

# WULFF-YHTIÖT OYJ

21.02.2026 09.10 EET



Arttu Heikura  
358400828098  
arttu.heikura@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

# LAAJA RAPORTTI



# Palveluvetoista kasvua

Wulffin sijoittajatarina nojaa palveluiden voimakkaan kasvun kautta paranevaan tuloskehitykseen. Samaan aikaan yhtiön on pystyttävä vähintään vakiinnuttamaan tuoteliiketoiminnan nykyinen tulostaso, sillä osakkeen arvostus ei kestä konsernin suurimman liiketoiminnan historiassa nähtyjä tulosaihteluja. Uskomme liiketoiminnan voimakkaaseen tuloskasvuun, mikä nostaa osakkeen tuotto-odotuksen houkuttelevalle tasolle. Toistamme lisää-suosituksen ja 4,4 euron tavoitehinnan.

## Työelämän kumppani

Wulff on työpaikkatuotteita ja työelämään liittyviä palveluita tarjoava Pohjoismainen konserni. Yhtiö on kasvanut vuosittain noin 8 %:n tahtia (1999-2025). Kasvu on pitkälti ollut yritysostovetoista samalla kun työpaikkatuotteiden kohdemarkkinan kehitys on pitkään ollut vaimeata. Arviomme mukaan karkeasti puolet työpaikkatuotteiden liikevaihdosta (eritoten Suomessa) on rakenteellisesti matalakasvuista tai jopa taantuvaa liiketoimintaa digitalisaation ajamana. Tätä negatiivista trendiä yhtiö pyrkii väistämään kasvattamalla palveluliiketoimintaa niin orgaanisesti kuin yritysostoin sekä muokkaamalla työpaikkatuotteiden valikoimaansa kohti kasvavia tuotealueita. Keskimäärin Wulffin oik. liikevoittomarginaali on ollut historiassa 4 % (1999-2025), joskin se on kokenut huomattavaa vaihtelua talouden eri sykleissä.

## Strategia nojaa palveluiden voimakkaaseen kasvuun

Wulffin kasvustrategia painottuu palveluliiketoimintojen ympärille. Keskeiset kasvuajurit palveluliiketoimintojen puolella ovat Henkilöstövuokraus- ja Tilitoimistoliiketoiminnat. Vuonna 2024 aloitettu Henkilöstövuokrausliiketoiminta on kasvanut hurjaa vauhtia ja saavuttanut kannattavan reilun 30 MEUR:n liikevaihtotason. Suoritus on erinomainen huomioiden kohdemarkkinan laskusuuntainen kehitys. Yhtiön papereissa kasvu ei tule pysähtymään, sillä se tavoittelee 100 MEUR:n liikevaihtotasoa strategiakauden loppuun (2030) mennessä. Tilitoimistoissa yhtiö on suuruusluokaltaan 10 MEUR:n kokoinen, ja

pyrkii kasvamaan yritysostovetoisesti 40 MEUR:n kokoluokkaan. Koko konsernin tasolla yhtiö tavoittelee 230 MEUR:n liikevaihtoa (2025: 112 MEUR) ja 20 MEUR:n liikevoittoa (2025: 4 MEUR) vuoden 2030 päätteeksi.

Tavoitteita leimaa kunnianhimoisuus, sillä leijonan osa kasvusta tulee markkinaosuuksia voittamalla. Tavoitteiden saavuttaminen vaatii myös onnistumisia yritysostoissa (liikevaihto noin 30 MEUR), jotka ovat yhtiön historian valossa onnistuneet kohtuu hyvin. Näkemyksemme mukaan tulostavoite on hyvin riippuvainen yhtiön saavuttamasta volyymitasosta ja palveluiden suuresta liikevaihtosuudesta, sillä emme usko tuoteliiketoiminnan riittävän moiseen tehokkuuteen. Suhtaudumme toistaiseksi varauksella tavoitteisiin, mutta kohdemarkkinoiden odotuksia nopeampi palautuminen ja Henkilöstövuokrauksen nopeampi kasvu kohti potentiaaliaan luovat mahdollisuuksia myös positiivisiin yllätyksiin.

## Tuloskasvun tukema tuotto-odotus on mielestämme houkutteleva

Wulffin osakkeen arvostus on toteutuneen tuloksen perusteella korkea (P/E 21x), mikä heijastaa heikon toimintaympäristön painamaa kannattavuutta. Ennustamamme tulosparannuksen myötä osakkeen arvostus laskee nopeasti maltillisille tasoille (2026-27e P/E ~10x), huomioiden, että yhtiön tuloksella on hyvät edellytykset parantua myös vuoden 2027 jälkeen kannattavampien palveluliiketoimintojen kasvun myötä. Tukea tuotto-odotukselle tuo 5-6 %:n tasolla sijaitseva osinkotuotto, joka ei kuitenkaan itsessään riitä kattamaan asettamaamme tuottovaatimusta. Täten osakekurssin positiivinen kehitys edellyttää tuloskäänteen jatkumista. Tuloskasvun ja osinkotuoton tukema houkutteleva tuotto-odotus puoltaa suotuisaa tuotto-riskisuhdetta. Myös nykykurssia korkeampi DCF-arvo ja osien summa (molemmat noin 5e) puoltavat positiivista näkemystä. Perustuen useisiin eri arvostusmenetelmiin, arvioimme osakkeen käyvän arvon sijaitsevan 3,6-5,1 euron välillä.

## Suositus

### Lisää

(aik. Lisää)

### Tavoitehinta:

#### 4,40 EUR

(aik. 4,40 EUR)

### Osakekurssi:

3,91 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Liikevaihto</b>	122	129	133	136
<b>kasvu-%</b>	19 %	5 %	3 %	2 %
<b>EBIT oik.</b>	4,0	5,3	5,9	6,2
<b>EBIT-% oik.</b>	3,3 %	4,1 %	4,4 %	4,5 %
<b>Nettotulos</b>	2,1	2,4	2,9	3,0
<b>EPS (oik.)</b>	0,19	0,35	0,42	0,45

<b>P/E (oik.)</b>	21,1	11,2	9,3	8,8
<b>P/B</b>	1,2	1,1	1,0	1,0
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,3 %	5,1 %	5,6 %	6,3 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	10,7	8,1	7,2	6,7
<b>EV/EBITDA</b>	5,7	5,0	4,6	4,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,3	0,3	0,3

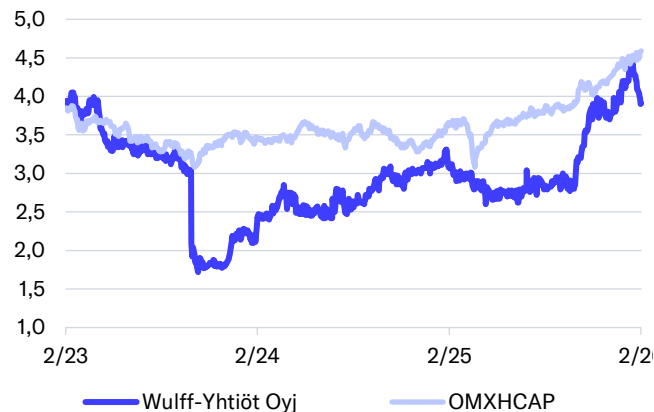
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

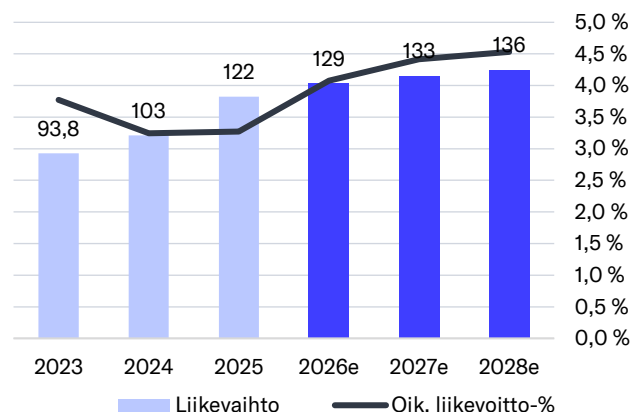
Wulff ohjeistaa vuoden 2026 liikevaihdon kasvavan (2025: 122,3 MEUR) ja vertailukelpoisen liikevoiton olevan hyvällä tasolla (2025: 4,0 MEUR).

## Osakekurssi



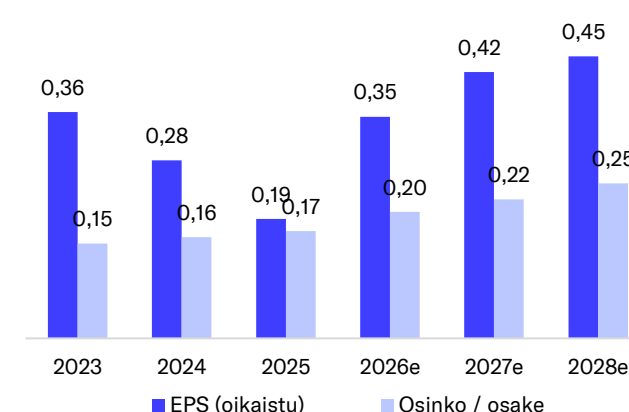
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Palveluliiketoimintojen kasvavat kohdemarkkinat
- Yrityssostot pirstaloituneilla palvelumarkkinoilla
- Tuoteliiketoimintojen tehokkuuden parantaminen nousevan skaalaedun ja valikoiman muutoksen avulla
- Kannattavuusparannus mahdollistaa arvonluonnin (pääoman tuotto > pääoman kustannus)

## Riskitekijät

- Kohdemarkkinoiden kireä kilpailutilanne
- Suhdanneriippuvuus ja osin taantuva työpaikkatuotemarkkina
- Yrityssostoissa epäonnistuminen
- Laajalle levittänyt liiketoimintaportfolio voi lisätä kompleksisuutta ja hidastaa päätöksentekomallia
- Henkilöstöriippuvuus
- Tekoälymurroksen vaikutus työelämään

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
<b>Osakekurssi</b>	3,91	3,91	3,91
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	6,80	6,80	6,80
<b>Markkina-arvo</b>	27	27	27
<b>Yritysarvo (EV)</b>	42	42	42
<b>P/E (oik.)</b>	11,2	9,3	8,8
<b>P/B</b>	1,1	1,0	1,0
<b>P/S</b>	0,2	0,2	0,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,3	0,3
<b>EV/EBITDA</b>	5,0	4,6	4,3
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	8,1	7,2	6,7
<b>Osinko/tulos (%)</b>	57,0 %	52,2 %	55,0 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,1 %	5,6 %	6,3 %

Lähde: Inderes

# Wulff Group lyhyesti

Wulff Group on työpaikkatuotteita sekä työelämän palveluita tarjoava Pohjoismaainen pörssi-yhtiö.

**1890**

Perustamisvuosi

**2000**

Listautuminen

**112 MEUR (19 % v/v)**

Viim. 12kk liikevaihto

**4,2 MEUR (3,4 % liikevaihdosta)**

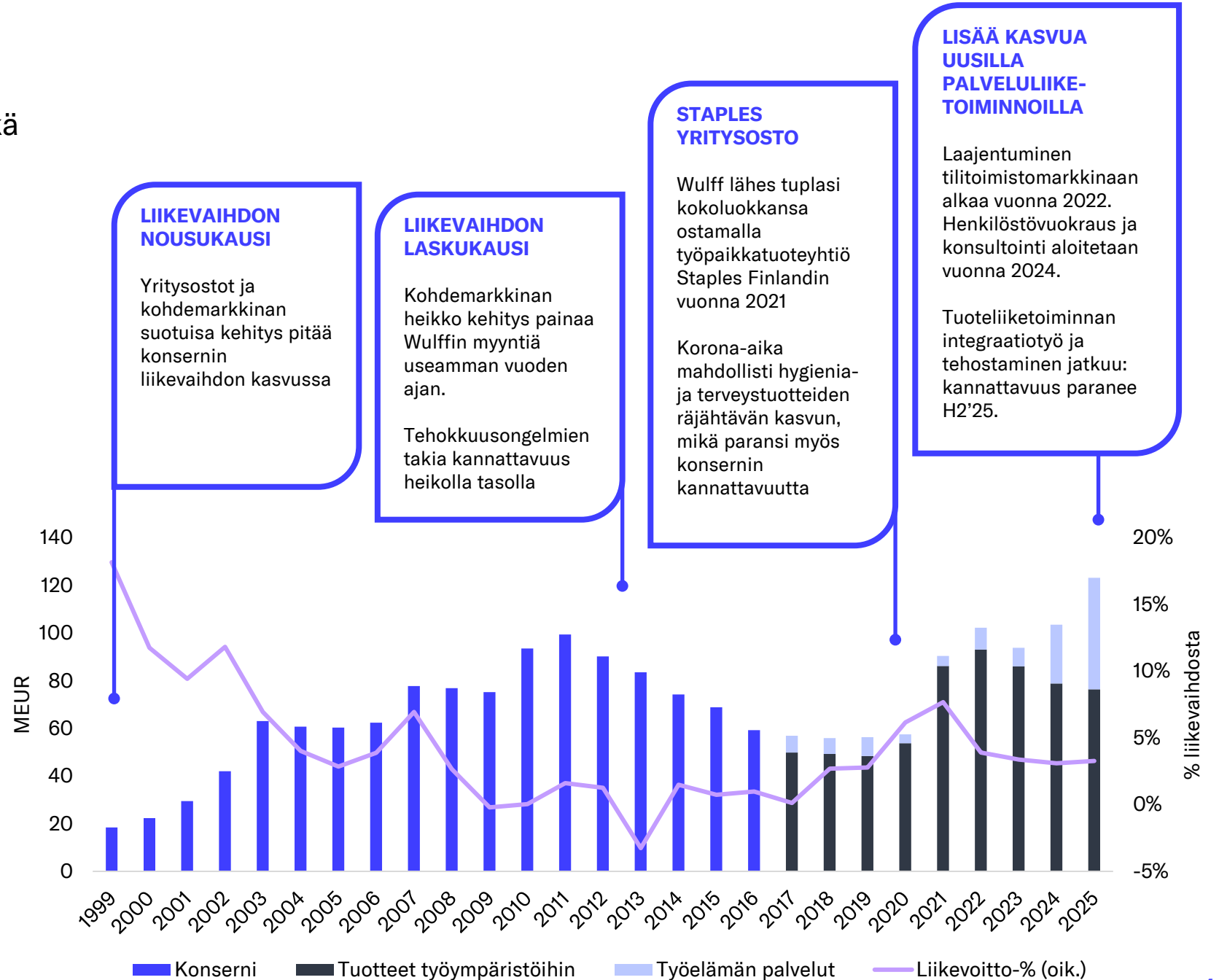
Viim. 12kk oik. EBITA

**11,6 %**

Viim. 12kk sijoitetun pääoman tuotto (ROI)

**327**

Henkilöstö keskimäärin Q4'25



# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-14
Riski- ja sijoitusprofiili sekä keskeiset yritysostot	s. 15-17
Toimiala ja markkinat	s. 18-25
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 26-29
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	s. 30-31
Ennusteet	s. 32-36
Arvonmääritys	s. 37-47
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 48



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/10)

## Yhtiöesittely

Wulff Group on vuonna 1890 perustettu työpaikkatuotteita ja työelämän palveluita tarjoava Pohjoismainen konserni. Wulff profiloituu kannattavaksi kasvuyhtiöksi, jolla kasvava osinko on myös tavoitteiden keskiössä. Vuodesta 1999 lähtien yhtiön keskimääräinen liikevaihdon kasvu on noin 8 %, ja viimeisten 12 kuukauden ajalta yhtiölle kertyi liikevaihtoa 122 MEUR:n edestä. Konserni jakautuu kahteen eri segmenttiin, joista Tuotteet työympäristöihin (62 % liikevaihdosta 2025) on toistaiseksi suurin, kun taas Työelämän palvelut – segmentti (38 % liikevaihdosta 2025) omaa merkittävästi suuremman kasvupotentiaalin. Vuoden 2025 liikevoitto muodostui melko tasaisesti yhtiön kahdesta pääsegmentistä.

## Historia

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. Konserni nousi täysin uuteen kokoluokkaan Wulffin ostaessa Staples Finland –työpaikkatuoteyhtiön. Integraatioprosessin jälkeen suurimmat kasvupanostukset ovat kohdistuneet palveluliiketoimintoihin.

## Suurin osa liikevaihdosta syntyy Suomesta

Noin 80 % konsernin liikevaihdosta syntyy Suomesta. Muu liikevaihto jakautuu suuruusjärjestyksessä Ruotsiin (~15 %), Norjaan (~10 %) ja Tanskaan (~1 %). Wulffin kansainvälistyminen on tapahtunut historian saatossa usein eri yritysostoin. Suomen ulkopuolinen liiketoiminta käsittää työpaikkatuotteiden myyntiä, kun taas palveluita tarjotaan lähtökohtaisesti vain kotimaassa. Käsityksemme mukaan Skandinavian liiketoiminta on varsin terveellä pohjalla ja tekee hyvää kannattavuutta. Lisäksi yhtiö on todennut, että Skandinaviassa kasvumahdollisuudet ovat toistaiseksi Suomen tuoteliiketoimintaa korkeammat liikevaihdon ja asiakaskannan rakenteesta johtuen (portfoliossa vähemmän rakenteellisesti taantuvaa liiketoimintaa).

## Asiakastyytyväisyys korkealla tasolla

Konsernin liikevaihdosta noin ¾ on toistuvaa, jatkuviin vuosisopimuksiin perustuvaa liiketoimintaa. Tämä ei kuitenkaan tarkoita automaattisesti uusiutuvaa liikevaihtoa, vaan yhtiön on pidettävä huoli asiakkaan tyytyväisyydestä. Wulffin asiakaslupauksen onnistunut lunastus näkyy yhtiön keskimääräisen asiakkuuden pituudessa, joka on pituudeltaan noin 10 vuotta. Wulffin NPS-luku, mikä mittaa asiakastyytyväisyyttä asteikolla -100...100, on liiketoiminnasta riippuen välillä 50-70. Näiden indikaattorien osoittamat tasot ovat mielestämme kiitettävät, ja ne viestivät asiakkaiden olevan tyytyväisiä Wulffin tarjoamiin ratkaisuihin. Tämä tarjoaa hyvät lähtökohdat ylläpitää ja kasvattaa liiketoimintaa.

## Liiketoimintarakenne\*

Wulff -konserni	
<b>Liikevaihto</b> 122 MEUR	
<b>Liikevoitto</b> 4 MEUR	
<b>Tuotteet työympäristöihin</b>	<b>Työelämän palvelut</b>
<b>Liikevaihto</b> 76 MEUR	<b>Liikevaihto</b> 47 MEUR
<b>Liikevoitto (-%)</b> 2,3 MEUR (3,0 %)	<b>Liikevoitto (-%)</b> 2,2 MEUR (4,8 %)
Perinteiset toimistotarvikkeet	Henkilöstövuokraus
Ergonomia-, hyvinvointi- ja hygienia tuotteet	Tilitoimistot
Siivous-, hoiva/terveydenhuolto- ja työmaatuotteet	Konsultointi
Täyttöpalvelut	Tulostaminen- ja dokumentinhallinta
	Messu- ja näkyvyysratkaisut

Lähde: Inderes

\* Luvut tilikaudelta 2025

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/10)

## Tulevaisuuden kasvuaihiot piilee palveluissa

Aiemmin työpaikkatuotteilla kasvua luoneen Wulffin tulevaisuuden kasvuaihiot sijaitsevat palveluissa. Yhtiö on noussut markkinajohtajan asemaan työpaikkatuotemarkkinoilla, joka kehittyy melko vakaasti pitkällä aikavälillä. Tämän kannustamana yhtiö aloitti palveluliiketoimintojen järjestelmällisen kehittämisen vuonna 2022, joiden kasvu- ja kannattavuuspotentiaali ovat selvästi perinteistä tuoteliiketoimintaa suuremmat. Ero näkyy jo tänä päivänä, sillä viimeisten vuosien aikana palvelut ovat kasvaneet hyvin voimakkaasti, kun taas tuoteliiketoiminnan liikevaihto on laskenut.

## Kahden liiketoiminta-alueen syngiat ovat vähäiset

Wulffin liiketoimintaportfoliota yhdistää liiketoimintojen läheisyys työelämään. Toisin sanoen yhtiö saattaa tarjota tuotteita ja palveluita samoille asiakkaille, mikä mahdollistaa tiettyjä myynnillisiä synergioita. Lisäksi liiketoiminnat hyödyntävät jaettuja tukitoimintoja. Muutoin emme tunnista liiketoimintojen välillä olevan merkittäviä synergioita.

Wulffin erilaisten liiketoimintojen määrän lisääntyessä ja kasvun kiihtyessä on noussut esiin huoli siitä, että onko useiden erilaisten liiketoimintojen johtaminen ja kehittäminen liiketoiminnallisesti paras ratkaisu. Yhtiön kasvu taloushallinto- ja henkilöstövuokrausalalla vaikuttaa käynnistyneen hyvin, mutta riskinä on, että useat eri liiketoiminta-alueet messuista, työpaikkatuotteisiin ja henkilöstövuokraukseen lisäävät kompleksisuutta ja aiheuttavat tehottomuutta/päällekkäisiä toimintoja konsernin sisällä. Vaikuttaakin siltä, että yhtiö on

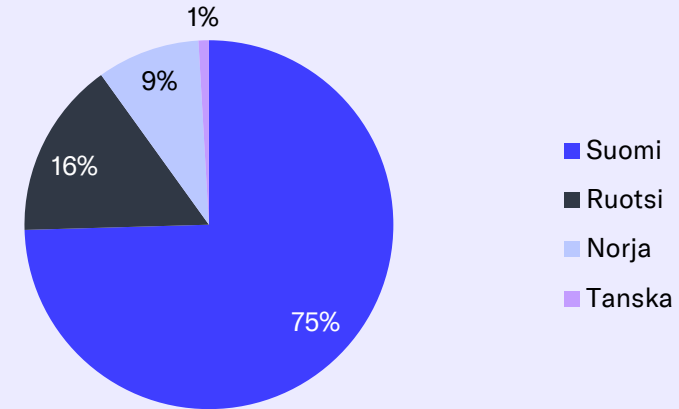
tarkoituksen mukaisesti muuntautumassa kohti monialaista konsernia, minkä keskeisenä tarkoituksena on kehittää erillisiä liiketoimintoja. Monialaisuuden ja rajallisen integraation myötä pidämmekin mahdollisena, että Wulffin palasilla tehdään yritysjärjestelyitä omistaja-arvonluonnin maksimoimiseksi jollain aikavälillä.

## Ketteryys ja kyky muuntautua on Wulffin vahvuus

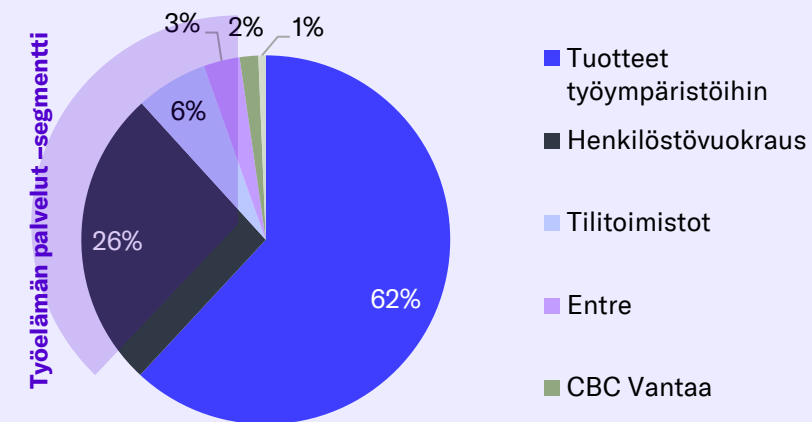
Koronapandemiassa ajattelimme Wulffin olevan yksi kärsijöistä työn paetessa toimistoilta kotiin ja yhteiskunnan sulkeutuessa. Tarve toimistotarvikkeille väheni ymmärrettävistä syistä. Kuitenkin samaan aikaan kysyntä suojaus- (hygieniat, puhdistus) ja etätyöskentelytuotteille kasvoi räjähdysmäisesti ja Wulff hyödynsi tämän. Wulffin nopea reagointi ja yhteistyö valmistajien kanssa mahdollistivat yhtiön pääsyn nopeasti korona-aikaan kasvaneisiin tuoteryhmiin. Wulffin yhtenä vahvuutena voikin arviomme mukaan pitää kykyä muuntautua nopeasti markkinamuutoksien mukana.

Myös Työelämän palvelut –segmentin rakenne mahdollistaa liiketoimintojen ja tytäryhtiöiden joustavuuden. Etenkin henkilöstövuokrausliiketoiminnassa (Wulff Works) omistajayrittäjyys edesauttaa operaatioiden ketterää kehitystä ja muuntautumista asiakkaiden muuttuviin tarpeisiin. Koon kasvaessa hyvin kevyisiin liiketoimintarakenteisiin tarvitaan kuitenkin raameja, jolloin ketterä kehitys saattaa hieman hidastua. Emme kuitenkaan näe ketteryyden kaikkoavan kokonaan, sillä eri liiketoiminnat ovat yksinään kooltaan suhteellisen pieniä myös skenaariossa, jossa yhtiö saavuttaa taloudelliset tavoitteensa.

Liikevaihto toimintamaittain 2024\*



Liikevaihto liiketoiminnoittain 2025



Lähde: Wulff, Inderes

\* 2025 raportoidaan vuosikertomuksen yhteydessä

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/10)

## Tuotteet työympäristöihin -segmentti

Tuotteet työympäristöihin segmentti koostuu työpaikkatuotteiden (esim. toimistotarvike, ergonomia) ja niihin liittyvien palveluiden myynnistä Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa. Perinteisten tuotteiden jälleenmyynnin lisäksi yhtiö tarjoaa tuotteitaan jatkuvalla täyttöpäalvelumallilla, mikä helpottaa asiakkaiden arkea ja tuo Wulffille ennustettavuutta. Tällä hetkellä segmentti vastaa 62 % konsernin liikevaihdosta ja noin puolet liikevoitosta.

