

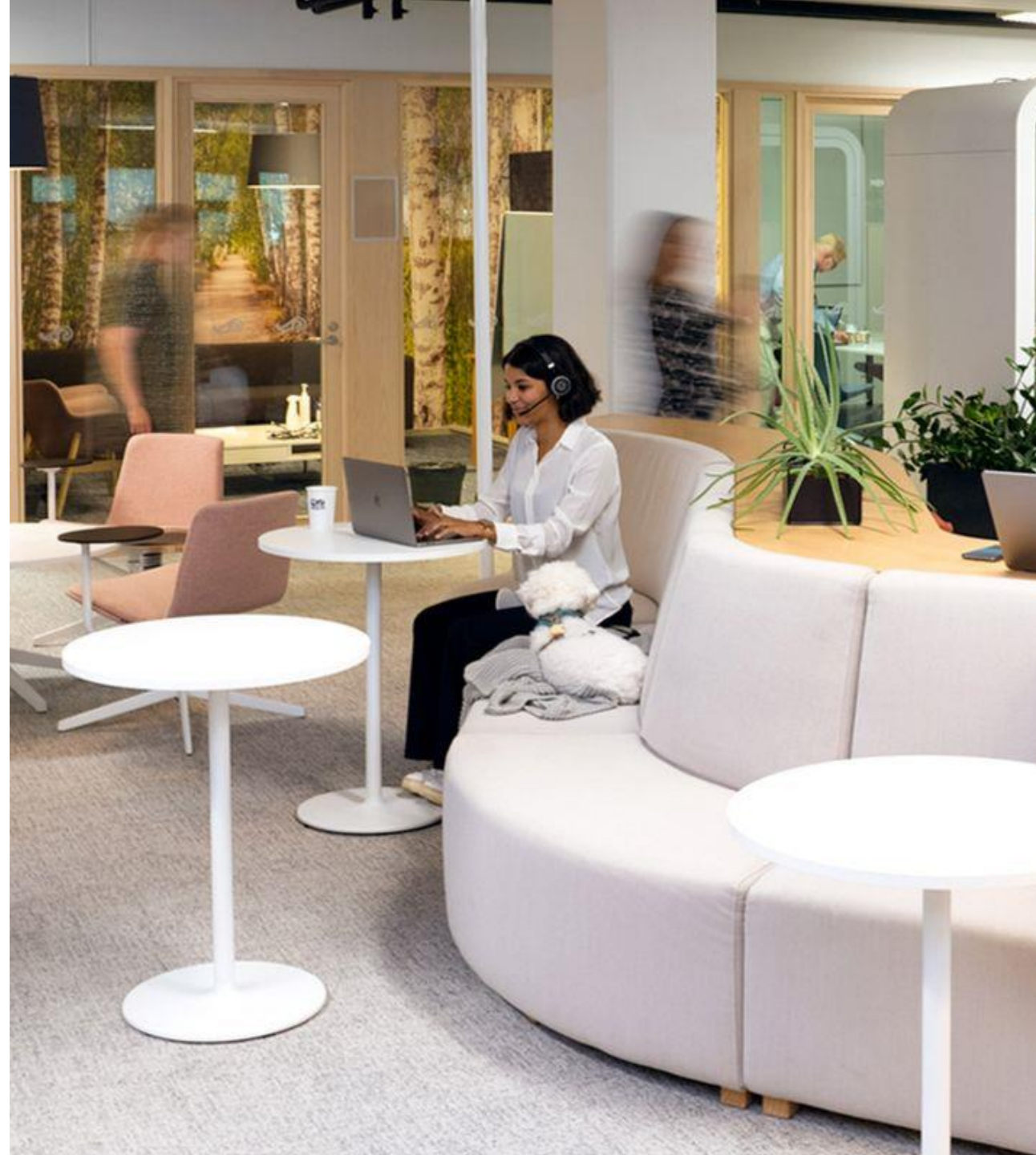
WULFF-YHTIÖT OYJ

18.07.2025 08.40 EEST



Arttu Heikura
358400828098
arttu.heikura@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Palveluissa piilee potentiaali

Wulffin Q2:n operatiivinen tulos jäi myynnin voimakkaasta kasvusta huolimatta vertailukauden tasolle. Myynnin jakauma on kehittymässä yhtiön kannalta suotuisampaan suuntaan, mutta lyhyellä aikavälillä syklinen tuoteliiketoiminta painaa yhtiön tuloskehitystä. Nostamme Wulffin tavoitehinnan 3,2 euroon (aik. 3,0e) nousseiden ennusteiden mukana. Näemme osakkeen arvostuskuvan neutraalina ja nousuvaran rajallisena, jonka johdosta toistamme vähennä-suosituksen.

Hyvää liikevaihdon kasvua, mutta tuloskasvu sakkaa

Wulffin Q2-liikevaihto nousi odotuksiamme nopeammin 22 %:lla 31 MEUR:oon palveluliiketoiminnan vahvan orgaanisen kehityksen ja yritysostojen ansiosta. Tuoteliiketoiminnan liikevaihto puolestaan laski hieman haastavan toimintaympäristön takia läpi yhtiön kohdemarkkinoiden. Palveluliiketoiminnan vahva kasvu ja sen myötä skaalautunut kulurakenne moninkertaistivat yksikön tuloksen, kun taas tuoteliiketoiminnan tulos laski melko reippaasti volyyymi- sekä arviomme mukaan katevetoisesti. Tätä kautta Wulffin oik. liikevoitto asettui vertailukauden mukaiselle tasolle 1,2 MEUR:oon (3,9 % liikevaihdesta). Toteuma ylitti odotuksemme ennakoitua korkeamman liikevaihdon nostamana. Tasaisesta operatiivisesta tuloskehityksestä huolimatta yhtiön osakekohtainen tulos (0,07 euroa) suurin piirtein puolittui nousseiden rahoituskustannusten, tuloverojen ja vähemmistöosuuksien takia.

