

Wulff-Yhtiöt

Laaja raportti

12/2020

Vahvasta vuodesta myötätuulta tulevaisuuteen

Nostamme Wulff-Yhtiöiden tavoitehintamme 3,50 euroon (aik. 3,20 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Työpaikkatuotteiden ja -palveluiden markkinoilla toimiva Wulff on vuoden 2020 aikana osoittanut todella hyvää uudistautumiskykyä nopeasti muuttuneessa markkinassa. Virkistynyt toimintaympäristö sekä kasvanut luottomme yhtiön suorituskykyyn pitää ennusteissamme tulostason lähes kuluvaan vuoden tasolla lähivuosina. Tähän nähden osakkeen arvostuksessa on mielestämme nousuvaraa ja tuotto-odotusta tukee myös hyvällä tasolla oleva osinkotuotto.

Työpaikkatuotteiden ja -ratkaisujen tarjoaja

Wulff on suomalainen työpaikkatuotteiden ja -palveluiden tarjoaja, joka toimii verkkokaupan, myymälöiden ja henkilökohtaisen palvelun kautta. Yhtiön liiketoiminta jakautuu kahteen segmenttiin: Sopimusasiakkaat (84 % IV:sta 2019) ja Asiantuntijamyynä (16 %). Sopimusasiakas-segmentti tarjoaa asiakkaille ulkoistussopimuksella kaikki työpaikkatuotteet jatkuvana palveluna. Lisäksi segmentti tarjoaa kansainvälisiä messupalveluja ja mm. tulostusratkaisuja. Asiantuntijamyynä-segmentti puolestaan tarjoaa ergonomia-, ensiapu-, työhyvinvointi- sekä työturvallisuuustuotteita henkilökohtaisen palvelun kautta. Wulffin tarjoaman kysyntää tukee asiakkaiden saamat kustannushyödyt hankintojen keskittämistä sekä panostukset työelämän hyvinvointiin ja erilaisiin työskentelytapoihin.

Tuloskäänne selkeästi toteutunut

Wulffin vuonna 2017 käynnistynyt tuloskäänne on toteutunut voimakkaalla kulmakertoimella, kun liikevoittomarginaali on nousemassa vuoden 2017 noin 0,1 %:sta tänä vuonna ennusteillamme noin 5,6 %:iin. Tulosparannus on syntynyt uusien tuotealueiden sekä yritysostojen myötä. Etenkin vuonna 2020 korona on vauhdittanut yhtiön hygieniä-, suojaus-, puhdistus-, etätyöskentely-, ergonomia- ja työhyvinvointituotteiden myyntiä. Näihin kohdistuneen kysynnän voi odottaa hieman hiipuvan lähivuosina, mutta toisaalta näemme näiden tuotteiden olevan yhä enemmän arkea myös tulevaisuudessa työpaikoilla. Samalla odotamme talouden palautumisen ja mahdollisen koronavirusrakotteen jakelun piristävän yhtiön messuliiketoimintaa lähivuosien aikana. Yhtiö tavoittelee 5-10 % kasvua vuosittain strategiassaan, mikä nykyisillä markkinoilla on vaikea saavuttaa. Tämän vuoksi lähivuosina yhtiöltä on odotettavissa joko yritysostoja tai uusia tuote- tai palvelualueita, joilla vahvistaa kasvua. Tuloskäänteen jälkeen kasvu onkin yhtiössä seuraava askel.

Arvostus ei huomio yhtiön suoritusasoa

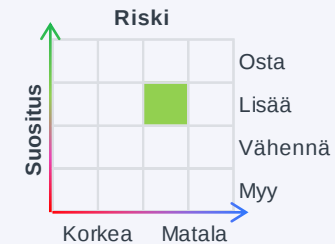
Ennusteillamme yhtiön tulospäätös lähivuosille on hyvällä tasolla (19-22e: 23 %) eikä mielestämme arvostus täysin huomio yhtiön suoritusasoa (2021e: P/E (oik.): 12x ja EV/EBITDA (oik.): 6x). Hyväksymämme arvostushaarukan (P/E: 10-14x, EV/EBITDA: 6-8x) keskiväliin nähden osake tarjoaa noin 10 %:n nousuvaran. Suhteellisesti Wulff on noin 10 % alennuksella verrokkien nähden, kun mielestämme Wulff tulisi hinnoitella lähemmäs verrokkien tasoa nykyisellä suorituksellaan. Yhtiön hyvän tulostehityksen myötä osinko näyttää ennusteillamme kasvavaa trendiä terveellä jakosuhteella ollen lähivuosille noin 4 %:n tasolla. Tämä nostaa yhdessä arvostuksen nousuvaran kanssa tuotto-odotuksen osakkeelle yli 10 %:iin puoltaen positiivista suositustamme.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehinta



Lisää
(aik. Lisää)
3,50 EUR
(aik. 3,20 EUR)
Osakekurssi:
3,24

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	56	57	60	61
kasvu-%	1 %	1 %	5 %	2 %
EBIT oik.	1,7	3,2	2,9	2,9
EBIT-% oik.	3,0 %	5,6 %	4,8 %	4,7 %
Nettotulos	1,0	1,8	1,9	1,9
EPS (oik.)	0,17	0,27	0,28	0,28

P/E (oik.)	10,5	12,2	11,7	11,5
P/B	1,0	1,6	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	6,2 %	3,7 %	4,0 %	4,3 %
EV/EBIT (oik.)	12,3	9,4	9,7	9,2
EV/EBITDA	6,8	6,1	6,2	6,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,5	0,4

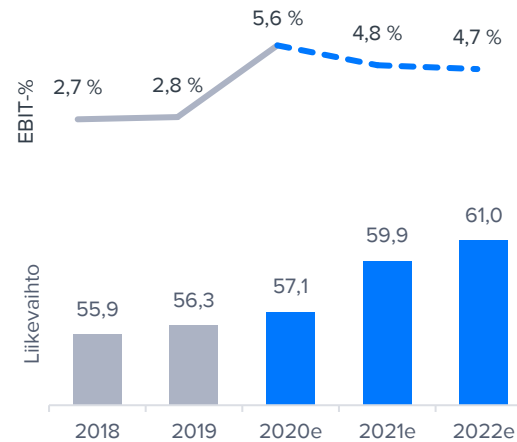
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

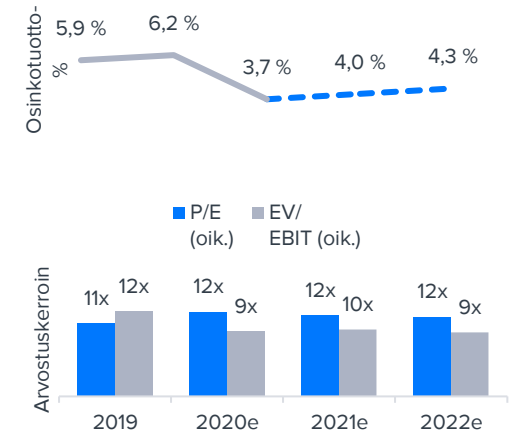


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostus ja osinkotuotto



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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



Arvostus

- Hyväksyttävä arvostustaso noussut kannattavuuskäanteen myötä
- Näkyvyys myös parantunut ja riskitaso laskenut
- Ensi vuoden arvostus ei mielestämme huomio täysin yhtiön suoritustasoa
- Suhteellisesti yhtiö on arvostettu selvästi verrokkien alapuolelle
- DCF-laskelman arvo (3,6 euroa) tukee suositusta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11-13
Strategia	14-15
Markkina	16-19
Taloudellinen tilanne	20-23
Ennusteet	24-28
Arvonmääritys	29-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36-38

Wulff-Yhtiöt lyhyesti

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

1890

Wulffin perustamisvuosi

2000

Listautuminen

56 MEUR (-1,4 % v/v)

Liikevaihto Q3'20 (rullaava 12kk)

3,2 MEUR (5,5 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto Q3'20 (rullaava 12kk)

42 % ja 63 %

Omavaraisuus - ja nettovelkaantumisaste Q3'20 lopussa

182

Henkilöstö Q3'20 lopussa

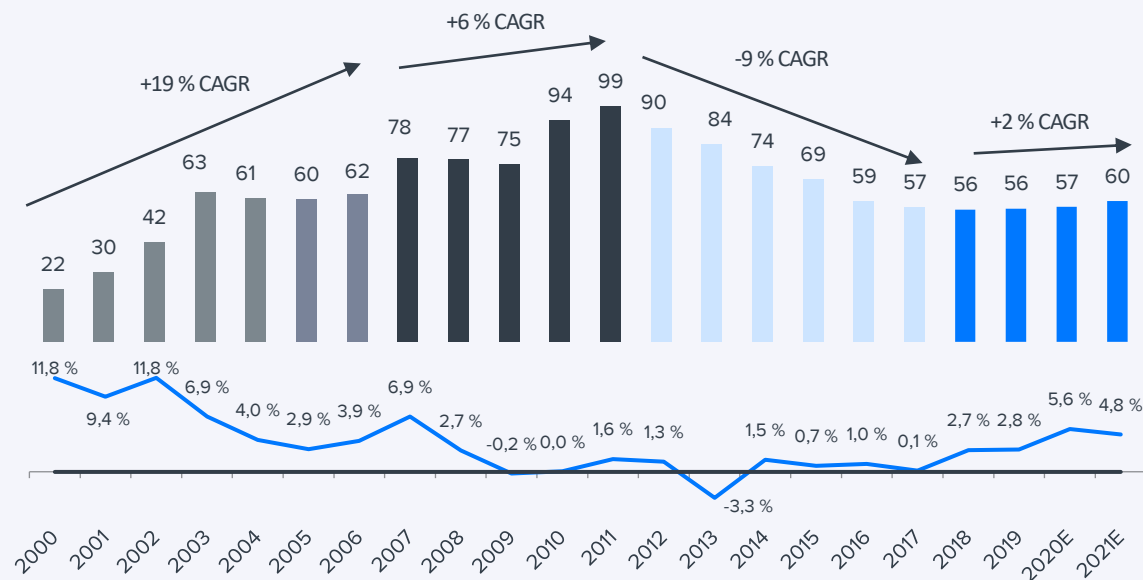
Liikevaihdon ja liikevoiton (raportoitu) kehitys

- Vahvan ja kannattavan kasvun aikaa
- Liikevaihto kasvaa orgaanisesti ja yrityskaupoilla
- Kova hintakilpailu ja pula myyjistä alkaa kuitenkin painamaan kasvua ja kannattavuutta

- Kasvua onnistuneilla yrityskaupoilla haastavassa markkinassa
- Kannattavuus alenee hyvin heikoksi

- Liikevaihto hiipuu ja myyntikate alenee
- Suomen talous ja työpaikkatuote-markkinat taantuu
- Kannattavuus pysyy alhaisella tasolla
- Tuloskäännä tehtävä

- Kulusäästöjä
- Yritysosot ja uudet tuotealueet
- Tuloskäännä
- Tulos uudelle tasolle uusien tuotteiden avulla
- Talouden palautuminen ja uusien tuotteiden kysyntä tukee kasvua



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Työpaikkatuotteiden ja palveluiden tarjoaja

Wulff-Yhtiöt (jäljempänä Wulff) on jo vuonna 1890 perustettu suomalainen työpaikkatuotteiden ja -palveluiden tarjoaja, joka toimii verkkokaupan, myymälöiden ja henkilökohtaisen palvelun kautta. Wulff syntyi, kun Thomas Fredrik Wulff perusti paperikaupan Fredrikinkadulle Helsinkiin. Vuosien saatossa laajentunut Wulff sai uuden omistajan vuonna 2002, kun pörssilistautunut Belton-Yhtiöt Oyj osti Wulffin. Belton-Yhtiöt on saanut alkunsa Wulffin aiemman konsernijohtajan, Heikki Vienolan, vuonna 1984 perustamasta Vinstock Oy:sta, joka sittemmin muuttui Beltonin tytäryhtiöksi. Vuonna 2008 yhtiö päätti uudelleenbrändäyksen seurauksena muuttaa nimensä Wulff-Yhtiöt Oyj:ksi ja nykyisellään Wulff-brändin alla toimii 15 tytäryhtiötä Pohjoismaiden alueella.

Yrityksen tarjontaan kuuluu muun muassa työpaikkatuotteita, kahviotarvikkeita, kiinteistö- ja siivoushuollon tuotteita, toimisto- ja it-tarvikkeita, ergonomiaa, ensiapua sekä työmaatuotteita. Korona-aikana on korostunut etenkin hygieniä- sekä suojaus- ja puhdistustuotteiden kysyntä. Yhtiön sopimusasiakkaille suunnatun WulffNetin ja kaikille avoimen Wulffinkulman verkkokauppojen valikoimasta löytyy noin 4 000 työpaikka- tai toimistotuotetta. Lisäksi Wulff tarjoaa asiakkailleen myös kansainvälisiä messupalveluja, jotka ovat tosin nyt koronan aikaan kärsineet.