## Asiakasportfolio on laaja

Tuoteliiketoiminnan asiakasrepertuaariin lukeutuu sekä erikokoisia yritysasiakkaita että suuria kuntia ja julkissektorin toimijoita. Keskeistä yhtiön asiakasportfoliossa on se, että valtaosa asiakassopimuksista on ns. sopimusasiakkaita. Tämä tarkoittaa sitä, että asiakassopimukset ovat usein monivuotisia, mikä tuo jatkuvuutta liiketoimintaan. Jatkuvien asiakkuuksien lisäksi yhtiö palvelee muita ammattiasiakkaita (nk. asiantuntijamyynti), jotka asioivat yhtiön jakelukanavissa ajoittain ilman sitovia sopimuksia.

Keskeisiä yksityisiä toimialoja Wulffille on asiantuntijayritysten lisäksi esimerkiksi teollisuus, vähittäiskauppa, rakentaminen, terveydenhuolto ja hoiva-ala. Kaikille avoimena oleville kilpailutustietoihin perustuen julkisen sektorin hankinnat vastaavat myös näkyvää osaa Wulffin liikevaihdosta. Siten yhtiö on altis julkisen sektorin budjettivaihteluille, joka on näkynyt etenkin viimeisen kahden vuoden aikana negatiivisesti. Positiivista julkisasiakkuuksissa kuitenkin on niiden suuri volyymi sekä

monivuotiset sopimuskaudet. Julkisasiakkaiden kannattavuus lienee alkuvaiheessa keskimääräistä yksityisasiakasta hieman heikompi, mutta erinäisten kaupallisten toimien avulla uskomme yhtiöllä olevan edellytykset parantaa näiden asiakkuuksien kannattavuutta asiakassuhteen syventyessä.

## Monikanavainen jakelumalli

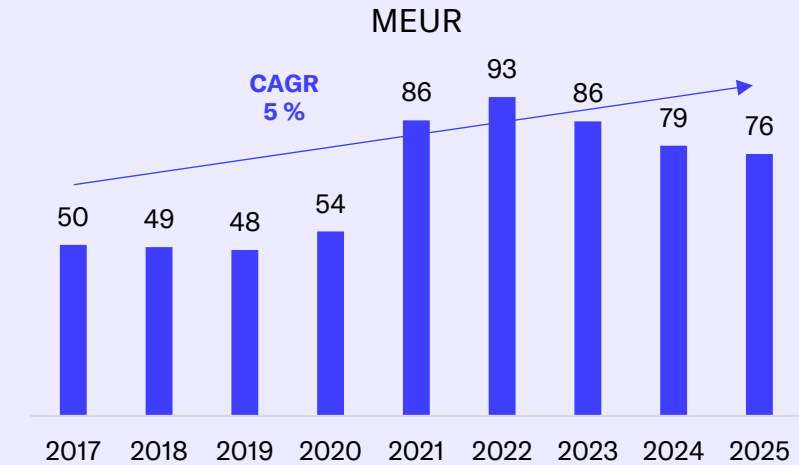
Yhtiö käyttää toiminnassaan monikanavaista myyntiverkostoa, jossa asiakas voi valita asioiko hän myymälässä, verkkokaupassa, henkilökohtaisesti myyjän kanssa vai asiakkaalle luodun sopimuspalvelumallin kautta. Yhtiön sopimuspalvelukonsepti palvelee yrityksiä ja yhteisöjä niiden säännöllisissä työpaikkatuotteiden hankinnoissa täyttöpäalveluillaan (esim. perinteiset nopeasti kiertävät toimistotarvikkeet ja välipalat). Näissä palveluissa Wulff täyttää asiakkaan hyllyt tarpeellisilla tuotteilla sopimuksen mukaan. Tämä tuo Wulffin liiketoimintaan jatkuvuutta ja on arviomme mukaan perinteistä tuotemyyntiä kannattavampaa liiketoimintaa hinnoittelun perustuessa tuotettuun lisäarvoon eikä pelkästään tuotekohtaiseen katteeseen.

Suurin osa asiakkaista tekee ostoksensa Wulffin verkkokaupasta. Mikroyrityksiä ja kuluttajia Wulff palvelee kaikille avoimella verkkokaupalla Wulffinkulma.fi, mutta arviomme mukaan suurin osa liikevaihdosta tulee yrityksiltä.

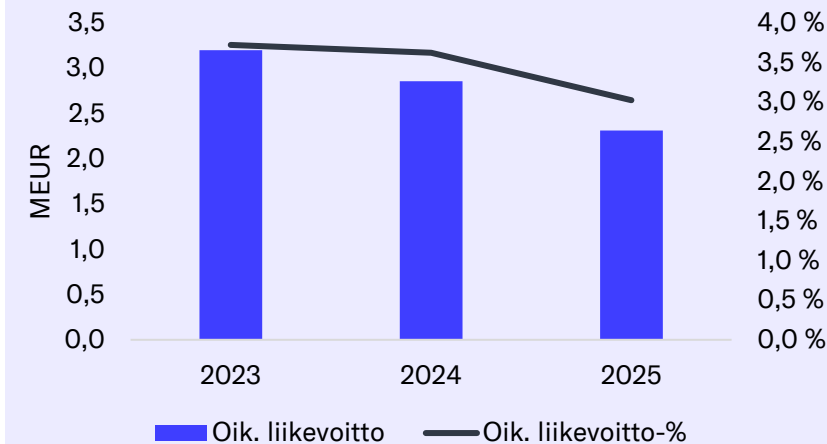
## Valikoimaa pyritään tehostamaan

Segmentin tuotevalikoima on laaja täyttäen perinteisen asiantuntijatoimistotarpeiden lisäksi myös muita toimialoja,

## Segmentin liikevaihdon kehitys\*



## Segmentin liikevoiton kehitys



Lähde: Wulff

\* 2017-2022 ovat Inderesin arvioita liikevaihdon määrästä 8



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/10)

kuten siivous, kiinteistönhuolto, hoiva/terveydenhuolto, teollisuus ja työmaat. Arviomme mukaan perinteisten toimistotuotteiden osuus yhtiön myynnistä on vielä dominoiva, mitä segmentin liikevaihdon vaimea viimeaikainen kehitys kuvastaakin. Toisaalta Skandinaviassa segmentin tuotevalikoima painottuu enemmän perinteisten toimistotuotteiden ulkopuolelle, missä myös kasvu- ja kannattavuuspotentiaali ovat arviomme mukaan perinteisiä toimistotuotteita muhkeammat.

Tuotevalikoiman painotusongelmaa (eritoten Suomessa) taklataksaan yhtiö aikookin muokata valikoimaansa kohti kasvavia tuotekategorioita. Tämä toisaalta tapahtuisi jollakin aikavälillä luonnollisesti, mutta pidämme omaehtoista valikoiman muuntamista loogisena ja kasvua edesauttavana liikkeenä. Yksi keino parantaa tuotejakaumaa voisivat olla myös yritysostot painottuen erityisesti kasvaviin tuotesegmentteihin.

Lisäksi yhtiö pyrkii parantaa valikoimansa ja hankintansa tehokkuutta. Tämä tapahtuu vähentämällä päällekkäisiä tuotteita, jotta ostoja voitaisiin kohdistaa entistä pienempään joukkoon tuoteartikkeleita. Tätä kautta yhtiö voisi saavuttaa ostotoiminnoistaan mittakaavaetuja sekä vähentää logistiikkaan liittyviä kustannuksia. Työ on toistaiseksi kesken, eikä tästä vielä olla saatu merkittävää hyötyä. Arviomme työn vievän vielä useamman vuoden, sillä muutos pyritään tekemään huomioiden asiakkaiden toiveet, mikä toisaalta rajaa tehokkuusohjelman potentiaalia lyhyellä aikavälillä.

## Hankinta ja logistiikka

Wulff ei itse valmista tuotteitaan, vaan toimii yhteistyössä työpaikkatuotteiden valmistajien kanssa. Valmistajille Wulff tarjoaa kattavan jakeluverkoston, 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 katerakenteeltaan Wulffille kannattavampi kuin muiden valmistajien tuotteet. Arviomme mukaan Q-Connect –tuotteiden osuus on vielä pieni segmentin kokonaismyynnistä, mutta yhtiöllä on tahtotila kasvattaa kyseisten tuotteiden osuutta. Omien tuotemerkkien lisäksi yhtiö omaa tuotemerkkejä, joita se myy jakelukanavissaan yksinoikeudella. Arviomme mukaan näiden katerakenteet ovat niin ikään tavanomaisia tuotteita korkeammat.

Yhtiön Suomen oma logistiikkakeskus sijaitsee Tuusulassa, jonka toimintaa täydentää Postin ulkoistettu varasto. Skandinavian liiketoimintaa tukeva logistiikkakeskus sijaitsee puolestaan Ruotsin Ljungbyssä. Logistiikkakeskusten keskeinen tehtävä on mahdollistaa nopea tavaratoimitusten käsittely. Logistiikkakeskuksen avulla yhtiö myös kykenee tilaamaan suurempia määriä tavarantoimittajiltaan (erityisesti hankinta Aasiasta), mikä usein takaa paremmat ostoehdot. Logistiikkakeskusta hyödynnetään pääsääntöisesti sopimusasiakkaiden kohdalla, kun taas asiantuntijamyynnin on oma pienempi logistiikkakeskus sijaitsee yhtiön pääkonttorin yhteydessä Espoossa.

## Tuotealueet



Työhyvinvointi ja -ergonomia



Toimistotarvikkeet



Kahvituotteet



Siivous- ja kiinteistöhuolto



Hygienia- ja suojatuotteet



Työmaatuotteet ja työturvallisuus



Ensiapuotteet



Hoivatuotteet

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (5/10)

## Työelämän palvelut –segmentti

Wulff eriytti palvelut omaksi liiketoiminta-alueekseen vuonna 2024 ja nosti sen samalla konsernin kirkkaimmaksi strategiseksi kehitysalueeksi. Työelämän palvelut – segmentin palvelutarjoamaan lukeutuu henkilöstövuokrausta (Wulff Works, Talent, Doctors ja Pro), tilitoimistopalveluita (Wulff Tilitoimistot), konsultointia (Wulff Consulting), tulostus ja dokumentinhallintaratkaisuja (Canon Business Center Vantaa) sekä muita tiloihin ja tapahtumiin liittyviä tuotanto- ja suunnitteluratkaisuja (Wulff Entre). Tällä hetkellä segmentti vastaa 38 % konsernin liikevaihdosta ja noin puolet liikevoitosta.

## Henkilöstövuokrauksen kasvupolku näyttää lupaavalta

Wulff aloitti Henkilöstövuokrausliiketoimintansa tammikuussa 2024, ja on sen jälkeen kasvanut hurjaa vauhtia saavuttaen reilu 30 MEUR:n liikevaihtoluokan. Vuoden 2025 lukujen perusteella Henkilöstövuokraus vastaa 26 % konsernista ja 69 % Työelämän palvelut – segmentistä. Tällä hetkellä valtaosa Henkilöstövuokrausliiketoiminnasta on perinteistä henkilöstövuokrausta (Wulff Works). Joukkoon mahtuu myös muita palvelualueita, kuten rekrytoinnin ulkoistamispalveluita (suorahaku, henkilöarviointi jne.). Asiakasnäkökulmasta myös Wulff Consulting on osa Wulffin henkilöstövuokrausta, jolloin asiakkaat voivat hakea apua myös henkilöstöjohtamisen erinäisiin projekteihin.

Liiketoiminta koostuu reilusta kymmenestä tytäryhtiöstä, joiden operaatioista vastaavat omistajayrittäjät. Omistajayrittäjillä on pitkä kokemus toimialalta oman laajat kontaktiverkostot. Tämä on näkemyksemme mukaan mahdollistanut liiketoiminnan rivakan ylösajon.

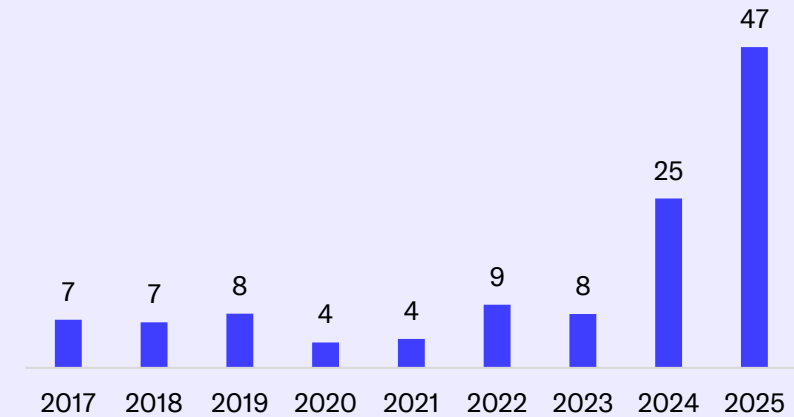
Omistajayrittäjyys mahdollistaa tytäryhtiöiden (pienet alueelliset yhtiöt) ketterän kehittämisen sekä tarjoaa yrittäjälle insentiivin kasvattaa liiketoimintaansa kannattavasti. Käsityksemme mukaan Wulffin rooli Worksin liiketoiminnassa on tarjota uusille omistajayrittäjille alusta (järjestelmät, hallinto jne.), brändi ja rahoitusta sekä tarvittaessa ohjata toimintaa konsernin strategian mukaisesti.

Liiketoiminnan päätoimialoihin lukeutuu rakennus-, teollisuus-, ravintola- ja logistiikkatoimialat, mutta se on alati laajentanut toimialapeittoaan. Esimerkkinä viimeiseksi avattu lääkäreiden vuokraustoiminta. Yleisesti työmarkkinoilla on käynnissä trendi, jossa työnantajat suosivat entistä enemmän työvoiman vuokraamista tasoittaakseen lyhyen tähtäimen suhdannevaihtelujen vaikutusta ja pysyäkseen joustavana.

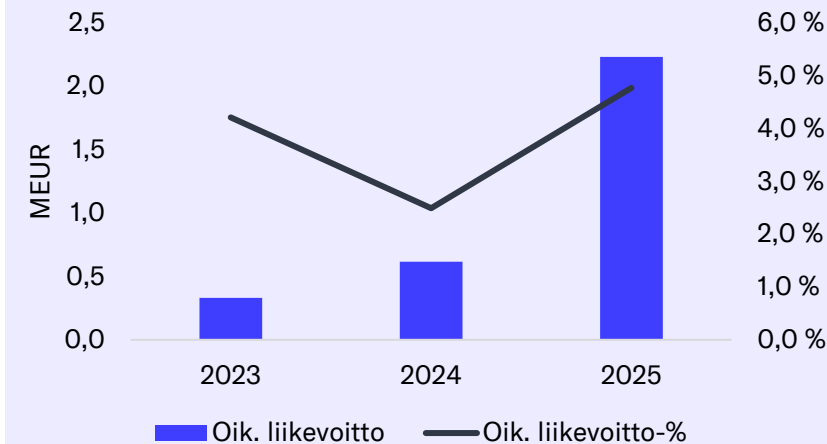
Henkilöstövuokrausliiketoiminta on itsessään syklistä, mikä saattaa heiluttaa volyymeja suhdanteiden vaihtuessa. Heikon syklin alkaessa asiakkaat tyyppillisesti irtisanovat ensimmäisenä vuokraamansa työvoiman ennen omaa vakituista työvoimaansa. Toisaalta vipu toimii usein myös ylöspäin, sillä kun markkinaympäristö piristyy on työvoiman vuokraus usein nopeampi tapa skaalata liiketoimintaa ylöspäin.

Keskeistä Henkilöstövuokrausliiketoiminnassa on asiakkaiden liiketoimintojen ja alueellisten erojen ymmärtäminen. Alueelliset erot tekevät liiketoiminnasta melko paikallista, vaikkakin asiakaskentästä löytyykin suuria valtakunnallisia asiakkaita. Toimialan paikallisuus ja yleisesti lisääntyvä ulkoistaminen ovatkin tekijöitä jotka tarjoavat edellytykset Wulffin kasvun jatkamiselle.

## Segmentin liikevaihdon kehitys\* MEUR



## Segmentin liikevoiton kehitys



Lähde: Wulff

\* 2017-2022 ovat Inderesin arvioita liikevaihdon määrästä 10

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (6/10)

Kasvaa yhtiö aikoo jatkossa hakea uusia toimipisteitä avaamalla sekä laajentamalla uusille asiakasalueille (kuten viimeksi avatut lääkäreiden ja kuntien erilliset vuokrauspalvelut). Lisäksi yhtiö on aloittanut kansainvälistymissunnitelmat mahdollisesta toimiston avaamisesta Romaniaan, missä se pyrkii harjoittamaan henkilöstövuokrausta ja toimia täyden palvelun paikallisenä henkilöstöpalvelutalona sekä ratkaista Suomen työvoimapulaa. Romaniassa yleinen palkkataso on matala, mutta työllisiä on paljon, jotka käsityksemme mukaan olisivat valmiita liikkumaan jopa Suomeen asti.

Yhtiön mukaan Henkilöstövuokrausliiketoiminta kääntyi vuoden 2025 aikana kannattavaksi ja saavutti toimialalle normaalin kannattavuustason. Tarkkoja lukuja yhtiö ei itse raportoi, mutta toimialan suurimpien kannattavuudet asettuu laskelmiemme 3-5 %:n haarukkaan.

## Tilitoimistot kasvaa orgaanisesti sekä yritysostoin

Wulff laajeni tilitoimistomarkkinalle vuonna 2022, ja on sen jälkeen kasvanut noin 10 MEUR:n kokoluokkaan pitkälti yritysostojen toteuttamalla. Vuoden 2025 lukujen perusteella Tilitoimistot vastaavat 6 % konsernista ja 17 % Työelämän palvelut –segmentistä. Hyvän kasvunäkymän lisäksi Tilitoimistot tuovat konsernin muutoin sykliseen liiketoimintaan ripauksen defensiivisyyttä.

Wulff Tilitoimistojen palvelutarjoaamaan kuuluu perinteisen kirjanpidon, taloushallinnon ja palkanlaskennan lisäksi räätälöityjä asiantuntijapalveluita, konsultointia ja neuvontaa. Asiakaskuntaan kuuluu runsaasti sijoitusyhtiöitä, asianajotoimistoja, terveydenhuollon toimijoita, eläinlääkäriasemia ja muita eläinpalveluja tarjoavia yrityksiä.

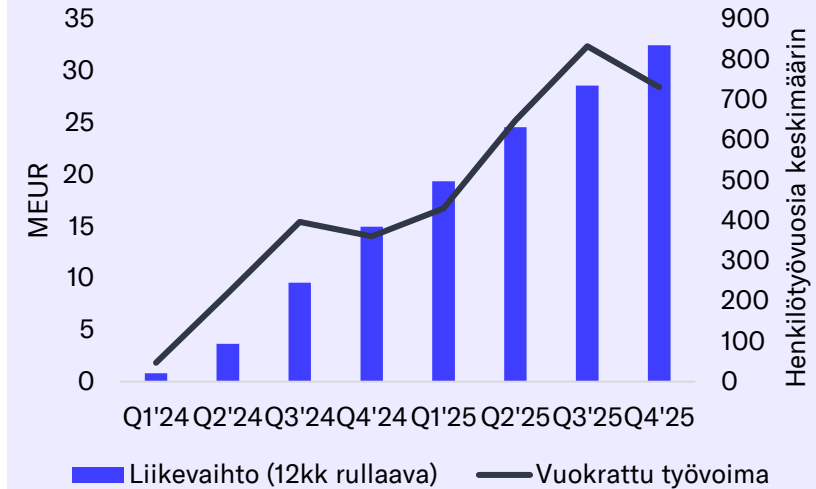
Arviomme mukaan asiakasportfolio tulee kuitenkin laajenemaan ajan myötä uusien yritysostojen myötä.

Wulffin tilitoimistot hyödyntävät muutamaa yhtiöstä riippumattomaa ohjelmistotoimittajaa palveluratkaisuissaan riippuen asiakkaan liiketoiminnan luonteesta tai halutusta räätälöintiasteesta. Oma tuotekehitystä Wulff ei harjoita. Lisäksi Wulff painottaa arvonaluoksessaan laatua massatuotannon (matalan hinnan) sijaan, mikä saattaa parantaa sen hinnoitteluvoimaa hieman.

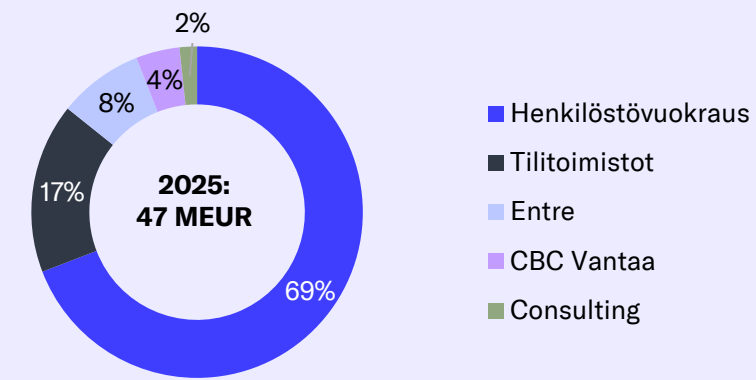
Tilitoimistoliiketoiminnan ylösajossa tärkeää roolia esittää yhtiön integraatiostrategia, jossa ostettuja tilitoimistoja pyritään yhtenäistämään mm. brändin ja resurssoinnin osalta. Vaikka hinnoittelumallit ja myynnit jäävät tilitoimistojen määriteltäväksi, konserni pitää huolen siitä, että sopimusten kaupalliset ehdot ovat yhtiön kannalta suotuisia. Osana Wulffia aiemmin pienet tilitoimistot saavat tukea mm. hallinnon ylläpitämiseen ja muihin prosesseihin.

Vaikka tilitoimistomarkkina kasvaa myös orgaanisesti, on yhtiön tarkoituksena jatkaa epäorgaanista laajentumistaan. Yhtiö on itse sanonut tavoittelevansa vuosittaista noin 4 MEUR:n yritysostovetoista kasvua liiketoiminnassaan. Keskeistä yritysostoissa on ostokohteista maksetut hinnoittelukertoimet, sillä liikaa maksamalla saattaa arvonaluonti jäädä tulosparannustoiveiden varaan. Tavanomaisesti maksetut kertoimet ovat matalat (EV/EBITDA ~4-6x) suhteessa Wulffin omiin hinnoittelukertoimiin, jolloin tämäkin mahdollistaa jo jonkin asteisen arvonaluonnin. Tämä johtuu puhtaasti siitä, että ostettua tilitoimistoa aletaan hinnoittelemaan Wulffin kertoimilla, kun se integroidaan osaksi Wulffin Tilitoimistoliiketoimintaa.

## Henkilöstövuokrausliiketoiminnan kehitys



## Työelämän palvelut –segmentin liikevaihdon jakauma 2025



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (7/10)

Tilitoimistojen kannattavuusprofiili on muita Wulffin liiketoimintoja mehukkaampi. Toimialalla keskimääräinen EBITA-kannattavuus on laskelmiemme noin 15 %, jonka tietämällä Wulffin nykyisten tilitoimistojen kannattavuus sijaitsee karkeiden laskelmiemme mukaan.

## Konsultointi on nuorin päänavaus

Wulff käynnisti johdon konsultointiin keskittyvän Wulff Consultingin liiketoiminnan joulukuussa 2024, jonka liikevaihto oli vuoden 2025 päätteeksi hieman alle miljoona euroa. Tämä vastaa 1 % konsernista ja 2 % Työelämän palvelut –segmentistä. Wulff Consulting tukee organisaatioita mm. strategisessa liiketoiminnan kehittämisessä, muutosjohtamisessa ja kestäväen kilpailukyvyn saavuttamisessa.

Vaikka konsernijohto toivoo Consulting liiketoiminnalta kasvua, ei se tule olemaan osakkeen arvonluonnin kannalta yhtä oleellisessa osassa kuin henkilöstövuokraus sekä tilitoimistot kuluvalle strategiakaudella.

## Entre

Vuonna 2007 osaksi konsernia ostettu Wulff Entre toimii messu- ja tapahtuma-alan suunnittelutoimistona. Lisäksi Entre parantaa kohtaamispaikkojen kaupallisuutta, mm. suunnittelemalla myymälöiden mainospintoja ja pohjaratkaisuja. Yhtiön palvelut kattavat kaiken konseptisuunnittelusta toteutukseen, jolloin asiakkaat saavat yhden kumppanin kautta koko projektin. Messukontekstissa tämä käytännössä tarkoittaa sitä, että parhaimmillaan asiakkaan tehtäväksi jää ainoastaan uusasiakashankinnasta huolehtiminen messutuntien aikaan.

Entre toimii kansainvälisesti kotimaisten vientiyritysten kumppanina.

Entren liikevaihto on noin 4 MEUR, vastaten 3 % konsernin ja 8 % Työelämän palvelut –segmentistä. Entren kehitys on ollut melko tasaista, joskin koronavuosina ennakoimme liiketoiminnan supistuneen merkittävästi messujen käytännössä kaikkottua maapallolta. Liiketoiminta on kannattavaa, joskin toimialan luonteen tähden kasvumahdollisuudet ovat melko kapeat.

Näemme Entren jokseenkin irrallisena palasena osana konsernia, vaikkakin sillä saattaa olla samoja asiakkuuksia kuin muissa liiketoiminnoissa. Pieni koko, maltillinen kasvupotentiaali ja vähäiset synergiat huomioiden emme ollenkaan yllättyisi mikäli liiketoiminnasta päätettäisiin jonain päivänä irtaantua esimerkiksi yritysjärjestelyllä.

## Canon Business Center Vantaa

Wulff hankki Canon Business Center Vantaa (CBCV) liiketoiminnan vuonna 2018. CBCV tarjoaa tulostamisen ja dokumentinhallinnan ratkaisuja kuluttajille ja yritysasiakkailleen. CBCV:n palveluista perinteinen tulostaminen on taantuva toimiala, kun taas dokumentinhallintaratkaisuiden kysyntä kasvaa digitalisaation vauhdittamana. CBCV:n liikevaihto on noin 2 MEUR, vastaten 2 % konsernin ja 4 % Työelämän palvelut –segmentistä.

## Palvelualueet



Henkilöstövuokraus



Tilitoimistopalvelut



Konsultointi



Messupalvelut



Tulostus- ja dokumentinhallinta



Studiosovellukset



Brändäysratkaisut

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (8/10)

Entren tapaan näemme CBCV:n arvonluontipotentialin maltillisena. Tämä johtuu liiketoiminnan pienestä koosta ja maltillisesta kasvunäkymästä. Liiketoiminnalla on joitakin myynnillisiä synergioita Wulffin tuoteliiketoiminnan kanssa jaettujen asiakkuuksien myötä. Liiketoiminta saattaa myös ajan myötä kohdata tehokkuushaasteita taantuvan tulostamisen markkinan takia, mikä saattaa painaa arvonluontiedellytyksiä. Siten liiketoiminta on arviomme mukaan kaupattavissa, mikäli siitä saatava korvaus on kohtuullinen.

