

DUELL

17.03.2025 8.10 EET



Tommi Saarinen
+358 400530573
tommi.saarinen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Koneessa on vielä suurempia vaihteita

Duell tavoittelee asemaa Euroopan moottoriurheilun varaosa- ja varustemarkkinoiden johtavien tukkureiden joukossa. Uusi johtoryhmä keskittyy lyhyellä aikavälillä kannattavuuden parantamiseen, mikä vahvistaa yhtiön rahoitusasemaa ja mahdollistaa siten tavoitellun kasvun. Kasvuhakuisen strategiaan liittyy riskejä, mutta tulokasvunäkymään nähden alhainen arvostus kääntää riski/ tuotto-suhteen erinomaiseksi. Siten toistamme Osta-suosituksemme ja 9 euron tavoitehintamme.

Jakelija moottoriurheilun jälkimarkkinoilla

Duell toimii moottoriurheilun jälkimarkkinoilla varaosien ja henkilökohtaisten varusteiden jakelijana. Sen tuoteryhmiin lukeutuvat moottoripyörä-, ATV-maastoajoneuvo- (all terrain vehicle), moottorikelkka-, polkupyörä-, veneily- ja puutarhapienkonetuotteita, joista muodostuu noin 500 brändin portfolio. Yhtiön houkuttelevuus kumppanina jälleenmyyjien suuntaan on seurausta kattavasta brändi- ja tuoteportfoliosta, jota se pystyy jakelemaan lyhyellä toimitusajalla. Tämän ansiosta yhtiö on onnistunut rakentamaan yli 8 500 jälleenmyyjän verkoston, jonka laajuus tekee siitä houkuttelevan kumppanin brändiyhtiöille. Duellilla on pitkän historiansa myötä vankka asema ja korkea markkinaosuus Pohjoismaissa, mutta muualle Eurooppaan painottuvan kasvustrategian myötä muut Euroopan maat tuovat jo noin 50 % liikevaihdosta.

Kannattavuuskäännä saavutettiin tilikaudella 2024

Duell on muuntautunut 2020-luvulla Pohjoismaisesta tukkurista laajemmin Eurooppalaiseksi toimijaksi. Duell tavoittelee asemaa alan johtavien Eurooppalaisten tukkuriin joukossa, jolloin yhtiö pääsisi nauttimaan laajemmin tukkukauppa-liiketoiminnalle ominaisten skaalahyötyjen eduista. Lyhyemmällä aikajänteellä odotamme lähivuosien Euroopan kasvuponnistelujen heijastuvan negatiivisesti kannattavuuteen, mikä näkyy

odotuksissamme tilikausia 2019-2022 (oik. EBIT-% ~9 %) matalampina kannattavuusennusteina. Kannattavuuden ylläpitäminen on kuitenkin myös kasvutavoitteiden saavuttamisessa tärkeää, sillä tulorahoitus on avainasemassa tavoitellun kasvun rahoittamisen näkökulmasta.

Tilikaudella 2024 Duell saavutti kannattavuuskäänteen tehostustoimien sekä Keski-Euroopan markkinan ripeän orgaanisen kasvun tuella, minkä lisäksi velkaisuutta laskettiin kestäväälle tasolle osakeannilla. Lyhyellä aikavälillä odotamme yhtiön käyttävän liiketoiminnan rahavirtansa edelleen velkarahoituksen vähentämiseen, minkä takia pidämme kuluva tilikauden aikana yritysostoja epätodennäköisenä. Tilikauden 2025 talvisesongin sääolosuhteet jäivät selvästi odotuksiamme heikommiksi, minkä myötä odotamme talvisesongin liikevaihdon ja kannattavuuden jäävän edellisen tilikauden luvuista. Laskimme tämän vuoksi kuluva tilikauden ennusteitamme etenkin talvikauden päättävää Q2:ta koskien.

Arvostus on poljettu pohjamutiin

Ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut tilikausille 2025 ja 2026 ovat 8x ja 7x, kun taas vastaavat EV/EBITA-kertoimet ovat 7,3x ja 6,4x. Tulospohjaiset kertoimet ovat mielestämme tilikaudelle 2025 halvat, kun taas vuoden 2026 osalta arvostuskertoimet ovat jo selvästi alelaarissa. DCF-mallimme viitoittama osakekohtainen arvo on tavoitehintamme tasolla 9 eurossa. Matalan arvostuksen takia osakekurssin selvempi lasku vaatisi taakseen mielestämme tulostason heikentymisen. Kokonaisuutena lähivuosien positiivinen markkinannäkymä ja tehostustoimet tekevät negatiivisesta kannattavuuskehityksestä mielestämme epätodennäköistä. Toisaalta yhtiön suorittaessa ennusteidemme mukaisesti arvioimme tuotto-odotuksen selvästi tuottovaadettamme korkeammaksi. Näin ollen riski/tuotto-suhde on arviomme mukaan erinomainen.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

Tavoitehint:

9,00 EUR

(aik. 9,00 EUR)

Osakekurssi:

6,40

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	124,7	129,5	134,3	138,3
kasvu-%	5 %	4 %	4 %	3 %
EBIT oik.	6,2	6,9	7,7	8,3
EBIT-% oik.	5,0 %	5,4 %	5,7 %	6,0 %
Nettotulos	-2,6	1,3	2,1	2,9
EPS (oik.)	0,00	0,81	0,94	1,08

P/E (oik.)	13,2	7,9	6,8	5,9
P/B	0,7	0,6	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,3 %	2,0 %	2,8 %
EV/EBIT (oik.)	9,0	7,3	6,4	5,5
EV/EBITDA	12,2	6,5	5,7	4,9
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4	0,3

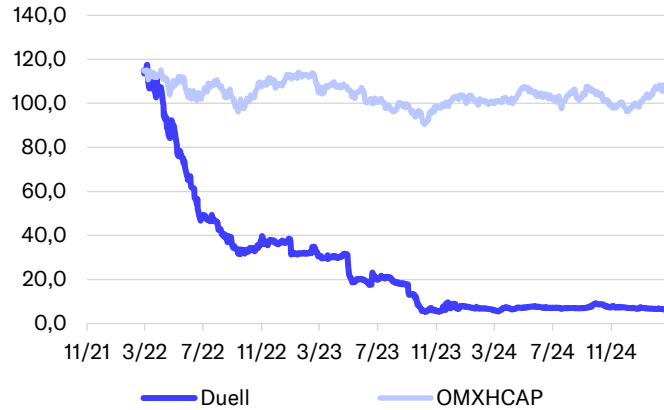
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

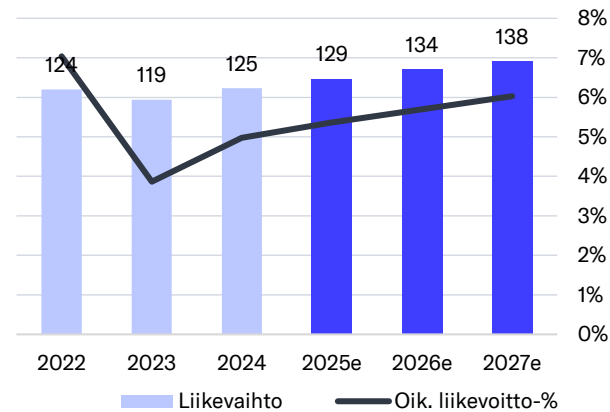
Duell odottaa, että orgaaninen valuuttakurssikorjattu liikevaihto on samalla tasolla tai korkeampi kuin edellisenä vuonna. Duell keskittyy edelleen kannattavuuden parantamiseen ja odottaa oikaistun EBITA:n paranevan viime vuoden tasosta.

