

# Wulff-Yhtiöt Oyj

Seurannan aloitus

8/2018

inde  
res.

# Kohti käännettä vaikeissa olosuhteissa

Aloitamme Wulff-Yhtiöt seurannan vähennä-suosituksella ja 1,45 euron tavoitehinnalla. Vuosia kestäneen liikevaihdon laskun ja kannattavuuden heikkenemisen jälkeen Wulff on käänteen edessä. Yhtiön työpaikka- ja toimistotuotteiden markkinat ovat supistuneet voimakkaiden kysyntämuutoksien myötä sekä samalla kova hintakilpailu on ajanut alan kannattavuuden matalalle tasolle. Nyt yhtiö hakee vuonna 2018 uudistetun strategiansa avulla kannattavaa kasvua panostamalla eritoten työhyvinvoinnin kokonaisratkaisuihin. Yhtiöllä on kuitenkin vielä tehtävää yritysostojen ja uusien tuotealueiden kanssa päästäkseen tavoitteisiinsa ja oikeuttaakseen osakkeen nykyisen arvostuksen.

## Toimistotarvikemyyjästä työpaikkatuotteiden kokonaisratkaisujen toimittajaksi

Wulff on suomalainen työpaikkatuotteiden ja -palveluiden tarjoaja, joka toimii verkkokaupan, myymälöiden ja henkilökohtaisen palvelun kautta. Yhtiön liiketoiminta jakautuu kahteen segmenttiin: Sopimusasiakkaat (84 % lv:sta) ja Asiantuntijamyyni (16 %). Sopimusasiakas-segmentti tarjoaa asiakkaille ulkoistussopimuksella kaikki työpaikkatuotteet räätälöitynä pakettina. Lisäksi segmentti tarjoaa kansainvälisiä messupalveluja. Asiantuntijasegmentti puolestaan tarjoaa ergonomia-, ensiapu-, työhyvinvointi- sekä työturvallisuustuotteita henkilökohtaisen palvelun kautta. Asiakkaat hakevat hankintojen keskittämistä yhdelle toimijalle ja kysyntä kohdistuu yhä enemmän työhyvinvoinnin lisäämiseen osaajakilpailun kiristyessä työmarkkinoilla.

## Vuosia kestäneen matalalennon jälkeen mahdollisuudet uuteen nousuun

Yhtiö hakee aggressiivisesti kasvua toimistotarvikkeiden hiipuvalla markkinalla tavoitteenaan 80 MEUR:n liikevaihtotaso vuonna 2020. Olemme ennusteissamme pessimistisimpiä ja odotamme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 2,5 % 58 MEUR:oon ja noin 66 MEUR:oon vuonna 2020. Kasvu on tarkoitus saavuttaa uusien tuotealueiden ja yritysostojen avulla. Näkemyksemme mukaan työpaikkatuotteiden markkina on hieman piristymässä, mutta kasvu vaatii yhtiöltä merkittäviä yritysostoja orgaanisen kasvun ollessa vähäistä. Ennustamme yhtiön kannattavuuden paranevan uusien tuotteiden tuoman suotuisamman katerakenteen ja liikevaihdon kasvun myötä osittain skaalautuvien kulujen kautta. Odotamme vuoden 2018 EBIT-marginaalin nousevan 1,5%:iin (2017: 0,0 %) ja edelleen nousevan vuoteen 2020 mennessä 2,1 %:iin.

## Lähi vuosille hinnoitellaan jo tulokäännettä

Ennusteillamme Wulffin osakkeen lähivuosien arvostustaso (2019-2020E: EV/EBITDA 8-6x ja P/E 14-11x) on mielestämme haastava ja hinnoittelee osakkeeseen jo nyt selvää tulokäännettä. 1,45 euron tavoitehinnamme muotoutuu eri arvonmäärittäyksille antamiemme painoarvojen mukaan, jossa näemme osakkeen yritysoston kohteeksi joutumisen myös pienenä mahdollisuutena. Aloitamme yhtiön seurannan tarkkailuasemista liikevaihdon kasvuun ja tulokäännteeseen liittyvän epävarmuuden vuoksi. Yhtiön viime vuosien kehitykseen nähden tämän hetken tuotto/riskisuhde on mielestämme heikko ja yhtiön täytyy ansaita luottamuksensa ennen kuin näemme arvostuksessa nousuvaraa.

## Analytikot

Olli Koponen  
+358 442749560  
olli.koponen@inderes.fi



Jesse Kinnunen  
+358 503738027  
jesse.kinnunen@inderes.fi



## Suositus ja tavoitehinta

### Vähennä

Edellinen: -

**1,45 EUR**

Edellinen: -



**Osakekurssi: 1,51 EUR**

**Potentiaali: -4,0 %**

## Avainluvut

	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	57	58	62	66
- kasvu-%	-4 %	2 %	6 %	7 %
Liikevoitto	0,0	0,8	1,1	1,4
- Liikevoitto-%	0,0 %	1,5 %	1,8 %	2,1 %
Tulos ennen veroja	-0,2	0,5	0,9	1,1
Nettotulos	-0,2	0,5	0,7	0,9
EPS (oikaistu)	-0,03	0,07	0,11	0,13
Osinko	0,05	0,04	0,05	0,07
- Osinkosuhde-%	-144 %	50 %	50 %	50 %
P/E (oikaistu)	neg.	21,1	13,9	11,4
P/B	1,0	1,0	1,0	1,0
Osinkotuotto-%	3,0 %	2,4 %	3,6 %	4,4 %
EV/EBIT	>100	13,0	9,7	7,3
EV/EBITDA	32,9	8,7	7,6	6,0
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2

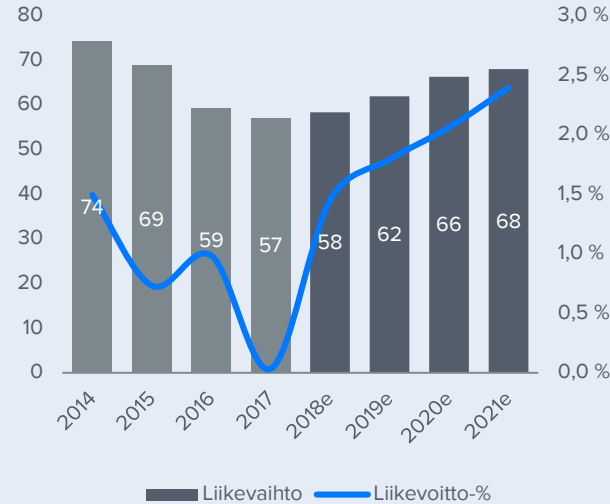
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys

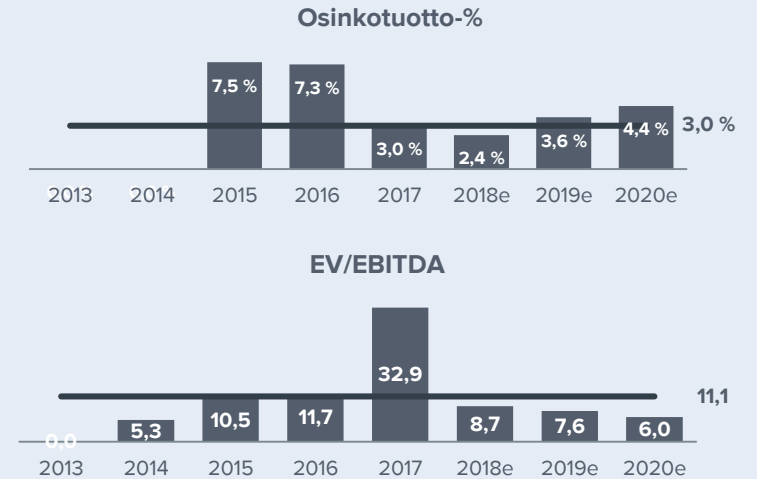


Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto



## Arvostus ja osinkotuotto



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Markkinaosuuden kasvattaminen
- Kannattavuuden parantaminen ja tuloskäänteen mahdollisuus
- Markkinan suotuisa kehitys ja yrityskauppojen pirstyminen
- Parantunut tase-asema mahdollistaa yritysostojen toteuttamisen



### Riskitekijät

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



### Arvostus

- Toimialan arvostustasot matalalla
- Wulffin kuluvan vuoden arvostus haastava
- Lähivuosien tuloskasvulle hinnoiteltu selvä parannus
- Kannattavuuden yllättäessä ja strategian toteutuessa suunnitellusti kertoimissa nousuvaraa

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli</b>	<b>s. 6-13</b>
<b>Sijoitusprofiili</b>	<b>s. 14-17</b>
<b>Markkinat ja kilpailijat</b>	<b>s. 18-23</b>
<b>Strategia</b>	<b>s. 24-27</b>
<b>Historiallinen kehitys</b>	<b>s. 28-31</b>
<b>Taloudellinen tilanne</b>	<b>s. 32-34</b>
<b>Ennusteet ja arvonmääritys</b>	<b>s. 35-42</b>
<b>Taulukot</b>	<b>s. 43-48</b>
<b>Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria</b>	<b>s. 49-50</b>

# Wulff-Yhtiöt lyhyesti

Wulff-Yhtiöt on toimistotarvikealan ainoa pörssilistattu yhtiö Pohjoismaissa ja yksi alansa markkinajohtajista Suomessa.

**1890**

PERUSTAMISVUOSI

**2000**

LISTAUTUMINEN  
PÖRSSIIN

## Toiminta-ajatus

MYY JA MARKKINOI ASIAKKAILLEEN  
TYÖPAIKKATUOTTEITA, TOIMISTOTUOTTEITA, IT-  
TARVIKKEITA SEKÄ ENSIAPUA JA ERGONOMIAA

**56,9 MEUR** (-3,4 % vs. 2016)

LIKEVAIHTO 2017

**0,4 MEUR** (0,7 % lv:sta)

OIKAISTU KÄYTTÖKATE 2017

**198**

HENKILÖSTÖ KESK.  
VUONNA 2017

**14**

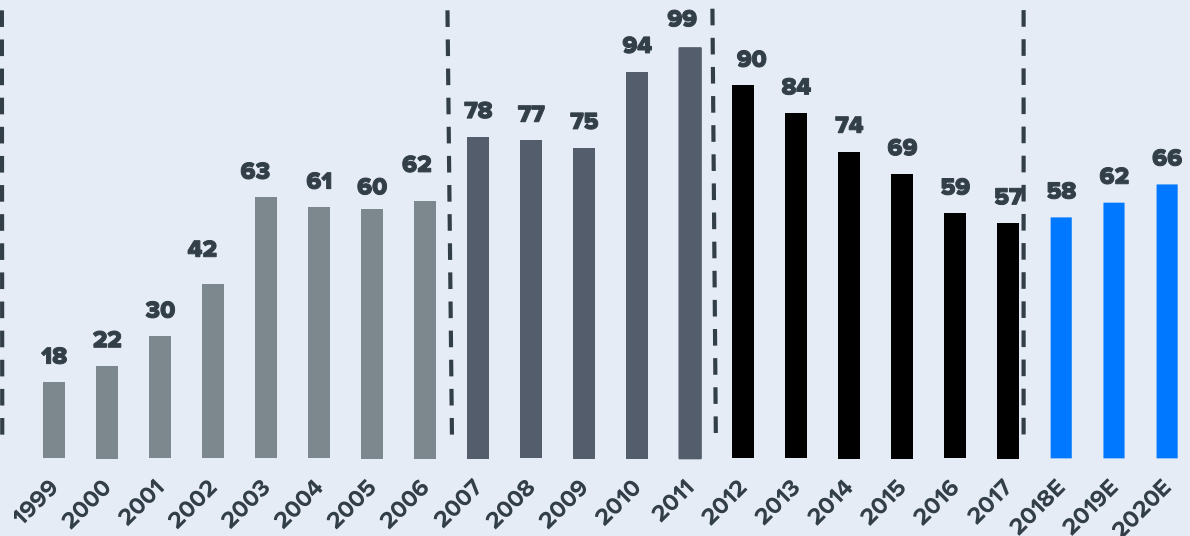
TYTÄRYHTIÖTÄ  
KONSERNISSA

Vahvan, kannattavan kasvun aikaa. Liikevaihto kasvaa orgaanisesti ja yrityskaupoilla. Kova hintakilpailu ja pula myyjistä alkaa kuitenkin painaa kasvua ja kannattavuutta.

Kasvua onnistuneilla yrityskaupoilla haastavassa markkinassa, mutta kannattavuus alenee.

Liikevaihto hiipuu ja myyntikate alenee. Suomi ja toimistomarkkinat taantuu.

Yritysostoja ja uusia tuote-alueita. Käänteen mahdollisuus.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Perinteikäs paperikauppa

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 nykyisen Wulffin toimitusjohtajan, Heikki Vienolan, vuonna 1984 perustamasta Vinstock Oy:sta, joka sittemmin muuttui Belttonin tytäryhtiöksi. Vuonna 2008 yhtiö päätti uudelleenbrändäyksen seurauksena muuttaa nimensä Wulff Yhtiöt Oyj:ksi ja nykyisellään yhtiön Wulff-brändin alla toimii 14 tytäryhtiötä Pohjoismaiden alueella.

Yrityksen tarjontaan kuuluu muun muassa työpaikkatuotteita, kahviotarvikkeita, kiinteistö- ja siivoushuollon tuotteita, toimisto- ja it-tarvikkeita, ergonomiaa, ensiapua sekä työmaatuotteita. Yhtiön sopimusasiakkaille suunnatusta WulffNet ja kaikille avoimesta Wulffinkulma verkkokauppojen valikoimasta löytyy tällä hetkellä yli 4000 työpaikka- tai toimistotuotetta. Lisäksi Wulff tarjoaa myös kansainvälisiä messupalveluja suomalaisille ja ulkomaalaisille asiakkaille. Yrityksen tuoteportfolio on muuttunut vuosien saatossa yritysostojen myötä laajasti liikelaajoista, menekinedistämis- ja brändituotteista aina uusiin ratkaisuihin sisäilman parantamiseksi tai LED-lamppujen avulla toteutettuihin valaistusratkaisuihin ja tarjottavien palvelujen osuus korostuu myös tulevaisuudessa.

Yrityksen myynti suuntautuu pääosin erikokoisille yrityksille ja yhtiön tarkoituksena on tarjota

asiakkailleen kaikki tarpeellinen työpaikalle riippumatta siitä missä se sijaitsee. Yhtiö rakentuu eri tytäryhtiöidensä kautta laajalle tuote- ja osa-alueille ja tätä kautta pyrkii palvelemaan yrityksiä kokonaistarpeita muun muassa työviihtyvyyteen ja -hyvinvointiin liittyen. Etätö ja ajatustyön lisääntyminen sekä ihmisten tavoitettavuus on lisääntynyt teknologian kehittymisen ja digitalisaation myötä ja aiheuttaa haasteita nykyisille yrityksien toimintarakenteille. 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. Yhtiön verkkokaupan kautta myytävien tuotteiden jakelu hoidetaan kumppanien avulla (mm. Posti) ja tilaukset toimitetaan ehtojen täyttyessä ilmaiseksi kotiovelle yhteistyökumppaneiden kautta.

Wulffin päämarkkina-alueina on Suomi, Ruotsi ja Norja. Yhtiön liikevaihdosta vuonna 2017 56 % tuli Suomesta, 24 % Ruotsista ja Norjasta noin 16 %. Loput liikevaihdosta kertyi Tanskasta ja muun Euroopan alueelta, muun muassa Virosta. Yhtiön markkinaosuus Suomessa on hieman hiipunut aikaisemmasta markkinajohtajan asemasta, mutta yhtiö pyrkii saavuttamaan asemansa takaisin. Yhtiö on myös tavoitellut Pohjoismaiden markkinajohtajuutta ja taistelee siitä tällä hetkellä muutaman isomman toimijan kanssa. Vuoden 2017 lopussa Wulff työllisti 195 henkilöä, joista myyntitehtävissä toimi noin 58 %. Wulffin tehtävänä on tehdä maailmasta parempi paikka työpaikka kerrallaan ja mahdollistaa asiakkailleen paremmat työympäristöt ja työpäivät loppujen lopuksi tavoitteenaan täydellinen työpäivä.



## Markkinan muutos

### Ennen

- ✓ Massatuotteet
- ✓ Paperidokumentaatio
- ✓ Työpaikat toimistossa
- ✓ Myymälät ja postikuvastot

### Nyt

- ✓ Älykkäät ja kohdenneet tuotteet
- ✓ Digitaalisuus
- ✓ Ekologisuus ja ympäristöystävällisyys
- ✓ Verkkokauppa

1890  **WULFF**

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

## Kumppanit

Tuotevalmistajat



Osto-organisaatio



Jälleenmyyjät



Asiakkaat



## Toiminnot

Tuoteinnovointi



Myynti



Projektitoimitus



## Osaamisalueet

Työhyvinvointi



Toimistotarvikkeet



Palvelu



## Liiketoimintaidea

**Wulff on suomalainen työpaikkatuotteiden ja -palveluiden tarjoaja, joka toimii verkkokaupan, myymälöiden ja henkilökohtaisen palvelun kautta.**

Räätälöidyt tuotteet

Asiakaskeskeinen yhtiö

1890 **WULFF**

Henkilökohtainen palvelu

Työpaikkaratkaisut samasta paikasta

## Kilpailu



Pääkilpailijat



**STAPLES**

Monta pientä toimijaa



## Asiakassegmentit

Suurin asiakas 5 % liikevaihdosta (2017)



Kuluttajat



Julkishallinto



Suuryritykset



Pienet ja keskisuuret yritykset

## Kustannusrakenne

195 hlö (2017)

57 m€ (2016)



Henkilöstökulut  
(21% kustannuksista)



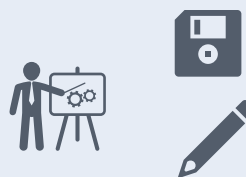
Ostot ja palvelut  
(67%)



Liiketoiminnan muut kulut  
(12%)

## Tulovirrat

Liikevaihto 56,9 m€  
EBITDA 0,4 m€ (2017)



Projekti- ja tuotemyynti



■ Suomi ■ Ulkomaat



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

## Työpaikan merkitys ja tekeminen

Wulffin liiketoiminta keskittyy ihmisten työhyvinvoinnin parantamiseen. Koko ajan lisääntyvä tieto- ja asiantuntijatyö kuormittaa ihmistä eri tavoin kuin fyysinen työ ja panostukset ergonomiaan ja istumatyön vähentämiseen lisääntyvät. Ihmiset hakevat myös uusia ratkaisuja vähentääkseen näyttöpäätteellä työskentelyyn käytettyä aikaa ja monissa suuryrityksissä on panostettu myös hiljaisiin ajattelutiloihin.

Wulff pyrkii tavoitteissaan tekemään maailmasta paremman paikan työpaikka kerrallaan mahdollistamalla työnteon erilaisissa ympäristöissä missä yritykset toimivat. Etätöyön lisääntyminen on otettu myös Wulffilla huomioon ja digitalisaation mahdollistama uusien työympäristöjen hyödyntäminen jaettujen toimistotilojen tai kokoushuoneiden käyttö globaalisti luo uudistumismahdollisuuksia myös toimistotarvikkeiden valmistajille. Myös väestö ikääntyy ja työtä tehdään yhä vanhempaan ikään, joka lisää tarvetta erityisratkaisuille. Toiminnallisten ominaisuuksien lisäksi tuotteilta ja palveluilta halutaan merkityksellisyyttä liittyen tuotteiden ekologisuuteen, ympäristöystävällisyyteen, kestävään kehitykseen ja eettisyyteen. Ostopäätöksiin vaikuttaa nykyään laadun ja hinnan lisäksi myös kestävä kehityksen näkökulma. Wulff pyrkii siihen, että kaikki myös tulevaisuuden työpaikkaan kuuluvat tarvikkeet löytyvät heidän valikoimasta. Tämä voi liittyä esimerkiksi ergonomian palveluihin tai liikkuvan työpiesteen rakentamiseen, missä voidaan tarjota palvelua tai myydä asiakkaalle räätälöityjä paketteja.

## Monikanavainen myynti ja toisille lisäarvoa tuovat palvelumallit

Yritykset ja yhteisöt haluavat toimia maailmassa entistä kustannustehokkaammin sekä keskittää myös työpaikkatuotteiden tai työhyvinvointiin liittyvät tuotteet yhden toimijan alle. Wulff pyrkiikin olemaan kokonaisvaltainen työpaikkatuotteiden toimittaja, jotta yritys voisi keskittyä omaan liiketoimintaansa, eikä sen tarvitsisi miettiä kynien tai paperivihkojen määriä tai hankintoja. Wulff laatii asiakkailleensa raportteja aikaansaaduista kustannussäästöistä ja pyrkii toiminnassaan tuomaan Wulffin palvelun edun esille myös asiakkaalle. Perustuotteiden lisäksi Wulff innovoi asiakkaiden ja valmistajien kanssa uusia mahdollisista tuotteista, joilla on mahdollista saada aikaa kustannussäästöjä tai toimia tehokkaammin esimerkiksi hankintojen hallinnassa.

Monikanavaisen myynnin kautta asiakas voi valita asioiko hän myymälässä, verkkokaupassa, henkilökohtaisesti myyjän kanssa tai asiakkaalle luodun palvelumallin kautta. Sopimusasiakaskonsepti palvelee suuria asiakkaita niiden säännöllisissä 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 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 ajankohtaisesti. Yhteistä

molemmille palvelualueille on, että asiakaskokemuksen on oltava alusta lähtien erinomaista, muuten toisien täydentävä vaikutus katoaa.

Yhtiön toimintaa tukevat myös verkkokaupat sopimusasiakkaille (WulffNet) ja muille yrityksille sekä kuluttajille (Wulffinkulma). Yhtiö kehittää digitaalisia palvelujaan jatkuvasti ja on sanonut panostavansa molempien kehittämiseen myös vuonna 2018. Uskomme, että tulevaisuudessa myös palvelujen tilaaminen suuntautuu nykyistä enemmän myös verkkokaupan piiriin jolloin tuotteiden ja palveluiden ristiinmyynti helpottuisi. Yhtiöllä on kaksi erillistä verkkokauppaa, koska toinen on sopimusasiakkaiden oma, räätälöity, tilausjärjestelmä, missä on yritykselle varta vasten yksilöityjä tuotekonsepteja. Toinen (Wulffinkulma) taas toimii perinteisen verkkokaupan tavoin.