Ohjeistus on vielä saavutettavissa

Wulff odottaa 2025 liikevaihdon kasvavan (2024: 103 MEUR) ja oik. liikevoiton olevan hyvällä tasolla (2024: 3,3 MEUR, 3,2 % liikevoitto-%). Nähdäksemme hyvä tulos tarkoittaa suurin piirtein vertailukauden tasoista liikevoittoa. Ohjeistus on mielestämme saavutettavissa. Tätä tukee palveluliiketoiminnan kasvun kautta nouseva kannattavuus sekä tuoteliiketoiminnan H2:lla realisoituvat kustannussäästöt. Mikäli toimintaympäristö kuitenkin heikkenisi etenkin konsernin suurimman palasen eli tuoteliiketoiminnan

osalta, olisi yhtiön ”hyvän” tulostason saavuttaminen mielestämme vaarassa.

Teimme erisuuntaisia ennustemuutoksia

Teimme kuluvan vuoden osalta erisuuntaisia ennustemuutoksia. Tuoteliiketoiminnan ennusteet laskivat haastavan näkymän myötä. Odotimme toimintaympäristön toipuvan H2:n aikana takaisin kasvuun, mikä osoittautui liian optimistiseksi. Samaan aikaan nostimme palveluliiketoiminnan ennusteitamme melko reippaasti, mutta vielä pienen koon takia tämä ei riittänyt kompensoimaan tuoteliiketoiminnan negatiivista vaikutusta. Tulevien vuosien osalta tuoteliiketoiminnan ennusteemme säilyivät suurin piirtein ennallaan samaan aikaan kun nostimme palveluliiketoiminnan ennusteita. Tätä kautta keskipitkän aikavälin tulosennusteemme nousivat reippaalla 5 %:lla. Arvioimme Wulffin tuloksen nousevan vuosittain noin 13 % elpyvän työpaikkatuotemarkkinan ja ylösajettavien palveluliiketoimintojen hyvän kasvun ajamana.

Tuotto-odotus jää hieman kapeaksi

Wulffin osakkeen arvostus on nykytasoilla mielestämme kohtalaisen neutraali (EV/EBIT 8x, P/E 10x, keskimäärin vuosina 25-26), eli yhtiön tuloskasvu menee lyhyellä tähtäimellä kohonneiden kertoimien sulatteluun. Lisäksi osakkeen rajallinen nousupotentiaali ja neutraali arvostus ilmenevät reilu 3 euron DCF-mallin mukaisesta käyvästä arvosta. Osinkotuotto on noin 6 %, mutta se ei yksinään riitä nostamaan osakkeen tuotto-odotusta houkuttelevalle tasolle. Kokonaiskuvaa katsottaessa arvostuksen nousu edellyttäisi näkemyksemme mukaan riskitekijöiden (tase, markkina, kannattavuusheilahtelut) vähenemistä, odotuksiamme vahvempaa tuloskehitystä sekä näyttöjä liiketoiminnan vahvemmasta pääoman tuotosta. Palveluliiketoiminnan kasvu ja osuuden nousu loisi tälle edellytykset, mutta epävarmat näkymät ja liiketoimintojen varhainen luonne eivät vielä salli meitä uskomaan yhtiön arvonaluontinäkemien (eli pääoman tuoton) selvään parantumiseen.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

3,20 EUR

(aik. 3,00 EUR)

Osakekurssi:

3,04 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	103	116	119	121
kasvu-%	10 %	13 %	2 %	2 %
EBIT oik.	3,3	3,6	4,7	5,0
EBIT-% oik.	3,2 %	3,1 %	3,9 %	4,2 %
Nettotulos	1,8	3,1	2,4	2,8
EPS (oik.)	0,28	0,23	0,36	0,41

P/E (oik.)	10,9	13,1	8,6	7,5
P/B	1,0	0,9	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	5,2 %	5,4 %	5,9 %	6,3 %
EV/EBIT (oik.)	10,9	8,6	7,1	6,4
EV/EBITDA	6,7	3,7	4,9	4,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3	0,3

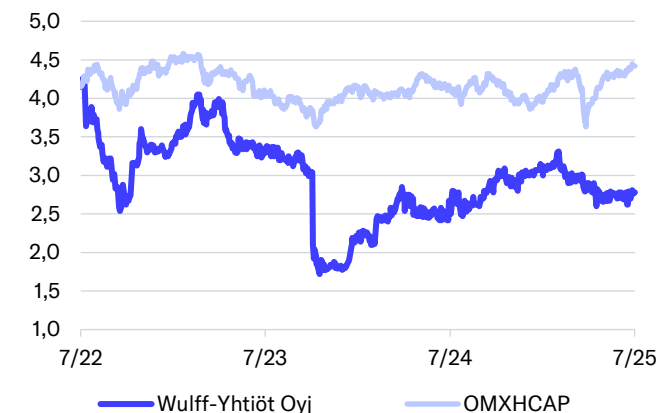
Lähde: Inderes

Ohjeistus

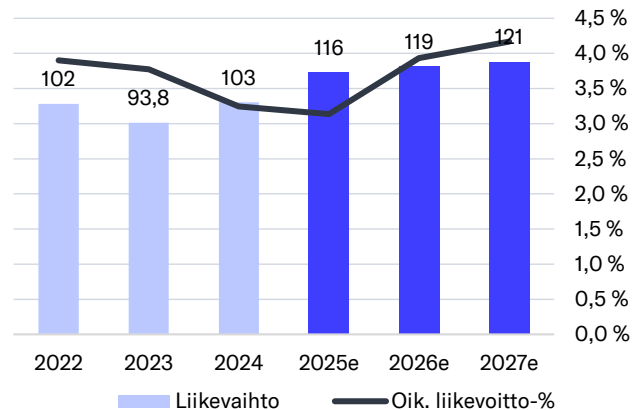
(Ennallaan)

Wulff ohjeistaa vuoden 2025 liikevaihdon kasvavan (2024: 102,8 MEUR) ja vertailukelpoisen liikevoiton olevan hyvällä tasolla (2024: 3,3 MEUR).