Yrityksen myynti suuntautuu pääosin erikokoisille

yrityksille ja yhtiön tarkoituksena on tarjota asiakkailleen kaikki tarpeellinen työpaikalle riippumatta siitä, missä toimipaikka sijaitsee. Yhtiö rakentuu eri tytäryhtiöidensä kautta laajoille tuote- ja osa-alueille ja pyrkii tätä kautta palvelemaan asiakkaiden kokonaistarpeita muun muassa työviihtyvyyteen ja -hyvinvointiin liittyen. Asiantuntijatyö on lisääntynyt teknologian kehittymisen sekä digitalisaation myötä ja aiheuttaa haasteita nykyisille yrityksien toimintarakenteille. Yritysmyyntiin lisäksi Wulff harjoittaa kuluttajamyyntiä pääosin kivijalkamyymälöissään sekä yhteistyössä eri jälleenmyynti- ja kuluttajamyyntiyritysten kanssa. Yhtiöllä on tällä hetkellä myymälät Helsingissä, Turussa ja Lahdessa, jotka keskittyvät palvelemaan paikallisesti pieniä ja keskisuuria yrityksiä sekä kuluttajia.

Wulffin päämarkkina-alueina on Suomi, Ruotsi ja Norja. Yhtiön liikevaihdosta vuonna 2019 62 % tuli Suomesta, 30 % Ruotsista ja Norjasta noin 15 %. 1 % kertyi Tanskasta ja -8 % oli maiden välistä liikevaihtoa (ts. eliminointia). Yhtiö on Suomessa johtavia toimijoita omalla alallaan. Yhtiö on myös tavoitellut Pohjoismaiden markkinajohtajuutta ja taistelee siitä tällä hetkellä muutaman isomman (mm. Staples, Lyreco) toimijan kanssa. Kolmannen kvartaalin lopussa Wulff työllisti 182 henkilöä, joista myyntitehtävissä oli noin 57 %. Wulffin tehtävänä on tehdä maailmasta parempi työpaikka kerrallaan sekä mahdollistaa asiakkailleen paremmat työympäristöt ja työpäivät.



Markkinan muutos

Ennen

- Massatuotteet
- Paperidokumentaatio
- Työpaikat toimistoissa
- Myymälät ja postikuvastot

Nyt

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



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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liiketoimintamalli

Työpaikkatuotteet kokonaisvaltaisesti

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

Monikanavainen myynti tukee eri palvelumalleja

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

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

jatkuvista sopimuksista, kun työpaikkatuotteiden keskitetty hankinta voisi tulla ajankohtaiseksi.

Yhteistyö valmistajien kanssa

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

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

Korona testasi yhtiön liiketoimintaa

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

Wulffin eri segmenttien palvelualueita

Sopimusasiakkaat

Palvelualueita

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

Asiantuntijamyynä

Palvelualueita

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Liiketoiminta jakautuu kahteen segmenttiin

Wulffin liiketoiminta jakautuu kahteen eri segmenttiin: Sopimusasiakkaat ja Asiantuntijamyynä. Sopimusasiakas-segmentti vastasi vuonna 2019 noin 84 %:sta yhtiön liikevaihdosta ja Asiantuntijamyynä noin 16 %:sta. Korona on vaikeuttanut Sopimusasiakas-segmentissä sijaitsevaa messujen liiketoimintaa ja arvioimme segmentin liikevaihto-osuuden tänä vuonna olevan noin 74 %. Suurin vaikutus yhtiön kehitykseen on kuitenkin Sopimusasiakas-segmentillä koronasta huolimatta. Vuoden 2020 poikkeusvuotta lukuun ottamatta segmenttien väliset osuudet ovat pysyneet suhteellisen tasaisena viimeisten vuosien aikana. Lisäksi yhtiön Konsernipalvelut-segmentti vastaa yleishallinnosta ja niihin liittyvistä kuluista, joita ei voida yhdistää liiketoiminnan segmentteille.

Sopimusasiakas-segmentti

Sopimusasiakas-segmenttiin kuuluvat tytäryhtiöt palvelevat yhtiön sopimusasiakkaita Pohjoismaissa. Yhtiön sopimusasiakkaina toimii suuria yrityksiä ja konserneja, kuntia ja eri yhteisöjä. Sopimuksella asiakas ulkoistaa työpaikkatuotehankintansa Wulffille, jolloin se voi keskittyä omaan liiketoimintaansa. Hankintojen kustannuksia yritys voi seurata reaaliaikaisesti ja läpinäkyvyydellä on tarkoitus osoittaa yrityksille, että keskitetysti hoidettu hankinta vähentää asiakkaiden kustannuksia ja tehostaa samalla toimintoja.

Segmentin liikevaihto laski viime vuonna noin 0,5 % 47,2 MEUR:oon (2018: 47,0 MEUR), mutta oli Q3'20:een mennessä noin 9 %:n laskussa 42,8

MEUR:ssa. Liikevaihdon laskuun on kuluvaan vuoden aikana vaikuttanut merkittävästi koronan aiheuttamat haasteet yhtiön messuliiketoiminnassa (Wulff Entre) ja myös osittain hiipunut perinteisten toimitotarvikkeiden kysyntä etätöiden kasvaessa.

Liikevaihdon laskun myötä myös kannattavuus on hieman heikentynyt. Liikevoittomarginaali oli Q3'20:n lopussa (rullaava 12kk) noin 3,3 %, kun se vuonna 2019 oli 3,8 %. Vuoden 2018 noin 3,0 %:sta kannattavuus on parantunut koronasta huolimatta kertoen yhtiön tehokkaammaksi muodostuneesta organisaatiosta sekä joustavuudesta.

Segmentin palveluihin kuuluu sopimusasiakkaille tarjottava MiniBar. MiniBarin ideana on räätälöidä asiakkaalle omia tarpeita vastaava ”työpaikkatuotebaari”, jonka täytöstä ja sisällöstä vastaa Wulffin yhteyshenkilö. MiniBarin hyllyiltä löytyy perinteisiä sekä ajankohtaisia tuotteita. Esimerkiksi hygieniä- ja puhdistustuotteita, työpiste-, it-, kahvio- ja kiinteistöhuollon tuotteita sekä yritysviestinnän tuotteita (esiliike- ja mainoslahjoja). Pohjoismaissa Wulffin sopimusasiakkaita palvelevat Wulff Supplies - tytäryhtiöt ja siellä automaattinen työpaikkatuotteiden täyttöpalvelu on nimeltään Cabinet Service.

Isompien hankintojen yhteyteen on luotu WulffNet, joka toimii suurten sopimusasiakkaiden omiin tarpeisiin räätälöitynä verkkokauppana. Muille tarkoitettu verkkokauppa, Wulffinkulma, palvelee erityisesti pieniä ja keskusuuria yrityksiä sekä myös kuluttaja-asiakkaita, joilla hankinnat eivät ole suurten yritysten mittakaavassa.

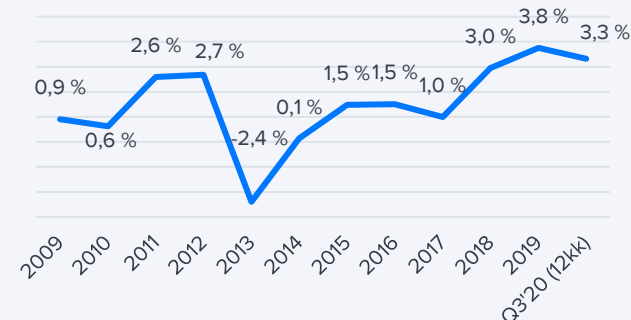
Sopimusasiakkaat



Liikevaihto laskenut vuosien aikana



Kannattavuudessa nähty jo selkeä tasokorjaus (EBIT-%)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Vuoden 2018 elokuussa Sopimusasiakas-segmenttiin liittyi Mavecom Palvelut Oy, joka tarjoaa yrityksille Canon Business Centerin palveluita liittyen muun muassa suurkuvatulostukseen ja dokumentinhallintaan. Integraatio Wulffiin näyttäisi sujuneen hyvin, sillä yhtiön liikevoittomarginaali oli vuoden 2018 noin 7 %:sta noussut vuoden 2019 aikana noin 12 %:iin. Oheinen yrityskauppa kertoo samalla myös paljon Wulffin strategiasta kasvaa uusia tuotealueita ja etenkin palveluita lisäten. Tämän kaltaisilla ostoilla kannattavuutta voitaisiin nostaa myös nykyistä korkeammalle tasolle.

Asiantuntijamyynänti-segmentti

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

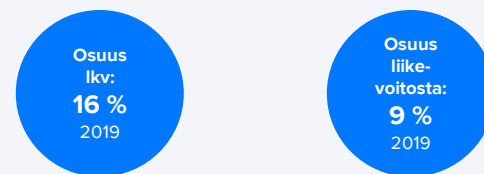
Segmentin liikevaihto- ja tuloskehitys on nähnyt koronan myötä selkeän tasonkorjauksen. Yhtiön liikevaihto on pysynyt oikeastaan vuodesta 2009 alkaen lasku-uralla, mutta kuluven vuoden aikana se on noussut merkittävästi. Koronapandemian piti olla yhtiölle iso isku, sillä perinteisten tuoteryhmien kysyntä laskee, kun ihmiset eivät ole toimistoilla töissä ja messut perutaan. Wulff onnistui kuitenkin kääntämään koko tilanteen itselleen kokonaisuudessaan voitolliseksi lähinnä

Asiantuntijamyynänti-segmentin vahvan myyntiorganisaation ja hyvän tuotetarjooman sekä ketterän reagoinnin ansiosta. Kun kysyntä hygieniä-, suojaus-, puhdistus-, ergonomia- ja etätyötuotteille tai- palveluille lähti kasvamaan, yhtiö lisäsi niitä tarjoamaansa nopeasti ja onnistui myyjiensä avulla tekemään loistavaa tulosta.

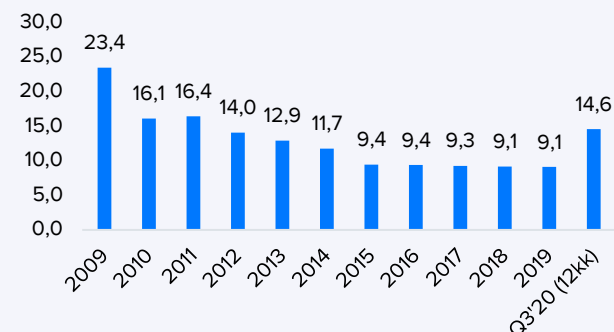
Liikevaihto onkin Q3'20:n loppuun mennessä noussut noin 14,6 MEUR:oon (12kk) tarkoittaen noin 60 %:n kasvua vuoden 2019 lopusta (2019: 9,1 MEUR). Samalla kun volyymit nousivat voimakkaasti ja yhtiön tuotteiden kate rakenne parani, nousi yhtiön liikevoittomarginaali Q3'20:n lopussa noin 14,1 %:iin viime vuoden lopun 1,8 %:sta. Suoritus on äärimmäisen hyvä ja kertoo yhtiön joustavuudesta sekä ketteryydestä nopeasti muuttuvassa kysyntäympäristössä.

Osaltaan kysynnän isoin huippu on arviomme mukaan nyt nähty. Kysyntä ns. koronatuotteille kuitenkin pysyy arviomme mukaan hyvällä tasolla myös jatkossa. Hygieniäan ja puhtauteen tullaan panostamaan erityisen paljon vielä varmasti ainakin ensi vuoden ajan, kunnes koronavirus on kokonaan selätetty. Samalla pelot uusista taudeista voivat olla vielä ihmisten mielissä, mikä osaltaan lisää ihmisten ja yritysten halua panostaa hygieniäan sekä puhtaaseen työympäristöön. Käsisidesiä suositellaan todennäköisesti käytettävän, ja myös maskeja on nyt yhä enemmän katukuvassa. Rokotteen tullessa saataville osa tuotteista todennäköisesti menettää kysyntää (esim. maskit), mutta suurelta osin näemme, että nämä tuoteryhmät ovat tulleet isoksi osaksi yritysten päivittäistä tarvetta.

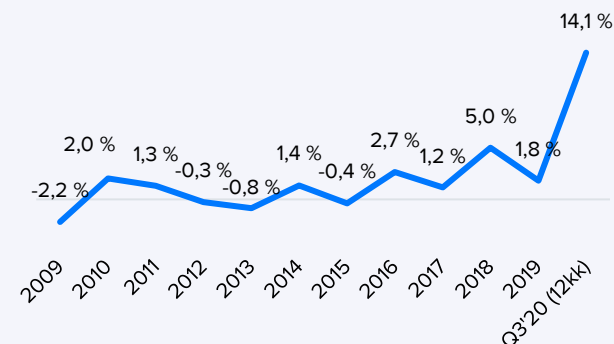
Asiantuntijamyynänti



Liikevaihto ollut tasaisessa laskussa ennen vuotta 2020



Kannattavuus noussut uudelle tasolle (EBIT-%)



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Sijoitusprofiili

Käänneyhtiö kääntymässä kasvu-uralle

Wulffin sijoitusprofiilia on kuvastanut viime vuosina selkeästi käänneyhtiömäisyys. Käännös on nyt kannattavuuden osalta toteutettu ja marginaali nostettu hyvälle tasolle, josta voidaan lähteä jatkamaan tulokasvua myös liikevaihdon kasvun osalta. Osakkeessa yhdistyy jatkuvaluonteisempi sopimusliiketoiminta sekä vahvemmin projektiluonteisempi asiantuntijamyyni.