## Yhteistyö valmistajien kanssa

Wulff toimii kiinteässä yhteistyössä erinäisten työpaikkatuotteiden valmistajien kanssa tuoden markkinoille kokoajan uusia tuotteita tai tuotealueita sekä yhdistää näihin myös omia räätälöityjä palveluitansa. Yhtiö ei itse valmista mitään tuotteita, vaan ostaa tuotteet suoraan valmistajilta. Valmistajille Wulff tarjoaa valmiin ja kattavan jakeluverkoston heidän tuotteilleen, jonka kautta he voivat rakentaa omaa brändiään ja tunnettuuttaan. Wulff tekee myös sopimuksia eri valmistajien kanssa, missä se saa yksinoikeudella myydä ja markkinoida jotain tiettyä spesifiä tuotetta esimerkiksi ergonomiaan tai sisäilman puhdistamiseen liittyen.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Lisäksi Wulffilla on alan tukkukauppiaiden 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 tuotemerkkin kehittämiseen, koska tuotteen brändi on saavuttanut hyvän aseman markkinoilla.

## Liiketoiminta jakautuu kahteen segmenttiin

Wulffin liiketoiminta jakautuu kahteen eri segmenttiin: Sopimusasiakkaat ja Asiantuntijamyynti. Sopimusasiakasmyynti vastasi vuonna 2017 noin 84 %:sta yhtiön liikevaihdosta ja Asiantuntijamyynti noin 16 %, joten suurin vaikutus yhtiön kehitykseen on Sopimusasiakas-segmentin kehityksellä. Segmenttien väliset osuudet ovat pysyneet suhteellisen tasaisena viimeisten vuosien aikana, kun esimerkiksi vuonna 2010 Sopimusasiakas-segmentti oli noin 83 % liikevaihdosta. Vuoden 2017 lopussa Sopimusasiakas-segmentin alle kuului 7 tytäryhtiötä ja Asiantuntija-segmenttiin 5 tytäryhtiötä. Lisäksi yhtiön Konsernipalvelut-segmentin alle kuuluu kaksi tytäryhtiötä, jotka vastaavat konsernin yleishallinnosta ja niihin liittyvistä kuluista, joita ei voida yhdistää liiketoiminnan segmenteille.

## Sopimusasiakas-segmentti

Sopimusasiakas-segmenttiin kuuluvat tytäryhtiöt palvelevat yhtiön sopimusasiakkaita Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Yhtiön sopimusasiakkaina toimii suuria yrityksiä ja konserneja, kuntia ja eri yhteisöjä. Sopimuksella asiakas ulkoistaa

toimistotarvikehankintansa Wulffille, jolloin se voi keskittyä omaan liiketoimintaansa. Hankintojen kustannuksia yritys voi seurata reaaliaikaisesti ja läpinäkyvyydellä on tarkoitus osoittaa yrityksille, että keskitetysti hoidettu hankinta vähentää yrityksiensä kustannuksia ja tehostaa yhtiön toimintoja.

Segmentin liikevaihto laski viime vuonna 4 % noin 47,7 MEUR:oon (2016: 49,9 MEUR) ja liikevoittomarginaali heikkeni 1,0 %:iin (1,6 %). Liikevaihdon laskun ja kannattavuuden heikkenemisen taustalla oli kysynnän lasku, asiakkuuksien menetykset ja investoinnit verkkokaupan kehitykseen. Asiakkaiden vaihtuvuus aiheutti kustannuksia, kun uusilla ei pystytty täysin paikkaamaan vanhoja asiakkaita.

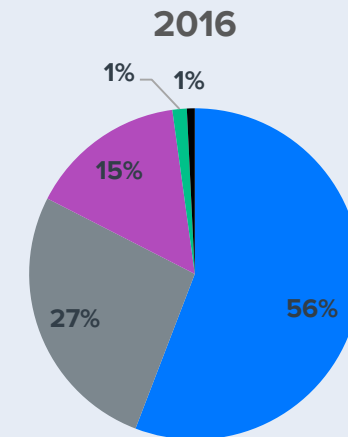
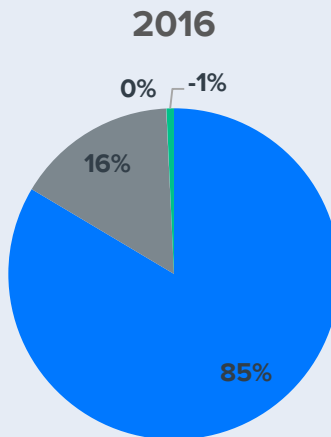
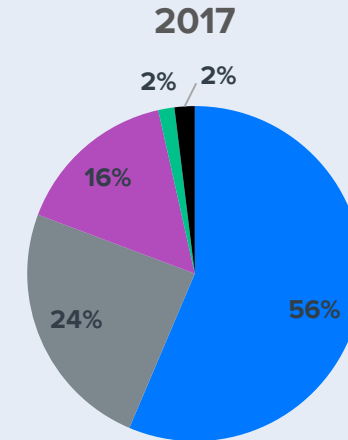
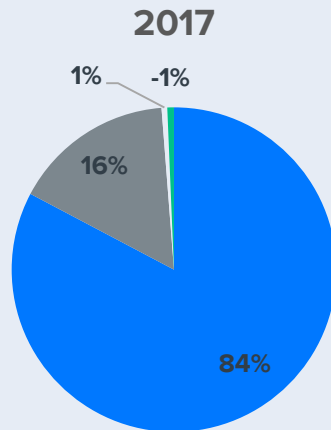
Wulffin suosituimpiin palveluihin kuuluu sopimusasiakkaille tarjottava MiniBar. MiniBar:n ideana on räätälöidä asiakkaalle omia tarpeita vastaava ”toimistotarvikebaari”, jonka täytöstä ja sisällöstä vastaa Wulffin yhteyshenkilö. MiniBarin hyllyiltä löytyy mm. toimisto-, it-, kahvio- ja kiinteistöhuollon tuotteita. TOP3-tuotteita ovat värikasetit, kahvi sekä paperi. Isompien hankintojen yhteyteen on luotu WulffNet, joka toimii suurten sopimusasiakkaiden omiin tarpeisiin räätälöitynä verkkokauppana. Muille tarkoitettu verkkokauppa, Wulffinkulma, palvelee erityisesti pieniä ja keskisuuria yrityksiä, joilla hankinnat eivät ole suurten yritysten mittakaavassa. Pohjoismaissa Wulffin sopimusasiakkaita palvelevat Wulff Supplies -tytäryhtiöt ja siellä automaattinen työpaikkatuotteiden täyttöpalvelu on nimeltään Cabinet Service. Vuoden 2018 elokuussa segmenttiin liittyi Mavecom Palvelut Oy, joka tarjoaa yrityksille Canon Business Centerin palveluita liittyen muun muassa tulostukseen ja dokumentinhallintaan.

Lisäksi segmenttiin kuuluu kansainvälisten messupalvelujen tuottaja Wulff Entre. Entren tarkoitus on auttaa suomalaisia ja ulkomaalaisia asiakkaita laajentamaan liiketoimintaansa eri markkinoille messujen ja tapahtumien järjestäjänä. Entren liikevaihto ja tulos vaihtelee vuosittain riippuen messujen määrästä ja esimerkiksi vuonna 2018 messuja on vähemmän kuin vuonna 2017, kun joitain suuria messutapahtumia järjestetään kahden vuoden välein. Entrellä on asiakkaita Suomen lisäksi muun muassa Saksasta, Ruotsista, Norjasta, Venäjältä ja Yhdysvalloista. Vuonna 2017 Entre vei suomalaisten yritysten osaamista yli 30 maahan ja toimii alansa markkinajohtajana Suomessa.

## Asiantuntijamyynti

Asiantuntijamyynti-segmentin tarkoitus on tehdä arjesta työpaikalla sujuvampaa. Segmentti tarjoaa työpaikkatuotteita ja palveluita henkilökohtaisen ja paikallisen palvelun kautta. Segmenttiin kuuluu ergonomia-, ensiapu-, työhyvinvointi- sekä työturvallisuustuotteita. Tuotekonseptit rakennetaan asiakkaalle räätälöidysti ja asiakkaiden tarpeiden mukaisesti. Segmentissä korostuu myyjien merkitys liiketoiminnalle ja asiakkaiden liiketoiminnan, toimintaympäristön sekä markkinatrendien ymmärtäminen. Segmentin liikevaihto laski viime vuonna 1 %:n 9,3 MEUR:oon (2016: 9,4 MEUR) ja liikevoittomarginaali heikkeni 1,0 %:iin (3,1 %). Liikevaihdon laskun ja kannattavuuden heikkenemisen taustalla oli tuotevalikoiman tiivistäminen kannattavampiin tuote- ja palvelualueisiin.

# Liikevaihto segmentin ja sijainnin mukaan



■ Sopimusasiakkaat ■ Asiantuntijamyynti ■ Konsernipalvelut ■ Eliminoinnit

■ Suomi ■ Ruotsi ■ Norja ■ Tanska ■ Muut

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

## Kustannusrakenne

Wulffin kustannusrakenne on suhteellisen yksinkertainen. Yhtiön ilmoittama myyntikate kertoo yhtiön ostamien ja myymien tuotteiden välisen erotuksen vähentämällä liikevaihdosta materiaalit sekä palvelut ja vuonna 2017 myyntikateprosentti oli 34,8 %. Myyntikatteen alla yhtiön kulut jakautuvat kahteen erään: henkilöstökuluihin ja liiketoiminnan muihin kuluihin.

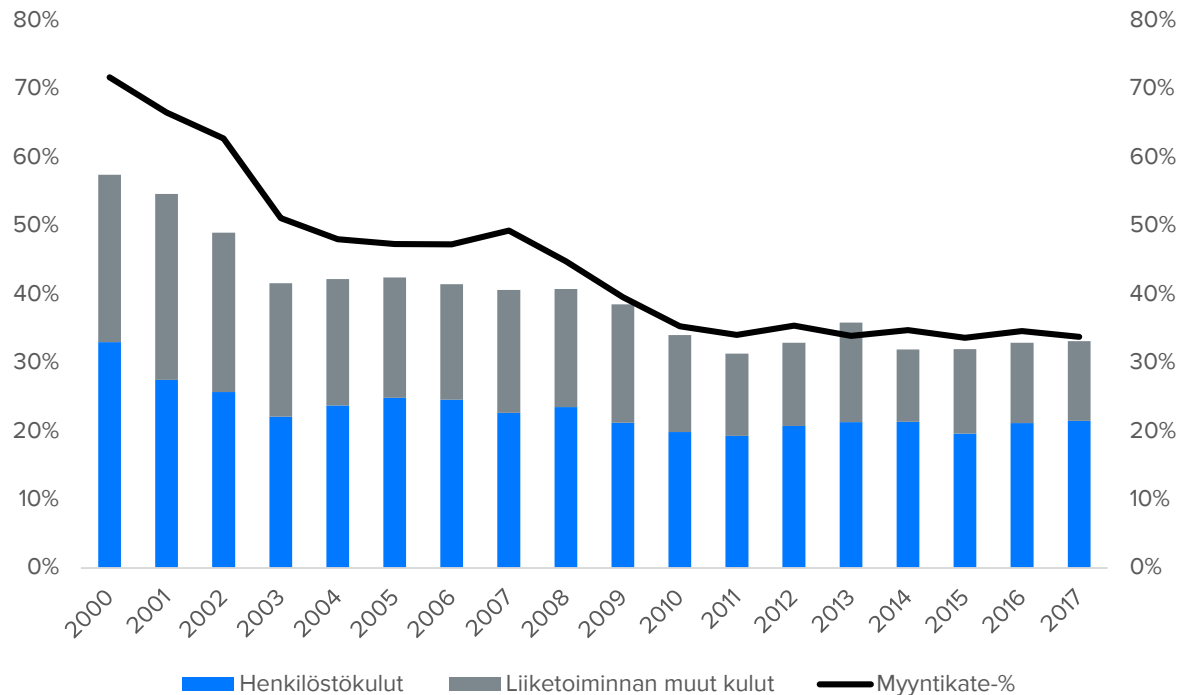
Henkilöstökulut olivat vuonna 2017 21,5 % liikevaihdosta. Yhtiöllä oli 2017 lopussa 195 työntekijää ja keskimääräinen henkilöstökustannus noin 63 000 euroa per henkilö. Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon on pysynyt tasaisena, mutta kulut per työntekijä on kasvanut tasaisesti viimeisen kymmenen vuoden aikana. Viime vuosina ollaan pysytty noin 60 000 €/hkl tasoilla, mutta vuonna 2010 oltiin vielä noin 50 000 €/hkl. Vuodesta 2014 työntekijämäärä on samaan aikaan pienentynyt 19 %, joka selittää osaltaan kulujen muutosta. Suurin osa (noin 58 % 2017) henkilöstöstä on myyntihenkilöstöä, joilla on kannusteet kasvattaa omaa työpanostaan, jotta he voisivat itse ansaita paremmat tulot. Yhtiö ei näe henkilöstökulujen tasossa enää merkittävää parannusvaraa tulevaisuudessa. Yhtiö on myös viestinyt harkitsevansa ennemmin työvoiman lisäämistä kuin työntekijöiden vähentämistä. Mielestämme 63 000 €/hkl on Wulffin kaltaiselle yhtiölle liikaa ja kulu/henkilö suhteen näemme ainakin kiristysvaraa.

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) ja vastaavasti noin puolet ovat varsin kiinteitä ja niiden osuus yhtiön liikevaihdosta skaalautuu alaspäin mahdollisen liikevaihdon kasvun myötä (mm. vuokrat). Vuonna 2017 liiketoiminnan muut kulut olivat 11,7 % liikevaihdosta tai 6,65 MEUR. Isoin osa-alue kuluista on matkakorvauksilla ja autokuluilla, joita syntyy, kun myyjät kiertävät asiakkaiden luona.

Liiketoiminnan poistot ovat pienet ja laskeneet alle puolen miljoonan euroon ja tulee arviomme mukaan olemaan jatkossakin alhaisia, kun emme näe yhtiöllä merkittävää investointitarvetta. Yhtiö ei tee poistoja liikearvosta, mikä osaltaan alentaa poistomassaa. Liiketoiminnan kokoon nähden liikearvoa on taseessa suhteellisen paljon ja yhtiö on joutunut tekemään vuosien saatossa siihen liittyviä alaskirjauksia.

Kustannusrakenteen kehitys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

## Myyntikate pysynyt viime vuodet tasaisena

Yhtiön myyntikate on ollut selvässä laskutrendissä vuosituhannen vaihteesta lähtien, kun se saavutti yli 70 %:n myyntikateprosentin. Nykyisellään toimialan kilpailun kiristymisen ja markkinoiden muutoksen johdosta yhtiön myyntikateprosentti on laskenut noin 35 %:iin, mutta kilpailijoiden nähden myyntikate on kuitenkin parempi.

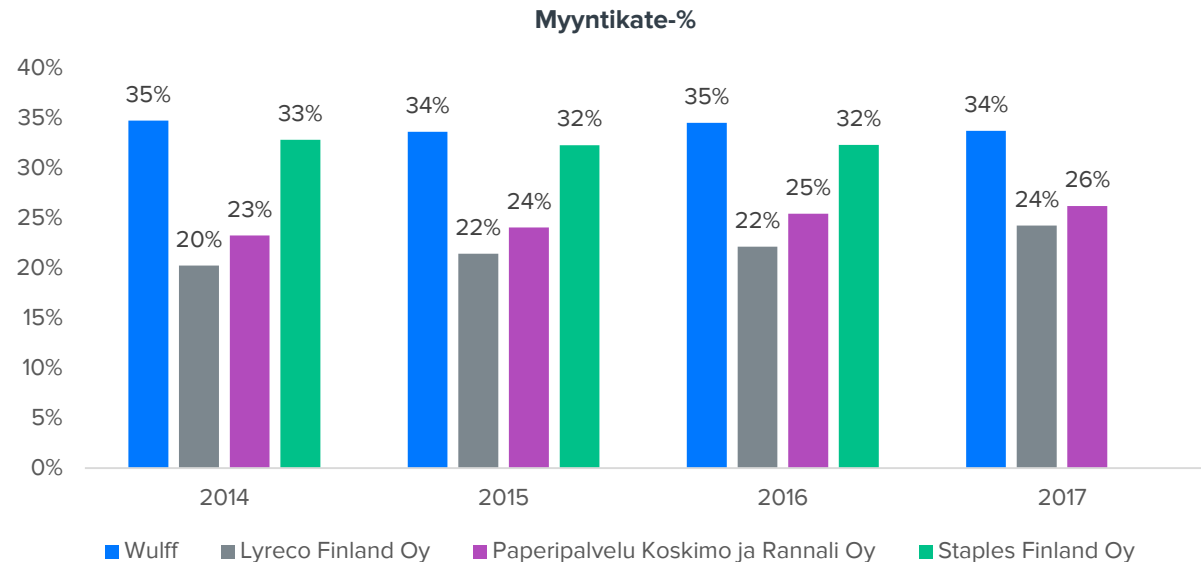
Yhtiön suurimpien kilpailijoiden viimeisimmän tilikauden myyntikatteet olivat matalampia, mutta arviomme mukaan yhtiöt sisällyttävät myyntikatteeseensa myös materiaalien ja palvelujen lisäksi myös osittain henkilöstökuluja, jotka on liitettävissä liikevaihdon hankintaan. Näitä ovat muun muassa myyjille maksettavat palkkiot ja korvaukset. Tämän vuoksi emme pidä myyntikatteita suoraan verrannollisina, mutta kertovat hieman toimialan myyntikatteiden suunnasta.

Yhtiön myyntikate on arviomme mukaan kuitenkin kilpailijoiden yläpuolella ja yhtiön myyntimix on tällä hetkellä arviomme mukaan myös hieman toimialan tasoa kannattavampi. Yhtiön myynti on painottunut enemmän mm. perus työpaikkatarvikkeisiin kuten kahviin sekä paperiin ja vastaavasti korkean lisäarvon palvelumyynti ja niiden mukana tulevat tuotteet (ensiapu, ergonomia, sisäilman parantaminen) ovat olleet pienemmällä painolla yhtiön myyntimixissä ja liikevaihdossa. Uskomme myyntikatteiden kohoavan asteittain yhtiön jatkaessa panostustaan kannattavimpiin tuoterhyimiin ja palveluihin. Lisäksi myyntimixiä tukee omien tai yhteistyöllä luotujen tuotemerkkien asteittainen lisääntyminen

tuotevalikoimassa (Q-Connect). Yhtiöllä on tavoitteena vuoden 2020 loppuun mennessä, että tuotetarjoomasta 40 % on uusia tuotteita. Uusiin ja kannattaviin tuotealueisiin kuuluu muun muassa: turvallisuus-, siisteys- ja ergonomia- ja Catering-tuotteet.

Yhtenä tekijänä voidaan nostaa esiin myös yhtiön mahdollisesti paremmat ostoehdot. Näkemyksemme mukaan yhtiön nykyinen iso asema Suomen markkinoilla sallii sille jo varsin hyvät ostoehdot ja emme näe Suomessa merkittävää parannusvaraa ostoehdoissa. Kuitenkin yhtiön tuotteita valmistaa isot monikansalliset yhtiöt, joihin nähden parannusvaraa voi löytyä esimerkiksi volyymikasvun myötä syntyvien suurempien ostojen myötä.

Sijoittajien kannalta myyntikatteiden kehitystä kannattaa seurata, koska se kertoo hyvin paljon yhtiön hinnoitteluvoimasta. Wulffin myyntikate on laskenut parhaimmalta, noin 70 %:n, tasolta tämän hetken 34,8%:iin ja kertoo toimialan kokemasta hintojen laskusta, mutta myös liikevaihdon keskittymisestä enemmän alemman kateen Sopimusasiakkaat-segmentin tuotteisiin. Laskuun on vaikuttanut myös yhtiön liiketoimintojen myynti ja liiketoimintamallin muutokset. Tärkeää yhtiön kannalta olisi saada myyntikate-% vakaaksi tai mielellään nousevaksi, mutta kilpailijoita parempi kate kertoo yhtiön paremmasta hinnoitteluvoimasta muihin toimijoihin verrattuna ja uskomme yhtiön pystyvän pitämään asemansa.



# Wulffin liiketoimintamalli

## Wulff Yhtiöt -konserni

**Sopimusasiakkaat**  
84 % liikevaihdosta 2017



**Asiantuntijamyynä**  
16 % liikevaihdosta 2017



**Konsernipalvelut**  
Wulff Liikelaskenta Oy  
Wulff Leasing Oy



### Sopimusasiakkaat

#### Palvelualueet

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

### Asiantuntijamyynä

#### Palvelualueet

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

Jälleenmyyjät ja  
mymälät

Kuluttajat

Verkkokauppa  
ja myymälät

Pienyritykset  
(25-200)

Sopimusmyynä  
ja verkkokauppa

Keskisuuret  
(200-5000)

Sopimusmyynä  
ja  
tuotekonseptit

Suuryritykset  
(>5000)

Sopimusmyynä  
ja  
tuotekonseptit

Kunnat ja  
yhteisöt

# Sijoitusprofiili 1/2

## Tavoitteena kasvu ja kannattavuus

Wulff on sijoittajalle suhteellisen helppo käsittää, sillä osakkeessa yhdistyy jatkuva sopimusliiketoiminta sekä vahvemmin projektiluonteisempi asiantuntijamyyni.

Kysyntä Wulffin päätuotteille eli työpaikka- ja toimistotarvikkeille on jatkuvaa tiettyjen tuotteiden osalta. Tähän kuuluu muun muassa kahvi-, paperi-, puhdistus- ja tulostustuotteet sekä -tarvikkeet. Kysyntään vaikuttaa eniten yleinen taloustilanne sekä yritysten ja kuluttajien luottamus oman talouden myönteiseen kehitykseen tulevaisuudessa. Osissa tuotteissa elinkaaret ovat hyvin pitkiä (ergonomia, työpisteet, sisustus) ja niiden kysyntää ajaa muun muassa erilaiset markkinatrendit enemmän kuin tuotteiden loppuun kuluminen. Näihin trendeihin voidaan lukea mm. istumatyön välttely ja näyttöpäätetyöskentelyn lisääntyminen. Sesonkien vaikutus on hieman tasaantunut, kun työympäristö on muuttunut entistä enemmän ympärivuotiseksi eikä lomakausilla ole niin suurta vaikutusta.

Wulffin omana tavoitteena on kova kasvu, mutta samalla kannattavasti ja yhtiötä voisi luonnehtia mahdolliseksi käänneyhtiöksi. Lähestymistapa on mielestämme järkevä, mutta voi olla vaikea saavuttaa yhtäaikaaisesti. Valinnan tullessa kannattavuuden tai kasvun välillä, uskomme yhtiön preferoivan ensisijaisesti kannattavuutta.