## Osa konsernin nettotuloksesta kuuluu vähemmistöille

Osa Wulffin nettotuloksesta kuuluu konsernin tytäryhtiöiden vähemmistöomistajille. Vähemmistöosuudet painottuvat Henkilöstövuokraus-liiketoiminnan omistajayrittäjille. Vuonna 2025 konsernin nettotuloksesta jaettiin 1 MEUR (tai ~30 %) vähemmistöomistajille. Vähemmistöomistajien määrä on palveluliiketoimintojen myötä kasvanut, ja on näillä näkymin jatkamassa kasvuaan. Yksittäisen tytäryhtiön näkökulmasta Wulffin omistusosuuden (äänienemmistö) tulisi kuitenkin säilyä ennallaan. Vähemmistöjen kasvaessa on Wulffin osakkeenomistajan kannalta keskeistä, että yhtiön operatiivinen tulos jatkaa nousevalla trendillä myös muissa liiketoiminnoissa, jotta tulosvipu säilyy Wulffin osakkeenomistajille kuuluvalla tulosrivillä.

## Pääoman sitoutuminen

Liiketoiminta on yleiseltä luonteeltaan varsin pääomakevyttä, sillä kasvun ylläpitäminen ei vaadi suuria investointeja käyttöomaisuuteen. Historiassa toteutetut yritysostot ovat kuitenkin syöneet vapaata rahavirtaa. Aiemmin yritysostoja toteutettiin tuoteliiketoiminnoissa, kun

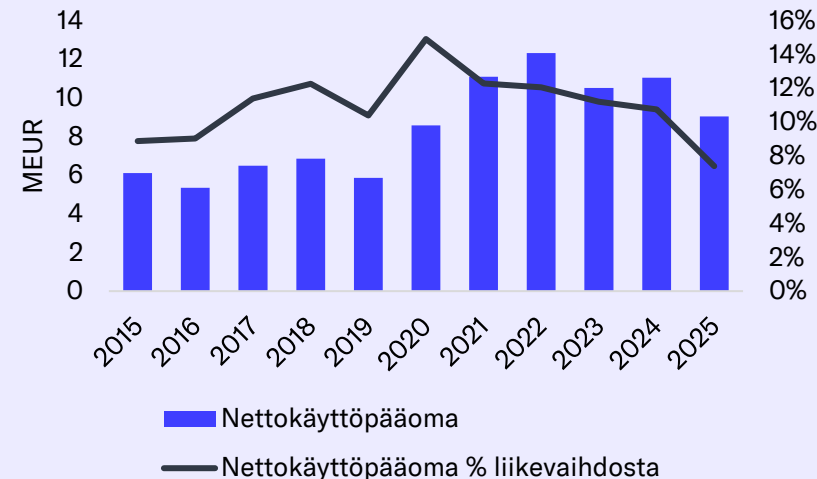
taas jatkossa niitä tullaan näillä näkymin tekemään palveluliiketoimintojen puolella, erityisesti tilitoimistoliiketoiminnassa. Historian saatossa Wulffin orgaaniset investoinnit käyttöomaisuuteen ja aineettomiin eriin ovat liikkuneet noin 2 MEUR:n tasolla vastaten noin 2 % liikevaihdosta.

Tuotteet työympäristöihin –segmentin jälleenmyyntimalli sitoo jonkin verran käyttöpääomaa. Erityisesti varasto pitää konsernin nettokäyttöpääoman koholla, mutta se on liiketoiminnan luonne huomioiden terveellä tasolla (11 %). Huomionarvoista on kuitenkin se, että käyttöpääoman tehokkuus on parantunut selvästi vuodesta 2020 lähtien ja vuoden 2025 päätteeksi nettokäyttöpääoma oli 7 % liikevaihdosta. Parantuneen tehokkuuden taustalla on toiminut kaikki keskeiset ajurit, eli varaston kierron nopeus sekä saamisten ja ostovelkojen hallinta.

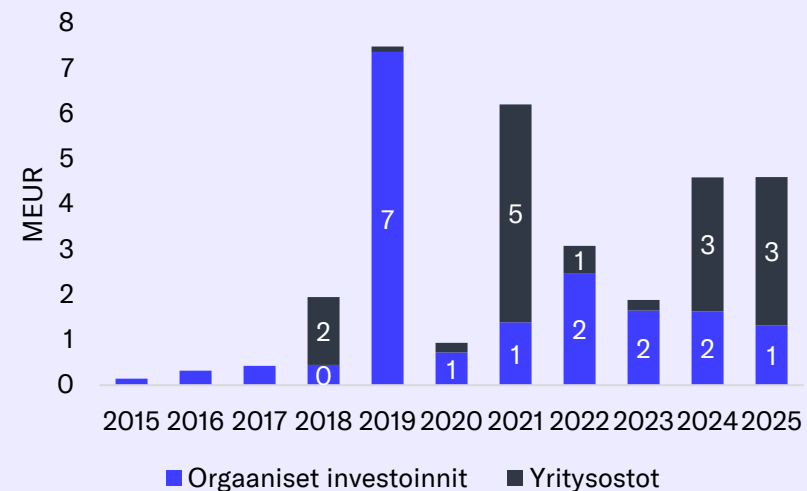
## Yritysostovetoinen kasvu on luonut arvoa

Historiassa Wulffin investointitasoa on nostattanut useat yritysostot. Vuosien 2015-2025 aikana yhtiö on ostanut tytäryhtiöitä noin 14 MEUR:lla, ja saanut tällä noin 35 MEUR uutta liikevaihtoa (pl. orgaanisesti kasvatettu Wulff Works). Olettaen, että Wulffin kehitys on ollut orgaanisesti tasaista ja uuden liikevaihdon kannattavuus on ollut noin 4 % (eli konsernin historiallisen tason mukaista), on yritysostojen pääoman tuotto (ROI) ollut kohtuullisen hyvällä noin 11 %:n tasolla (vs. WACC 10 %). Korostamme, että laskelma on havainnollistava, eikä välttämättä kuvasta tarkkaa kuvaa etenkin ostettujen yritysten kannattavuusprofiileista. Tämän perusteella voimme kuitenkin todeta, että keskimääräinen yritysosto on luonut osakkeenomistajalle arvoa.

## Nettokäyttöpääoma



## Investoinnit





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (9/10)

## Pääoman tuotto ja arvonluontinäkömää

Wulffin pääoman tuotto on historiassa ollut suurin piirtein tuottovaatimuksen tasolla. 2010-luvun puolivälin tulosaasteiden aikaan lukema kävi nollan tuntumassa, kun taas korona-aikaan pääoman tehokkuus oli korkealla tasolla. Vuosien 2023-24 aikana pääoman tuottolukujen kehitys oli jokseenkin vaisua, mutta vuoden 2025 tulosparannus ja keventynyt tase ovat mahdollistaneet tuottovaatimuksen ylittäneen pääoman tuoton.

Näkemyksemme mukaan pääoman tehokkuus tulee säilymään lähivuosina hyvällä tasolla palveluliiketoimintojen kannattavan kasvun ansiosta. Tämä tosin vaatii, että ostettujen tilitoimistojen integroinnissa onnistutaan (tai ettei niistä makseta tulokseen nähden korkeita hintoja) sekä tuoteliiketoiminnan kannattavuus säilyy vähintään nykytasollaan.

## Tekoäly voi muokata toimialarakenteita tulevaisuudessa

Tekoälyn murros voi pitkällä aikavälillä muuttaa Wulffin kohdemarkkinoiden rakennetta merkittävästi. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä tekoäly tarjoaa kuitenkin ennen kaikkea tehokkuushyötyjä. Erityisesti palveluliiketoiminnoissa dataohjautuvuus ja automaatio voivat vähentää prosesseihin sitoutuvaa työmäärää, parantaa skaalautuvuutta ja tukea kannattavuutta.

Pidemmällä aikavälillä keskeinen riski liittyy siihen, että mikäli tekoäly vähentäisi työvoiman kokonaiskysyntää kansantalouden tasolla, voisi tämä heikentää

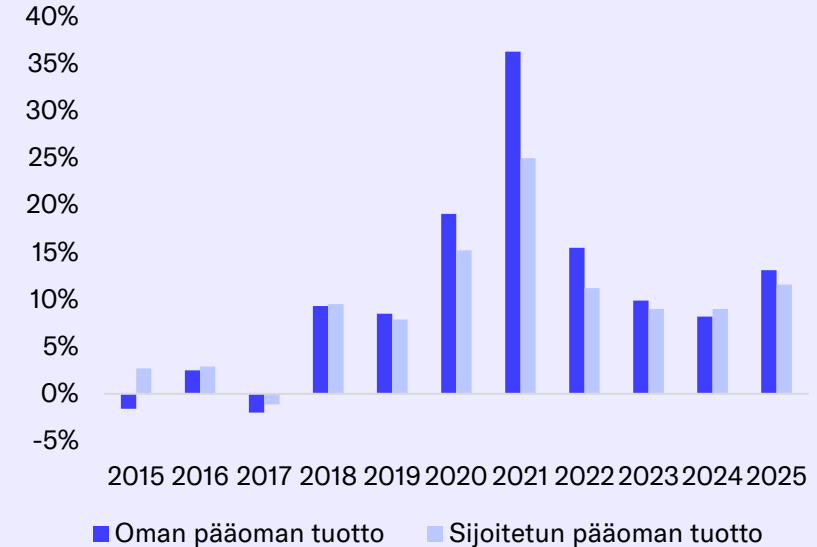
työpaikkatuotteiden kysyntää – erityisesti toimistotarvikkeissa. Toisaalta teknologiamurrokset ovat historiallisesti myös synnyttäneet uutta työtä ja uusia palvelutarpeita, mikä voi osittain kompensoida mahdollisia volyymipaineita. Vuokratyövoiman kysyntään voisi kohdistua laskupainetta erityisesti rutiiniluonteisissa toimistotehtävissä. Samanaikaisesti erikoistuneen osaamisen kysyntä voi kuitenkin kasvaa, mikä tekee kokonaisvaikutuksesta epävarman.

Tilitoimistoliiketoiminnassa tekoäly voi lisätä kustannustehokkuutta, mutta samalla se voi kiristää hintakilpailua tai orgaanisia kasvuedellytyksiä, kun tuottavuuden nousu vähentää perusteita hintojenkorotuksille.

Yhtiö on historiassaan osoittanut kykynsä reagoida markkinamuutoksiin nopeasti, mikä voisi tässäkin skenaariossa tukea yhtiön suhteellista kilpailuasemaa. Strategisesti toimialapainotusten siirtäminen kohti fyysisempää ja vaikeammin automatisoitavaa työtä vaativia asiakassegmenttejä voisi toimia riskienhallintakeinona.

Seuraamme erityisesti työllisyyden kehitystä, automaation vaikutuksia Wulffin asiakastoimialoilla sekä hinnoitteluvoiman muutoksia palveluliiketoiminnoissa. Toistaiseksi konkreettisia merkkejä työvoiman kokonaiskysynnän merkittävästä heikkenemisestä ei lyhyellä aikavälillä ole nähtävissä.

## Pääoman tuotto



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (10/10)

## Wulff omaa merkittävän henkilöomistajan

Wulffin selvästi suurin osakkeenomistaja on Heikki Vienola (36,5 % osakkeista ja äänistä), joka on toiminut konsernin (matkan varrella eri yhtiöiden) johtotehtävissä jo 1990-luvulta lähtien. Tällä hetkellä Vienola toimii Wulffin neuvonantajana. Arviomme mukaan Vienola on hyvin pitkäjänteinen omistaja, mikä voikin asettaa esteeksi mahdollisen ostotarjouksen osoittautuessa Wulffin kohdalle.

Muita keskeisiä Wulffin omistajia ovat kotimaiset rahastot, instituutiosijoittajat sekä eläkeyhtiöt. Kymmeneen suurimpaan omistajaan mahtuu myös SEB:n hallinomat hallintarekisteröidyt osakkeenomistajat (4,0 % osakkeista ja äänistä) sekä Wulff itse (1,6 % osakkeista ja äänistä).

## Konsernin riskitason pitäisi laskea ajan myötä

Wulffin tulostaso on heitellyt historiassa voimakkaasti, mikä on johtunut tuoteliiketoiminnan epävakaasta toimintaympäristöstä sekä rakenteellisista trendeistä. Tämä mielestämme muodostaa keskeisen riskin Wulffin sijoittajatarinan kannalta, sillä perinteisten toimistotarvikkeiden kysyntä taantuu vuosittain joitakin prosentteja digitalisaation vauhdittamana. Volyymitason lasku puolestaan vaatii kustannusrakenteen proaktiivista tarkastelua, jossa epäonnistuminen johtaisi tehokkuusongelmiin. Valikoiman tehostusohjelman onnistunut läpivienti voi kuitenkin pienentää tätä riskiä,

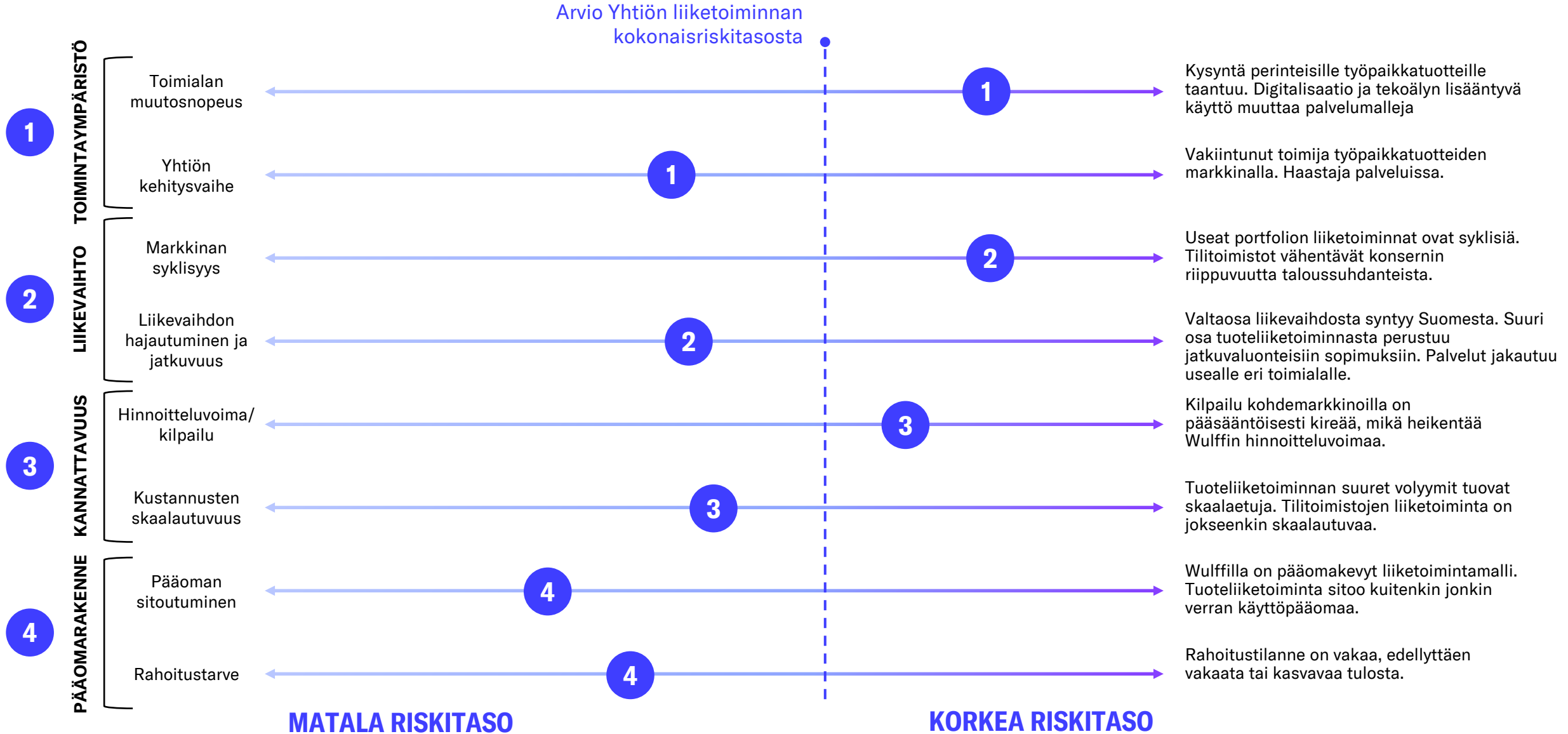
sillä tällöin yhtiö ei olisi yhtä riippuvainen taantuvista toimistotuotteista.

Toimialaan liittyvän riskitason maltillistuminen vaatii myös kasvavien palveluiden osuuden nousua, mikä näillä näkymin on tapahtumassa seuraavien 10 vuoden aikana. Muita keskeisiä riskitekijöitä ovat tiettyjen toimialojen syklinen luonne, kilpailun kiristyminen ja geopoliittiset selkkaukset (vaikkei yhtiö ole näistä suoraan riippuvainen). Myös konsernin monimutkainen rakenne voi aiheuttaa kompleksisuutta ja tehottomuutta organisaatiossa. Kokonaisuudessaan näemme Wulffin riskitason olevan hieman keskimääräistä Helsingin pörssin yhtiötä korkeampi. Riskitaso on kuitenkin viime vuosien aikana laskenut, ja palveluiden kasvun jatkuessa on sillä mahdollisuus laskea edelleen.

## Suurimmat osakkeenomistajat (1/2026)

Omistajat	Äänet
Vienola Heikki Juhani	36,5 %
Elo Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö	5,1 %
Nordea Nordic Small Cap Fund	4,3 %
Lähitapiola Keskinäinen Vakuutusyhtiö	4,1 %
Skandinaviska Enskilda Banken Ab (Publ) Helsingin Sivukonttori*	4,0 %
Tcf-Myynti Oy	2,5 %
Lähitapiola Keskinäinen Henkivakuutusyhtiö	1,8 %
Laine Capital Oy	1,8 %
Wulff-Yhtiöt Oyj	1,6 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	1,0 %

# Liiketoiminnan riskiprofiili



# Sijoitusprofiili

1

**Suurimman liiketoiminnan kasvupotentiaali matala, osa liiketoiminnasta taantuvaa**

2

**Kannattavuuskäännne etenee oikeaan suuntaan**

3

**Palveluliiketoiminnat tulevat pitkällä aikavälillä ylittämään tuoteliiketoiminnan**

4

**Pääoman tuottotasot ovat olleet tuottovaateen tienoilla. Palveluiden kasvu ja kannattavuuskäännne luo edellytykset tuottotason nousulle**

5

**Kasvava osinko**

## Potentiaali

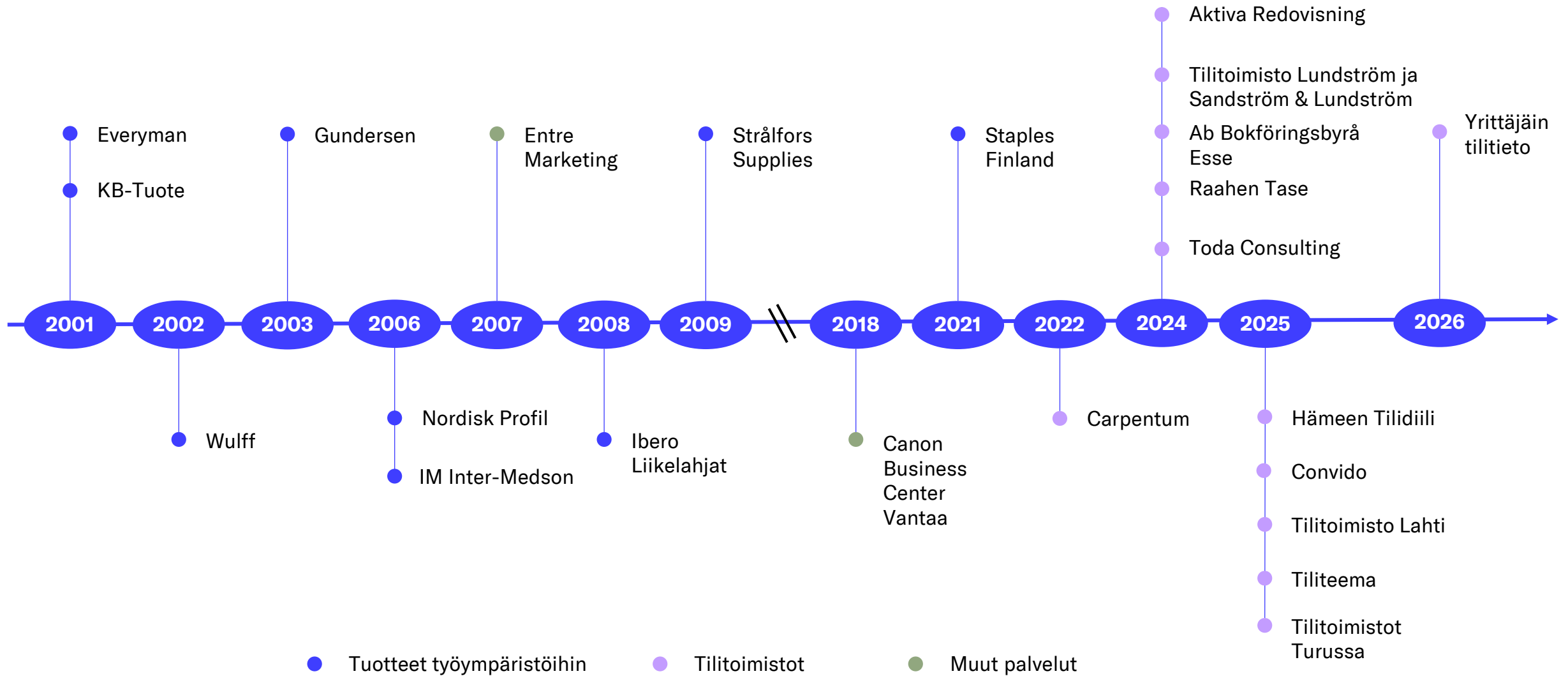
- Palveluliiketoimintojen kasvavat kohdemarkkinat
- Yritysostot pirstaloituneilla palvelumarkkinoilla
- Tuoteliiketoimintojen tehokkuuden parantaminen nousevan skaalaedun ja valikoiman muutoksen avulla
- Kannattavuusparannus mahdollistaa arvonluonnin (pääoman tuotto > pääoman kustannus)

---

## Riskit

- Kohdemarkkinoiden kireä kilpailutilanne
- Suhdanneriippuvuus ja osin taantuva työpaikkatuotemarkkina
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Laajalle levittänyt liiketoimintaportfolio voi lisätä kompleksisuutta ja hidastaa päätöksentekomallia
- Henkilöstöriippuvuus
- Tekoälymurroksen vaikutus työelämään

# Keskeiset yritysostot





# Markkina (1/8) - Työpaikkatuotteet

## Taloussuhdanteet heiluttavat muuten melko vakaan toimialan kehitystä

Wulffin Tuotteet työympäristöön -segmentti toimii Pohjoismaiden työpaikkatuote ja -palvelumarkkinalla. Työpaikkatuotteet kattavat kaikki perinteiset toimisto, myymälä- ja varasto-olosuhteissa tarvittavat tarvikkeet sekä välineet. Näiden lisäksi markkina käsittää modernimmat ergonomiatuotteet sekä suoja-, hyvinvointi- ja hygieniatuotteet. Wulffin kannalta keskeisin markkina-alue on Suomi liikevaihdon painottuessa vahvasti tälle alueelle.

Yhtiön omien arvioiden mukaan Wulffille relevantin työpaikkatuotteiden kohdemarkkina on kooltaan noin 700 MEUR Pohjoismaissa. Keskeistä tällä markkinalla on se, että tiettyjen perinteisten tuoteryhmien (kuten paperi) kysyntä taantuu rakenteellisesti digitalisaation vauhdittamana. Myös lisääntynyt etätöskentely on rajoittanut toimialan kysyntää. Toisaalta työpaikoilla lisääntynyt hyvinvointitietoisuus on nostanut tiettyjen tuotteiden kysyntää (ergonomia ja hygienia), joiden lisäksi toimijat ovat laajentaneet läsnäoloansa perinteisten toimistotuotealueiden ulkopuolelle (esim. hoiva- ja terveydenhoito).

Toimialan kehityksestä ei tietojemme mukaan ole pidetty kaiken kattavaa tilastoa, mutta arvioimme työpaikkatuotemarkkinan kehityksen olleen melko tasaista pitkällä aikavälillä. Keskeistä toimialassa on kuitenkin se, että se seuraa taloussuhdanteiden vaihtelua. Toimialan tulevaisuuden näkymä vaikuttaa niinkään melko vakaalta, jota yhtiön segmenttikohtaiset

kasvutavoitteetkin peilaavat. Perinteisten toimistotuotteiden kysyntä on ollut jo pitkään laskussa, mutta tätä on kompensoinut kasvava kysyntä hyvinvointiin ja terveydenhoitoon liittyville työpaikkatuotteille.

## Markkina on edelleen pirstaloitunut vaikkakin konsolidaatiota on tapahtunut

Työpaikkatuotteiden markkina on jokseenkin pirstaloitunut, sillä pienempiä toimijoita on paljon ja alalle tulokynnys on melko matala. Viime vuosina toimialalla on kuitenkin nähty konsolidaatiota, jonka johdosta kolme suurinta toimijaa vastaavat yhteensä karkeasti 50 % Suomen markkinasta. Keskeisiä kilpailijoita ja markkinaa konsolidoineita toimijoita ovat Wulffin lisäksi Lyreco ja Kariteam (ml. RCK Finland), joiden liikevaihdot liikkuvat 60 MEUR:n tienoilla. Nämä toimivat eritoten perinteisillä toimistotarvikkeiden tuotealueilla. Kasvavalla hoiva- ja terveydenhoitotuotealueilla keskeinen kilpailija Wulffille on Pamark. Markkinalla toimii myös pienempiä fokuoituneita toimijoita sekä suurempia generalisteja (yleensä verkkokauppoja) melko kapeilla tuotevalikoimilla. Tukku-/vähittäiskauppamallilla toimivien lisäksi myös tuotteiden valmistajat (mm. kalustevalmistajat AJ Tuotteet, Martela) toimittavat tuotteitaan suoraan kuluttajille toimien Wulffin kilpailijoina. Tosin näiden valikoimat keskittyvät pitkäikäisiin toimistokalusteisiin (mm. pöydät, tuolit, sermit), kun taas ensiksi mainituiden toimijoiden valikoimat koostuvat merkittävilta osin käyttöiältään lyhyemmistä tuotteista (mm. kynät, paperit, siivous).