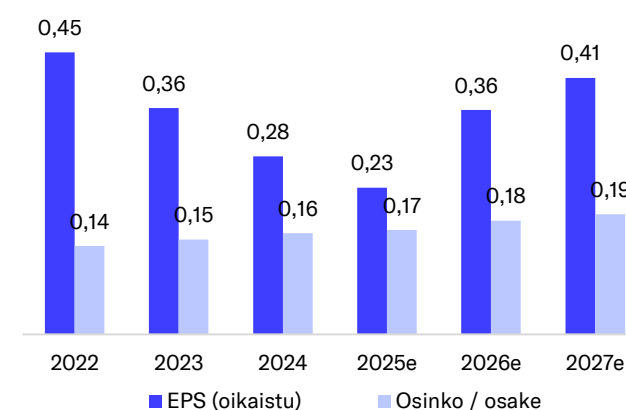
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,04	3,04	3,04
Osakemäärä, milj. kpl	6,80	6,80	6,80
Markkina-arvo	21	21	21
Yritysarvo (EV)	31	33	32
P/E (oik.)	13,1	8,6	7,5
P/B	0,9	0,8	0,8
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,7	4,9	4,2
EV/EBIT (oik.)	8,6	7,1	6,4
Osinko/tulos (%)	35,7 %	50,7 %	46,8 %
Osinkotuotto-%	5,4 %	5,9 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Hyvää liikevaihdon kasvua, mutta tuloksen kanssa on vielä tekemistä

Palveluiden vetämää kasvua

Wulffin Q2-liikevaihto nousi 22 %:lla 31 MEUR:oon palveluliiketoiminnan vahvan kehityksen ansiosta. Toteuma ylittyi odotuksemme noin 10 %:lla. Tuotteet työympäristöihin –segmentin liikevaihto laski 3 % haastavan toimintaympäristön takia läpi yhtiön kohdemarkkinoiden. Joukossa oli tiettyjä kasvaneita alasegmenttejä, mutta perinteisten, segmentin myynnistä valtaosan tuovan, työpaikkatuotteiden myynti laski. Työelämän palvelut – segmentin liikevaihto puolestaan yli kaksinkertaistui eritoten Wulff Worksin ylösajon sekä Tilitoimistojen orgaanisen kasvun ja yritysostojen ansiosta. Etenkin Works eli henkilöstöpalveluliiketoiminta on kehittynyt odotuksiamme nopeammin, mikä osaltaan viestii yhtiön markkinaosuuksien voittamisesta. Tehtävä ei ole helppo, sillä myös täällä [markkinakehitys](#) on jättänyt paljon toivomisen varaan.

Tulos vertailukauden tasolla

Yhtiön oik. liikevoitto asettui 1,2 MEUR:oon, joka vastaa vertailukauden mukaista tasoa ja 3,9 %:n kannattavuutta. Toteuma ylitti jonkin verran odotuksemme (1,1 MEUR) puhtaasti volyymivetoisesti, sillä ennustimme saman tasoista kannattavuutta. Operatiivista tuloskehitystä tuki Työelämän palvelut- segmentin moninkertaistunut oik. liikevoitto. Tämän taustalla vaikutti Worksin reipas tulosparrannus, Tilitoimistojen kasvu sekä Consultingin nousu kannattavaksi. Toisaalta arvioimme laskeneiden Entren ja Canon Business Centerin painaneen segmentin tulostasoa. Tuotteet työympäristöihin –segmentin vaisu volyymikehitys painoi segmentin tuloksen reippaaseen laskuun, rajoittaen palveluliiketoiminnan hyvää tulokontribuutiota. Tasainen operatiivinen tulos yhdistettynä nousseisiin rahoituskustannuksiin sekä tuloveroihin realisoitui vertailukautta heikompana osakekohtaisena tuloksena (oik. 0,07 euroa), joka kuitenkin

ylitti odotuksemme (0,06 euroa).

Kassatilanne ja tase oikeenee H2:lla

Wulffin operatiivinen rahavirta koheni eritoten nousseen tuloksen avittamana 0,9 MEUR:oon (H1'24: -1,2 MEUR). Investoinnit ja vuokranmaksut huomioiden oli vapaa rahavirta vain lievästi pakkasella (-0,2 MEUR vs. H1'24 0 MEUR, yritysostot huomioiden -1,5 MEUR vs. H1'24 -2,8 MEUR). Yhtiön kassavarat olivat melko tiukilla (0,6 MEUR) ja nettovelka suhteessa käyttökatteeseen Q2:n jälkeen 3,2x, eli melko tiukilla. H2:lla tapahtuva kiinteistömyynti (>6 MEUR) tulee vapauttamaan pääomaa velkojen takaisinmaksuun, kassatilanteen tukemiseen sekä yritysostoihin.

Ennustetaulukko	Q2'24	Q2'25	Q2'25e	Q2'25e	Konsensus	Erotus (%)	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
Liikevaihto	25,5	31,0	28,1				10 %
Liikevoitto (oik.)	1,2	1,2	1,1				11 %
Tulos ennen veroja	1,1	0,9	0,7				26 %
EPS (raportoitu)	0,15	0,07	0,06				15 %
Liikevaihdon kasvu-%	4,6 %	21,7 %	10,2 %				11,5 %-yks.
Liikevoitto-% (oik.)	4,5 %	3,9 %	3,9 %				0 %-yks.