Osaketta on mielestämme järkevää arvottaa tulos- ja käyttökatepohjaisten kertoimien perusteella, sillä yhtiöllä ei ole merkittäviä omaisuuseriä ja investointitarve on suhteellisen matala. Yhtiön arvonmuodostuksen keskeisimmät ajurit ovat kasvunopeus sekä yhtiön kannattavuusmarginaalien parantuminen, mutta kova kasvu voi aiheuttaa marginaaleille

paineita. Tällä hetkellä osakemarkkina arvottaa kasvunopeutta ja tuloskäännettä korkealle, kun yhtiö on pystynyt alkuvuonna parantamaan kannattavuuttaan edellisvuodesta. Huomautamme, että Wulffin toimialan arvostuskertoimet ovat suhteellisen matalalla markkinan hitaan kasvun vuoksi. Sektorin arvostustasojen noususta voi myös muodostua arvoajuri, jos markkinassa nähdään selvää pirstymistä.

## Yritysosot ajavat markkinaa

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

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

## Valuutariskit

Wulffin liiketoiminnasta noin puolet tulee euromaiden ulkopuolelta, joten se on alttiina valuuttakurssien vaihteluille. Suurimmat altistukset ovat Ruotsin ja Tanskan kruunulle. Ruotsi edusti noin 24 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2017 ja Tanska noin 16 % liikevaihdosta. Valuuttakurssien vaihtelu vaikuttaa yhtiön nettotulokseen ja taseeseen, kun yhtiö ei tee erikseen suojaustoimenpiteitä valuuttariskin osalta. Yhtiöllä ei ole viimeisimmän tilinpäätöksen mukaan muita kuin euromääräisiä lainoja, joten valuuttariski kohdistuu vain liiketoiminnan transaktioihin. Valuuttakurssista aiheutuvat nettotappiot olivat vuoden 2017 tilinpäätöksessä 0,13 MEUR, joka ei vaikuta suurelta, mutta yhtiön viime vuoden tulokseen (-0,23 MEUR) nähden se on merkittävä. Valuutat kuitenkin voivat toisena vuonna tuottaa tappiota ja toisena voittoa ja näemme, että valuuttojen suojaus voisi tulla maksamaan yhtiölle vielä enemmän.

## Omistusrakenne

Wulffin omistusrakenne on hyvin keskittynyt ja 10 suurinta omistajaa omistaa yli 80 % yhtiön osakekannasta. Yhtiön perustaja ja nykyinen konsernijohtaja Heikki Vienola omistaa osakkeista noin 38 % ja toinen pitkäaikainen toimija ja hallituksen nykyinen puheenjohtaja Ari Pikkarainen omistaa noin 18 %. Loput 10 suurimman joukkoon kuuluvista ovat erinäisiä finanssi-instituutioita. Osakekanta on tällä hetkellä lähes 100 %:sti kotimaisessa omistuksessa. Osakkeen likviditeetti on keskittyneestä omistuksesta johtuen suhteellisen matala ja osaketta ei välttämättä hinnoitella markkinoilla tehokkaasti, joka sijoittajien tulisi huomioida.

# Sijoitusprofiili 2/2

## Positiiviset ajurit ja potentiaali

- **Markkinaosuuden kasvattaminen:** Yhtiön liikevaihto on laskenut tasaisesti vuodesta 2011 asti, mutta siinä on alkanut näkyä pirstymisen merkkejä. Orgaanisesti alan kasvu tulee olemaan matalilla yksikköluvuilla, mutta yritysostot luovat mahdollisuuden tukevalle kasvulle. Yhtiön kilpailijat ovat pystyneet kasvamaan Wulffia nopeammin vuodesta 2014 alkaen ja näin ollen vieneet markkinaosuuksia, missä Wulffilla olisi potentiaalia parantaa.
- **Kannattavuuden parantuminen:** Wulffilla on merkittävää kannattavuuden nousu-potentiaalia Suomen talouskasvun ja talousympäristön jatkaessa vakaata kehitystä. Tämä kuitenkin edellyttää myös oman toiminnan tehostamista sekä parempikatteisten tuotteiden kysynnän luonnin onnistumista.
- **Myyntikatteiden kehitys:** Wulffin myyntikateprosentissa on arviomme mukaan pientä nousupotentiaalia yhtiön keskittyessä parempikatteisiin tuotteisiin ja tuotekonsepteihin samalla parantaen ostoehtojaan ulkomaisiin toimittajiin nähden.
- **Yritysostot:** Wulff on tarpeeksi iso tehdä omaa toimintaa tukevia yritysostoja, mutta samalla houkutteleva ostokohde kansainvälisille toimijoille.
- **Parantunut tase-asema:** Wulffin taseen velkaantuneisuus on pienentynyt viimeisien vuosien aikana hyvälle alle 20 %:n tasolle ja omavaraisuusaste oli vuoden 2017 lopussa hyvä 47 %.

## Negatiiviset ajurit ja riskit

- **Toimialan kilpailu:** Yhtiön toimiala on hyvin kilpailtu ja yritykset ovat vastanneet laskevaan kysyntään sekä lisääntyneeseen kilpailuun painamalla hintoja, joka on aiheuttanut vaikeuksia yhtiöiden kannattavuudelle. Varsinkin suuret toimijat voivat vallata markkinaa hinnoilla ja viedä näin markkinaosuuksia pienemmiltä toimijoilta.
- **Suhdanneherkkyys:** Yhtiö on hyvin riippuvainen Suomen ja muiden Pohjoismaiden talouskasvun jatkumisesta ja yrityksiä kasvusta sekä panostuksista työntekijöidensä hyvinvointiin. Kulojen kiristäminen ja muut säästötoimet vähentävät kysyntää Wulffin tuotteille.
- **Uudet kilpailijat:** Wulff kokee kasvavaa kilpailua myös perinteisten kilpailijoiden ulkopuolelta. Erinäiset verkkokaupat ja alustatalouden toimijat luovat toimittajille sekä asiakkaille uusia mahdollisuuksia toimittaa ja hankkia toimistotarvikkeita esimerkiksi muiden ostosten yhteydessä.
- **Sekava ja kallis yritys rakenne:** Wulffin yritys rakenteeseen kuului vuoden 2017 lopussa 14 eri tytäryhtiötä Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa. Tytäryhtiöt vastaavat pääosin itse omasta toiminnastaan ja jokaisella on mm. oma taloushallintonsa. Arviomme mukaan rakenne on turhan raskas Wulffin kokoiselle yritykselle ja sen muuttaminen voisi tehostaa toimintaa.
- **Alaskirjausriskit:** Yhtiön taseen ja liiketoiminnan riskeihin kuuluu arviomme mukaan liikearvoon ja varastoon kohdistuvat alaskirjauspaineet. Viimeksi 2015 Wulff kirjasi

alas Wulff Liikelahjat Oy:n myynnistä yhteensä 0,9 MEUR, josta 0,2 MEUR kohdistui varastoon ja 0,7 MEUR liikearvoon.

- **Historiallinen suorituskyky:** Wulffin kasvun kehitys vuoteen 2011 oli nousujohteista, mutta sen jälkeen yritysostot ja kasvu loppuivat kuin seinään, eikä kannattavuuskaan ole palannut finanssikriisiä edeltäneelle tasolle. Yhtiön kannattavuuskäänteen todennäköisyyttä on mielestämme arvioitava kriittisesti ja käänteen toteutumiseen liittyy mielestämme vielä iso riski.
- **Kysynnän muutos:** Digitalisaatio ja uusien työskentelyvälineiden kehitys on johtanut perinteisten toimistotarvikkeiden vähenemiseen. Faksin ja kirjoituspaperin käyttö on vähentynyt tietokoneiden, Internetin, älypuhelin ja tablettien aikakaudella. Pilvipalvelut vähentävät mappien ja siihen liittyvien tuotteiden kysyntää massiivisesti.
- **Kassa ja rahoitusasema:** Vuosia jatkunut negatiivinen tuloskehitys on vienyt yhtiön kassatilanteen suhteellisen heikolle tasolle ja yhtiölle oli kassassa varoja vuoden 2017 lopussa vain 0,2 MEUR tai alle 1 % taseen loppusummasta. Lisäksi yhtiön korollisten velkojen suhde käyttökatteeseen ylitti yhtiön lainojen kovenanttiehdot ja oli korkea 6,8, josta yhtiö joutuu korvaamaan lainoittajalle kertaluonteisen korvauksen vuonna 2018. Kassa- ja rahoitusasema on yhtiön kohdalla yksi keskeisimmistä riskeistä, joka paranisi yhtiön tuloskäänteen onnistuessa.
- **Henkilöstöriskit:** Yhtiön liiketoiminta on hyvin riippuvainen myyjähenkilöstöstä ja niiden kannusteiden on oltava riittävät ja työpaikan tarpeeksi houkutteleva.

# Sijoitusprofiili



## Potentiaali

- Markkinaosuuden vahvistaminen
- Parantuva tase-asema
- Yritysostot
- Digitalisaatio: verkkokauppa
- Kannattavuuden parannuspotentiaali

## Riskit

- Ankan hintakilpailun jatkuminen
- Henkilöstöriskit
- Kysynnän muutos
- Kasvukustannusten nousu
- Digitalisaatio: tuotteiden muutos



# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso → Korkea riskitaso



Inderesin arvio Wulffin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Markkinat ja kilpailijat 1/5

## Suomen talouden näkymät myönteiset

Suomen yleinen talouskehitys on ollut heikkoa vuoden 2008 finanssikriisistä alkaen, mutta viime vuosina Suomen kasvu on yltänyt maailmantalouden vedon myötä Euroopan parhaimmiston.

Kokonaisuutena Suomen toimintaympäristön talousnäkymät ovat tällä hetkellä mielestämme myönteiset ja ennustetun kehityksen pitäisi arviomme mukaan lievästi tukea lähivuosien kaupan alan ja toimistotarvikkeiden kysyntää. Finanssialan Keskusliiton kokoaman viimeisimmän rahoituslaitosten ennusteiden mukaan Suomen BKT:n ennustetaan kasvavan kuluvaan vuonna 2,5-3,0 % ja työttömyysasteen ennustetaan laskevan 0,4-1,1 %-yksikköä. Inflaation odotetaan olevan 0,8-1,5 %.

BKT:n muutos	2018e	2019e
S-Pankki	3,0 %	2,5 %
Aktia	2,6 %	2,2 %
Nordea	3,0 %	2,5 %
OP Ryhmä	2,8 %	2,3 %
Handelsbanken	2,5 %	1,9 %
Hypo	3,0 %	2,0 %
Danske Bank	2,7 %	2,0 %
POP Pankki -ryhmä	2,6 %	2,2 %

Lähde : Finanssialan ry

## Luottamus talouteen vahvaa

Talouden piristyminen on ollut suurelta osin kuluttajien ansiota, kun matalat korot ja selvästi kohentunut työllisyystilanne ovat tukeneet kotimaista ostovoimaa. Kuluttajaluottamus on

jatkanut Suomessa vahvaa kehitystään vuoden 2017 jälkeenkin, vaikka luvuissa nähtiin ensimmäisen vuosipuoliskon aikana euroalueen muiden jäsenmaiden mukaisesti osittaista maltillistumista aikaisemmilta erittäin vahvoilta tasoilta. Tilastokeskuksen kuluttajabarometrin mukaan kuluttajaluottamus oli heinäkuussa 22,0, joka oli pitkän aikavälin keskiarvoa korkeampi (12,5), mutta jääden hieman viime vuoden lukemasta (22,8). Luottamusindikaattorin osatekijöistä kuluttajien odotukset omasta ja Suomen taloudesta sekä yleisestä työttömyyskehityksestä olivat heinäkuussa kuitenkin hyvin valoisat.

Pidämme Suomen pidemmän aikavälin talouskasvunäkymiä kohtuullisina, mutta ottaen huomioon talouden pitkän aikavälin rakenteelliset haasteet ja Euroopan taloussykin suhteellisen kypsän vaiheen, uskomme talouskasvun hiipuvan korkeilta tasoilta.

## Kaupanalan kysyntä seuraa talouden näkymiä

Kaupan kehitys on seuraa hyvin pitkälti Suomen yleistä talouskehitystä. Tämän myötä myös ostovoiman osalta lähivuosien näkymät ovat myönteiset. Alkuvuonna 2018 ostovoiman kehitys on jatkunut kun ensimmäisen kvartaalin kuluttajien reaaliensiot nousivat 0,3 % vuodentakaisesta. Ostovoiman parantumista tukee talouden piristyminen, veronalennukset sekä ainakin vuoden 2019 puoleen väliin asti matalalla tasolla pysyvät korot.

Arvioidessa Suomen vähittäiskauppamarkkinaa on tärkeää erottaa toisistaan taloudellisesta taantumasta johtunut syklinen heikkous ja kaupan digitalisoitumisesta johtuva rakenteellinen murros. Vähittäiskaupan kasvu

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

Suomessa kaupan ala on siirtynyt verkkoon melko hitaasti, mikä johtuu arviomme mukaan etenkin siitä, että kaupan alan suuret pelurit ovat olleet verrattain hitaita omien verkkokauppojen kehityksen suhteen. Suomi onkin useilla eri mittareilla verrokkimaitamme (Ruotsi, Norja, Tanska) jäljessä verkkokaupassa. Uskomme kuitenkin myös tämän kehityksen kiihtyvän lähivuosina, kun kilpailun kiristyminen ja kulutustottumusten muutokset pakottaa alan vanhoja toimijoita kasvattamaan panostuksiaan myös verkkokauppaan.

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

# Markkinat ja kilpailijat 2/5

## Wulffin markkinaosuus pienentynyt

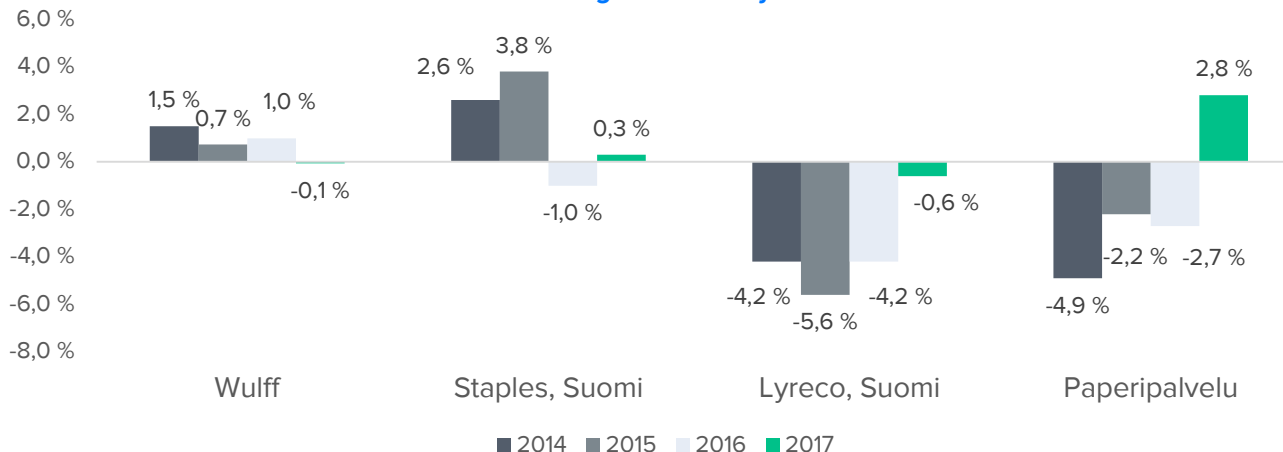
Inderesin arvion mukaan Suomen toimistotarvikemarkkinat olivat vuonna 2017 ja 2014 samankokoiset, noin 400 MEUR. Vuonna 2017 markkinoilla toimi neljä isoa toimijaa yhteensä 42 %:n markkinaosuudella ja loput 58 % ovat pienempiä toimijoita. Pienien toimijoiden määrä on suuri ja kertoo markkinan pirstaloituneisuudesta. Työpaikkatuotteiden markkinat eivät ole viimeisien vuosien aikana käytännössä kasvaneet arviomme mukaan lainkaan, vaan olemassa olevista markkinoista on käyty kovaa kamppailua.

Sivun oikeassa laidassa näkyy ensimmäisenä vuoden 2014 markkinaosuuksien jakautuminen toimijoiden kesken. Kuviosta näkee, että Wulff oli toimijoista toiseksi suurin noin 13 %:n markkinaosuudella, kun isoimman Staplesin osuus oli 14 %. Vuoteen 2017 tullessa Wulffin markkinaosuus on pysynyt samassa noin 13 %:ssa Staplesin ja Paperipalvelun kanssa. Muiden toimijoiden laskiessa, Lyreco on kasvanut

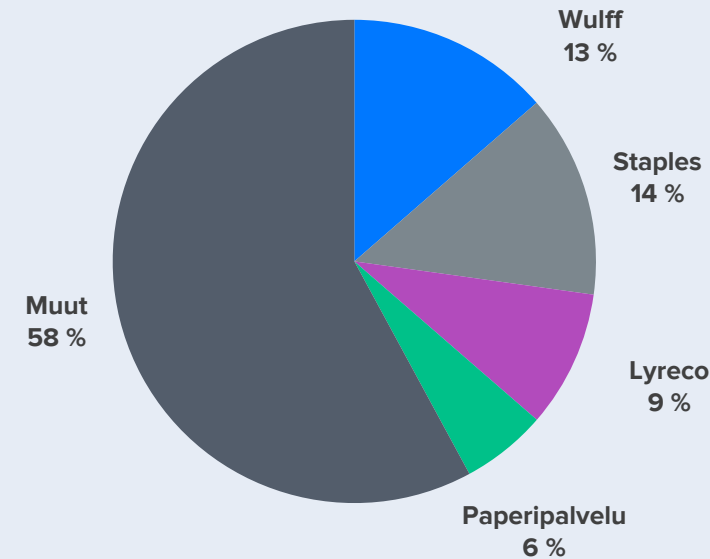
agressiivisesti ja vienyt markkinaosuuksia käytännössä suoraan pieniltä toimijoilta. Lyreco on arviomme mukaan harjoittanut ankaria hinnanalennuksia, mikä on johtanut yhtiön liikevaihdon kasvuun, mutta samalla tulos on ollut selvästi negatiivinen. Muiden pienempien toimijoiden osuuden lasku kertoo mielestämme markkinan heikosta kasvusta, joka on ajanut pienempiä toimijoita ahtaalle. Wulffin kommenttien mukaan viime vuosien konsolidaatiokehitys on ollut heikkoa, mutta yhtiö näkee siinä pientä piristymistä lähitulevaisuudessa ja uskomme muiden osuuden laskevan myös jatkossa.

Wulffin ja pääkilpailijoiden kannattavuus on myös ollut heikkoa viimeisien vuosien aikana, joka on seurausta etenkin kireästä hintakilpailusta. Lyrecon aggressiivinen kasvustrategia näkyi etenkin yhtiön vuoden 2014-2016 kannattavuusluvuissa.

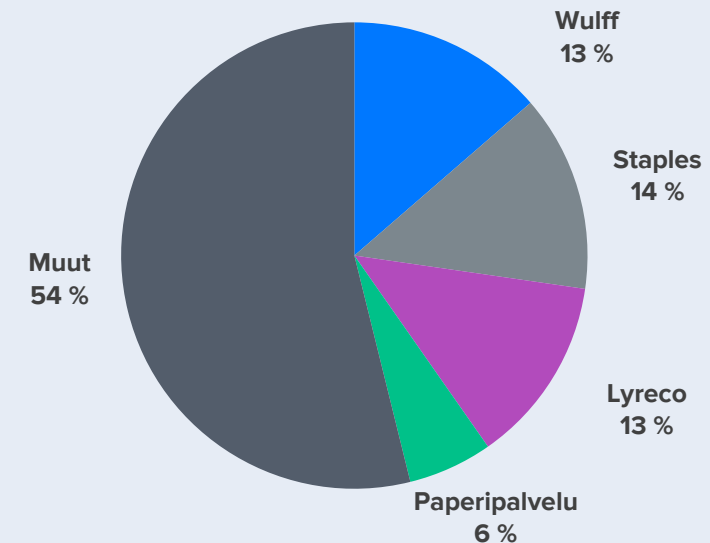
## EBIT-marginaalin kehitys 2014-2017



## Markkinaosuus Suomi 2014



## Markkinaosuus Suomi 2017



# Markkinat ja kilpailijat 3/5

## Kilpailuedut pieniä

Mielestämme yhtiön kilpailuedut ovat vähäiset ja myyntikatteen ero kilpailijoihin kertoo enemmän erilaisesta tuoteportfoliosta kuin vahvoista vallihaudoista. Pienenä kilpailuetuna pidämme yhtiön vahvoja ja pitkiä sekä jatkuvia asiakassuhteita, jotka mahdollistavat laajan kontaktipinnan asiakkaisiin (200 000 asiakastapaamista/vuosi). Lisäksi yhtiöllä on Suomessa suuren kokonsa vuoksi pieniä mittakaavaetuja pienempiin yrityksiin nähden sekä yhtiön yhteistuotemerkki Q-Connect antaa sille yksinoikeuden myydä tuotetta yhtiön omalla markkina-alueella. Kuitenkaan emme näe yhtiöllä olevan selkeää isoa tai kestävää kilpailuetua.

## Kilpailu ja kasvu syntyy yritystoin

Kivijalkamyymälöissä isot hypermarketit yleistyvät, joista on saatavilla kotiin ja työpaikoille kaikki tarvittava. Verkkokaupoissa tehokkaat alustat massiivisine logistiikkakeskuksineen valtaa alaa pienemmiltä toimijoilta tarjoamalla sidosryhmilleen (asiakas ja valmistaja) kannattavamman ja tehokkaan kanavan omiin tarpeisiinsa. Yritykset ja kuluttajat haluavat yhä enemmän asioida liukuhihnatuotteiden markkinoilla yhden ainoan toimijan kanssa, ettei esimerkiksi puhelinta, tietokonetta, kuulakärkikynää tai muistilehtiötä tarvitse lähteä etsimään eri verkkokaupoista tai varsinkaan kivijalkamyymälöistä. Tavoitteena on ostaa mahdollisimman paljon yhdestä paikasta, jotta voidaan säästää kuljetuskustannuksista ja saadaan muita etuja, kun keskitetään toiminnat yhteen paikkaan. Lisäksi se selkeyttää varsinkin yritysten toimintaa, kun hankinnat eivät ole hajautettuna eri toimittajille, vaan kaikki tietävät

mistä mitäkin kannattaa tilata ja mahdollisuuksien mukaan tilataan mahdollisimman paljon kerralla.