## 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 (2/8) - Työpaikkatuotteet

## Kilpailutilanne

Näemme työpaikkatuotteiden kilpailutilanteen melko tiukkana. Kilpailutilannetta toimialalla kiristää verkkokaupan kasvun myötä madaltunut alalle tulon kynnys. Erityisesti kuluttajajapinnassa toimineet vähittäiskauppiat ovat lisänneet työpaikkatuotteita valikoimiinsa ja pyrkivät kasvamaan B2B-asiakkaissa. Tämän lisäksi taantuvien tuotealueiden takia toimialalle on saattanut syntyä ylikapasiteettia (etenkin taantuissa tuoteryhmissä), mikä on omiaan nostamaan hintakilpailua toimijoiden kesken. Onkin todennäköistä, että markkinan keskittyminen jatkuu joko pienempien toimijoiden poistumisten tai yritysostojen vauhdittamana.

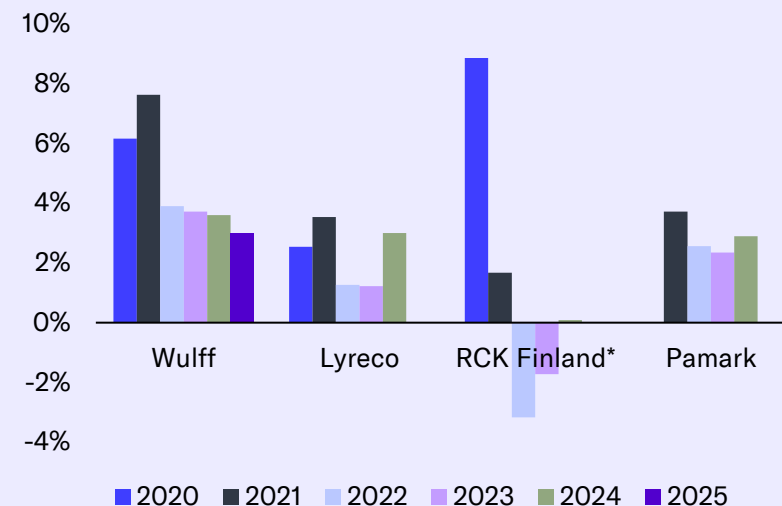
## Kestäviä kilpailuetuja haastava saavuttaa

Kestävien kilpailuetujen, joilla yhtiöt yltäisivät korkeisiin pääoman tuottolukuihin, saavuttaminen toimialalla on mielestämme haastavaa pitkällä aikavälillä, sillä myytävät tuotteet ovat melko geneerisiä toimijoiden kesken, alalle tulonkynnys on matala ja asiakkaat ovat hintatietoisia. Mittakaavaeduilla voi saavuttaa etumatkaa suhteessa pienempiin toimijoihin ostoehdoissa sekä tiettyjen kiinteiden kustannusten skaalautumisessa. Tämä joko mahdollistaa huokeammat marginaalit tai muita vahvemman hintakilpailukyvyyn. Loppupeleissä kilpailukyvyyn saavuttaminen toimialalla kiteytyy brändin vetovoimaan ja eritoten asiakassuhteisiin. Näissä mielestämme Wulff on jonkin verran kilpailijoitaan edellä, mikä näkyikin positiivisesti yhtiön tunnusluvuissa (etenkin kannattavuus) suhteessa keskeisiin kilpailijoihin.

## Wulff kannattavuudessa keskeisiä kilpailijoita edellä

Markkinan keskeisten toimijoiden kasvulukuja hämärtää lukuisat yritysostot, ja arvioimmekin toimijoiden orgaanisen kasvun olleen joko tasaista tai negatiivista toimialan rakennemuutoksesta johtuen. Wulffin keskeiset kotimaiset kilpailijat (Lyreco, RCK Finland\* ja Pamark) ovat tehneet lähihistorian aikana keskimäärin 2 %:n liikevoittomarginaalia. Nämä ovat Wulffin historiallisten tasojen (5 %) alapuolella. Luvuissa tai niiden erossa korostuu näkemyksemme mukaan Wulffin koon myötä syntyvä mittakaavaetu (mm. ostoehdot). On kuitenkin keskeistä huomioida, että esim. Lyreco on osa kansainvälistä konsernia, josta Suomen tytäryhtiön pitäisi hyötyä suuren mittakaavan mahdollistamien ostoehtojen myötä. Kannattavuuksiin vaikuttaa myös myynnin jakauma, jotka saattavat toimijoiden välillä vaihdella. Arviomme mukaan Lyrecon ja Kariteam (ml. RCK) tuotevalikoimat painottuvat pitkälti perinteisiin toimistotarvikkeisiin, joissa katepotentiaalit ovat laskeneet hintakilpailun takia. Kokonaisuudessa näemme Wulffin operaatioiden olevan toimialaan nähden tehokkaat.

Toimialan kannattavuuksia  
Liikevoitto-%



Lähde: Wulff, Asiakastieto

\* Kariteam osti RCK Finlandin 2025. Kariteamista (Ky) ei ole saatavilla tilinpäätöstietoja julkisista lähteistä.

# Markkina (3/8) - Henkilöstövuokraus

## Henkilöstöpalvelumarkkina pähkinäkuoressa

Wulffin Henkilöstöpalveluliiketoiminta toimii Suomen henkilöstöpalvelumarkkinalla eritoten henkilöstön vuokraustoiminnassa. Henkilöstöpalveluiden kohdemarkkinan koko Suomessa on eri arvioiden\* mukaan noin 3 mrd. euroa. Tästä valtaosaa edustaa perinteinen henkilöstövuokraus, kun taas muut palvelut, kuten rekrytointi ja valmentaminen, ovat vielä pieni osa kokonaisuudesta.

Henkilöstövuokraus on luonteeltaan syklistä, sillä tyypillisesti asiakasyritykset irtisanovat ensimmäisenä vuokraamansa työntekijät resurssien vähennystarpeen syntyessä. Siten toimialan kehitys noudattelee BKT:n kehitystä, mutta syklien muutokset (korkea- ja matalasuhdanteet) ovat usein tätä voimakkaammat. Syklisyydestä huolimatta toimiala on kasvanut pitkällä aikavälillä, ja uskomme tämän omaavan kasvupotentiaalia myös jatkossa. Tilastokeskuksen ylläpitämien tilastojen perusteella toimialan (Työllistämistoiminta) liikevaihto on kasvanut vuodesta 2000 lähtien 10 %/v, kun viimeisen kymmenen vuoden aikana vuosikasvu on ollut noin 7 %. Kasvu on siis ollut selvästi BKT:n kasvua voimakkaampaa.

Markkina on melko pirstaloitunut, sillä suurimman 20 toimijan liikevaihto vastaa noin puolta kokonaismarkkinasta. Henkilöstövuokrausmarkkinalla on kuitenkin vuosien varrella tapahtunut konsolidaatiota, jonka uskomme myös jatkuvan. Näillä näkymin tulevaisuuden konsolidaatiovauhti on kuitenkin historiaa lievämpi, sillä ilmeisimmät yritysostot/ fuusiot on jo toteutettu. Ts. suuret toimijat eivät enää saavuta yritysostoja jatkamalla niistä kaivattuja hyötyjä (uusia toimialoja ja maantieteitä sekä synergioita). Jatkossa

\* Eezy: 2,5-3 mrd., Tilastokeskus 3,3 mrd. euroa

yritysostoaktiiviteetti saattaa kohdistua enemmän muille palvelualueille vuokrauksen sijaan, joissa konsolidaation mahdollistama hyöty on suurempi.

## Tulevaisuuden kehitystä ohjaavat megatrendit

Henkilöstöpalvelumarkkinan kasvua tukee useat rakenteelliset ajurit, jotka ylittävät lyhyen aikavälin suhdannevaihtelun ja luovat pitkän aikavälin kasvupotentiaalia toimialalle.

**Joustavuuden** tarve on merkittävä henkilöstöpalveluiden kysyntää ajava tekijä sekä työnantajien että työntekijöiden näkökulmasta. Yritykset pyrkivät tasapainottamaan resurssitarvettaan henkilöstöpalveluyritysten kautta, jolloin vuokratyövoima toimii tehokkaana suhdannepuskurina. Tämä mahdollistaa nopean reagoinnin kysynnän muutoksiin ilman merkittävää riskiä tai sitoutumista. Samanaikaisesti työntekijät hakevat enenevässä määrin joustavuutta työnteon aikaan ja paikkaan, mikä ajaa heitä toimimaan henkilöstövuokrausyhtiöiden kautta perinteisten työsuhdemuotojen sijaan.

**Ulkoistamisen** tehokkuusedut muodostavat toisen keskeisen kasvuajurin. Kun hallinnolliset toiminnot hoidetaan tehokkaasti operoivan henkilöstöpalveluyrityksen toimesta, asiakasyritys voi keventää omaa organisaatiotaan ja keskittyä ydinliiketoimintaansa. Kasvavana trendinä on myös kokonaisten toimintojen, kuten logistiikkaoperaatioiden, ulkoistaminen henkilöstöpalveluyrityksille. Tämä kehitys heijastaa yritysten pyrkimystä muuttaa kiinteitä kustannuksia muuttuviksi ja siirtää tukitoimintojen operatiivinen vastuu erikoistuneille palveluntarjoajille.

## Toimialan kasvuajurit

1

### Joustavuus

Työvoiman tasapainottelu tekijöiden määrässä ja tunneissa (sekä työnantaja että työntekijä)

2

### Ulkoistaminen

Henkilöstöhallinnon, rekrytoinnin tai koulutuksen/perehdyttämisen ulkoistamisella tehokkuushyötyjä

3

### Työvoiman saatavuus

Tehokkuutta työvoiman saatavuuteen ulkoistetun rekrytoinnin tai suorahaun muodossa

4

### Digitalisaatio

Mahdollistaa toiminnan mittaamisen ja henkilöstön tehokkaan kouluttamisen

# Markkina (4/8) - Henkilöstövuokraus

**Työvoiman saatavuus** on muodostunut yhä kriittisemmäksi haasteeksi suomalaisille yrityksille, ja tähän haasteeseen etsitään ratkaisuja juuri henkilöstöpalvelu yrityksistä. Tehokkaasti toimivat henkilöstöpalvelu yritykset kykenevät rekrytoimaan suurenkin joukon työvoimaa nopeasti tai toteuttamaan suorahakuja ja -rekrytointeja ketterästi verrattuna yksittäisten yritysten usein raskaampiin rekrytointiprosesseihin. Tämä luo merkittävää lisäarvoa erityisesti tilanteissa, joissa nopea henkilöstön saatavuus on kilpailutekijä.

**Digitalisaatio** avaa henkilöstöpalvelualalle jatkuvasti uusia liiketoimintamahdollisuuksia. Teknologia mahdollistaa oman toiminnan tehokkaamman mittaamisen sekä tarjoaa monipuolisia työkaluja henkilöstön koulutukseen ja kehittämiseen. Lisäksi henkilöstöpalveluyhtiöillä on erinomaiset edellytykset laajamittaiseen datan keräämiseen, jonka ympärille voidaan rakentaa uusia arvoa tuottavia palveluita, kuten työmarkkinatutkimuksia, ennustepalveluita ja analytiikkapohjaisia konsultointipalveluita. Digitalisaatio ei siten ole pelkästään tehokkuuden ajuri, vaan se mahdollistaa kokonaan uusien liiketoimintamallien ja palveluiden kehittämisen.

Näiden rakenteellisten ajureiden yhteisvaikutuksesta henkilöstöpalvelumarkkina on kasvanut pitkällä aikavälillä huomattavasti yleistä talouskehitystä nopeammin. Vaikka markkinan kasvuvauhti saattaa tulevaisuudessa hidastua markkinan kypsyessä, rakenteelliset ajurit tukevat näkemystämme markkinan jatkuvasta kasvusta myös

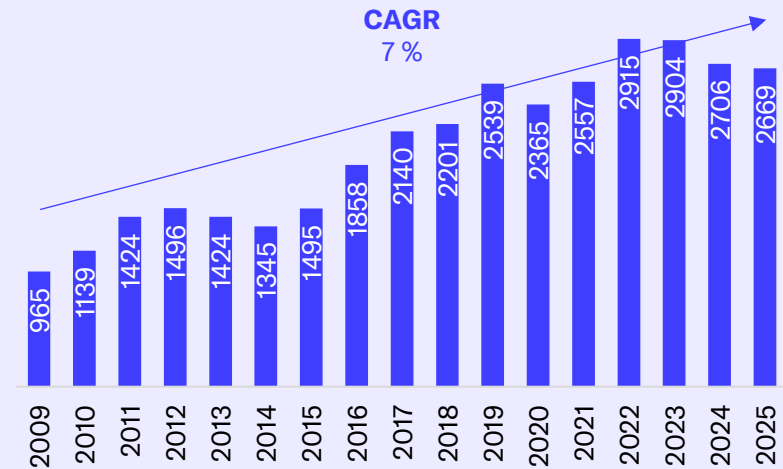
keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

## Works asemoituu haastajan asemaan

Toimialan voi kokoluokan perusteella jakaa karkeasti kolmeen eri osaan: suuriin pelureihin, haastajiin ja pieniin toimijoihin. Wulff Worksin pienen koon ja voimakkaan kasvun takia luokittelemmekin yhtiön haastajan asemaan. Haastajien joukossa on muita toimijoita kuten Adecco, Manpower, Academic Work, Bondata, Lisäpalvelu ja SOL Henkilöstöpalvelut. Academic Workin kotimaan toiminnot ovat käsityksemme mukaan reilun 100 MEUR:n kokoluokassa (konserni kansainvälisesti 350 MEUR), kun taas Adecco Finland on ollut pitkään noin 60-70 MEUR:n kokoinen liikevaihdolla mitattuna. Vastaavasti Manpower on liikkunut pitkään noin 40 MEUR:n kokoluokassa. Kannattavuuksissa ilmenee selvää heittoa edellä mainittujen toimijoiden välillä, sillä useat ovat olleet tappiollisia eritoten viimeisten kolmen vuoden ajan, kun taas Academic Work on tehnyt keskimäärin 7 %:n liikevoittomarginaalia viimeisten viiden vuoden aikana.

Haastajia yhdistää niiden rajallinen peitto, sillä nämä toimivat usein vain tietyillä paikkakunnilla tai toimialoilla. Vaikka Academic Work kuuluisi kokoluokaltaan suurten joukkoon, toimii se lähestulkoon vain korkeakoulutautuneiden opiskelijoiden henkilöstöpalvelukentässä. Joukossa on kuitenkin toimijoita (kuten Wulff Works), jotka lisäävät alati toimiala- ja maantieteellistä peittoaan, mikä saattaa ne jonain päivänä nostaa toimialan suurimpien (Barona, Eezy, StaffPoint ja Bolt) rinnalle.

## Henkilöstöpalveluiden kehitys Suomessa\* MEUR



Lähde: Tilastokeskus

\* Toimialaluokitus: Työllistämistoiminta

# Markkina (5/8) - Henkilöstövuokraus

Lukumäärältään suurimman joukon muodostavat pienet alle 20 MEUR:n kokoluokassa olevat toimijat, kun vakiintuneita toimijoita alalla on eri arvioiden mukaan satoja.

## Kilpailukenttä ja -tilanne

Kilpailu toimialalla on näkemyksemme mukaan tiukkaa, mutta silti kohtuullisen tervettä. Henkilöstövuokrausmarkkinalla on matala alalle tulon kynnyks, jolloin uusia toimijoita (kuten Works) ilmaantuu markkinoille aika ajoin samaan aikaan kun toisia poistuu tai sulautuu osaksi suurempia toimijoita. Toimialalla erottautuminen onkin haastavaa, jolloin pääkilpailutekijäksi usein jää hinnoittelu. Tämä on omiaan nostamaan toimijoiden välistä hintakilpailua. Muita kilpailukykyä edistäviä tekijöitä ovat mm. brändi, asiakassuhteet, (digitaalinen)alusta sekä toimitusvarmuus/-nopeus. Edellä mainitut tekijät myös puoltavat sitä, että toimialalla on haastava saavuttaa kestäviä kilpailuetuja, jotka mahdollistaisivat pitkällä aikavälillä merkittävästi tuottovaateen ylittäviä pääoman tuottoja.

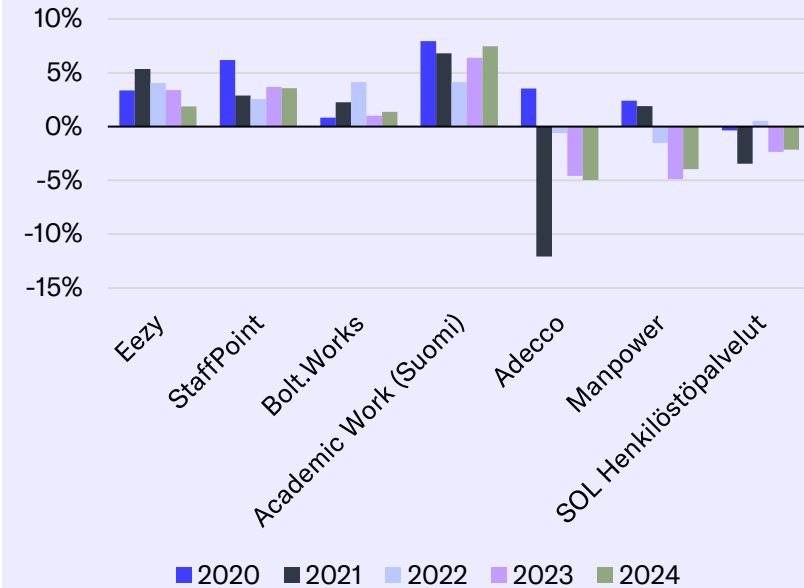
Näkemyksemme mukaan alan kilpailu on usein paikallista. On kuitenkin tyyppistä, että suuret valtakunnalliset asiakkaat suosivat laajan maantieteellisen peiton omaavia (kooltaan suuria) henkilöstövuokraajia. Toistaiseksi pieneen koon takia Worksin kilpailukenttä painottuu näkemyksemme mukaan paikallisiin toimijoihin. Liikevaihdon kasvun ja suurempien asiakkuuksien myötä yhtiö tulee kuitenkin enenevässä määrin kohtaamaan suurempia toimijoita tarjousprosessien aikana.

## Toimialan kannattavuudet ovat olleet paineessa heikon taloussuhdanteen aikaa

Toimialalla on mahdollisuus päästä kohtuullisiin kannattavuuslukuihin Worksin verrokkien tilinpäätöstietojen perusteella. Haastajien joukossa kannattavuuksissa on kuitenkin ollut selvää painetta haastavan toimintaympäristön aikana. Siinä segmentissä käytännössä ainut toimija, joka on kyennyt tekemään hyvää kannattavuutta on Academic Work tytäryhtiöineen, kun muilla tulokset ovat painuneet pakkaselle. Tämä osaltaan viestii liiketoimintamallien volyyymi riippuvuudesta, vaikkakin henkilöstökulujen pitäisi olla osin muuttuvia.

Pitempää aikasarjaa tarkastellessa käy ilmi, että Worksin verrokkien keskimääräiset kannattavuudet ovat olleet noin prosentin tasolla. Joukkoon mahtuu varsin hyviä kannattavuuksia tehnyt Academic Work, mutta myös useita tappiollisia yhtiöitä. Varsin puutteellisten julkisten tietojen valossa toimialan suurimman toimijan eli Barona-konsernin liikevoitto-% oli vuonna 2024 3,6 %, ja se on liikkunut viimeisen viiden vuoden aikana aina nollan ja 5 %:n välillä. Wulff on itse todennut Worksin kääntyneen kannattavaksi vuoden 2025 aikana, mutta arvioimme sillä olevan vielä matkaa toimialan parhaimpien toimijoiden kannattavuustasolle.

Henkilöstöpalvelualan kannattavuuksia  
Liikevoitto-%





# Markkina (6/8) - Tilitoimistot

## Markkinan määrittely

Tilitoimistopalveluiden kohdemarkkina Suomessa on kooltaan noin 1,5 mrd. euroa. Alalla toimivien yritysten kokoluokan perusteella markkina muodostuu valtaosin mikro- ja pienyrityksistä sekä jossakin määrin keskisuurista yrityksistä. Tämä johtuu siitä, että keskisuurissa ja suurissa asiakasyrityksissä taloushallinto hoidetaan useasti sisäisenä toimintona, mutta ulkoistustrendi on etenemässä asteittain. Mikäli tämä potentiaali (vielä itse tehty taloushallinto) huomioitaisiin toimialan koon määrittelyssä, olisi tilitoimistomarkkina kooltaan huomattavasti yllä mainittua suurempi.

Tilitoimistopalvelut ovat varsin defensiivinen toimiala, jota ylläpitää lakisääteinen kirjanpitovelvoite. Lisäksi kirjanpitäjien ja asiakkaiden välille syntyy usein vahva luottamussuhde, minkä takia toimialan asiakaspysyvyys on erittäin korkea. Toimialan defensiivisyyttä alleviivaa, se että markkina selvisi finanssi- ja eurokriisistä ilman liikevaihdon laskua. Koronapandemia aiheutti vain 3 %:n laskun, mutta tilanne elpyi nopeasti vuonna 2021. Kasvua on syntynyt myös vuosien 2022-24 aikana, jolloin ennätysmäärä pieniä yrityksiä on ajautunut konkurssiin. Kvartaalitulosten mukaan vuosi 2025 on kuitenkin ollut haastava, mikä onkin arviomme mukaan hidastanut toimialan kasvun lähelle nollaa.

Tilastokeskuksen tietojen mukaan tilitoimistopalveluiden (Kirjanpito- ja tilinpäätöspalvelut) markkina on kasvanut noin 5 %:n vuositahtia vuosien 2002-24 aikana. Lyhyellä aikavälillä kasvu todennäköisesti taantuu heikon taloussuhdanteen takia, mutta pidemmällä aikavälillä odotamme toimialan kasvavan 2-4 %/v. Yhtiön oma arvio

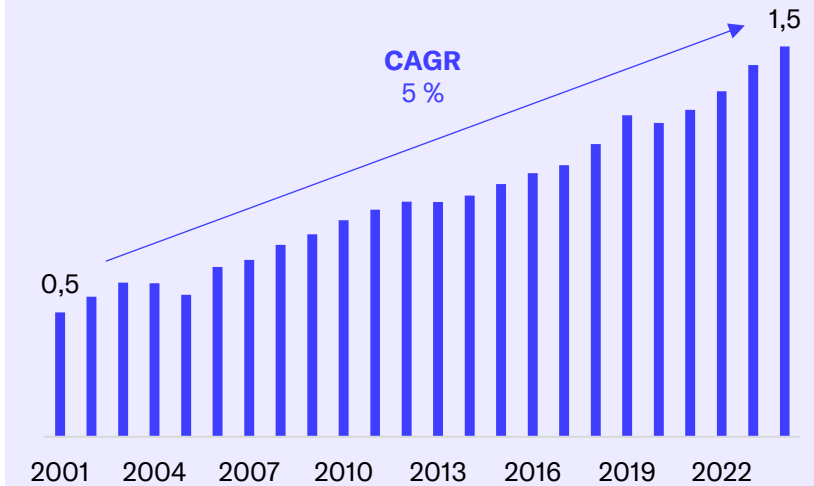
markkinan kasvutahdista on 3-7 %/v, mikä on linjassa toimialan historiallisen kehityksen kanssa. Jokatapauksessa kyseessä pitäisi olla BKT:n kehitystä voimakkaammin kasvava defensiivinen toimiala.

## Tulevaisuuden kasvuajurit

Historiassa toimialan kasvu on syntynyt sekä hinnankorotuksista sekä transaktiomäärän kasvusta. Kirjanpidon sähköistymisen ja palveluiden digitalisaation myötä moiset hinnankorotukset ovat jatkossa vaikeasti perusteltavissa. Myös lisääntynyt kilpailu on asettaa painetta hinnankorotuksille. Toinen osa kasvusta on syntynyt transaktiomäärän noususta, mikä korreloi taloudellisen aktiviteetin kanssa. Talouden piristymisen pitäisi näkyä transaktiomäärässä noin puolen vuoden viiveellä, kuten korona-aika ja käynnissä oleva heikko suhdanne ovat osoittaneet. Tästä huolimatta kokonaismarkkina on kasvanut vuosien 2022-24 ajan.

Arviomme mukaan toimialan kasvuajureina toimivat lähivuosina erityisesti perinteistä kirjanpitoa täydentävien lisäpalveluiden myynti sekä yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistymisen. Sähköistyminen muuttaa tilitoimistojen palvelut, prosessit ja osaamistarpeet, jolloin perinteisen kirjanpitäjän rooli menettää arvoaan konsultin työtehtävien kasvaessa ja vapauttaen resursseja lisäarvopalvelujen tuottamiseen. Samaan aikaan yritykset ulkoistavat yhä enemmän tukitoimintojaan (esim. IT) keskittyessään ydinliiketoimintaansa. Tilitoimistoille tämä tarkoittaisi kasvavaa kysyntää controller-, talouspäällikkö-, konsultti- ja HR-asiiantuntijapalveluille.

## Tilitoimistomarkkinan kehitys (mrd. EUR)



# Markkina (7/8) - Tilitoimistot

## Toimialan murros johtaa konsolidaatioon

Tilitoimistoala on murroksessa, jota ajavat digitalisaatio, palveluntarjonnan ja konsultoinnin merkityksen kasvaminen, lainsäädännön muutokset ja yrittäjien eläköityminen. Vaikka tilitapahtumien sähköistymisen luulisi olevan jo vallitseva käytäntö, monissa tilitoimistoissa paperitositteet ovat edelleen arkipäivää. Kehitys sähköistettyyn ja tehokkaampaan käsittelyyn on edennyt viime vuosina laajalla rintamalla ja tulee vääjäämättä jatkumaan. Sääntelyn puolella haasteita puolestaan aiheuttavat esimerkiksi rahanpesuun, asiakkaiden tunnistamiseen, tietoturvasuuteen ja asiakasdatan käsittelyyn liittyvät asiat, joiden toteuttaminen vaatii resursseja mm. IT-järjestelmiin.

