

# Wulff-Yhtiöt Oyj

Laaja raportti

17.06.2024 06.00 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Uuteen kasvuun

Työpaikkatuotteiden ja -palveluiden markkinoilla toimiva Wulff on uuden henkilöstövuokrausliiketoiminnan avulla pääsemässä tänä vuonna jälleen kasvuun kiinni. Palveluiden kasvava osuus, tuotemixin parantuminen sekä lopulta piristynyt työpaikkatuotemarkkina luovat perusteita lähivuosien odotetulle tulosparrannukselle. Arvostus on kuitenkin mielestämme neutraalilla tasolla eikä tuotto-odotus riskeihin nähden nouse osakkeessa tarpeeksi houkuttelevaksi. Toistammekin vähennä-suosituksemme tarkistaen tavoitehintaamme 2,70 euroon (aik. 2,80 euroa) laajan raportin päivityksen yhteydessä.

## Työpaikkatuotteiden ja -palveluiden tarjoaja

Wulff on suomalainen työpaikkatuotteiden ja -palveluiden tarjoaja, joka toimii verkkokaupan, myymälöiden ja henkilökohtaisen palvelun kautta. Yhtiön liiketoiminta jaettiin vuoden 2024 alussa kahteen uuteen segmenttiin: Tuotteet työympäristöihin (noin 92 % liikevaihdosta 2023) ja Työelämän palvelut (noin 8 % liikevaihdosta 2023). Tuotteet työympäristöihin -segmentti koostuu nimensä mukaisesti työpaikkatuotteiden liiketoiminnasta Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa. Pieni, mutta vahvasti kasvava Työelämän palvelut -segmentti sisältää mm. tilitoimistopalveluita, henkilöstövuokrausta, kansainvälisiä messupalveluita sekä tulostusratkaisuita, joita Wulff tarjoaa työelämän asiakkailleen. Wulffin tarjoaman kysyntää tukevat asiakkaiden saamat kustannushyödyt hankintojen sekä palvelujen keskittämisestä ja yritysten jatkuvat panostukset työelämän hyvinvointiin sekä erilaisten työskentelytapojen tukemiseen.

## Kasvua kasvavilta alueilta

Wulffin strategisena tavoitteena on kasvaa vahvasti (15-20 % vuosittain) ja parantaa kannattavuutta (nouseva oik. EBIT-%). Kasvu on ollut erityisen vahvaa viime vuodet Staples-yrityskaupan ansiosta, mutta marginaalit ovat laskeneet selvästi 2020 huippuvuoden alapuolelle. Kasvua tukee edelleen uuden henkilöstövuokraustoiminnan (Works) käynnistys vuonna 2024, tehdyt palveluyrityssostot sekä lähivuosina piristynyt työpaikkatuotemarkkina, mutta odotamme kasvun jäävän lähivuosina alle tavoitteiden (CAGR-% 23-26: +7 %). Worksin käynnistyskustannusten ja vielä haastavan työpaikkatuotemarkkinan myötä odotamme kannattavuuden heikentyvän kuluvana vuonna (24e EBIT-%: 3,3 %), mutta nousevan volyymien kasvun, tuotemixin parantumisen ja Worksin kehityksen myötä takaisin yli 4 %:n tasolle vuonna 2026 (26e EBIT-%: 4,1 %). Markkinatilanteessa, kasvustrategiassa sekä Worksin liiketoiminnan käynnistymisessä on vielä riskinsä, mutta markkinan odotuksia nopeampi palautuminen tai Wulff Worksin nopeampi liiketoiminnan kasvu kohti potentiaaliaan luovat mahdollisuuksia myös positiivisiin yllätyksiin.

## Tuotto-odotus kaipasi lisää turvamarginaalia epävarmuuksiin nähden

Wulffin osakkeen vuosien 2024-2025 arvostus (24-25e ka.: EV/EBIT: 8x, P/E: 9x) on mielestämme kohtuullisen neutraali. Hyväksyttävän haarukkaamme alarajaan nähden (P/E: 10-12x, EV/EBIT: 8-10x) osakkeessa ei olisi juuri nousuvaraa. Lähivuosien osinkotuotto-% (6 %) tukee hieman tuotto-odotusta, mutta osinkoon liittyy nyt maksuvalmiuden ja kasvuinvestointien vuoksi normaalia enemmän epävarmuutta. DCF-laskelman arvo (3,3 €) on hieman tavoitehintaamme korkeammalla, mutta pitkän aikavälin oletuksiin liittyy nyt uusien liiketoimintojen kynnyksellä paljon epävarmuutta. Talouskasvusta riippuvaisen työpaikkatuotemarkkinan epävarmuus ja Wulff Worksin kasvun riskit huomioiden tuotto-odotus ei ole mielestämme riittävä tällä hetkellä.

## Suositus

### Vähennä

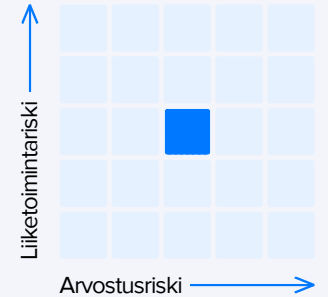
(aik. Vähennä)

**2,70 EUR**

(aik. 2,80 EUR)

### Osakekurssi:

2,54



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	94	103	110	114
<b>kasvu-%</b>	-8 %	9 %	8 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	3,5	3,4	4,1	4,6
<b>EBIT-% oik.</b>	3,8 %	3,3 %	3,7 %	4,1 %
<b>Nettotulos</b>	2,1	1,7	2,0	2,5
<b>EPS (oik.)</b>	0,36	0,27	0,29	0,37
<b>P/E (oik.)</b>	5,5	9,5	8,7	6,9
<b>P/B</b>	0,6	0,8	0,8	0,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	7,7 %	5,9 %	6,3 %	6,7 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	7,2	9,2	7,5	6,5
<b>EV/EBITDA</b>	5,0	5,5	4,6	4,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,3	0,3	0,3

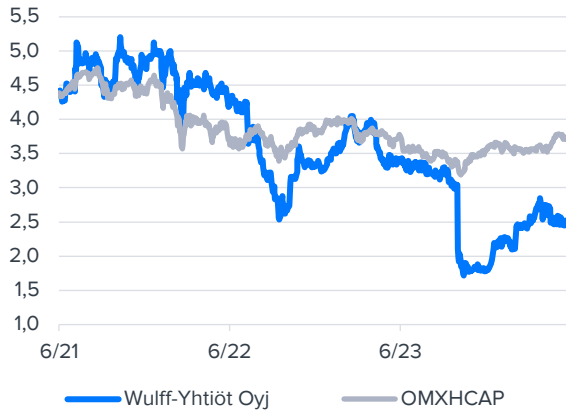
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

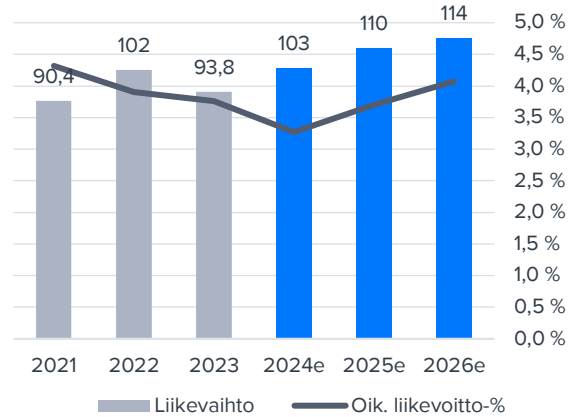
Wulff ohjeistaa vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan (2023: 93,8 MEUR) ja vertailukelpoisen liikevoiton olevan hyvällä tasolla (2023: 3,5 MEUR).

## Osakekurssi



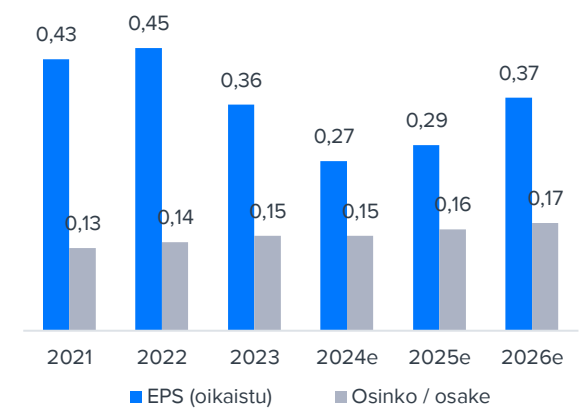
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Vahva kasvuhakuisuus työpaikkatuotteiden ja -palveluiden parissa
- Henkilöstövuokrauksen tuomat kasvumahdollisuudet
- Kannattavuuden parantaminen tuote- ja palvelualueita lisäämällä
- Tehokkuus-, integraatio- ja skaalaedut kasvun mukana
- Merkityksellisyyden, vastuullisuuden ja kestävä kehityksen edistäminen työpaikoilla



## Riskitekijät

- Riippuvuus Suomen ja Pohjoismaiden taloussuhdanteesta
- Työpaikkatuotemarkkinan hidas kasvu
- Henkilöstöalan syklisyys
- Kasvupanostuksien ja yritysostojen epäonnistuminen
- Markkinan kireä hintakilpailu ja hinnoitteluvoiman muutokset

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,54	2,54	2,54
Osakemäärä, milj. kpl	6,86	6,86	6,86
Markkina-arvo	17	17	17
Yritysarvo (EV)	31	31	30
P/E (oik.)	9,5	8,7	6,9
P/B	0,8	0,8	0,7
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,5	4,6	4,1
EV/EBIT (oik.)	9,2	7,5	6,5
Osinko/tulos (%)	61,9 %	54,6 %	46,3 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,3 %	6,7 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-12</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>13-15</b>
Markkina ja kilpailu	<b>16-20</b>
Taloudellinen tilanne	<b>21-25</b>
Ennusteet	<b>26-30</b>
Arvonmääritys	<b>31-38</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>39-</b>

# Wulff-Yhtiöt lyhyesti

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

**1890**

Wulffin perustamisvuosi

**2000**

Listautuminen

**93,8 MEUR** (-8,2 % v/v)

Liikevaihto 2023

**3,5 MEUR** (3,8 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2023

**9 %**

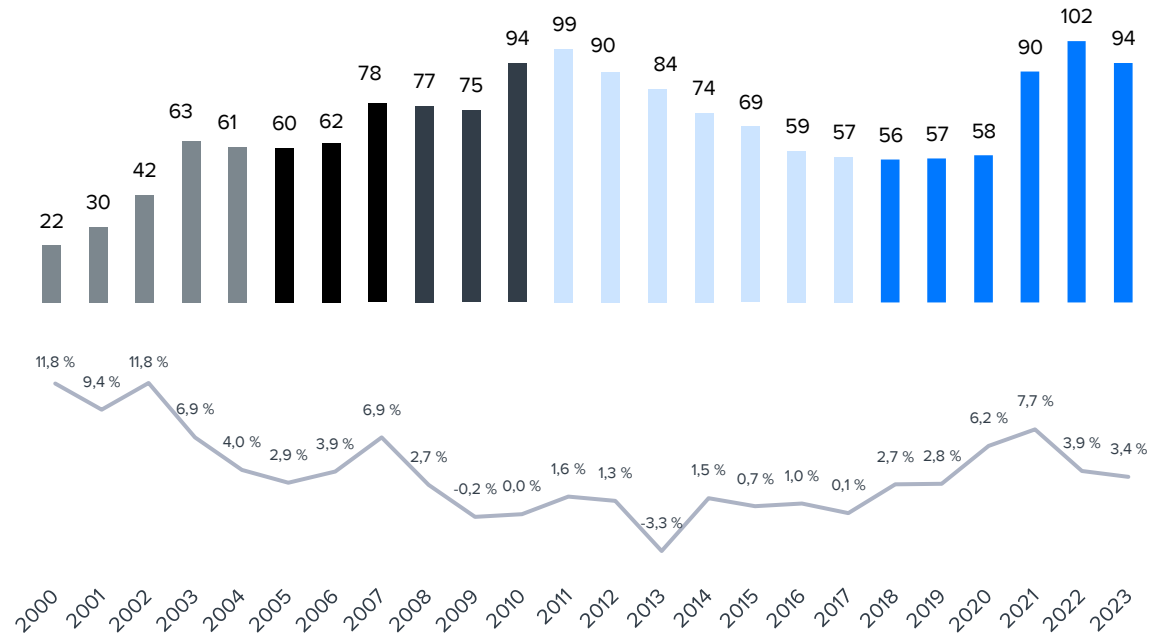
Sijoitetun pääoman tuotto (ROI-%) 2023

**262 henkilöä**

Henkilöstö 2023 keskimäärin

## Liikevaihdon (MEUR) ja liikevoiton (raportoitu EBIT-%) kehitys 2000-2023

<ul style="list-style-type: none"> <li>Vahvan ja kannattavan kasvun aikaa 2000-luvun alussa</li> <li>Liikevaihto kasvaa orgaanisesti ja yrityskaupoilla</li> <li>Kova hintakilpailu ja pula myyjistä alkaa kuitenkin painamaan kasvua ja kannattavuutta vuosikymmenen puolivälissä</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kasvua yrityskaupoilla</li> <li>Kasvu jatkuu finanssikriisin jälkeen haastavassa markkinassa</li> <li>Kannattavuus kuitenkin alenee hyvin heikoksi 2010-luvun alussa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Liikevaihto hiipuu ja myyntikate alenee 2013-2016</li> <li>Suomen talous ja yhtiön markkinat taantuvat</li> <li>Kannattavuus pysyy alhaisella tasolla</li> <li>Mateleva kehitys tarvitsee tuloskäänteen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tehostamalla kannattavuus nousee</li> <li>Korona pakottaa uudistautumaan</li> <li>Ketteryys ja uudet tuotealueet nostavat tulosta</li> <li>Staples-yrityskauppa nostaa Wulffin uuteen kokoluokkaan 21-22</li> <li>Markkinan heikkous ja inflaatio heikentävät tulosta 2023</li> <li>Vuoden 2024 alussa Wulff Works perustettiin</li> </ul>
---	--	---	---



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Yhtiökuvaus

### Työpaikkatuotteiden ja -palveluiden tarjoaja

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

Yrityksen tuotetarjontaan kuuluvat muun muassa erilaiset työpaikkatuotteet (toimistotarvike, ergonomia), ensiaputuotteet, kahviotarvikkeet, kiinteistö- ja siivoushuollon tuotteet, terveydenhuollon tuotteet sekä muut toimisto- ja it-tarvikkeet. Wulffin laajentuneeseen palvelutarjontaan kuuluvat muun muassa kansainväliset messupalvelut, tulostukseen ja dokumentinhallintaan liittyvät palvelut, tilitoimisto- ja taloushallintopalvelut sekä uutena tulokkaana henkilöstönvuokrauspalvelut. Wulffin kattava tuote- ja palveluvalikoima mahdollistaa erikokoisten yritysten erilaisten tarpeiden

täyttämisen.

Wulff pyrkiiin tarjoamaan asiakkaillensa kaiken tarpeellisen työpaikalle riippumatta siitä, missä toimipaikka tai työpiste sijaitsee. Yhtiö rakentuu eri tytäryhtiöidensä kautta laajoille tuote- ja osa-alueille ja pyrkii tätä kautta palvelemaan asiakkaiden kokonaistarpeita. Asiantuntijatyö on lisääntynyt teknologian kehittymisen sekä digitalisaation myötä, mikä on kasvattanut tarvetta työpaikkatuotteille ja -palveluille. Koronan myötä työnteko on muuttunut entistä enemmän, mikä on aiheuttanut haasteita nykyisille yrityksien toimintarakenteille. Näitä haasteita Wulff pyrkii ratkaisemaan omilla tuote- sekä palvelutarjoamillaan.

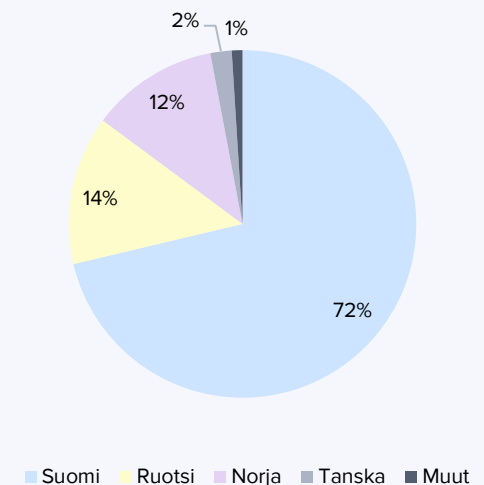
Yritysmyyntiin lisäksi Wulff harjoittaa kuluttajamyyntiä pääosin kivijalkamyymälöissään sekä yhteistyössä eri jälleenmyynti- ja kuluttajamyyntiyritysten kanssa. Yhtiöllä on tällä hetkellä myymälät Helsingissä, Turussa ja Lahdessa, jotka keskittyvät palvelemaan paikallisesti pieniä ja keskiuuria yrityksiä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

Wulffin päämarkkina-alueina on Suomi, Ruotsi ja Norja. Yhtiön liikevaihdosta asiakasjakauman perusteella vuonna 2023 72 % tuli Suomesta, 14 % Ruotsista ja Norjasta noin 12 %. Tanska (2 %) on yhtiölle myös mielenkiintoinen kasvumarkkina, vaikka taso on vielä alhainen. Yhtiö on Suomessa ja Pohjoismaissa johtavia toimijoita omalla alallaan. Vuonna 2023 Wulffin liikevaihto oli 93,8 MEUR ja se työllisti keskimäärin 262 henkilöä.