Kilpailu on ollut markkinoilla kovaa ja kasvua on pyritty saamaan yritysostoilla. Office Depot yhdistyi Office Max:n kanssa vuonna 2013 ja vuonna 2015 Staples yritti ostaa Office Depotin, mutta kauppa jäi toteutumatta. Vuonna 2017 Staples taas myytiin eteenpäin yksityiselle Sycamore Partnersille. Kilpailun ja kysynnän kiristyessä hinnat ovat myös lähteneet laskuun, mikä on etenkin ollut ongelma pienemmille ja paikallisille toimijoille. Pienemmällä toimijoilla vaihtoehdot ovat olleet vähissä, kun he ovat ajautuneet joko konkurssiin tai yritystoston uhriksi. Markkinoilla osa syyttääkin isoja toimijoita hintasotaan lähtemisestä, mutta kysynnän laskiessa se ei ole jättänyt toimijoille vaihtoehtoja.

Yhdistettynä nämä tekijät ovat aiheuttaneet ongelmia ja haasteita toimistotarvikkeiden markkinoille. Hinnasta on tullut yksi tärkeimmistä kilpailutekijöistä ja yrityksen maantieteellinen peitto sekä suuruuden tuomat edut ovat mullistaneet toimialan muutamien isojen haltuun. Loputtomiin ei voi kuitenkaan kasvaa ja erikoistumalla sekä uusien verkkokauppa-alustojen avulla varsinkin valmistajilla on mahdollisuus erottautua joukosta.

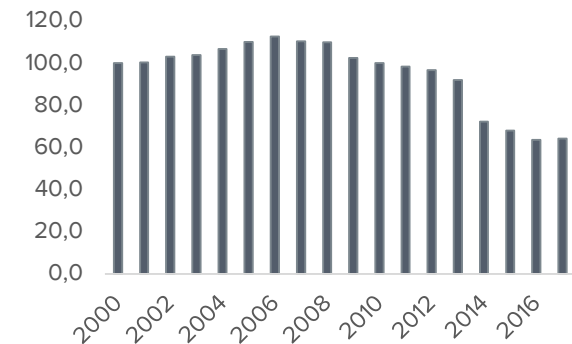
Orgaanista kasvua tällä alalla on huomattavan vaikea enää tässä vaiheessa saada aikaan. Muun muassa Yhdysvalloissa B2B-myyntin kasvun ennustetaan olevan vuosittain noin 0,4 % Research and Markets -tutkimusyhtiön mukaan. Ottaen huomioon myös kasvavat kehittyvät valtiot, globaalisti markkinan nähdään kasvavan noin 2,5 % vuosittain vuoteen 2021 asti

tutkimusyhtiön Technavion mukaan. Yritystostot ovat siis ymmärrettävästä syystä monen ison yhtiön strategian ytimessä ja myös Wulff on kasvanut historiansa aikana juuri yritystosten avulla ja panostaa myös nyt yritystostoihin.

## Toimistotarvikemarkkinoilla kasvu kiven alla

Suomen toimistotarvikekaupassa kehitys vuodesta 2000 on ollut hyvin heikkoa. Alla olevassa kuviossa on esitetty kirjojen, sanomalehtien ja paperitavaran kaupan liikevaihdon kehitys vuodesta 2000 indeksoituna. Aina vuoteen 2007, finanssikriisin alkuun asti, ala kasvoi noususuhdanteen mukana. Finanssikriisin jälkeen ala ei ole palannut entisille tasoilleen. Asiaan vaikuttaa varmasti paljon sanomalehtien ja paperi yleinen vähentyminen, eikä kuvio anna todellista kuvaa työpaikkatuotteiden markkinoista tai miten ne ovat kehittyneet. Kuvio kuitenkin antaa suunta-arvioita miten alalla on mennyt ja miten digitalisaatio, kysynnän muutos ja erilaiset tarpeet ovat muokanneet alaa eikä kyse ole vaan yksittäisten yhtiöiden kasvuongelmasta.

## Kirja-, lehti- ja paperikaupan liikevaihto (2000=100)



Lähde: Tilastokeskus

# Markkinat ja kilpailijat 4/5

## Markkinatrendien muutokset

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

## Asiakkaiden kysynnän muutokset

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

Tulostus- ja tietokonetarvikkeiden kysyntää lisää digitalisaation tuominen uusille alueille ja teollisuuden automaation kasvava muutos. Tulostustarvikkeet ja erilaiset värikasetit ovat nousseet kaikista tärkeimmäksi tuotealueeksi maailmanlaajuisesti ja niiden vuosittainen kasvu on eri markkinalähteiden mukaan selvästi muuta markkinaa vahvempaa. Lisäksi erilaiset tehtaat vai vaativat tuotantotilat voivat vaatia tuotteilta enemmän kuin mitä normaalissa tarvikevalikoimassa olisi tarjolla. Tämä vaatii yrityksiltä innovointia ja tuotteiden tuomista

asiakkaiden tietoisuuteen, jotta he näkevät sen lisäarvon, mitä siitä voi heidän yritystoimintaan saada.

## Teknologian muutos

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

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

## Markkinan ajurit



# Markkinat ja kilpailijat 5/5

## Laskeva kysyntä toimistotarvikkeille

Sen lisäksi, että verkkokaupat ja monikansalliset toimijat vievät paikallisilta toimijoilta markkinaosuuksia toimistotarvikkeiden myynnissä liiketoiminnan mittakaavaetujen avulla, on kysyntä myös paperille, kynille ja muille perinteisille toimistotyön välineille vähentynyt huomattavasti. Suomessa paperin ja toimistotarvikkeiden kaupan liikevaihto on Tilastokeskuksen tilastojen mukaan laskenut vuodesta 2000 vuoteen 2017 mennessä 36 % eli keskimäärin 2,4 % vuodessa.

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

Virtuaalitoimistot lisääntyvät ja yhä useampi ihminen työskentelee osan viikostansa etänä, eikä isoja massiivisia toimistotaloja tulla tulevaisuudessa tarvitsemaan niin paljoa kuin ennen. Ihmisillä ja työntekijöillä ei ole tarvetta välttämättä kokoontua yhteen tilaan, kun voidaan olla yhteydessä virtuaalisesti. Seuraavat sukupolvet tuskin istuvat useita tunteja

kokoushuoneissa tai kirjoittavat muistiinpanojansa paperivihkoihin.

## Digitalisaation yliannostus

Vaikka kaikki eivät muistivihkoja enää käyttäisikään, voidaan digitaalisuudesta vieroittuminen nähdä myös yhtenä mahdollisuutena työpaikkatuotteille. Melkein jokaisella työssäkäyvällä ihmisellä Suomessa on jonkinlainen älylaite kädessään, jolla hän suunnittelee päiviään tai kirjoittaa muistiinpanoja esimerkiksi kokouksissa. Kuitenkin yhä enemmän ihmiset turtuvat jatkuvaan näyttöjen tuijottamiseen ja ovat alkaneet siirtymään osittain takaisin kynien sekä paperien aikakaudelle. Tietoinen läsnäolo, keskittyminen ja hiljaiset tai tuottavat tilat ovat yleistymässä työpaikoilla. Ihmiset hakevat yhä enemmän työssään konkreettista ajattelua ilman ylimääräisiä virikkeitä tai keskeytyksiä puhelimesta tai sähköpostista. Tieto- ja asiantuntijatyön lisääntyessä yhteiskunnassa on tärkeää miettiä uusia tapoja miten aivotyötä olisi kaikkein tuottavinta tehdä ja moni kokee digitaalisuudesta vieroittumisen yhdeksi keinoksi.

## Pakkausten innovointi ja vihreät arvot

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

## Markkinan ajurit



# Toimiala

## Työpaikkatuotteiden markkinoiden jakautuminen



# Strategia 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. Viime vuosina strategiassa on selvästi panostettu konsernin yhtiöiden tehokkuuteen ja parempaan integrointiin, mikä näkyy myös toimintojen alaskirjauksina ja liikevaihdon laskuna. Tulevaisuudessa yhtiön strategia tulee panostamaan entistä enemmän kannattavuuden parantamiseen kustannussäästötoimenpitein ja keskittymällä katekanteeltaan tuottoisimpiin tuote- ja palvelualueiden kehittämiseen.

## Strategiassa epäonnistuttiin 2010-luvun alussa

Vuonna 2012 Wulff julkisti viiden vuoden tavoiteinansa työllistää yli 1000 myynnistä innostunutta ammattilaista ja olevansa jatkuvasti kasvava sekä kannattava yhtiö, jonka vuosittainen liikevaihto olisi yli 200 MEUR. Viisi vuotta on kulunut ja yhtiö työllistää alle 200

henkilöä ja liikevaihto on laskenut hieman yli 50 MEUR:oon sekä kannattavuus heikentynyt huomattavasti. Yhtiön mukaan 2012 alkoi olla aikaa, jolloin markkinat alkoivat heikkenemään rajusti. Wulff haki aktiivisesti kasvua yritysostoin, mutta arvostukset olivat jääneet menneisyyden hyvän tuloskasvun tasolle, eikä Wulff löytänyt järkevää ostettavaa. Lisäksi yhtiön liikelahjatoiminnoilla alkoi mennä huonosti, joka vaikutti negatiivisesti yhtiön kehitykseen.

## Uusi strategia rakentuu neljään osaan

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

Yhtiön strategian kulmakivenä on **asiakaskokemus** ja sen asiakaslupaus: ”Mahdollistamme paremmat työympäristöt ja työpäivät”. Yhtiö pyrkii rakentamaan kilpailuetunsa olemalla paras yhteistyökumppani luomaan yhdessä yritysten ja yhteisöjen kanssa työpaikasta ja työpäivästä täydellisen. Tavoitteena on tarjota alan laadukain asiakaskokemus vuonna 2020 ja olla samalla Pohjoismaiden **paras myyntiorganisaatio alalla**.

Tärkeitä strategisia hankkeita näiden saavuttamiseksi on Wulff Academy, Wulff Better Products, Wulff Lab ja Wulff Network. Wulff Academy tarjoaa yhtiön henkilöstölle mahdollisuuden kouluttautua osaamisessaan alan parhaimmista. Työhön perehdytyksen ja koulutuksen lisäksi akatemiaan kuuluu päivittäisen tekemisen ja kehittämisen seuraamista helpottavat mittarit, joiden avulla voidaan varmistaa henkilöstön olevan ajan tasalla osaamisen osalta. Wulff Lab puolestaan pyrkii etsimään, ideoimaan ja luomaan strategian mukaisia uusia tuotteita ja Wulff Better Products haluaa toiminnallaan vaikuttaa kestävään kehitykseen ja rakentaa entistä ympäristöystävällisempiä tuotteita. Esimerkkinä kestävä kehitys ratkaisusta voidaan mainita asiakkaille maksuton Wulff Eko Bag -kierrätyslaatikko, minkä avulla yritykset voivat kierrättää eri materiaalista tehdyt tuotteet helposti. Kierrätyslaatikko noudetaan asiakkaalta ja kierrätetään mahdollista uusiokäyttöä varten. Wulff Network keskittyy sosiaalisen talouden ongelmiin ja rakentamaan Wulffin ja sidosryhmien välille erilaisia yhteistyön mahdollisuuksia.

ASIAKASKOKEMUS



MYYNTIOSAAMINEN



OMAN TOIMINNAN  
TEHOKKUUS



MONIKANAVAINEN  
PALVELU





# Strategia 2/3

**Oman toiminnan tehokkuus** on entistä tärkeämpää Wulffin tulevaisuuden kannalta, kun markkinoilla kysyntä tietyissä huonomman katerakenteen tuoteryhmissä on alkanut hiipumaan. Yhtiön pyrkii kehittämään ja toimimaan tulevaisuudessa niillä tuote ja palvelualueilla joiden nähdään olevan kannattavia. Lisäksi yhtiö panostaa entistä enemmän palveluiden kehittämiseen ja henkilökohtaiseen kontaktiin, millä pystytään luomaan lisäarvoa asiakkaille. Oman toiminnan ja yritys rakenteen tehokkuustoimenpiteitä on tarkoitus jatkaa ja niiden odotetaan myös tuovan kannattavuuteen parannusta.

Henkilöstövähennyksissä kuitenkin riskinä on, että tärkeät avainhenkilöt lähtevät ja luovat kuoppia yrityksen osaamiseen. Yhtiön myynti messupalveluissa ja asiantuntijasegmentissä on hyvin riippuvaista oikeista henkilöistä ja näemme riskinä yhtiön jatkuvan kustannussäästöilmapiirin luovan negatiivista kuvaa yhtiöstä. Wulff pyrkii toiminnassaan luomaan asiakkaille kustannussäästöjä ja tehokkuutta hankintoihin, jonka **monikanavainen palvelu** mahdollistaa. Asiakkaille voidaan tarjota räätälöityjä tuote- ja palvelukonsepteja tai palvelua henkilökohtaisten tapaamisten kautta minkä lisäksi asiakkaan on mahdollista asioida myymälöissä tai verkkokaupassa oman tilanteen mukaan. Monikanavainen palvelumalli mahdollistaa tuotteiden ja palveluiden ristiinmyynnin, jota tukee esimerkiksi Wulff Digital ja Marketing & Communications strategiahankkeet, jossa pyritään kehittämään digitaalisia palveluja edelleen ja etsimään uusia väyliä tavoittaa asiakkaita.

Palveluiden ja tuotteiden tilaaminen samasta paikasta mahdollisimman vaivattomasti sekä

keskitetyksi on mielestämme oikea suunta yhtiölle. Tärkeää on pystyä luomaan uutta kysyntää uusilla tuote- ja palvelualueilla, jotta kasvua pystytään luomaan uudelleen. Uusien tuotteiden kysyntää markkinoilla ajaa muun muassa etätöiden ja liikkuvan työn lisääntyminen yhteiskunnassa. Jaetut toimistot ja työskentelytilat sekä etäyhteyden korostuminen luo tarvetta uusille tuotteille. Asiantuntijatyö ja ikääntyvien ihmisten määrä työelämässä on myös lisääntymässä, joka vaatii erilaisia ratkaisuja ergonomian ja tehokkuuden kannalta kuin aikaisemmin.

## Megatrendit osa liiketoimintaa

Wulff keskittyy toiminnassaan neljään selkeään megatrendiin mitkä tulevat vaikuttamaan toimisto- ja työpaikkatuotteiden markkinoihin:

1. Väestön rakenne
2. Teknologia
3. Ympäristö
4. Sosiaalinen talous

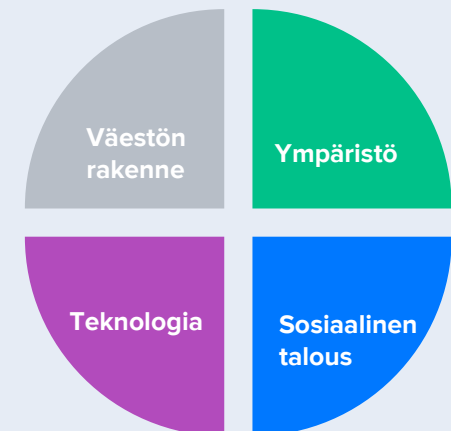
Väestön rakenteen osalta yhtiö nostaa esiin ikääntyvien ihmisten kasvavan määrän työpaikoilla, jolloin yritysten on tärkeämpi panostaa ihmisten jaksamiseen ja hyvinvointiin. Teknologia tulee muuttamaan alaa ja teknologian voi myös nähdä yhtenä tulevaisuuden työpaikkatuotteiden kategoriana. Ympäristön merkitys korostuu ja vastuullisuus tuotteissa nousee merkityksessään yritysten ostoissa. Lisäksi yhtiö panostaa sosiaalisen talouteen kehittämällä yhteisöllisyyttä ja miettimällä jakamistalouden mahdollisuuksia alalla.



## Wulffin strategian kulmakivet

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

## Megatrendit keskiössä



# Strategia 3/3

## Strategian taloudelliset tavoitteet

Wulffin strategiana on kasvaa liikevaihdolla mitattuna vuoden 2017 noin 57 MEUR:sta asteittain vuoden 2020 loppuun mennessä noin 80 MEUR:oon. Ohjesuuntana on vuoden 2018 60 MEUR:n liikevaihtotaso, josta kasvu kiihtyy vuonna 2019 70 MEUR:oon ja päättyi lopulta 80 MEUR:oon ennen vuoden 2021 alkua. Yhtiön strategian mukainen kasvu tarkoittaa noin 29 %:n kasvua vuoden 2017 lopusta, mikä tarkoittaa noin 9 %:n vuotuista kasvua. Yhtiö kasvun taustalla on tärkeimpänä ajurina uusien tuotteiden lisääminen ja yritysostot.

Wulff tavoitteena on kasvattaa uusien tuotteiden osuus tuotetarjoomasta vuoden 2020 loppuun mennessä noin 40 %:iin verrattuna vuoden 2017 loppuun. Uusia tuotealueita syntyy ensisijaisesti kolmesta lähteestä: asiakastapaamisista, tavarantoimittajien yhteistyöstä ja alan messuilta. Yhtiö tapaa vuosittain noin 200 000 asiakasta ja pyrkii asiakkaiden kanssa luomaan heille räätälöityjä tuotteita tai kuuntelemaan mahdollisista uusista tarpeista sekä myös esittelemään heille uusia tarpeita joihin Wulffilta löytyisi ratkaisu. Lisäksi Wulffin omat kehitysalueet (Wulff Lab ja Wulff Better Products) ovat tärkeä osa liikevaihdon kasvussa, jossa esimerkiksi kierrätysmuovista on tehty kyniä tai kahviotarvikkeista on tehty kokonaan kierrätettäviä uusien innovaatioiden avulla. Tehokkuutta ja myynnin kasvua haetaan myös aktiivisesti lisäämällä digitaalisuutta myynnin toimenpiteisiin. Digitaaliset myyntikanavat voivat mahdollistaa yksittäisen myyjän palvelevan huomattavasti enemmän asiakkaita kuin ennen.

Yhtiöllä on myös mahdollisuudet yritysostoihin ja yhtiö etsii potentiaalisia kohteita aktiivisesti.

Strategian mukaisesti vuoden 2018 elokuussa yhtiö osti Canonin tulostuspalveluita tarjoavan Mavecom Palvelut Oy:n. Sitä ennen edellinen yritysosto oli tapahtunut vuonna 2009, kun yhtiö osti nykyisen Wulff Supplies yhtiön. Näemme yritysostot tärkeänä strategian osana ja uskomme hiljaiselon niiden osalta päättyneen. Jos yhtiö mielii päästä kasvutavoitteisiinsa, ei orgaaninen kasvu riitä vaan sitä on haettava yritysostoin. Viimeisin yritysosto kasvatti luottamustamme yrityksen strategiaa kohtaan. Tärkeää on kuitenkin muistaa, että pakolla haettu yritysosto voi olla omistaja-arvon kannalta tuhoavaa, joten yritysoston kautta väkisin tavoitteisiin kasvaminen voi myös kostautua. Yhtiöllä on mielestämme kuitenkin suhteellisen hyvä historia yritysostoissa, joka lisää luottamusta yhtiön kykyyn arvioida kauppojen arvoa.

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 Ruotsin Ljunbyn logistiikkakeskus pystyy vastaamaan noin 500M Ruotsin kruunun (2017 liikevaihto n. 240 MKRN) liikevaihdosta vuosittain. Yhtiö pystyy toimittamaan tuotteita lähes kaikkialle Ruotsin ja Norjan toiminta-alueilleen 1 päivän sisällä tilauksesta, kuten nyt Suomessakin.

## Kannattavuus paranee kasvun kautta

Kannattavuuden osalta yhtiöllä ei ole konkreettisia tavoitteita pidemmälle aikavälille. Vuodesta 2018 yhtiö ohjeistaa tulevan paremman, kun se arvioi vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan vuodesta 2017 (2017: 0,0 MEUR). Yhtiö kuitenkin näkee konsernitason

normaalin liikevoittotason olevan noin 5 %, eikä yhtiö pidä tavoitetta epärealistisena vuoden 2020 loppuun mennessä. Asiantuntijamynti-segmentti pystyy yhtiön arvion mukaan parhaimmillaan noin 10 %:n EBIT-marginaaliin ja Sopimusasiakkaat-segmentti noin 5 %:n marginaaliin. Yhtiö hakee parempaa kannattavuutta ensisijaisesti liikevaihdon kasvun kautta. Yhtiö on toteuttanut säästötoimenpiteitä ja pyrkinyt tehostamaan omia toimintojaan kannattavammiksi. Yhtiö ei itse näe kuluissa merkittävää laskuvaraa enää, vaan uskoo liikevaihdon kasvun tuovan myös kannattavuusparannuksen yhtiön osittain skaalautuvan kulurakenteen vuoksi. Lisäksi yhtiö hakee pienenä myyntikatteen parannusta lisäämällä tuotetarjoomaansa parempikatteisia tuotteita.

## Strategian kasvutavoitteet (MEUR)



# Wulff strategia yhteenveto

Strategiset ajurit

Strategiset toimenpiteet

Taloudelliset tavoitteet

Työpaikkatuotemarkkinoiden keskittyminen

Työympäristön kehittäminen

Tuoteinnovointi

- Uusien tuotteiden lisääminen
- Tehokkuuden parantaminen digitaalisuuden avulla
- Yritysosotot
- Verkkokaupan jatkuva kehittäminen ja kävijävirran kasvattaminen

- Liikevaihtotaso 80 MEUR vuoden 2020 loppuun mennessä
- Omavaraisuusaste yli 40 %
- Voitonjaossa pyritään aktiiviseen osinkopolitiikkaan (yli 50 %:n osingonjakosuhte)

- Vahva markkina-asema Suomessa ja potentiaalia kasvuun etenkin muissa Pohjoismaissa
- Hyvinvointiin panostaminen
- Laaja asiakasverkosto (200 000 asiakastapaamista/vuosi)

- Uusien tuotteiden osuus tuotetarjoomasta 40 %:iin vuoteen 2021 mennessä
- Kasvua haetaan kannattavasti muun muassa parempi katteisten tuotteiden ja digitaalisuuden tuoman tehokkuuden avulla
- Wulff Lab, Wulff Academy, Wulff Better Products, Wulff Network, Wulff Digital, Wulff Marketing & Communications

- Lähivuosien kasvu tulee uusista tuoteryhmistä ja yritysostoista
- Kannattavuuden pitäisi skaalautua hieman kasvun myötä
- Kannattavuuden parantuessa rahoitusasema mahdollistaa korkean osingonjakosuhteen

# Historiallinen kehitys 1/3

## Yritystoin luotu kasvu loppui vuosikymmenen alussa

Wulffin liikevaihdon kasvu on historiallisesti luotu pääosin yritystoin ja konsernin tytäryhtiöitä on myyty sekä sulautunut toisiinsa vuosien varrella useita. Yritystostot kuitenkin loppuivat vuosikymmenen alussa ja siitä asti liikevaihto on ollut lasku-uralla. Vuonna 2011 Wulff saavutti melkein oman 100 MEUR:n liikevaihtotavoitteeseensa, kun sen liikevaihto ylsi 99,4 MEUR:oon. Siitä lähtien liikevaihto on ollut laskusuunnassa ja on pienentynyt vuoden 2017 loppuun mennessä 43 % noin 57 MEUR:oon. Liikevaihdon laskun taustalla ovat olleet kannattamattomien liiketoimintojen divestoinnit (Wulff Liikelahjat), toimistotarvikkeiden kysynnän lasku sekä koventunut kilpailu.