Lähde: Inderes

Teimme raportin jäljiltä lieviä ennustemuutoksia

Toistettu ohjeistus näyttää toistaiseksi saavutettavissa olevalta

Wulff odottaa 2025 liikevaihdon kasvavan (2024: 103 MEUR) ja oik. liikevoiton olevan hyvällä tasolla (2024: 3,3 MEUR, 3,2 % liikevoitto-%). Nähdäksemme hyvä tulos tarkoittaa suurin piirtein vertailukauden tasoista liikevoittoa. Korostamme, että etenkin hyvän tulostason saavuttaminen on näkemyksemme mukaan riippuvainen loppuvuonna piristyvistä tuoteliiketoiminnan markkinakehityksestä. Tähän mennessä tulosta on -0,1 MEUR vähemmän kuin vertailukaudella. Huomioiden palveluliiketoiminnan kasvun kautta parantuvat käyttöasteet sekä tuoteliiketoiminnan kustannussäästöt on ohjeistus mielestämme vielä validi.

Nostimme keskipitkän tähtäimen tulosennusteitamme

Hyvin sujuneen Q2:n myötä nostimme palveluliiketoiminnan ennusteitamme niin liikevaihdon että tuloksen osalta. Täällä etenkin Worksin kasvu ja

kannattavuus ovat kehittyneet odotuksiamme nopeammin. Toisaalta laskimme melko selvästi optimistisia tuoteliiketoiminnan ennusteitamme niin liikevaihdon että etenkin myyntikatteen osalta. Edeltävät ennusteemme odottivat työpaikkatuotteiden markkinakehityksen parantuvan H2:lla, mutta vaikuttaa siltä, että myös loppuvuosi tullaan laskettelemaan. Lisäksi valikoimauudistuksen tuoma varaston siivoustarve aiheuttaa arviomme mukaan ohimenevää painetta katteisiin. Kokonaisuudessa 2025e EPS ennusteemme laski 5 %:lla, kun taas keskipitkän tähtäimen tulosennusteemme nousivat päivityksen yhteydessä reilulla 5 %:lla.

Ennusteriskit painottuvat tuoteliiketoimintaan

Keskeiset ennusteriskit painottuvat tuoteliiketoiminnan odotettuun markkinakäänteeseen (2026-27) ja sen myötä volyymiriippuvaisen segmentin tuloskasvuun. Tuotteet työympäristöihin on toistaiseksi Wulffin suurin segmentti,

joten sen kehitys pitkälti määrittää konsernin suunnan vielä sen aikaa kun palveluliiketoiminnot ovat aggressiivisimmassa kasvuvaiheessaan.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2025e Vanha	2025e Uusi	Muutos %	2026e Vanha	2026e Uusi	Muutos %	2027e Vanha	2027e Uusi	Muutos %
Liikevaihto	111,0	116,3	5 %	114,6	118,7	4 %	116,7	120,7	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,8	3,6	-4 %	4,4	4,7	6 %	4,7	5,0	7 %
Liikevoitto	5,9	5,8	-1 %	4,4	4,7	6 %	4,7	5,0	7 %
Tulos ennen veroja	4,8	4,6	-2 %	3,5	3,8	7 %	3,8	4,1	8 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,24	0,23	-5 %	0,34	0,36	5 %	0,38	0,41	7 %
Osakekohtainen osinko	0,17	0,17	0 %	0,18	0,18	0 %	0,19	0,19	0 %

Lähde: Inderes

Tuotto-odotus jää kapeaksi

Hyväksyttävä arvostus

Käytämme arvonmäärittämissämme pääosin hyödyksi yhtiölle haarukoimaamme absoluuttista arvostustasoa. Hinnoittelimme Wulffin osaketta pääsääntöisesti tulospohjaisten arvostuskertoimien kautta. Suosimme arvonmäärittämissä erityisesti EV/EBIT- ja P/E-kertoimia. Käytämme Wulffille hyväksyttävänä arvostustasohaarukkana 10-12x P/E-kerrointa ja noin 8-10x EV/EBIT-kerrointa. Nojaamme tällä hetkellä kertoimien alalaitaan pääomamarkkinoiden tuottovaatimustason, toimintaympäristön epävarmuuden ja yhtiöön liittyvien riskien (tuloskehitys, arvonaluonti ja tase) vuoksi.

Arvostuksen kokonaiskuva neutraali

Nykytasolla osakkeen lähivuosien arvostus on mielestämme kohtalaisen neutraali (25-26e ka.: EV/EBIT: 8x, P/E: 10x) Wulffin koko, liiketoimintaprofiili ja EPS-kasvu huomioiden. Osaketta hinnoitellaan lievällä alennuksella suhteessa sen tasearvoon (P/B 0,9x). Pidämme tätä kuitenkin perusteltuna alle oman pääoman kustannuksen (12,6 %) jäävän pääoman tuoton (ROE 10-11 %) takia. Nähdäksemme arvostuksen nousuvara vaatisi riskitekijöiden (tase, markkina, kannattavuusheilahtelut) helpottamista, odotuksiamme vahvempaa tuloskehitystä sekä näyttöjä liiketoiminnan vahvemmassa pääoman tuottoluvuista. Palveluliiketoiminnan kasvu ja osuuden nousu loisi tälle edellytykset, mutta epävarmat näkymät ja liiketoimintojen varhainen luonne eivät vielä salli meitä ennustamaan yhtiön arvonaluontinäkemien (eli pääoman tuoton) selvää parantumista.