Osakekurssi



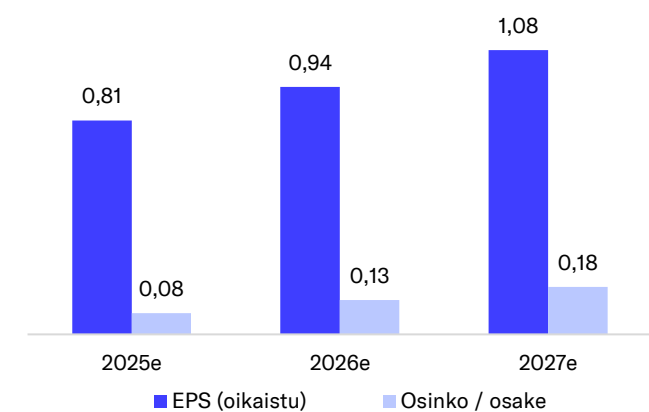
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Brändiportfolion optimointi ja jälleenmyyjäverkoston kasvu
- Laajentuminen uusille kohdemarkkinoille vahvistaa pitkän tähtäimen kasvupotentiaalia
- Nykyisessä kannattavuustasossa on nousupotentiaalia liikevaihdon kasvun myötä

Riskitekijät

- Rajalliseen hinnoitteluvoimaan ja arvoketjuasemaan linkittyvät pitkän tähtäimen riskit
- Sääolosuhteet voivat heikentää lyhyen tähtäimen myyntinäkymää
- Yritysostoihin liittyvät tavanomaiset riskit
- Kilpailutilanteen mahdolliset pitkän tähtäimen muutokset
- Kilpailukyky verkkokaupan kasvatteassa osuutta loppumarkkinasta

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	6,40	6,40	6,40
Osakemäärä, milj. kpl	5,19	5,19	5,19
Markkina-arvo	33	33	33
Yritysarvo (EV)	51	49	46
P/E (oik.)	7,9	6,8	5,9
P/E	25,2	15,5	11,6
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	6,5	5,7	4,9
EV/EBIT (oik.)	7,3	6,4	5,5
Osinko/tulos (%)	31,5 %	31,5 %	32,6 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	2,0 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	14-17
Markkina ja kilpailukenttä	18-22
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	23-24
Ennusteet	25-27
Arvonmääritys	30-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Duell lyhyesti

Duell on yksi johtavista jakelijoista moottoriurheilun varusteiden ja varaosien markkinoilla Pohjoismaissa ja Baltiassa. Tämän lisäksi yhtiö on laajentunut maantieteellisesti muualle Eurooppaan sekä uusiin tuotesegmentteihin kuten polkupyöriin.

1983

Perustamisvuosi

124 (4,9 %)

Liikevaihto 2024 (kasvu-%)

17 % (2019-2024)

Keskimääräinen liikevaihdon kasvu (CAGR)

6,2 MEUR (5,0 %)

Oikaistu EBITA 2024 (oik. EBITA-%)

215

Henkilöstö keskimäärin tilikaudella 2024

Laajentuminen Ruotsiin (2012-2017)

Laajentuminen muihin pohjoismaihin alkoi vuosikymmenen alkupuolella

Ensimmäiset kasvuaskeleet ja yritysosto Suomen ulkopuolella

Nousu merkittäväksi jakelijaksi Ruotsin markkinoilla

Uusi strategia 2018-2019

Pääomasijoittaja Sponsor osaomistajaksi

Strategisia hankkeita Pohjoismaiden ulkopuolelle laajentumista varten

Ensimmäisten omien vaatemerkkien hankinta ja hiihtoliiketoiminnan myynti

Myyntiorganisaatio perustettiin Keski-Eurooppaan

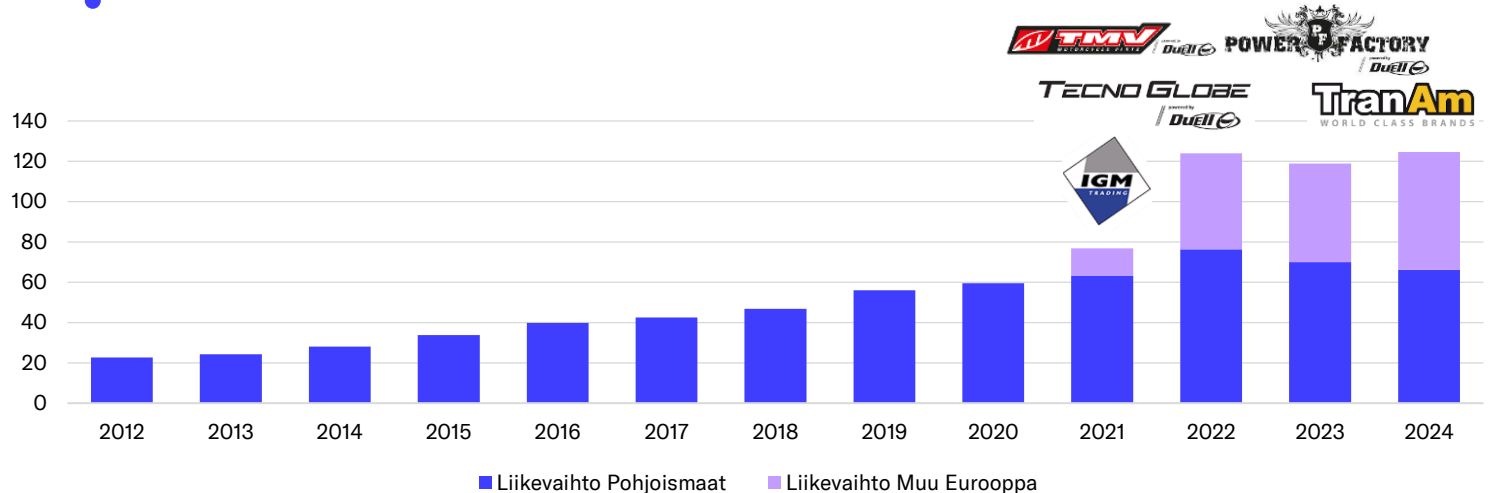
Epäorgaaninen kasvu 2020->

Nimenmuutos Duelliksi ja listautuminen First North -listalle

Viisi strategista yrityskauppaa, jotka vauhdittivat kasvua Keski-Euroopassa ja Pohjoismaissa

Markkinatilanteen äkillinen muutos kiristää tasetta ja rahoitusta järjestellään uudelleen

Liikevaihdosta puolet tulee Pohjoismaiden ulkopuolelta, johon yhtiön kasvuhakuinen strategia edelleen painottuu



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Moottoriurheilun varusteiden ja varaosien jakelija

Duell on moottoriurheilun (powersports) markkinoilla toimiva jakelija, jolla on johtava asema Suomessa ja Ruotsissa ja kasvava asema muualla Euroopassa. Yhtiö jakelee moottoripyörä-, ATV-maastoajoneuvo (all terrain vehicle), polkupyörä-, moottorikelkka-, veneily- ja puutarhapienkonetuotteita. Tuotetarjoama kattaa teknisiä osia ja varaosia sekä henkilökohtaisia tarvikkeita, kuten vaatteita ja muita ajovarusteita, joita jaellaan laajalle jälleenmyyjäverkostolle.