## Yrityskaupat lähihistoriassa

Wulff-yhtiöt on historiansa aikana tehnyt useita yrityskauppoja, joista alla on lueteltu merkittävimmät. Tärkeimpiä onnistumisia on ollut Strålfors Supplies Ab:n osto vuonna 2009, josta myöhemmin tuli Wulff Supplies. Tytäryritys on osa Sopimusasiakkaat-segmenttiä ja toimii Pohjoismaissa sopimusasiakkaiden parissa tarjoten omaa Cabinet Service -palveluaan. Mielestämme yhtiön valuaatio on ollut erittäin houkutteleva ottaen huomioon varsinkin yhtiön kannattavuuden (EBIT-% 3 %). Lisäksi vuonna 2002 ostettu Wulff Oy ja Torkkelin Paperi onnistuivat ja nykyään konserni tunnetaan 2004 tulleen brändiuudistuksen jälkeen Wulffin nimellä. Toiminnoilla oli näkemyksemme mukaan paljon synergioita, eikä valuaatiokaan mielestämme ollut ylihintainen. Lisäksi pidämme

KB-tuote Oy kauppaa varsin houkuttelevana valuaatioltaan. Selvästi epäonnistuneita kauppoja ovat olleet Everyman Oy et al. osto 2001 ja Iberon liikelahjatoiminta vuonna 2008. Everyman et al. toimistotarvikeyhtiöiden ostolla pyrittiin vahvistamaan ergonomioosaamista, mutta siinä epäonnistuttiin ja liiketoiminnot myytiin vuonna 2009 noin 0,3 MEUR:n tappiolla. Iberon liikelahjatoiminnan osto oli huonosti ajoitettu ja markkinat kääntyivät selvään laskuun eikä koskaan palannut aikaisemmille tasoilleen. Toiminnot myytiin lopulta vuonna 2015 noin 0,9 MEUR:n tappiolla. Entre Marketing Groupin oston suhteen olemme kaksijakoisia, koska hinta oli korkea suhdanteen huipulla (9,6 EV/EBIT), mutta yhtiö on pystynyt ylläpitämään kohtuullista kannattavuutta ja luonut uusia kasvumahdollisuuksia muun muassa Yhdysvaltojen messumarkkinoille. Nykyisin yhtiö tunnetaan Wulff Entre nimellä.

Vuosi	Kohde	Liikevaihto	EBIT	Kauppahinta (MEUR)	EV/S	EV/EBIT	Inderesin näkemys
2018	Mavecom Palvelut Oy	2,3	0,2	1,5	0,7	7,5	Houkutteleva
2009	Strålfors Supllies Ab	32,5	1,1	5,3	0,16	4,8	Onnistui
2008	Iberon liikelahjatoiminta	3,3	0,5	-	-	-	Epäonnistui
2007	Entre Marketing group	13,3	0,35	3,4	0,25	9,6	Korkeahko hinta
2006	IM Inter-Medson Oy	0,9	-	-	-	-	-
2006	Nordisk Profil A/S	1,3	0,01	-	-	-	-
2003	Gundersen & CO	0,7	-	-	-	-	-
2002	Wulff Oy + Torkkelin paperi	28,5	1,2	7,4	0,26	6,2	Onnistui
2001	KB-tuote Oy	10,3	0,86	3,7	0,36	4,3	Onnistui
2001	Everyman Oy, Office Solutions Why Not Oy ja Officeman Oy	2,1	0,23	-	-	-	Epäonnistui

 Omistaja-arvoa kasvattaneet yrityskaupat

 Omistaja-arvoa tuhonneet yrityskaupat

# Historiallinen kehitys 2/3

## Takaisin yritysostoihin vuonna 2018

Wulff on todennut hakevansa kasvua orgaanisesti, mutta myös yritysostoin ja viimeisien vuosien hiljaiselon jälkeen Wulff aktivoitui yrityskauppamarkkinoilla, kun vuoden 2018 elokuussa Wulff tiedotti ostaneensa Mavecom Palvelut Oy:n koko osakekannan 1,5 MEUR:lla.

Yhtiö toteuttaa kaupan suunnatun osakeannin sekä myöhemmin maksettavan lisäkauppahinnan mukaisesti. Suunnatussa osakeannissa Mavecomin omistajille lasketaan liikkeelle 300 000 uutta Wulffin osaketta, joka vastaa noin 0,5 MEUR kauppahinnasta. Loput (arvio 1 MEUR) kauppahinnasta maksetaan myöhemmin Mavecomin vuosien 2018-2022 kannattavuuden perusteella. Pidämme järjestelyä teknisesti järkevänä Wulffin osakkeenomistajien kannalta, sillä meidän ennusteilla Wulffin osaketta hinnoitellaan jo haastavasti kuluvan vuoden kertoimilla. Lisäksi kannattavuustavoitteeseen perustuva lisäkauppahinta kannustaa ostettavaa yritystä ylittämään itsensä kannattavuudessa seuraavien vuosien aikana.

Mavecom Myy ja tuottaa Canon Business Center tulostuspalveluja, tiedonhallintaratkaisuja, ICT-ulkoistusratkaisuja sekä suurkuvatulostusta. Mavecom Palvelut Oy vastaa Canon Business Center toiminnasta pääkaupunkiseudulla, jossa sillä on merkittävä määrä asiakkaita. Yhtiön liiketoiminta on suhteellisen vakaata ja ennustettavaa pitkien asiakassopimuksien (arviolta noin 3 vuotta) ja huoltoliiketoiminnan myötä. Näin ollen Mavecom tulee liittymään

osaksi Wulffin Sopimusasiakas-segmenttiä ja on osa yhtiön kasvustrategiaa mikä mahdollistaa erityisesti sopimusasiakaskonseptin kehittämisen ja laajentamisen. Wulff odottaa myös kaupasta syntyvän pieniä synergioita logistiikan ja järjestelmien yhdentämisen sekä yhteisprojektien kautta. Emme kuitenkaan näe toiminnoissa konkreettisesti suuria synergioita varsinkin, kun Mavecom jatkaa toimintaansa itsenäisenä yksikkönään.

Yhtiön liikevaihto vuonna 2017 oli 2,3 MEUR, EBITDA 0,3 MEUR ja liikevoitto 0,2 MEUR. Vuoden 2015 noin 2,2 MEUR:n liikevaihdosta yhtiö on kasvanut vuoteen 2017 mennessä noin 7 % ja samalla EBIT-marginaali on parantunut 5,7 %:sta vuoden 2017 noin 9,6 %:iin.

Alustavaan 1,5 MEUR:n velattomaan kauppahintaan nähden vuoden 2017 luvuilla kaupan EV/EBITDA oli 3,8x, EV/EBIT 7,5x ja EV/S 0,7x. Samalla Wulffin omat tulos pohjaiset kertoimet vuodelle 2018 ovat ennusteemme mukaisesti selvästi korkeammalla (EV/EBITDA 9,5x ja EV/EBIT 14,2x). Volyympohjainen kerroin, EV/S, on kaupassa selvästi korkeampi (0,2x vs 0,7x) Wulffin kasvun hyytymisen ja selvästi heikomman kannattavuuden myötä. Pidämme tämän vuoden Wulffin kertoimia kovina ja sen myötä osakkeiden käyttöä kaupanteossa erittäin järkevänä Wulffin osakkeenomistajien kannalta.

Mielestämme kaupan arvostus vaikuttaa houkuttelevalta. Oston tuloskerroimet ovat mielestämme alhaisia ja yhtiön pystyessä ylläpitämään kannattavuutta, eikä kauppahinta sen myötä nouse huomattavasti korkeammaksi, näemme kaupan hyvinkin onnistuneena.

Volyympohjainen EV/S-kerroin on mielestämme haastavasti hinnoiteltu, jos yhtiön tulos jostain syystä jää historiallisesta tasostaan. Ottaen kuitenkin huomioon yhtiön nykyisen tuloskunnon, pienen kasvuvauhdin ja vakaan tuloksetekokyvyn näemme kokonaisuutena kaupan positiivisena Wulffin osakkeenomistajille. Uskomme kaupan tarjoavan Wulffille mahdollisuuden lisätä sopimusasiakkaille myytävää tarjoomaa ja tuovan Mavecomille mahdollisuuksia kasvaa hieman historiaansa nopeammin lisääntyneen ristiinmyynnin vuoksi. Yrityskauppa lisäksi vahvistaa hieman luottamusta yhtiön strategiaan ja uskomme yhtiön jatkavan yritysostojen aktiivista metsästystä.

# Historiallinen kehitys 3/3

## Kannattavuudessa laskua vuosituhaten alusta asti

Wulffin liiketoiminnan kannattavuus oli vuosituhaten alussa loistava, mutta on sittemmin laskenut selvästi. Vuonna 2000 yhtiö saavutti noin 12 %:n EBIT-marginaalin ja vuonna 2007 muutaman heikon vuoden jälkeen päästi noin 7 %:n liikevoittomarginaaliin.

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

Osakekohtainen tulos ja yhtiön nettotulos ovat kannattavuuden ohella myös kehittyneet heikosti vuosikymmenen alusta alkaen. Yhtiön nettorahoituskuluissa ei ole havaittavissa selkeää laskutrendiä, mutta ne ovat pienentyneet velkojen määrän laskun myötä.

Yhtiön rahoituskulut kasvavat hieman lähitulevaisuudessa, kun yhtiö siirtyi raportoimaan kaikki pankkikulunsa rahoituskuluissa liiketoiminnan muiden kulujen sijaan. Tuloveroissa yhtiö on pystynyt hyödyntämään aikaisempien tilikausien tappioita, joka on laskenut viimeisien vuosien veroastetta. Vuoden 2017 lopussa yhtiöllä oli vahvistettuja tappioita 0,6 MEUR.

Osinkoa yhtiö on maksanut heikosta tuloksesta huolimatta ja osingonjakosuhte on noussut yli 100 %:n. Tulevaisuuden kannalta osingonmaksu ei ole kestävällä tasolla, emmekä usko yhtiön tarkoituksen olevan lyhyellä aikavälillä maksimoida osingonmaksua vaan keskittyä liiketoiminnan ja kasvavirran tervehdyttämiseen. Yhtiö haluaa kuitenkin olla antelias osinkojen suhteen ja yhtiö onkin viestinyt harjoittavansa aktiivista osinkopolitiikkaa epävirallisena tavoitteenaan jakaa yli 50 % tuloksestaan omistajille.

## Vuosi 2018 alkanut hyvin

Vuoden 2018 ensimmäisen vuosipuoliskon aikana Wulff on parantanut kannattavuuttaan, mutta liikevaihto on vielä laskenut edellisvuoden tasosta. Liikevaihto laski H1 aikana 3 % noin 28 MEUR:oon viime vuoden vastaavan jakson 28,9 MEUR:sta. Liikevaihdon laskun syynä oli pääasiallisesti messuliiketoiminnan kausiluonteisuudesta johtuva alhaisempi aktiviteetti, kun messuja järjestetään parittomina vuosina enemmän kuin parillisina vuosina. Uusiasiakashankinnassa onnistuttiin yhtiön mukaan hyvin, mutta se ei pystynyt paikkaamaan muun liikevaihdon laskua.

Segmenteistä Sopimusasiakkaat liikevaihto laski -3,1 % noin 23,4 MEUR:oon ja Asiantuntijamyynnin liikevaihto kasvoi 1,3 % noin 4,8 MEUR:oon. Sopimusasiakas-segmentin myynnin laskua ajoi juuri kausiluonteinen messuliiketoiminta ja vastaavasti Asiantuntija-segmenttiä kasvatti ensiaputuotteiden vahva myynti ja vuonna 2017 aloitettu suurkuvatulostus- ja siirtokuvatekniikkaliiketoiminnan kasvu.

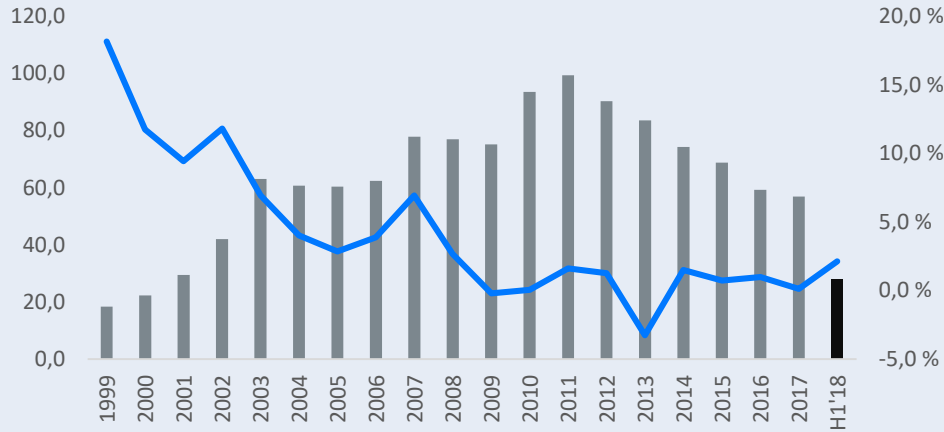
Yhtiön myyntikate parani 9,8 MEUR:oon viime vuoden 9,7 MEUR:sta ja oli hyvä 35 % liikevaihdosta (33,7 %). Myyntikatteen parantuminen alkuvuonna johtui messuhankkeiden lisämyynneistä sekä myyntikatetta parantavien toimenpiteiden onnistumisesta liike- ja toiminta-alueilla. Kulut myös laskivat vertailukaudesta, johtuen yhtiön suorittamista kustannussäästötoimenpiteistä.

Myyntikatteen nousun ja kulujen laskun myötä yhtiön kannattavuus parani ja käyttökate nousi H1:llä 0,8 MEUR:oon (H1'17: 0,1 MEUR) ja käyttökatemarginaali nousi 2,9 %:iin (H1'17: 0,3 %). Liikevoittomarginaali parani myös huomattavasti 0,6 MEUR:oon vertailukauden -0,1 MEUR:sta ja EBIT-marginaali nousi 2,1 %:iin (H1'17: -0,4%).

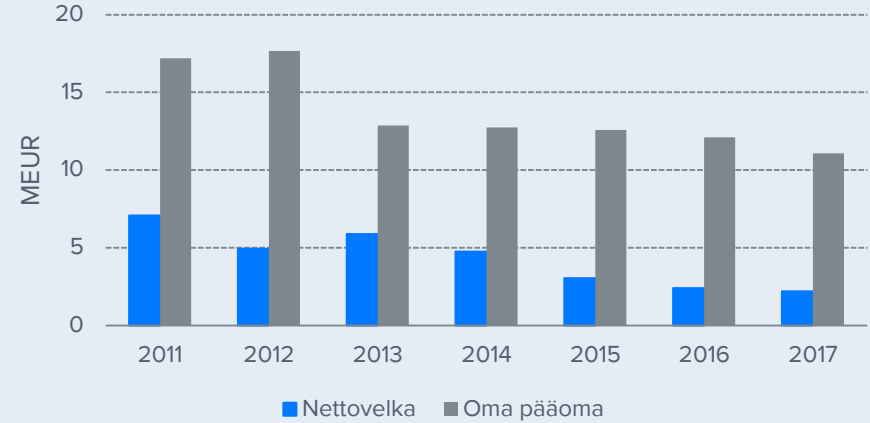
Nettorahoituskulujen pysyessä edellisvuoden tasolla -0,2 MEUR:ssa ja tuloverojen puolittuttua, nousi osakekohtainen tulos 0,06 euroon vertailukauden tappiollisesta -0,05 eurosta.

# Historiallinen kehitys

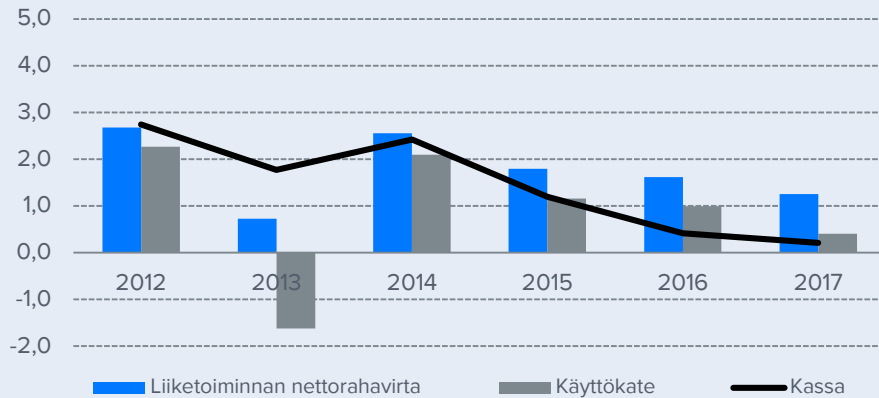
## Liikevaihto ja EBIT-%



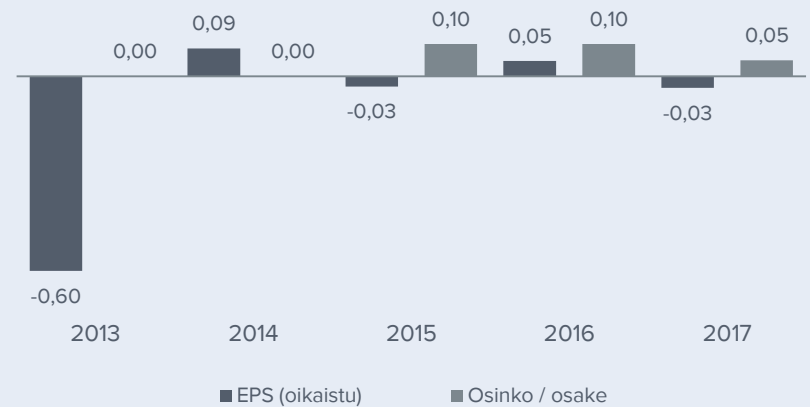
## Nettovelkan ja oman pääoman kehitys



## Rahavirta ja käyttökate



## Osakekohtainen tulos ja osinko



# Taloudellinen tilanne 1/2

## Liikearvo iso osa tasetta, mutta velkaantuneisuus pienentynyt

Wulffin tase on 2000-luvulla tehtyjen yritysostojen myötä kasvanut velalla ja liikearvolla. Yhtiön velan määrä on laskenut alemmalle tasolle viime vuosien aikana, kun merkittäviä investointitarpeita ei ole ollut tai houkuttelevia yritysostokohteita ei ole löytynyt. Vuonna 2011 yhtiön nettovelat olivat 7,1 MEUR, josta ne ovat laskeneet viime vuoden loppuun mennessä noin 70 prosenttia 2,2 MEUR:oon.

Yhtiön taseen liikearvo on laskenut 9,5 MEUR:sta vuoden 2017 loppuun mennessä 6,8 MEUR:oon yhtiön tytäryhtiöihin kohdistuneiden alaskirjauksien johdosta. Liikearvon osuus taseesta oli vuoden 2011 lopulla 21 %, kun se nyt on noussut noin 27 %:iin taseen kokonaissumman laskettua noin 44,5 MEUR:sta vuonna 2011 vuoteen 2017 mennessä 24,9 MEUR:oon. Vaikka absoluuttisesti liikearvo on laskenut, on se hieman noussut suhteellisesti muun taseen kehittymiseen nähden, mutta se ei ole mielestämme vielä hälyttävällä tasolla.

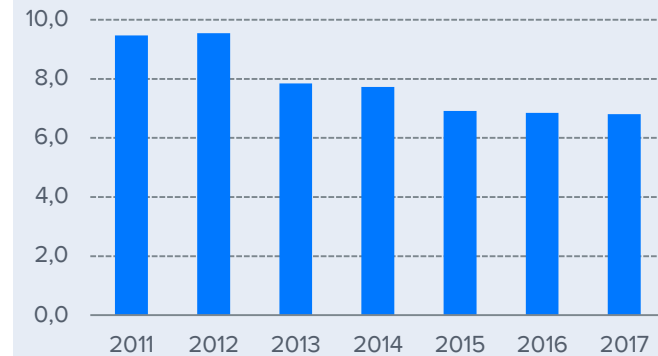
Wulff ei tee liikearvosta poistoja, vaan niiden sijaan tehdään arvonalentumistestaus vähintään vuosittain tai aina, kun on viitteitä arvonalentumisesta. Yhtiön taseen ja liiketoiminnan riskeihin kuuluu liikearvon kohdistuvat alaskirjauspaineet, mutta emme usko nykyisessä liikearvossa olevan merkittäviä alaskirjauspaineita. Kokoajan muuttuvalla alalla yritysostot voivat osoittautua omistaja-arvoa tuhoavaksi. Viimeksi 2015 Wulff kirjasi alas Wulff Liikelahjat Oy:n myynnistä yhteensä 0,9 MEUR, josta 0,2 MEUR kohdistui varastoon ja 0,7 MEUR

liikearvoon. Tällä hetkellä liikearvo koostuu täysin Sopimusmyynti-segmentin toiminnoista: toimistotuotteet Suomi (Wulff Oy Ab ja Torkkelin Paperi Oy) 3,5 MEUR, toimistotuotteet Skandinavia (Wulff Supplies AB) 1,6 MEUR ja messupalvelut Suomi (Wulff Entre Oy) 1,6 MEUR. Oletuksena liikearvoille on 2 %:n kasvu liikealueittain viiden vuoden ajan, jonka jälkeen ikuisuusarvolle on oletettu nollakasvu. Kasvun ohella oletuksena ovat toimistotuotteiden asiakaskannattavuuden säilyminen, logististen kustannusten hallinta sekä synergiahyödyt pohjoismaisesta toimistotarvikeyhteistyöstä. Pidämme 2 %:n kasvutavoitteita seuraavalle viidelle vuodelle hyvinkin mahdollisena ja emme näe merkittävää riskiä alaskirjauksille lähivuosina etenkin toimistotuotteiden osalta.

