4 | -2,3 | -1,2 | -1,2 | -1,2 | -1,2 | -1,2 | -1,2 | -1,2 | -1,5 | |
| Vapaa operatiivinen kassavirta | -2,5 | 4,6 | 4,1 | 5,2 | 4,9 | 4,8 | 4,2 | 3,9 | 3,7 | 3,6 | 3,3 | |
| +/- Muut | -4,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Vapaa kassavirta | -6,9 | 4,6 | 4,1 | 5,2 | 4,9 | 4,8 | 4,2 | 3,9 | 3,7 | 3,6 | 3,3 | 48,4 |
| Diskontattu vapaa kassavirta | | 4,3 | 3,6 | 4,3 | 3,7 | 3,3 | 2,7 | 2,3 | 2,0 | 1,9 | 1,6 | 23,1 |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | | 52,9 | 48,5 | 44,9 | 40,7 | 37,0 | 33,6 | 30,9 | 28,6 | 26,5 | 24,6 | 23,1 |
| Velaton arvo DCF | | 52,9 | | | | | | | | | | |
| - Korolliset velat | | -12,8 | | | | | | | | | | |
| + Rahavarat | | 0,8 | | | | | | | | | | |
| -Vähemmistöosuus | | 0,0 | | | | | | | | | | |
| -Osinko/pääomapalautus | | 0,0 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF | | 40,8 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF per osake | | 6,0 | | | | | | | | | | |

Pääoman kustannus (wacc)

| | |
|---|---------------|
| Vero-% (WACC) | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 35,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus | 4,5 % |
| Yrityksen Beta | 1,10 |
| Markkinoiden riski-preemio | 4,75 % |
| Likviditeettipreemio | 3,00 % |
| Riskitön korko | 2,0 % |
| Oman pääoman kustannus | 10,2 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC) | 7,9 % |

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

| Tuloslaskelma | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | Osakekohtaiset luvut | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto | 56,3 | 57,5 | 90,4 | 109,5 | 111,7 | EPS (raportoitu) | 0,15 | 0,32 | 0,87 | 0,42 | 0,51 |
| Käyttökate | 3,1 | 5,2 | 9,1 | 6,5 | 7,3 | EPS (oikaistu) | 0,17 | 0,32 | 0,43 | 0,42 | 0,51 |
| Liikevoitto | 1,6 | 3,5 | 6,9 | 4,2 | 4,9 | Operat. kassavirta / osake | 0,59 | 0,48 | 0,36 | 1,03 | 0,95 |
| Voitto ennen veroja | 1,2 | 3,1 | 6,5 | 3,7 | 4,4 | Vapaa kassavirta / osake | -0,52 | 0,15 | -1,03 | 0,68 | 0,61 |
| Nettovoitto | 1,0 | 2,2 | 5,9 | 2,9 | 3,4 | Omapääoma / osake | 1,74 | 2,00 | 2,74 | 3,03 | 3,40 |
| Kertaluontoiset erät | -0,1 | 0,0 | 3,0 | 0,0 | 0,0 | Osinko / osake | 0,11 | 0,12 | 0,13 | 0,14 | 0,15 |
| Tase | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | Kasvu ja kannattavuus | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e |
| Taseen loppusumma | 33,1 | 35,4 | 52,0 | 56,2 | 57,7 | Liikevaihdon kasvu-% | 1 % | 2 % | 57 % | 21 % | 2 % |
| Oma pääoma | 12,4 | 14,3 | 19,3 | 20,5 | 23,0 | Käyttökateen kasvu-% | 59 % | 70 % | 75 % | -28 % | 12 % |
| Liikearvo | 8,1 | 8,2 | 8,2 | 8,2 | 8,2 | Liikevoiton oik. kasvu-% | 12 % | 110 % | 10 % | 9 % | 16 % |
| Nettovelat | 8,2 | 8,2 | 12,0 | 9,9 | 7,5 | EPS oik. kasvu-% | 14 % | 91 % | 33 % | -1 % | 21 % |
| Kassavirta | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | Käyttökate-% | 5,4 % | 9,1 % | 10,1 % | 6,0 % | 6,6 % |
| Käyttökate | 3,1 | 5,2 | 9,1 | 6,5 | 7,3 | Oik. Liikevoitto-% | 3,0 % | 6,2 % | 4,3 % | 3,9 % | 4,4 % |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 1,1 | -1,4 | -6,2 | 1,3 | -0,2 | Liikevoitto-% | 2,8 % | 6,2 % | 7,6 % | 3,9 % | 4,4 % |
| Operatiivinen kassavirta | 4,1 | 3,2 | 2,4 | 7,0 | 6,4 | ROE-% | 8,8 % | 17,0 % | 36,8 % | 14,6 % | 15,9 % |
| Investoinnit | -9,1 | -1,9 | -4,7 | -2,4 | -2,3 | ROI-% | 8,9 % | 16,1 % | 25,1 % | 13,0 % | 14,7 % |
| Vapaa kassavirta | -3,6 | 1,0 | -6,9 | 4,6 | 4,1 | Omavaraisuusaste | 37,5 % | 40,4 % | 37,2 % | 36,5 % | 39,9 % |
| | | | | | | Nettovelkaantumisaste | 66,3 % | 57,4 % | 62,1 % | 48,3 % | 32,5 % |
| Arvostuskertoimet | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | | | | | | |
| EV/Liikevaihto | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | | | | | | |
| EV/EBITDA (oik.) | 6,8 | 6,0 | 7,7 | 6,2 | 5,2 | | | | | | |
| EV/EBIT (oik.) | 12,3 | 8,8 | 12,0 | 9,5 | 7,7 | | | | | | |
| P/E (oik.) | 10,5 | 10,1 | 11,5 | 10,7 | 8,9 | | | | | | |
| P/B | 1,0 | 1,6 | 1,8 | 1,5 | 1,3 | | | | | | |
| Osinkotuotto-% | 6,2 % | 3,7 % | 2,6 % | 3,1 % | 3,3 % | | | | | | |

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositus historia

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 mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus-suosituksia 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajatilaisuuksien 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.

Suositus historia (>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 € |
| 8.4.2022 | Lisää | 5,20 € | 4,52 € |

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**