Duellin tavanomaisesta kalenterivuositaisesta rytmistä poikkeavan ja elokuussa 2024 päättyneen tilikauden liikevaihto kasvoi 5 % vertailukaudesta ja oli 125 MEUR. Edellisen tilikauden aikana tehty TranAm -yritysosto tuki liikevaihtoa, minkä myötä liikevaihdon orgaaninen kehitys oli nollan tuntumassa. Näin ollen edeltävän tilikauden orgaanisen liikevaihdon voimakas lasku saatiin katkaistua. Tilikauden oikaistu liikevoitto ilman liikearvon poistoja (EBITA) oli 6,2 MEUR (oik. EBITA-% 5,0 %).

Laaja tuote- ja brändiportfolio ja jälleenmyyjäverkosto

Duellin tarjonta muodostuu noin 500 brändin tuotevalikoimasta, mikä kattaa noin 130 000 tuotetta. Yhtiö jakaa ulkopuolisen brändivalikoiman parhaisiin brändeihin ja muihin brändeihin, minkä lisäksi valikoimaan kuuluu noin 20 omaa tuotemerkkiä.

Parhaat brändit (noin 60 kpl) ovat yhtiön mukaan markkinoiden johtavia brändejä omissa tuoteryhmissään, joista osaan Duell on saanut alueellisen yksinoikeuden. Vastaavasti muut brändit keskittyvät yhtiön mukaan enemmän itse tuotteeseen ja vähemmän brändin arvoon. Tilikaudella 2024 ulkopuolisten brändien osuus Duellin liikevaihdosta oli 82 % ja loput liikevaihdosta tuli omista tuotemerkeistä. Yhtiön omien brändien merkitys on tärkeä, koska ne ovat lähtökohtaisesti keskimääräistä parempikatteisia ja niitä voidaan myydä sekä markkinoida rajoituksetta kaikilla kohdemarkkinoilla.

Lähde: Inderes, Duell

Jakelijana Duell toimii brändiyhtiöiden ja jälleenmyyjien välillä hankkien tuotteita brändien omistajien valikoimista ja jaellen tuotteet jälleenmyyjille, jotka myyvät ne pääasiassa kuluttajista muodostuville loppuasiakkailleen. Asiakaskunta koostuu noin 4500 jälleenmyyjästä Pohjoismaissa ja noin 4000 jälleenmyyjästä Baltiassa, Keski- ja Etelä-Euroopassa sekä Iso-Britanniassa.

Yli puolet myynnistä tulee Pohjoismaista

Duellin kehitysvaihetta ja kasvustrategian nykyistä vaihetta heijastellen tilikauden 2024 raportoidusta liikevaihdosta noin 47 % muodostui myynnistä Pohjoismaissa, kun taas muun Euroopan osuus oli noin 53 %.

Noin 3/4 jälleenmyyjistä koostuu kivijalkamyymälöistä, kuten vähittäiskaupan toimijoista, erikoisliikkeistä ja korjaamoista. Vastaavasti verkkokaupan toimijat vastasivat 25 % myynnistä tilikaudella 2023.

Tilikaudella 2024 liikevaihdosta noin 70 % muodostui teknisistä osista ja varaosista kuten moottoreista ja niiden osista, renkaista, jarruista ja ketjuista. Vastaavasti noin 30 % liikevaihdosta muodostui henkilökohtaisista ajovarusteista ja suojarusteista kuten vaatteista, kypäristä, hanskoista ja kengistä.

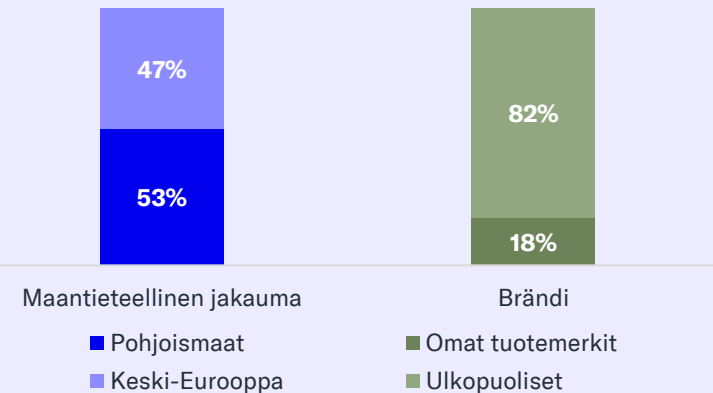
Tarjontaa jokaiseen vuodenaikaan

Duell jakaa varaosien ja varusteidensa tuotevalikoimansa kuuteen tuoteryhmään, jotka ovat moottoripyöräily, polkupyöräily, moottorikelkkailu, ATV/UTV-ajoneuvot, veneily, ja puutarha/metsä. Näin ollen yhtiöllä on tarjontaa sekä talvi- että kesäkausille. Historiallisesti liikevaihdossa on ollut kausiluonteisuutta.



- ◆ **Moottoriurheilun varusteiden ja varaosien jakelija**
- ◆ **Johtava toimija Pohjoismaissa ja kasvava asema Euroopassa**
- ◆ **Brändiportfolio sisältää noin 500 brändiä**
- ◆ **Noin 8 500 jälleenmyyjäasiakasta**
- ◆ **Noin 130 tuhatta tuotetta**

Myynnin jakauma
tilikausi 2024



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Olennainen tekijä kausiluonteisuuden kannalta on arviomme mukaan sääolosuhteet, sillä esimerkiksi vähäluminen talvi heikentää talvikaudelle osuvien neljänneksien myyntiä. Vastaavasti heikko kesä voi vaikuttaa ajettuihin kilometreihin ja siten tuotteiden kysyntään. Viimeisen neljän vuoden lukujen pohjalta kesäkausien (Q3 ja Q4) myynti on ollut talvikauden (Q1 ja Q2) myyntiä suurempaa. Arviomme mukaan, tehtyjen yritysostojen seurauksena Duellin liikevaihto painottuu jatkossa entistä voimakkaammin kesäkauden tuotteisiin painottuen etenkin Q3:lle (maalis-toukokuu), mikä voimistaa kausiluonteisuutta eli kvartaalitason muutoksia liikevaihdossa ja kannattavuudessa.

Asiakassopimuksissa vähän kiinteitä elementtejä

Duellin liikevaihdossa ei ole vahvoja sopimus pohjaisia jatkuvia elementtejä, sillä liikevaihto on riippuvainen jälleenmyyjien tilauksista, jotka vaihtelevat niiden ennakoiman kysynnän ja varastotasojen mukaan. Yhtiö voi kuitenkin sopia asiakkaidensa kanssa puitesopimuksia, joissa on sovittu vähimmäisostoista, minkä lisäksi niissä on usein kannustimia tiettyihin volyymimääriin yltämiseksi. Jatkuvuutta liikevaihtoon tuo myös tietyt alueelliset yksinoikeudet sekä pitkä historia useiden brändien ja jälleenmyyjien yhteistyökumppanina.

Tilikaudella 2023 Duellin kaksi suurinta asiakasta toivat 10 % liikevaihdosta, ja vastaavasti taas 3-10 suurliikevaihdosta. Jäljelle jäävät 8 490 asiakasta toivat 80 % liikevaihdosta. Siten asiakasrakenne on mielestämme hyvin hajautunut. Duell ei ole tiedottanut asiakasrakennettaan tilikauden 2024 osalta, mutta arvioimme asiakasrakenteen pysyneen jokseenkin edellisen tilikauden kaltaisena.