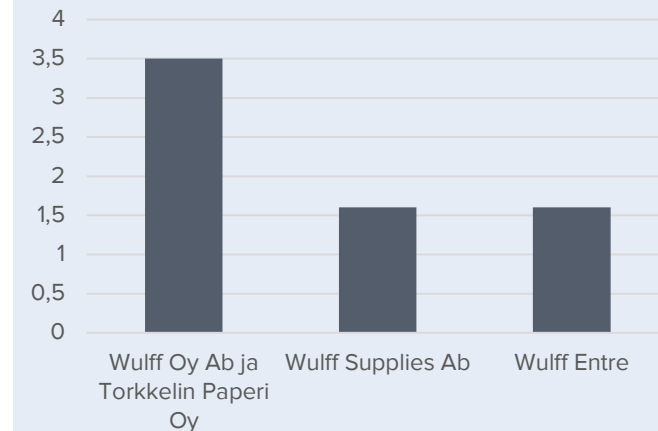
## Pitkäaikaista omaisuutta ei taseessa juurikaan ole

Liikearvon lisäksi merkittävät omaisuserät liittyvät taseen osalta käyttöpääomaan. Pitkäaikaista omaisuutta ei yhtiön taseessa juurikaan liikearvon lisäksi ole ja 2017 lopussa yhtiön aineettomat ja aineelliset pitkäaikaiset varat olivat yhteensä ilman liikearvoa (6,8 MEUR) noin 1 MEUR. Aineelliset hyödykkeet koostuvat lähinnä koneista ja kalustosta, kun Wulff ei omista itse myymälöitään tai kiinteistöjään vaan toimii niissä vuokralaisina. Suurimmat vuokravastuut taseessa ovat Etelä-Ruotsin Ljundbyn logistiikkakeskuksesta sekä Lahden myymälästä ja yhteensä taseen ulkopuoliset vuokravastuut ovat noin 2,4 MEUR.

Liikearvon kehitys 2011-2017



Liikearvon jakaantuminen





# Taloudellinen tilanne 2/2

## Varasto ja saamiset iso osa tasetta

Yksittäisistä tase-eristä suurimmat ovat yhtiön varasto sekä myyntisaamiset, jotka olivat vuoden 2017 lopussa molemmat noin 7 MEUR tai 28 % taseen loppusummasta ja liikevaihdosta 12 %. Varastojen absoluuttinen arvo on laskenut vuoden 2011 jälkeen selvästi, kun yhtiön liiketoiminta on kutistunut. Vuonna 2011 varaston arvo oli noin 11 % liikevaihdosta ja varastoa on jouduttu vuosien varrella myös alaskirjaamaan, kun yhtiö on luopunut heikommin kannattavista tuote-alueista. Varastoon saattaa jäädä hitaasti kiertäviä tuotteita, jolloin kasvaa myös riski siitä, että varastohyödykkeiden tasearvo ylittää niistä saatavan realisointihinnan, joka aiheuttaa alaskirjauksia. Wulff seuraa vuosittain heikkokatteisten tuotteiden kehitystä sekä kiertonopeuksia, jotta yllättäviltä muutoksilta varaston arvossa vältyttäisiin.

Tulevaisuudessa uskomme yhtiön varaston pienenevän hieman palveluiden kasvattaessa osuuttaan liiketoiminnasta ja varaston sekä tuotteiden kiertonopeuden kehittyvän myönteiseen suuntaan, kun varastonhallinta paranee. Odotamme Wulffin laajentuvan aggressiivisesti uusiin tuote-alueisiin, mikä voi hidastaa varaston kiertonopeuksien paranemista, jos tuotteiden menekki ja varastonhallinta ei etene suunnitellusti. Uskomme kuitenkin Wulff Lab:n tuotetestauksen ja kysynnän luonnin prosessien vähentävän riskiä uusien tuotteiden osalta. Pitkällä aikavälillä näemme yhtiön kestävästi varastotason olevan noin 10 % suhteessa liikevaihtoon.

Saamiset kokonaisuudessaan olivat puolestaan 8,7 MEUR tai 15,2 % liikevaihdosta vuoden 2017

lopussa ja ne ovat myös laskeneet viimeisien vuosien aikana. Arviomme mukaan yhtiön saamiset tulevat pysymään lähivuosina sekä pitkällä aikavälillä yhtiön historiallisella noin 15 %:n tasolla.

Yhtiön kassatilanne oli vuoden 2017 lopussa heikko ja sillä oli taseessaan käteistä vain 0,2 MEUR. Yhtiön tappiollinen liiketoiminta on rokottanut kassaa vuoden 2011 noin 2,5 MEUR:n tasosta. Kassan ja rahoituksen riittävyyteen liittyy mielestämme liiketoiminnallinen riski, mutta arviomme mukaan Wulffin kevyt tase mahdollistaa velkarahan käytön joustavasti rahoitustilanteen mukaan. Pitkällä aikavälillä yhtiön on kuitenkin saatava kassa-asemansa kannattavuuden kohennuksen avulla paremmaksi.

## Vastattavien puolelta tase yksinkertainen

Yhtiön oma pääoma oli vuoden 2017 lopussa 11,1 MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä oli 2,4 MEUR. Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli vuoden 2017 lopussa 9,1 MEUR tai 16 % liikevaihdosta. Nämä erät ovat suurelta osin ostovelkoja ja kokonaisuutena laskemme ne mukaan yhtiön käyttöpääomaan. 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.

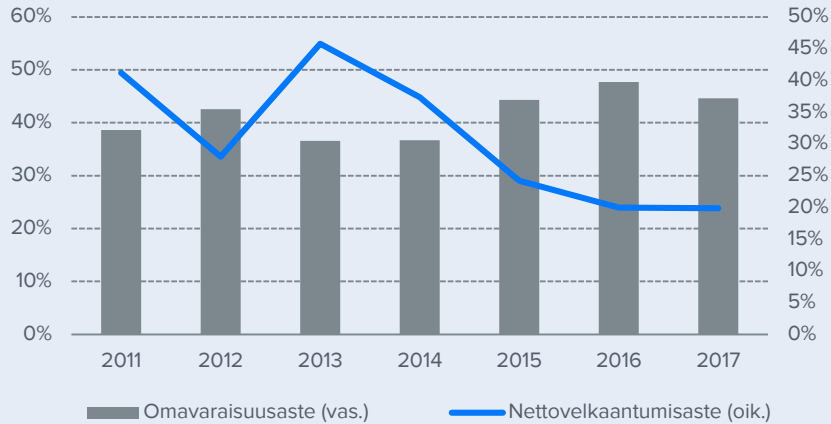
Kokonaisuutena yhtiön käyttöpääoma oli vuoden 2017 lopussa noin +4 MEUR:n tuntumassa. Näkemyksemme mukaan yhtiön lähivuosien varaston lasku ja saamisten vakiintuminen noin 8 MEUR:oon laskee käyttöpääomaa seuraavien vuosien aikana. Käyttöpääoman kehitys ja ennen kaikkea sen pysymisen laskusuunnassa on sijoittajille seuraamisen arvoinen tekijä. Negatiivinen käyttöpääoma keventää tasetta ja helpottaa yrityksen investointien rahoitusta sekä parantaa oman pääoman tuottoa.

Wulffin nettovelkaantumisaste oli vuoden 2017 lopussa 20 % omavaraisuuden ollessa 45 %. Vuoden 2011 nettovelkaantumisasteesta (41 %) ja omavaraisuusasteesta (40 %) tase on kehittynyt terveempään suuntaan vuosien saatossa. Yhtiön tase on keventynyt huomattavasti mm. voitonjaon myötä ja tarvitsee mielestämme enemmän pääomia etenkin uhkaavan kassavajeen takia, jotta yhtiö pystyisi turvaamaan hyvien maksuehtojen jatkuvuuden ja riskiprofiilin hallinnan vuoksi. Yhtiö ei itse näe tarvetta lisätä velkaa, mutta pyrkii käyttämään sitä tarvittaessa esimerkiksi yritysostojen yhteydessä. Uskomme omavaraisuuden pysyvän yli 40 %:n ja nettovelkaantumisen pysyvän alle 25 %:ssa lähitulevaisuudessa.

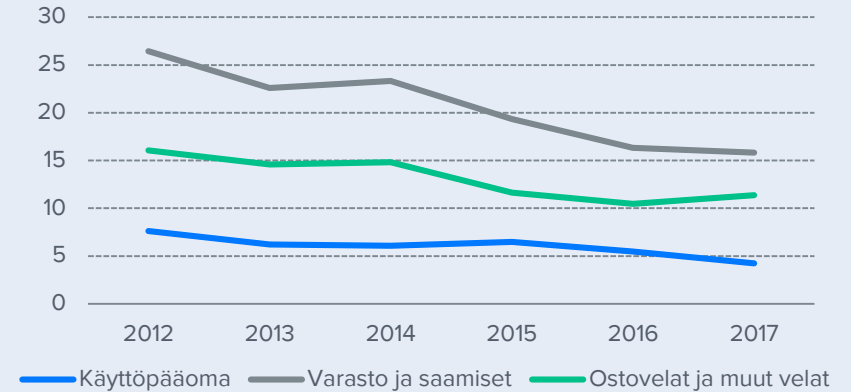
Taseen riskit ovat mielestämme kohtuullisia emmekä havaitse taseen osalta mitään hälyttävää riskiä. Yhtiön taseen varaston arvoon tai liikearvoon voi mielestämme liittyä alaskirjauriskia, joka voisi aiheuttaa yhtiön tasetilanteen ja taloudellisen aseman kääntymisen nopeasti heikompaan suuntaan, mutta pidämme tätä epätodennäköisenä riskinä.

# Taloudellinen tilanne

## Taseen avainlukujen kehitys



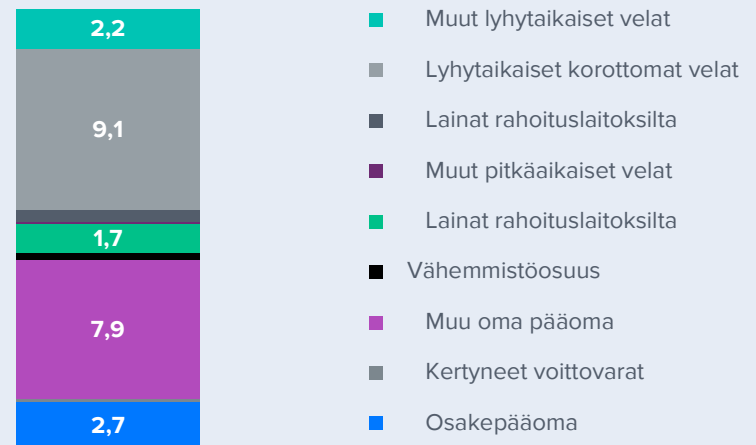
## Käyttöpääoman kehitys



## Vastaavaa



## Vastattavaa



# Ennusteet 1/2

## Strategiana volyymikasvun myötä parantaa kannattavuutta

Wulffin strategiana on kasvaa liikevaihdolla mitattuna vuoden 2017 noin 57 MEUR:sta asteittain vuoden 2020 loppuun mennessä noin 80 MEUR:oon. Ohjesuuntana on vuoden 2018 60 MEUR:n liikevaihtotaso, josta kasvu kiihtyy vuonna 2019 70 MEUR:oon ja päätty lopulta 80 MEUR:oon ennen vuoden 2021 alkua. Yhtiön strategian mukainen kasvu tarkoittaa 29 %:n kasvua vuoden 2017 lopusta, mikä tarkoittaa noin 9 %:n vuotuista kasvua. Ottaen huomioon, että yhtiön liikevaihto vuonna 2014-2017 laski keskimäärin 7 % vuosittain, olemme yhtiön odotuksia selvästi pessimistisempi ennusteissamme.

## Vuosi 2018 näyttää suunnan

Vuodesta 2018 on muodostumassa yhtiölle edellisiä vuosia selkeästi parempi, varsinkin kannattavuuden osalta ja se tulee näyttämään suuntaa yhtiön liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden käänteen vahvuudelle. Toimisto- ja työpaikkatuotteiden markkinat ovat kokeneet viimeisien vuosien aikana merkittävää kiristymistä, jota on ajanut ennen kaikkea suurien toimijoiden ankara hintakilpailu. Kireä hintakilpailu on kiihdyttänyt markkinan muutoksia ja muun muassa isoista toimijoista Office Depot on divestoinut Euroopan toimintonsa. Suomen talous on kuitenkin lähtenyt hyvään kasvuun ja yrityksien investoinnit työntekijöihin ja heidän hyvinvointiin ovat lisääntyneet huomattavasti, joka osaltaan on alkanut piristämään markkinanäkymiä. Yritysostoissa on yhtiön mukaan myös nähtävissä pientä piristymistä monen vuoden hiljaiselon jälkeen ja elokuussa 2018 toteutettu Mavecomin yrityskauppa vahvistaa yhtiön tarinaa. Näemme yrityskauppojen jatkuvan, kun

markkinatilanne paranee ja yritykset aktivoituvat.

Ennustamme Wulffin liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 2,5 %:lla 58,3 MEUR:oon (2017: 56,9 MEUR). Ennustamme vuoden 2018 elokuussa toteutuneen Mavecom-yrityskaupan vaikutuksen liikevaihtoon olevan noin 0,9 MEUR vuonna 2018 ja näin ollen orgaaninen kasvu olisi 57,4 MEUR, jossa kasvua edellisvuoteen olisi 0,9 %. Kasvun ajurina toimii yhtiön Sopimusasiakkaat-segmentti, jossa pyritään vahvistamaan strategian mukaisesti tuotetarjontaa seuraavina vuosina huomattavasti. Segmentin kasvu perustuu hyvin pitkälti uusien asiakkaiden lisääntymiseen ja olemassaolevien asiakkaiden tuotetarjonnan kasvattamiseen ja jo ilmoitettuun yrityskauppaan. Yhtiö pyrkii omien sanojensa mukaisesti aktiivisesti hakemaan uusia tuotteita ja tavoitteena on, että tuotetarjonnasta 40 % on uusia vuoteen 2020 mennessä. Lisäksi yhtiö hakee tehokkuuden lisääntymistä (liikevaihto/työntekijä) kasvua lisäämällä digitalisaation osuutta myyntityössään. Ennustamme myös Asiantuntija-segmentin jatkavan alkuvuonna havaittua hyvää kasvuaan Sopimusasiakas-segmentin vanavedessä lähinnä lisääntyneen segmenttien ristiinmyynnin vuoksi.

Wulffin myyntikatteen ennustamme nousevan tänä vuonna 34,5 %:iin (2017: 33,8%) kireän hintakilpailun matillistuksessa ja tuotemixin hieman parantuessa, kun samalla segmenttien liikevaihto-osuudet pysyvät suhteellisen samoina. Yhtiön segmenttien väliset myyntikatteet eroavat toisistaan huomattavasti ja Sopimusasiakkaan kasvattaessa osuuttaan, konsernin myyntikate laskee, vaikka segmenttien myyntikate pysyisi samana. Myyntimixin parantumiseen vaikuttaa yhtiön panostaminen hyvin kannattaviin tuotealueisiin,

joihin kuuluun muun muassa turvallisuus-, siisteys-, ergonomia- ja Catering-tuotteet sekä yhtiön oman tuotemerkin, Q-Connectin, lisääminen.

Yhtiön henkilöstökulujen ennustamme kasvavan tänä vuonna hieman 12,4 MEUR tai noin 66 000 euroon per henkilö, kun yhtiö on saanut toteutettua suurimmat tehostustoimenpiteet henkilöstönsä suhteen. Yhtiö on myös vihjannut harkitsevansa lisärekrytoiteja, jonka uskomme kasvattavan kuluja seuraavina vuosina. Yhtiön muiden kulujen uskomme laskevan tänä vuonna noin 6,5 MEUR:oon (2017: 6,7 MEUR) tehostamistoimien ansiosta. Odotamme kulujen osittain skaalautuvan hieman liikevaihdon mukana ja osuuden liikevaihdosta laskevan lähivuosina alle 11 %:n, kun ne kasvavat liikevaihtoa hitaammin.

Rahoituskulujen ennustamme laskeneen hieman edellisvuodesta (310t vs 340t), kun yhtiö viimeksi vuonna 2017 uudelleenrahoitti velkansa ja pidensi maturiteettinsa kuuden vuoden päähän, johon arviomme mukaan liittyi järjestelykuluja. Vuonna 2018 alkuvuonna maksettiin myös kovenantin rikkomisesta johtuva seuraamusmaksu rahoittajalle, joka vähentää parannusvaraa tänä vuonna, mutta näkyy rahoituskulujen laskuna seuraavina vuosina. Yhtiön EBITA- ja EBIT-marginaalin odotamme paranevan selvästi 2,2 ja 1,4 %:iin viime vuoden vastaavasti 0,7 ja 0,0 %:sta

Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme olevan tänä vuonna 0,07 euroa. Yhtiön hamuama aktiivinen osinkopolitiikka ja yli 50 %:n epävirallinen osingonjakotavoite huomioiden arvioimme yhtiön jakavan osinkoa 0,04 euroa.

# Ennusteet 2/2

## Kasvun kova vaihe 2019-2020

Ennustamme liikevaihdon kasvun kiihtyvän vuosina 2019-2020 ja sen ajureina toimivat uusasiakashankinta, uusien tuotealueiden menekki ja Suomen talouden vakaana pysyvä kasvu. Vuodet 2019 ja 2020 ovat yhtiölle strategisesti tärkeitä, sillä yhtiö on indikoinut saavuttavansa vuoden 2020 loppuun mennessä 80 MEUR:n liikevaihdon tason vuoden 2017 noin 57 MEUR:sta. Pidämme kasvutavoitetta kuitenkin hieman liian optimistisena orgaanisesti saavutettavaksi markkinan suhteellisen matalien kasvunäkymien takia. Yritysostoin yhtiöllä on mahdollisuudet kasvaa tavoitteisiinsa ja yhtiö onkin korostanut niiden mahdollisuuden merkitystä. Osa ennustamastamme liikevaihdon kasvusta ja kannattavuusparannuksesta selittyykin Mavecom-yrityskaupan vaikutuksesta ja yhtiöiden mahdollisesti tuomien synergioiden sekä ristiinmyynnin tuoman nopeamman kasvun myötä.

Kokonaisuutena vuonna 2019 ennustamme liikevaihdon kasvavan noin 6 %:lla 61,9 MEUR:oon ja vuonna 2020 kasvavan noin 7 %:lla 66,3 MEUR:oon.

Odotamme työpaikkatuotteiden markkinan hintakilpailun hellittävän 2019-2020 aikana isojen toimijoiden keskittyessä parantamaan kannattavuuttaan. Samalla talouden vakaana jatkuva kasvu ja Wulffin myyntimixin parantuminen tukevat yhtiön kannattavuuden parantumista kulujen kasvaessa liikevaihtoa hitaammin. Odotamme yhtiön myyntikatteen pysyvän tasaisena 34,6 %:ssa, koska yhtiön pääfokus on matalakatteisemmassa Sopimusasiakas-segmentissä. Yhtiön tuotemixin

parantuessa emme kuitenkaan näe myyntikatteessa suurta laskupainetta.

Henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut suhteessa liikevaihtoon jatkavat lievää laskuaan johtuen yhtiön osittain skaalautuvasta kulurakenteesta. Liikevoittomarginaalin odotamme nousevan hieman 1,8 %:iin vuonna 2019 ja edelleen vuonna 2020 noin 2,1 %:iin johtuen korkeammasta liikevaihdon tasosta, marginaalisesti paremmasta myyntikatteesta ja kulurakenteen skaalautuvuudesta. EPS ennusteamme vuosille 2019-2020 on 0,11 ja 0,13 euroa ja osinkoennusteamme 0,05 ja 0,07 euroa.

## Kasvu hidastuu vuodesta 2021 alkaen

Vuodesta 2021 osalta odotamme markkinatilanteen jatkuvan hyvin edellisvuosien kaltaisena. Odotamme Suomen ja maailmantalouden talouden kasvun kuitenkin hiipuvan mikä aiheuttaa kysynnän kasvun hidastumista ja markkinan hinnanlaskupaineiden kasvua. Odotamme pidemmällä aikavälillä markkinan kohtaavan selvää keskittymistä ja pienien toimijoiden jäävän isojen jalkoihin tai yritysostojen kohteeksi. Isojen toimijoiden kesken markkinaosuuksista tullaan käymään ankara taistelu ja uskomme hinnan olevan isoimpia kilpailutekijöitä. Arviomme mukaan Wulffin strategia panostaa uusien tuotteiden kehittämiseen parantaa mahdollisuuksia pärjätä aikaisempia vuosia paremmin taantuvassa tai laskevassa markkinassa.

Liikevaihdon kasvuennusteamme 2021 on 2,5 % ja hidastuu pidemmällä aikavälillä toimialalle kestävämmälle 1,0 %:n tasolle. Kannattavuuden

uskomme nousevan 2,4 %:n liikevoittomarginaalin tasolle ja tasaantuvan noin 2 %:iin hintakilpailun myötä.

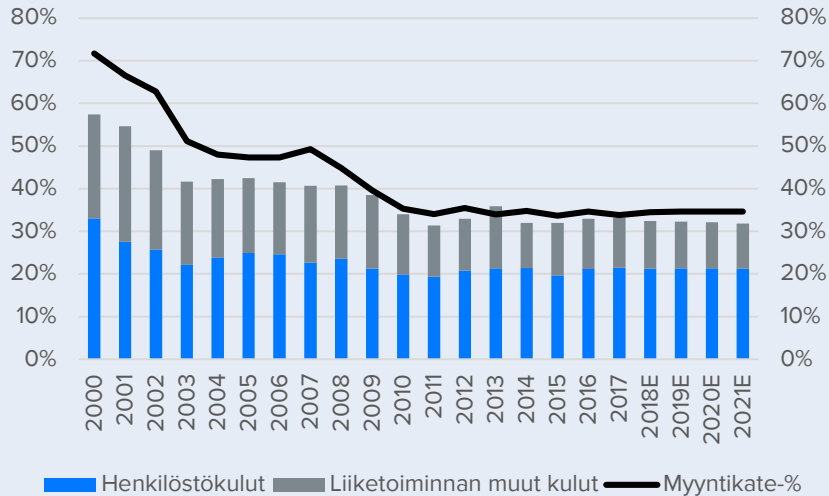
Vaikka olemmekin kasvuennusteissamme yhtiön strategiaa pessimistisempiä, on sijoittajien mielestämme huomioitava, että niihin liittyy kuitenkin suuri epävarmuus yhtiön historiallisen kehityksen takia ja tuloskäänteen ollessa vielä alkuvaiheessa.

## Taseessa muutokset vähäisiä

Yhtiön taseessa ei suuria muutoksia ole meidän ennusteissa odotettavissa. Ennustamme käyttöpääoman laskevan nykyiseltä tasoltaan hieman varaston laskun ja maksuehtojen pienenen parantumisen myötä ja asettuvan noin +4 MEUR:oon (2017: 4,3 MEUR). Emme odota yhtiön tekevän merkittäviä investointeja ja yhtiö viesti myös keskittyvänsä tulevaisuudessa omavaraisuuden pitämiseen yli 40 %:n tasolla. Velkaantuneisuutta yhtiöllä ei ole tällä hetkellä tarkoitus kasvattaa eikä myöskään oleellisesti vähentää nykyiseltä 20 %:n tasolta, kun yhtiö sai vuonna 2017 uudelleenjärjestelyjen vuoksi pidennettyä lainansa maturiteettia kuudeksi vuodeksi eteenpäin. Omavaraisuuden ennustamme pysyvän yli 40 %:ssa ja asettuvan noin 45 %:iin seuraavien vuosien aikana. Käsitelimme taseen rakennetta ja tulevaisuuden ennusteita tarkemmin Taloudellinen tilanne - kappaleen yhteydessä.