Noin 6 %:n osinkotuotto-% tukee sijoittajan saamaa tuottoa, mutta se ei itsessään riitä nostamaan osakkeen

riskikorjattua tuotto-odotusta houkuttelevalle tasolle. Lisäksi osinkotuotto nojaa vahvasti ennustamamme tuloskasvun realisoitumiseen, sillä yhtiön pieni kassa ei itsessään mahdollista voitonjakoa.

Wulffin verrokkien arvostus

Wulffin varsin hajanaisen verrokkiryhmän mediaani 2025 EV/EBIT-kerroin on 12x ja P/E-kerroin 14x. Mielestämme verrokkianalyysin käyttökelpoisuutta heikentää yhtiöiden liiketoimintamallien suuret eroavaisuudet. Vaikka verrokkiyhtiöt toimivat Wulffin kanssa samoilla toimialoilla, ne operoivat arvoketjujen eri osissa tai niiden myynnin jakaumat poikkeavat Wulffista. Lisäksi esim. Talenomilla on huomattava määrä skaalautuvaa teknologia liiketoimintaa, minkä vuoksi sille hyväksyttävät arvostuskertoimet ovat luonnollisesti Wulffia korkeammat. Tästä syystä pidämme Wulffin alennushinnoittelua perusteltuna. Siten myös verrokkianalyysi puoltaa osakkeen neutraalia arvostuskuvaa.

DCF-arvonmäärittäminen

DCF-laskelman arvo (3,5 euroa) on hieman tavoitehintamme (3,2 euroa) sekä osakekurssia (3,0 euroa) korkeammalla. Pitkän tähtäimen oletettiin nojaavan käyvän arvon nousuvara on kuitenkin maltillinen, mikä puoltaa neutraaliksi näkemäämme arvostustasoa.

Odotukset eivät tosin ole kovin optimistisia ottaen huomioon Wulffin viime vuosien kannattavuuden ja palveluliiketoimintojen potentiaalin. Kannattavuus on kuitenkin korkeampi kuin viime vuosien aikana on ollut ja omaa jo selkeitä oletuksia tulosparannuksen onnistumisesta pitkällä aikavälillä.

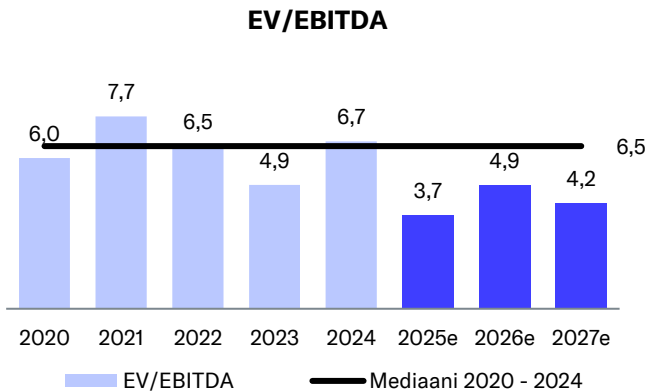
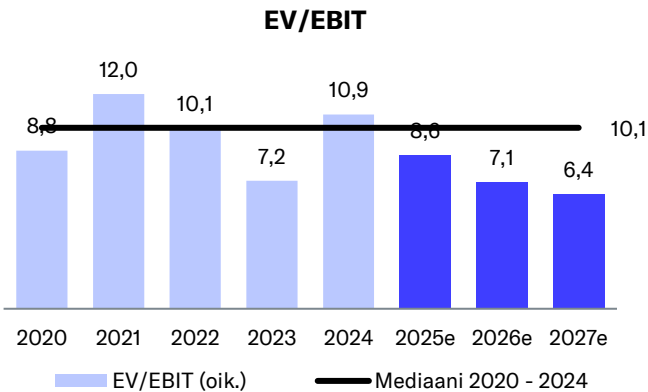
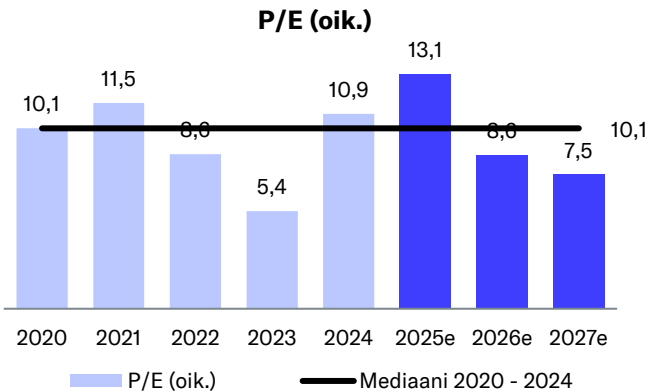
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,04	3,04	3,04
Osakemäärä, milj. kpl	6,80	6,80	6,80
Markkina-arvo	21	21	21
Yritysarvo (EV)	31	33	32
P/E (oik.)	13,1	8,6	7,5
P/B	0,9	0,8	0,8
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,7	4,9	4,2
EV/EBIT (oik.)	8,6	7,1	6,4
Osinko/tulos (%)	35,7 %	50,7 %	46,8 %
Osinkotuotto-%	5,4 %	5,9 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	3,24	4,92	3,85	1,95	3,07	3,04	3,04	3,04	3,04
Osakemäärä, milj. kpl	6,76	6,76	6,86	6,86	6,86	6,80	6,80	6,80	6,80
Markkina-arvo	22	33	26	13	21	21	21	21	21
Yritysarvo (EV)	31	47	40	25	36	31	33	32	31
P/E (oik.)	10,1	11,5	8,6	5,4	10,9	13,1	8,6	7,5	6,7
P/B	1,6	1,8	1,3	0,6	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
P/S	0,4	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,0	7,7	6,5	4,9	6,7	3,7	4,9	4,2	3,8
EV/EBIT (oik.)	8,8	12,0	10,1	7,2	10,9	8,6	7,1	6,4	5,7
Osinko/tulos (%)	37,3 %	14,9 %	31,4 %	49,1 %	61,8 %	35,7 %	50,7 %	46,8 %	43,9 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	2,6 %	3,6 %	7,7 %	5,2 %	5,4 %	5,9 %	6,3 %	6,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Office Depot Inc.	471	537	2,2	3,8	1,5	2,4	0,1	0,1	3,4	5,7			0,6
Ennis Inc.	407	379	7,1	7,8	5,6	5,7	1,0	1,1	10,9	11,2	5,4	5,4	
Acme United Corp	139	162	13,1	12,8		9,2	1,0	1,0	18,1	17,1			
Martela Oyj	6	19			4,3	37,1	0,2	0,2					3,4
ACCO Brands Corp	291	973	5,8	5,9	4,7	4,9	0,6	0,7	3,7	3,6	8,0	8,0	
MSA Safety Inc.	5828	6114	18,5	17,5	16,2	15,2	4,1	3,9	25,3	22,5	1,1	1,1	
3M	72738	78310	14,3	18,1	11,0	14,0	2,9	3,9	17,3	21,7	3,9	2,1	9,8
Eezy Oyj	24	82	12,6	24,4	5,6	7,3	0,4	0,5	9,6	47,9	8,4		0,2
Talenom Oyj	168	259	29,6	20,8	7,9	7,2	2,1	2,0	33,4	28,3	4,9	4,9	3,2
Aallon Group	45	49	16,3	16,3	8,2	9,8	1,5	2,7	15,7	17,1	1,9	2,0	3,0
Wulff-Yhtiöt Oyj (Inderes)	21	31	8,6	7,1	3,7	4,9	0,3	0,3	13,1	8,6	5,4	5,9	0,9
Keskiarvo			13,3	14,1	7,2	11,3	1,4	1,6	15,2	19,4	4,8	3,9	3,4
Mediaani			13,1	16,3	5,6	8,3	1,0	1,0	15,7	17,1	4,9	3,5	3,1
Erotus-% vrt. mediaani			-34 %	-57 %	-34 %	-41 %	-73 %	-73 %	-16 %	-50 %	11 %	68 %	-72 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Verrokigraafin data