Kysyntä Wulffin päätuotteille eli työpaikka- ja toimistotarvikkeille on jatkuvaa tiettyjen tuotteiden osalta. Tähän kuuluu muun muassa kahvi-, paperi-, puhdistus- ja tulostustuotteet sekä -tarvikkeet. Kysyntään vaikuttaa eniten yleinen taloustilanne sekä yritysten ja kuluttajien luottamus oman talouden myönteiseen kehitykseen tulevaisuudessa. Osissa tuotteissa elinkaaret ovat hyvin pitkiä (ergonomia, työpisteet, sisustus) ja niiden kysyntää ajaa muun muassa erilaiset markkinatrendit enemmän kuin tuotteiden loppuun kulumisen. Näihin trendeihin voidaan lukea mm. istumatyön vähentäminen ja näyttöpäätetyöskentelyn lisääntyminen.

Wulffin omana tavoitteena on kasvaa 5-10 %:n vauhtia, mutta samalla kannattavasti parantaen vertailukelpoista liikevoittomarginaaliaan. Suhteellinen kannattavuus paranee esimerkillisesti jo kolmatta vuotta putkeen, mutta kasvu vaatii toimia. Yhtiön päämarkkinoilla (perinteiset työpaikka- ja toimistotarvikkeet) markkinakasvu on arviomme mukaan selvästi tavoitetta hitaampaa. Kasvu tulee arviomme mukaan lähivuosina

syntymään uusista tuotealueista (konkreettisina esimerkkeinä tulostuspalvelut, ”koronatuotteet”) ja myös yritysostoista.

Yritysosot kasvuun lähde

Perinteisten Wulffin markkinoiden kasvaessa hyvin hitaasti, on tavoitekasvun synnyttävä yritysostojen kautta. Työpaikkatuotteiden markkinat ovat tällä hetkellä pirstaloituneet, kun alalle on helppo tulla eikä se vaadi suuria investointeja. Markkinoita on ajanut yritysostot, missä isot ulkomaalaiset toimijat ovat ostaneet pienempiä. Samalla markkinoille on tullut kilpailijoita, joille toimistotarvikkeet ja työpaikkatuotteet ovat ikään kuin sivubisnes (verkkokaupat). Alalla on hyvin paljon vielä pieniä toimijoita ja uskomme alan konsolidaation jatkuvan. Uskomme Wulffin olevan hyvässä asemassa yritysostokentässä. Wulff on tarpeeksi suuri Suomessa, että se pystyy ostamaan pienempiä toimijoita.

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

Valuuttariskit

Wulffin liiketoiminnasta hieman alle puolet tulee

euromaiden ulkopuolelta, joten yhtiö altistuu valuuttakurssien vaihteluille. Suurimmat altistukset ovat Ruotsin ja Norjan kruunulle, jotka yhdessä edustivat noin 45 % yhtiön liikevaihdon viime vuonna. Valuuttakurssien vaihtelu vaikuttaa yhtiön nettotulokseen ja taseeseen, kun yhtiö ei tee erikseen suojaustoimenpiteitä valuuttariskin osalta. Yhtiöllä on euromääräisten lainojen lisäksi noin 2,9 MEUR:n edestä Ruotsin kruunuissa liikkeelle laskettuja lainoja, jossa kruunun muutokset voivat vaikuttaa mm. lainan pääomiin. Kruunun lasku pienentää ja nousu nostaa lainapääomaa euroiksi muutettuna.

Omistusrakenne

Wulffin omistusrakenne on hyvin keskittynyt ja 10 suurinta omistajaa omistaa noin 75 % yhtiön osakekannasta. Yhtiön perustaja ja entinen konsernijohtaja Heikki Vienola omistaa osakkeista noin 36,5 % ja toinen pitkäaikainen toimija Ari Pikkarainen omistaa noin 16 %. Loput 10 suurimman joukkoon kuuluvista ovat pääosin erinäisiä finanssi-instituutioita. Osakkeen likviditeetti voi olla keskittyneestä omistuksesta johtuen suhteellisen matala ja osaketta ei välttämättä hinnoitella markkinoilla tehokkaasti.

Tilanne on kuitenkin vuoden aikana parantunut, kun omistajamäärät sekä osakevaihto on kehittynyt positiivisesti. Yhden ison omistajan omistuksen keventäminen ja tuloskehityksen myönteinen kehitys on kasvattanut omistajien määrän vuoden 2020 marraskuun lopussa 1 720 kappaleeseen, kun osakkeenomistajia oli vertailukaudella 928 kappaletta.

Sijoitusprofiili 2/2

Positiiviset ajurit ja potentiaali

- **Kestävä kannattavuuskäännö:** Wulffin kannattavuus on noussut kuluvana vuonna merkittävästi. Nykyisen tason ylläpito vaatii vielä toimia, mutta uusien tuotteiden sekä tehtyjen yritysostojen tuoma kannattavuusparannus on lisännyt luottamustamme yhtiöön.
- **Tuloskasvu:** Yhtiön liikevaihto on laskenut tasaisesti vuodesta 2011 asti ja kannattavuuden parantamisen jälkeen on aika lähteä kasvamaan. Kannattavuuden edelleen hieman parantuessa ja liikevaihdon lähtiessä kasvuun, on yhtiössä merkittävää tuloskasvupotentiaalia lähivuosille.
- **Myyntikatteen kehitys:** Wulffin myyntikateprosentissa on arviomme mukaan pientä nousupotentiaalia yhtiön keskittyessä parempikatteisiin tuotteisiin ja tuotekonsepteihin samalla parantaen ostoehdojaan ulkomaisiin toimittajiin nähden.
- **Yritysostot:** Wulff on tarpeeksi iso tehdäkseen omaa toimintaa tukevia yritysostoja, mutta samalla houkutteleva ostokohde kansainvälisille toimijoille.
- **Parantunut taseasema:** Wulffin taseasema parantunut viime vuosista. Q3'20:n lopussa omavaraisuusaste oli noin 41 %:ssa (Q3'19: 36 %) ja nettovelkaantumisaste oli 63 %:ssa (Q3'19: 94 %). Hyvä taseasema antaa pelivaraa kasvustrategian toteutukseen.

Negatiiviset ajurit ja riskit

- **Toimialan kilpailu:** Yhtiön toimiala on hyvin kilpailtu ja yritykset ovat vastanneet laskevaan kysyntään sekä lisääntyneeseen kilpailuun painamalla hintoja, joka on aiheuttanut vaikeuksia toimijoiden kannattavuuksille. Varsinkin suuret toimijat voivat vallata markkinaa hinnoilla ja viedä näin markkinaosuuksia pienemmiltä toimijoilta.
- **Suhdanneherkkyys:** Yhtiö on riippuvainen Suomen ja muiden Pohjoismaiden talouskasvun jatkumisesta ja yritysten kasvusta sekä panostuksista työntekijöidensä hyvinvointiin. Kulujen kiristäminen ja muut säästötoimet voivat vähentää kysyntää Wulffin tuotteille.
- **Uudet kilpailijat:** Wulff kokee kasvavaa kilpailua myös perinteisten kilpailijoiden ulkopuolelta. Erinäiset verkkokaupat ja alustatalouden toimijat luovat toimittajille sekä asiakkaille uusia mahdollisuuksia toimittaa ja hankkia toimisto- ja työpaikkatarvikkeita esimerkiksi muiden ostosten yhteydessä.
- **Historiallinen suorituskyky:** Wulffin kehitys vuoteen 2011 oli nousujohteista, mutta sen jälkeen kasvu ja kannattavuus heikkenivät. Yhtiön kannattavuuskäänteen kestävyys todennäköisyyttä on mielestämme arvioitava vielä kriittisesti ja lopullisen käänteen toteutumiseen liittyy edelleen riskejä.
- **Kysynnän muutos:** Digitalisaatio ja uusien työskentelyvälineiden kehitys on johtanut

perinteisten toimistotarvikkeiden vähenemiseen. Faksin ja kirjoituspaperin käyttö on vähentynyt tietokoneiden, Internetin, älypuhelinien ja tablettien aikakaudella. Pilvipalvelut vähentävät mappien ja siihen liittyvien tuotteiden kysyntää. Yhtiö on omalla reagoinnillaan osoittanut vahvuutensa tosin myös muuttuvassa ympäristössä.

- **Henkilöstöriskit:** Yhtiön liiketoiminta on hyvin riippuvainen myyjähenkilöstöstä, minkä takia myyjien kannustimien on oltava riittävät ja työpaikan tarpeeksi houkutteleva.

Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuden kestävä käänne

2.

Liikevaihdon kasvuvaihe

3.

Kysynnän muutoksiin reagointi

4.

Toimialan suhdanneherkkyys ja kilpailu

5.

Alan yrityskaupat

Potentiaali



- Tulokäänteen jatkuminen
- Liikevaihdon kasvu
- Markkinaosuuden vahvistaminen
- Parantunut taseasema
- Yrityssotot

Riskit



- Hintakilpailun jatkuminen
- Henkilöstöriskit
- Kysynnän muutos
- Kasvukustannusten nousu

Strategia 1/2

Yritystoin luotua kasvua

Wulff on strategiansa mukaisesti kasvanut historiallisesti pääosin yritysostojen kautta. Yksi Wulffin (siihen aikaan Beltton-yhtiöt Oyj) listautumisen syy oli osakemarkkinoiden tuoman osakkeen likviditeetin ja arvonmuodostuksen parantaminen, jotta yritys saisi paremman aseman rahoitusmarkkinoille ja pystyisi tekemään omistaja-arvoa luovia yritysostoja. Viime vuosina strategiassa on selvästi panostettu konsernin yhtiöiden tehokkuuteen ja parempaan integrointiin, mikä näkyi myös toimintojen alaskirjauksina ja liikevaihdon laskuna. Nyt ihan viimeisien vuosien aikana yhtiön strategiassa on panostettu entistä enemmän kannattavuuden parantamiseen kustannussäästötoimenpitein ja keskittymällä katerakenteeltaan tuottoisimpien tuote- ja palvelualueiden kehittämiseen. Tämän jälkeen on tarkoitus lähteä hakemaan tulokasvua liikevaihdon kasvun kautta myös hyödyntäen yritysostoja.

Strategia rakentuu neljään osaan

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

Yhtiön strategian kulmakivenä on asiakaskokemus ja sen asiakaslupaus: ”Mahdollistamme paremmat työympäristöt ja työpäivät”. Yhtiö pyrkii rakentamaan kilpailuetuansa kilpaillulla alalla olemalla paras yhteistyökumppani ja luomaan yhdessä yritysten sekä yhteisöjen kanssa työpaikasta ja työpäivästä

täydellisen. Tavoitteena on tarjota alan laadukkaita asiakaskokemuksia ja olla samalla Pohjoismaiden paras myyntiorganisaatio alalla.

Tärkeitä strategisia hankkeita näiden saavuttamiseksi on Wulff Academy, Wulff Better Products, Wulff Lab, Wulff Digital ja Wulff Marketing & Communications. Wulff Academy tarjoaa yhtiön henkilöstölle mahdollisuuden kouluttautua osaamisessaan alan parhaimmisto. Työhön perehdytyksen ja koulutuksen lisäksi akatemiaan kuuluu päivittäisen tekemisen ja kehittämisen seuraamista helpottavat mittarit, joiden avulla voidaan varmistaa henkilöstön olevan ajan tasalla osaamisen osalta.

Wulff Lab puolestaan pyrkii etsimään, ideoimaan ja luomaan strategian mukaisia uusia tuotteita ja Wulff Better Products haluaa toiminnallaan vaikuttaa kestäväan kehitykseen ja rakentaa entistä ympäristöystävällisempiä tuotteita. Esimerkkinä kestäväan kehityksen ratkaisusta voidaan mainita asiakkaille maksuton Wulff Eko Bag -kierrätyslaatikko, minkä avulla yritykset voivat kierrättää eri materiaalista tehdyt tuotteet helposti. Kierrätyslaatikko noudetaan asiakkaalta ja kierrätetään mahdollista uusiokäyttöä varten. Wulff Digital keskittyy asiakaskokemuksen kehittämiseen ja laadun parantamiseen Wulffin digitaalista kyvykkyyttä lisäämällä. Wulff Marketing etsii uusia kanavia asiakkaiden ja Wulffin tietoisuuden lisäämiseen ja uusien asiakkaiden löytämiseen.



Wulffin strategian kulmakivet

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

Megatrendit keskiössä



Strategia 2/2

Strategian taloudelliset tavoitteet

Yhtiön aikaisemman perustan luoneet perinteiset toimistotarvikkeiden markkinat eivät yhtiön tai meidänkään näkemyksemme mukaan enää kasva merkittävästi tulevaisuudessa. Tämän vuoksi Wulff panostaa liiketoiminnassaan uusiin tuotealueisiin, jotka liittyvät esimerkiksi työhyvinvointiin, ergonomiaan, työturvallisuuteen ja tulostuspalveluihin. Kyseessä onkin yhä enemmän laajalti työpaikkatuotteita ja -palveluita tuottava yritys. Uusien tuotealueiden kasvattamisen lisäksi yhtiö pyrkii tekemään harkittuja yritysostoja.