# Ennusteet

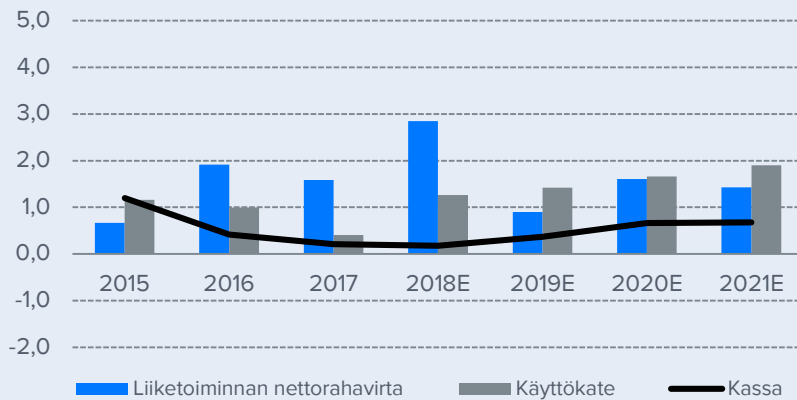
## Kustannusrakenteen kehitys



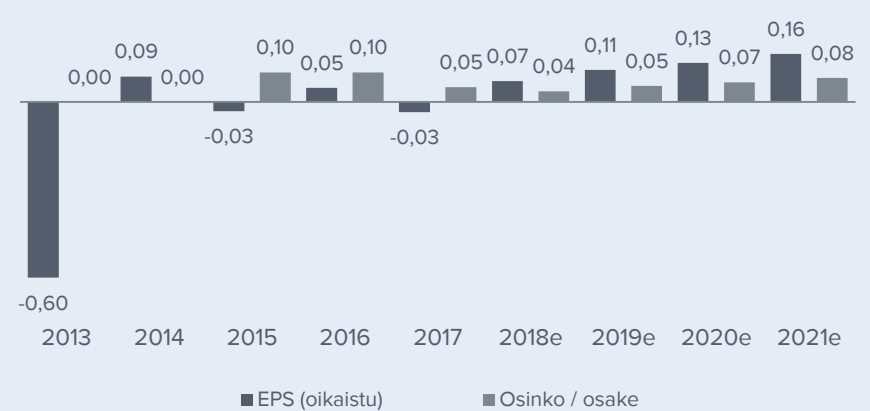
## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Rahavirta ja käyttökate



## Osakekohtainen tulos ja osinko



# Herkkyysanalyysi 1/1

## Herkkyysanalyysissa liikevaihto ja myyntikate

Olemme arvioineet Wulffin osakekohtaisen tuloksen herkkyyttä kahdella eri mittarilla havainnollistaaksemme yhtiön mahdollista tuloksentekeyttä myyntikatteen tai liikevaihdon muutosten yhteydessä.

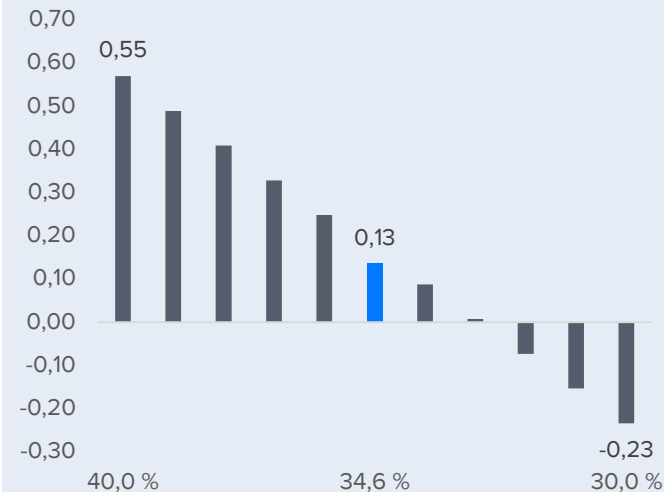
Liikevaihdon muutoksilla voidaan helposti havaita yhtiön tuloksentekeyttä strategian toteutuessa suunnitellusti ja myyntikatteen avulla voidaan nähdä mikä vaikutus parantuneella tuotemixillä voidaan parhaimmillaan saavuttaa.

Yhtiön liikevaihdon ennusteemme 66 MEUR:ssa vastaa noin 0,13 euron osakekohtaista tulosta oikealla näkyvällä graafilla. Yhtiön tavoittelema 80 MEUR:n liikevaihtotaso vuoden 2020 lopussa tarkoittaisi muiden tekijöiden pysyessä ennallaan noin 0,16 osakekohtaista tulosta, joka tarkoittaisi tämän hetken osakekursilla (21.8.2018 1,5 euroa) noin 9,4 P/E-kerrointa. Jotta yhtiö pääsisi 80 MEUR:n tavoitteeseen pitäisi yhtiön mielestämme aktivoitua yritysostorintamalla merkittävästi ja markkinakasvun tukevan organista kasvua huomattavasti. Yhtiöllä on tilaa kasvaa ja kapasiteettia riittää Suomen ja varsinkin Ruotsin logistiikkakeskuksista eikä merkittäviä investointeja tarvittaisi. On huomioitava, että yhtiö ylsi noin 100 MEUR:n liikevaihtoon vuonna 2011, joten tavoitteen saavutettavuus ei ole täysin epärealistista. Herkkyysanalyysin alarajalla taas yhtiön osakekohtaiseksi tulokseksi muodostuisi 0,1 euroa, jolloin P/E-kerroin olisi korkea 15x. Tämä liikevaihdon taso tarkoittaisi käytännössä, että yhtiö joutuisi alaskirjaamaan toimintojaan eikä markkinakasvu tukisi organisen kasvun tavoitteita.

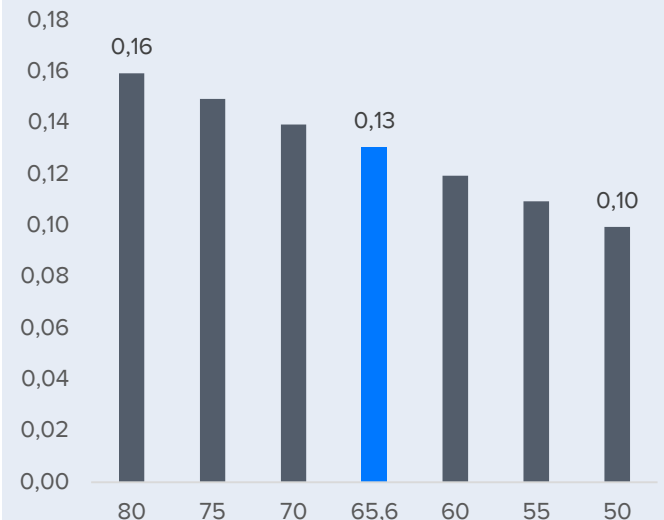
Liikevaihdon herkkyysanalyysistä voidaan todeta, että yhtiölle olennaista ei ole kasvun optimointi vaan kannattavuuden parantaminen, koska muiden ennustettujen parametrien pysyessä ennallaan, ei 80 MEUR:n liikevaihtotaso mielestämme oikeuta osakkeen nykyistä arvostustasoa.

Myyntikatteen osalta yhtiön nykyinen ennustamamme taso vuodelle 2020 on 34,6 %, joka graafista katsottuna osoittaa myyntikatteen nykyisen tason laskuvaran olevan rajallinen. Yhtiö saavuttaa nollatuloksen noin 33 %:n myyntikatteella, josta alhaisempi myyntikate aiheuttaisi tappiollisen tuloksen. Myyntikatteen tippuessa 30 %:iin, tekee yhtiö -0,23 euron osakekohtaisen tappion ja myyntikatteen laskiessa ennustetustamme tasosta 2 % noin 32,5 %:iin tekee yhtiö jo silloin osakekohtaisella tuloksellaan tappiota 0,03 euroa. Myyntikatteen lasku voi toteutua, jos markkinoilla hintakilpailu jatkuu odotettua kiivaampana, eikä Wulff pysty tuomaan markkinoille uusia kannattavia tuotteita haluamallaan tahdilla. Myyntikatteen taas noustessa yhtiölle historiallisesti mahdolliseen 40 %:iin, nousee yhtiön osakekohtainen tulos 0,57 euroon, joka nykyisellä osakekursilla (21.8.2018 1,5 euroa) tarkoittaisi noin 2,6 P/E-kerrointa. Myyntikatteen parantuminen voisi tapahtua tuotteiden kateparannuksen, palveluiden lisääntymisen tai parempien ostoehtojen (InterACTION-osto-organisaatio) kautta. Haluamme korostaa, että yhtiön nykyinen taso on herkkä myyntikatteen muutoksille, mutta yhtiön päästessä tavoittelemaansa parempaan myyntimixiin tai sen pystyessä pitämään myyntikatteensa nykyisellä tasolla, on yhtiöllä mahdollisuudet vahvaankin tuloskasvuun.

### EPS eri myyntikatteilla (%)



### EPS eri liikevaihtotasoilla (MEUR)



# Arvonmääritys 1/4

## Arvostuskertoimet

Hinnoittelimme Wulffin osaketta pääsääntöisesti tulos- ja käyttökatepohjaisten arvostuskertoimien kautta, sillä yhtiöllä ei ole merkittäviä omaisuuseriä ja liiketoiminnan investointitarve on matala. Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia.

Kuluvan vuoden kertoimilla Wulff on suhteellisen haastavasti hinnoiteltu. P/E-kerroin on 21x ja vastaava EV/EBITDA 9x. Tulokset ovat haastavia ja emme näe niissä nousuvaraa kuluvan vuonna. Mielestämme Wulffin tulokset näkyvät selkeästi tulokäänteen hinnoittelussa. EV/S-kerroin on alhainen 0,2x ja P/B-kerroin 0,9, mutta molemmat ovat verrattaen historialliseen arvostukseen neutraalisti hinnoiteltu. Vaikka yhtiöllä on strategian onnistuessa vahvat kasvunäkymät, pidämme tärkeämpänä käyttää yhtiölle tulos pohjaisia kertoimia, koska pidämme yhtiölle tärkeämpänä ensisijaisesti kannattavuuden ja tuloskasvun kohentamista kuin kannattavuuden kustannuksella kasvamista.

Ennustamme tuloskasvun myötä yhtiön arvostustaso laskevat nopeasti matalammalle tasolle seuraavina vuosina. Vuoden 2019 P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 14x ja 8x, kun vuoden 2020 kertoimet laskevat vastaavasti 11x ja 6x tasolle. Kertoimet ovat mielestämme kuitenkin vieläkin haastavat, mutta yhtiön lunastaessa kovat tuloskasvuodotukset, voi hyväksyttävässä arvostustasossa nähdä lähivuosille nousuvaraa.

Odotamme Wulffin jatkavan osingonmaksulinjaansa ja ennustamme osingon kasvavan

lähivuosina. Korostamme kuitenkin osingon olevan vahvasti riippuvainen yhtiön tulokset kokyvyydestä. Mikäli yhtiön tulos jää lähivuosina ennustamastamme kehityksestä, niin vuotuinen osinko tulee todennäköisesti myös jäämään ennusteestamme. Ennusteillamme lähivuosien ennustettu osinkotuotto on 2-4%.

## Osakkeen arvostusmatriisi

Wulffin 2020 kasvuun ja tulokäänteeseen liittyy toistaiseksi suurta epävarmuutta. Olemme tästä syystä havainnollistaneet Wulffin osakkeen arvostusta matriisissa, jossa yhtiön 2020 EBIT-% vaihtelee 1-5 prosentin välillä. Matriisin oletuksena on P/E-arvostustaso 6-10x, mitä pidämme perusteltuna arvostustasona Wulffille vuodelle 2020.

Osakkeen käypä arvo matriisiin perusteella liikkuu 0,9-1,8 euron välillä liikevoittomarginaalin ollessa 2,0-3,0 % (2020E: EBIT-% 2,1 %). Arvostuskertoimien osalta olemme pitäneet osakkeelle 7-9x P/E-kertoimia käypää arvoa heijastavina. Osakkeen hinnanmuutos

marginaalin parantuessa tai heikentyessä on suuri, joka kuvastaa Wulffin herkkyyttä kannattavuusparannukselle.

## Kannattavuuden noustessa osakkeessa huomattavaa potentiaalia

Vuoden 2020 ennusteestamme odotamme yhtiöltä 2,1 %:n liikevoittomarginaalia ja näkemyksemme mukaan Wulffilla on edellytykset myös herkkyyksanalyysissä laatu koitua tasoa korkeampaan kannattavuuteen pitkällä aikavälillä, mikäli se pystyisi lisäämään tehokkuuttaan myyntiä digitalisoimalla ja uusien kannattavampien tuotealueiden lanseeraukset sekä menekki olisivat yhtiön kannalta menestyksekkäitä. Yhtiö on itse arvioinut normaalin kannattavuustason olevan jopa 5 %:n liikevoittomarginaali koko konsernin tasolla, mitä pidämme vielä tässä vaiheessa epätodennäköisenä. Mikäli yhtiö kuitenkin ylittäisi tähän tavoitteeseen olisi vuoden 2020 osakekohtainen tulos arviomme mukaan noin 0,4 euroa ja arvioimallamme 7-9x P/E-luvulla osakkeen arvostustaso olisi silloin 2,5-3,2 euroa.

	P/E	6	7	8	9	10
EBIT-%	1,0 %	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
	1,5 %	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
	2,1 %	0,8	0,9	1,1	1,2	1,4
	2,5 %	1,0	1,2	1,3	1,5	1,7
	3,0 %	1,2	1,4	1,6	1,8	2,1
	3,5 %	1,5	1,7	2,0	2,2	2,4
	4,0 %	1,7	2,0	2,3	2,5	2,8
	4,5 %	1,9	2,3	2,6	2,9	3,2
	5,0 %	2,2	2,5	2,9	3,2	3,6

# 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 verrokkiä ja Suomesta verokkiryhmään on valittu Martela Oyj, joka pääsääntöisesti toimii toimistokalusteiden myynnissä.

Olemme valinneet verokkiryhmäämme tunnettuja kansainvälisiä toimistotarvikeyrityksiä, jotka ovat joko työpaikkatuotteiden myyjiä tai muun Wulffin tuotekategoriaan kuuluvien tuotteiden myyjiä.

Tällaisia ovat etenkin Yhdysvalloissa Office Depot Inc, Ennis Inc ja Acme United Corp. Office Depot myy toimistotarvikkeita ja työpaikkatuotteita ja on selvästi paras verokki Wulffille. Ennis Inc myy pääasiassa tulostustarvikkeita, joka on yksi Wulffin myydyimpiä tuotteita. Acme United taas keskittyy mittaus-, leikkaus- ja turvatuotteiden myyntiin kouluille ja työpaikoille.

Yhtiö	Liikevaihdon kasvu-%	EBITDA-%
	5-vuoden CAGR	5-vuoden keskiarvo
Office Depot Inc	-1,8 %	4,8 %
Ennis Inc	-7,4 %	15,6 %
Acme United Corp	7,8 %	8,4 %
Martela Oyj	-3,7 %	3,7 %
<b>Wulff-Yhtiöt (Inderes)</b>	<b>-7,4 %</b>	<b>1,0 %</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>-1,3 %</b>	<b>8,1 %</b>
<b>Mediaani</b>	<b>-2,8 %</b>	<b>6,6 %</b>
<b>Erutus-% vrt. mediaani</b>	<b>168 %</b>	<b>-85 %</b>

## Wulffin arvostus

Wulffin arvostuksessa suhteessa verrokkeihin on otettava ainakin seuraavat asiat huomioon:

- Merkittävin osa Wulffin liikevaihdosta tulee Pohjoismaista ja etenkin Suomesta ja yhtiö on toistaiseksi vahvasti riippuvainen Suomen taloudesta
- Suuret tässä esitetyt verrokkit ovat markkina-arvoltaan jopa yli 120x suurempia kuin Wulff ja niiden riskiprofiili on siten huomattavasti pienempi
- Wulffin tulos- ja kasvukehitys on ollut selvästi heikompaa kuin verokkiyhtiöillä, joka merkittävästi laskee yhtiölle hyväksyttävistä kertoimista
- 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 verokkien arvostus

Edelliset tekijät huomioiden verokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) EV/EBITDA 2019e kerroin on 6,3x ja P/E 2019e kerroin on 15,7x. Emme pidä vuoden 2018 kertoimia relevantteina vaan keskitymme vuosien 2019-2020 kertoiimiin markkinoiden jo hinnoitellessa tulostulokäännettä yhtiön osakekurssiin.

Näiden kertoimien sekä omien tulosennusteidemme mukaisesti Wulffin osakkeen arvoksi muodostuisi 1,3-1,7 euroa. Wulff ansaitsee mielestämme selvästi verokkiryhmää alhaisemmat kertoimet ja pidämme parhaimpana vertailukohtana Office Depot Inc -kertoimia. Pidämme tässä vaiheessa noin 20 %:n diskonttomarginaalia perusteltuna Wulffin osakkeelle edellämmainittujen verokkiryhmään liittyvien erojen vuoksi.

Näkemyksemme mukaan Wulffin arvostuskertoimissa muihin verrokkeihin nähden on kuitenkin nousuvaraa mikäli markkinoiden luottamus yhtiötä kohtaan vahvistuu ja Wulff onnistuu nostamaan kannattavuuttaan nykyisestä. Tällöin osakkeen arvostustasossa mielestämme selvää nousuvaraa tulostulokertoimien normalisoitumisen ja tuloskasvun myötä, mutta suhtaudumme osakkeeseen vielä varovaisuudella.

	EV/EBITDA	P/E
Office Depot Inc	5,1	10,0
Ennis Inc	7,6	17,3
Acme United Corp	9,9	14,1
Martela Oyj	4,9	24,0
<b>Wulff (Inderes)</b>	<b>7,6</b>	<b>14,0</b>



# Arvonmääritys 3/4

## Yritysosto skenaariona mahdollinen

Wulff on todennut yritysostot yhdeksi mahdollisuudeksi kasvaa ja kertonut heidän olevan tarpeeksi suuri toteuttaakseen yritysostoja. Pidämme Wulffia myös toisaalta tarpeeksi pienenä markkina-arvoltaan (noin 10 MEUR), että sen ajautuminen yritysoston kohteeksi on mielestämme yksi mahdollinen skenaario tulevaisuudessa. Ala on kohdannut merkittävää konsolidaatiokehitystä, kun suuret toimijat ovat ostaneet pienempiä toimijoita markkinoilta ja uskomme kehityksen jatkuvan myös jatkossa.

Viimeisin merkittävä yritysosto tapahtui, kun Sycamore Partners osti vuoden 2017 alussa aiemmin listatun Staples Inc -yhtiön. Staples on toimistotarvikemyyjä ja myös Wulffin kovimpia kilpailijoita Suomen markkinoilla. Sycamoren maksama kauppahinta oli 6,9 miljardia (10,25 per osake) USA:n dollaria, kun yhtiön vuoden 2016 liikevaihto oli 18,2 mrd ja oikaistu EPS 0,9 USA:n dollaria. Kaupan EV/S- ja P/E-kerroin olivat vastaavasti 0,4x ja 11,4x.

Oman analyysimme perusteella Wulff tulee hinnoitella selvästi kansainvälisten verrokkiensa alapuolelle ja vähintään 20 % alle suurimpien verokkien. Ottaen huomioon 20 %:n diskonton saamme Wulffin hyväksyttäväksi EV/S- ja P/E-kertoimiksi vastaavasti 0,3x ja 9x. Wulffin 2018e osakekohtaisella tuloksella (0,07 euroa) ja 58,3 MEUR:n liikevaihdolla, yhtiön hintahaarukaksi muodostuisi 0,6-2,6 euroa. Yhtiön tuloskäänteen ollessa vielä alkuvaiheessa, uskomme yhtiön hinnoittelun perustuvan liikevaihdon tunnuslukuun, jolloin osakkeen potentiaali olisi toteutuessaan selvästi nykyistä kurssia korkeammalla. Pidämme yritysoston toteutumista kuitenkin suhteellisen

epätodennäköisenä vaihtoehtona, kun yhtiön tulostaso on vielä varsin alhainen yhtiön viestimään ja historialliseen tulostasoon nähden ja annamme sille sen takia vain pienen painon arvonmäärityksessämme. Sijoittajien on mielestämme kuitenkin hyvä arvioida yritysoston mahdollisuutta varsinkin, kun kyseessä on näinkin pieni toimija kansainvälisessä mittakaavassa.

## Hyväksyttävät arvostuskertoimet

Wulffin mielestämme hyväksyttävän arvostustason ja verrokkiyhtiöiden avulla saamme yhtiön osakkeen käyväksi arvoksi 1,2 euroa ja annamme tälle suurimman painoarvon arvonmäärityksessämme. Yhtiön verrokkeihin nähden pienempi koko ja viime vuosien heikompi suorituskyky huomioon ottaen osakkeen käypä arvo perustuu vuoden 2020e 9x P/E-kertoimeen ja noin 5x EV/EBITDA-kertoimeen. Vuodelle 2019 tavoitehintamme heijastelee noin 30 %:n alennusta P/E-kertoimien perusteella (11x vs 16x) ja on EV/EBITDA-kertoimen perusteella neutraali (6,1x vs 6,3x).

Yhtiön jäädessä huomattavasti asettamistaan kasvutavoitteistansa ja meidän ennustamasta kannattavuusparannuksesta, näemme osakkeessa merkittävästi enemmän laskuvaraa. Yhtiön viiden vuoden 1,0 %:n keskimääräisellä EBITDA-marginaalilla yhtiön käyväksi arvoksi muodostuisi 0,5 euroa meidän hyväksymällämme noin 5x vuoden 2020e EV/EBITDA-kertoimella. Tämä tarkoittaa myös 1x P/TBV-kerrointa (Price/Tangible Book Value) arvoon, johon mielestämme yhtiön laskuvara todennäköisesti rajoittuu.

Näemme Wulffin osakkeessa mahdollisuuden

kuitenkin selvästi korkeampaankin arvostustasoon, jos yhtiö pystyy todistamaan merkittävän tuloskäänteen omilla toimenpiteillään. Positiivisessa skenaariossa Wulffin tavoittelemalla 5 %:n EBIT-marginaalilla yhtiön osakekohtainen tulos olisi arviomme mukaan noin 0,4 euroa ja osakkeen arvostus olisi hyväksymällämme vuoden 2020e 9x P/E-kertoimella noin 3,2 euroa.