Vaikka Duellin liikevaihdossa ei ole vahvoja sitovia elementtejä, yhtiöllä on näkyvyyttä kysyntään ja perusluonteeltaan kysyntä on ennustettavaa tavanomaisessa toimintaympäristössä. Tämän

taustalla on se, että jälleenmyyjät tekevät tulevia talvi- ja kesäkausia silmällä pitäen ennakkotilauksia. Näiden ansiosta yhtiöllä tulisi tavanomaisessa toimintaympäristössä olla kohtuullinen näkyvyys myyntiin kahden ja osin jopa kolmen kvartaalin päähän. Arviomme mukaan tämä ei kuitenkaan ole pätenyt erityisen hyvin hiljattain, kun jälleenmyyjät ovat laskeneet huomattavasti varastotasojaan.

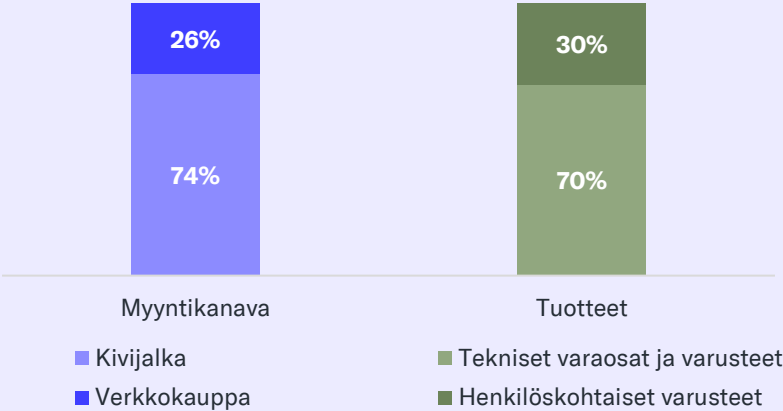
Arvoketjuasema on arviomme mukaan tyydyttävä

Duell on tyypillinen tukkuri, jolla ei ole omaa valmistavaa toimintaa, sillä sen omien tuotemerkkien tuotteet valmistetaan ulkopuolisten toimittajien toimesta pääasiassa Aasiassa. Näin ollen yhtiön liiketoimintamallin ydintoimintoja ovat brändiportfolioissa olevien toimittajien tuotteiden markkinointi ja myynti sekä jakelu eli logistiikkatoiminnot (ml. varastointi).

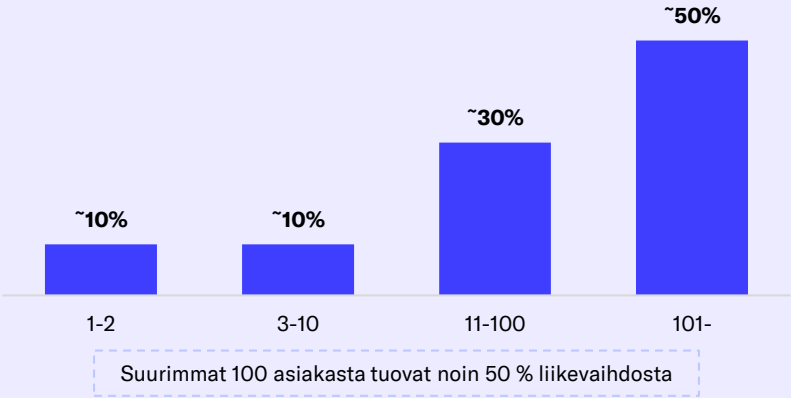
Tukkurin rooli on brändin kannalta tärkeä, sillä niiden avulla brändit kykenevät laajentamaan jakelukanaviaan. Brändeille yhtiö luo arvoa tarjoamalla laajan ja tehokkaan myynti- ja jakeluverkoston etenkin pienempiin markkinoihin ja asiakkaisiin, kun taas jälleenmyyjien suuntaan arvo syntyy erityisesti tuotetarjoaman laajuuden ja sen kilpailukykyisen eli nopean ja ennakoitavissa olevan saatavuuden kautta.

Tätä taustaa vasten Duellin arvoketjuasema on brändiyhtiöiden ja jälleenmyyjien välisessä lohkossa mielestämme tyydyttävä, sillä sekä brändien omistajien että jälleenmyyjienkin neuvotteluvoima arvoketjussa on arviomme mukaan huomattava. Arvoketjuasemaansa Duellin on mahdollista vahvistaa kasvattamalla sekä laadukkaiden brändien että jälleenmyyjien lukumäärää, mikä tekee siitä entistä houkuttelevamman kumppanin arvoketjussa. Näin ollen yhtiön on inta asiakasta toivat noin 10 % mahdollista vahvistaa myös kilpailukykyään kasvun kautta.

Liikevaihdon jakauma
Tilikausi 2024



Asiakasjakauma asiakkaiden koon mukaan
(2023, % liikevaihdosta)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Jakelutoimintojen kilpailukyvyyn kannalta keskiössä on logistiikkaosaaminen ja etenkin varastot, joiden sijainnit ovat tärkeässä asemassa kilpailukyvyyn kannalta. Yhtiön suurin varasto on Suomessa Mustasaarella, josta hoidetaan lukuisten tuoteryhmien toimitukset Suomeen ja Baltiaan. Vastaavasti Ruotsin Tranåsın varastosta yhtiö toimittaa Pohjoismaihin, Isoon-Britanniaan sekä Keski- ja Etelä-Eurooppaan. Yrityskauppojen ansiosta yhtiöllä on varastot myös Tampereella, Alankomaissa, Ranskassa ja Iso-Britanniassa. Tampereen varasto on PowerFactory-hankinnan seurauksena keskittynyt pyöräilysegmenttiin ja sen kautta toimitetaan polkupyörien varaosia ja varusteita Pohjoismaihin. Alankomaiden ja Ranskan varastot taas ovat tärkeässä asemassa Keski-Euroopan markkinoiden toimituksien kannalta. Alankomaiden varasto palvelee pääosin Benelux-maiden sekä Saksan markkinaa, kun taas Ranskan varastolta toimitetaan pääosin Ranskan markkinaan. Vastaavasti Iso-Britannian varasto keskittyy palvelemaan Iso-Britannian markkinaa.

Logistiikan tehokkuuden kannalta keskiössä ovat varastojen sijainnin lisäksi IT-infrastruktuuri ja sovellukset. Suomen varastolla otettiin uusi varastojärjestelmä käyttöön vuoden 2022 lopulla ja vuoden 2023 syksyllä myös Ranskan varastojärjestelmää päivitettiin. Varastojen sijaintien, järjestelmien sekä nykyisen palvelutason osalta Duell tarkastelee tilikauden 2024 aikana mahdollisesti vaadittavia laajennuksia heijastellen kasvuhakuisuutta Keski-Euroopan markkinoilla, mitä heijastellen viime vuosien keskimääräisen orgaanisen investointitahdin ylitys ei olisi mielestämme lähivuosina suuri yllätys.

Suhteellisesti Duellin Muun Euroopan markkina-alueen tarjooma painottuu enemmän varusteisiin, kun taas Pohjoismaissa Duell myy enemmän varaosia. Tämän myötä markkina-alueiden varastojen vaatimukset asiakasarvon luomisen on kannalta ovat

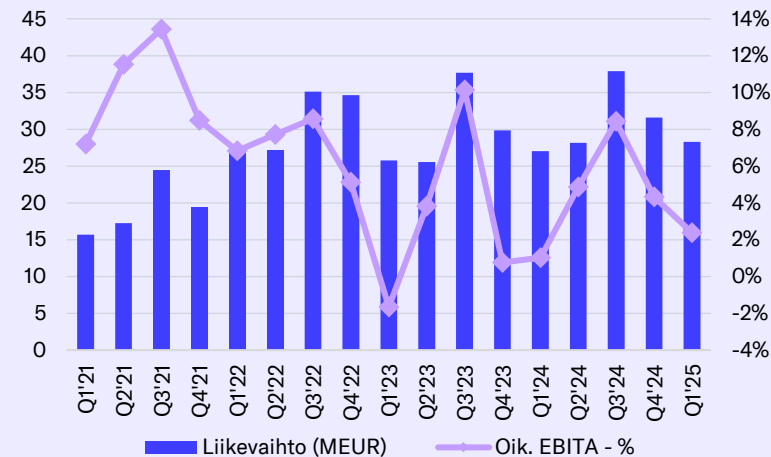
toisistaan hieman poikkeavat, sillä varaosakaupassa nopea ja varma toimitus on avainasemassa, kun taas varusteissa kiinnostava brändi ja tuotevalikoima ovat erityisen tärkeitä.