Wulffin strategian taloudelliset tavoitteet keskittyvät kannattavuuden parantamiseen ja kasvuvaiheen aloittamiseen:

- **Liikevaihto:** keskimäärin 5-10 %:n vuotuinen kasvu
- **Liikevoitto:** kasvava vertailukelpoinen liikevoitto-%
- **Osinko:** kasvava osakekohtainen osinko

Kasvun tavoittelussa tärkein ajuri on arviomme mukaan uusien tuotteiden lisääminen ja yritysostot. Uusia tuotealueita syntyy ensisijaisesti kolmesta lähteestä: asiakastapaamisista, tavarantoimittajien yhteistyöstä ja alan messuilta. Yhtiö tapaa asiakkaitansa vuosittain ja pyrkii asiakkaiden kanssa luomaan heille räätälöityjä tuotteita tai kuuntelemaan mahdollisista uusista tarpeista sekä myös esittelemään heille uusia tarpeita, joihin Wulffilta löytyisi ratkaisu. Lisäksi Wulffin omat kehitysalueet (Wulff Lab ja Wulff Better Products) ovat tärkeä osa liikevaihdon

kasvussa. Tehokkuutta ja myynnin kasvua haetaan myös aktiivisesti lisäämällä digitaalisuutta myynnin toimenpiteisiin. Digitaaliset myyntikanavat voivat mahdollistaa yksittäisen myyjän palvelevan huomattavasti enemmän asiakkaita kuin ennen.

Yhtiöllä on myös mahdollisuudet yritysostoihin ja yhtiö etsii potentiaalisia kohteita aktiivisesti. Strategian mukaisesti vuoden 2018 elokuussa yhtiö osti Canonin tulostuspalveluita tarjoavan Mavecom Palvelut Oy:n. Näemme yritysostot tärkeänä strategian osana ja koronan aiheuttamien hidasteiden jälkeen tälläkin saralla voidaan nähdä jälleen aktiivisuutta.

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

Kannattavuus paranee nyt kasvun kautta

Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee kasvavaa liikevoitto-%:a. Vuoden 2017 noin 0,1 %:sta se onkin kasvanut vuoteen 2019 mennessä jo 3 %:iin ja nousee vuonna 2020 arviomme mukaan yli 5 %:iin. Tulevaisuudessa yhtiö hakee nyt parempaa kannattavuutta ensisijaisesti liikevaihdon kasvun kautta, kun yhtiön kustannussäästötoimenpiteet on saatu pääosin tehtyä. Lisäksi yhtiö hakee myös

myyntikatteen parannusta lisäämällä tuotetarjoamaansa parempikatteisia tuotteita. Tästä hyvänä esimerkkinä on juurikin ns. koronatuotteet, joiden hyvä kate ja onnistunut myynti on nostanut vuoden 2020 kannattavuutta merkittävästi paremmalle tasolle. Odotamme kuitenkin näissä sekä kysynnän että katteiden hieman tasaantuvan lähivuosina, mutta toisaalta koronasta kärsineiden messujen palautuminen tukee koko yhtiön tulostasoa.

Realistiset tavoitteet

Pidämme tavoitteita realistisena seuraavien viiden vuoden aikana. Yhtiö ei tarkemmin avannut aikaperiodiaan, mutta sanoi tavoitteiden olevan keskipitkälle aikavälille. Ennusteissamme odotamme liikevaihdon kasvun olevan vuodesta 2019 vuoteen 2022 vuosittain keskimäärin noin 3 %. Tähän lukuun ei kuitenkaan sisälly mahdolliset tulevat yritysostot, joten 5-10 %:n tavoite on näkemyksemme mukaan realistinen.

Vuosittain kasvavaa liikevoitto-%:a voi olla aavistuksen haastava vuoteen 2020 verrattuna saavuttaa. Vuosi 2020 on ollut hyvinkin poikkeuksellinen ja näemme tuotteiden katteiden tasaantuvan ensi vuonna. Yhtiö saavuttaa vuoden 2020 aikana aikaisemmin potentiaalisena tasona pitämämme 5 %:n marginaalin, joka on myös arviomme mukaan nykyisellään suhteellisen hyvä lähtötaso myös lähivuosille. Osingon odotamme myös kasvavan tulevaisuudessa tuloksen mukana, mutta sen kasvu on riippuvainen ennusteidemme ja tuloksen pitävyydestä.

Markkina 1/2

Perinteisellä työpaikkatuotemarkkinalla kasvu hidasta

Wulffin arvion mukaan Suomen työpaikkatuotemarkkinat olivat vuonna 2019 ja 2014 samankokoiset, noin 400 MEUR. Myös muissa Pohjoismaissa markkinat ovat pysyneet suhteellisen samankokoisina vuosien saatossa. Tämä kuvastaa hyvin pitkälti perinteisen toimistotarvikemarkkinan kasvukuvaa, vaikka osittain uusissa työpaikkatuotteissa ja -palveluissa onkin paremmat kasvunäkymät. Tämän vuoksi Wulff onkin strategiassaan panostanut uusien tuotteiden kautta kasvuun sekä yritysostoihin.

Markkina pirstaloitunut

Työpaikkatuotteiden markkina on hyvin pirstaloitunut ja pienempiä toimijoita on paljon. Alalletulokynnys on matala ja kestävien kilpailuetujen saavuttaminen on vaikeaa. Alalla on nähty konsolidaatiota ja odotamme sen myös jatkuvan tulevaisuudessa. Tämän suhteen Wulff on mielestämme hyvissä asemissa.

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

Suomessa suurin toimija on tietojemme perusteella ollut Lyreco noin 58 MEUR:n

liikevaihdollaan ja toiseksi suurin Staplesin Suomen toiminnot. Suomen liikevaihdolla karkeasti mitattuna Wulff (2019: 35 MEUR) on näiden jälkeen kolmantena, mutta kokonaisuutena hyvin lähellä isoimpia yhtiöitä.

Wulffin kannattavuus erottuu

Seuraavan sivun kuvassa olemme vertailleet Wulffia isoimpiin kilpailijoihinsa. Vertailtaessa Wulffia ja sen isoimpia kilpailijoita toisiinsa, erottuu Wulffin parantunut kannattavuus edukseen. Katsottaessa ylipäättensä liikevaihdon kehitystä, on useiden toimijoiden kehitys ollut viimeisen kolmen vuoden aikana negatiivista. RCK Finland Oy:n tapauksessa kovaa kasvua selittää tehty yhdistyminen. Lyreco on myös kasvanut hyvin ja osin varmasti kovallakin hintakilpailulla vienyt markkinaosuuksia. Staplesin Suomen toimintojen osalta kehitys on ollut selvästi heikointa. Yleisesti alhainen kannattavuustaso on mielestämme seurausta etenkin kireästä hintakilpailusta markkinoilla. Markkina ei kasva, joten tulosta on tehtävä jollain tavalla ja se on usein tarkoittanut hinnanalennuksia. Näkemyksemme mukaan Wulffin siirros kohti uusia palvelualueita on nostanut yhtiön kannattavuutta (esim. tulostuspalvelut), ja sitä on tukenut myös toteutetut säästötoimet.

Kestäviä kilpailuetuja vaikea saavuttaa

Mielestämme Wulffin ja alan kilpailuedut ovat vähäiset. Pienenä kilpailuetuna pidämme Wulffille yhtiön vahvoja ja pitkiä sekä jatkuvia asiakkassuhteita, jotka mahdollistavat laajan

kontaktipinnan asiakkaisiin. Lisäksi yhtiöllä on Suomessa suuren kokonsa vuoksi pieniä mittakaavaetuja pienempiin yrityksiin nähden sekä yhtiön yhteistuotemerkki Q-Connect antaa sille yksinoikeuden myydä tuotetta yhtiön omalla markkina-alueella.

Koronan aikaan myös yhtiön joustavuus, ketteryys sekä hyvät suhteet toimittajiin ovat olleet eduksi kilpailijoihin nähden. Samalla yhtiön myyntiorganisaatio voidaan laskea kuluvan vuoden todella hyvän suorituksen ansiosta osittaiseksi kilpailueduksi. Nähtävästi yhtiön strategiset panostukset myyntiorganisaatioon ovat olleet onnistuneita. Isojen ja kestävien kilpailuetujen saavuttaminen alalla tuntuisi olevan kuitenkin vaikeata, mitä se usein on lähes jokaisella toimialalla.

Wulffin ja pääkilpailijoiden kehitys viimeiset 3 vuotta*



Lähde: Inderes, Yhtiöt

*2017-2019, Tehty yhtiöiden viimeisimmän tilikauden perusteella

Markkina 2/2

Markkinatrendien muutokset

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

Asiakkaiden kysynnän muutokset

Asiakasyritysten ostajat ja yhteyshenkilöt ovat aiemmin arvioineet työpaikkatuotteiden tarjoajia heidän tuotteidensa ja palveluidensa laadun perusteella, mutta kiinnittävät yhä enemmän huomiota lisäarvoa luoviin ratkaisuihin ja palveluihin. Yritykset hakevat isompia kokonaisratkaisuja tavarantoimittajilta ja näin ollen hyötyä siitä, että yhdeltä toimijalta voi saada mahdollisimman kokonaisvaltaisia palveluja. Yritysmyynti on siirtynyt myös verkkokauppoihin ja tilausprosessin helppous, tehokkuus ja toimivuus nousee arvossaan. Yhä enemmän painottuu tuotteiden ja palveluiden vastuullisuus sekä ympäristöystävällisyys.

Teknologian muutos

Kuten muillakin toimialoilla teknologinen murros vaikuttaa huomattavasti yrityksen toimintatapaan. Työpaikkatuotteiden ala on hyötynyt tästä, kun he ovat saaneet mahdollisuuden hoitaa myynnin verkkokaupoissa. Ennen kaikkea tämä on tuonut tarvikkeiden ja tuotteiden valmistajat suoraan kuluttajien ja yritysten piiriin. Alustatalous tulee entisestään vähentämään tarvetta keskitetylle työpaikkatuotemyyjille, jotka ostavat tuotteensa valmistajilta ja toimivat ylimääräisinä välikäsinä asiakkaiden ja valmistajien välissä. Pelkällä

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

Laskeva kysyntä perinteisille toimistotarvikkeille

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

Pakkausten innovointi ja vihreät arvot

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

Markkinan ajurit



Markkinoiden jakautuminen ja Wulffin asemoituminen



Taloudellinen tilanne 1/2

Vuosituhanne alusta liikevaihto ja kannattavuus on laskenut

Wulffin liiketoiminnan kannattavuus oli vuosituhanne alussa loistava, mutta on sittemmin laskenut selvästi. Vuonna 2000 yhtiö saavutti noin 12 %:n EBIT-marginaalin ja vuonna 2007 muutaman heikon vuoden jälkeen päästiin noin 7 %:n liikevoittomarginaaliin. Vuosikymmenen vaihteen finanssikriisin jälkeen yhtiön kannattavuus laski selvästi, eikä ole sen jälkeen palautunut kunnolla historiallisiin tasoihin.

Vuoteen 2011 asti yhtiö kasvoi hyvää vauhtia ja kannattavuuskin alkoi pikkuhiljaa parantua. Kuitenkin samaan aikaan, kun liikevaihto lähti laskusuuntaan, laski yhtiön kannattavuus alhaiselle tasolle. Tilanteeseen on vaikuttanut huomattavasti euroalueen hitaampi kehitys ja vuosikymmenen alun jälkeen käynnistynyt eurokriisi sekä Suomen matala talouskasvu. Yritykset ajoivat monia vuosia säästöohjelmiaan, jossa myös toimistotarvikkeiden ja työpaikkatuotteiden investoinnit joutuivat leikkurille. Lisäksi yleisen taloustilanteen ollessa aneeminen, oli myös työpaikkatuotteiden markkinat omassa murroksessaan, kun ankara hintakilpailu ajoi pienempiä toimijoita ahtaalle ja muun muassa digitalisaatio vei jalansijaa perinteisiltä työpaikkatuotteilta.

Tuloskäännä lähti vuonna 2018

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

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

Vuodet 2019-2020 jatkaneet tuloskäännettä

Vuoden 2019 aikana tulosparannus jatkui aikaisempaa paremman messuvuoden ja Mavecom-yrityskaupan tuoman kasvun myötä.

Liikevaihto kasvoi vuonna 2019 noin 1 %:lla ja kannattavuus liikevoittomarginaalilla mitattuna nousi noin 3,0 %:iin. Kannattavuuden nousuun vaikutti etenkin hyvä messumyyni alkuvuonna ja tulostuspalveluiden kasvava osuus yhtiön liiketoimintamixistä.

Vuonna 2020 tuloskasvu on ollut hyvinkin voimakasta ja oikeastaan vastoin odotuksia. Yhtiön piti olla koronakriisin yksi varmoista kärsijöistä. Odotetusti yhtiön messuliiketoiminta onkin kärsinyt, ja perinteisten työpaikkatuotteiden kysyntä on hieman hiipunut, mutta uusien ns. koronatuotteiden kysyntä on ollut hyvinkin voimakasta. Tämä pitää arviomme mukaan liikevaihdon tänä vuonna suhteellisen ennallaan.

Uusien tuotteiden hyvien myyntikatteiden ja tehtyjen kulusäästöjen myötä kannattavuus on ollut todella hyvällä tasolla. Ensimmäisen kolmen kvartaalin jälkeen liikevoittomarginaali on rullaavan 12 kuukauden summan mukaan noin 5,5 %, mikä on yhtiön viimeisen viiden vuoden suoritukseen nähden erinomainen taso (2015-2019 EBIT-% ka.: 1,5 %).

Yhtiön tuloskäännä on kuluvana vuonna ottanut uuden vaihteen ja varmasti osin tilanne hieman rauhoittuu ja tasaantuu seuraavan vuoden aikana. Yhtiö on kuitenkin ketteryydellään ja osaamisellaan lisännyt luottamustamme mahdollisten uusien tuotteiden kautta tulevalle tuloskasvulle eikä mielestämme yritysostojakaan markkinatilanteen rauhoittumisen myötä voi poissulkea.