- Tarjoaa työpaikkatuotteet ja -palvelut laaja-alaisesti
- Mahdollistaa tuotteillaan ja palveluillaan työn tekemisen erilaisissa ympäristöissä

Liikevaihdon jakauma (2023)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

## Työpaikkatuotteet kokonaisvaltaisesti

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

## Yhteistyö valmistajien kanssa

Wulff ei itse valmista tuotteitaan, vaan toimii kiinteässä yhteistyössä työpaikkatuotteiden valmistajien kanssa tuoden markkinoille uusia tuotteita. Valmistajille Wulff tarjoaa kattavan jakeluverkoston heidän tuotteilleen, jonka kautta he voivat rakentaa omaa brändiään.

Lisäksi Wulffilla on alan tukkukauppiaiden kanssa yhteinen osto-organisaatio nimeltään InterACTION. Organisaatio käy yhteisostojen lisäksi läpi markkinoiden trendejä sekä kehittää tulevaisuuden tuotteita. Organisaatiolla on myös oma tuotemerkki Q-Connect, joka on arviomme mukaan katerakenteeltaan Wulffille kannattavampi kuin muiden valmistajien tuotteet.

## Monikanavainen myynti tukee eri palvelumalleja

Yhtiö käyttää toiminnassaan monikanavaista myyntiverkostoa, jossa asiakas voi valita asioko hän myymälässä, verkkokaupassa, henkilökohtaisesti myyjän kanssa vai asiakkaalle luodun sopimuspalvelumallin kautta. Yhtiön sopimuspalvelukonsepti palvelee yrityksiä niiden

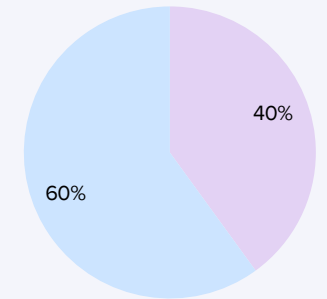
säännöllisissä työpaikkatuotteiden hankinnoissa mm. Minibar ja Cabinet Service -palveluillaan. Näissä palveluissa Wulff täyttää asiakkaan hyllyt tarpeellisilla tuotteilla välipaloista paperiin säännöllisesti ja sopimuksen mukaan. Tämä tuo Wulffin liiketoimintaan jatkuvuutta.

Lisäksi Wulffilla on sopimuksia mm. julkisten toimijoiden kanssa eri laitosten tai toimipaikkojen tuotteiden toimitusta varten. Esimerkkinä tästä on viime vuonna solmittu koulutarvikkeiden toimitussopimus. Nämä tuovat myös osaltaan hyvää jatkuvuutta vähintään muutamiksi vuosiksi, mutta arviomme mukaan näiden kannattavuus on historiassa ollut yksityistä markkinaa heikompi.

Suurin osa asiakkaista toimii Wulffin kanssa yhteistyössä verkkokaupan kautta. Wulffin yrityksille suunnattu verkkokauppa Wulff Net ja entisen Staplesin peruja oleva Easy Order palvelevat yritysasiakkaita. Verkkokauppojen tulisi yhdistyä lähiaikoina Staples-yrityskaupan integraation edetessä loppusuoralla. Mikroyrityksiä ja kuluttajia Wulff palvelee kaikille avoimella verkkokaupalla Wulffinkulma.fi, mutta arviomme mukaan suurin osa liikevaihdesta tulee yrityksiltä.

Verkkokaupan ja sopimusmyynnin lisäksi Wulff tarjoaa asiakkailleen myös räätälöidympää ja henkilökohtaisempaa palvelua myyntiorganisaationsa tuella. Erilaiset työpaikkatuotteiden kokonaisuudet tai työyhteisön ergonomian tai viihtyvyyden parantaminen ovat esimerkkejä Wulffin ratkaisuista.

**Myyntiä ja logistiikan hallintaa - henkilöstön jakauma työtehtävittäin (2023)**



■ Myynti ■ Hallinto ja logistiikka

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Tämä edellä mainittu tuotteita ja palvelua sisältävä konsepti tukee myös Wulffin muiden työpaikkapalveluiden myyntiä. Yhtiön dokumentti- ja tulostusratkaisut ovat monelle asiakkaalle elintärkeitä toimintoja. Moni asiakas on myös vahvasti riippuvainen messujen tuomasta markkinoinnista ja sieltä tulevista asiakaskontakteista. Mahdollisuuksien mukaan yrityksen arkeen kuuluvien taloushallinnon palveluidenkin myynti saanee osittain tukea vahvoista asiakassuhteista Wulffin muilla osa-alueilla.

## Isossa tarjoamassa myös riskinsä

Eri liiketoiminta-alueet ja myyntikanavat arviomme mukaan tukevat Wulffin liiketoiminnan kehitystä. Väistämättä Wulffin kasvun kiihtyessä on kuitenkin noussut esiin myös huoli siitä, että onko useiden erilaisten liiketoimintojen johtaminen ja kehittäminen liiketoiminnallisesti paras ratkaisu. Yhtiön kasvu taloushallinto- ja henkilöstövuokrausalalla vaikuttaa ensi alkuun käynnistyneen hyvin, mutta riskinä on, että useat eri liiketoiminta-alueet messuista, työpaikkatuotteisiin ja henkilöstövuokraukseen, johtavat monialaiseen yhtiöön, jonka suunta ja strategia voivat olla eri toiminnoissa ristiriidassa keskenään. Toisaalta uusimmat liiketoiminnot tuovat erittäin hyvää hajautusta, parempaa kannattavuutta ja myös defensiivisyyttä (taloushallinto) Wulffin liiketoimintaan. Lisäksi toiminnoissa on saatavissa arviomme mukaan hallinnollisia kustannussynergioita ja osin edellä esiteltyjä myyntisynergioita.

## Ketteryys ja kyky muuntautua Wulffin vahvuus

Koronapandemiassa Wulffin piti olla yksi

kärsijöistä työn paetessa toimistoilta kotiin ja yhteiskunnan sulkeutuessa. Tarve toimitotarvikkeille väheni ymmärrettävistä syistä. Kuitenkin samaan aikaan kysyntä suojaus- (hygieniatuotteita, puhdistus) ja etätyöskentelytuotteille kasvoi räjähdysmäisesti ja Wulff hyödynsi tämän. Wulffin nopea reagointi, hyvä yhteistyö valmistajien ja asiakkaiden kanssa, monikanavainen myynti sekä vahva myyntiorganisaatio näyttivät liiketoimintamallin toimivuuden käytännössä.

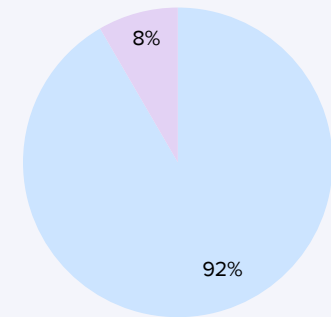
Wulffin yhtenä vahvuutena voikin arviomme mukaan pitää kykyä muuntautua nopeasti markkinamuutoksien mukana. Vahvan myyntiorganisaation asiakassuhteet auttavat ymmärtämään asiakkaan tarpeiden muutokset hyvissä ajoin.

## Liiketoiminta jakautuu kahteen segmenttiin

Wulffin liiketoiminta jaettiin vuoden 2024 alussa kahteen uuteen segmenttiin: Tuotteet työympäristöihin ja Työelämän palvelut. Tuotesegmentti on selkeästi palveluita isompi, kun se vuonna 2023 vastasi 92 %:sta liikevaihtoa. Tuotesegmentti on lähempänä yhtiön entistä Sopimusasiakas-segmenttiä, mutta nyt selkeät palveluliiketoiminnot on siirretty toiseen segmenttiin.

Mielestämme muutos selkeyttää Wulffin liiketoimintojen ymmärrystä, sillä aikaisemmin tuotteet sekä palvelut olivat hajallaan Asiantuntijamyynti- ja Sopimusasiakas-segmenteissä. Näiden kahden segmentin lisäksi yhtiön Konsernipalvelut-segmentti vastaa yleishallinnosta ja niihin liittyvistä kuluista, joita ei voida yhdistää liiketoiminnan segmenteille.

Liikevaihdon jakauma uusien segmenttien osalta (2023)



■ Tuotteet työympäristöihin ■ Työelämän palvelut



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

## Tuotteet työympäristöihin -segmentti

Tuotteet työympäristöihin -segmentti koostuu pääosin työpaikkatuotteiden liiketoiminnasta Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa. Segmentin tarjoamaan kuuluvat esimerkiksi edellä mainittu täyttöpäalvelumalli (Minibar, Cabinet Service), Wulffin verkkokaupat, myymälät sekä räätälöity myyntityö (vrt. entinen Asiantuntijamyynänti -segmentti).

Wulff ei pelkästään tarjoa tuotteita toimistoille ja asiantuntijatyöhön, vaan tarjoaa myös erilaisia tuotteita sekä ratkaisuja teollisuuteen, julkiselle sektorille, vähittäiskauppaan, rakentamiseen, terveydenhuoltoon ja hoiva-alalle laajan myyntiorganisaationsa avulla.

Segmentillä ei ole historiallista taustaa, mutta olemme sisällyttäneet Sopimusasiakas-segmentin luvut vuoteen 2022 asti oikealla olevaan kuvioon. Segmentin liikevaihto nousi voimakkaasti koronan jälkeisestä laskusta etenkin yhtiön tekemän Staples-yritysoston myötä. Staplesin oston myötä segmentti tuplasi liikevaihtonsa kertaheitolla. Ennen tätä kehitys oli hitaan ja taantuvan markkinan mukaista eikä juuri kasvua saatu aikaan. Yrityskaupalle voi antaa kasvusta ison osan, mutta myös Wulffin asiakashankinta eri aloilta (teollisuus, terveydenhuolto, vähittäiskauppa) on tukenut kasvua. Osin myös koronasta palautuminen on tukenut segmentin eri osia.

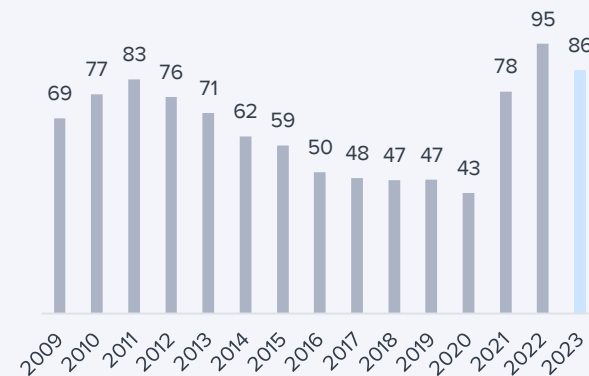
Wulffin paremmat tuotekatteen ja tehostamistoimet ovat nostaneet myös kannattavuutta viime vuosien saatossa segmentissä ja kasvua on pystytty hyvin hallitsemaan. Haastavassa inflaation kurittamassa

markkinassa liikevoittomarginaali jopa parani vuonna 2022 4,5 %:iin, kun se vuonna 2021 oli 3,1 %. Yritysoston synergiat (3 MEUR per vuosi) ovat tulleet läpi odotetusti ja parantaneet tulostason jo tarkastelujakson korkeimmalle tasolle. Viime vuonna uudistetun segmentin liikevoitto-% asettui noin 3,7 %:n tasolle, mutta se ei ole vertailukelpoinen historian kanssa.

Arviomme mukaan kannattavuudessa on vielä parantamisen varaa uusia parempikatteen tuotteita lisäämällä ja synergioiden viimeistelyllä, mutta tuoteliiketoiminta ei arviomme mukaan ole merkittävän korkean marginaalin liiketoimintaa. Marginaalin nouseminen 5 %:n tasolle on mielestämme potentiaalista, mutta se vaatii synergioiden lisäksi tuotemixin parantumista sekä vahvempaa vetoapua markkinalta.

## Tuotteet työympäristöihin -segmentti

### Liikevaihto nousut korkeammalle tasolle (MEUR)\*



### Tulostaso myös parantunut (EBIT-%)\*



\*Vuoteen 2022 asti Sopimusasiakas-segmentti. Vuonna 2023 Tuotteet työympäristöihin -segmentti

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

## Työelämän palvelut -segmentti

Työelämän palvelut -segmenttiin kuuluvat Wulffin messu-, tapahtuma- ja tilasuunnittelupalvelut, tulostamisen ja dokumentinhallinnan palvelut, tilitoimisto- ja taloushallintopalvelut sekä henkilöstövuokrauspalvelut.

Messuja tarjoava Wulff Entre palvelee Suomen lisäksi asiakkaita muun muassa Saksassa, Ruotsissa, Norjassa ja Yhdysvalloissa. Liikevaihto messupalveluilla kasvoi vuonna 2022 lähes 150 %, kun ala palautui koronasta. Vuonna 2023 liikevaihto tosin laski lähes 20 % 4,4 MEUR:oon. Messupalvelut eivät ole merkittävässä osassa Wulffin liiketoimintaa (noin 5 % konsernin liikevaihdosta).

Yrityskaupoilla Wulff on pyrkinyt kasvamaan uusia palveluita lisäten. Vuoden 2018 elokuussa Wulffiin liittyi tulostuspalveluita tarjoava Mavecom Palvelut Oy (Canon Business Center Vantaa), joka on ollut hyvä lisä yhtiön tarjoamaan. Vuoden 2022 alussa Wulff lisäsi taloushallintopalveluitaan ostamalla Carpentumin liiketoiminnot ja vuoden 2024 alussa Lundströmin liiketoiminnot sekä kesäkuussa tilitoimisto Raahen Tase Oy:n. Nämä kaupat ovat kasvattaneet Wulffin kyseisen palvelualueen vuotuisen liikevaihdon noin 4 MEUR:oon. Arviomme mukaan ala on kannattava, omaa defensiivisyyttä ja kasvaa tasaisesti. Wulff hakee nyt kasvua myös näistä palveluista, vaikka nykyisellään sen vaikutukset Wulffiin ovatkin pienet.

Uutena tulokkaana on vuoden 2024 alussa käynnistetty Wulff Works, joka toimii henkilöstövuokrauksen alalla. Liiketoiminnan

keskiössä ovat rakennus-, teollisuus-, ravintola- ja logistiikkatoimialat. Henkilöstövuokraus on jo itsessään suhdanneherkkää, mutta alapainotukset lisäävät sitä entisestään arviomme mukaan. Wulff Works Oy ja sen paikalliset tytäryhtiöt ovat Wulff-konsernin tytäryhtiöitä. Avainihmiset on sitoutettu toimintaan osakasmallilla, mikä luo kannusteita toimivalle johdolle, mutta myös vie osan voitoista tai tappioista vähemmistöille. Wulff omistaa Worksista 51 %, joten noin puolet alarivin tuloksesta valuu vähemmistöille, mikä sijoittajien on hyvä ottaa huomioon.

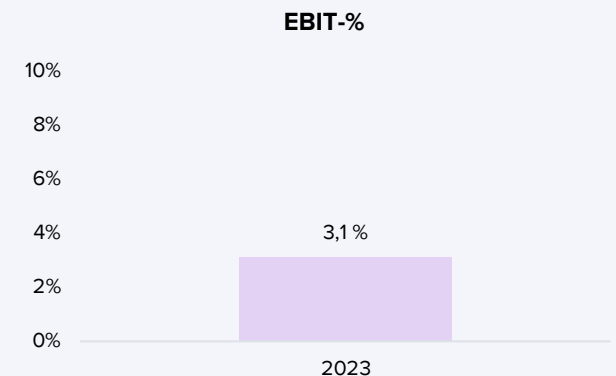
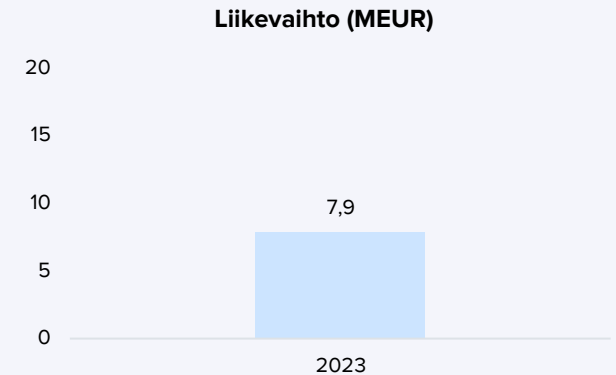
## Vaihtelevaan tuloskehitykseen tasaisuutta

Lukujen osalta historiaa ei ole, sillä entinen Asiantuntijamyynänti-segmentti on nykyään sisällytetty tuotesegmenttiin. Segmenttiä ei voi näin verrata historiaan kuten tuotesegmenttiä, sillä pääosa nykyisen segmentin palveluista on ollut ennen muutosta Sopimusasiakas-segmentissä. Viime vuoden luvuista näkee kuitenkin selvästi sen, että segmentti on tuotesegmenttiä pienempi.