Valtaosa pienistä ja paikallisista tilitoimistoista pyrkii lähinnä säilyttämään oman reviirinsä. Monelle näistä toimijoista teknologinen kehitys ja lainsäädäntömuutosten tuomat vaatimukset ovat merkittävä haaste ja yritykseltä voi puuttua vaadittavat resurssit haastaa muita tilitoimistoja.

Toimialan suurimmat hallitsevat sähköisen palvelun ja haluavat laajentaa toimintaansa murroksessa. Tätä kautta alan pienimmät toimijat ovat paineessa, mikä johtaa joko yritysten poistumiseen tai liittymiseen osaksi suurempia toimijoita, joiden resurssit mahdollistavat murroksen aiheuttamien vaateiden täyttämisen. Konsolidaation trendi onkin ollut läsnä toimialalla jo jonkin aikaa, minkä uskomme myös jatkuvan murroksen vauhdittamana.

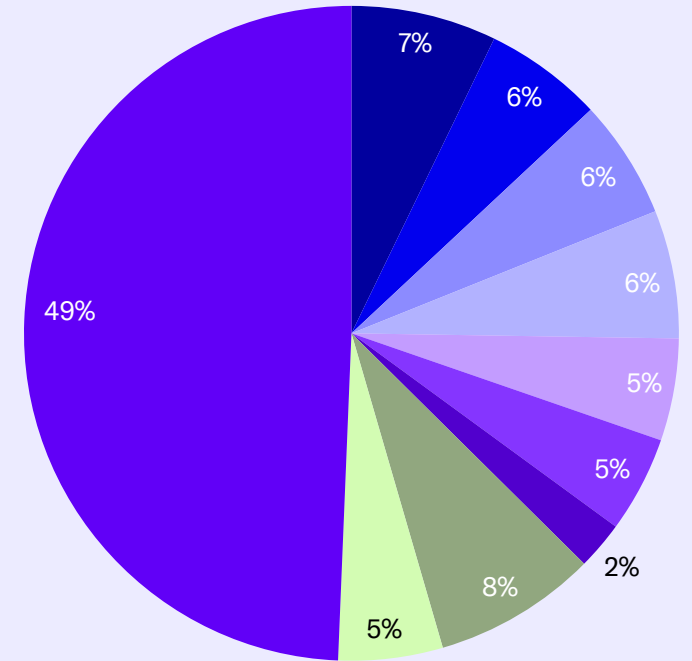
## Markkina on hyvin pirstaloitunut

Toimialan rakenne on yhä todella pirstaloitunut, sillä kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen. Vuonna 2024 tilitoimistomarkkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan noin 6500 yritystä. Keskimääräisessä yrityksessä työskentelee vain muutama henkilö. Alan merkittävimpiä toimijoita Suomessa ovat Rantalainen, Talenom, Accountor, Azets, Administer ja Greenstep sekä pörssi-yhtiö Aallon Group. Alalla toimii myös julkiseen sektoriin keskittyneet Monetra ja Numera (ent. Sarastia). Edellä mainitut vastaavat kokonaismarkkinasta noin 50 % eikä yhdenkään toimijan osuus ylitä 10 %, mitkä kuvastavatkin markkinan pirstaloituneisuutta. Näkemyksemme Wulff asettuu toimialakentässä selväksi haastajaksi, sillä se on suurempia toimijoita kooltaan pienempi, mutta omaa selvät ambitiot kasvaa suurempien joukkoon.

## Kilpailukenttä ja -tilanne

Tilitoimistomarkkinalla kilpailu asiakkaista on ollut aina rajattua. Alan suuremmista toimijoista Talenom on ollut käytännössä ainoa aidosti aktiivista uusmyyntiä harjoittava yhtiö jo pitkään, ainakin merkittävässä mittakaavassa. Valtaosa pienistä yhtiöistä on keskittynyt suojelemaan omaa reviiriä ja muut suuret toimijat ovat panostaneet pääosin yritysostoihin.

## Markkinaosuudet 2024



Lähde: Tilastokeskus, Talenom, Aallon Group, Asiakastieto

# Markkina (8/8) - Tilitoimistot

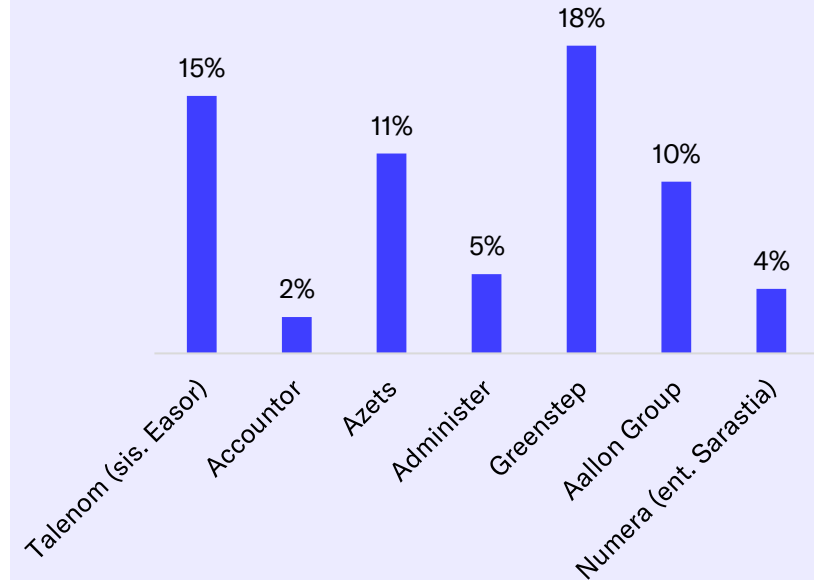
Myös hintakilpailu toimialalla on historiassa ollut melko vähäistä. On mahdollista, että hintakilpailu on hieman kiristynyt viime vuosina Suomen haastavan taloudellisen tilanteen johdosta. Tulevaisuutta ajatellen toiminnan, digitalisaation mahdollistama tehostuminen voi johtaa hintakilpailun lisääntymiseen, mikä voi toimina uhkana toimialan muhkeille marginaaleille.

## Tehokas liiketoimintamalli mahdollistaa hyvän kannattavuuden

Toimialan muiden toimijoiden kannattavuuksia tarkastellessa huomaamme, että Wulffin verrokkit ovat saavuttaneet erinomaisia kannattavuuslukuja. Tämä arviomme mukaan perustuu tehokkaisiin prosesseihin sekä vähäiseen hintakilpailuun. Ohjelmistokehitykseen keskittyvien toimijoiden kannattavuustasoissa korostuu ohjelmistomyynnin korkeat marginaalit sekä tiettyjen T&K-kulujen aktivointi taseeseen (esim. Talenom). Viimeisen viiden vuoden aikana keskeisten (suurien ja keskikokoisten) verrokkien liikevoittomarginaalit ovat kohonneet keskimäärin 10 %:iin. Kehitys on ollut vuodesta tai yhtiöstä riippuen vaihtelevaa.

Wulffin ostokohteita tarkastellessa (pro-forma) voidaan Tilitoimistoliiketoiminnan kannattavuuden arvioida olevan noin 15 %:n tienoilla. Huomioiden konsernin hakema kasvu ja sen tuomat skaalaedut on yhtiöllä siis kaikki edellytykset nostaa kannattavuus kohti verrokkien tasoja. Yhtiö raportoi kannattavuutensa segmenttitasolla, jolloin erinäisten liiketoimintojen kannattavuudet jäävät valistuneiden arvioiden varaan.

**Tilitoimistoalan kannattavuuksia**  
Liikevoitto-% (5 vuoden keskiarvo)



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/4)

## Yritystoin luotua kasvua

Wulff on kasvanut historiallisesti pääosin yritysostojen kautta. Viimeisien vuosien aikana Wulffin strategiassa on panostettu entistä enemmän kannattavuuden parantamiseen kustannussäästötoimenpitein ja keskittymällä katerakenteeltaan tuottoisimpien tuote- ja palvelualueiden kehittämiseen. Strategiassa ollaan saavutettu vaihe, jossa jatkossa tarkoitus on hakea liikevaihdon kasvua uusien palvelualueiden tukemana.

## 2030-strategia pähkinäkuoressa

Wulffin vuonna 2025 uusitun strategian keskeisenä tavoitteena on luoda kestävä ja kannattavaa kasvua. Keskeisiä kasvun mahdollistavia laadullisia tekijöitä Wulffin mielestä ovat asiakaskokemus, luottamus, uudistuminen ja yrittäjyys. Wulff pyrkii laajentamaan ja syventämään rooliaan työelämän kokonaisvaltaisena kumppanina kasvattamalla palveluliiketoimintojensa kokoa. Tämä linjaus on johdonmukainen yhtiön historiallisen kehityksen kanssa, jossa perinteinen toimistotuotteiden myynti on saanut rinnalleen yhä enemmän palvelupohjaisia kokonaisuuksia. Keskeinen tehtävä yhtiön ratkaistavaksi on tuoteliiketoiminnan tulospotentiaalin parantaminen. Näissä keskeistä roolia esittää perinteisen taantuvan liiketoiminnan korvaaminen uusilla toimialoilla sekä suureksi paisuneen valikoiman tehostaminen.

## Strategian peruspilarit vaikuttavat arvonluonnin kannalta järkeviltä

Mielestämme Wulffin panostus palveluliiketoimintoihin on perusteltua, sillä niiden kasvu- ja kannattavuuspotentiaali

ovat yhtiön tuoteliiketoimintaa selvästi paremmat. Lisäksi pidämme strategian ihmislähtöistä ja yrittäjämäistä lähestymistapaa vahvuutena. Tämä on tärkeää palveluissa, joissa henkilöstön osaaminen, motivaatio ja asiakaskohtaukset ovat keskeisiä kilpailutekijöitä. Yrittämisen arvottaminen on mielestämme tärkeää, sillä pienikokoisissa palveluliiketoiminnoissa päätökset tehdään ruohonjuuritasolla vetäjien tai omistajayrittäjien toimesta ja asiakastarpeet ja kilpailu ovat usein paikallista. Tämä korostaa Wulffin roolia toimintaa ohjaavana ja tukevana pääoman allokoijana.

Strategiaan liittyy myös haasteita ja riskejä. Kasvun perustana olevat palveluliiketoiminnat ovat kilpailtuja, missä alalle tulon kynnyks on matala (kuten Works osoitti), ja erottautuminen vaatii selkeää asiakasarvolupausta sekä kykyä tuotteistaa ja skaalata palveluita tehokkaasti. Strategian yritysostoriippuvuus lisää riskiä: integraatiot, kulttuurierot ja järjestelmien yhteensovittaminen voivat heikentää kannattavuutta ilman huolellista johtamista. Samalla konsernin suurin Tuotteet työympäristöön – segmentti toimii syklisellä ja osin rakenteellisesti taantuvalla markkinalla, missä trendimuutokset voivat heiluttaa toiminnan tehokkuutta. Useiden erilaisten liiketoimintojen samanaikainen kehittäminen vaatii vahvaa strategista ohjausta ja priorisointia resurssien kohdistamiseksi parhaan tuottopotentiaalinalueille. Potentiaalisten omistajayrittäjien tarkka ennakoarviointi on myös keskeistä liiketoiminnan kehittämiseen liittyvien erimielisyyksien minimoimiseksi.

## Inderesin näkemys Wulff Groupin strategian keskeisistä kulmakivistä

**Arvot ohjaavat tekemistä**  
Asiakaskokemus, luottamus, uudistuminen ja yrittäjämäisyys

### Investoinnit palveluihin

Worksin laajentuminen maanlaajuisesti toimijaksi

Tilitoimistojen yritysostot ja orgaaninen kasvu

### Tuoteliiketoiminnan tehostaminen

Toiminnan tehostaminen

Valikoiman muuntaminen kohti kasvavia tuotealueita

**Kasvava tulos ja osinko**

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/4)

## Myös tuoteliiketoiminnasta on huolehdittava

Strategian painottuminen palveluliiketoimintoihin eittämättä tarkoittaa kasvupanostusten eli investointien suhteellista vähenemistä konsernin suurimpaan Tuotteet työympäristöihin –segmenttiin. Tämä yhtäältä vapauttaa rahavirtaa palveluiden kasvun rahoittamiseen, mutta toisaalta segmentin suuren koon takia yhtiön on eittämättä huolehdittava ettei tuoteliiketoiminnan kilpailukyky tai henkilöstön tyytyväisyys pääse rapautumaan. Tämä korostaa monimutkaisen portfoliorakenteen riskejä, jonka välttämiseksi johtamisen on oltava ensiluokkaista.

## Tavoitteilla pyritään fundamenttien tasonostoon

Wulff tavoittelee vuoden 2030 päätteeksi konsernitasolla

- **Liikevaihto:** 230 MEUR (~13 %:n vuosittainen kasvu)
- **Liikevoitto:** 20 MEUR (noin 8,7 % liikevaihdosta)

Kunnianhimoisissa tavoitteissa korostuu palveluliiketoimintojen reipas kasvu. Yhtiö näkee saavuttavansa tavoitteet pitkälti kasvattamalla tilitoimisto- ja henkilöstövuokrausliiketoimintojansa. Tilitoimistoissa yhtiö tavoittelee uutta liikevaihtoa 28 MEUR:n edestä yritysostoin sekä reilu 20 MEUR:n orgaanista kasvua. Worksin yhtiö uskoo olevan noin 100 MEUR:n suuruinen liikevaihdolla mitattuna vuonna 2030. Tämä tarkoittaisi Worksin karkeasti tuplaavansa markkinaosuutensa (1 % → 2 %) 2030 mennessä. Samalla yhtiö uskoo kykenevänsä kasvattamaan konsultointiliiketoimintansa 10 MEUR:n kokoluokkaan, kun sen liikevaihto tulee olemaan vuonna 2025 noin 1 MEUR:n suuruusluokkaa.

Tuloksen osalta yhtä seikkaperäisiä kasvuajureita yhtiö ei ole eritellyt, mutta arviomme mukaan suhteellinen liikevoittorakenne voisi näyttää vastaavalta (eritelty tarkemmin seuraavan sivun marginaalissa), jotta 20 MEUR:n liikevoitto saavutettaisiin:

- **Tuotteet työympäristöihin –segmentti:** 4 MEUR ja 5 % liikevaihdosta
- **Työelämän palvelut –segmentti:** 11 MEUR ja 9 % liikevaihdosta

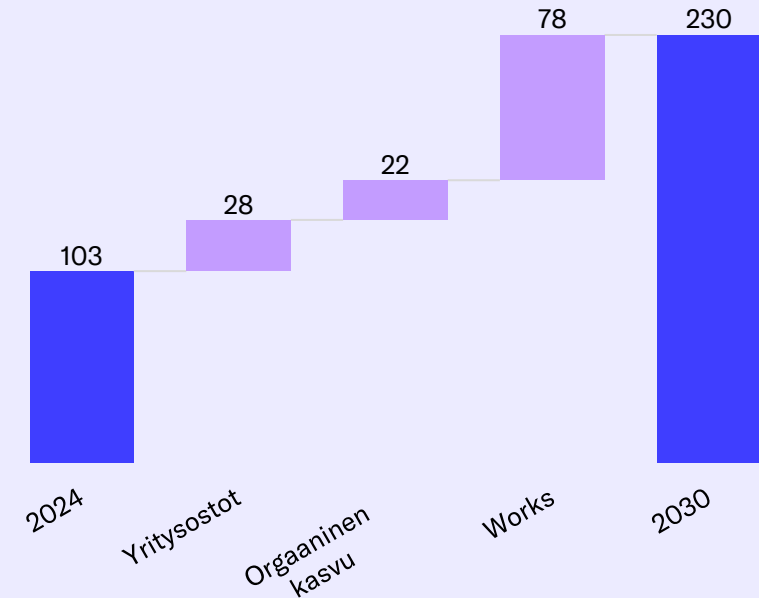
Siten liikevoiton jakauma olisi vahvasti painottunut palveluihin, mikä kuvastaa palveluiden parempaa kannattavuusprofiilia.

Myynti- ja tulostavoitteiden lisäksi yhtiö pyrkii kasvattamaan osinkoaan, joka on ollut vuodesta 2017 lähtien nousevalla uralla. Tämän tarkempaa tavoitetta osingolle ei ole, mutta lähihistoriassa osingonjakosuhte on heitellyt voimakkaasti aina 30-90 %:n välillä. Siten uskomme yhtiön jatkavan voitonjakoa suurin piirtein 50 %:n suhteella, sillä osa vapaasta rahavirrasta tullaan allokoimaan kasvuun.

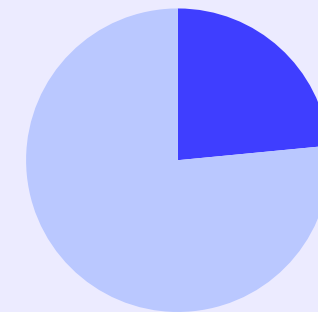
## Muut tavoitteet

Fundamenteihin liittyvien tavoitteiden lisäksi yhtiö on nimennyt asettanut tavoitteet henkilöstökoolle (750), NPS:lle (70) ja eNPS:lle (60). Nämä ovat sijoittajan näkökulmasta toissijaisia, mutta asiakas- ja henkilöstötyytyväisyyden hyvä taso edesauttaa yhtiötä onnistumaan myös liiketoiminnallisten tavoitteiden saavuttamisessa.

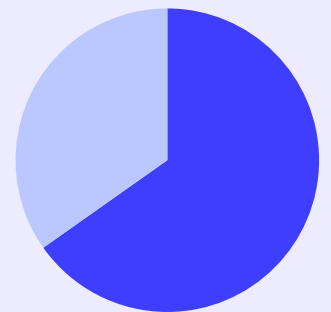
## Liikevaihtotavoitteen kasvuajurit (MEUR)



## Liikevaihdon jakauma 2024



## Liikevaihdon jakauma 2030 (tavoite)



- Työelämän palvelut
- Tuotteet työympäristöihin



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/4)

## Keskeiset tavoitteet ovat mielestämme kunnianhimoiset

Liikevaihtoon ja tulokseen keskittyvät tavoitteet vaikuttavat mielestämme kunnianhimoisilta, ja niiden saavuttaminen vaatisi yhtiöltä nappisuoritusta. Olemmekin hahmotelleet sivun marginaaliin mielestämme realistisemmän kannattavuusskenaarion, mikäli yhtiö yltää liikevaihtotavoitteeseeensa. Tässä skenaariossa 2030 liikevoitto jäisi noin 15 MEUR:on (2025: 4,0 MEUR), vastaten noin 7 %:n marginaalia, mikä tämäkin on mielestämme hyvä taso. Korostamme, että skenaario ei kuvasta ennusteitamme, joissa esimerkiksi tulevia yritysostoja ei oteta huomioon niiden ajankohtaan, kokoon ja hinnoittelukertoimiin liittyvän epävarmuuden vuoksi.

Takuita liikevaihtotavoitteen saavuttamisesta ei kuitenkaan ole. Etenkin Henkilöstövuokrausliiketoiminnan liikevaihdon kasvutavoite vaikuttaa korkealta, ja näkyvyys sen toteutumiseen on sumun peitossa. Liiketoiminnan erittäin vahva startti kuitenkin luo uskoa kasvun jatkumolle. Emme tosin ennusteissamme oleta vastaavaa kasvun kulmakerrointa, vaan uskomme Worksin liikevaihdon olevan 2030 päätteeksi reilu 40 MEUR (6 %/v).

Konsernitason kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii lisäksi lukuisia yritysostoja tilitoimistoliiketoiminnassa. Yhtiön tavoiteena on ostaa uutta liikevaihtoa noin 4 MEUR/v tahtia. Näemme yritysostot etenkin Tilitoimistomarkkinalla perusteltuina arvonluonnin kannalta. Korkean arvonluontipotentialin mahdollistaa toimialan hyvän

kannattavuuden, pääomakevyiden liiketoimintamallien sekä defensiivisyyden yhdistelmä, joiden kautta pääoman tuottoluvut kohoavat reippaasti yli pääoman kustannuksen. Lisäksi kohdemarkkinat kasvavat BKT:n vahtia nopeammin, jolloin liiketoiminnan pitäisi tukea konsernin tulospääasua myös orgaanisin termein. Arvonluonti toisaalta edellyttää, että ostokohteista ei makseta liian korkeita hintoja, sillä tulospääasun sakaatessa voisi tällaiset ostot tuhota omistaja-arvoa.

Wulffin ennustemme on eritelty seikkaperäisemmin sivulta 32 alkaen, mutta mittakaavan hahmoittamiseksi ennustamme vuonna 2030 142 MEUR:n liikevaihtoa ja 7,1 MEUR:n liikevoittoa, jotka ovat kaukana yhtiön tavoitetilasta. Tosin myyntiennustemme tulevat ajan myötä nousemaan (mikäli muut muuttajat säilyvät ennallaan) yhtiön jatkaessa yritysostoja.

## Inderesin arvio taloudellisten tavoitteiden ajureista

	Toteutunut 2024	Tavoite 2030
<b>Liikevaihto</b>	<b>103</b>	<b>230</b>
Works	15	100
Consulting	0	10
Tilitoimistot	4	40
Entre ja Canon	6	8
Tuotteet työympäristöihin	79	80

	Toteutunut	Tavoite
<b>Liikevaihto</b>	<b>103</b>	<b>230</b>
Työelämän palvelut	24	150
Tuotteet työympäristöihin	79	80

	Tavoite*	Skenaario**
<b>Liikevoitto-%</b>	<b>8,7 %</b>	<b>6,6 %</b>
Works	8 %	5 %
Consulting	12 %	10 %
Tilitoimistot	15 %	12 %
Entre ja Canon	5 %	5 %
Tuotteet työympäristöihin	5 %	5 %

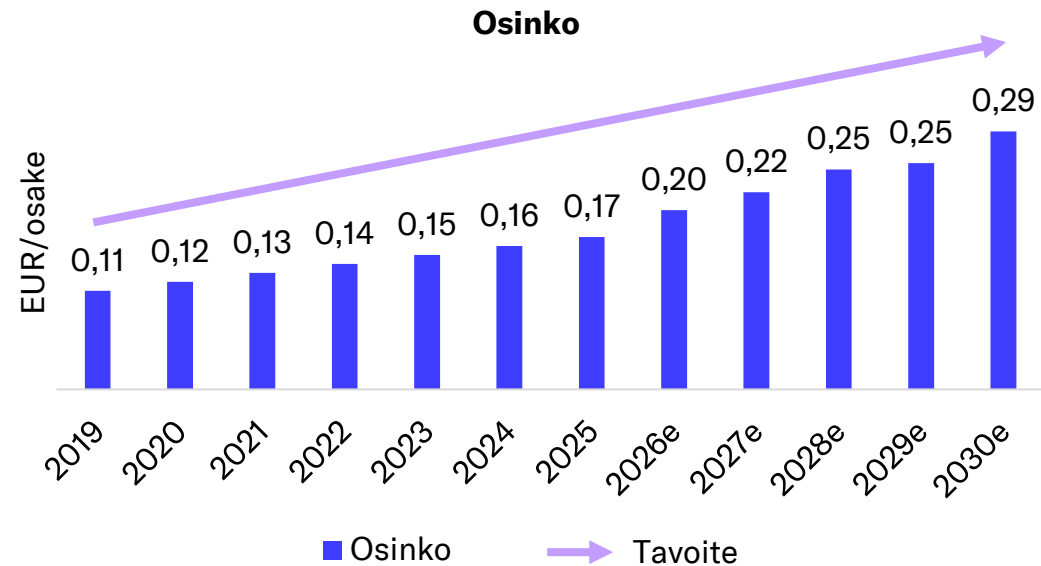
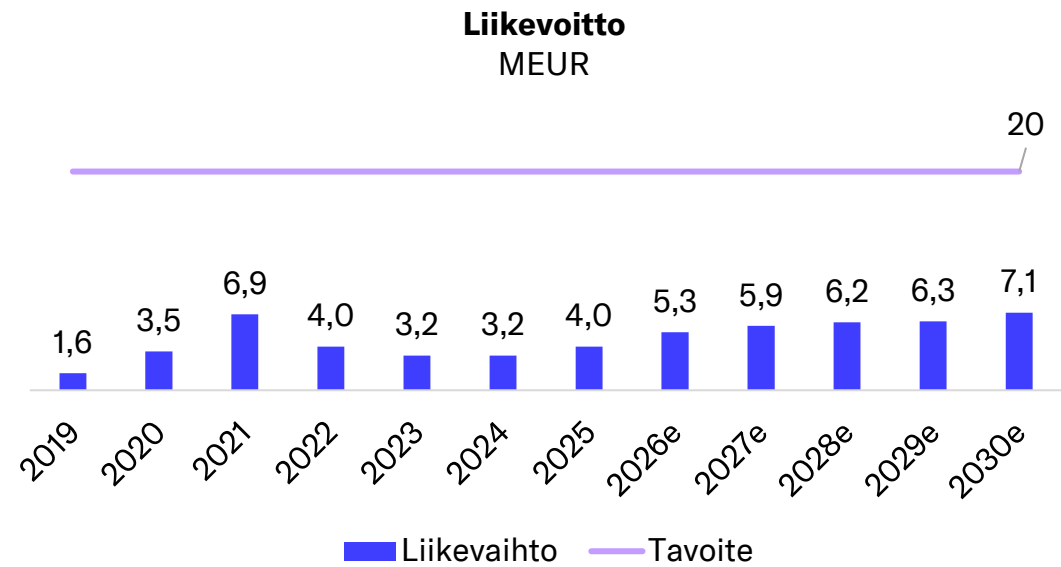
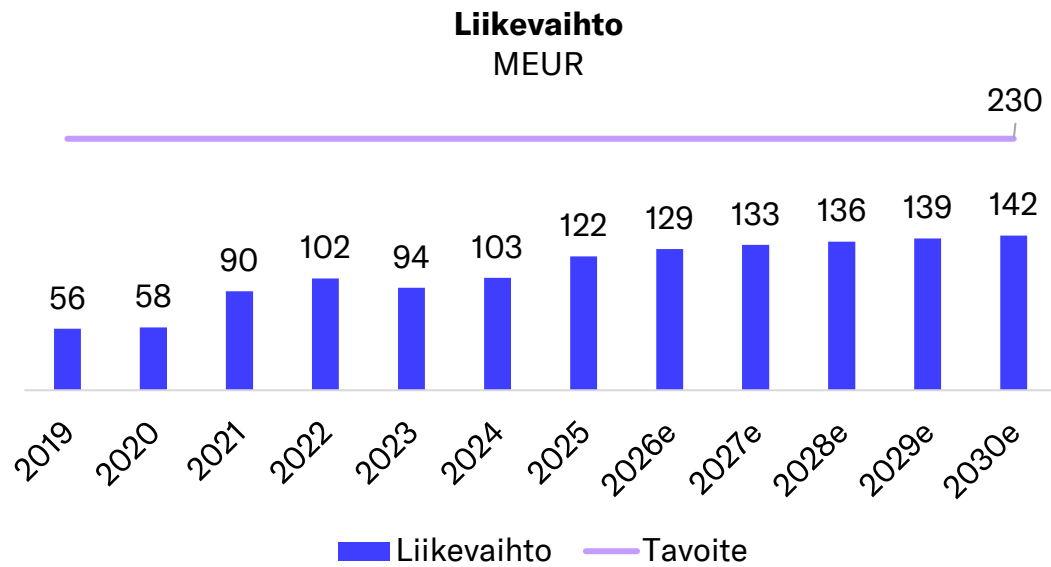
	Tavoite*	Skenaario**
<b>Liikevoitto</b>	<b>20</b>	<b>15</b>
Works	8	5
Consulting	1	1
Tilitoimistot	6	5
Entre ja Canon	0	0
Tuotteet	4	4

Lähde: Wulff, Inderes

\* Inderesin arvio Wulffin taustaoletuksista tulostavoitteen taustalla.