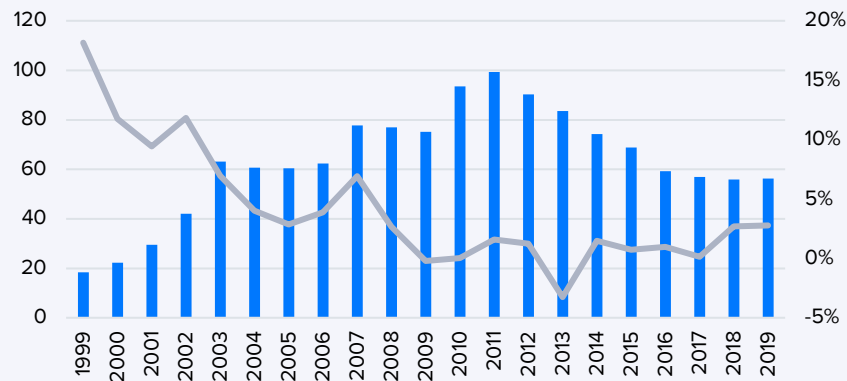
Kustannusrakenne parantunut

Wulffin kustannusrakenne on suhteellisen yksinkertainen. Yhtiön ilmoittama myyntikate kertoo yhtiön ostamien ja myymien tuotteiden välisen erotuksen vähentämällä liikevaihdon materiaalit sekä palvelut. Vuonna 2019 myyntikateprosentti oli 35,2 % ja tulee ennustemme mukaan nousemaan vuonna 2020 yli 36 %:iin. Myyntikatteen alla yhtiön kulut ennen käyttökatetta jakautuvat kahteen erään: henkilöstökuluihin ja liiketoiminnan muihin kuluihin.

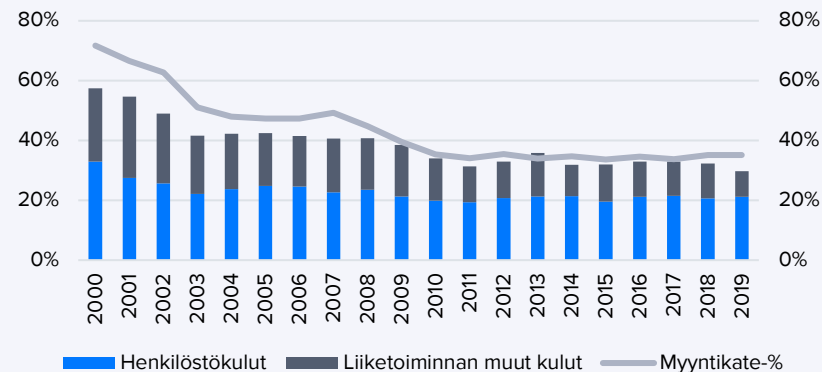
Henkilöstökulut olivat vuonna 2019 21,2 % liikevaihdon. Yhtiöllä oli 2019 lopussa 200 työntekijää ja keskimääräinen henkilöstökustannus oli noin 60 000 euroa per henkilö. Henkilöstökulut ovat selvästi laskeneet aikaisemmista vuosista säästötoimenpiteiden ja liikevaihdonkin supistumisen myötä. Toissavuodesta henkilöstömäärän kasvun myötä kulut ovat hieman kasvaneet eikä niiden tasossa ole enää merkittävää parannusvaraa arviomme mukaan. Kasvun myötä kulujen voi odottaa jopa kasvavan absoluuttisesti.

Taloudellinen tilanne

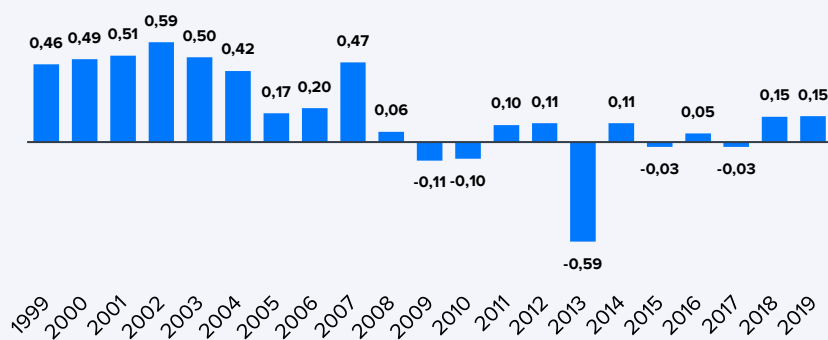
Liikevaihto ja EBIT-%



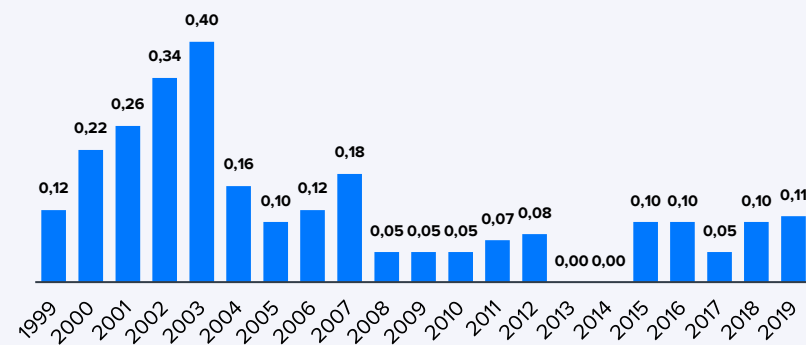
Kustannusrakenteen kehitys



Osakekohtainen tulos



Osinko/osake



Taloudellinen tilanne 2/2

Liiketoiminnan muut kulut pitävät sisällään mm. vuokrat, matkakulut, markkinoinnin ja IT:n. Arviomme mukaan näistä kuluista hieman yli puolet kasvaa liiketoiminnan kasvun mukana käsi kädessä (mm. matka, markkinointi, logistiikka ja IT). Vastaavasti noin puolet ovat varsin kiinteitä ja niiden osuus yhtiön liikevaihdosta skaalautuu alaspäin mahdollisen liikevaihdon kasvun myötä. Vuonna 2019 liiketoiminnan muut kulut olivat laskeneet noin 8,5 %:iin liikevaihdosta. Nämä kulut ovat laskeneet vuoden 2019 aikana merkittävästi, kun IFRS 16 -muutosten myötä, toimitila- ja laitevuokrat siirtyivät kuluista poistoihin. Merkittävä osa kuluista syntyy matkakorvauksista ja autokuluista, joita syntyy, kun myyjät kiertävät asiakkaiden luona. Tänä vuonna näistä on saatu paljon säästöjä, jonka vuoksi liiketoiminnan muut kulut laskevat myös vuonna 2020.

Liiketoiminnat poistot ovat olleet pienet historiassa. Yhtiön ostettua logistiikkakeskuksen Ruotsista ja pääkonttorinsa Suomesta nousivat poistot yhdessä IFRS 16 -muutoksien kanssa. Vuonna 2019 yhtiön poistot olivat 1,5 MEUR ja nousivat noin 1 MEUR:lla vuodesta 2018. Kiinteistöjen ostojen myötä arvioimme vuokratulujen poistumisella olevan merkittävä vaikutus myös tulevaisuudessa alentuvina liiketoiminnan muina kuluina. Velalla rahoitetut kiinteistökaupat nostavat rahoituskuluja ja tuovat kiinteistöjen hoitokuluja, mutta kokonaisuudessaan järjestelyjen tulisi parantaa yhtiön kannattavuutta pitkällä aikavälillä.

Taseen varoissa korostuu liikearvo ja kiinteistöt

Wulffin taseasema on suhteellisen vahva lähdetessä vuoteen 2021. Yhtiön velkojen määrä on tosin kasvanut mm. kiinteistökauppojen ja Mavecom Palvelut -yritysoston myötä, mutta hyvä liiketoiminnan kehitys on parantanut myös taseasemaa selvästi paremmaksi.

Taseen pitkäaikaisten varojen puolella yksi iso erä Q3'20:n lopussa oli liikearvo noin 8,1 MEUR:lla edustaen noin 23 % yhtiön taseen loppusummasta. Kiinteistöjen ostot ovat nostaneet aineellisten hyödykkeiden määrää taseessa. Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet olivatkin Q3'20:n lopussa taseen isoin omaisuuserä noin 8,2 MEUR:lla ja myös noin 23 %:n osuudella.

Lyhytaikaisissa varoissa suurimmat erät olivat yhtiön varasto sekä myyntisaamiset, jotka olivat vuoden Q3:n lopussa molemmat noin 8,4 MEUR eli noin 24 % taseen loppusummasta. Varaston absoluuttinen arvo on noussut viime vuodesta, kun tarjoamaa on laajennettu ja mm. hygienia-, puhdistus- sekä suojaustuotteiden kysyntä on kasvanut.

Yhtiön kassassa oli Q3'20:n lopussa 0,8 MEUR ja taso on hyvän liiketoiminnan kehityksen myötä parantunut selvästi viime vuoden lopun noin 0,3 MEUR:n tasosta. Yhtiön loppuvuosi on yleensä myös yhtiölle kassavirran kannalta paras aika, mutta tänä vuonna koronaviruksen aiheuttamat kysyntäpiikit voivat aiheuttaa tähän kausivaihteluun muutoksia.

Taloudelliset tunnusluvut hyvällä tasolla

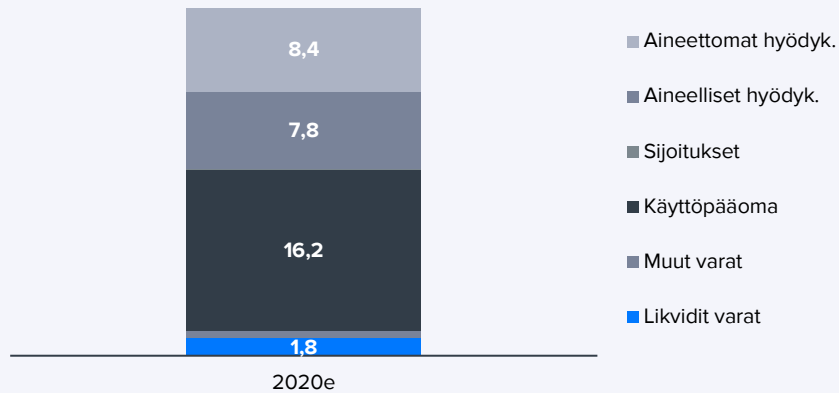
Yhtiön taloudellinen tilanne on suhteellisen hyvällä tasolla hyvin kehittyneen liiketoiminnan ansiosta. Yhtiön oma pääoma oli Q3'20:n opussa 13,8 MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä oli 9,5 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste oli hyvällä tasolla noin 42 %:ssa (2019: 39 %) ja nettovelkaantumisaste oli noin 63 %:ssa (2019: 66 %). Korollisia velkoja nostaa sekä tunnuslukuja osin heikentää IFRS 16 -muutoksen myötä kasvaneet vuokravelat. Korollisista veloista 1,4 MEUR oli IFRS 16 -vuokraveloja. Arviomme mukaan yhtiön keskikorko vuonna 2019 oli noin 4 %, joka on suhteellisen hyvä taso yhtiölle.

Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli Q3'20:n lopussa 11,5 MEUR ja nämä erät ovat suurelta osin ostovelkoja ja ennakkomaksuja. Yhtiö rahoittaa toimintaansa pääosin ostovelalla ja pyrkii neuvottelemaan paremmat ostoehdot itselleen kuin mitä he tarjoavat asiakkailleen. Isona toimijana Suomessa yhtiöllä on jonkin verran neuvotteluasemaa, mutta isojen kansainvälisten toimittajien kanssa näemme Wulffin joutuvan joustamaan maksuehdoissa. InterACTION -yhteisosto-organisaation avulla uskomme Wulffin kuitenkin pystyvän vähintään pitämään kiinni nykyisistä maksuehdoistaan.