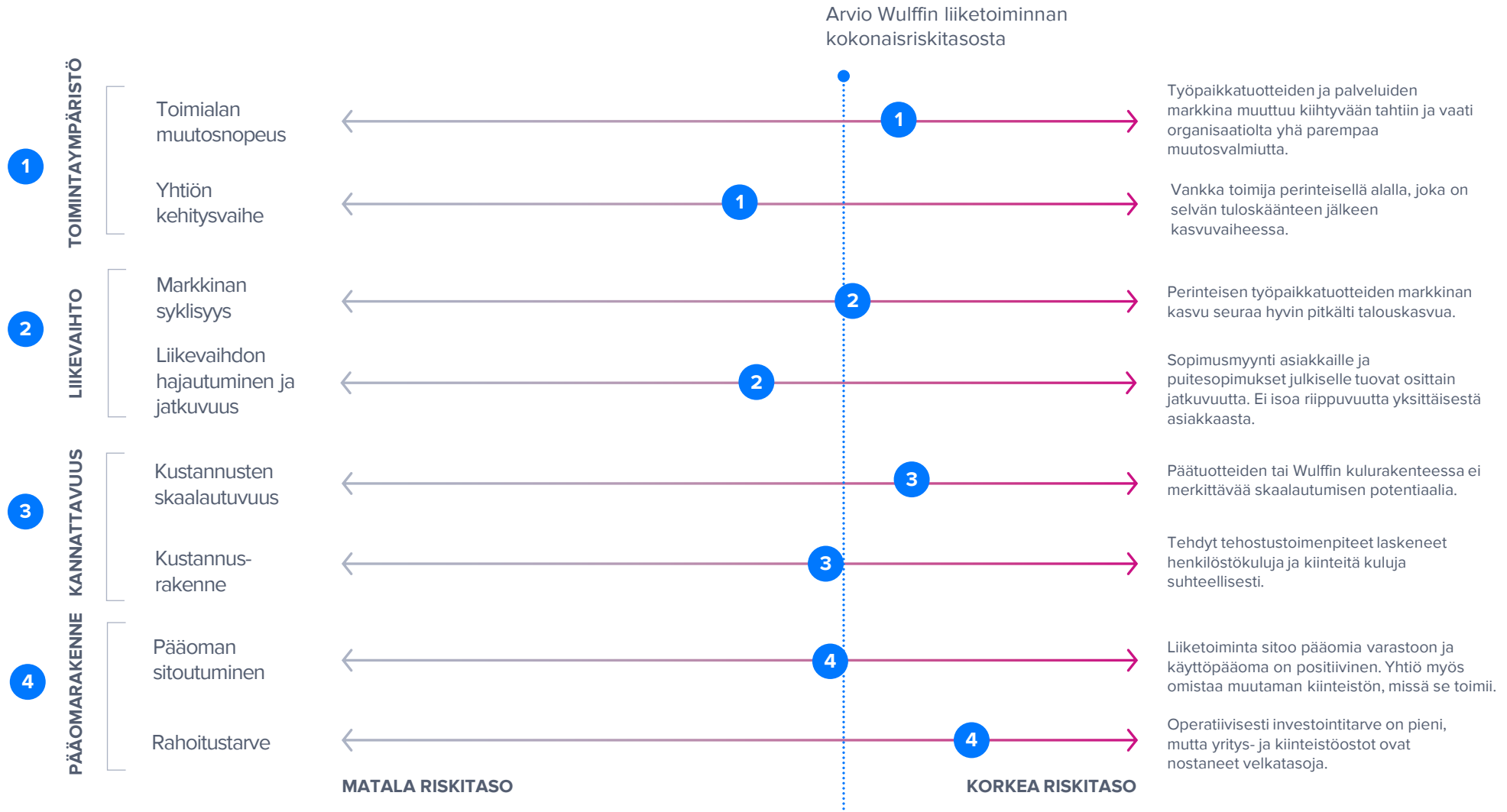
Kannattavuus sen sijaan on todennäköisesti vakaampi kuin historiassa Asiantuntijamyynänti-segmentillä on ollut. Lisäksi kasvumahdollisuudet sekä kannattavuuspotentiaali ovat mielestämme segmentillä historiaa ja myös tuotesegmenttiä parempia.

Arviomme mukaan palveluiden kannattavuustaso voisi EBIT-marginaalilla mitaten nousta 4-8 % tasolle alojen keskimääräisiä kannattavuuksia käyttäen. Wulff myös pyrkii panostamaan palveluliiketoiminnan kasvattamiseen ja tänä vuonna odotuksissa onkin selvää kasvua uuden Wulff Worksin liiketoiminnan käynnistyttyä.

## Työelämän palvelut -segmentti



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili

1.

**Kannattavuuden kestävä käänne**

2.

**Liikevaihdon kasvuvaihe käynnissä**

3.

**Kysynnän muutoksiin reagointi oltava myös jatkossa ketterää**

4.

**Toimialan suhdanneherkkyys ja kilpailu luovat riskejä**

5.

**Alan pirstaloinen luonne avaa mahdollisuuksia yritysostoihin**

## Potentiaali



- Vahva kasvuhakuisuus työpaikkapalveluiden parissa
- Uuden kestäväen kannattavuustason saavuttaminen uusia tuote- ja palvelualueita lisäämällä
- Tehokkuus-, integraatio- ja skaalaedut kasvun mukana
- Yrityskaupat apuna palveluvalikoiman laajentamisessa
- Merkityksellisyyden, vastuullisuuden ja kestäväen kehityksen edistäminen yritysten päätöksenteossa luo kysyntää yhtiölle

## Riskit



- Markkinan kireän hintakilpailun jatkuminen
- Riippuvuus Suomen ja Pohjoismaiden taloussuhdanteesta
- Markkinan kysynnän muutokseen reagoiminen
- Kasvupanostukset ja yritysostojen epäonnistuminen
- Usean eri liiketoiminnan yhteensovittamisen haasteet
- Henkilöstöriippuvuus

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Yritystoin luotua kasvua

Wulff on strategiansa mukaisesti kasvanut historiallisesti pääosin yritystojen 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 yritystoja.

Viimeisien vuosien aikana Wulffin strategiassa on panostettu entistä enemmän kannattavuuden parantamiseen kustannussäästötoimenpitein ja keskittymällä katerakenteeltaan tuottoisimpien tuote- ja palvelualueiden kehittämiseen. Tulokäänteen jälkeen nyt strategiassa ollaan saavutettu vaihe, jossa tarkoitus on hakea tervettä tuloskasvua liikevaihdon kasvun kautta myös hyödyntäen yritystoja.

## Strategiassa korostuu asiakas, myynti ja vastuullisuus

Wulffin vuonna 2021 päivitetty strategia jakautuu kuuteen oikealla näkyvään fokusalueeseen, joita eri strategiset hankkeet tukevat.

Asiakaskokemuksen tärkeys, myynnin osaaminen, tehokkuus, monikanavaisuus sekä vastuullisuus ovat mielestämme olleet jo vuosien ajan Wulffin toiminnan ytimessä. Näiden yhdistelmänä Wulff on selviytynyt markkinan asettamista haasteista sekä pystynyt kasvattamaan liiketoimintojaan.

Esiin Wulffin osalta mielestämme nousee etenkin asiakaskokemus ja sen asiakaslupaus: ”Mahdollistamme paremmat ja kestävämmät työympäristöt sekä täydellisen työpäivän”. Yhtiö pyrkii rakentamaan kilpailuetuansa kilpaillulla alalla

olemalla paras yhteistyökumppani ja luomaan yhdessä yritysten sekä yhteisöjen kanssa työpaikasta ja työpäivästä täydellisen. Kilpailuetua on tosin mielestämme tässä vaikeaa mitata eikä vaihdon kustannus Wulffin tuotteissa ole niin merkittävä.

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

Mielestämme yhtiön strategian fokusalueet ja tehtävät sekä tavoitteet ovat selkeitä, mutta liiketoimintojen strategioiden tarkempi esittely ja avaaminen olisi suotavaa. Yhtiö on kasvanut historiasta uuteen kokoluokkaan ja laajentunut uusiin tuotteisiin sekä palveluihin, joissa markkinat sekä loppuasiakkaat ovat osaltaan eriyviä. Riskinä mielestämme on, että erityyppisten ja erilaisen potentiaalinen omaavien liiketoimintojen kehittäminen saman strategiasapluunan alla ei tuota parasta mahdollista lopputulosta. Palveluiden ja tuotteiden erottaminen eri segmentteihin on mielestämme hyvä lähtöaskel ja selkeytti heti yhtiön tavoitteita sekä tekemistä.

## 1890 Wulffin strategiset fokusalueet

-Asiakaskokemus



-Myynnin huippuosaaminen



-Oman toiminnan tehokkuus



-Vastuullisuus



-Monikanavaisuus



-Johtajuus



## Wulffin strategian kulmakivet

### • Tehtävä

Teemme maailmasta paremman, työpaikka kerrallaan

### • Asiakaslupaus

Mahdollistamme paremmat ja kestävämmät työympäristöt sekä täydellisen työpäivän

### • Tavoite

Wulff on suositelluin ja vastuullisin kumppani ja työnantaja

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

## Strategian taloudelliset tavoitteet

Yhtiön aikaisemman perustan luoneet perinteiset toimistotarvikkeiden markkinat eivät arviomme mukaan enää kasva merkittävästi tulevaisuudessa (0-2 % per vuosi). Tämän vuoksi Wulff panostaa liiketoiminnassaan uusiin liiketoiminta-alueisiin, jotka liittyvät esimerkiksi työhyvinvointiin, ergonomiaan, työturvallisuuteen, tulostuspalveluihin, taloushallintoon ja henkilöstönvuokraukseen. Kyseessä onkin yhä enemmän laajalti työpaikkatuotteita ja -palveluita tuottava yritys. Uusien liiketoiminta-alueiden kasvattamisen lisäksi yhtiö pyrkii tekemään yritysostoja.

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

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

## Kasvu tärkeässä osassa lähivuosina

Kasvu on noussut tärkeäksi tavoitteeksi yhtiölle. Yhtiö nimittäin nosti viimeisimmässä strategiapäivityksessään 21-22 vuoden vaihteessa kasvutavoitteitaan uudelle tasolle (nyt 15-20 % vs. aik. 5-10 %). Yhtiö nosti lisäksi tavoitteekseen 200 MEUR:n liikevaihtotason vuoteen 2026 mennessä, mikä tarkoittaisi karkeasti liikevaihdon tuplaantumista vuoden 2023 tasosta (2022: 94

MEUR). Viime vuosien aikana prosentuaalisen kasvun tavoite on lähes saavutettu Wulff Solutions -yrityskaupan (Staples) myötä, sillä vuosien 2019-2023 aikana liikevaihto kasvoi vuosittain keskimäärin 14 %.

Nyt seuraavien vuosien ajaksi tavoite vaikuttaa kunnianhimoiselta ja vaatiikin ennusteitamme vahvempaa kasvua. Vuotuisen kasvutavoitteen tai 200 MEUR:n liikevaihtotavoitteen toteutuminen vuonna 2026 nostaisi yhtiön jälleen aivan uuteen kokoluokkaan, mutta orgaanisesti kasvu ei arviomme mukaan tule olemaan mahdollista ilman merkittäviä uusia kasvuaikavaihtoja (uusia tuote- ja palvelualueita). Arvioimmekin, että yhtiö tulee tarvitsemaan isompia ja pienempiä yritysostoja tavoitteen saavuttamiseen.

Orgaanisen kasvun tavoittelussa tärkein ajuri on arviomme mukaan uusien tuotteiden tai palveluiden lisääminen. Palveluista uutena esimerkkinä on henkilöstönvuokraus. Uusia tuotealueita sen sijaan syntyy ensisijaisesti kolmesta lähteestä: asiakastapaamisista, tavarantoimittajien yhteistyöstä ja alan messuilta. Yhtiö tapaa asiakkaitansa vuosittain ja pyrkii asiakkaiden kanssa luomaan heille räätälöityjä tuotteita tai kuuntelemaan mahdollisista uusista tarpeista sekä myös esittelemään heille uusia tarpeita. Tehokkuutta ja myynnin kasvua haetaan myös aktiivisesti lisäämällä digitaalisuutta myynnin toimenpiteisiin. Digitaaliset myyntikanavat voivat mahdollistaa yksittäisen myyjän palvelevan huomattavasti enemmän asiakkaita kuin ennen.

Markkinoiden osalta kasvua haetaan pääsääntöisesti Pohjoismaista, missä yhtiöllä on

vielä varaa kasvaa. Yhtiö näkee Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa paljon potentiaalia eikä kapasiteetin pitäisi olla ongelma, kun yhtiö pystyy laajentamaan omistamaansa Ruotsin Ljundbyn logistiikkakeskusta. Yhtiö pystyy toimittamaan tuotteita lähes kaikkialle Ruotsin ja Norjan toiminta-alueilleen yhden päivän sisällä tilauksesta, kuten nyt Suomessakin.

## Kannattavuus paranee kasvun kautta

Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee kasvavaa vertailukelpoista liikevoitto-%. Vuoden 2017 noin 0,1 %:sta liikevoittoprosentti kasvoikin vuosien 2021-2022 aikana noin 4 %:iin, joten tässä yhtiö on onnistunut. Viimeiset kolme vuotta liikevoittoprosentti on kuitenkin laskenut koronan aikana saavutetusta poikkeuksellisen kovasta tasosta. Tulevaisuudessa yhtiö hakee parempaa kannattavuutta ensisijaisesti liikevaihdon kasvun kautta, kun yhtiön kustannussäästötoimenpiteet on saatu pääosin tehtyä. Kasvun volyyमितujen lisäksi Wulff Solutions -yrityskaupan 3 MEUR:n vuotuiset synergiat parantavat kannattavuutta. Lisäksi yhtiö hakee myös myyntikatteen parannusta lisäämällä tuotetarjoamaansa parempikatteisia tuotteita.

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

# Wulffin strategian taloudelliset tavoitteet



## Taloudelliset tavoitteet (2022-2026)

### Kasvu

15-20 % kasvu keskimäärin vuosittain

- Wulff on pystynyt yrityskaupan ansiosta kasvamaan arviomme mukaan markkinoita nopeammin
- Kasvu ollut vuosittain 14 % (CAGR-%, 2019-2023)
- 200 MEUR tavoite vuonna 2026
- Henkilöstövuokrauksen käynnistys ja vahvistuva markkinatilanne tukevat kasvutavoitteita, mutta tavoite vaatii mielestämme yritysostoja toteutuakseen
- Yhtiöllä on kuitenkin edellytykset markkinoita nopeampaan kasvuun aikajaksolla palveluiden ja uusien liiketoimintojen avustamana

### Kannattavuus

Kasvava vertailukelpoinen EBIT-%

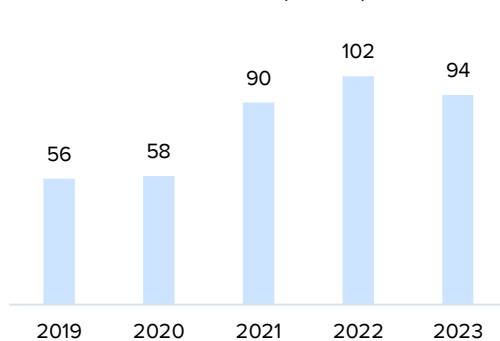
- Koronan pirstämät katteet ja säästöt nostivat tuloksen poikkeuksellisen hyvälle tasolle 2020
- Sitten marginaalit normalisoituneet ja laskeneet viimeiset kolme vuotta
- Kannattavuuden parannusta avittavat yrityskaupan synergiat, kasvu ja liiketoimintamixin parantuminen (palveluiden kasvu)
- Tavoitteet vaativat myös inflaation ja markkinahaasteiden helpottumista

### Osinko

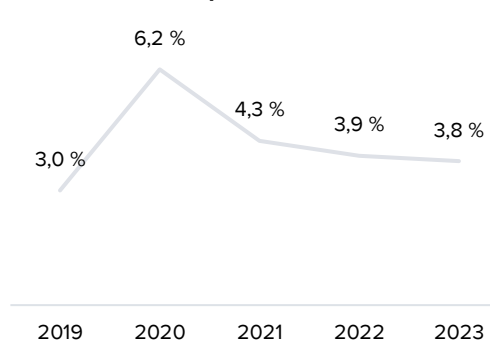
Kasvava osakekohtainen osinko

- Osinko on tarkastelujaksolla kasvanut joka vuosi
- Osingonjakosuhte on ollut terveellä noin 40 %:n tasolla
- Samaan aikaan Wulffin velkamäärä on kasvanut yritysostojen myötä
- Likviditeetti on ohentunut ja vaatii kassavirran odotuksien mukaista kehitystä
- Jotta osinkoja voidaan myös jatkossa kasvattaa, tulee tuloksen ja kassavirran kasvaa myös jatkossa

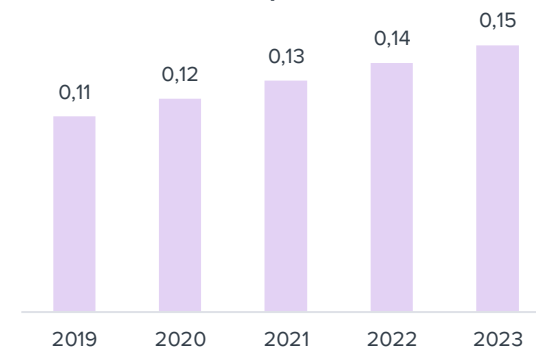
Liikevaihto (MEUR)



Vertailukelpoinen liikevoitto-%



Osinko per osake



# Markkina 1/3

## Päämarkkinalta hidasta kasvua

Wulffin arvioiden mukaisesti Suomen työpaikkatuotemarkkinat ovat olleet useita vuosia 400 MEUR:n arvoiset eikä merkittäviä muutoksia olla nähty. Ruotsissa markkina on isompi (arvio: noin 700 MEUR) ja Norjassa sekä Tanskassa arviolta noin Suomen markkinan kokoinen. Tanskassa Wulffin osuus on vielä hyvin pieni, mutta siellä markkina on hyvin pirstaloitunut, missä on mahdollisuuksia sekä organisaaliselle että epäorganisaaliselle kasvulle. Arviomme mukaan koronavuodet kasvattivat markkinoita väliaikaisesti etenkin Wulffille, joka siirtyi uudentyyppeihin tuotteisiin nopeasti kasvaneen kysynnän myötä. Väliaikaisen kysyntäpiikin taustalla kasvukuva on kuitenkin maltillinen (BKT:n kasvu tai alle) perinteisten toimistotarvikkeiden markkinassa, vaikka osittain uusissa työpaikkatuotteissa ja -palveluissa onkin paremmat kasvunäkymät. Arviomme alan kasvavan hieman BKT:n kasvuvauhtia maltillisemmin (0-2 %).