Liiketoimintamallissa pääomaa sitoutuu varastoihin

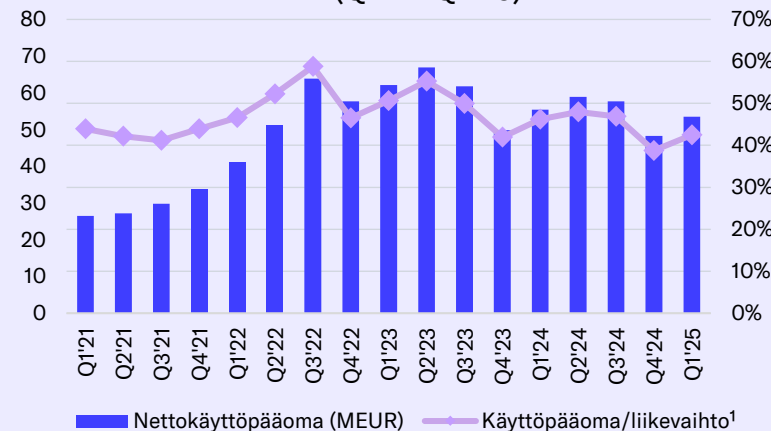
Duellin liiketoimintamalli ei edellytä merkittäviä investointeja, minkä taustalla on jakeluliiketoiminnan luonne ja se, että yhtiö on vuokralla käyttämissään varastotiloissa. Yhtiön liiketoiminnan edellyttämät investoinnit kohdistuvatkin suurelta osin IT-hankkeisiin. Maltillista investointitarvetta heijastellen liiketoiminnan investoinnit ilman tuotemerkkiostoja ovat olleet noin 0,3-2,5 MEUR tilikausilla 2019-2024. Yhteenlaskettuna vastaavan aikavälin investoinnit ovat 7 MEUR:n tasolla. Tilikauden 2023 2,5 MEUR:n investoinnit olivat Duellin pörssihistorian investointien huipputaso ja nämä investoinnit kohdistuivat Duellin uuteen verkkokauppa-alustaan. Arviomme mukaan yhtiön orgaaniset investointitarpeet nykyisessä kokoluokassa ovat keskimäärin noin 1-2 MEUR vuositasolla.

Rahavirran kerryttämistä liiketoimintamallissa kuitenkin hidastaa huomattava käyttöpääoman sitoutuminen, minkä taustalla on etenkin liiketoiminnan kokoluokkaan suhteutettuna merkittävän kokoiset varastot. Suhteellisesti suuren kokoiset varastot ovat Duellin kaltaiselle tukkurille tavanomaisia, mutta ne ovat arviomme mukaan osin myös tehtyjen strategisten päätösten seurausta. Tämän taustalla on se, että kattavat ja maantieteellisesti hajautuneet varastot mahdollistavat lyhyet toimitusajat, mikä taas on näkemysemme mukaan yhtiön pitkän tähtäimen kilpailukyvyyn kannalta kriittistä. Käyttöpääoman määrä on myös vaihdellut rajusti kvartaalien välillä sesonkimyyntien mukana. Odotamme nettokäyttöpääoman kausiluonteisuuden jatkuvan ja olevan jatkossa Q2:lla korkeimmillaan ja Q4:llä matalammillaan.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kausivaihtelu (Q1'21–Q1'25)



Nettokäyttöpääoma (Q1'21–Q1'25)



¹Käyttöpääoman suhde edellisen neljän kvartaalin yhteenlaskettuun liikevaihtoon
Lähde: Inderes, Duell

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Tämä heijastelee kesäsesonkia varten kasvavia varastoja Q2:lla ja sesonkimyyntin kautta laskevia varastoja Q3:n ja Q4:n aikana.

Tilikausilla 2019-2024 Duellin käyttöpääoma suhteessa sen edellisen 12kk liikevaihtoon on ollut 42-60 %. Yrityskauppojen ajoituksen takia tuloslaskelmassa ostettujen yritysten liikevaihdot eivät kuitenkaan näy koko tilikauden osalta, kun taas taseeseen yrityskaupan vaikutus on välitön. Tätä taustaa vasten arvioimme, että viime vuosien nettokäyttöpääoman suhde raportoituun liikevaihtoon on ollut jonkin verran tavanomaista korkeampi ja odotamme nettokäyttöpääoman vaihtelevan jatkossa 40 ja 50 %:n välillä suhteessa edellisen 12 kuukauden liikevaihtoon. Toisin sanoen, 10 MEUR:n orgaanisen liikevaihdon kasvu vaatii Duellilta arviomme mukaan 4–5 MEUR:n pääoman sitomista käyttöpääomaan. Näin ollen nykyisellä kannattavuustasolla sekä velkakapasiteetilla Duellilla ei arviomme mukaan ole kaksinumeroisen orgaanisen liikevaihdon saavuttamiseksi vaadittuja pääomia kuluvalle tilikaudella, mutta liiketoiminnan rahavirran vahvistama tase mahdollistaa vauhdikkaamman kasvun tavoittelun jo tilikaudella 2026.

Rahavirta jää kasvuvaiheessa tulosta pienemmäksi

Matalia investointitarpeita, mutta korkeita kertaeriä ja rahoituskustannuksia sekä nettokäyttöpääoman sitoutumista peilaten Duellin liiketoiminnan rahavirta on ollut tilikausien 2019-2024 osalta keskimäärin operatiivista tulosta selvästi matalampi. Viimeisen viiden tilikauden aikana yhtiön raportoimasta oikaistuista käyttökatteesta (yht. 41 MEUR) vain 36 % (15 MEUR) on valunut raportoiduksi liiketoiminnan rahavirraksi. Vastaavana ajanjaksona arvioimme orgaanisen kasvuvauhdin olleen noin 6 %, mikä sisältää covid-pandemiaan aiheuttaman kysyntäpiikin tukeman orgaanisen liikevaihdon kasvupyrähdyksen sekä tämän

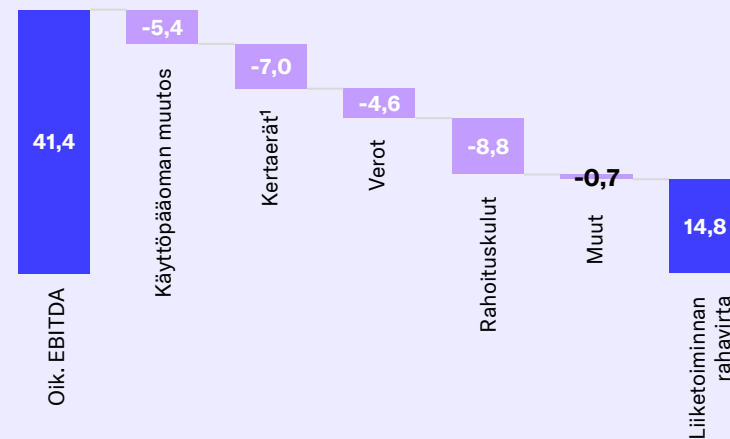
jälkeisen harkinnanvaraisen kulutuksen vaisumman kysynnän aiheuttaman liikevaihdon supistumisen. Näin ollen kokonaisuutena orgaaniset käyttöpääomatarpeet ovat jaksolla olleet maltilliset (5,4 MEUR) sisältäen tilikaudella 2023 tehdyn huomattavan kevennyksen käyttöpääomassa. Rahavirtaa selvästi haukanneet kertaerät ja rahoituskustannukset ovat suurimmalta osin liittyneet tehtyihin osakeanteihin sekä yritysostojen seurauksena korkeaksi kohonneen pankkilainan korkokuluihin. Näiden kulujen odotamme jatkossa jäävän vähäisemmiksi, minkä pitäisi tukea rahavirtaa. Yhtiöllä on kuitenkin näytön paikka osin kroonistuneiden kertaerien ja korkeiden rahoituskustannusten hillitsemisessä jatkossa.