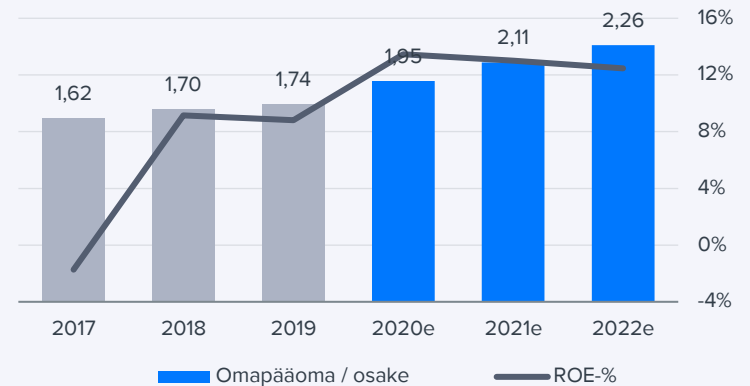
Taloudellinen tilanne

Taseen koostumus (2020e)

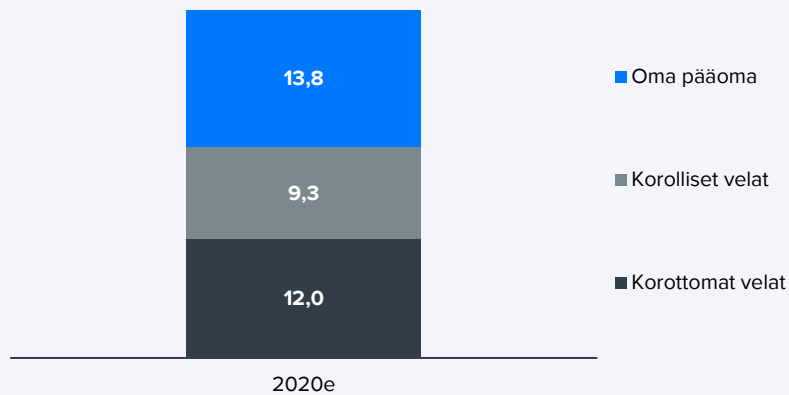
Vastaavaa



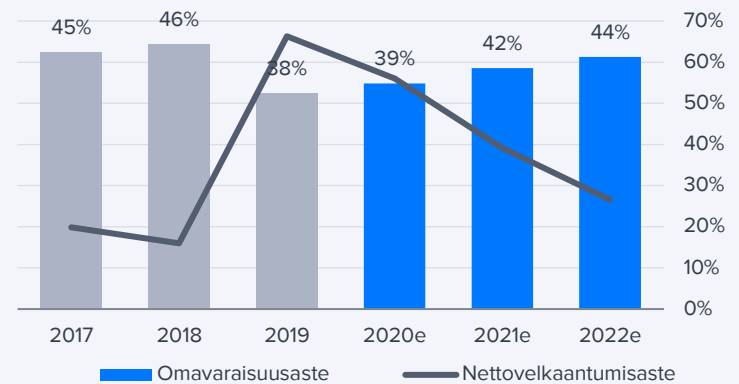
Oma pääoma / osake ja ROE-%



Vastattavaa



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 1/3

Tuloskäänteen jälkeen ensimmäisiä kasvun askelia

Pitkällä aikavälillä lähtökohtana ennusteillemme on Wulffin strategian tavoitteet sekä odottamamme markkinakasvu. Wulffin strategisena tavoitteena on kasvaa liikevaihdolla mitattuna keskimäärin noin 5-10 % vuotuista tahtia. Tämän lisäksi yhtiö tavoittelee liikevoittomarginaalin eli suhteellisen kannattavuuden parantamista.

Vuonna 2020 yhtiö tulee onnistumaan etenkin liikevoittomarginaalitavoitteessaan, sillä kannattavuus on koko vuoden ollut merkittävästi odotuksia paremmalla tasolla. Liikevaihdon kasvu tulee vuonna 2020 tosin jäämään ennusteidemme mukaisesti alhaiselle tasolle koronan messuliiketoiminnoille aiheuttamista haasteista johtuen. Kuluva vuosi on lähestymässä loppuaan, mutta yhtiölle tärkeä Q4 on vielä jäljellä. Kolmen kvartaalin jälkeen liikevaihto on hieman vertailukauden yläpuolella ja ennustammekin koko vuoden liikevaihdon olevan 1,3 % vertailukautta korkeammalla noin 57,1 MEUR:ssa (2019: 56,3 MEUR). Yhtiön liikevaihdosta viime vuosina noin 10 % tuoneet messupalvelut ovat kärsineet koronasta merkittävästi kuluvana vuonna, kun tapahtumia on peruttu tai siirretty. Tänä vuonna messuliiketoiminnassa lanseerattu etätapaamisten laatua parantava Exhibition On Demand -studiokonsepti voi tosin jo viimeisellä kvartaalilla palauttaa kysyntää haastavasta koronatilanteesta huolimatta. Messujen heikkoutta on kuitenkin paikannut enemmän kuin hyvin hygieniä-, suojaus- ja puhdistustuotteiden

räjähdysmäisesti kasvanut kysyntä.

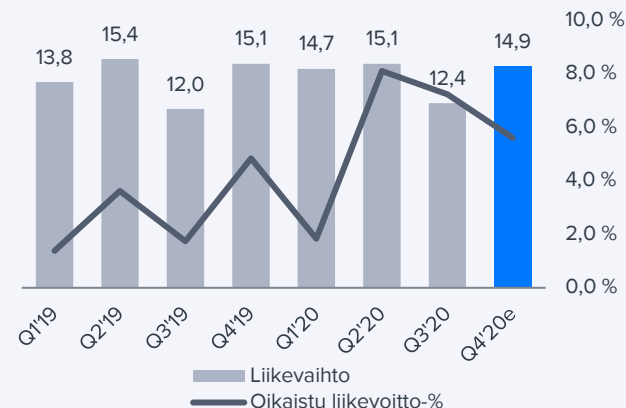
Wulffin nopean reagoinnin, hyvien toimitusketjujen, sidosryhmäsuhteiden ja myyjien hyvän työn myötä tuotteita saatiin myös nopeasti tarjolle ja hyvään hintaan. Tämä on nostanut yhtiön tuotteiden katteita ja ennusteillamme koko vuoden myyntikate-% nouseekin 36,5 %:iin (2019: 35,2 %). Hyvä myyntikate ja tehdyt kustannussäästötoimenpiteet koronasta kärsivillä liiketoiminta-alueilla näkyvät myös alariveillä. Ennustamme yhtiön oikaistun liikevoiton nousevan kuluvana vuonna noin 90 %:lla 3,2 MEUR:oon ja oikaistun liikevoittomarginaalin noin 5,6 %:iin (2019: 3,0 %).

Alariveillä rahoituskulut kasvavat hieman viime vuodesta, mutta ennustamme myös oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan noin 60 %:lla 0,27 euroon (2019: 0,17 euroa).

Ohjeistus ennakoi kannattavuuden nousevan merkittävästi

Wulff ennakoi ja ohjeistaa vuodelle 2020 vertailukelpoisen liikevoiton nousevan merkittävästi vertailukaudesta (2019: 1,7 MEUR). Yhtiö on hyvän kehityksen myötä nostanut jo kolme kertaa peräkkäin ohjeistustaan alkuvuoden koronashokin jälkeen. Rullaavan 12 kuukauden summan mukaan yhtiön oikaistu liikevoitto oli Q3'20:n lopussa noin 2,4 MEUR, joten yhtiö on jo kolmen kvartaalin aikana ylittänyt viime vuoden tasonsa. Vuosi 2020 antaa yhtiölle merkittävän hyvät lähtöasetelmat vuoteen 2021 ja myös luottamuksemme yhtiön muuntautumiskykyyn on vahvistunut vaikean koronavuoden jälkeen.

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Oikaistun liikevoiton kehitys



Ennusteet 2/3

Vuonna 2021 kysyntä osin tasaantuu ja osin palautuu

Jos vuosi 2020 on ollut yhtiölle loistava, odotamme ensi vuodelle kysynnän hieman tasaantuvan etenkin hyvin myyneissä tuotealueissa. Toisaalta taas odotuksissamme on, että varsinkin koronarokotteen myötä kysyntä yhtiön messupalveluille tulee palautumaan vuoden 2021 aikana selvästi. Myös virtuaalimessujen myynti tulee arviomme mukaan tukemaan palautumista etenkin vielä alkuvuonna.

Ensi vuonna näemme liikevaihdon nousevan noin 5 %:lla 59,9 MEUR:oon kysynnän palautuessa koronasta kärsineille aloille sekä myös perinteiseen työpaikkatuotteiden maailmaan, kun ihmiset palailevat isoimmissa määrin työpaikoilleen. Samalla kuitenkin kysyntä ns. koronatuotteille voi hieman hiipua. Odotamme kuitenkin kysynnän tason jatkuvan pitkään hyvänä, sillä hygieniatietoisuus sekä puhdistamisen tarve esimerkiksi työpaikoilta tuskin katoaa kovinkaan nopeasti. Ne tulevat todennäköisesti olemaan yhä enemmän osa arkea ainakin lähivuosien ajan.

Liikevaihtoa enemmän näemme koronatuotteiden laskevan kysynnän alentavan yhtiön kannattavuutta. Kannattavuuden pientä hiipumista on jo vuoden 2020 aikana nähty, mutta näemme sen pysyvän kuitenkin suhteellisen hyvällä tasolla. Ennustamme oikaistun liikevoiton laskevan 10 %:lla noin 2,9 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin noin 4,8 %:iin vuoden 2020 noin 5,6 %:sta. Dramaattista muutosta tuotemixin katerakenteessa emme odota, sillä kysyntää tulee olemaan myös jatkossa. Yhtiöllä voikin olla tässä

kannattavuuden suhteen yllätysvaraa myös ensi vuonna, jos se pystyy katteitaan suojelemaan odotuksiamme paremmin, kuten nähtiin esimerkiksi vuoden 2020 Q3:lla. Lisäksi yhtiö on sanonut etsivänsä aktiivisesti uusia tuote- tai palvelualueita myös jatkossa, joten vuoden 2020 marginaalitasoille yltäminen ei ole myöskään poissuljettua ensi vuoden aikana.

Pientä kasvua ja parempaa kannattavuutta vuosina 2022-2023

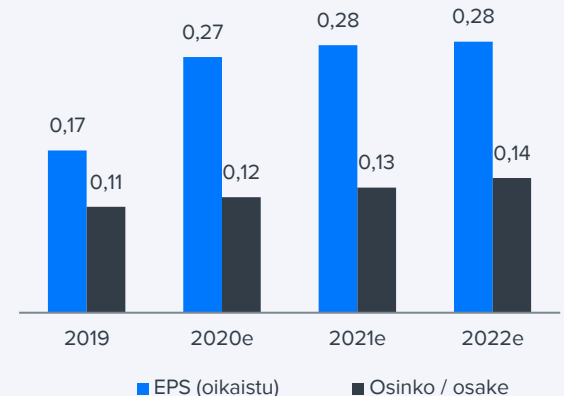
Ennustamme liikevaihdon kasvavan vuosien 2022-2023 aikana keskimäärin hieman markkinoiden nollakasvua nopeammin (2022-2023: 1,7 %), jota ajaa etenkin Wulffin uusien tuotteiden ja palvelujen kasvu perinteistä markkinaa nopeammin. Kasvu jää alle yhtiön tavoitteiden, mutta on otettava huomioon, että ennusteemme ei sisällä mahdollisia yritysostoja, joita Wulffilta voi olla seuraavien vuosien aikana odotettavissa. Yritystoin yhtiöllä on mahdollisuudet kasvaa mielestämme tavoitteisiinsa (5-10 %:n kasvu vuosittain).

Yhtiön tulospäänteen myötä parantunut kustannustehokkuus ja Wulffin myyntimixin parantuminen tukevat yhtiön kannattavuuden tason ylläpitoa. Odotammekin oikaistun liikevoittomarginaalin olevan vuonna 2022 vuoden 2021 tasolla noin 4,7 %:ssa ja edelleen vuonna 2023 noin 4,6 %:ssa johtuen korkeammasta liikevaihdon tasosta, historiaa paremmasta myyntimixistä ja kulurakenteen pienestä skaalautuvuudesta.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



EPS (oikaistu) ja osinko per osake



Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2024 alkaen odotamme markkinatilanteen jatkuvan hyvin edellisvuosien kaltaisena ja hitaan kasvun aikakauden jatkuvan perinteisellä työpaikkatuotteiden markkinalla. Odotamme myös pidemmällä aikavälillä markkinan kohtaavan selvää keskittymistä ja pienempien toimijoiden joutuvan mahdollisesti konsolidoinnin kohteeksi. Isojen toimijoiden kesken markkinaosuuksista tullaan käymään ankara taistelu ja uskomme hinnan olevan isoimpia kilpailutekijöitä.

Arviomme mukaan Wulffin strategia panostaa uusien tuotteiden kehittämiseen parantaa mahdollisuuksia pärjätä aikaisempia vuosia paremmin taantuvassa tai laskevassa markkinassa. Liikevaihdon kasvuennustemme vuodelle 2024 on 1,5 % ja se hidastuu pidemmällä aikavälillä toimialalle kestävämmälle 1,0 %:n tasolle. Kannattavuuden odotamme pitkällä aikavälillä tasaantuvan 3,5 %:iin, joka on alle yhtiön hyvin pitkän aikavälin historiallisen keskiarvon (1999-2019 EBIT-% ka.: noin 4 %). Kannattavuudessa voi olla uusien tuotealueiden ja mahdollisten yritysostojen myötä myös nousuvaraa.

Lähivuosien tulokasvu hyvällä tasolla

Ennusteillamme yhtiön lähivuosien 2019-2022 tulokasvu on vuosittain keskimäärin noin 23 % (CAGR-%). Liikevaihdon hitaan kasvun myötä kannattavuusparannus on noussut lyhyellä aikavälillä entistä tärkeämpään osaan.

Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on mahdollisuudet ylläpitää liikevoittomarginaalia lähempänä vuonna 2020 ennusteidemme mukaan saavutettavaa yli 5 %:n tasoa. Uusien palvelualueiden kysynnän kasvulla liikevoitto-%:n nosto tästä korkeammallekin on myös mahdollista (tulostuspalvelut, ergonomia, työhyvinvointi). Pidemmällä aikavälillä tulokasvun aikaansaamiseksi yhtiön pitää kuitenkin myös kasvaa ja laajentua, sillä suhteellisen kannattavuuden parantamisen raja tulee jossain vaiheessa vastaan.