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	93,77	23,3	25,5	26,2	27,9	103	27,2	31,0	29,2	28,9	116,3	118,7	120,7	122,6
Tuotteet työympäristöihin	86,0	19,9	20,5	18,7	19,8	78,8	18,6	19,8	18,1	19,6	76,2	77,4	78,1	78,9
Työelämän palvelut	7,9	3,5	5,2	7,7	8,3	24,7	8,8	11,4	11,2	9,4	40,7	41,7	43,0	44,1
Käyttökate	5,1	0,9	1,7	1,4	1,4	5,4	1,0	1,8	3,7	2,0	8,4	6,7	7,6	8,2
Poistot ja arvonalennukset	-1,9	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-2,2	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-2,6	-2,0	-2,6	-2,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	0,6	1,2	0,8	0,8	3,3	0,3	1,2	0,8	1,3	3,6	4,7	5,0	5,4
Liikevoitto	3,2	0,4	1,2	0,8	0,8	3,2	0,3	1,2	3,0	1,3	5,8	4,7	5,0	5,4
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,3	-0,1	-0,4	-0,3	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-0,9	-0,9	-0,9
Tulos ennen veroja	2,1	0,1	1,1	0,4	0,5	2,1	0,0	0,9	2,8	1,0	4,6	3,8	4,1	4,5
Verot	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,5	-0,2	-0,9	-0,8	-0,7	-0,8
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Nettotulos	2,1	0,2	1,0	0,3	0,3	1,8	-0,1	0,4	2,1	0,7	3,1	2,4	2,8	3,1
EPS (oikaistu)	0,36	0,05	0,15	0,04	0,04	0,28	-0,01	0,07	0,08	0,10	0,23	0,36	0,41	0,46
EPS (raportoitu)	0,31	0,03	0,15	0,04	0,04	0,26	-0,01	0,07	0,31	0,10	0,46	0,36	0,41	0,46

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-8,2 %	-7,8 %	4,6 %	23,2 %	21,7 %	9,7 %	16,7 %	21,7 %	11,5 %	3,7 %	13,1 %	2,1 %	1,7 %	1,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-11,2 %	-37,7 %	38,3 %	27,7 %	-30,6 %	-5,8 %	-41,9 %	6,6 %	3,0 %	55,4 %	9,3 %	28,0 %	7,8 %	8,2 %
Käyttökate-%	5,5 %	3,8 %	6,8 %	5,3 %	5,1 %	5,3 %	3,6 %	5,8 %	12,6 %	6,7 %	7,2 %	5,6 %	6,3 %	6,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,8 %	2,4 %	4,5 %	3,1 %	2,9 %	3,2 %	1,2 %	4,0 %	2,9 %	4,3 %	3,1 %	3,9 %	4,2 %	4,4 %
Nettotulos-%	2,2 %	0,9 %	4,0 %	1,0 %	1,0 %	1,7 %	-0,3 %	1,4 %	7,3 %	2,3 %	2,7 %	2,0 %	2,3 %	2,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	22,2	26,5	24,1	26,8	27,4
Liikearvo	8,8	10,9	10,9	10,9	10,9
Aineettomat hyödykkeet	2,5	3,6	3,2	2,9	2,7
Käyttöomaisuus	9,0	9,5	7,5	10,5	11,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Vaihtuvat vastaavat	27,3	28,3	37,0	38,0	39,3
Vaihto-omaisuus	12,3	12,8	14,0	14,2	14,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	14,9	14,3	16,3	16,6	16,9
Likvidit varat	0,2	1,1	6,8	7,1	7,9
Taseen loppusumma	49,6	54,8	61,1	64,8	66,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	22,0	22,5	24,7	26,0	27,5
Osakepääoma	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Kertyneet voittovarot	10,5	11,1	13,2	14,5	16,0
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	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5
Pitkäaikaiset velat	10,2	11,8	10,3	13,3	13,3
Laskennalliset verovelat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	10,0	11,5	10,0	13,0	13,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset velat	17,4	20,5	26,2	25,6	25,9
Korolliset velat	1,8	4,4	7,0	6,0	6,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	15,6	16,1	19,2	19,6	19,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	49,6	54,8	61,1	64,8	66,7