Duellin kasvuhakuisen strategian myötä odotamme käyttöpääomatarpeiden rasittavan rahavirtaa, minkä myötä yhtiön vapaa rahavirta jäänee liikearvopoistoilla oikaistua nettotulosta matalammalle tasolle.

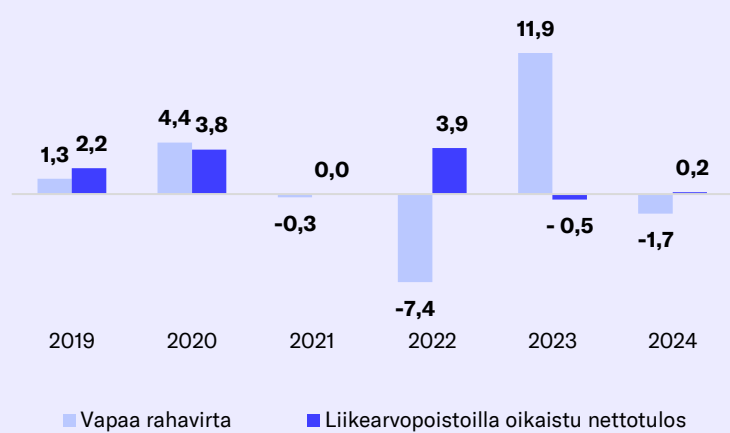
Sijoitettu pääoma kiertää hyvin

Duellin vuosien 2019-2024 sijoitetun pääoman kierto on ollut 1,6-1,9x. Käyttöomaisuuden osalta pääomakevyt liiketoimintamalli mahdollistaakin hyvän sijoitetun pääoman kierron, sillä pääoma koostuu valtaosin nettokäyttöpääomaeristä. Tämä sijoitetun pääoman kierto mahdollista myös hyvän sijoitetun pääoman tuoton saavuttamisen historiallisella kannattavuustasolla, sillä vastaavalla tarkastelujaksolla Duellin kertaeristä oikaistun sijoitetun pääoman tuotto on ollut keskimäärin noin 10 %. Huomioitavaa kuitenkin on, että kassavirtapohjaisesti tarkasteltuna sijoitetun pääoman tuotto on jäänyt heikolle tasolle edellä mainittujen rahavirtaa rasittaneiden seikkojen seurauksena.

Liiketoiminnan rahavirran komponentit (yhteensä 2019–2024)



Vapaa rahavirta ja oikaistu nettotulos



¹Kertaerät liittyvät listautumiskustannuksiin, suunnattuun- ja merkintäoikeusantiin, yrityskauppoihin, alaskirjauksiin, uudelleenjärjestelykuluihin sekä muihin kertaluonteisiin eriin
Lähde: Inderes, Duell

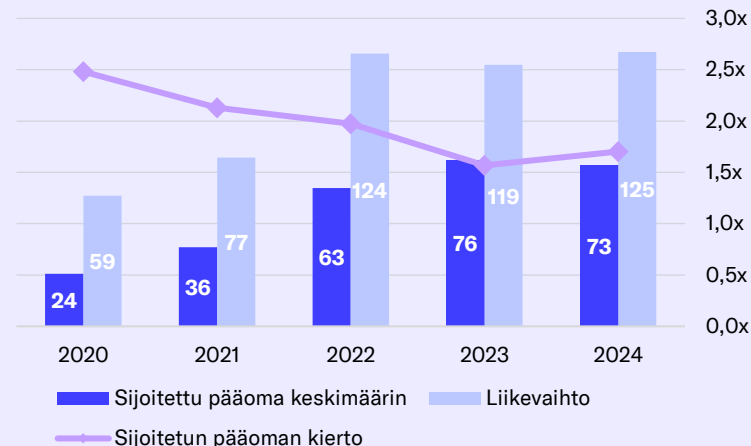
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Tilikausien 2022 ja 2023 aikana Duell kärsi korkeista varastotasoista kysynnän sakattua. Näin ollen näemme tehokkuuden mittareissa parantamisen varaa edellisiin tilikausiin nähden, mutta lyhyellä aikavälillä emme odota yhtiön yltävän listautumista edeltäneeseen iskukykyyn, jolloin yhtiö pääsi hyötymään markkinan erinomaisesta vedosta Pohjoismaihin keskittyvänä markkinajohtajana. Arviomme mukaan kasvuhakuisuus usealla maantieteellisellä markkinalla samanaikaisesti vaikeuttaa nettokäyttöpääoman painamista matalammalle tasolle. Toisaalta odotamme kannattavuuden elpyvän, mikä tukee pääoman tuoton mittareita.

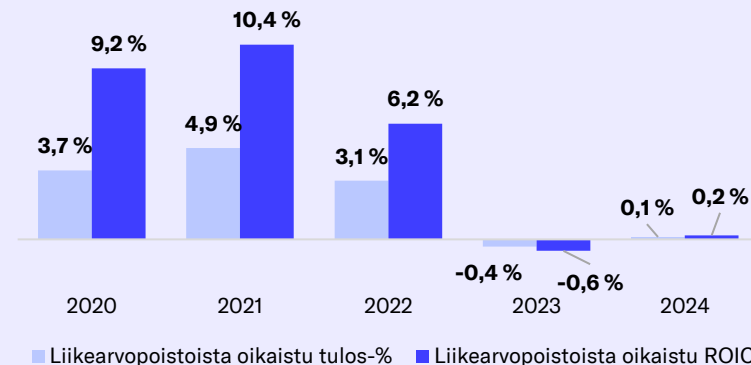
Strategian ytimessä oleva yritysostovetoinen kasvu tyssäsi tilikauteen 2023

Lyhyen aikavälin pääoman allokoinnissa yhtiön voi sanoa epäonnistuneen viimeisten tilikausien aikana. Tilikausien 2021-2023 aikana yhtiö investoi liiketoimintaansa noin 40 MEUR, joista pääosa kohdistui yritysostoihin. Tilikaudella 2023 tulokunto kuitenkin heikkeni tilikauden 2020 tasolle markkinan kysynnän sakkaamisen myötä. Tällä tarkastelujaksolla uuden sijoitetun pääoman tuotto onkin jäänyt hyvin heikoksi ja selvästi yhtiön pääoman tuottovaatimuksen alapuolelle. Konsernin tulisiikin parantaa tulokuntoaan merkittävästi, jotta yritysostoja voisi pitää onnistuneina. Sijoittajan kannalta yritysostojen arvonluonnin edellytyksiä heikensi entisestään yhtiön käyttämä runsas velkarahoitus, joka vivutti tuloskehitystä epäsuotuisaan suuntaan. Vuosina 2022 ja 2023 velkarahoituksen kustannus nousi rivakasti yleisen korkotason nousun myötä. Näiden tekijöiden yhteisvaikutuksen myötä yhtiö oli käytännössä pakotettu tekemään hintava osakeanti vuoden 2023 lopulla.