Vaikka yhtiön tulostuskehitys on vuosien aikana kehittynyt myönteiseen suuntaan, liittyy lähivuosien tulokasvuun kuitenkin myös riskejä. Yhtiön historiallinen suoritustaso oli pitkään heikolla tasolla, markkinakasvu on osin hidasta tai hiipuvaa ja hintakilpailu perinteisillä sekä uusilla tuotealueilla on kovaa. Lisäksi messuliiketoiminnan suuri osuus ja kausivaihtelut aiheuttavat merkittävää epävarmuutta tietyn vuoden tulostasolle, kuten nyt vuonna 2020 on nähty.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	55,9	13,8	15,4	12,0	15,1	56,3	14,7	15,1	12,4	14,9	57,1	59,9	61,0
Käyttökate	1,9	0,6	0,9	0,4	1,1	3,1	0,7	1,7	1,3	1,3	5,0	4,5	4,3
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-1,7	-1,6	-1,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,5	0,2	0,6	0,2	0,7	1,7	0,3	1,2	0,9	0,8	3,2	2,9	2,9
Liikevoitto	1,5	0,2	0,6	0,1	0,8	1,6	0,3	1,2	0,9	0,8	3,2	2,9	2,9
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,6	-0,4	-0,4
Tulos ennen veroja	1,2	0,1	0,4	-0,1	0,7	1,2	0,1	1,0	0,8	0,7	2,6	2,5	2,5
Verot	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1
Nettotulos	1,0	0,1	0,4	-0,1	0,6	1,05	0,0	0,6	0,6	0,6	1,8	1,9	1,9
EPS (oikaistu)	0,15	0,01	0,06	0,01	0,08	0,17	0,00	0,09	0,09	0,08	0,27	0,28	0,28
EPS (raportoitu)	0,15	0,01	0,06	-0,01	0,09	0,15	0,00	0,09	0,09	0,08	0,27	0,28	0,28

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	-1,8 %	-2,9 %	11,9 %	-7,8 %	1,7 %	0,8 %	6,4 %	-2,0 %	3,2 %	-1,4 %	1,3 %	4,9 %	1,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	1937,8 %	-27,7 %	65,8 %	-20,9 %	13,4 %	11,9 %	41,4 %	119,2 %	330,3 %	14,3 %	91,1 %	-10,0 %	-1,2 %
Käyttökate-%	3,5 %	4,0 %	6,0 %	3,6 %	7,6 %	5,4 %	4,4 %	11,2 %	10,7 %	8,7 %	8,7 %	7,6 %	7,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,7 %	1,4 %	3,6 %	1,7 %	4,8 %	3,0 %	1,8 %	8,1 %	7,2 %	5,6 %	5,6 %	4,8 %	4,7 %
Nettotulos-%	1,8 %	0,7 %	2,8 %	-0,8 %	4,1 %	1,9 %	0,1 %	4,1 %	5,0 %	3,9 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	10,3	17,9	17,1	16,6	16,3
Liikearvo	8,2	8,1	8,1	8,1	8,1
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,5	0,3	0,0	0,1
Käyttöomaisuus	0,7	8,0	7,8	7,6	7,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,1	1,1	0,8	0,8	0,8
Vaihtuvat vastaavat	16,1	15,2	17,9	18,5	19,7
Vaihto-omaisuus	7,2	6,9	7,7	7,5	7,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	8,4	8,0	8,5	8,7	8,8
Likvidit varat	0,5	0,3	1,8	2,3	3,5
Taseen loppusumma	26,4	33,1	35,0	35,1	35,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	12,1	12,4	13,8	14,7	15,7
Osakepääoma	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Kertyneet voittovarot	0,7	1,0	2,1	3,2	4,3
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	8,8	8,8	8,8
Vähemmistöosuus	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,2	6,3	6,1	5,6	5,2
Laskennalliset verovelat	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,3	5,5	5,5	5,0	4,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6
Lyhytaikaiset velat	12,1	14,4	15,1	14,8	15,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,2	3,1	3,8	3,0	3,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,8	9,1	9,1	9,6	9,8
Muut lyhytaikaiset velat	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Taseen loppusumma	26,4	33,1	35,0	35,1	35,9

Arvonmääritys 1/3

Absoluuttiset arvostuskertoimet arvonmäärityksen tukijalka

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

Vuoden aikana yhtiölle hyväksyttävä arvostustasomme on noussut hyvän suorituksen sekä selvästi nousseen tulostason myötä. Käytämme Wulffille hyväksyttävänä arvostustasohaarukkana 10-14x P/E-kerrointa ja noin 6-8x EV/EBITDA-kerrointa. Aikaisemmin olemme todenneet, että tuloskasvun ja tuloskäänteen mennessä odotuksiamme vahvemmin, voi kertoimissa olla nousuvaraa. Nykyisellään mielestämme ne kuvastavat hyvin Wulffin nykyistä tuloskasvupotentiaalia ottaen huomioon yhtiön pienen koon sekä nykyisten markkinoiden potentiaalin. Isossa kuvassa yhtiölle tärkeän perinteisen työpaikkatuotteiden markkinan kasvunäkymät ovat taantuvat, ja ennen merkittäviä uudistuksia tai uusia liiketoiminta-alueita, kertoimien ylälaita nojaa pörssin pitkän aikavälin keskiarvoon (2005-2020 mediaani P/E: 14x).

Arvostuskertoimissa nousuvaraa

Katseemme ovat Wulffissa käännetty hyvän 2020 vuoden jälkeen jo vuoteen 2021. Mielestämme osakkeen ensi vuoden arvostus (2021e: P/E (oik.): 12, EV/EBITDA: 6x) on yhtiön suoritustasoon, kasvuhakuisuuteen sekä nousseeseen luottamukseemme nähden maltillisella tasolla. Nykyisellä tasolla osake tarjoaa noin 10 %:n nousuvaran nojaamaamme hyväksyttävän arvostushaarukkamme keskiväliin (P/E: 12x, EV/EBITDA: 7x). Mielestämme kertoimien taso ei ole äärimmäisen venytetty. Näin ollen yhtiön näyttäessä viitteitä odotuksiamme kovemmasta kasvusta voi hyväksyttävä taso nousta lähemmäs haarukkamme ylälaitaa. Tulostason taantuessa tai jäädessä odotuksistamme, on lasku haarukan alalaitaan myös mielestämme realistista.

Osinko hyvällä tasolla ja tukee osaketta selkeästi

Odotamme Wulffin jatkavan osingonmaksulinjaansa ja ennustamme osingon kasvavan lähivuosina. Alkuvuonna hallituksen harkintaan jäänyt osinko (0,11 euroa per osake) vuodelta 2019 maksettiin kuluven vuoden lopussa ja näemme sen nousevan maltillisesti ensi vuonna 0,12 euroon per osake. Korostamme kuitenkin osingon olevan riippuvainen yhtiön tuloksentekevyydestä, vaikka tällä hetkellä osingonjakosuhte on tulokseen nähden terveellä noin 50 %:n tasolla. Nykyisillä ennusteillamme lähivuosien osinkotuotto on noin 4 %:n tasolla, mikä antaa arvostuskertoimien nousun lisäksi merkittävää tukea tuotto-odotukselle nykyisiltä tasoilta.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	3,24	3,24	3,24
Osakemäärä, milj. kpl	6,91	6,91	6,91
Markkina-arvo	22	22	22
Yritysarvo (EV)	30	28	26
P/E (oik.)	12,2	11,7	11,5
P/E	12,2	11,7	11,5
P/Kassavirta	11,4	6,8	8,0
P/B	1,6	1,5	1,4
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	6,1	6,2	6,2
EV/EBIT (oik.)	9,4	9,7	9,2
Osinko/tulos (%)	45,2 %	46,8 %	49,7 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	4,0 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Helsingin pörssin mediaani P/E (Forward)



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Wulffin vertailuryhmä

Wulffille on haastavaa löytää hyvää verrokki-ryhmää, sillä Pohjoismaissa ja Euroopassa on hyvin vähän listattuja työpaikkatuotteita myyviä yrityksiä. Pohjoismaista ei löydy yhtään selkeää verrokkiä ja Suomesta verrokkiryhmään on valittu Martela, joka pääsääntöisesti toimii toimistokalusteiden myynnissä. Olemme valinneet verrokkiryhmäämme tunnettuja kansainvälisiä toimistotarvikkeityksiä, jotka ovat joko työpaikkatuotteiden tai muiden Wulffin tuotekategoriaan kuuluvien tuotteiden myyjiä. Tällaisia ovat mm. Yhdysvalloissa Office Depot Inc, Ennis Inc ja Acme United Corp. Office Depot myy toimistotarvikkeita ja työpaikkatuotteita, ja on mielestämme liiketoiminnallisesti suurin verrokki Wulffille. Ennis Inc myy pääasiassa tulostustarvikkeita, joka on yksi Wulffin myydyimpiä tuotteita. Acme United taas keskittyy mittaus-, leikkaus- ja turvatuotteiden myyntiin kouluille ja työpaikoille.

Huomioonotettavat seikat Wulffia arvioitaessa verrokkeihin nähden

Wulffin arvostuksessa suhteessa verrokkeihin on otettava ainakin seuraavat asiat huomioon:

- Merkittävin osa Wulffin liikevaihdosta tulee Pohjoismaista ja etenkin Suomesta, ja yhtiö on toistaiseksi vahvasti riippuvainen Suomen taloudesta toisin kuin suurin osa verrokeista
- Suuret tässä esitetyt verrokkit ovat markkina-arvoltaan moninkertaisia Wulffiin nähden ja niiden riskiprofiili on siten huomattavasti

pienempi

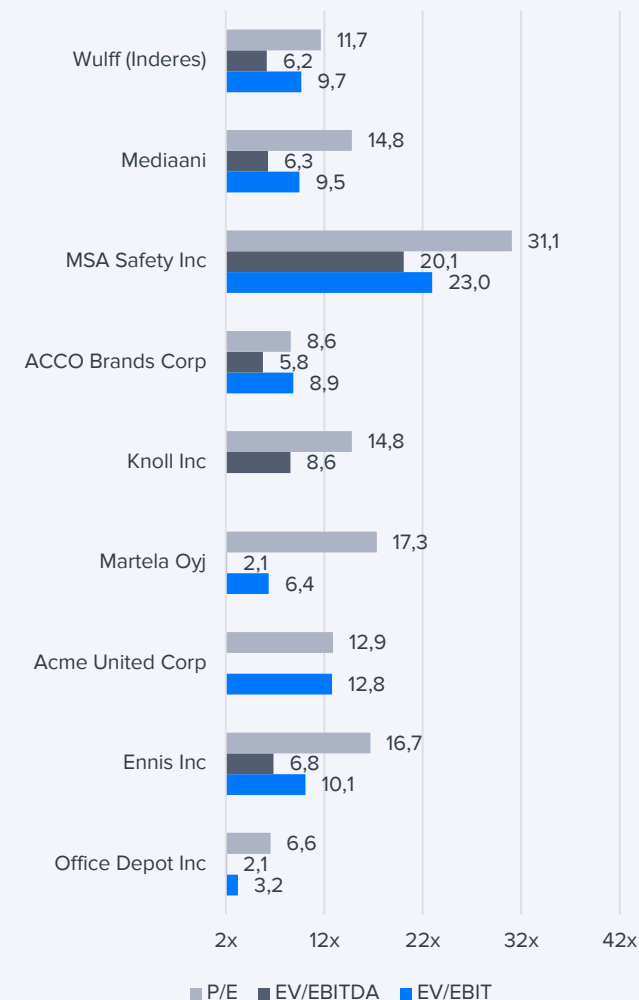
- Yhtiöiden taserakenteet eroavat toisistaan ja vähentää vertailukelpoisuutta tasepohjaisilla luvuilla samalla tehden yritysten riskiprofiileista erilaiset
- Wulffin pieni likviditeetti ja vahva omistamisen keskittyminen lisäävät omistukseen ja arvonmuodostumiseen liittyviä riskejä

Wulffin verrokkien arvostus

Verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) 2021e EV/EBITDA kerroin on 6x ja P/E-kerroin on 15x. Wulffin merkittävän hyvin onnistuneen tuloskäänteen ja parantuneen luottamuksen myötä alkuperäinen hyväksymämme alennus verrokkeihin nähden on pienentynyt selvästi. Hinnoittelemmekin tällä hetkellä Wulffia linjaan verrokkien kanssa (premio/diskontto: 0 %).

Nykyinen arvostus vastaa noin 12 % diskonttoa vuoden 2021 kertoiin nähden. Tämän perusteella Wulffin osakkeessa olisi selvää nousuvaraa. Verrokkiryhmän ennusteisiin ja arvostukseen liittyy kuitenkin merkittäviä epävarmuustekijöitä, sillä laaja seuranta puuttuu useasta yhtiöstä. Tämän vuoksi mielestämme verrokkianalyysin käyttökelpoisuus Wulffin tapauksessa on kärsinyt. Suhteellisen heikon vertailtavuuden vuoksi verrokkien painoarvo arvonmäärityksessä on alhainen.

Verrokkiryhmä 2021e



Arvonmääritys 3/3

DCF-arvonmääritys

DCF-mallin arvo, 3,6 euroa, tukee myös suositustamme. Annamme DCF-laskelmallemme toiseksi suurimman painon arvonmäärityksessämme, vaikka kassavirtojen ennustettavuus on vielä osittain heikkoa. Lisäksi DCF-mallissa ja ennusteissamme ylipäättänsä on otettava huomioon, että mahdollisia yrityskauppoja ei ole huomioitu.