## DCF-arvonmääritys

DCF-mallin arvo, 1,4 euroa, antaa myös tukeaa osakkeen suunnalle ja annamme sille toiseksi suurimman painon arvonmäärityksessämme, vaikka kassavirtojen ennustettavuus on vielä heikko. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,0 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 2 %:iin liikevaihdosta. Mallissa lähivuosien painoarvo kassavirtojen arvosta on suhteellisen korkea, noin 46 % johtuen ennustetusta tulosparannuksesta lähivuosina. Kassavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,3 % ja oman pääoman kustannus on 11,8 %. 11,8 %:n taso on varsin korkea ja heijastelee yhtiön käänteeseen liittyviä riskejä. Pidemmällä aikavälillä näemme pääoman kustannuksessa laskuvaraa mahdollisen riskiprofiilin laskun myötä.

	2018e	2019e	2020e
P/E	21,5	13,8	11,3
P/B	0,9	0,9	0,8
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	9,7	8,3	6,7
EV/EBIT (oik.)	14,5	10,7	8,1
Osinko/tulos (%)	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	3,6 %	4,4 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 4/4

## Tavoitehinnan muodostuminen

Olemme koostaneet Wulffin osakkeelle tavoitehinnan eri skenaarioiden tai tekijöiden todennäköisyyksien kautta. Perustekijänä ja vahvimman painoarvon arvonmäärityksessämme (60 %) saa hyväksyttävien arvostuskertoimien ja verrokkiryhmän kautta määritetty osakkeen arvo. Arvostuskertoimien kautta määrittelyssä arvossa on huomioitu normaali, ennusteidemme mukainen, tilanne, koska pidämme negatiivista tai positiivista skenaariota vielä toistaiseksi epätodennäköisenä. Toiseksi suurimman painoarvon annamme DCF-kassavitalaskelmalle (25 %). Kolmanneksi tekijäksi valitsimme mahdollisen yrityskaupan kohteeksi ajautumisen (15 %). Pidämme Wulffin joutumista yritysjärjestelyiden kohteeksi vielä jokseenkin epätodennäköisenä, mutta olemme ottaneet sen mukaan pienellä painolla.

## Suositus ja tavoitehinta

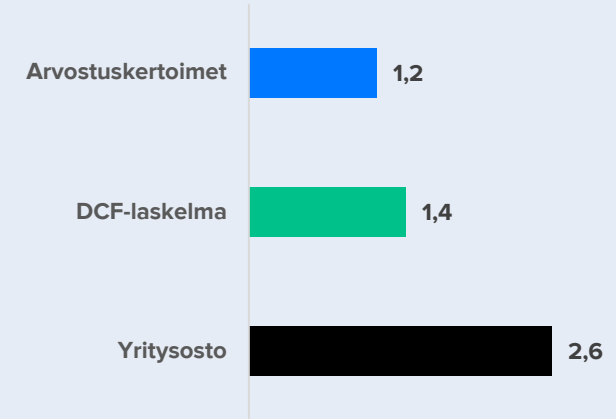
Aloitamme Wulffin seurannan 1,45 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella. Mielestämme Wulffin osakkeen arvostustaso on haasteellinen ja osakkeen tuotto/riski-profiili ei ole tällä hetkellä mielestämme tarpeeksi houkutteleva. Emme ole vielä tarpeeksi luottavaisia yhtiön tulostulokänteestä ja tarvitsemme konkreettisesti lisää todisteita kannattavuuden parantamisesta ennen kuin hyväksymme yhtiölle korkeamman arvostustason. Olemme ennusteissamme ja arvostuksessamme suhteellisen maltillisia, mutta yhtiön historiaan peilaten, olemme mielestämme kohtuullisia.

Osakkeen arvostustaso voisi näkemyksemme mukaan laskea yritysoston todennäköisyyden pienentyessä mahdollisten markkinamuutosten vuoksi tai yhtiön pettäessä odotuksemme. Kannattavuuden jäädessä ennusteistamme laskee myös samalla tavalla yhtiölle hyväksyttävä arvostustaso ennusteiden mukana, jolloin osakkeessa voi olla merkittävääkin laskuvaraa emmekä näe kohtuullisen osinkotuoton (2019-2020e: 4,5-5,5 %) toimivan siinä vaiheessa osakkeen tukena.

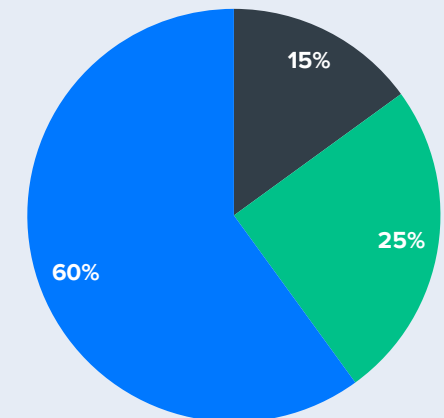
Osakkeen käypä hinta tai arvostustaso voisi mielestämme nousta, jos yhtiö pääsisi selvästi meidän ennusteita parempaan kannattavuuteen tai liikevaihdon kasvuun. Luottamuksen vahvistuessa yhtiöön, voisi myös verrokkeihin nähden hyväksyttävä alennus pienentyä. Lisäksi verrokkiryhmän ja markkinan kohentuessa nousee myös yleinen alan yhtiöille hyväksyttävä arvostustaso, joka puolestaan kohottaa myös Wulffille hyväksyttäviä kertoimia.

Aloitamme yhtiön seurannan tarkkailuasemista liikevaihdon kasvuun ja tulostulokänteeseen liittyvän epävarmuuden vuoksi. Yhtiön viime vuosien kehitykseen nähden tämän hetken tuotto/riskisuhde on mielestämme heikko ja yhtiön täytyy ansaita luottamuksensa ennen kuin näemme arvostuksessa nousuvaraa.

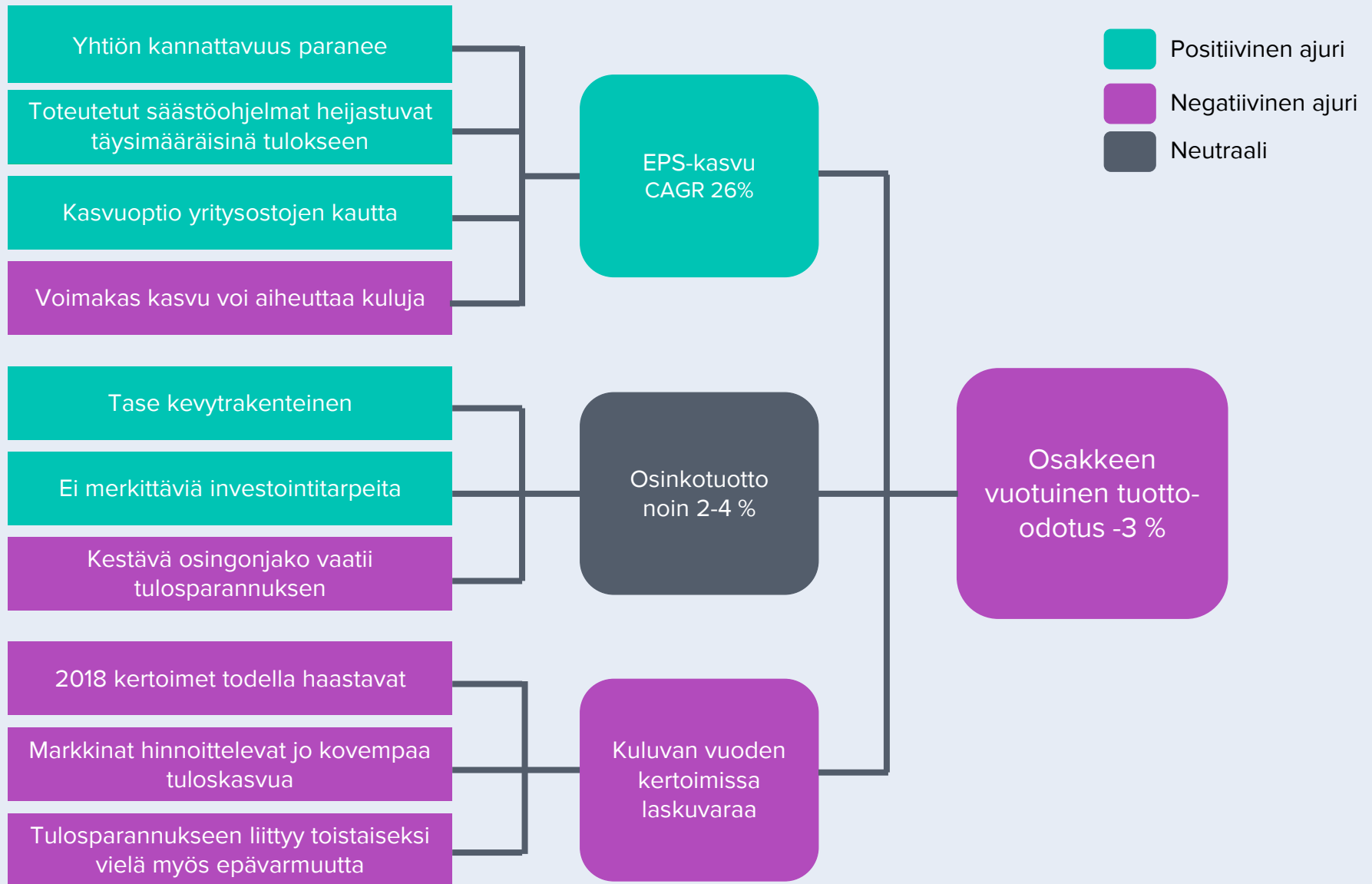
## Arvonmäärityksen yhteenveto



## Tekijöiden painoarvot



# Wulffin arvoajurit 2018-2020e



# Kvartaaliennusteet

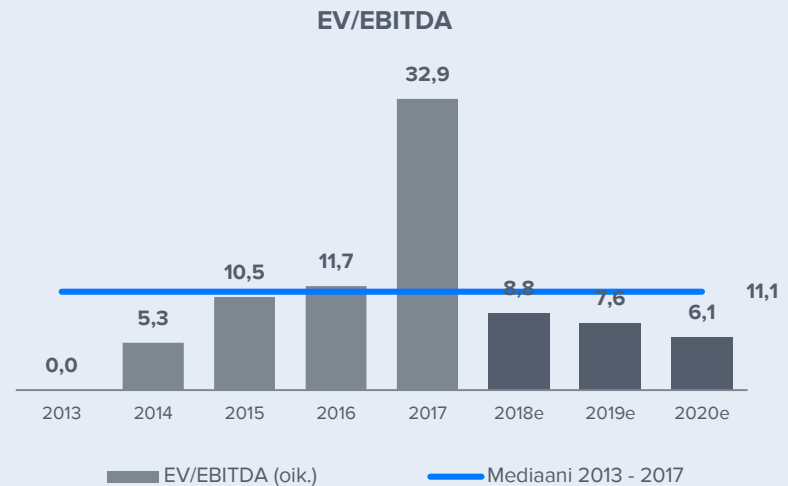
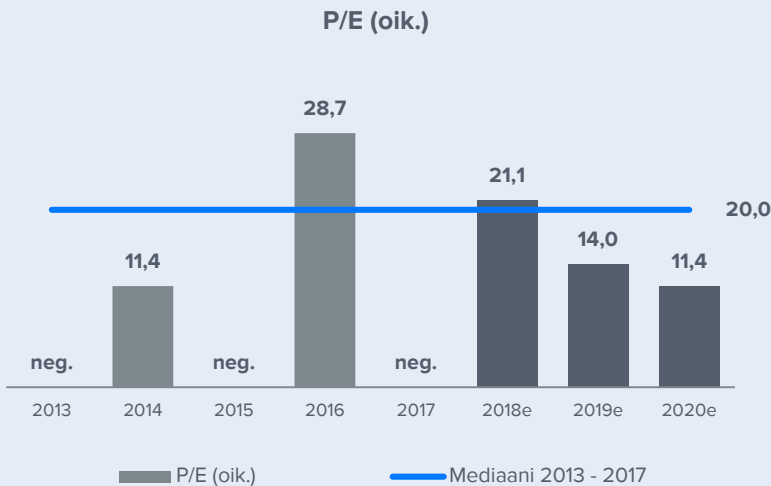
Tuloslaskelma	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	<b>59,3</b>	<b>15,3</b>	<b>13,5</b>	<b>12,2</b>	<b>15,8</b>	<b>56,9</b>	<b>14,3</b>	<b>13,7</b>	<b>13,4</b>	<b>16,9</b>	<b>58,3</b>	<b>61,9</b>	<b>66,3</b>	<b>68,0</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>
Liikevoitto	0,6	0,1	-0,3	-0,1	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,2	0,8	1,1	1,4	1,6
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>
Verot	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,05</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>	<b>0,16</b>
EPS (raportoitu)	0,05	0,01	-0,06	-0,02	0,04	-0,03	0,02	0,04	-0,01	0,02	0,07	0,11	0,13	0,16
<b>Tunnusluvut</b>														
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-13,8 %	-1,0 %	-7,3 %	-8,7 %	0,1 %	-4,0 %	-6,9 %	1,5 %	9,6 %	6,8 %	2,5 %	6,2 %	7,1 %	2,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	15,9 %	-145,2 %	-162,8 %	-149,6 %	32,9 %	-96,7 %	87,2 %	-227,8 %	-120,0 %	-20,1 %	4356 %	31,0 %	23,3 %	19,1 %
<i>Käyttökate-%</i>	1,7 %	1,6 %	-1,2 %	-0,3 %	2,4 %	0,7 %	2,6 %	3,2 %	0,9 %	2,0 %	2,2 %	2,3 %	2,5 %	2,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	1,0 %	0,9 %	-1,9 %	-1,1 %	1,7 %	0,0 %	1,8 %	2,4 %	0,2 %	1,3 %	1,5 %	1,8 %	2,1 %	2,4 %
<i>Nettotulos-%</i>	0,5 %	0,4 %	-3,1 %	-1,1 %	1,7 %	-0,4 %	1,0 %	1,9 %	-0,3 %	0,7 %	0,8 %	1,2 %	1,4 %	1,6 %

Lähde: Inderes

# Arvostus yhteenveto

	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	1,57	0,99	1,34	1,37	1,65	1,51	1,51	1,51
Osakemäärä, milj. kpl	6,53	6,53	6,53	6,53	6,53	6,83	6,83	6,83
Markkina-arvo	10	6,4	8,7	8,9	11	10	10	10
Yritysarvo (EV)	17	11	12	12	13	11	11	10
P/E (oik.)	neg.	11,4	neg.	28,7	neg.	21,3	14,0	11,4
P/E	neg.	11,4	neg.	28,7	neg.	21,3	14,0	11,4
P/Kassavirta	14,0	2,5	4,9	5,5	8,6	4,2	15,9	7,6
P/B	0,9	0,5	0,7	0,8	1,0	0,9	0,9	0,9
P/S	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	neg.	5,3	10,5	11,7	32,9	8,8	7,6	6,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	10,1	24,2	20,1	>100	13,1	9,8	7,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	neg.	209,3 %	neg.	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	7,5 %	7,3 %	3,0 %	2,4 %	3,6 %	4,4 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmä

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Office Depot Inc	3,34	1613	2452	6,6	7,7	4,8	5,1	0,3	0,3	7,7	10,0	3,0	3,1	0,7
Ennis Inc	21,40	485	425	11,2	9,7	8,5	7,6	1,4	1,3	18,5	17,3	3,3	3,7	1,3
Acme United Corp	21,60	65	103	13,8	13,5	10,5	9,9	0,9	0,8	14,6	14,1	2,0	2,0	1,6
Martela Oyj	4,79	17	20		9,8	6,5	4,9	0,2	0,2		24,0	7,3	5,8	0,9
<b>Wulff-Yhtiöt (Inderes)</b>	<b>1,51</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>13,1</b>	<b>9,8</b>	<b>8,8</b>	<b>7,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>21,3</b>	<b>14,0</b>	<b>2,4</b>	<b>3,6</b>	<b>0,9</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>10,5</b>	<b>10,2</b>	<b>7,6</b>	<b>6,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>13,6</b>	<b>16,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>1,1</b>
<b>Mediaani</b>				<b>11,2</b>	<b>9,8</b>	<b>7,5</b>	<b>6,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>14,6</b>	<b>15,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>1,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>17 %</b>	<b>0 %</b>	<b>17 %</b>	<b>20 %</b>	<b>-67 %</b>	<b>-68 %</b>	<b>45 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>5 %</b>	<b>-11 %</b>

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

Yhtiö	Markkina-arvo	Liikevaihdon kasvu-%	EBITDA-%
	MEUR	5-vuoden CAGR	5-vuoden keskiarvo
Office Depot Inc	1217	-1,8 %	4,8 %
Ennis Inc	476	-7,4 %	15,6 %
Acme United Corp	65	7,8 %	8,4 %
Martela Oyj	19	-3,7 %	3,7 %
<b>Wulff-Yhtiöt (Inderes)</b>	<b>10</b>	<b>-7,4 %</b>	<b>1,0 %</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>357</b>	<b>-1,3 %</b>	<b>8,1 %</b>
<b>Mediaani</b>	<b>65</b>	<b>-2,8 %</b>	<b>6,6 %</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>	<b>-85 %</b>	<b>168 %</b>	<b>-85 %</b>

# DCF-kassavirtalaskelma

## DCF-laskelma

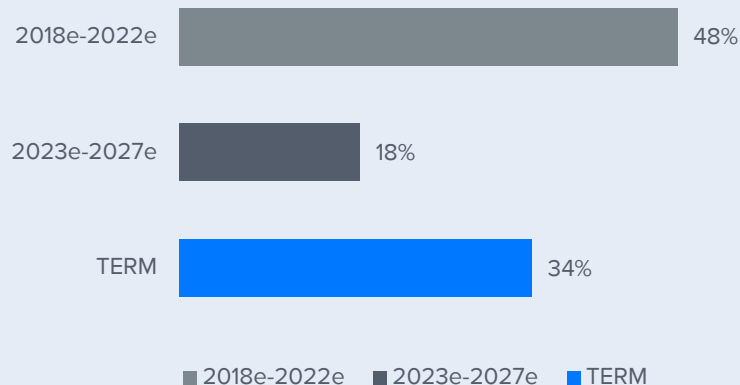
	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,2	1,6	-0,4	0,2	-0,2	-0,1	-1,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,5	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,3</b>	<b>2,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,3	2,5	0,6	1,4	1,2	1,4	0,1	1,1	1,1	1,1	0,8	9,7
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>2,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>4,2</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		12,3	9,9	9,3	8,2	7,3	6,3	6,3	5,6	5,1	4,5	4,2
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>12,3</b>										
- Korolliset velat		-2,4										
+ Rahavarat		0,2										
- Vähemmistöosuus		-0,3										
- Osinko/pääomapalautus		-0,3										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>9,5</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>1,4</b>										

### Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

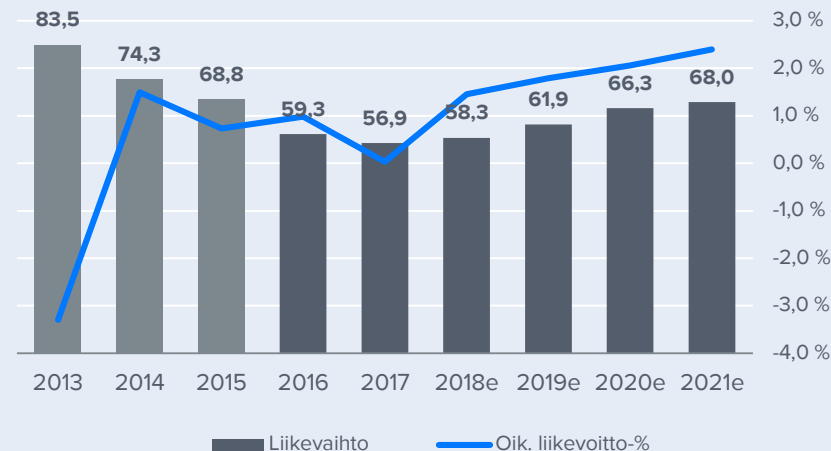
### Rahavirran jakauma jaksottain



# Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>56,9</b>	<b>58,3</b>	<b>61,9</b>	<b>66,3</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>
Liikevoitto	0,0	0,8	1,1	1,4
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>
Verot	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,07</b>	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>
EPS (raportoitu)	-0,03	0,07	0,11	0,13

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>9,2</b>	<b>9,1</b>	<b>9,1</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>
Liikearvo	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
Käyttöomaisuus	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>19,3</b>	<b>16,3</b>	<b>15,8</b>	<b>17,7</b>	<b>18,7</b>	<b>19,9</b>	<b>20,8</b>
Vaihto-omaisuus	7,6	7,3	7,0	6,4	6,8	6,6	6,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	10,5	8,6	8,7	8,7	9,3	10,0	10,2
Likvidit varat	1,2	0,4	0,2	2,5	2,6	3,3	3,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>28,5</b>	<b>25,4</b>	<b>24,9</b>	<b>26,7</b>	<b>27,7</b>	<b>28,8</b>	<b>29,7</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>12,6</b>	<b>12,1</b>	<b>11,1</b>	<b>11,2</b>	<b>11,6</b>	<b>12,0</b>	<b>12,5</b>
Osakepääoma	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Kertyneet voittovarot	1,5	1,1	0,2	0,3	0,8	1,4	2,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Vähemmistöosuus	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>2,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,8	1,6	1,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>13,1</b>	<b>11,6</b>	<b>12,1</b>	<b>14,5</b>	<b>15,1</b>	<b>15,8</b>	<b>16,1</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1,4	1,2	0,7	2,0	2,0	2,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,0	8,2	9,1	9,3	9,9	10,6	10,9
Muut lyhytaikaiset velat	2,7	2,2	2,2	3,2	3,2	3,2	3,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>28,5</b>	<b>25,4</b>	<b>24,9</b>	<b>26,7</b>	<b>27,7</b>	<b>28,8</b>	<b>29,7</b>



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevastä. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

## Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.8.2018	Vähennä	1,45	1,51 €

# Inderes Oy

**Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018**



**2015, 2018**  
Suositus- ja ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**  
Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018**  
Suositus- ja ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018**  
Suositustarkkuus



**2012, 2016, 2017, 2018**  
Suositus- ja ennustetarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2018**  
Ennustetarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analytikon tiimillä.

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

[twitter.com/inderes](https://twitter.com/inderes)

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)