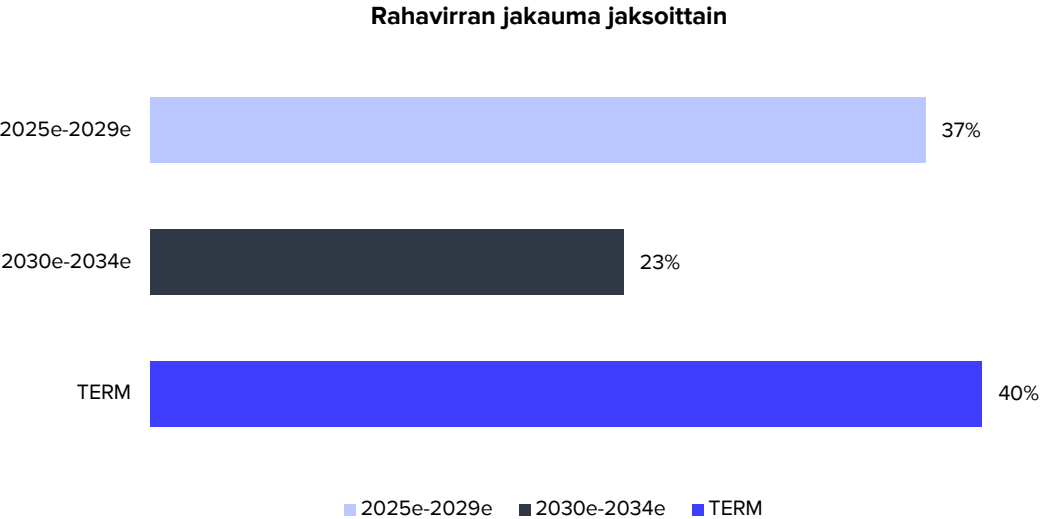
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,7 %	13,1 %	2,1 %	1,7 %	1,6 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	3,1 %	5,0 %	3,9 %	4,2 %	4,4 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Liikevoitto	3,2	5,8	4,7	5,0	5,4	5,0	5,1	5,1	5,2	4,6	4,7	
+ Kokonaispoistot	2,2	2,6	2,0	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	
- Maksetut verot	-0,7	-0,9	-0,8	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-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	0,5	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	5,1	7,2	5,5	6,5	7,0	6,7	6,9	7,0	7,1	6,7	6,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,3	-0,2	-4,7	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,9	7,0	0,8	3,3	3,8	3,5	3,7	3,8	3,9	3,5	3,6	
+/- 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	-0,9	7,0	0,8	3,3	3,8	3,5	3,7	3,8	3,9	3,5	3,6	40,0
Diskontattu vapaa kassavirta		6,7	0,7	2,6	2,7	2,3	2,2	2,1	1,9	1,6	1,5	16,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		40,4	33,7	33,0	30,4	27,6	25,4	23,2	21,1	19,2	17,6	16,2
Velaton arvo DCF		40,4										
- Korolliset velat		-15,9										
+ Rahavarat		1,1										
-Vähemmistöosuus		-0,4										
-Osinko/pääomapalautus		-1,1										
Oman pääoman arvo DCF		24,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,5										

Pääoman kustannus (WACC)

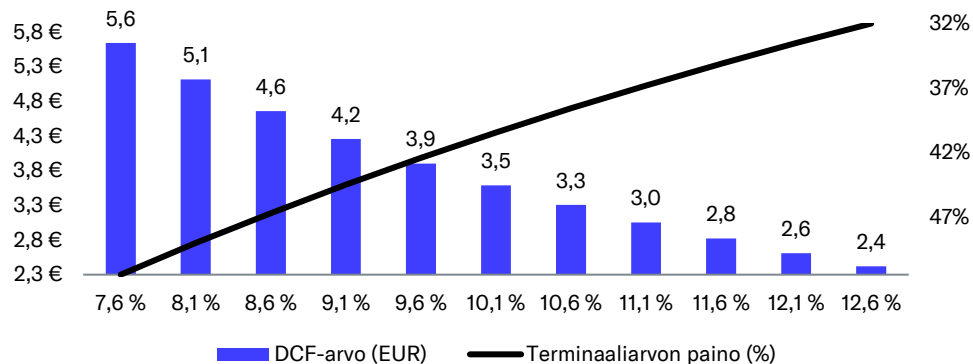
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,1 %