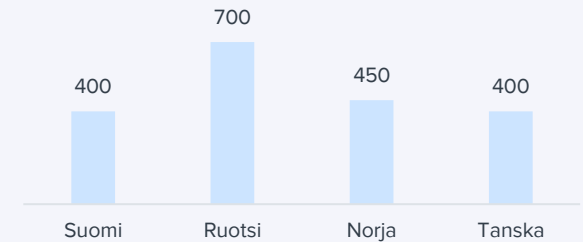
Wulff on aloittanut toiminnan myös tilitoimisto- ja taloushallintomarkkinalla, jonka koko Suomessa lähentelee Wulffin arvion mukaan 1,5 mrd. euroa. Markkina muodostuu arviomme mukaan valtaosin mikro- ja pienyrityksistä sekä keskiuurista yrityksistä. Suurissa yrityksissä taloushallinto hoidetaan vielä pitkälti sisäisenä toimintona, mutta ulkoistustrendi etenee asteittain. Ulkoistaminen tukee markkinakysyntää penetraation kasvaessa.

Taloushallinnon markkina on erittäin defensiivinen, sillä yrityksillä on lainsäädännöllinen tarve järjestää kirjanpito. Lisäksi kirjanpitäjien ja asiakkaiden välille syntyy yleensä vahva luottamussuhde,

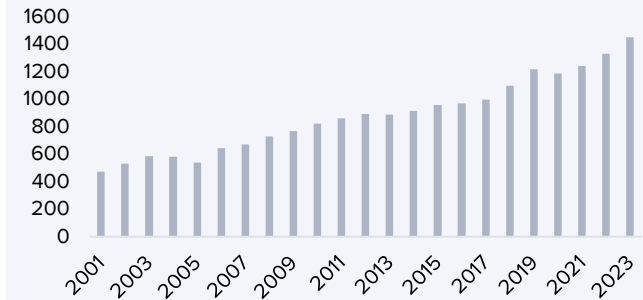
minkä takia asiakaspysyvyys alalla on erittäin korkea. Defensiivisyydestä kertoo hyvin se, että toimiala on selvinnyt finanssikriisistä ja eurokriisistä ilman liikevaihdon laskua. Defensiivisyys ja korkea asiakaspito tekevät vahvasta markkinapositionista toimialalla erittäin arvokkaan. On kuitenkin hyvä huomioida, että asiakkaiden liiketoimintojen kutistuessa myös tilitoimiston laskutus yleensä tippuu. Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on arviomme ja Tilastokeskuksen sekä Taloushallintoliiton lukujen perusteella kasvanut keskimäärin 5,0 % vuodessa jaksolla 2001-2023. Nopeamman kasvuvaiheen ja penetraatioasteen nousun jälkeen odotamme Suomen markkinan kasvavan noin 3-4 % vuodessa pitkällä aikavälillä.

Vuoden 2024 alussa Wulffissa käynnistynyt henkilöstövuokraus on Suomessa Wulffin arvioiden mukaan noin 2,5 mrd. euroa. Vuoden 2022 tilastojen mukaan, kun otetaan mukaan laajasti eri alojen henkilöstövuokrausliiketoiminnot mukaan, olisi markkinan koko ollut noin 2,9 mrd. euroa. Worksille relevantimpien teollisuuden ja rakentamisen koko on pienempi, mikä selittää Wulffin arvion eroa koko markkinan kokoon. Vuodesta 2010 vuoteen 2022 markkina on kasvanut vuosittain keskimäärin noin 8 %:n tahtia. Vuoden 2023 tilastoja ei kaikilta osin ole vielä saatavilla, mutta kasvu on viimeisen noin 10 vuoden aikana ollut vahvaa. Henkilöstövuokrauksen kysyntä on kuitenkin suhdanneherkkää. Historiallisista kasvutilastoistakin nähdään, että markkinalle on ominaista yleistä talouskasvua (BKT) nopeampi kasvu hyvässä suhdanteessa ja vastaavasti BKT:ta ripeämpi lasku talouskasvun sakaatessa.

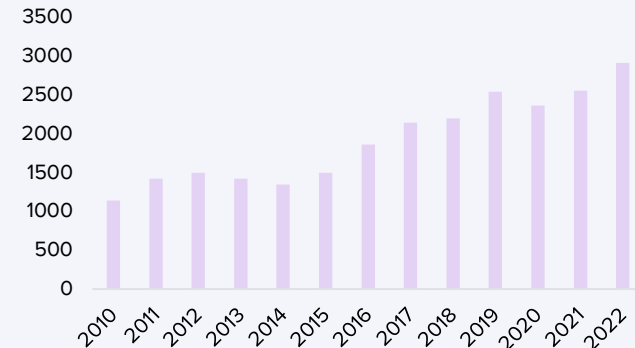
Työpaikkatuotteiden markkinakoko arviolta\* vuonna 2023 (MEUR)



Kirjanpito- ja tilitoimistoalan liikevaihto (MEUR)



Henkilöstövuokrausalan liikevaihto (MEUR)



Lähde: Wulff, Inderes, Tilastokeskus, Taloushallintoliitto, Henkilöstöala  
\*Wulffin arvio



# Markkina 2/3

Kilpailija Eezy arvioi kesän 2024 pääomamarkkinapäivässään, että markkina kasvasi vuosien 2024-2028 noin 8 %:n vuositahtia. Kasvu syntyy heidän arvion mukaan henkilöstövuokrauksen penetraatiosta (ulkoistamisen noususta) ja pienestä keskihintojen noususta. Pidämme arviota optimistisena pitkällä aikavälillä, vaikka lyhyellä aikavälillä markkinan palautuessa (esim. rakentaminen) kasvu voi olla tätä ripeämpääkin. Taloushallintopalvelut ja henkilöstövuokraus ovat Wulffille kuitenkin vielä pieniä osia liiketoiminnasta, joten kokonaiskasvu ei yllä Wulffilla näiden palveluiden tasolle.

## Kestäviä kilpailuetuja vaikea saavuttaa

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

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

## Markkina pirstaloitunut

Työpaikkatuotteiden- ja palveluiden markkina on hyvin pirstaloitunut, pienempiä toimijoita on paljon ja alalletulokynnys on matala. Alalla on nähty konsolidaatiota ja odotamme sen myös jatkuvan tulevaisuudessa. Tämän suhteen Wulff on mielestämme hyvissä asemissa. Tili-toimistojen ja myös henkilöstövuokrauksen puolella on muutamia johtavia toimijoita, keskisuuria haastajia sekä paljon pieniä yrityksiä. Markkinan konsolidaatio on ollut vahvaa molemmissa ja sen voi odottaa jatkuvan.

Keskitymme tarkemmin kuitenkin työpaikkatuotteiden markkinaan, jossa tällä hetkellä (viimeisimpien tilinpäätöstietojen mukaan) toimii arviomme mukaan kolme isompaa toimijaa, joilla on yhteensä noin 50 %:n markkinaosuus. Loput ovat pienempiä toimijoita. Konsolidaatiota alalla on nähty myös Wulffin toimien lisäksi, sillä kahdesta isommasta toimijasta tuli yksi vuonna 2018, kun Paperipalvelu Koskimo ja Rännäli sekä Bruce Campell Oy yhdistyivät. Yhtiö tunnetaan nykyään nimellä RCK Finland Oy. Sen liikevaihto vuonna 2022 oli noin 30 MEUR (maaliskuu 2023 päättyvä tilikausi). Tämän lisäksi yhtiön pääkilpailijana Suomessa on Lyrecon Suomen toiminnot, jonka liikevaihto vastaavalla tilikaudella oli noin 67 MEUR. Muut toimijat ovat selvästi pienempiä yrityksiä. Listalta löytyy toimijoita, jotka keskittyvät pelkästään työpaikkatuotteisiin, mutta myös laajemman valikoiman verkkokaupat ja myymälät ovat Wulffin kilpailijoita etenkin kuluttajien suuntaan.



## Markkinan muutos

- **Ennen**
- Massatuotteet
- Paperidokumentaatio
- Työpaikat toimistoissa
- Myymälät ja postikuvastot
- Pienet toimijat
  
- **Nyt**
- Älykkäät ja kohdennetut tuotteet
- Digitaalisuus
- Vastuullisuus, ekologisuus ja ympäristöystävällisyys
- Verkkokauppa
- Alustatalous
- Ison skaalan toimijat ja monialaisuus
- Etä- ja hybridityö
- Ergonomia ja hyvinvointi

# Markkina 3/3

## Wulff erottuu joukosta

Sivun alareunan kuviossa olemme vertailleet Wulffia isoimpiin kilpailijoihinsa viimeisen viiden vuoden ajalta (2018-2022). Tuoreimpien tilinpäätöstietojen puutteiden vuoksi käytimme myös Wulffin osalta vuoteen 2022 ulottuvia lukuja. Vertailtaessa Wulffia ja sen isoimpia kilpailijoita toisiinsa, erottuu Wulff kannattavuuden ja kasvun yhdistelmällään edukseen.

Kasvu oli jokaisella toimijalla vahvaa aina vuoteen 2022 asti. 2018-2021 sekä Lyreco että RCK kasvoivat kaksinumeroista vauhtia, mutta vuonna 2022 liikevaihto laski molemmilla noin 20 %:lla. Wulff pystyi kasvamaan vuonna 2022 yli 10 %:lla, mutta kasvu tuli Staples-yrityskaupasta. Poikkeuksen Wulffin kohdalla tekee kuitenkin kannattavuus, mikä on pysynyt kasvun sekä

liikevaihdon laskun mukana toisin kuin kilpailijoilla.

Molemmat sekä RCK Finland että Lyreco ovat kasvaneet alle 10 %:n vauhtia vuosien 2018-2022 aikana. Lyreco on kasvanut noin 3 %:n vuosivauhtia ja RCK noin 6 %:n vuosivauhtia. Wulffilla kasvu on ollut keskimäärin noin 16 % vuosittain tosin suurimman osan tästä selittää Staples-yrityskauppa.






Kannattavuus on molemmilla isoimmilla kilpailijoilla ollut selvästi Wulffia alhaisempi. Vuosien 2018-2022 vuoden aikana Wulff on tehnyt keskimäärin 4,0 %:n, RCK 1,2 %:n ja Lyreco 1,3 %:n EBIT-marginaalia. Wulffilla luvuista on oikaistu pois vuoden 2021 positiivinen vaikutus yrityskaupan negatiivisen liikearvon kirjauksesta, jotta luvuista on saatu vertailukelpoisemmat.

Yleisesti kannattavuutta on toimijoiden keskuudessa saatu parannettua viimeisten vuosien aikana, mutta vuonna 2022 kilpailijoiden kannattavuus heikkeni selvästi. Myös Wulffilla kannattavuus heikkeni, mutta muutos ei ollut niin selkeä. Kannattavuus on kuitenkin alalla yleisesti matala. Alhainen kannattavuustaso on mielestämme seurausta kireästä hintakilpailusta tuotemarkkinoilla, missä lisäarvoa on vaikea saada aikaan (perinteinen toimistotarvike). Arviomme mukaan Wulff on onnistunut tehostamaan toimintaansa säästötoimenpitein, mutta myös lisäämään tarjoamaansa paremman lisäarvon tuotteita, joissa katerakenne on perinteistä toimistotarviketuotetta parempi. Wulff on myös lisännyt palveluliiketoimintaa, missä usein liiketoiminnan jatkuvuus sekä kannattavuus ovat matalakatteista tuotemyyntiä parempia.



# Henkilöstövuokrausmarkkina lyhyesti

## Henkilöstövuokrausmarkkinan viisi suurinta

Yhtiö	Yhtiökuvaus	Liikevaihto (MEUR)		
		2020	2021	2022
	Osa Bravedo konsernia, joka omistaa mm. sote- ja teknologiayhtiöitä	346 (-11 %)	378 (+9 %)	- (- %)
	Suomalainen työelämän tuntija, joka tarjoaa henkilöstövuokrausta ja asiantuntijapalveluita	191 (+12 %)	203 (+7 %)	248 (+22 %)
	Strateginen kumppanuus kansainvälisessä mittakaavassa suuren Randstadin kanssa	87 (-30 %)	132 (+51 %)	132 (0 %)
	Vuonna 2017 perustettu suomalainen työnvälityksen kasvava haastaja.	40 (+28 %)	79 (+99 %)	103 (+31 %)
	Osa maailmanlaajuisista ja kansainvälisessä mittakaavassa suurta Adecco Groupia	57 (-14 %)	62 (+8 %)	73 (+18 %)

## Toimialan trendejä ja ajureita

### Digitalisaatio



Uudet digitaaliset sovellukset ja palvelut, jotka nostavat tehokkuutta ja mahdollistavat asiakkaille paremman ja laajemman palvelun.

### Suhdanneherkkyys ja rakenteelliset tekijät



Henkilöstöpalvelua on ollut historiallisesti hyvin suhdanneherkkä toimiala. Suhdanneilanteesta huolimatta arvioimme toimialan kuitenkin kasvavan rakenteellisesti mm. ulkoistamisen kautta.

### Työelämän murros



Työelämän murros näkyy mm. yritysten tarpeiden muutoksena ja työn tekemisen tapojen muutoksena. Liikkuvuuden ja työskentelytapojen joustavuuden lisääntyminen arvioimme mukaan tukee henkilöstöpalvelumarkkinan kasvua.

### Konsolidaatio



Historiallisesti yrityskaupat ovat olleet houkutteleva keino laajentua suurille toimijoille. Aktiiviteettia lisää keskusurten mahdollinen järjestelyiden lisääntyminen.

# Taloushallinto- ja tilitoimistoala lyhyesti

## Johtavien toimijoiden yhteisiä tekijöitä:

- Vahvat IT-järjestelmät
- Panostaneet sähköistymiseen ja digitalisaatioon
- Riittävä kokoluokka jatkuvaan kehittämiseen
- Skaalaetuja hyödyntävä liiketoimintamalli

## Isot johtavat



Muutama johtava toimija

## Haastajien yhteisiä tekijöitä:

- Toistaiseksi hyvin kilpailukykyisiä yhtiöitä
- Riittävä kokoluokka omaan kehitystyöhön
- Yritysosotohalukkuus korkea
- Wulffilla kasvuhaluus, mutta tekeminen itsenäistä toimistoilla

## Keskisuuret haastajat



+ muutama muu suurehko tilitoimisto

Kasvuhaluiset haastajat, joilla on resursseja kehittää liiketoimintaa

## Pienemmät tilitoimistot:

- Valtaosin pieniä tai alueellisia tilitoimistoja
- Ei merkittäviä resursseja järjestelmäkehitykseen
- Asema vaikea arvon keskittyessä voimakkaammin ohjelmistoihin
- Voimakkaasti yrittäjävetoisia ja riippuvaisia henkilösuhteista

## Pienet

Valtaosa nykyisistä yli 4000 pienestä tilitoimistosta



Pienet ja paikalliset tilitoimistot, joiden markkinaosuus tulee laskemaan murroksessa



# Taloudellinen tilanne 1/4

## Historiallisesti kannattavuudessa ollut isoa vaihtelua

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

Vuoteen 2011 asti yhtiö kasvoi hyvää vauhtia ja kannattavuuskin alkoi hiljalleen parantua. Kuitenkin samaan aikaan, kun liikevaihto lähti laskusuuntaan, heikentyi yhtiön kannattavuus alhaiselle tasolle. Tilanteeseen vaikutti tällöin euroalueen hitaampi kehitys ja käynnistynyt eurokriisi sekä Suomen mätelevä talouskasvu. Yleisen talustilanteen ollessa heikko, oli myös työpaikkatuotteiden markkinat omassa murroksessaan, kun ankara hintakilpailu ajoi pienempiä toimijoita ahtaalle ja muun muassa digitalisaatio vei jalansijaa perinteisiltä työpaikkatuotteilta. Wulff myös luopui tällöin liikelahjaliiketoiminnastaan, joka on vaikuttanut liikevaihdon sekä tuloksen laskuun. Heikon kannattavuuden ja mätelevän liikevaihdon jakso jatkui aina vuoteen 2017 asti.

## Tuloskäänne lähti vuonna 2018

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

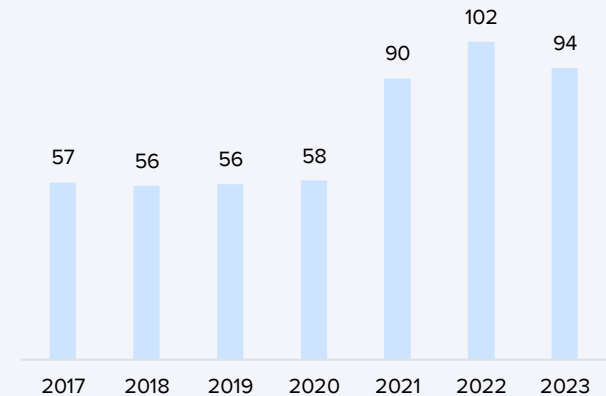
yhtiön kannattavuus parani ja liikevoitto-% nousi 2,7 %:iin vuonna 2018 (2017: 0,1 %).