\*\* Skenaario: Inderesin näkemys potentiaalisesta tasosta, mikäli liikevaihtotavoite saavutetaan. Ei kuvasta ennustetta.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (4/4)



# Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys (1/2)

## Tase mukailee yritystovetoista historiaa ja toistaiseksi konsernin suurimman segmentin liiketoimintamallia

Wulffin taseen loppusumma vuoden 2025 päätteeksi oli 60 MEUR. Aineettomia eriä taseessa oli noin 18 MEUR:n edestä, joista valtaosa muodostuu liikearvosta (14 MEUR tai 56 % omasta pääomasta) yhtiön yritystovetoisen kasvun tähden. Muutoin aineettomiin eriin lukeutuu mm. ohjelmistoja, asiakassopimuksia, lisenssejä ja tekijänoikeuksia.

Liikearvosta\* reilu 30 % on kohdistettu Suomen tuoteliiketoimintaan ja hieman alle 30 % Tilitoimistoliiketoiminnoille. Loput jakautuvat melko tasaisesti KV-liiketoiminnoille, Entrelle ja CBC Vantaalle. Emme tunnista liikearvossa välitöntä alaskirjauriskia, joskin äkilliset muutokset työpaikkatuotemarkkinoilla voivat lisätä kyseistä riskiä. Skenaariossa, jossa liikearvo alaskirjattaisiin täysimääräisesti olisi yhtiön omavaraisuusaste hieman alle 20 %. Tämä taso olisi matala, ja alle lainantajien asettamien kovenanttirajojen (35 % omavaraisuus ja 3,5x nettovelka/käyttökate).

Aineellisia eriä Wulffin taseessa oli 9 MEUR:n edestä vuoden 2025 päätteeksi, jotka koostuvat tyyppillisistä käyttöomaisuuseristä (mm. laitteistoista ja kiinteistöistä) sekä käyttöoikeuseristä (vuokravastuut). Luvussa korostuu liiketoimintamallin vähäinen kiinteän pääoman tarve.

Merkittävä osuus taseesta sitoutuu käyttöpääomaan (noin 50 % taseen loppusummasta) eli vaihto-omaisuuteen (11 MEUR) ja erinäköisiin saataviin (20 MEUR). Palveluliiketoiminnoissa varaston rooli on vähäinen, ja näiden kasvattaessa osuuttaan liikevaihdosta tulee varaston suhteellinen osuus taseen

loppusummasta laskemaan.

Historiassa hyvin maltillisella kassalla operoidun yhtiön kassavarat olivat 2025 päätteeksi 2 MEUR. Likvidimpi tase arviomme mukaan mahdollistaisi kassa-alennusten käytön (parempi myyntikate-% tai matalampi ulosmyyntihinta) eritoten tuoteliiketoiminnassa, mutta käsityksemme mukaan yhtiö mieluummin pitää taseensa kevyenä.

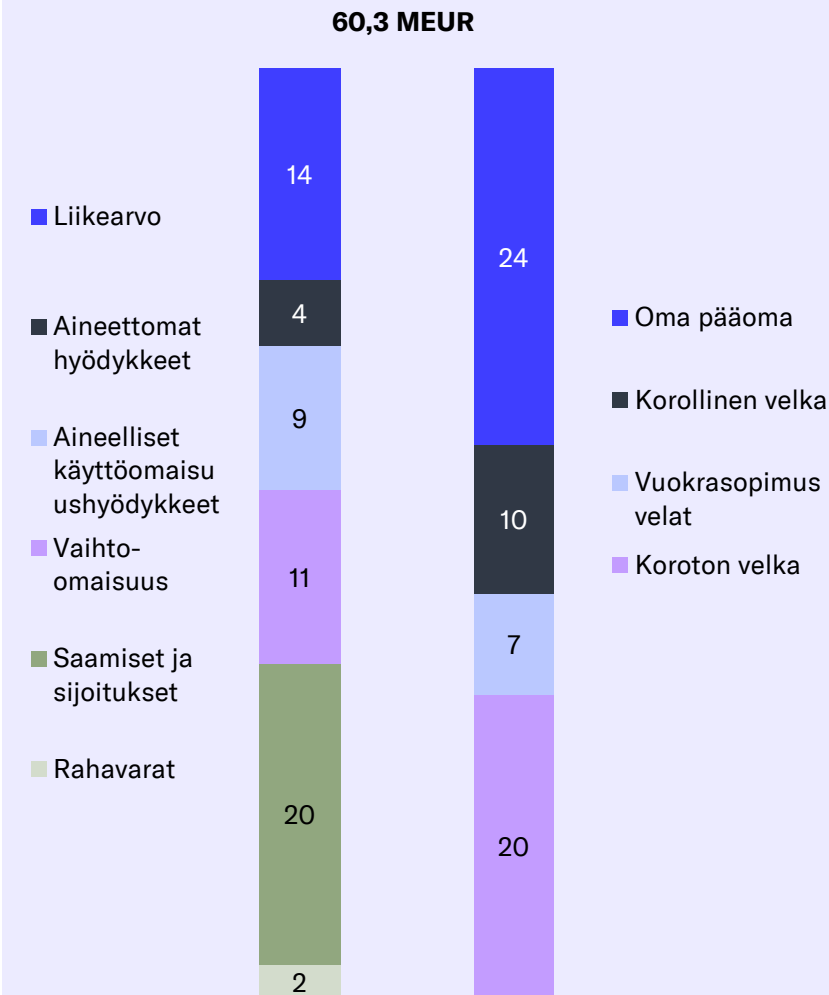
## Rahoitustilanne on tasapainossa

Taseen oman pääoman määrä oli 2025 päätteeksi 24 MEUR, josta reilu miljoona euroa kuului määräysvallattomille omistajille. Konsernin omavaraisuusaste oli 2025 päätteeksi terveellä 41 %:n tasolla.

Korollista velkaa Wulffin taseessa oli 10 MEUR:n edestä, mikä vastaa noin 57 %:n nettovelkaantumisasastetta. Liiketoimintaa ollaan historiassa vivutettu reippaammin, mutta viime vuosina trendi on ollut toiseen suuntaan. 2025 päätteeksi nettovelan suhde käyttökatteeseen oli kohtuullisella 2x tasolla. Siten lisävelan (noin 8 MEUR) käyttö esim. yritysostoissa on tulevaisuudessa mahdollista samaan aikaan kun yhtiö vaikuttaa parantaneen tehokkuuttaan eritoten tuoteliiketoimintojen puolella.

Lyhytaikaisissa veloissa merkittävimmät erät olivat ostovelat (2024: 7,2 MEUR) sekä siirtovelat (2024: 5,5 MEUR). Tase sisältää myös ennakkomaksuja (2024: 0,3 ja 2015-24 ka. 1,3 MEUR), jotka käsityksemme mukaan koostuvat etupainotteisesta tuloutuksesta Entren messuliiketoiminnassa.

## Konsernin tase 2025



Lähde: Wulff

\* Perustuu vuoden 2024 lukuihin

# Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys (2/2)

## Kulurakenteet poikkeavat liiketoiminnoittain

Wulffin liiketoimintojen kustannusrakenteet poikkeavat toisistaan huomattavasti. Konsernitason kulurakenteessa korostuu tuoteliiketoiminnan jälleenmyyntimalli, missä materiaalikustannukset ovat merkittävä kustannuserä. Palveluliiketoiminnoissa materiaalikustannusten rooli on hyvin vähäinen ja henkilöstökustannusten puolestaan suuri.

Historiallisten lukujen perusteella muuttuvien kustannusten (eli materiaali- ja palvelukustannusten) osuus Wulffin kustannuksista on ollut noin 66 % vuosien 2015-25 aikana. Tämä tarkoittaa kääntäen noin 34 %:n myyntikatemarginaalia, mikä asettuu vähittäiskaupan keskimääräisen katteen tienoille. Vuonna 2022 alkaneen inflaation johdosta muuttuvien kustannusten osuus liikevaihdosta nousi 70 %:n tienoille (korkean inflaation johdosta), jossa se on pysynyt aina vuoteen 2025 saakka. Henkilöstökustannukset vastaavat puolestaan noin 19 % konsernin liikevaihdosta. Kiinteiden kustannusten (eli henkilöstökulujen ja muiden liiketoiminnan kulujen) osuus on puolestaan laskenut, mikä viestii parantuneesta operatiivisesta tehokkuudesta. Viime vuosien ajan henkilöstökulut ovat vastenneet 17 % ja muut liiketoiminnan kulut 7 % liikevaihdosta. Muut kustannukset koostuvat tavanomaisista hallinnon eristä, kuten taloushallinnon, it-järjestelmien, kiinteistöjen ja markkinoinnin kustannuksista.

Palveluliiketoimintojen kasvun myötä tulee konserni muuttumaan materiaali-intensiivisestä jälleenmyyntimallista kohti henkilötyövoimaintensiivistä asiantuntijaorganisaatiota, mikä ilmenisi myös yhtiön kulurakenteen selvänä muutoksena.

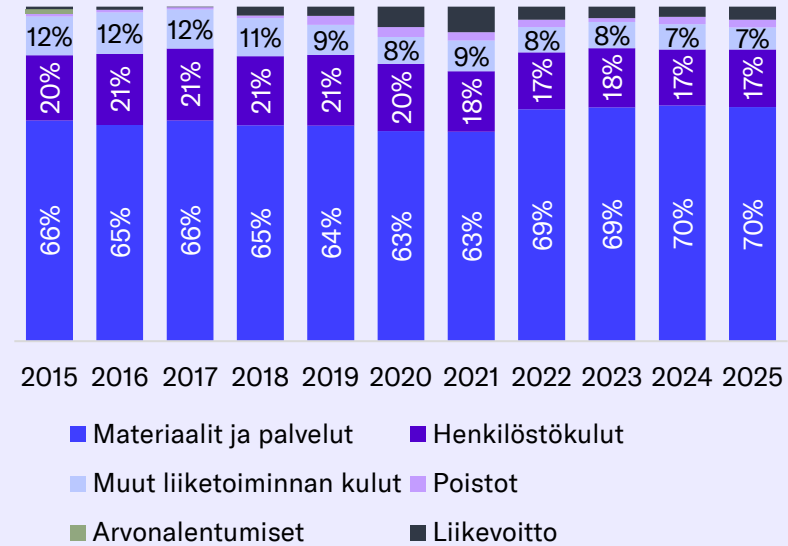
## Kasvu on ollut yritysostovetoista

Wulffin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 8 %:n vuosien 1999-2025 aikana. Aikakaudella on nähty nousun ja laskun kausia. Etenkin 2010-luvun alku oli koko toimialalle haastava. Wulffin pitkän aikavälin kasvua on vauhdittanut lukuisat yritysostot, joista merkittävin on Tuotteet työympäristö – segmentin puolella toteutettu Staples-kauppa. Huomioiden tuoteliiketoiminnan kohdemarkkinan vaisu kehitys, arvioimmekin orgaanisen kasvun olleen vaimeata. Palveluliiketoimintojen kasvu on puolestaan ollut voimakasta niin orgaanisesti kuin epäorgaanisesti. Keskeinen orgaanista kasvua vauhdittanut liiketoiminta on Henkilöstövuokraus, kun taas yritysostoja on toteutettu Tilitoimistoliiketoiminnan puolella.

## Kannattavuuskehitys on ollut vaihtelevaa

Yhtiön kannattavuus on heitellyt voimakkaasti viimeisen reilu 10 vuoden historian aikana negatiivisen ja kahdeksan prosentin välillä. Korkeimmat tasot saavutettiin koronan kuumen kysyntäympäristön aikaan, kun etenkin hygieniatuotteiden kysyntä piti Wulffin kannattavuutta yllä. Kannattavuustasoon on vaikuttanut yhtäältä erisuuntaiset muutokset volyyymeissä sekä muutaman vuoden takainen voimakas inflaatio. Vuoden 2025 aikana yhtiö onnistui kääntämään laivan, pysäyttämään negatiivisen kannattavuuskehityksen koko vuoden tasolla ja parantamaan kannattavuuttaan selvästi H2:lla. Keskeisiä ajureita kannattavuuden suotuisan kehityksen taustalla on etenkin palveluliiketoimintojen kannattava kasvu sekä tuoteliiketoiminnassa tehdyt tehostamistoimet. Vuoden 2025 liikevoittomarginaali oli 3,3 %.

Kulurakenne  
% liikevaihdosta



# Ennusteet (1/3)

## Ennustemalli

Ennustamme Wulffin kehitystä segmenteittäin niin liikevaihdon kuin liikevoiton tasoilla. Tätä alemmat tuloslaskelman rivit ennustetaan konsernitasolla. Ennustemme eivät huomioi tulevia yritysostoja, sillä näiden kokoon, arvostustasoon ja ajankohtaan liittyy epävarmuutta. Sijoittajan on kuitenkin keskeistä huomioida, että yhtiö on kertonut aikovansa ostaa tilitoimistoja noin 1 MEUR per kvartaali tahdilla.

## Ennusteiden yhteenveto

Wulffin vuosi 2025 oli operatiivisesti nousujohteinen, kun yhtiö onnistui parantamaan kannattavuuttaan H2:lla. Kannattavuusparannus perustui suurimmilta osin palveluliiketoimintojen kannattavaan kasvuun, mutta samaan aikaan yhtiö onnistui kääntämään tuoteliiketoiminnan kurssia liikevaihdon laskusta huolimatta. Tässä keskeisessä asemassa oli toiminnan tehostaminen henkilöstökulujen säästöin.

Ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan pääosin palveluliiketoimintojen vetämänä. Täällä keskeisinä ajureina toimivat Henkilöstövuokraus- ja Tilitoimistoliiketoiminnat. Odotamme noin 4 %:n myynnin kasvua vuosien 2025-28 aikana. Palveluiden osuuden kasvun ja tuoteliiketoiminnan tehokkuuden parantumisen kautta odotamme konsernin kannattavuuden parantuvan vuoden 2025 3,4 %:n tasolta vuoden 2028 noin 4,8 %:iin. Vuonna 2025 palveluiden osuus oli 38 %, kun taas ennusteidemme mukainen osuus on 43 % vuonna 2028. EPS-kasvun ennustemme on 33 %/v, missä operatiivisen tuloksen kasvun lisäksi korostuu Suomen yhteisöverokannan lasku.

Laskimme raportin yhteydessä oman pääoman kustannuksen

(CoE) eli tuottovaatimuksen arviotamme reippaalla yhdellä prosenttiyksiköllä. Tämä on mielestämme perusteltua, sillä näemme yhtiön riskitason laskeneen palveluiden osuuden kasvun kautta. Muutoin ennustemme säilyivät ennallaan.

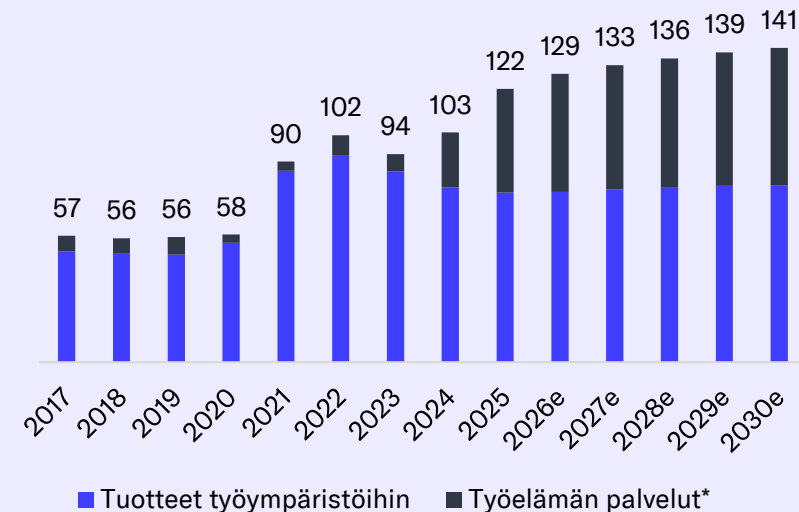
## 2026-ohjeistus

Wulff odottaa vuoden 2026 liikevaihdon kasvavan (2025: 122,3 MEUR) ja oikaistun liikevoiton (2025: 4,0 MEUR) olevan hyvällä tasolla. Lavea ohjeistus on täysin sama kuin vuodelle 2025, mikä kuvastaa vielä epävarmaa toimintaympäristöä etenkin Tuotteet työympäristöihin -segmentin osalta. Tulkintamme mukaan hyvätasoinen liikevoitto tarkoittaa vähintään vertailukauden mukaista tasoa (4,0 MEUR tai >3 % liikevaihdesta).

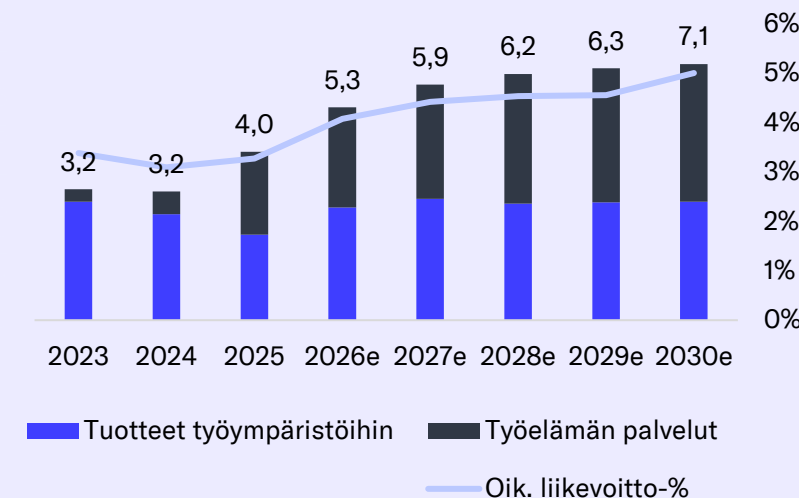
## 2026: Palveluiden kasvu jatkuu ja tuoteliiketoiminnan lasku hidastuu

Odotamme konsernin liikevaihdon kasvavan 6 % vertailukaudesta 129 MEUR:oon (2025: 122 MEUR) vuonna 2026. Kasvua vetää Työelämän palvelut-segmentti noin 14 %:n nousullaan. Segmentin sisällä keskeinen kasvuajuri on Wulff Worksin laajentuminen (uudet palvelusegmentit ja lokaatiot) ja markkinaosuuden voittaminen. Tämän lisäksi vaikuttaa siltä, että henkilöstövuokrauksen markkina olisi hiljalleen toipumassa pitkästä taantumastaan, mikä toisi arviomme mukaan tukea myös Worksin kehitykselle. Arvioimme Tuotteet työympäristöön-segmentin myynnin pysyvän vakaana vuonna 2026. Korostamme, että tuoteliiketoiminnan kehitykseen liittyy vielä epävarmuutta heikon markkinanäkyvyyden takia. Tuoteliiketoiminta on riippuvainen yleisen talouden kehityksestä, jossa ei vielä olla nähty konkreettisia merkkejä paremmasta.

## Liikevaihdon kehitys MEUR



## Oik. liikevoiton kehitys MEUR



Lähde: Inderes

\* Vuodet 2017-22 ovat Inderesin arvioita

## Ennusteet (2/3)

Tosin emme myöskään tunnista heikkenemisen ajureita, jolloin vakaa kehitys on mielestämme paras arvio huomioiden vertailukauden vaisu kehitys.

Ennustamme konsernin oik. liikevoiton nousevan 5,3 MEUR:oon (2025: 2,3 MEUR) vuonna 2026. PPA-poistoista oikastuna liikevoittoennustemme on 5,7 MEUR. Jälkimmäinen vastaa 4,4 %:n kannattavuutta suhteessa vertailukauden 3,4 %:iin. Tuloskasvun ja kannattavuusparannuksen taustalla vaikuttavat palveluliiketoiminnan kasvun kautta paraneva myynnin jakauma sekä 2026 puolelle jatkuneet tuoteliiketoiminnan tehostustoimenpiteet. Ennustemme Työelämän palvelut – segmentin liikevoitoksi on 2,7 MEUR (5,1 % liikevaihdosta). Lisäksi 2025 alkuvuosi oli kannattavuuden näkökulmasta heikko, mikä yhdistettynä yhtiön parantuneeseen tehokkuuteen mahdollistaa tuloskasvun molemmissa segmenteissä. Ennustamme Tuotteet työympäristöihin – segmentin liikevoiton nousevan 3,0 MEUR:oon, mikä vastaa 4,0 % liikevaihdosta. Tuoteliiketoiminnan puolella yhtiön valikoiman tiivistämistoimenpiteiden vaikutuksen pitäisi näkyä ainakin toisella vuosipuoliskolla. Uskomme tämän tukevan segmentin kannattavuuskehitystä yhdessä vakaan liikevaihdon ja kiinteän kulurakenteen tehostamistoimenpiteiden kanssa.

Rahoituskustannusten osalta odotamme lievää laskua, sillä yhtiö maksoi rahoitusvelkojansa takaisin noin 6 MEUR:n edestä vuoden 2025 lopulla. Vähemmistöille kuuluva tulososuus nousee hieman Henkilöstövuokrausliiketoiminnan kasvun takia. Tätä kautta vuoden 2026 oik. EPS-ennustemme asettuu 0,35 euroon. Tästä uskomme yhtiön jakavan osinkoa hieman reilu puolet eli 0,2 euroa

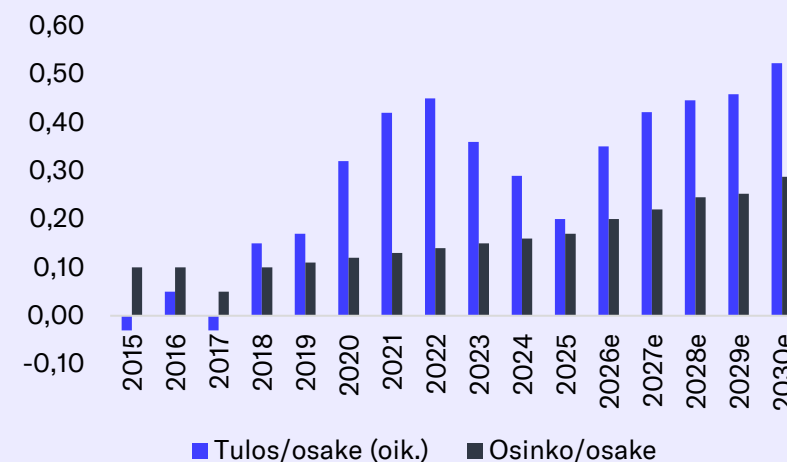
### 2027-28: Palveluiden kasvu jatkuu ja tuotemarkkina toipuu

Odotamme Wulffin liikevaihdon kasvavan keskimäärin 3 %/v vuosina 2027-28. Kasvukuva säilyy ennallaan suhteessa vuoteen 2026, sillä kasvuennusteidemme ajurina toimivat palveluliiketoiminnat. Täällä odotamme Worksin nousun jatkuvan, mutta ennakoimme liikevaihdon kasvun kulmakertoimen laantuvan noin 6 %:iin. Kulmakertoimen laskua mielestämme perustelee Worksin suurempi koko, mitä kautta voimakkaan kasvun saavuttamisesta tulee entistä haastavampaa. Tilitoimistoille ennustamme lievää orgaanista liikevaihdon kasvua. Yhtiön tilitoimistojen orgaaninen kasvu on ollut markkinaan nähden hyvää, mutta tekoälymurros saattaa vaikeuttaa asiakaskohtaisen liikevaihdon kasvattamista. Lisäksi odotamme tuoteliiketoiminnassa lievää kasvua, mikä syntyy talousympäristön asteittaisen parantumisen myötä.

Ennustamme konsernin oik. liikevoiton nousevan 6,2 MEUR:oon vuoteen 2028 mennessä. PPA-poistoista oikastuna liikevoittoennustemme on 6,6 MEUR. Tämä vastaa noin 5 %:n kannattavuutta. Tuloskasvun ja kannattavuusparannuksen taustalla vaikuttaa palveluliiketoiminnan kasvun kautta paraneva myynnin jakauma. Tuoteliiketoiminnassa odotamme vakaata marginaalia pitkälti tuoteliiketoiminnan epävakaasta historiallisesta kehityksestä johtuen. Ts. näkyvyys kannattavuusparannukseen on heikko.

Vakaat verot ja rahoituskustannukset sekä nousevat vähemmistöosuudet huomioiden, ennustamme oik. EPS:n olevan 2028 lopulla 0,45 euroa. Tästä uskomme yhtiön jakavan osinkoa hieman reilu puolet eli 0,25 euroa

Tulos ja osinko per osake





# Ennusteet (3/3)

## Pitkän aikavälin ennusteet

Odotamme Wulffin liikevaihdon kasvavan varsin maltillista 2 %:n tahtia vuosien 2029-2034 aikana. Kehityksessä korostuu vakaa työpaikkatuotemerkkinakehitys sekä palveluliiketoimintojen koon kasvun myötä hidastuva kehitys. Näiden lisäksi pitkän aikavälin kasvuennusteessa korostuu mahdollisten taloussuhdanteiden vaihtelun kompensointi. Terminaalijakson kasvuennustemme on 1 %.