Lähde: Inderes

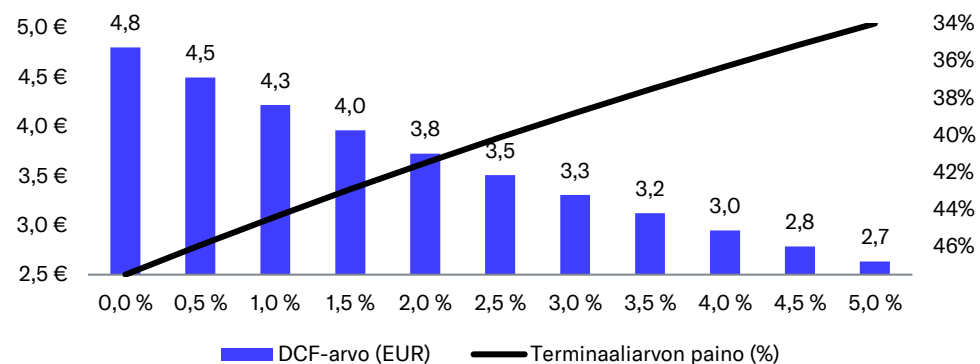


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

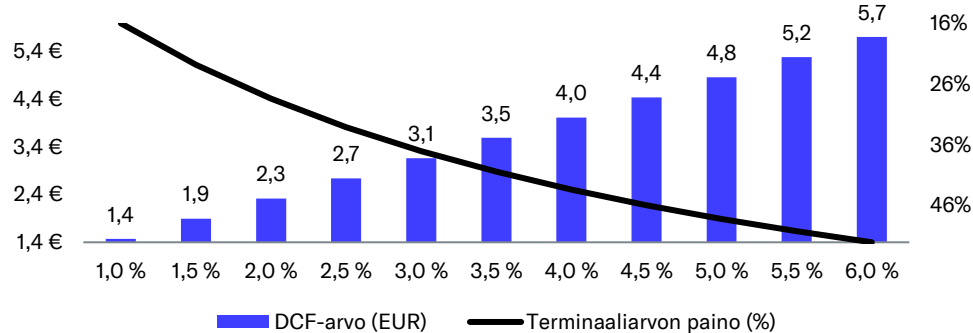
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



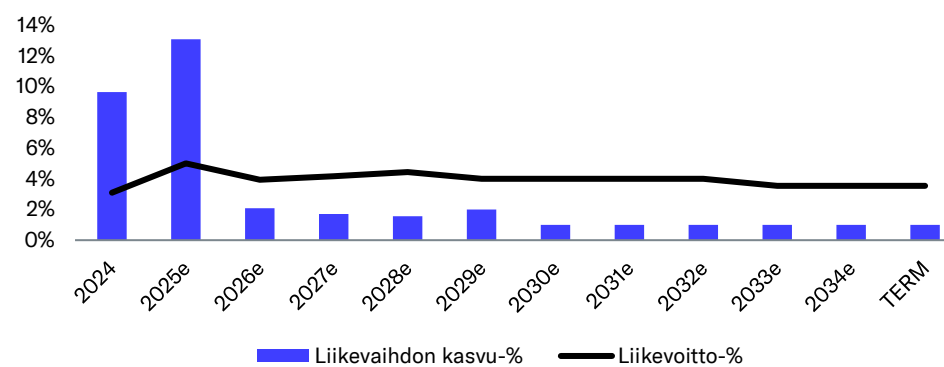
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	102,2	93,8	102,8	116,3	118,7	EPS (raportoitu)	0,45	0,31	0,26	0,46	0,36
Käyttökate	6,2	5,1	5,4	8,4	6,7	EPS (oikaistu)	0,45	0,36	0,28	0,23	0,36
Liikevoitto	4,0	3,2	3,2	5,8	4,7	Operat. Kassavirta / osake	0,69	0,82	0,75	1,07	0,81
Voitto ennen veroja	3,3	2,1	2,1	4,6	3,8	Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,14	0,55	-0,13	1,04	0,12
Nettovoitto	3,1	2,1	1,8	3,1	2,4	Omapääoma / osake	2,99	3,13	3,22	3,56	3,75
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,4	-0,2	2,2	0,0	Osinko / osake	0,14	0,15	0,16	0,17	0,18
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	54,1	49,6	54,8	61,1	64,8	Liikevaihdon kasvu-%	13 %	-8 %	10 %	13 %	2 %
Oma pääoma	21,3	22,0	22,5	24,7	26,0	Käyttökatteen kasvu-%	-32 %	-18 %	6 %	55 %	-20 %
Liikearvo	8,8	8,8	10,9	10,9	10,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	2 %	-11 %	-6 %	9 %	28 %
Nettovelat	12,9	11,6	14,8	10,2	11,9	EPS oik. kasvu-%	4 %	-20 %	-21 %	-18 %	53 %
						Käyttökate-%	6,1 %	5,5 %	5,3 %	7,2 %	5,6 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	3,9 %	3,8 %	3,2 %	3,1 %	3,9 %
Käyttökate	6,2	5,1	5,4	8,4	6,7	Liikevoitto-%	3,9 %	3,4 %	3,1 %	5,0 %	3,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,2	0,8	0,5	0,0	-0,2	ROE-%	15,7 %	10,0 %	8,1 %	13,6 %	9,7 %
Operatiivinen kassavirta	4,7	5,6	5,1	7,2	5,5	ROI-%	11,8 %	9,2 %	8,8 %	14,5 %	10,8 %
Investoinnit	-3,5	-1,8	-6,3	-0,2	-4,7	Omavaraisuusaste	39,5 %	44,5 %	41,1 %	40,4 %	40,1 %
Vapaa kassavirta	1,0	3,8	-0,9	7,0	0,8	Nettovelkaantumisaste	60,7 %	53,0 %	65,9 %	41,5 %	45,6 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3						
EV/EBITDA	6,5	4,9	6,7	3,7	4,9						
EV/EBIT (oik.)	10,1	7,2	10,9	8,6	7,1						
P/E (oik.)	8,6	5,4	10,9	13,1	8,6						
P/B	1,3	0,6	1,0	0,9	0,8						
Osinkotuotto-%	3,6 %	7,7 %	5,2 %	5,4 %	5,9 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus-suosituksia 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät 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 laativeen 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 €
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 €



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**

inderes.se

**inde
res.**