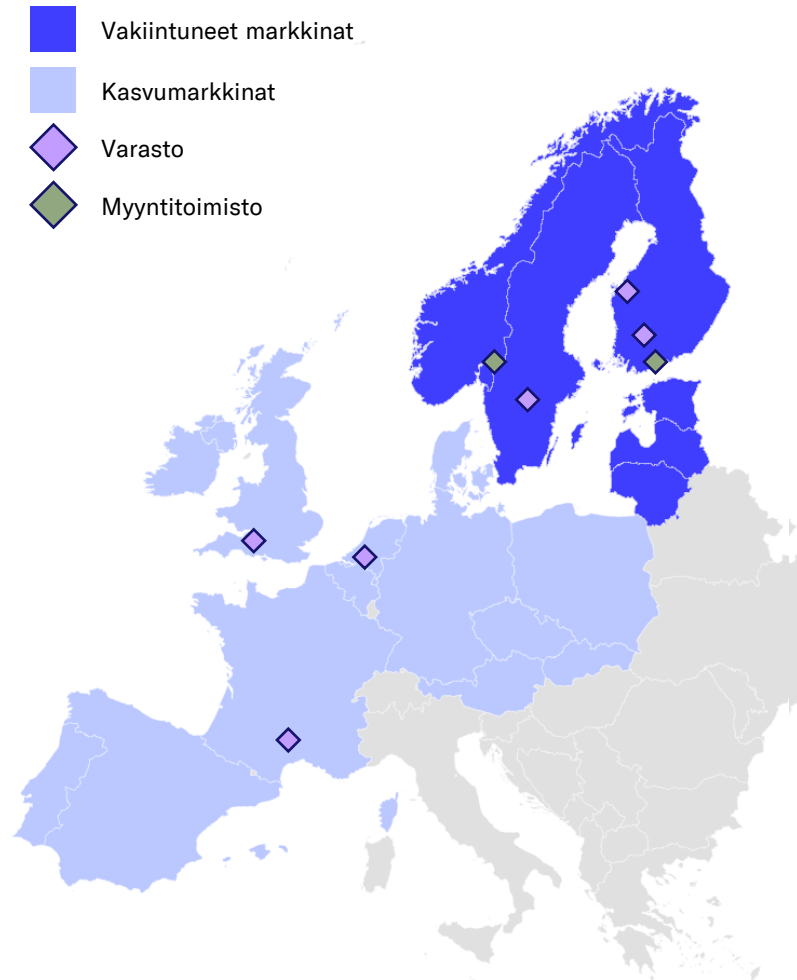
Sijoitettu pääoma ja liikevaihto (2020–2024)



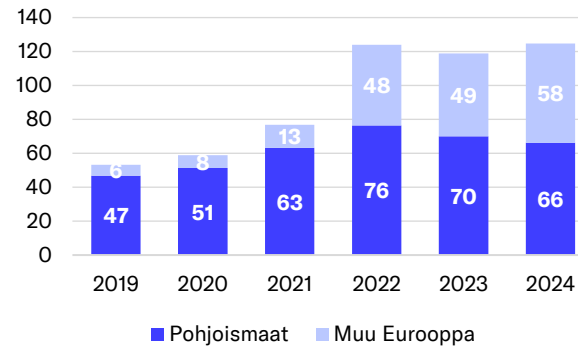
Kannattavuus (2020–2024)



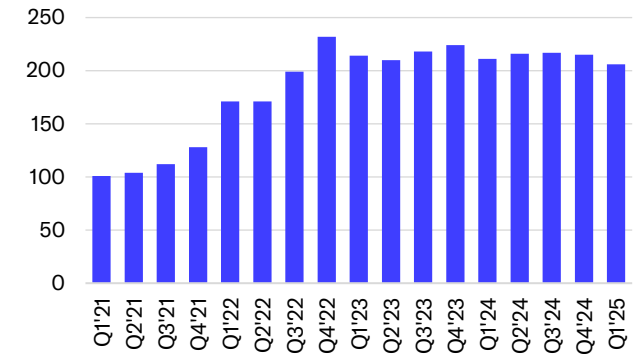
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7