Kannattavuuden osalta ennustamme niin ikään positiivista kehitystä. Uskomme yhtiön kannattavuuden parantuvan 5 %:n tasolle 2030 mennessä. Tasossa korostuu palveluiden korkeampi kannattavuus sekä tuoteliiketoiminnan parantunut tehokkuus niin kiinteiden kulujen kuin myynnin jakauman kannalta. Liikevoittomarginaaliennustemme terminaalissa on 4 %, mikä on linjassa historiallisten tasojen kanssa.

## Tarkistuksia tuottovaateeseen

Olemme raportin yhteydessä tarkistaneet Wulffin tuottovaatimuksia (pääoman keskimääräinen kustannus WACC ja oman pääoman kustannus CoE). Aiempi WACC oli 10,1 % ja oman pääoman kustannus (CoE) puolestaan 12,6 %. Päivityksen jälkeen vastaavat luvut ovat 9,6 % ja 10,9 %. Mielestämme yhtiön riskiprofiili on laskenut aavistuksen palveluliiketoiminnan kasvun ja toisaalta tuoteliiketoiminnan hiljattaisen tuloskäänteen johdosta. Palveluliiketoimintojen kasvunäkymä tulevaisuuteen näyttää myös hyvältä, mikä papereissamme vähentää konserin tuloksen heiluntaa pitkällä aikavälillä. Nämä tekijät perustelevat osakkeen tuottovaatimuksen laskua.

## Rahavirta, tase ja osinko

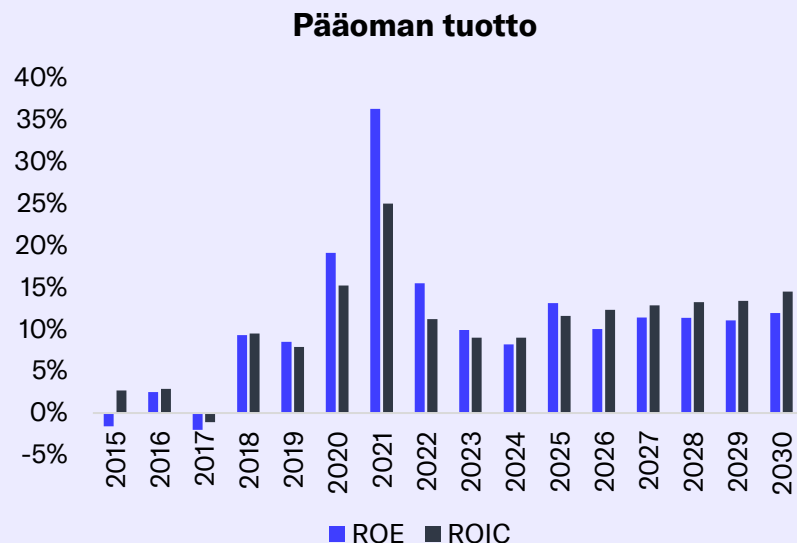
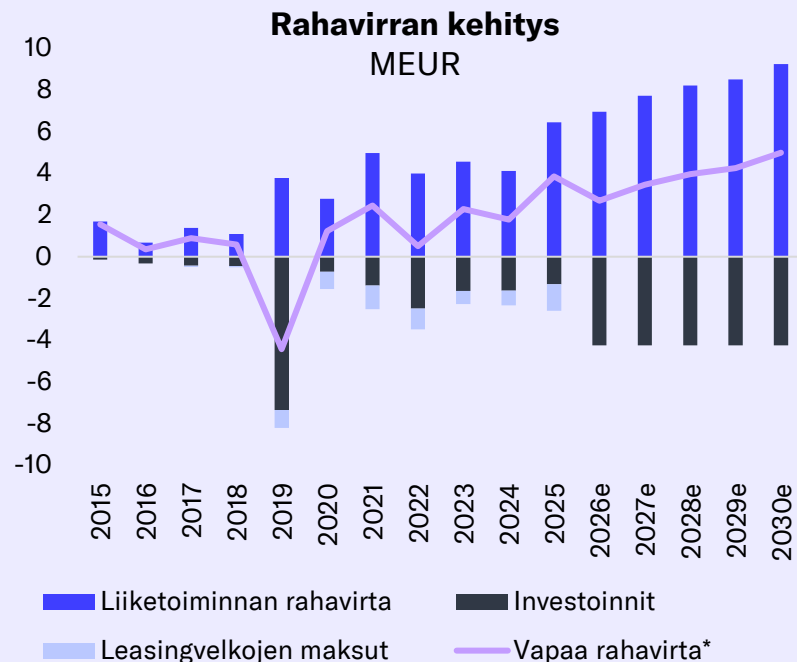
Tuloskasvun myötä ennakoimme Wulffin vapaan rahavirran paranevan huomattavasti. Liiketoiminta ei itsessään vaadi suuria ylläpitoinvestointeja, ja palveluliiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on näkemyksemme mukaan hyvä. Odotamme konsernin vapaan rahavirran olevan keskipitkällä jäniteellä noin 4 MEUR vuodessa. Vuosien 2029-34 aikana ennakoimme vapaan rahavirran olevan 5 MEUR:n molemmin puolin.

Tuloskasvun ja nousevan vapaan rahavirran myötä Wulffin taseasema paranee ennusteperiodin aikana (omavaraisuus 2028 43 % vs. 2025 40 % ja Nettovelka/käyttökate 2028 1,3x vs. 2025 2,1x). On kuitenkin huomioitava, että ennustemme eivät sisällä Wulffin tulevia Tilitoimistoliiketoiminnan yritysostoja, joiden seurauksena yhtiö todennäköisesti nostaa lisää lainaa tai saattaa vaihtoehtoisesti myydä ydinliiketoimintojen ulkopuolista omaisuutta (esim. pienet liiketoiminnot tai kiinteistöt).

Taloudellisten tavoitteiden mukaisesti yhtiön osinko jatkaa nousussa, ennusteidemme mukaisesti noin 55 %:n voitonjakosuhteella tulevien vuosien aikana.

## Pääoman tuotto

Historiassa yhtiön pääoman tuottotasot ovat huidelleet tuottovaateen tienoilla. Ennustamme tuloskasvun ja normaalien investointitarpeiden lopputulemana uskomme yhtiön pääoman tuoton nousevan. Keskipitkällä jäniteellä uskomme yhtiön sijoitetun pääoman tuoton olevan 12-13 %, mikä ylittää asettamamme tuottovaateen. Siten liiketoiminta luo arvoa ja investoinnit sen kasvattamiseen ovat perusteltuja.



Lähde: Inderes  
\* Pl. yritysostot

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Liikevaihto</b>	<b>102,8</b>	<b>27,2</b>	<b>31,0</b>	<b>31,2</b>	<b>32,9</b>	<b>122</b>	<b>30,4</b>	<b>32,2</b>	<b>32,5</b>	<b>34,0</b>	<b>129,0</b>	<b>132,9</b>	<b>136,0</b>	<b>138,7</b>
Tuotteet työympäristöihin	78,8	18,6	19,8	18,3	19,7	76,4	18,8	19,9	18,3	19,7	76,7	77,8	78,6	79,4
Työelämän palvelut	24,7	8,8	11,4	13,2	13,4	46,8	11,8	12,5	14,4	14,5	53,3	56,0	58,3	60,3
<b>Käyttökate</b>	<b>5,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>	<b>1,7</b>	<b>7,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>8,5</b>	<b>9,3</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-2,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-3,4	-3,6	-3,7
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>3,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>4,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>0,9</b>	<b>4,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>
Tuotteet työympäristöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	1,0	0,8	0,9	3,0	3,3	3,1	3,2
Työelämän palvelut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,8	1,0	0,5	2,7	3,1	3,5	3,6
Eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Nettorahoituskulut	-1,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>2,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,9</b>	<b>2,1</b>	<b>0,7</b>	<b>3,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>
Verot	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,6	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	-0,3	-0,4	-0,3	-1,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,3	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3
<b>Nettotulos</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,28</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,07</b>	<b>0,14</b>	<b>0,00</b>	<b>0,19</b>	<b>0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>	<b>0,08</b>	<b>0,35</b>	<b>0,42</b>	<b>0,45</b>	<b>0,46</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,26</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,07</b>	<b>0,26</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,31</b>	<b>0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>	<b>0,08</b>	<b>0,35</b>	<b>0,42</b>	<b>0,45</b>	<b>0,46</b>

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	9,7 %	16,7 %	21,7 %	19,4 %	18,0 %	19,0 %	11,9 %	3,9 %	3,9 %	3,2 %	5,5 %	3,0 %	2,3 %	2,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-5,8 %	-41,9 %	6,6 %	82,0 %	20,0 %	20,0 %	121,4 %	29,5 %	15,8 %	27,2 %	31,4 %	11,6 %	5,0 %	2,4 %
<b>Käyttökate-%</b>	5,3 %	3,6 %	5,8 %	9,8 %	5,1 %	6,1 %	5,0 %	7,4 %	7,7 %	6,0 %	6,6 %	7,0 %	7,2 %	7,2 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	3,2 %	1,2 %	4,0 %	4,7 %	2,9 %	3,3 %	2,4 %	4,9 %	5,3 %	3,6 %	4,1 %	4,4 %	4,5 %	4,6 %
<b>Nettotulos-%</b>	1,7 %	-0,3 %	1,4 %	5,7 %	-0,2 %	1,7 %	0,9 %	2,3 %	2,5 %	1,6 %	1,8 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>26,5</b>	<b>29,9</b>	<b>31,2</b>	<b>32,3</b>	<b>33,2</b>
Liikearvo	10,9	13,7	13,7	13,7	13,7
Aineettomat hyödykkeet	3,6	4,3	4,7	5,1	5,4
Käyttöomaisuus	9,5	9,4	10,0	10,5	10,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,6	1,8	2,0	2,2	2,4
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>28,3</b>	<b>30,3</b>	<b>34,4</b>	<b>35,6</b>	<b>35,1</b>
Vaihto-omaisuus	12,8	11,2	11,6	12,0	12,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	14,3	17,0	17,9	18,5	18,9
Likvidit varat	1,1	2,1	4,9	5,2	3,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>54,8</b>	<b>60,3</b>	<b>65,6</b>	<b>67,9</b>	<b>68,2</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Oma pääoma</b>	<b>22,5</b>	<b>24,4</b>	<b>25,9</b>	<b>27,6</b>	<b>29,4</b>
Osakepääoma	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Kertyneet voittovarot	11,1	12,2	13,4	14,9	16,4
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	0,4	1,3	1,5	1,7	2,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>11,8</b>	<b>13,0</b>	<b>13,5</b>	<b>13,5</b>	<b>12,5</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	11,5	12,6	13,0	13,0	12,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>20,5</b>	<b>22,8</b>	<b>26,2</b>	<b>26,9</b>	<b>26,3</b>
Korolliset velat	4,4	3,6	6,0	6,0	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	16,1	19,2	20,2	20,9	21,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>54,8</b>	<b>60,3</b>	<b>65,6</b>	<b>67,9</b>	<b>68,2</b>

# Arvostus (1/5)

## Arvonmääritysmalli ja tuotto-odotuksen yhteenveto

Lähestymme Wulffin arvonmääritysmallia perinteisen kokonaistuottovaatimuksen lisäksi DCF-mallin ja osien summa-laskelman avulla. Mielestämme Wulffin arvon määrittämiseen sopivin tuloskerroin on P/E-luku. P/E-luku huomioi Wulffin vähemmistöomistajille kuuluvat tulososuudet, joiden arviointi tuloslaskelman ylemmillä riveillä on hyvin haastavaa. Tämä heikentääkin EV-pohjaisten kertoimien vertailukelpoisuutta. Tämän lisäksi tarkastelemme yhtiön tasepohjaisen arvostuksen suhdetta yhtiön pääoman tuottopotentiaaliin. Olemme lisäksi tehneet havainnoillistavan laskelman yhtiön yritysostojen arvonluontipotentiaalista. Suhteelliselle arvostukselle emme anna juurikaan painoarvoa, sillä Wulffin liiketoimintarakenteelle ei ole löydettävissä useita selkeitä verrokkeja, joista olisi muodostettavissa arvostukselle selkeä mittatikka. Suosituksemme pohjautuu osakkeen keskipitkän aikavälin riskikorjattuun tuotto-odotus-laskelmaan, jossa ajureina toimivat tuloskasvu, osinkotuotto sekä arvostuskertoimien liikkumavara.

Suosituksemme pysyy lisää-tasolla tuotto-odotuksen ylittäessä asettamamme tuottovaateen, mikä tarkoittaa osakkeen tuotto-riskisuhteen olevan mielestämme houkutteleva. Yli tuottovaateemme nousevaa tuotto-odotusta tukee yhtiön hyvä tuloskasvunäkymä sekä kohtuullinen osinkotuotto. Vastatuulta yhtälöön tuo osakkeen koholla oleva toteutuneen tuloksen mukainen arvostus. Yhtiön käypä arvo asettuu edellä mainittujen arvostusmenetelmien perusteella 3,6-5,1 euron välille, jonka keskikohta on 4,4 euron tavoitehintamme

mukainen.

## Historiallinen ja hyväksyttävä arvostus

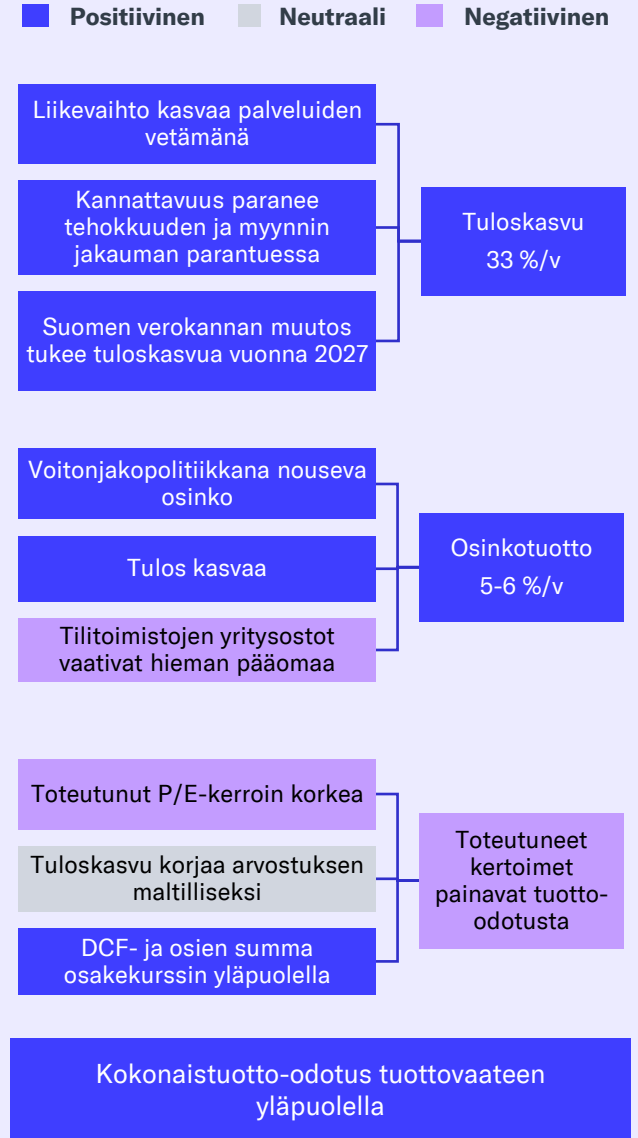
Wulffia on historiassa hinnoiteltu noin 9x 12kk eteenpäin katsovalla (vain Inderesin ennusteet) P/E-kertoimilla. Nämä tasot on Helsingin pörssin historiallisen tason (14x) alapuolella, kuvastaen yhtiön ailahtellutta tulostasoa sekä korkeampaa riskitasoa.

Näkemyksemme mukaan yhtiön tuloksen volatilitteetti on historiaan nähden pienentynyt ja tulokseen liittyvä riski tulee palveluliiketoimintojen kasvun myötä entisestään pienentymään. Tämä ja nykyinen reippaampi kasvutahti huomioiden on yhtiölle mielestämme hyväksyttävissä P/E-kerroin 10-12x välillä.

## Absoluuttinen arvostus

Toteutuneen tuloksen perusteella on Wulffin osakkeen arvostus mielestämme korkea (P/E 21x). Korkeassa kertoimessa korostuu yhtäältä vielä vaisu tulostaso sekä tulevien vuosien tuloskasvuodotukset. Ennustamamme tuloskasvun myötä osakkeen arvostus laskee hyväksymämme haarukan sisälle vuonna 2026 (P/E 11x) ja sen alle vuonna 2027 (P/E 9x). Siten näemme osakkeen tulospohjaisen arvostuskuvan melko maltillisena, kunhan tuloskasvu toteutuu. Ilman tuloskasvua on osakkeen arvostus mielestämme kallis. Kuten aiemmin totesimme, emme pidä EV-pohjaisia kertoimia täysin vertailukelpoisina, jonka takia emme kiinnitä erityistä huomiota muihin tulospohjaisiin arvostuskertoimiin.

## Osakkeen tuotto-odotuksen ajurit 2025-28e



# Arvostus (2/5)

Wulffin P/B-kerroin on hieman yli 1x. Tämä taso on mielestämme perusteltu historiassa noin tuottovaateen tasolla olevan oman pääoman tuoton (ROE) tähden. Mikäli ROE parantuisi merkittävästi, olisi kertoimessa mielestämme nousuvaraa. Toistaiseksi P/B-kerroin puoltaa melko neutraalia arvostuskuvaa, eikä siten toimi tuotto-odotuksen positiivisena ajurina.

## Pörssiverrokot

Wulffille sopivia pörssilistattuja verrokeita on olemassa hyvin rajallisesti. Verrokkiryhmämme sisältää toimisto- tai työpaikkatarvikkeita jakelevia yhtiöitä, kuten Bunzl ja ACCO Brands, joiden liiketoimintamallit muistuttavat Wulffin Tuotteet työympäristöihin -segmenttiä. Lisäksi verrokkiryhmämme sisältää henkilöstövuokrausyhtiöitä (Eezy, Manpower, Adecco) ja tilitoimistopalveluita toimittavia konserneja (Talenom, Aallon Group ja Administer). Nämä muodostavat mielestämme hyvän vertailuryhmän Wulffin Työelämän palvelut-segmentille, mutta tämä on toistaiseksi noin puolet konsernin liikevoitosta.

Wulffin verrokkeja noteerataan 2026 tuloksen perusteella 11x P/E-kertoimella, joka on linjassa Wulffin kertoimen kanssa. Monialaisuudesta ja heikoista tuoteverrokeista johtuen pidämme verrokkiryhmän painoarvoa Wulffin arvonmäärittämisessä matalana.

## Yritystostoskenaariot

Olemme hahmotelleet Wulffin lähitulevaisuuden skenaarioita yksinkertaisella mallilla, mikä sisältää myös strategian mukaiset yritysostot Tilitoimistoliiketoiminnassa.

Huomautamme alkuun, että viralliset ennusteemme eivät huomioi tulevia yritysostoja niiden ajankohtiin, valuaatioihin ja liiketoimintojen kokoluokkiin liittyvän epävarmuuden vuoksi. Siksi pyrimme kuvastamaan yhtiön potentiaalia erillisellä laskelmalla.

Olettaen, että yhtiö jakaa jäljellä olevan strategiakauden (2026-30) aikana reilu kolmasosan vapaasta rahavirrastaan osakkeenomistajille osinkoina, yhtiölle jäisi reilu 10 MEUR investointikapasiteettia yritystostoihin. Orgaanisen investointikapasiteetin lisäksi yhtiö voisi käyttää myös velkaa kasvua kiihdyttääkseen. Arviomme mukaan lisävelkaa voitaisiin nostaa karkeasti 20 MEUR:n edestä sillä edellytyksellä, ettei velka-asema mene liian kireäksi (~3x nettovelka/käyttökate).

Soveltaen Wulffin kannattaville ostokohteille käypää hinnoittelukerrottua (EV/S 0,9x), voisi yhtiö investointikapasiteetillaan ostaa uutta liikevaihtoa 12-30 MEUR:n edestä. Olemme olettaneet ostokohteiden tekävän keskimäärin 12 %:n liikevoittomarginaalia, mikä on hieman toimialan keskimääräistä ja Wulffin nykyistä (Inderesin arvio) kannattavuutta heikompi taso. Tätä kautta yhtiön liikevoitto voisi nousta perusskenaariomme (7,1 MEUR) yläpuolelle 8-11 MEUR:oon vuoden 2030 päätyttyä. Velkaa nostettaessa tulisi myös rahoituskustannukset nousemaan, mutta vähemmistöosuuksissa ei pitäisi tapahtua sen suurempia muutoksia Wulffin ostaessa pääsääntöisesti tilitoimistojen täyden osakekannan. Perusskenaarioon nähden voisi Wulffin osakekohtainen tulos lähes tuplaantua. Historiassa yhtiön tekemä yritysosto on keskimäärin onnistunut (s. 13), mikä tuo meille luottamusta myös jatkoa ajatellen.

## Yritystostoskenaariot

2030e	Perusskenaario	Skenaario 1	Skenaario 2
<b>Vapaa kassavirta</b>		20	20
<b>Osingot</b>		7	7
<b>Investoinnit</b>		13	13
<b>Lisävelka</b>		0	20
<b>Investointikapasiteetti</b>		13	33
<b>Yritysosto-kerroin (EV/S)</b>		1x	1x
<b>Uusi liikevaihto</b>		12	30
<b>Liikevaihto</b>	<b>141</b>	<b>153</b>	<b>171</b>
Lisäys-%		8 %	21 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>11</b>
Liikevoitto-%	5 %	6 %	6 %
Lisäys-%		20 %	50 %
Nettorahoituskulut	-1	-1	-2
<b>Tulos ennen veroja ja vähemmistöjä</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>9</b>
Verot	-1	-1	-2
Vähemmistöt	-2	-2	-2
<b>Nettotulos</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
<b>EPS</b>	<b>0,52</b>	<b>0,69</b>	<b>0,84</b>
<b>P/E-kerroin</b>	10x	10x	10x
<b>Käypä arvo</b>	<b>5,2</b>	<b>6,9</b>	<b>8,4</b>
<b>Vuosituotto</b>	8 %	16 %	22 %
<b>Osinko</b>	6 %	6 %	6 %
<b>Tuotto-odotus</b>	<b>14 %</b>	<b>22 %</b>	<b>28 %</b>

# Arvostus (3/5)

Soveltamalla skenaarioille 10x P/E-kerrointa voisi yhtiön osakekannan arvo liikkua 7-8 euroa per osake (perusskenaario 5,2 euroa) välillä. Huomioiden noin 6 %:n osinkotuoton, kohoaisi osakkeen vuosittainen tuotto-odotus jo hyvin houkutteleville, noin 30 %:n tasoille, kun se perusskenaariossa on reipas 10 %. Tätä kautta yhtiön kasvustrategia tilitoimistoliiketoiminnassa on hyvin perusteltu sen korkean tuottopotentiaalinsa ansiosta, mikä onnistuessaan toimisi positiivisena kurssiajurina (muiden muuttujien säilyessä ennallaan).

Huomionarvoista laskelmassa on se, että (myös yritysosot mukaanlukien) myynti ja tulostasot ovat silti yhtiön tavoitteiden alapuolella. Tämä kuvastaakin Henkilöstövuokrausliiketoimintaan ladattuja korkeita kasvuodotuksia.

## Osien summa viestii nousuvarasta

Yhtiön liiketoiminnan koostuessa kahdesta (tai useammasta) erillisestä palasesta, olemme hahmotelleet osakekannan potentiaalista arvoa osien summalaskelman avulla. Laskelma on mielestämme ajankohtainen, sillä segmenttien kasvu- ja riskiprofiileissa on eroja, jotka vaikuttavat hyväksyttäviiin arvostuskertoimiin. Tätä kuvastaa arviomme siitä, että Työelämän palvelut –segmentin liiketoiminta on jo tänä päivänä arvokkaampi kuin Wulffin perinteinen työpaikkatuoteliiketoiminta.

Mielestämme palveluliiketoiminnat ansaitsevat korkeamman hinnoittelukertoimen niiden paremman kasvu- ja kannattavuuspotentiaalinsa myötä. Tätä kautta

liiketoimintojen pääoman tuottotasot sijaitsivat arviomme mukaan tuoteliiketoimintoja selvästi korkeammalla. Tuoteliiketoiminnan korkeamman riskiprofiilin johdosta ovat liiketoimintojen tuottovaatimukset myös erilaiset, joilla on niin ikään suora vaikutus hyväksyttäviiin arvostuskertoimiin.

Olemme soveltaneet laskelmassa vuoden 2026 tulosennusteitamme. Hyväksymme tuoteliiketoiminnalle 8x EV/EBIT-kertoimen mikä mielestämme kuvastaa liiketoiminnan vaisua kasvunäkymää sekä riskitasoa. Palveluliiketoiminnoille sovellamme 11x EV/EBIT-kerrointa, jossa korostuu liiketoiminnan kasvu- ja pääoman tuottopotentiaali.

Yhteenvedona osien summa –laskelma osoittaa Wulffin osakekannan arvon olevan 33 MEUR, tarkoittaen noin 5 euron osakekohtaista arvoa. Arvio on linjassa DCF-laskelmamme osoittaman arvon kanssa. Keskeistä laskelmassa mielestämme on huomata, että tuoteliiketoiminta on nykyprofiilillaan konsernin arvostusta painava tekijä. Tätä kautta osissa piilevän arvon purkauttaminen voisi tapahtua erinäisten yritysjärjestelyiden kautta, joita yhtiön johto ei käsityksemme mukaan ole poissulkenut. Toimenpiteitä voisivat olla esimerkiksi yksittäisten liiketoimintojen eriyttämiset tai myynnit. Myös konsernin jakautuminen kahtia voisi purkaa arvoa. Emme kuitenkaan odota merkittäviä järjestelyjä lähivuosina, vaan kyseiset toimenpiteet voisivat olla ajankohtaisia strategiakauden lopulla, jolloin palveluliiketoimintojen koko on jo siinä mielessä merkittävä, että se voisi toimia yksinäisenä (pörssi)yhtiönä.