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

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

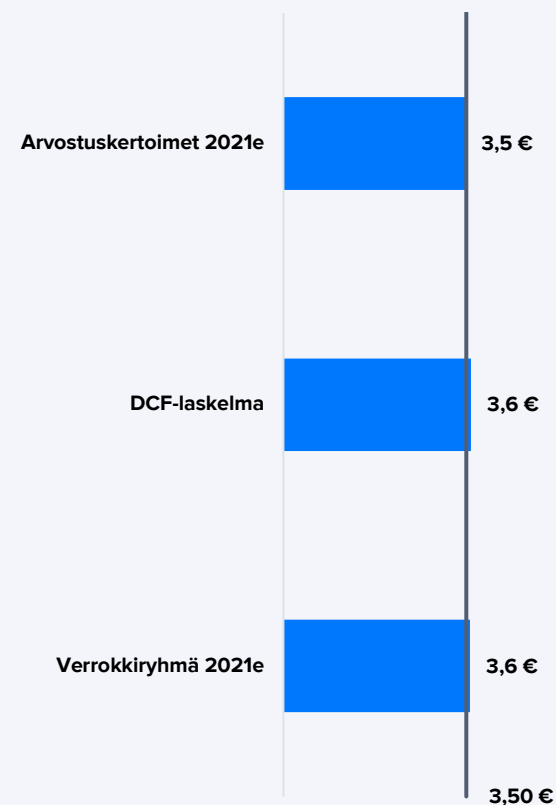
Kassavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on noin 8 % ja oman pääoman kustannus noin 10 %. Mielestämme pääoman kustannuksen taso on yhtiölle suhteellisen neutraalilla tasolla. Tasossa ei ole mielestämme merkittävää laskuvaraa, ellei liiketoimintarakenteessa tapahdu merkittävää muutosta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

Tuotto-odotus nousee hyvälle tasolle

Nostamme Wulffin tavoitehinnan 3,50 euroon (aik. 3,20 euroa) pitäen suosituksemme lisää-puolella. Olemme koostaneet Wulffin osakkeelle tavoitehinnan eri tekijöiden painoarvojen kautta. Perustekijänä ja vahvimman painoarvon arvonmäärityksessämme saa Wulffin absoluuttiset arvostuskertoimet ja DCF-malli. Kolmanneksi painotamme myös hieman verrokkiryhmää, mutta sen painoarvo on selvästi kahta edellistä pienempi.

Mielestämme Wulffin osakkeen arvostustaso ei huomioi yhtiön suorittamista sen ansaitsemalla tasolla. Arvostus on maltillinen ja tarjoaa yhdessä osinkotuoton kanssa yli 10 %:n tuotto-odotuksen sijoittajalle näiltä tasoilta. Riskeihin nähden tuotto-odotus on enemmän kuin riittävä osakkeen kyydissä pysymisen perustelemiseksi.

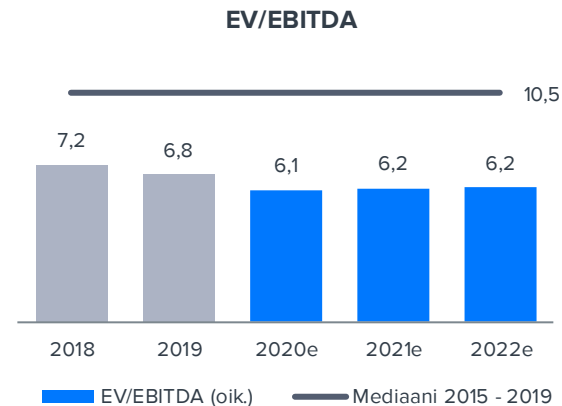
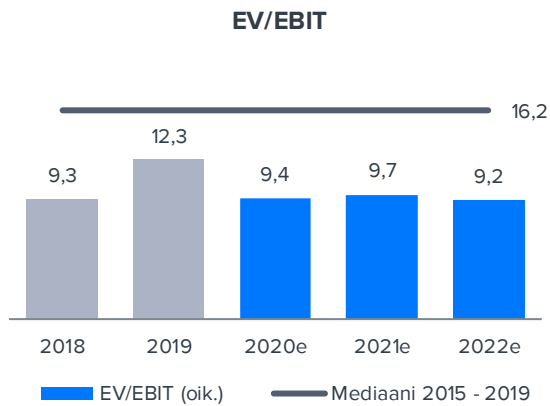
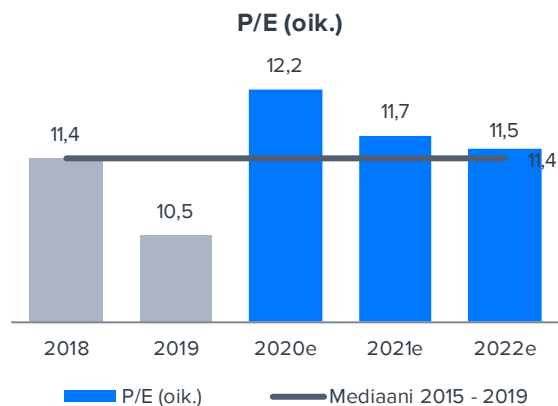
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostus

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	1,34	1,37	1,65	1,69	1,77	3,24	3,24	3,24	3,24
Osakemäärä, milj. kpl	6,53	6,53	6,61	6,91	6,91	6,91	6,91	6,91	6,91
Markkina-arvo	8,7	8,9	11	12	12	22	22	22	22
Yritysarvo (EV)	12	12	13	14	21	30	28	26	25
P/E (oik.)	neg.	28,7	neg.	11,4	10,5	12,2	11,7	11,5	11,2
P/E	neg.	28,7	neg.	11,4	11,7	12,2	11,7	11,5	11,2
P/Kassavirta	4,9	5,5	8,3	21,2	neg.	11,4	6,8	8,0	8,7
P/B	0,7	0,8	1,0	1,0	1,0	1,6	1,5	1,4	1,3
P/S	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	10,5	11,7	29,2	7,2	6,8	6,1	6,2	6,2	5,8
EV/EBIT (oik.)	24,2	20,1	>100	9,3	12,3	9,4	9,7	9,2	8,8
Osinko/tulos (%)	neg.	209,3 %	neg.	67,4 %	72,6 %	45,2 %	46,8 %	49,7 %	51,7 %
Osinkotuotto-%	7,5 %	7,3 %	3,0 %	5,9 %	6,2 %	3,7 %	4,0 %	4,3 %	4,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Office Depot Inc	28,52	1226	926	3,3	3,2	2,1	2,1	0,1	0,1	7,3	6,6			0,8
Ennis Inc	17,51	373	304	7,2	10,1	5,2	6,8	0,9	0,9	11,7	16,7	5,1	5,1	
Acme United Corp	29,37	80	108	13,4	12,8			0,8	0,8	14,5	12,9			
Martela Oyj	2,60	9	13		6,4	4,2	2,1	0,1	0,1		17,3		3,8	0,9
Knoll Inc	14,14	585	958			9,2	8,6	1,0	1,0	13,0	14,8			
ACCO Brands Corp	8,95	690	1364	13,3	8,9	8,0	5,8	1,0	0,9	13,6	8,6			
MSA Safety Inc	148,47	4720	4842	25,3	23,0	21,7	20,1	4,6	4,3	34,7	31,1			
Wulff (Inderes)	3,24	22	30	9,4	9,7	6,1	6,2	0,5	0,5	12,2	11,7	3,7	4,0	1,6
Keskiarvo				12,5	10,7	8,4	7,6	1,2	1,2	15,8	15,4	5,1	4,5	0,8
Mediaani				13,3	9,5	6,6	6,3	0,9	0,9	13,3	14,8	5,1	4,5	0,8
Erotus-% vrt. mediaani				-30 %	2 %	-8 %	-2 %	-38 %	-48 %	-8 %	-21 %	-28 %	-11 %	94 %

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

Tiedot haettu 19.12.2020

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	1,6	3,2	2,9	2,9	2,8	2,9	3,2	2,9	2,6	2,4	2,4	
+ Kokonaispoistot	1,5	1,7	1,6	1,4	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	
- Maksetut verot	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,1	-1,3	0,4	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	4,1	3,3	4,4	3,9	3,7	3,6	3,8	3,5	3,2	3,0	3,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-9,1	-1,3	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-0,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,2	2,0	3,3	2,8	2,6	2,6	2,7	2,5	2,3	2,0	2,2	
+/- Muut	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,6	2,0	3,3	2,8	2,6	2,6	2,7	2,5	2,3	2,0	2,2	31,8
Diskontattu vapaa kassavirta		2,0	3,0	2,4	2,0	1,9	1,8	1,6	1,3	1,1	1,1	16,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		34,3	32,3	29,3	26,9	24,8	23,0	21,1	19,5	18,2	17,1	16,0
Velaton arvo DCF		34,3										
- Korolliset velat		-8,6										
+ Rahavarat		0,3										
-Vähemmistöosuus		-0,3										
-Osinko/pääomapalautus		-0,8										
Oman pääoman arvo DCF		25,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,6										

Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

2020e-2024e

33%

2025e-2029e

20%

TERM

47%

■ 2020e-2024e ■ 2025e-2029e ■ TERM

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	56,9	55,9	56,3	57,1	59,9
Käyttökate	0,5	1,9	3,1	5,0	4,5
Liikevoitto	0,1	1,5	1,6	3,2	2,9
Voitto ennen veroja	-0,2	1,2	1,2	2,6	2,5
Nettovoitto	-0,2	1,0	1,0	1,8	1,9
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	24,9	26,4	33,1	35,0	35,1
Oma pääoma	11,1	12,1	12,4	13,8	14,7
Liikearvo	6,8	8,2	8,1	8,1	8,1
Nettovelat	2,2	1,9	8,2	7,5	5,7

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	0,5	1,9	3,1	5,0	4,5
Nettokäyttöpääoman muutos	1,2	-0,4	1,1	-1,3	0,4
Operatiivinen kassavirta	1,7	1,5	4,1	3,3	4,4
Investoinnit	-0,4	-1,8	-9,1	-1,3	-1,1
Vapaa kassavirta	1,3	0,6	-3,6	2,0	3,3

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Heikki Vienola	36,5 %
Ari Pikkarainen	15,9 %
Lähitapiola Insurance	6,0 %
Elo Mutual Pension Insurance Company	5,1 %
Nordea Fonder	4,4 %
TCF-Myynti Oy	2,5 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
EPS (raportoitu)	-0,03	0,15	0,15	0,27	0,28
EPS (oikaistu)	-0,03	0,15	0,17	0,27	0,28
Operat. kassavirta / osake	0,26	0,22	0,59	0,47	0,64
Vapaa kassavirta / osake	0,20	0,08	-0,52	0,28	0,48
Omapääoma / osake	1,62	1,70	1,74	1,96	2,12
Osinko / osake	0,05	0,10	0,11	0,12	0,13

Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	-4 %	-2 %	1 %	1 %	5 %
Käyttökateen kasvu-%	-54 %	318 %	59 %	62 %	-9 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-87 %	1938 %	12 %	91 %	-10 %
EPS oik. kasvu-%	-161 %	-611 %	14 %	58 %	5 %
Käyttökate-%	0,8 %	3,5 %	5,4 %	8,7 %	7,6 %
Oik. Liikevoitto-%	0,1 %	2,7 %	3,0 %	5,6 %	4,8 %
Liikevoitto-%	0,1 %	2,7 %	2,8 %	5,6 %	4,8 %
ROE-%	-1,7 %	9,1 %	8,8 %	14,3 %	13,6 %
ROI-%	0,5 %	10,8 %	8,9 %	14,7 %	12,7 %
Omavaraisuusaste	44,6 %	45,9 %	37,5 %	39,4 %	41,9 %
Nettovelkaantumisaste	19,9 %	16,0 %	66,3 %	54,7 %	38,6 %

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	29,2	7,2	6,8	6,1	6,2
EV/EBIT (oik.)	>100	9,3	12,3	9,4	9,7
P/E (oik.)	neg.	11,4	10,5	12,2	11,7
P/B	1,0	1,0	1,0	1,6	1,5
Osinkotuotto-%	3,0 %	5,9 %	6,2 %	3,7 %	4,0 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn 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 jakaamaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta erittäin	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Lisää houkutteleva	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on Vähennä
Myy erittäin heikko	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on

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 laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosituksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus 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.

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.

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.8.2018	Vähennä	1,45 €	1,51 €
2.11.2018	Vähennä	1,35 €	1,38 €
17.12.2018	Vähennä	1,65 €	1,73 €
20.2.2019	Lisää	1,65 €	1,50 €
22.2.2019	Lisää	1,70 €	1,52 €
6.5.2019	Lisää	1,75 €	1,64 €
2.8.2019	Lisää	1,85 €	1,63 €
4.11.2019	Vähennä	1,85 €	1,80 €
15.11.2019	Vähennä	1,85 €	1,84 €
18.2.2020	Lisää	2,15 €	2,04 €
16.3.2020	Vähennä	1,95 €	1,87 €
20.3.2020	Vähennä	1,70 €	1,78 €
27.4.2020	Vähennä	1,50 €	1,47 €
8.6.2020	Lisää	1,75 €	1,62 €
21.7.2020	Lisää	2,10 €	1,94 €
28.7.2020	Lisää	2,25 €	2,08 €
22.9.2020	Osta	2,50 €	2,10 €
27.10.2020	Lisää	3,20 €	2,86 €
20.12.2020	Lisää	3,50 €	3,24 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**