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

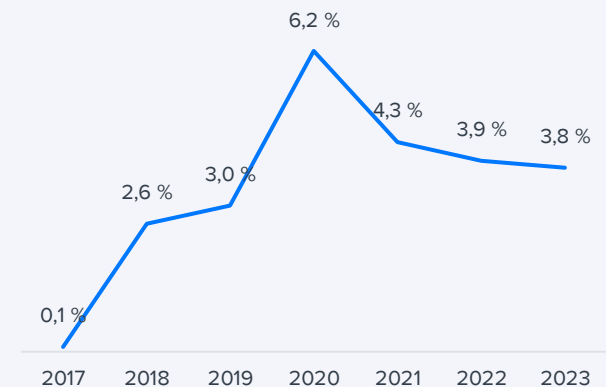
Vuonna 2020 tuloskasvu oli hyvinkin voimakasta vastoin kaikkia odotuksia. Yhtiön piti olla koronakriisin yksi varmoista kärsijöistä. Odotetusti yhtiön messuliiketoiminta kärsi ja perinteisten työpaikkatuotteiden kysyntä hiipui, mutta uusien ns. koronatuotteiden kysyntä oli hyvinkin voimakasta. Uusien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

Vuosina 2021-2023 kysyntä sekä myös tulostaso ovat rauhoittuneet odotetusti alemmalle tasolle, mutta liikevaihto on noussut voimakkaasti Staples-yrityskaupan ansiosta. Liikevaihto kasvoi lähes 60 % noin 90 MEUR:oon vuonna 2021 ja edelleen 13 %:lla 102 MEUR:oon vuonna 2022. Vuonna 2023 liikevaihto laski markkinan mukana noin 8 %:lla 93,8 MEUR:oon. Tulos heikentyi näiden vuosien aikana ns. koronatuotteiden katteiden ja kysynnän laskettua sekä kasvuvaiheen nostaessa kustannuksia (oik. EBIT-%: 2021: 4,3 %, 2022: 3,9 %, 2023: 3,8 %). Yhtiön tuloskäänne on kokonaisuudessaan edennyt hyvin, vaikka kova kasvu, markkinan heikkous sekä inflaatio ovat viime aikoina aiheuttaneet kannattavuushuolia.

## Liikevaihto kasvanut vahvasti yrityskaupan vetämänä (MEUR)



## Kannattavuus parantunut historiasta, mutta hiipunut korkeimmilta tasoiltaan (oik. EBIT-%)



# Taloudellinen tilanne 2/4

## Kustannusrakenne parantunut

Wulffin kustannusrakenne on suhteellisen yksinkertainen. Yhtiön ilmoittama myyntikate kertoo yhtiön ostamien ja myymien tuotteiden välisen erotuksen vähentämällä liikevaihdosta materiaalit sekä palvelut. Viimeisen 3 vuoden aikana myyntikateprosentti on ollut keskimäärin 30,9 %, kun se vuonna 2020 ylsi jopa 36 %:iin. Katteen laskun selityksenä on, että Staplesin yrityskauppa nosti alempikatteisten tuotteiden osuutta liikevaihdosta viimeisen kolmen vuoden aikana. Myös koronatuotteiden kysynnän sekä katteiden lasku laskevat myyntikatetasoa vuosista 2020-2021 selvästi. Palveluiden ja uusien tuotteiden lisääntyessä on myyntikatteessa mielestämme hieman parannusvaraa, mutta nykyisellä liiketoimintarakenteella emme näe entisten tasojen saavuttamista (34-35 %) kestävästi mahdollisena.

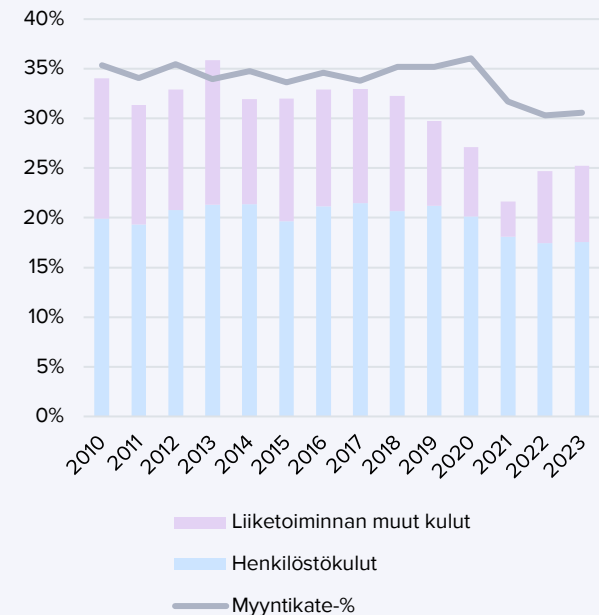
Myyntikatteen alla yhtiön kulut ennen käyttökatetta jakautuvat kahteen erään: henkilöstökuluihin ja liiketoiminnan muihin kuluihin. Henkilöstökulut olivat vuonna 2023 17,6 % liikevaihdosta. Yhtiöllä oli vuoden 2023 aikana keskimäärin 262 työntekijää ja keskimääräinen henkilöstökustannus oli noin 63 000 euroa per henkilö. Henkilöstökulut ovat suhteellisesti laskeneet aikaisemmista vuosista Staples-yrityskaupan myötä (enemmän sopimusmyyntiä). Myös ennen tätä kulusuhteessa on nähty parannusta ja Wulffin tehokkuus on parantunut selvästi 2010-luvulta.

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

puolet kasvaa liiketoiminnan kasvun mukana (mm. matka, markkinointi ja logistiikka). Vastaavasti noin puolet ovat varsin kiinteitä ja niiden osuus yhtiön liikevaihdosta skaalautuu alaspäin mahdollisen liikevaihdon kasvun myötä. Vuonna 2023 kuluerä oli noin 7,7 % liikevaihdosta ja sen taso on myös laskenut historiasta. Vuonna 2021 liiketoiminnan muut kulut laskivat hyvin alas 3,5 %:iin liikevaihdosta, mutta tämä selittyy yrityskaupan kertaluonteisella negatiivisen liikearvon kirjauksella. Tätä ennen IFRS 16 -muutosten myötä toimitila- ja laitevuokrat siirtyivät kuluista poistoihin, mikä laski kuluerän osuutta kokonaisuudesta. Poikkeuksellisenä vuonna 2020 matkakuluista säästyi myös paljon. Arvioimme muutaman poikkeusvuoden jälkeen vuoden 2023 tason olevan kohtuullisen lähellä normaalia, vaikka kulusuhteessa lienee Staples-kaupan jäljiltä vielä pientä tehostamisen varaa.

Yhtiön poistot ovat olleet maltilliset historiassa. Yhtiö osti aikaisemmin omassa käytössään olevan logistiikkakeskuksen Ruotsista ja pääkonttorinsa Suomesta, joka nosti poistotaakkaa yhdessä IFRS 16 -muutoksien kanssa. Kiinteistöjen ostojen myötä kuitenkin vuokratulujen poistumisella on merkittävä vaikutus alentuvina liiketoiminnan muina kuluina. Velalla rahoitetut kiinteistökaupat nostavat rahoituskuluja ja tuovat kiinteistöjen hoitokuluja ja järjestely tuntui paremmalta ratkaisulta nollakorkoaikana. Nousseiden korkojen ja velkataakan takia Wulffin nettorahoituskulut ovat nousseet vuoden 2020 noin 0,4 MEUR yli 1 MEUR:oon. Vuoden 2023 kohtuullisen hyvästä liikevoitosta (3,2 MEUR) rahoituskulut vievät jo noin kolmanneksen, mikä sijoittajien on hyvä huomioida.

Kustannusrakenteen kehitys



# Taloudellinen tilanne 3/4

## Tasetilanne seuraamisen arvoinen

Wulffin tase on kohtalaisen hyvässä kunnossa. Historiasta tilanne on parantunut ja tunnusluvut ovat suhteellisen normaalilla tasolla, mutta yhtiön velkamäärä on kasvanut mm. kiinteistökauppojen ja yritysostojen myötä. Kasvava velkamäärä sekä taloudellinen tilanne tasapainottuvat liiketoiminnan kehittyessä odotetusti, mutta haasteiden edessä likviditeetti ja taseasema voi nousta ongelmaksi. Tarkastelemme pääosin vuoden 2023 lopun tilannetta.

## Liikearvo ja kiinteistöt varojen puolella isoja eriä

Taseen pitkäaikaisten varojen puolella yksi iso erä vuoden 2023 lopussa oli liikearvo noin 8,8 MEUR:lla edustaen noin 18 % yhtiön taseen loppusummasta. Emme näe arvoissa merkittäviä arvonalentumisriskejä yhtiön tilinpäätöksen perusteella. Kiinteistöjen ostot ja yrityskauppa ovat nostaneet aineellisten hyödykkeiden määrää taseessa. Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet olivat vuoden 2023 lopussa noin 9 MEUR ja noin 18 % taseen loppusummasta.

Lyhytaikaisissa varoissa suurimmat erät olivat yhtiön varasto sekä myyntisaamiset. Varasto kasvoi Staples-yrityskaupan myötä, mutta laski vuoden 2023 aikana 12 MEUR:oon (2022: 14 MEUR). Varasto arvostetaan tilinpäätöksessä hankintamenoonsa tai alhaisempaan myyntihintaan. Varastoon voi jäädä hitaasti kiertäviä tuotteita, joita voidaan joutua alaskirjaamaan tai tekemään näihin varauksia. Varasto on Wulffilla kuitenkin kohtuullisen pitkäaikaista eikä tuotteilla ole merkittävää riskiä esimerkiksi vanhentumisesta.

Myyntisaamiset olivat vuoden 2023 lopussa noin 12,7 MEUR:ssa. Saamiset ovat iso erä taseessa, mutta niissä ei ole yhtiön mukaan merkittäviä luottoriskejä.

## Kassa pidetty ohuena

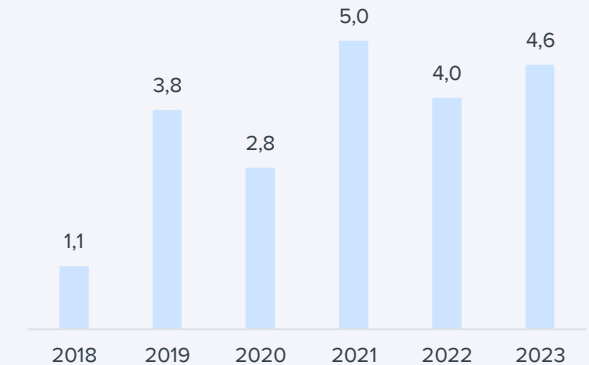
Yhtiön kassassa oli vuoden 2023 lopussa vain 151 tuhatta euroa (2022: 1,0 MEUR). Yhtiötä on ajettu historiassa hyvinkin maltillisella kassapositionilla (alle 1 % taseen loppusummasta), mutta liiketoiminnan koon sekä velkataakan kasvun myötä kassan likviditeetti oli äärimmäisen ohut vuoden lopussa. Q1:n jälkeen tilanne hieman parani, kun rahavarat nousivat 0,8 MEUR:oon.

Wulffilla on kassan lisäksi kuitenkin olemassa 5,5 MEUR:n pankkitililimiitit, joista 4,5 MEUR oli vielä vuoden lopussa käyttämättä. Tätä taustaa vasten lyhyellä aikavälillä puskuria on vielä siis jäljellä hyvin, mikä vähentää riskejä maksuvalmiuden osalta.

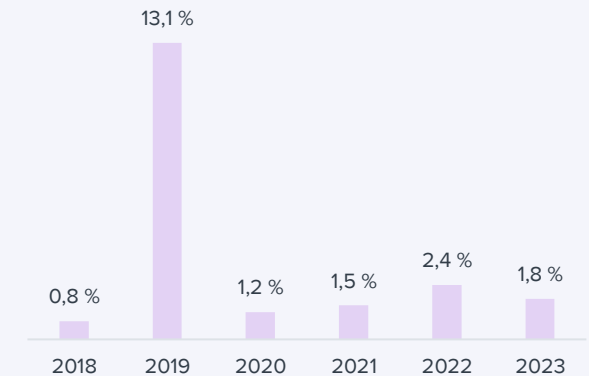
Kuten oikealla näkyvästä kuvaajasta huomaa, rahavirta on ollut usean vuoden ajan myös kohtuullisen vahvaa ja yhtiö on kyennyt hyvin selviytymään operatiivisen liiketoimintansa tarpeista. Wulffille on myös tyypillistä, että rahavirta kertyy loppuvuotta kohden.

Yhtiön liiketoiminta ei sido merkittävästi pääomia kiinteään omaisuuteen ja bruttoinvestoinnit ovat usein kohtuullisen maltilliset (1-2 % liikevaihdosta). Yritysostot, IFRS16-standardin käyttöönotto ja kiinteistöjen hankinnat (2019) ovat nostaneet investointeja ja samalla myös nostaneet yhtiön velkaantuneisuutta.

Liiketoiminnan rahavirta (MEUR)



Bruttoinvestoinnit pysyviin vastaaviin (% liikevaihdosta)



# Taloudellinen tilanne 4/4

## Taloudelliset tunnusluvut kohtuullisen hyvällä tasolla

Yhtiön oma pääoma oli vuoden 2023 lopussa 22 MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä oli 12 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste oli hyvällä tasolla noin 46 %:ssa (2022: 41 %) ja nettovelkaantumisaste oli 52 %:ssa (2022: 53 %). Ottaen huomioon, että yhtiö on tehnyt ison yrityskaupan ja kasvattanut velkamääräänsä, on tunnusluvut pysyneet kohtuullisen hyvällä tasolla. Korollisia velkoja nostaa sekä tunnuslukuja osin heikentää lisäksi IFRS 16 -muutoksen myötä kasvaneet vuokratavat (2023: 0,8 MEUR). Velkojen keskikorko on myös noussut nyt merkittävästi 5,9 %:iin (2023), kun se vielä vuonna 2022 oli noin 3 %.

Korollisista veloista kuluvana vuonna erääntyy noin 1,8 MEUR. Liiketoiminnan kehittyessä odotetusti yhtiö pystyy rahavirran avulla lainan maksamaan, mutta yhtiö voinee myös uudelleenrahoittaa velkansa. Osassa lainoista on kovenantteja, joiden mukaan omavaraisuusasteen tulee olla vähintään 35 % ja korolliset velat/käyttökate-suhdeluvun on oltava enintään 3,5x (2023: 2,2x). Molemmat kovenantit täyttyivät vuoden 2023 lopussa.

Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli 2023 lopussa 17,4 MEUR ja nämä erät ovat suurelta osin ostovelkoja ja ennakkomaksuja. Yhtiö rahoittaa toimintaansa pääosin ostovelalla ja pyrkii neuvottelemaan paremmat ostoehdot itselleen kuin mitä he tarjoavat ulospäin. Isona toimijana Suomessa yhtiöllä on jonkin verran neuvotteluasemaa, mutta isojen kansainvälisten toimittajien kanssa näemme Wulffin joutuvan

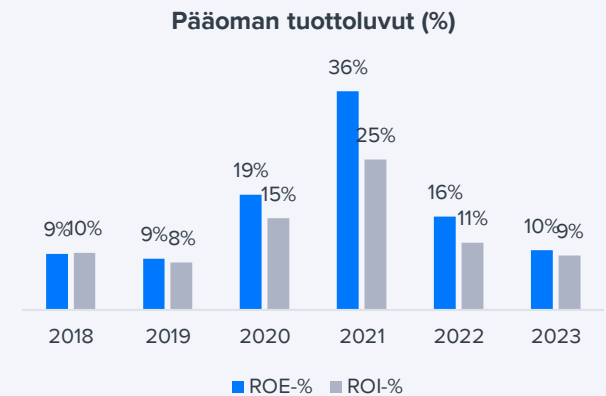
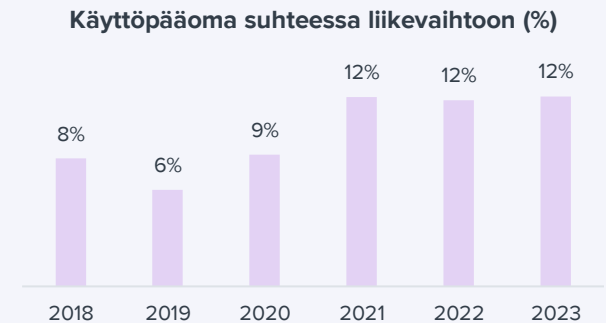
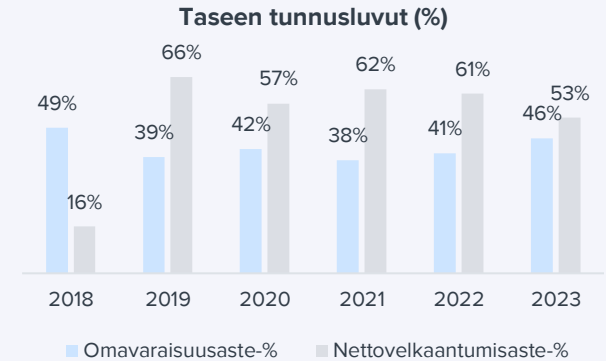
osittain joustamaan maksuehdoissa.

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

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

## Pääoman tuottoluvut maltillistuneet

Hyvän tuloskehityksen myötä pääoman tuotot ovat parantuneet historiasta, mutta laskeneet huipuista maltillisemmiksi. Vuosina 2018-2019 tuotto oli jo kohtuullinen, mutta parani merkittävästi seuraavina vuosina. Vuoden 2021 luku ei tosin ole vertailukelpoinen negatiivisen liikearvon kirjauksen vuoksi. Vuonna 2022 ja 2023 pääoman tuotot ovat palanneet lähemmäs normaalia tasoa. Tasoissa olisi kuitenkin parantumisen varaa optimaalisemmalla taseasemalla ja kannattavuuden nousulla.





# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>22,1</b>	<b>22,2</b>	<b>24,3</b>	<b>24,9</b>	<b>25,3</b>
Liikearvo	8,8	8,8	10,2	10,2	10,2
Aineettomat hyödykkeet	1,6	2,5	2,3	1,9	1,5
Käyttöomaisuus	10,0	9,0	9,9	11,0	11,8
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>32,0</b>	<b>27,3</b>	<b>29,9</b>	<b>31,5</b>	<b>32,5</b>
Vaihto-omaisuus	14,1	12,3	13,5	13,8	14,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	16,8	14,9	15,9	17,1	17,7
Likvidit varat	1,0	0,2	0,5	0,6	0,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>54,1</b>	<b>49,6</b>	<b>54,2</b>	<b>56,3</b>	<b>57,8</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>21,3</b>	<b>22,0</b>	<b>22,1</b>	<b>23,1</b>	<b>24,6</b>
Osakepääoma	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Kertyneet voittovarot	9,6	10,5	11,2	12,1	13,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Vähemmistöosuus	0,8	0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>10,8</b>	<b>10,2</b>	<b>11,5</b>	<b>11,3</b>	<b>10,8</b>
Laskennalliset verovelat	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	10,6	10,0	11,5	11,3	10,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>22,0</b>	<b>17,4</b>	<b>20,6</b>	<b>21,9</b>	<b>22,5</b>
Korolliset velat	3,4	1,8	2,6	2,6	2,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	18,6	15,6	18,0	19,3	19,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>54,1</b>	<b>49,6</b>	<b>54,2</b>	<b>56,3</b>	<b>57,8</b>

# Ennusteet 1/3

## Vahvan kasvuvauhdin jälkeiseen aikaan

Lähtökohtana ennusteillemme on Wulffin liiketoimintojen näkymät, strategian tavoitteet ja odottamamme markkinakasvu sekä toteutettujen yritysostojen kautta tuleva epäorgaaninen kasvu. Wulffilla on halu olla kilpailijoitaan aktiivisempi toimija yritysjärjestelyissä. Emme kuitenkaan ennusta vielä toteutumattomia yritysostoja niiden heikon ennustettavuuden (mm. ajoitus, hinta, koko) vuoksi. Markkinakasvun odotamme olevan työpaikkatuotteiden osalta lähivuosina positiivista heikomman ajanjakson jälkeen, mutta kokonaisuutena pysyvän hyvinkin maltillisena (0-2 %).

Näkymät vaikuttavat olevan Wulffin liiketoiminnoille kohtuulliset. Tietyt toimialueet kärsivät heikosta talouskasvusta sekä toimintaympäristön epävarmuudesta (työpaikkatarvikkeet ja -palvelut), vaikka henkilöstövuokraus- sekä tilitoimistoalan osalta tilanne onkin valoisampi. Ennusteissa huomioonotettava on etenkin Wulff Worksin tuoma lähivuosien merkittävä kasvu liiketoiminnan käynnistymisen seurauksena.

## Vuonna 2023 Works näkyy ennusteissa

Wulff odottaa vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan (2023: 93,8 MEUR) ja vertailukelpoisen liikevoiton olevan hyvällä tasolla (2023: 3,5 MEUR). Palveluliiketoiminnoista odotetaan kasvua tänä vuonna, mutta tuoteliiiketoiminnoille tilanne on haastavampi yleisen taloustilanteen kiristymisen vuoksi etenkin alkuvuonna. Lisäksi yhtiö on viime raportissaan maininnut, että Lähi-Idän tilanteen seurauksena tuotteiden saatavuushaasteita ja

logistiikkakustannusten nousua voi ilmaantua väliaikaisesti, mikä voi rokottaa kannattavuutta.

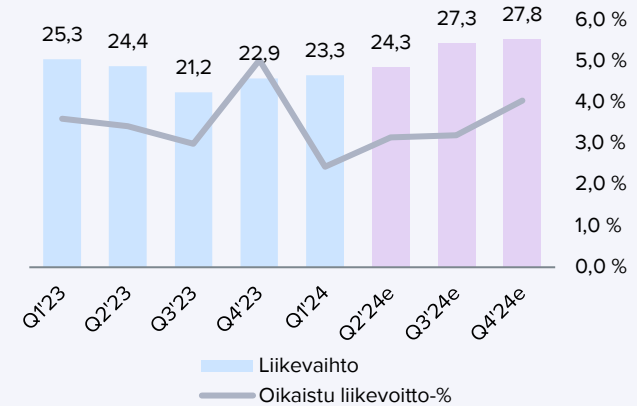
Vuoden 2023 liikevaihdon laskun jälkeen odotamme liikevaihdon jälleen kääntyvän ohjeistuksen mukaisesti nousuun tänä vuonna. Odotamme liikevaihdon nousevan 9 %:lla 102,6 MEUR:oon vuonna 2024 ja kasvun tulevan pääosin Wulff Worksista.

Haastava markkinatilanne työpaikkatuotteissa ja Skandinaviassa lopetettujen liiketoiminnan myötä odotamme liikevaihdon laskevan Tuotteet työympäristöihin -segmentissä noin 7 %:lla 80 MEUR:oon. Koulukauppa (4-5 MEUR) tukee kuitenkin segmenttiä ja Wulffia Q2-Q3:n toimituksillaan.

Työelämän palvelut segmentissä odotamme liikevaihdon kasvavan noin 23 MEUR:oon Wulff Worksin noin 15 MEUR:n liikevaihdon vaikutuksella. Segmentin kasvua tukee Wulff Worksin lisäksi Lundströmin ja Raahen Taseen liiketoimintojen osto sekä orgaanisesti hyvin ennusteissamme kehittyvät palveluliiketoiminnot.

Oikaistun liikevoiton odotamme heikentyvän 3,4 MEUR:oon (oik. EBIT-%: 3,3 %) vuonna 2024, sillä Wulff Works tuo arviomme mukaan etenkin alkuvuonna kustannuksia eikä kannattavuus vielä loppuvuonnakaan nouse liiketoiminnan potentiaaliselle tasolle. Myyntikatteen odotamme nousevan 30,9 %:iin (2023: 30,6 %) parempikatteisten tuotteiden ansiosta ja palveluiden osuuden nousun myötä. Kuitenkin sekä henkilöstökulujen että liiketoiminnan muiden kulujen odotamme nousevan vuonna 2024 kasvuinvestointien sekä palkkapaineiden vuoksi.

Liikevaihdon (MEUR) ja liikevoitto-% (oik.) kehitys kvartaaleittain 2024



Oikaistun liikevoiton (MEUR) kehitys kvartaaleittain



# Ennusteet 2/3

Staples-yrityskaupan synergioiden (3 MEUR), muutosneuvotteluiden (0,5 MEUR) ja inflaation hellittämisen tulisi hieman tukea kannattavuutta. Alemmilla riveillä kasvava velkataakka nostaa rahoituskuluja ja osakasmallilla toimiva Wulff Works lisää Wulffin vähemmistöosuusien määrää. Raportoidun osakekohtaisen tuloksen odotamme tätä myöten laskevan 0,24 euroon per osake (2023: 0,30 euroa).

Osingon odotamme olevan 0,15 eurossa vertailukauden tasolla (2023: 0,15 euroa). Osinkoja jakaakseen liiketoiminnan kehityksen olisi mentävä suunnitellusti, sillä kuten kerroimme, likviditeetti on ohut ja nykyisellään osinkojen jakosuhte on korkeahko noin 60 %.

## Lähi vuosien tulosparannus markkinan piristymisen ja Worksin onnistumisen varassa

Vuosien 2025-2026 aikana odotamme markkinan perinteistenkin työpaikkatuotemarkkinoiden osalta piristyvän ja Wulff Worksin liiketoiminnan lähestyvän kypsempää vaihetta niin liikevaihdollisesti kuin tuloksellisesti (EBIT-% 5 %). Tärkeimpänä ajurina on Wulffin omien tehostamistoimien (Staples-synergiat, järjestelmä uudistukset) sekä Wulff Worksin kasvun sekä kannattavuuden ylösjon onnistuminen.

Tehostamistoimien lisäksi työpaikkatuotteiden myynnin tulisi kasvaa ja tuotemixin muutoksen (etenkin hoiva- ja terveystuotteiden kasvu) vuoksi tuotteista saatavien katteiden tulisi parantua. Yllä mainittujen syiden vuoksi odotamme liikevaihdon jatkavan kasvuaan noin 5 %:n vuositahtia ja asettuvan 110 MEUR:oon vuonna 2025 ja 114

MEUR:oon vuonna 2026.

Oikaistun liikevoiton odotamme parantuvan selvästi 4,3 MEUR:oon (oik. EBIT-% ka.: 3,9 %) vuosien 25-26 aikana (keskiarvo) etenkin Wulff Worksin liiketoiminnan kehittymisen ja kiinteiden kulujen skaalautuvuuden myötä. Arvioimme kuitenkin, että Wulff Worksin kannattavuus on vielä vuonna 2025 alle koko konsernin kannattavuuden. Yllä mainittujen syiden lisäksi odotamme Wulffin muun liiketoiminnan kannattavuuden parantuvan kohti entisiä tasojaan (+4 % EBIT-%) markkinan piristymisen mukana.

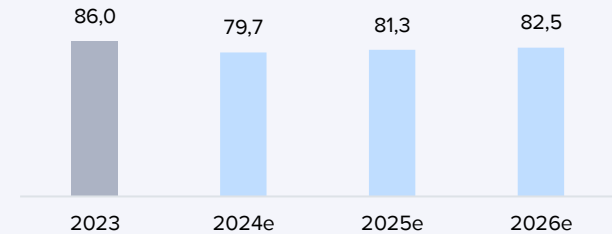
Lähi vuosina odotamme kulurivien osalta myyntikatteen tuotemixin muutoksen myötä nousevan yli 31 %:iin, mutta tasaantuvan alle historiallisten lukemien (35 %). Henkilöstökulujen odotamme asettuvan noin 17-18 %:iin liikevaihdosta ja liiketoimintojen muiden kulujen suhteen liikevaihtoon pienentyvän kasvuinvestointivaiheen noin 8 %:sta noin 7 %:iin.

## Kovat kasvutavoitteet vaativat yritysostoja

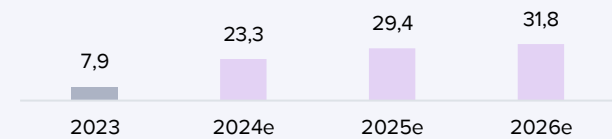
Ennustamme liikevaihdon kasvavan vuosien 2023-2026 aikana keskimäärin noin 7 %:lla (CAGR-%). Kasvu jääkin ennusteillamme selvästi alle Wulffin omien tavoitteiden (15-20 % vuosittainen kasvu).

Kasvua tulee kuitenkin tukemaan todennäköisesti yritysostot ja laajentuminen uusiin tuote- tai palveluliiketoimintoihin, kuten nyt jo Worksin osalta on nähty. Vuonna 2026 yhtiö tavoittelee 200 MEUR:n liikevaihtoa, joka on mahdollinen, mutta kunnianhimoinen tavoite (2026e: 114 MEUR) etenkin meidän ennusteisiimme nähden.

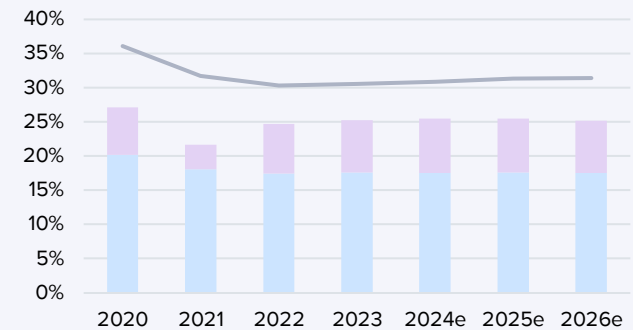
Tuotteet työympäristöihin -segmentin liikevaihdon ennuste (MEUR)



Työelämän palvelut -segmentin liikevaihdon ennuste (MEUR)



Kustannusrakenne (%-liikevaihdosta)



Liiketoiminnan muut kulut (purple)  
Henkilöstökulut (blue)  
Myyntikate-% (grey line)

# Ennusteet 3/3

Näemme tavoitteen vaativan useita yritysostoja, johon tosin pirstaloitunut markkina tarjoaa mahdollisuuksia. Nykyisellään mielestämme yhtiön likviditeetti ja tasetilanne kuitenkin rajoittaa kasvun ostamista tai orgaanisen kasvun investointeja. Arvonluonnin kannalta toivottavaa on myös, että tavoitetta ei kannattavuuden kustannuksella lähdetä tavoittelemaan. Ottaen huomioon yhtiön panostukset kestävään tulostason parantamiseen pidämme tätä kuitenkin epätodennäköisenä.

Yhtiön tulostasanteen myötä parantunut kustannustehokkuus ja odottamamme myyntikatteen parantuminen tukevat yhtiön kannattavuuden tason ylläpitoa yhdessä synergioiden kanssa. Yhtiö tavoittelee strategiassaan vertailukelpoisen liikevoitto-%:n kasvattamista, mihin yhtiöllä on mielestämme hyvät mahdollisuudet vuoden 2024 ennustetusta tasosta (EBIT-% 24e: 3,2 %). Kuluvana vuonna emme näe vielä marginaalin parannusta mahdollisena. Ennusteissamme kasvu ja hiljalleen nousevat marginaalit pitävät EPS-kasvun vuosille 2023-2026 kuitenkin kohtuullisella noin 6 %:n tasolla.

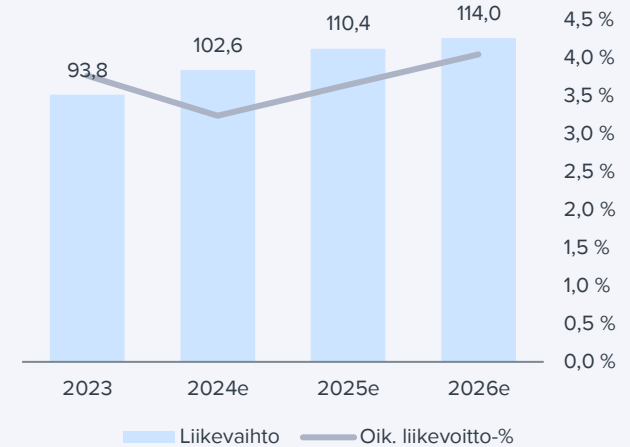
## Pitkän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2027 alkaen odotamme markkinatilanteen jatkuvan hyvin edellisvuosien kaltaisena ja hitaan kasvun aikakauden jatkuvan perinteisillä työpaikkatuotteiden markkinalla. Odotamme myös pidemmällä aikavälillä markkinan kohtaavan selvää keskittymistä ja pienempien toimijoiden joutuvan mahdollisesti

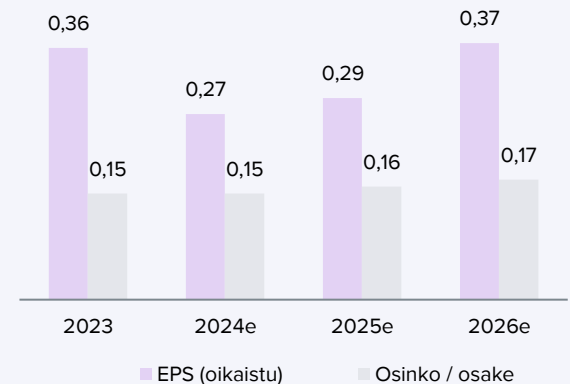
konsolidoinnin kohteeksi. Isojen toimijoiden kesken markkinaosuuksista tullaan käymään kilpailua ja uskomme hinnan olevan isoimpia kilpailutekijöitä.

Arviomme mukaan Wulffin strategia panostaa uusien tuotteiden kehittämiseen parantaa mahdollisuuksia pärjätä aikaisempia vuosia paremmin taantuvassa markkinassa. Liikevaihdon kasvuennustemme hidastuu pidemmällä aikavälillä toimialalle mielestämme kestäväälle 1,0 %:n tasolle. Kannattavuuden odotamme pitkällä aikavälillä tasaantuvan 4,0 %:iin, joka on nyt yhtiön hyvin pitkän aikavälin historiallisen keskiarvon (1999-2023 EBIT-% ka.: noin 4 %) tasolla. Kannattavuudessa voi olla uusien tuotealueiden ja mahdollisten yritysostojen myötä myös nousuvaraa. Pidämme sen kuitenkin tässä vaiheessa kohtuullisen neutraalina, sillä yhtiöllä on myös todistettavaa tulostasossa vahvojen kasvuvuosien jälkeen.

### Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



### EPS (oikaistu) ja osinko per osake



# Ennustemuutokset

## Ennustemuutokset 2024e-2026e

- Emme merkittäviä tehneet ennustemuutoksia laajan raportin päivityksen yhteydessä
- Lisäsimme pienen Tilitoimisto Raahen Tase yritysoston ennusteisiimme
- Olemme päivittäneet mallinnuksemme liikevaihtotasolla huomioimaan erikseen raportoitavat Tuotteet työympäristöihin ja Työelämän palvelut -segmentit

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Inderes	Tot.	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	102,4	102,6	0 %	110,0	110,4	0 %	113,6	114,0	0 %
Käyttökate	5,6	5,6	1 %	6,6	6,7	1 %	7,3	7,3	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,3	3,4	1 %	4,0	4,1	2 %	4,6	4,6	1 %
Liikevoitto	3,1	3,2	1 %	4,0	4,1	2 %	4,6	4,6	1 %
Tulos ennen veroja	1,9	2,0	2 %	2,8	2,9	2 %	3,5	3,5	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,26	0,27	2 %	0,29	0,29	3 %	0,36	0,37	1 %
Osakekohtainen osinko	0,15	0,15	0 %	0,16	0,16	0 %	0,17	0,17	0 %

Lähde: Inderes

# Kvartaaliennusteet

<b>Tuloslaskelma</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23</b>	<b>Q2'23</b>	<b>Q3'23</b>	<b>Q4'23</b>	<b>2023</b>	<b>Q1'24</b>	<b>Q2'24e</b>	<b>Q3'24e</b>	<b>Q4'24e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Liikevaihto</b>	<b>102,2</b>	<b>25,3</b>	<b>24,4</b>	<b>21,2</b>	<b>22,9</b>	<b>93,8</b>	<b>23,3</b>	<b>24,3</b>	<b>27,3</b>	<b>27,8</b>	<b>102,6</b>	<b>110,4</b>	<b>114,0</b>	<b>115,5</b>
Tuotteet työympäristöihin	0,0	22,9	22,3	19,7	21,1	86,0	19,9	19,2	20,6	20,0	79,7	81,3	82,5	83,3
Työelämän palvelut	0,0	2,3	2,1	1,5	1,9	7,9	3,5	5,2	6,7	7,9	23,3	29,4	31,8	32,5
<b>Käyttökate</b>	<b>6,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>5,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>5,6</b>	<b>6,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,9	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-2,4	-2,6	-2,7	-2,7
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>4,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>3,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>
Nettorahoituskulut	-0,7	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-1,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-1,2	-1,1	-1,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>3,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>2,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>
Verot	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,6	-0,7	-0,7
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Nettotulos</b>	<b>3,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>2,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,45</b>	<b>0,08</b>	<b>0,09</b>	<b>0,06</b>	<b>0,13</b>	<b>0,36</b>	<b>0,05</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,09</b>	<b>0,27</b>	<b>0,29</b>	<b>0,37</b>	<b>0,37</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,45</b>	<b>0,08</b>	<b>0,09</b>	<b>0,02</b>	<b>0,12</b>	<b>0,30</b>	<b>0,03</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,09</b>	<b>0,24</b>	<b>0,29</b>	<b>0,37</b>	<b>0,37</b>

<b>Tunnusluvut</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23</b>	<b>Q2'23</b>	<b>Q3'23</b>	<b>Q4'23</b>	<b>2023</b>	<b>Q1'24</b>	<b>Q2'24e</b>	<b>Q3'24e</b>	<b>Q4'24e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	13,0 %	-1,4 %	-2,0 %	-11,6 %	-17,2 %	-8,2 %	-7,8 %	-0,3 %	28,7 %	21,1 %	9,5 %	7,5 %	3,3 %	1,3 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	2,3 %	-24,7 %	109,0 %	-45,4 %	-5,3 %	-11,5 %	-37,7 %	-7,9 %	42,2 %	-2,5 %	-4,8 %	21,5 %	13,6 %	-0,4 %
<b>Käyttökate-%</b>	6,1 %	5,6 %	5,4 %	3,8 %	6,9 %	5,4 %	3,8 %	5,5 %	5,8 %	6,5 %	5,5 %	6,0 %	6,4 %	6,4 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	3,9 %	3,6 %	3,4 %	3,0 %	5,0 %	3,8 %	2,4 %	3,2 %	3,3 %	4,1 %	3,3 %	3,7 %	4,1 %	4,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	3,0 %	2,2 %	2,5 %	0,6 %	3,5 %	2,2 %	0,9 %	1,6 %	1,6 %	2,3 %	1,6 %	1,8 %	2,2 %	2,2 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 1/4

## Arvostuksen yhteenveto

Olemme tarkastelleet Wulffin arvostusta absoluuttisten arvostuskertoimien, DCF-mallin ja verrokkiyhtiöiden kautta. Lisäksi olemme tarkastelleet osakkeen potentiaalia yritysostoskenaarion kautta.

Tulosparannukseen ja kasvuun nojaava lähivuosien arvostus on mielestämme Wulffille kohtuullisen neutraalilla tasolla ja tuotto-odotus jää markkinan (talouskasvu) sekä liiketoiminnan kehityksen (Works, kannattavuusparannus) riskeihin nähden mielestämme matalaksi. Osakkeen selkeämpi nousuvara 12 kuukauden aikajänteellä vaatisi mielestämme ennusteitamme vahvempaa tuloskehitystä.

Arviomme osakkeen käyvästä arvosta tässä vaiheessa on 2-4 euroa, mikä pohjautuu soveltamiimme arvonmääritysmenetelmiimme. Nykykurssi ja tavoitehintamme on käyvän arvon haarukan puolivälin alapuolella. Tämä on mielestämme ymmärrettävää yhtiön viime vuoden maltillisten kannattavuushaasteiden ilmaantumisen jäljiltä. Toistamme Wulffin vähennäsuosituksen ja tarkistaen tavoitehintamme 2,70 euroon (aik. 2,80 euroa).

## Hyväksyttävä arvostus

Käytämme arvonmäärityksessämme pääosin hyödyksi yhtiölle haarukoimaamme absoluuttista arvostustasoa. Hinnoittelimme Wulffin osaketta pääsääntöisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta. Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti EV/EBIT- ja P/E-kertoimia.

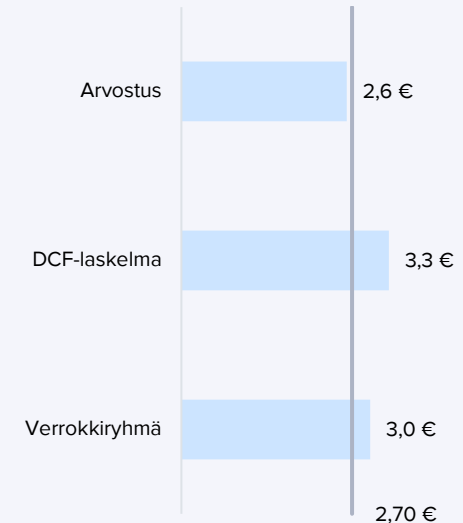
Yhtiölle hyväksyttävä arvostustaso on noussut historiallisten haastavien vuosien jälkeen, kun tuloskäänne on saatu todistetusti aikaan. Historian painolasti sekä pääasiallisen markkinan (toimistotarvike) heikko kasvupotentiaali painavat arvostusta.

Käytämme Wulffille hyväksyttävänä arvostustasohaarukkana 10-12x P/E-kerrointa ja noin 8-10x EV/EBIT-kerrointa. Nykyisellään kertoimien taso mielestämme kuvastaa hyvin Wulffin nykyistä tuloskasvuprofilia, mutta ottaen huomioon myös yhtiön arvonluonnin (ROIC=WACC), yhtiön pienen koon sekä nykyisten taantuvien tuotemarkkinoiden (perinteinen toimistotarvike) potentiaalin.

Kertoimien ylälaita on hieman Helsingin pörssin pitkän aikavälin keskiarvon alapuolella (2002-2023 mediaani P/E: 14x). Haarukan nostoa tai ylälaitaan tukeutumista ei voi mielestämme poissulkea, mutta näille tasoille yltäminen vaatisi Wulffin liiketoimintaprofiilin (kannattavuus, pääoman tuotto) ja/tai kasvunäkymän parantumista.

Tämä voisi mielestämme tapahtua suurempien yritysostojen tai uusien tuotealueiden luomien mahdollisuuksien kautta. Niidenkin tulisi kuitenkin mielestämme vielä todistaa potentiaalinsa mahdolliseksi. Tällä hetkellä nojaamme kertoimien alalaitaan ennusteidemme maltillisen tuloskasvun sekä rahoitusmarkkinoiden nousseiden tuottovaatimuksien vuoksi.

## Tavoitehinnan muodostuminen



# Arvonmääritys 2/4

## Kertoimet neutraalilla tasolla

Kun tarkastelemme vuosien 2024-2025 arvostusta (24-25e ka.: EV/EBIT: 8x, P/E: 9x), on osake mielestämme neutraalisti hinnoiteltu. Hyväksyttävän haarukkaamme alarajaan nähden (P/E: 10-12x, EV/EBIT: 8-10x) osakkeessa ei olisi juuri nousuvaraa.

Arvostus ei kokonaisuudessaan ole mielestämme haastava, mutta näkisimme osakkeen nousuvaran muodostuvan ennen kaikkea odotuksia paremmasta tuloskehityksestä. Odotuksia paremman kestävän tuloskehityksen kautta kertoimissa voisi myös haarukkamme sisällä olla nousuvaraa, kuten aikaisemmin totesimme.

Tasepohjainen P/B-luku on lähivuosille noin 0,8x-tasolla, mikä on yhtiön pääoman tuottoihin nähden mielestämme oikean suuntainen. Yhtiön pääoman tuotto (ROIC-%) on meidän laskelmiemme mukaan ollut viimeisen viiden vuoden (19-23) aikana noin 15 %, mutta koronan poikkeuksellisen hyvät vuodet ovat sitä nostaneet liiankin kovalle tasolle.

Emme näe 15 %:n pääoman tuottoa kestäväenä tasona ja ennusteissamme ROIC-% laskee noin 9 %:n tasolle. Tämä on pääoman tuottovaateen (WACC: 9 %) kanssa linjassa eikä mielestämme oikeuta tasearvoa korkeampaa arvostusta.

## Osinko hyvällä tasolla, mutta kestävyys koetuksella

Odotamme Wulffin jatkavan osingonmaksulinjaansa lähivuosina ja nykyisillä ennusteillamme lähivuosien osinkotuotto on 6 %:n tasolla tukien hieman tuotto-odotusta. Korostamme kuitenkin osingon olevan riippuvainen yhtiön

tuloksentelekkävyydestä, maksuvalmiudesta sekä investointisuunnitelmista. Vaikka osingonjakosuhte on tulokseen nähden tällä hetkellä kohtuullisen terveellä noin 60 %:n tasolla, aiheuttaa velkaantuneisuus ja maksuvalmius riskejä osingon leikkauksille.

## Wulffin vertailuryhmä

Wulffille on haastavaa löytää hyvää verrokki-ryhmää, sillä Pohjoismaissa ja Euroopassa on hyvin vähän listattuja työpaikkatuotteita myyviä yrityksiä. Pohjoismaista ei löydy yhtään selkeää verrokkia ja Suomesta verrokkiryhmään on valittu Martela, joka pääsääntöisesti toimii toimistokalusteiden parissa.

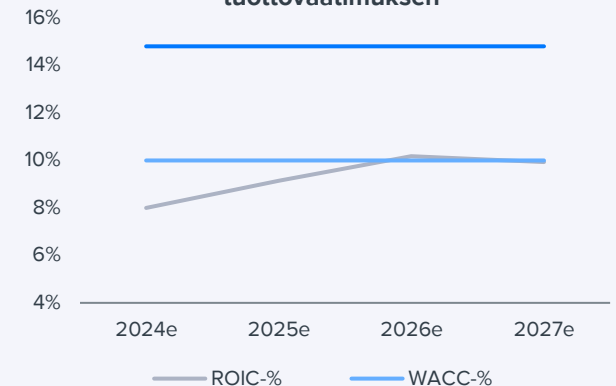
Pääosin olemme valinneet verrokkiryhmäämme tunnettuja kansainvälisiä toimistotarvikeyrityksiä, jotka ovat joko työpaikkatuotteiden tai muiden Wulffin tuotekategoriaan kuuluvien tuotteiden myyjiä. Tällaisia ovat mm. Yhdysvalloissa Office Depot, 3M, Ennis ja Acme United Corp.

Tilitoimistoalan verrokeista olemme ottaneet mukaan Talenomin sekä Aallon Groupin ja henkilöstövuokrauksesta Eezyn. Korostamme kuitenkin, että näiden liiketoimintojen osuudet Wulffin kokonaisuudesta ovat pienet, joten suoraan näiden korkeammalle arvostettujen palveluyhtiöiden kertoimia Wulffiin ei voi vielä verrata.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,54	2,54	2,54
Osakemäärä, milj. kpl	6,86	6,86	6,86
Markkina-arvo	17	17	17
Yritysarvo (EV)	31	31	30
P/E (oik.)	9,5	8,7	6,9
P/B	0,8	0,8	0,7
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,5	4,6	4,1
EV/EBIT (oik.)	9,2	7,5	6,5
Osinko/tulos (%)	61,9 %	54,6 %	46,3 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,3 %	6,7 %

Lähde: Inderes

## Pääoman tuotto jää lähivuosina alle tuottovaatimuksen



Lähde: Wulff, Inderes



# Arvonmääritys 3/4

## Wulffin verrokkien arvostus

Verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) 2024-2025e EV/EBIT-kerroin on 11x ja P/E-kerroin on 13x. Verrokkien arvostus on noussut mielestämme haastavammalle tasolle uusien yhtiöiden myötä. Ilman uusiakin yhtiöitä kertoimet ovat viime vuosien matalasta tasosta palautuneet (tai tulokset laskeneet). Verrokkien käyttökelpoisuutta heikentää muutaman yhtiön todella alhaiset kertoimet, muutaman yhtiön todella korkeat kertoimet, negatiiviset tulokset, osin ennusteiden puuttuminen ja erilaiset liiketoimintaprofiilit.

Kuten arvata saattaa, uusien lisättyjen palvelu/ohjelmistoyhtiöiden kertoimet ovat selvästi korkeampia kuin perinteisten työpaikkatuotteiden toimittajien. Esimerkkinä USA:ssa listatun Office Depotin P/E-kerroin on vuoteen 2025 6x-tasolla, kun taas Talenomilla vastaava kerroin on 30x. Puhtaasti perinteisen toimistotarvikkeiden myyjän liiketoimintaan Wulffia ei mielestämme tulisi verrata, mutta ei myöskään skaalautuvaan ohjelmistoyhtiöön.

Uusien yhtiöiden vuoksi hinnoittelimme Wulffia tällä hetkellä 10 % alennuksella verrokkeihin nähden (aik. 0 %). Vuosien 2024 ja 2025 ennusteillamme nykyinen Wulffin arvostus vastaa noin 25 %:n alennusta verrokkien mediaaniin, joten nousuvaraa olisi noin 15 %.

Verrokkiryhmä ei anna mielestämme parasta kuvaa Wulffin arvostuksen nykytasosta ja verrokkien painoarvo arvonmäärityksessämme on edelleen hyvin alhainen. Lisäksi verrokkiryhmän ennusteisiin ja arvostuksen luotettavuuteen liittyy selkeitä epävarmuustekijöitä kertoimien suuren

heittelyn vuoksi.

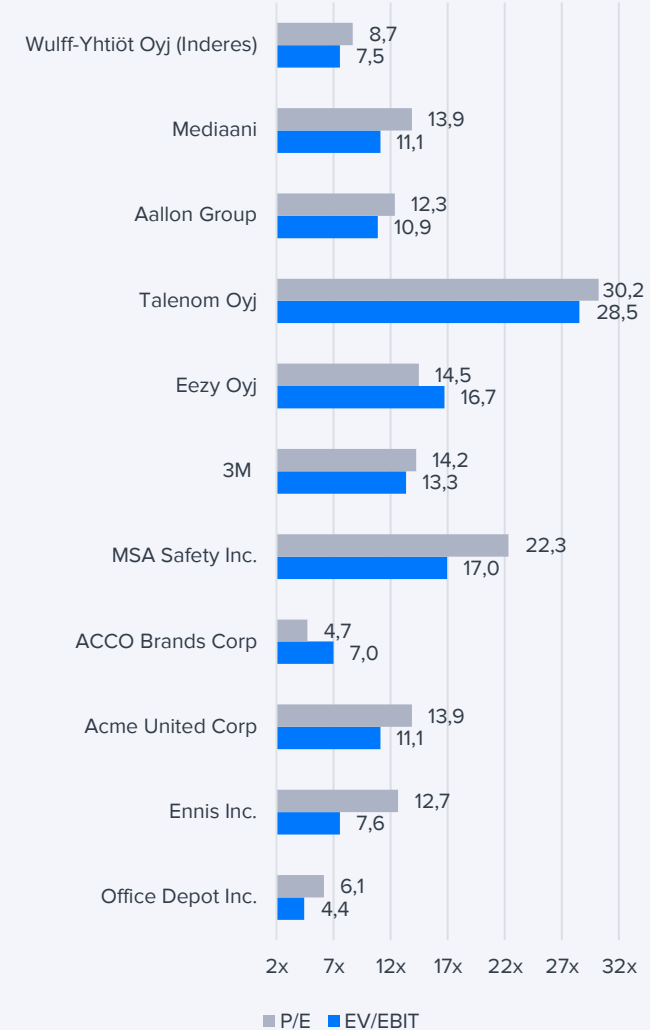
## DCF-arvonmääritys

DCF-mallin arvo on 3,3 euroa. Annamme DCF-laskelmалlemme myös painoa arvonmäärityksessämme, vaikka kassavirtojen ennustettavuus pitkälle tulevaisuuteen omaakin epävarmuustekijöitä etenkin uusien liiketoimintojen käynnistyksen kynnyksellä. Lisäksi DCF-mallissa mahdollisia yrityskauppoja ei ole huomioitu.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin hieman vahvemman kasvun jälkeen terminaaliyksellä 1,0 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 4,0 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalin paino kassavirtojen arvosta on noin 50 %, mikä on normaalilla tasolla.