## Osien summa -laskelma

2026e

### Tuotteet työympäristöihin

Liikevoitto	3
Hinnoittelukerroin	8
Yritysarvo	24

### Työelämän palvelut

Liikevoitto	3
Hinnoittelukerroin	11
Yritysarvo	30

### Muut

Liikevoitto	0
Hinnoittelukerroin	10
Yritysarvo	-5

### Yritysarvo

Nettovelka	-14
Vähemmistöjen osuudet	-2
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>33</b>
Osakkeiden lkm	7
<b>Osakekannan arvo per osake</b>	<b>4,9</b>



# Arvostus (4/5)

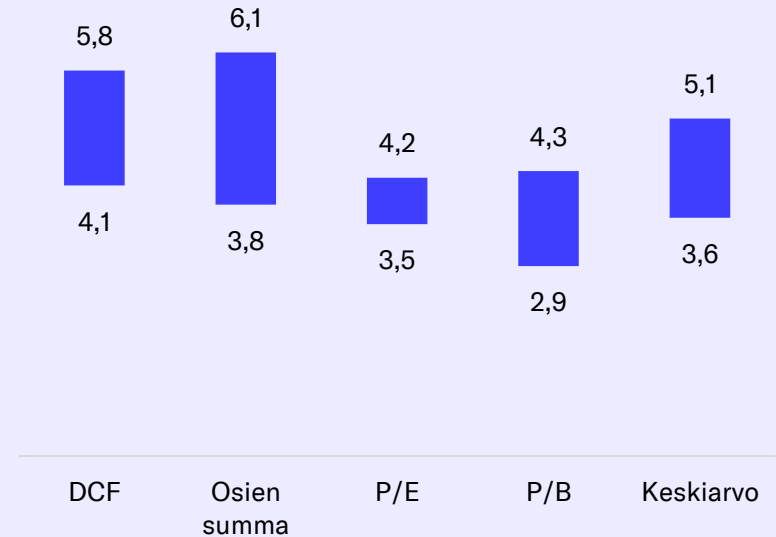
## DCF-laskelma

Lähestymme Wulffin arvonmäärittystä myös kassavirtapohjaisen mallin (DCF) kautta. Mallimme pohjautuu aiemmin läpikäymillemme ennusteille. Käyttämillämme oletuksilla DCF-malli indikoi 4,9 euron osakekohtaista arvoa. Vuosituotoksi muutettuna tämä vastaisi keskimäärin 7 %/v (3v), minkä lisäksi arvioimme osakkeen tarjoavan 5-6 %:n vuotuista pohjatuottoa osingon kautta. Siten keskipitkän aikavälin kokonaistuotto-odotus nousee yli käyttämämme 11 %:n oman pääoman tuottovaateen myös kassavirtamallin perusteella.

## Käypä arvo

Neljä mielestämme soveltuvinta arvostusmenetelmää Wulffille ovat hyväksyttäviin tulos- (2026e P/E) ja tasepohjaisiin (2026e P/B) kertoimiin perustuva absoluuttinen arvostus, kassavirtamalli sekä osien summa -laskelma. Luettelemiemme arvostusmenetelmien yhteenvetona määritämme Wulffin osakkeen käyvän arvon sijaitsevan 3,6-5,1 euron välillä, jonka painotettu keskikohta on 4,4 euron tavoitehintamme mukainen.

## Käyvän arvon haarukka



### Oletukset:

**DCF:** WACC +/- 1 %-yks.

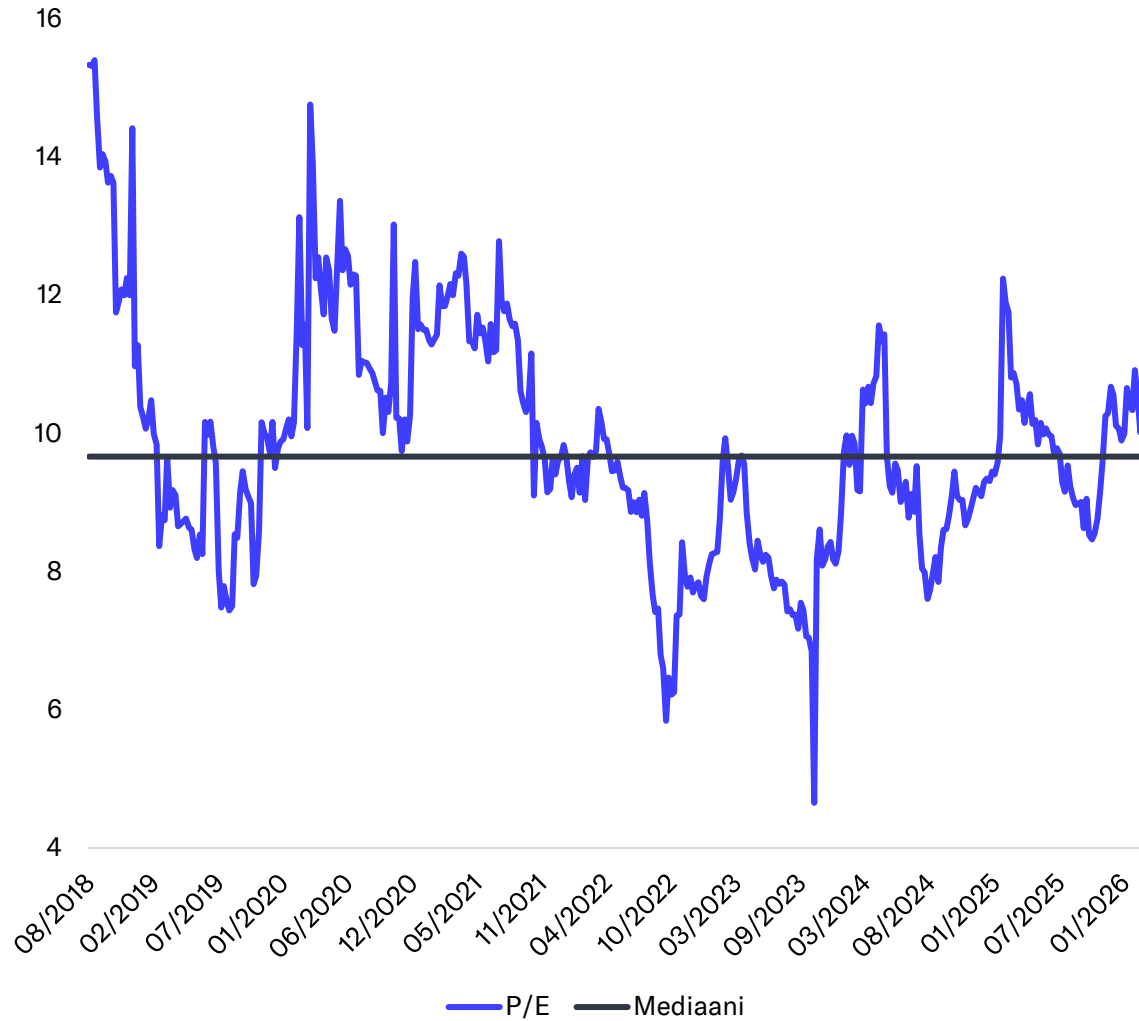
**Osien summa:** EV/EBIT +/- 1,5x perusolettamille (2026e)

**P/E:** 10-12x (2026e)

**P/B:** 0,8-1,2x (2026e)

# Arvostus (5/5)

## Eteenpäin katsova arvostus (12kk)



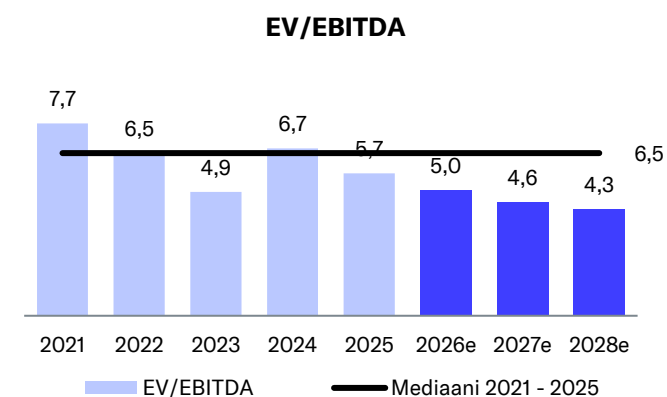
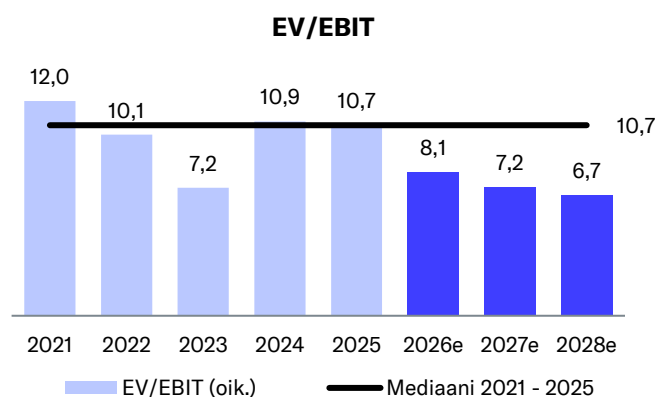
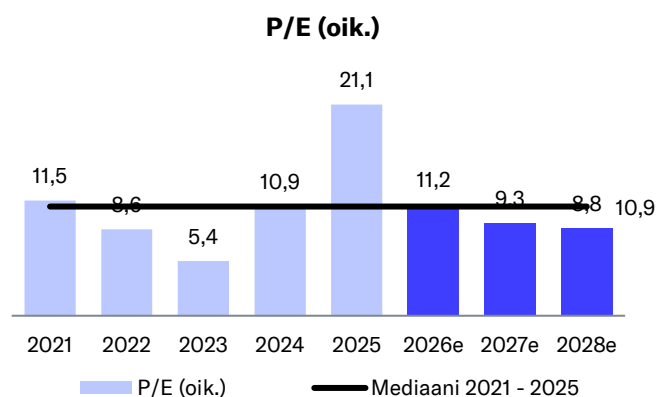
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	3,91	3,91	3,91
Osakemäärä, milj. kpl	6,80	6,80	6,80
Markkina-arvo	27	27	27
Yritysarvo (EV)	42	42	42
P/E (oik.)	11,2	9,3	8,8
P/B	1,1	1,0	1,0
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,0	4,6	4,3
EV/EBIT (oik.)	8,1	7,2	6,7
Osinko/tulos (%)	57,0 %	52,2 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,6 %	6,3 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	4,92	3,85	1,95	3,07	3,98	<b>3,91</b>	<b>3,91</b>	<b>3,91</b>	<b>3,91</b>
Osakemäärä, milj. kpl	6,76	6,86	6,86	6,86	6,80	<b>6,80</b>	<b>6,80</b>	<b>6,80</b>	<b>6,80</b>
Markkina-arvo	33	26	13	21	27	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>
Yritysarvo (EV)	47	40	25	36	43	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>41</b>
P/E (oik.)	11,5	8,6	5,4	10,9	21,1	<b>11,2</b>	<b>9,3</b>	<b>8,8</b>	<b>8,5</b>
P/B	1,8	1,3	0,6	1,0	1,2	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
P/S	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
EV/EBITDA	7,7	6,5	4,9	6,7	5,7	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>
EV/EBIT (oik.)	12,0	10,1	7,2	10,9	10,7	<b>8,1</b>	<b>7,2</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>
Osinko/tulos (%)	14,9 %	31,4 %	49,1 %	61,8 %	55,6 %	<b>57,0 %</b>	<b>52,2 %</b>	<b>55,0 %</b>	<b>55,0 %</b>
Osinkotuotto-%	2,6 %	3,6 %	7,7 %	5,2 %	4,3 %	<b>5,1 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>6,5 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
ACCO Brands Corp	317	990	7,6	6,7	6,1	5,5	0,8	0,7	4,9	3,9	7,3	7,3	
Eezy Oyj	21	69	69,5	16,9	7,0	6,5	0,5	0,5					0,2
Talenom Oyj	105	197	22,6	16,8	5,8	5,3	1,5	1,4	23,7	16,8	8,9	9,1	2,1
Aallon Group	36	40	13,4	12,2	6,7	6,7	1,0	1,0	23,5	12,2	2,6	2,7	2,2
Administer	36	45	90,4		9,0	7,5	0,6	0,6			2,5	2,3	1,5
Bunzl	7855	10407	10,4	10,3	8,0	8,0	0,8	0,8	12,2	12,0	3,5	3,6	2,5
Manpower Group	1143	1829	8,4	5,8	5,8	4,8	0,1	0,1	10,1	7,8	5,0	6,3	0,7
Adecco Group	3958	6732	10,9	9,0	8,2	7,2	0,3	0,3	10,4	8,5	4,5	5,1	1,1
<b>Wulff-Yhtiöt Oyj (Inderes)</b>	<b>27</b>	<b>42</b>	<b>8,1</b>	<b>7,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>11,2</b>	<b>9,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>1,1</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>29,1</b>	<b>11,1</b>	<b>7,1</b>	<b>6,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>14,1</b>	<b>10,2</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>1,5</b>
<b>Mediaani</b>			<b>12,1</b>	<b>10,3</b>	<b>6,8</b>	<b>6,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>11,3</b>	<b>10,2</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>1,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-34 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>-52 %</b>	<b>-53 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>-9 %</b>	<b>13 %</b>	<b>11 %</b>	<b>-29 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

Verrokigraafin data

# DCF-laskelma

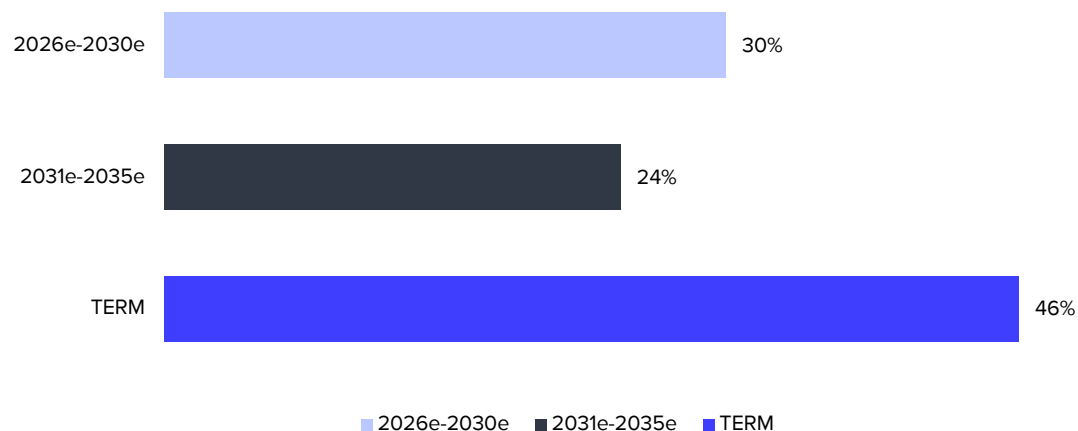
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,0 %	5,5 %	3,0 %	2,3 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	3,9 %	4,1 %	4,4 %	4,5 %	4,6 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	
+ Kokonaispoistot	2,7	3,2	3,4	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,1	4,1	
- Maksetut verot	-0,7	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ 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	2,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>8,6</b>	<b>6,9</b>	<b>7,7</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>	<b>9,2</b>	<b>9,5</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>8,7</b>	<b>8,8</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,0	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</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	2,8	2,7	3,5	4,0	4,2	5,0	5,2	4,8	5,0	4,4	4,7	54,8
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>22,3</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		48,8	46,3	43,4	40,3	37,4	34,2	31,1	28,6	26,1	24,2	22,3
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>48,8</b>										
- Korolliset velat		-16,2										
+ Rahavarat		2,1										
-Vähemmistöosuus		-1,6										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>33,1</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>4,9</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,9 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,6 %</b>

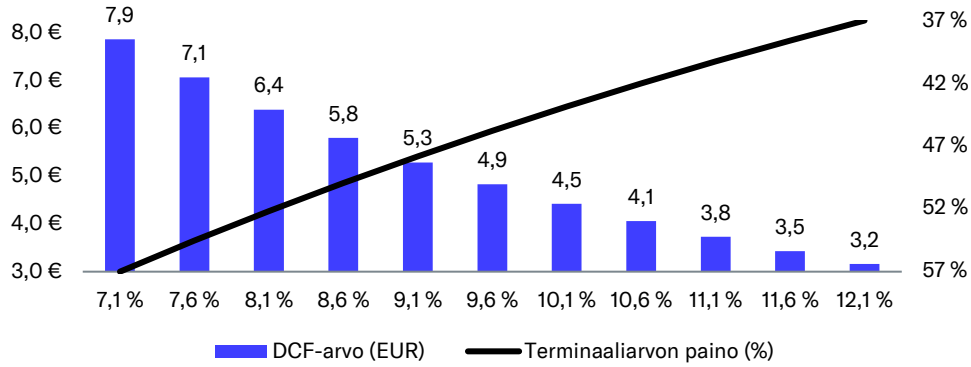
Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain

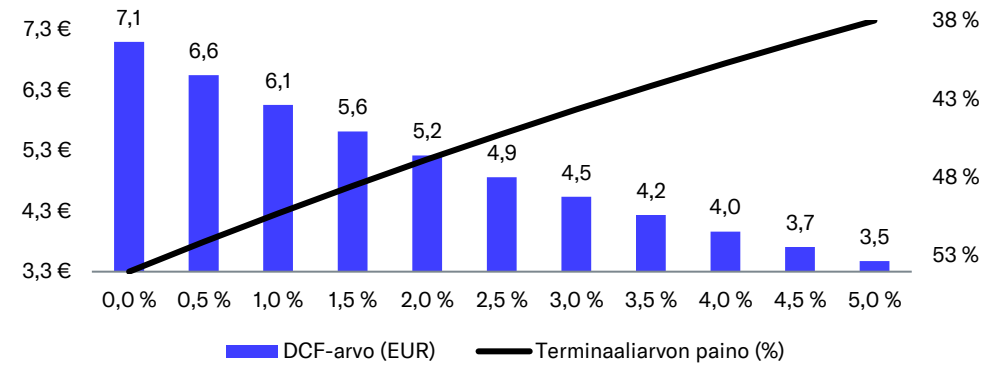


# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

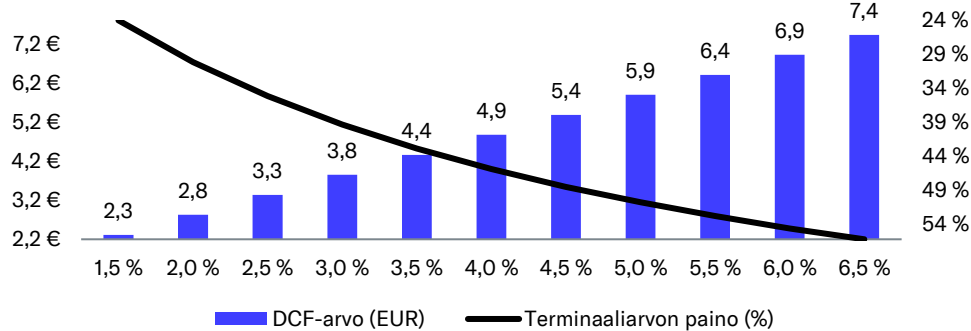
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



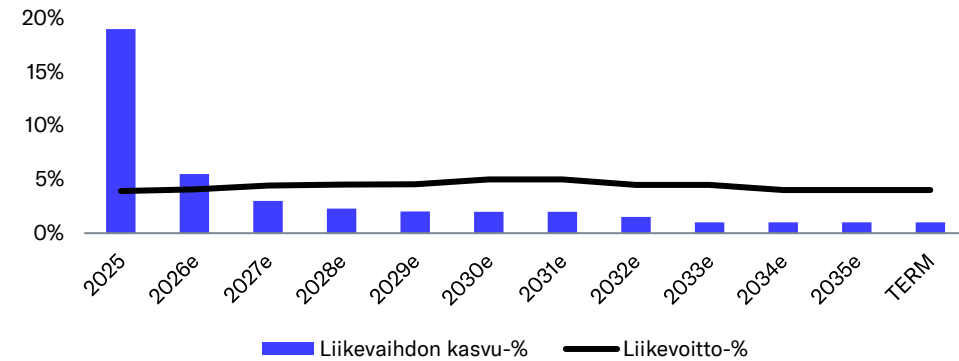
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	93,8	102,8	122,3	<b>129,0</b>	<b>132,9</b>
<b>Käyttökate</b>	5,1	5,4	7,5	<b>8,5</b>	<b>9,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	3,2	3,2	4,8	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>
<b>Voitto ennen veroja</b>	2,1	2,1	3,7	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>
<b>Nettovoitto</b>	2,1	1,8	2,1	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>
<b>Kertaluontoiset erät</b>	-0,4	-0,2	0,8	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>Taseen loppusumma</b>	49,6	54,8	60,3	<b>65,6</b>	<b>67,9</b>
<b>Oma pääoma</b>	22,0	22,5	24,4	<b>25,9</b>	<b>27,6</b>
<b>Liikearvo</b>	8,8	10,9	13,7	<b>13,7</b>	<b>13,7</b>
<b>Nettovelat</b>	11,6	14,8	14,1	<b>14,1</b>	<b>13,8</b>

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>Käyttökate</b>	5,1	5,4	7,5	<b>8,5</b>	<b>9,3</b>
<b>Nettokäyttöpääoman muutos</b>	0,8	0,5	2,0	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	5,6	5,1	8,6	<b>6,9</b>	<b>7,7</b>
<b>Investoinnit</b>	-1,8	-6,3	-6,0	<b>-4,3</b>	<b>-4,3</b>
<b>Vapaa kassavirta</b>	3,8	-0,9	2,8	<b>2,7</b>	<b>3,5</b>

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,4	0,3	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
<b>EV/EBITDA</b>	4,9	6,7	5,7	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	7,2	10,9	10,7	<b>8,1</b>	<b>7,2</b>
<b>P/E (oik.)</b>	5,4	10,9	21,1	<b>11,2</b>	<b>9,3</b>
<b>P/B</b>	0,6	1,0	1,2	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>
<b>Osinkotuotto-%</b>	7,7 %	5,2 %	4,3 %	<b>5,1 %</b>	<b>5,6 %</b>

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,31	0,26	0,31	<b>0,35</b>	<b>0,42</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	0,36	0,28	0,19	<b>0,35</b>	<b>0,42</b>
<b>Operat. Kassavirta / osake</b>	0,82	0,75	1,26	<b>1,02</b>	<b>1,14</b>
<b>Operat. Vapaa kassavirta / osake</b>	0,55	-0,13	0,41	<b>0,40</b>	<b>0,51</b>
<b>Omapääoma / osake</b>	3,13	3,22	3,41	<b>3,59</b>	<b>3,81</b>
<b>Osinko / osake</b>	0,15	0,16	0,17	<b>0,20</b>	<b>0,22</b>

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-8 %	10 %	19 %	<b>5 %</b>	<b>3 %</b>
<b>Käyttökatteen kasvu-%</b>	-18 %	6 %	38 %	<b>13 %</b>	<b>9 %</b>
<b>Liikevoiton oik. kasvu-%</b>	-11 %	-6 %	20 %	<b>31 %</b>	<b>12 %</b>
<b>EPS oik. kasvu-%</b>	-20 %	-21 %	-33 %	<b>86 %</b>	<b>20 %</b>
<b>Käyttökate-%</b>	5,5 %	5,3 %	6,1 %	<b>6,6 %</b>	<b>7,0 %</b>
<b>Oik. Liikevoitto-%</b>	3,8 %	3,2 %	3,3 %	<b>4,1 %</b>	<b>4,4 %</b>
<b>Liikevoitto-%</b>	3,4 %	3,1 %	3,9 %	<b>4,1 %</b>	<b>4,4 %</b>
<b>ROE-%</b>	10,0 %	8,1 %	9,2 %	<b>10,0 %</b>	<b>11,4 %</b>
<b>ROI-%</b>	9,2 %	8,8 %	12,1 %	<b>12,3 %</b>	<b>12,8 %</b>
<b>Omavaraisuusaste</b>	44,5 %	41,1 %	40,6 %	<b>39,5 %</b>	<b>40,7 %</b>
<b>Nettovelkaantumisaste</b>	53,0 %	65,9 %	57,6 %	<b>54,6 %</b>	<b>50,0 %</b>

# 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 esittäjensä 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 sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
08/06/2020	Lisää	1,75 €	1,62 €
21/07/2020	Lisää	2,10 €	1,94 €
28/07/2020	Lisää	2,25 €	2,08 €
22/09/2020	Osta	2,50 €	2,10 €
27/10/2020	Lisää	3,20 €	2,86 €
20/12/2020	Lisää	3,50 €	3,24 €
23/02/2021	Vähennä	3,50 €	3,56 €
15/04/2021	Lisää	3,50 €	3,07 €
27/04/2021	Lisää	3,50 €	3,18 €
04/05/2021	Osta	5,00 €	4,02 €
27/07/2021	Lisää	5,50 €	5,06 €
26/10/2021	Lisää	5,80 €	5,20 €
22/02/2022	Lisää	5,20 €	4,65 €
07/04/2022	Lisää	5,20 €	4,52 €
26/04/2022	Lisää	5,20 €	4,68 €
15/06/2022	Osta	5,20 €	4,22 €
26/07/2022	Osta	4,70 €	3,64 €
25/10/2022	Osta	4,70 €	3,08 €
21/02/2023	Osta	4,70 €	3,85 €
25/04/2023	Lisää	4,30 €	3,77 €
23/05/2023	Osta	4,30 €	3,32 €
18/07/2023	Osta	4,30 €	3,37 €
17/10/2023	Myy	2,75 €	3,04 €
24/10/2023	Vähennä	2,00 €	1,95 €
11/01/2024	Vähennä	2,05 €	2,17 €
20/02/2024	Lisää	2,60 €	2,33 €
15/04/2024	Vähennä	2,80 €	2,71 €
23/04/2024	Vähennä	2,80 €	2,65 €
17/06/2024	Vähennä	2,70 €	2,54 €
18/07/2024	Lisää	3,00 €	2,73 €
22/10/2024	Vähennä	3,10 €	3,00 €
18/02/2025	Vähennä	3,00 €	3,13 €
<i>Analytiikko vaihtuu</i>			
13/03/2025	Vähennä	3,10 €	3,03 €
29/04/2025	Vähennä	3,00 €	2,76 €
16/07/2025	Vähennä	3,00 €	2,78 €
18/07/2025	Vähennä	3,20 €	3,04 €
21/10/2025	Lisää	3,50 €	3,17 €
13/01/2025	Lisää	4,50 €	3,92 €
17/02/2026	Lisää	4,40 €	4,04 €
21/02/2026	Lisää	4,40 €	3,91 €



# TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

## Inderes Oyj

Porkkalankatu 5  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

## Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr  
Stockholm  
+46 8 411 43 80

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

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde  
res.**