Pitkän aikavälin kannattavuus ei ole merkittävästi nykyistä korkeampia. Pitkän aikavälin potentiaalia mielestämme alentaa yhtiön perinteisen työpaikkatuotteiden liiketoiminnan hidas kasvu sekä kireä kilpailu. Tämän vuoksi näissä tuotteissa kannattavuuden voi olettaa olevan pitkällä aikavälillä paineessa. Uudet tuotealueet ja yhtiön suorittaminen viime vuosina on kuitenkin lisännyt luottamustamme kannattavuuteen. Yhtiön viime aikaiseen suorittamiseen nähden pidämme tasoa kohtuullisen neutraalina tällä hetkellä. Tasossa voi olla vielä nousupaineita yhtiön kannattavuuden kestävästi noustessa lähemmäs 5 %:n potentiaalista tasoa. Jatkuvien haasteiden ilmaantuessa voi pitkän aikavälin kannattavuustaso kuitenkin laskea mielestämme jälleen lähemmäs 3 %:n tasoa.

## Verrokkiryhmä 2025e



# Arvonmääritys 4/4

## Yritystoskenaarior

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

Olemme arvioineet yhtiön strategian tavoitteiden mukaisesti, että yhtiön liikevaihto kasvaisi seuraavan 3 vuoden aikana (vuoteen 2026 asti) 200 MEUR:n tasolle. Tällöin Wulffin pitkän aikavälin kannattavuudella (EBIT-%: 4 %) liikevoitto olisi vuonna 2026 noin 8,0 MEUR.

## Rahoitusta tarvittaisiin

Orgaanisen liikevaihdon kasvun ennusteisiimme nähden liikevaihtoa olisi vuoden 2026 lopussa noin 86 MEUR enemmän. Wulffin pitkän aikavälin kannattavuustasolla (4 %) tämä tekisi noin 3,4 MEUR:n liikevoiton. Viimeisin kauppa, minkä Wulff suoritti (Raahen Tase) tehtiin 5x EV/EBIT-tasolla. Raahen Taseen tilitoimistoliiketoiminnan kannattavuus ja liiketoimintaprofiili ovat kuitenkin Wulffin perusliiketoimintaa houkuttelevammat. Staplesin kauppa toteutui 3x-tasolla, mutta se taasen oli mielestämme poikkeuksellisen hyvä hinta. Olettaen, että yritysostot suuntautuisivat strategian mukaan palvelualalle käyttäme noin 5x-kerrointa. 5x-kertoimella 86 MEUR:n liikevaihdon ja 3,4 MEUR:n liikevoiton kokonaisuuden yritysarvoksi tulisi noin 17 MEUR.

Yhtiöllä ei ole kassassa juuri nyt varoja käyttäen yritysostoihin ja velkaa on 14 MEUR:n arvosta. Vaikka tunnusluvut eivät ole taseen kannalta hälyttäviä, nykyisen velkamäärän sekä kassatilanteen vuoksi emme näe 17 MEUR:n

velkarahoituksen hankkimista järkevänä tai edes järkevällä hinnalla mahdollisena. Mielestämme tuloksen ja sitä kautta kassavirran tulisi antaa aikaa parantaa yhtiön rahoitusasemaa, jotta uuden rahoituksen kautta pääomia olisi paremmin skenaarion toteuttamiseen. Oman pääoman rahoitus on myös mahdollista, mutta siihen lähdeittäessä investoinnin tulisi olla äärimmäisen houkutteleva.

## Skenaariorissa osakkeen arvo nousee selvästi

Tällä hetkellä mielestämme skenaario on aikataulullisesti epärealistinen, mutta kertoo yhtiön potentiaalista. Skenaariorion oletukset yrityskauppojen hinnan sekä hyvänä säilyvän kannattavuuden suhteen ovat myös hyvin epävarmoja, mikä on hyvä ottaa huomioon.

Hyväksyttävänä arvostuksena skenaariolle olemme käyttäneet haarukkamme (8-12x) alarajaa, josta yritysarvoksi vuonna 2026 muodostuisi noin 64 MEUR. Nettovelan osalta olemme arvioineet, että se olisi noin 30 MEUR ottaen huomioon tarvittavan rahoituksen. Tästä saamme markkina-arvoksi vuonna 2026 noin 34 MEUR ja osakkeen arvo olisi tällöin 5,0 euroa.

Nykykurssilla osakkeen vuotuisiksi tuotoksi kurssinousun perusteella muodostuisi noin 30 % vuoteen 2026 asti olettaen, että kaikki skenaariorissa menisi oletuksien mukaisesti ja rahoitus saataisiin. Tuotto on selvästi esimerkiksi meidän pääoman tuottovaateen (9 %) yli kertoen yritysostoskenaariorion antaman option potentiaalista. Yritysostoskenaariorion skenaariorion toteutuminen on kuitenkin mielestämme etenkin aikataulun puolesta epätodennäköinen.

## Yritystoskenaarior

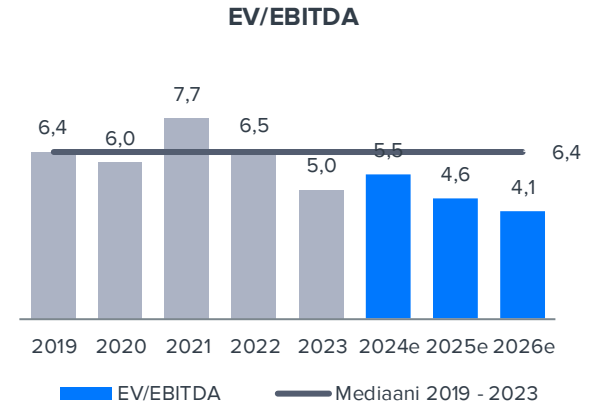
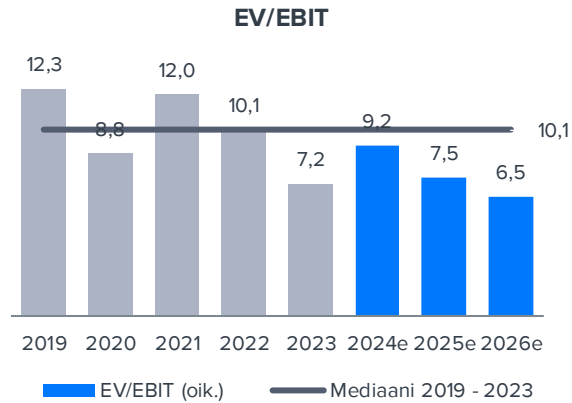
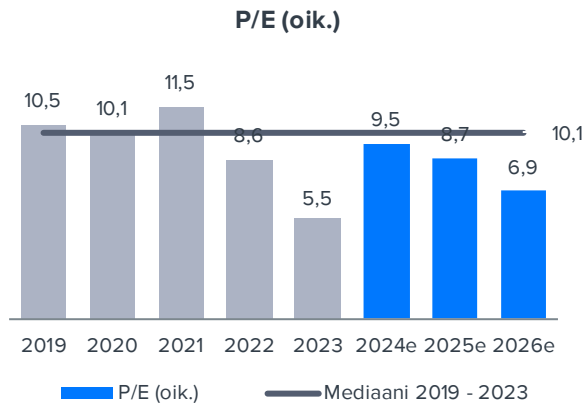
<b>Tulostaso (MEUR)</b>	
Liikevaihto 2026e	200
EBIT-%	4,0 %
EBIT	8,0
<b>Hyväksytty arvostustaso</b>	
EV/EBIT	8
<b>Osakkeen arvo (MEUR)</b>	
Yritysarvo 2026e	64
Nettovelka 2026e	30
Markkina-arvo 2026e	34
<b>Osakkeen arvo 2026e (euroa)</b>	5,0
<b>Osakkeen vuotuinen tuotto nykykurssilla</b>	30 %

Lähde: Inderes

# Arvostus

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,77	3,24	4,92	3,85	1,95	<b>2,54</b>	<b>2,54</b>	<b>2,54</b>	<b>2,54</b>
Osakemäärä, milj. kpl	6,91	6,76	6,76	6,86	6,86	<b>6,86</b>	<b>6,86</b>	<b>6,86</b>	<b>6,86</b>
Markkina-arvo	12	22	33	26	13	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
Yritysarvo (EV)	21	31	47	40	25	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>30</b>	<b>29</b>
P/E (oik.)	10,5	10,1	11,5	8,6	5,5	<b>9,5</b>	<b>8,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,8</b>
P/B	1,0	1,6	1,8	1,3	0,6	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
P/S	0,2	0,4	0,4	0,3	0,1	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
EV/EBITDA	6,4	6,0	7,7	6,5	5,0	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>
EV/EBIT (oik.)	12,3	8,8	12,0	10,1	7,2	<b>9,2</b>	<b>7,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>
Osinko/tulos (%)	72,6 %	37,3 %	14,9 %	31,4 %	49,3 %	<b>61,9 %</b>	<b>54,6 %</b>	<b>46,3 %</b>	<b>48,2 %</b>
Osinkotuotto-%	6,2 %	3,7 %	2,6 %	3,6 %	7,7 %	<b>5,9 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>7,1 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmä

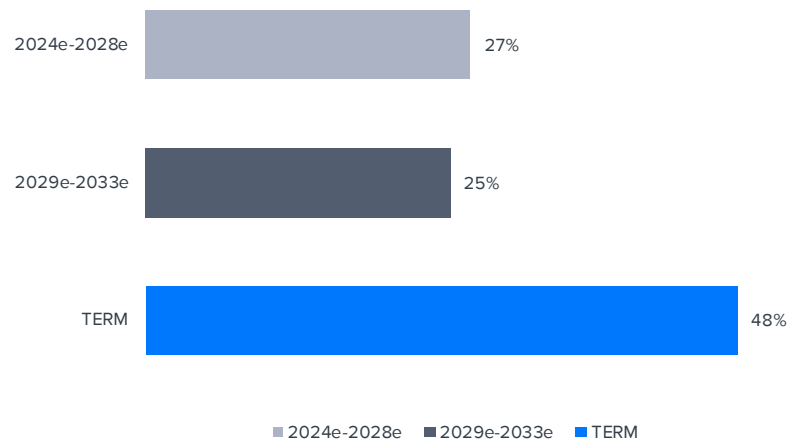
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Office Depot Inc.	1306	1159	4,4	4,4	3,0	2,9	0,2	0,2	7,2	6,1			1,3
Ennis Inc.	506	403	6,9	7,6	5,5	5,5	1,0	1,0	12,3	12,7	4,8	4,8	
Acme United Corp	120	148	11,0	11,1			0,8	0,8	14,8	13,9			
Martela Oyj	6	19			4,3	3,2	0,2	0,2					0,7
ACCO Brands Corp	439	1213	6,7	7,0	5,4	5,7	0,7	0,8	4,8	4,7	6,1	6,1	
MSA Safety Inc.	6343	6762	18,7	17,0	16,4	14,8	4,1	3,9	25,2	22,3	1,1	1,1	
3M	52287	62081	10,4	13,3	8,0	10,3	2,1	2,8	11,1	14,2	6,1	3,3	6,3
Eezy Oyj	36	100	15,4	16,7	6,9	7,4	0,5	0,5	14,5	14,5	5,5	2,8	0,3
Talenom Oyj	230	314	35,8	28,5	9,5	8,6	2,6	2,4	45,8	30,2	3,6	4,0	4,3
Aallon Group	31	33	10,9	10,9	5,4	6,5	1,0	0,9	11,0	12,3	2,7	2,9	2,1
<b>Wulff-Yhtiöt Oyj (Inderes)</b>	<b>17</b>	<b>31</b>	<b>9,2</b>	<b>7,5</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>9,5</b>	<b>8,7</b>	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>	<b>0,8</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>13,3</b>	<b>12,9</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>16,3</b>	<b>14,5</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>
<b>Mediaani</b>			<b>10,9</b>	<b>11,1</b>	<b>5,5</b>	<b>6,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>12,3</b>	<b>13,9</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>	<b>1,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-15 %</b>	<b>-32 %</b>	<b>1 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>-66 %</b>	<b>-67 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>23 %</b>	<b>94 %</b>	<b>-54 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-8,2 %	9,5 %	7,5 %	3,3 %	1,3 %	2,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	3,4 %	3,1%	3,7 %	4,1%	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	
+ Kokonaispoistot	1,9	2,4	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	
- Maksetut verot	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,8	0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>5,6</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,9</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	
- Bruttoinvestoinnit	-1,8	-4,5	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>3,8</b>	<b>0,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,8	0,6	2,6	2,9	3,2	3,2	3,3	3,5	3,6	3,7	3,8	42,5
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>0,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>17,0</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		35,1	34,6	32,4	30,1	27,9	25,8	23,8	21,9	20,2	18,6	17,0
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>35,1</b>										
- Korolliset velat		-11,8										
+ Rahavarat		0,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>22,5</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>3,3</b>										

Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>12,6 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>10,0 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	90,4	102,2	93,8	<b>102,6</b>	<b>110,4</b>	EPS (raportoitu)	0,87	0,45	0,30	<b>0,24</b>	<b>0,29</b>
Käyttökate	9,1	6,2	5,1	<b>5,6</b>	<b>6,7</b>	EPS (oikaistu)	0,43	0,45	0,36	<b>0,27</b>	<b>0,29</b>
Liikevoitto	6,9	4,0	3,2	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>	Operat. kassavirta / osake	0,36	0,69	0,82	<b>0,74</b>	<b>0,83</b>
Voitto ennen veroja	6,5	3,3	2,1	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	Vapaa kassavirta / osake	-1,03	0,14	0,55	<b>0,08</b>	<b>0,37</b>
Nettovoitto	5,9	3,1	2,1	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	Omapääoma / osake	2,74	2,99	3,13	<b>3,23</b>	<b>3,37</b>
Kertaluontoiset erät	3,0	0,0	-0,4	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,13	0,14	0,15	<b>0,15</b>	<b>0,16</b>
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	52,0	54,1	49,6	<b>54,2</b>	<b>56,3</b>	Liikevaihdon kasvu-%	57 %	13 %	-8 %	<b>9 %</b>	<b>8 %</b>
Oma pääoma	19,3	21,3	22,0	<b>22,1</b>	<b>23,1</b>	Käyttökateen kasvu-%	75 %	-32 %	-18 %	<b>10 %</b>	<b>19 %</b>
Liikearvo	8,2	8,8	8,8	<b>10,2</b>	<b>10,2</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	10 %	2 %	-11 %	<b>-5 %</b>	<b>22 %</b>
Nettovelat	12,0	12,9	11,6	<b>13,6</b>	<b>13,3</b>	EPS oik. kasvu-%	33 %	4 %	-20 %	<b>-25 %</b>	<b>9 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	10,1 %	6,1 %	5,4 %	<b>5,5 %</b>	<b>6,0 %</b>
Käyttökate	9,1	6,2	5,1	<b>5,6</b>	<b>6,7</b>	Oik. Liikevoitto-%	4,3 %	3,9 %	3,8 %	<b>3,3 %</b>	<b>3,7 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,2	-1,2	0,8	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	Liikevoitto-%	7,6 %	3,9 %	3,4 %	<b>3,1 %</b>	<b>3,7 %</b>
Operatiivinen kassavirta	2,4	4,7	5,6	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	ROE-%	36,8 %	15,7 %	9,9 %	<b>7,6 %</b>	<b>8,9 %</b>
Investoinnit	-4,7	-3,5	-1,8	<b>-4,5</b>	<b>-3,1</b>	ROI-%	25,1 %	11,8 %	9,2 %	<b>9,1 %</b>	<b>11,1 %</b>
Vapaa kassavirta	-6,9	1,0	3,8	<b>0,6</b>	<b>2,6</b>	Omavaraisuusaste	37,2 %	39,5 %	44,5 %	<b>40,9 %</b>	<b>41,1 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	62,1 %	60,7 %	53,0 %	<b>61,5 %</b>	<b>57,6 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,3	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>						
EV/EBITDA	7,7	6,5	5,0	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>						
EV/EBIT (oik.)	12,0	10,1	7,2	<b>9,2</b>	<b>7,5</b>						
P/E (oik.)	11,5	8,6	5,5	<b>9,5</b>	<b>8,7</b>						
P/B	1,8	1,3	0,6	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>						
Osinkotuotto-%	2,6 %	3,6 %	7,7 %	<b>5,9 %</b>	<b>6,3 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden 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 arvonmäärittymenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittymenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.6.2020	Lisää	1,75 €	1,62 €
21.7.2020	Lisää	2,10 €	1,94 €
28.7.2020	Lisää	2,25 €	2,08 €
22.9.2020	Osta	2,50 €	2,10 €
27.10.2020	Lisää	3,20 €	2,86 €
20.12.2020	Lisää	3,50 €	3,24 €
23.2.2021	Vähennä	3,50 €	3,56 €
15.4.2021	Lisää	3,50 €	3,07 €
27.4.2021	Lisää	3,50 €	3,18 €
4.5.2021	Osta	5,00 €	4,02 €
27.7.2021	Lisää	5,50 €	5,06 €
26.10.2021	Lisää	5,80 €	5,20 €
22.2.2022	Lisää	5,20 €	4,65 €
7.4.2022	Lisää	5,20 €	4,52 €
26.4.2022	Lisää	5,20 €	4,68 €
15.6.2022	Osta	5,20 €	4,22 €
26.7.2022	Osta	4,70 €	3,64 €
25.10.2022	Osta	4,70 €	3,08 €
21.2.2023	Osta	4,70 €	3,85 €
25.4.2023	Lisää	4,30 €	3,77 €
23.5.2023	Osta	4,30 €	3,32 €
18.7.2023	Osta	4,30 €	3,37 €
17.10.2023	Myy	2,75 €	3,04 €
24.10.2023	Vähennä	2,00 €	1,95 €
11.1.2024	Vähennä	2,05 €	2,17 €
20.2.2024	Lisää	2,60 €	2,33 €
15.4.2024	Vähennä	2,80 €	2,71 €
23.4.2024	Vähennä	2,80 €	2,65 €
17.6.2024	Vähennä	2,70 €	2,54 €

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

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**