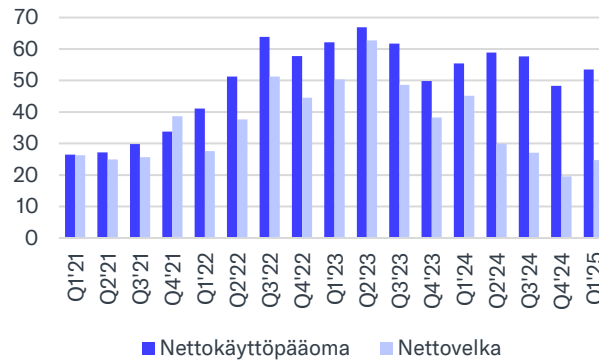
Liikevaihdon jakauman kehitys



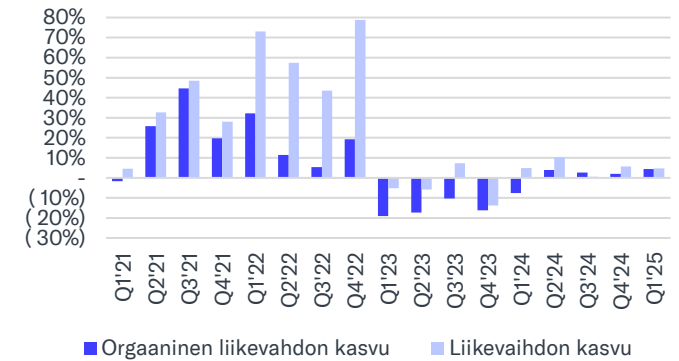
Henkilöstömäärän kehitys



Käyttöpääoma ja nettovelka



Liikevaihdon kasvu

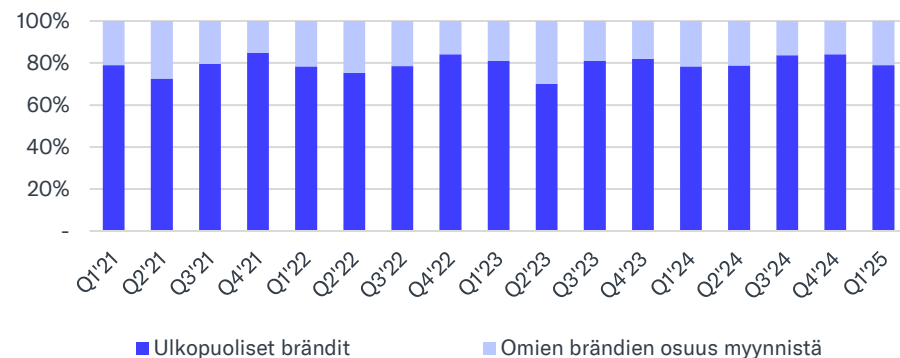


Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

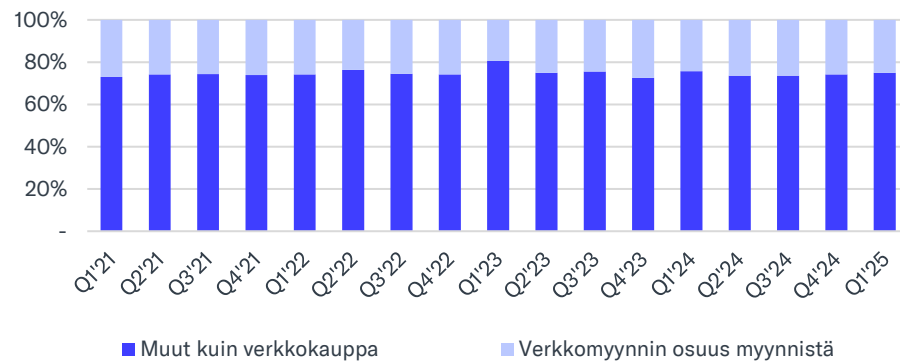
ARVOKETJU



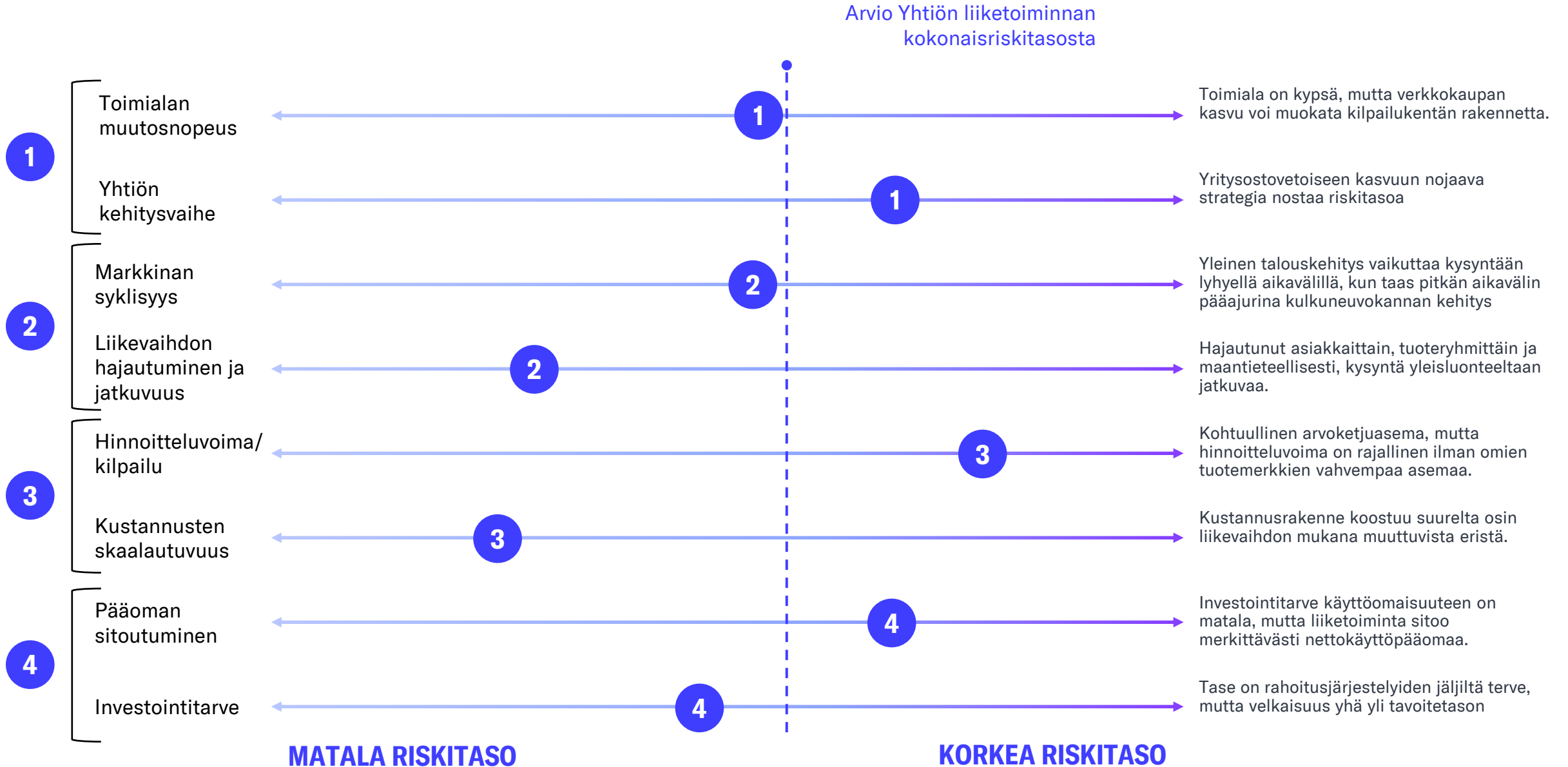
Omat brändit (%-liikevaihdosta)



Verkkokauppa (%-liikevaihdosta)



Liiketoiminnan riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Strategiset tavoitteet ja painopistealueet

Duellin kasvustrategian kaksi keskeistä tavoitetta ovat: 1) tulla jälleenmyyjien ja brändien omistajien parhaaksi kumppaniksi koko Euroopassa sekä 2) vahvistaa johtavaa markkinaosuuttaan Pohjoismaissa. Tavoitteiden saavuttamiseksi yhtiöllä on seuraavat strategiset painopistealueet:

Tehostamistoimenpiteiden edistäminen ja kannattavuuden parantaminen: Duell aloitti keväällä 2023 kustannussäästöohjelman, jonka säästöt kohdistuivat tilikaudelle 2024. Huomattavat säästöohjelmat jatkuvat myös tilikaudella 2025 yhtiön tiedotettua tilinpäätöstiedotteen yhteydessä muutosneuvotteluista, jotka tähtäävät 1 MEUR:n vuotuisiin säästöihin.

Uusille maantieteellisille markkinoille laajentuminen orgaanisesti ja yritys- sekä liiketoimintakaupoilla: Duell on jakanut kunkin markkinan sen oman markkina-aseman ja kasvutavoitteen perusteella neljään kategoriaan. Kussakin kategoriassa yhtiön kasvustrategia on jossain määrin erilainen. Yrityssostot eivät kuitenkaan ole prioriteettilistan kärjessä nykyisessä toimintaympäristössä.

Kumppani verkkomyyntin kehittämisessä: Kuluttajien siirtyminen käyttämään verkkokauppaa heijastuu Duellin jälleenmyyntiasiakkaisiin, minkä seurauksena verkkokaupat tarjoavat Duellille uusia kasvumahdollisuuksia. Tämä asettaa vaatimuksia yhtiön IT-infralle ja logistiikalle.

Brändivalikoiman kehittäminen: Duell pyrkii lisäämään brändejä sen tuotevalikoimassa, mutta samalla karsimaan päällekkäisiä brändejä. Valikoiman tavoitteellaan kattavan sekä matalamman että korkeamman hintapisteen vaihtoehdot eri

tuotekategorioissa. Tiettyjä brändejä yhtiö voi myös muuntaa omiksi tuotemerkeiksi tai hankkia omia tuotemerkkejä.

Markkinakohtainen laajentumissuunnitelma

Korkean markkinaosuuden markkinoilla, kuten Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Baltiassa Duell pyrkii kasvamaan kasvattamalla osuuttaan olemassa olevien asiakkaiden ostosten kokonaismäärästä. Tähän pyritään asiakassuhteita edistämällä, optimoimalla tilausten toimituksia sekä tarjoamalla laajaa valikoimaa brändejä ja tuotteita. Näillä markkinoilla Duell saattaa myös harkita laajentumista uusiin tuotesegmentteihin.

Matalamman markkinaosuuden markkinoilla kuten Isossa-Britanniassa, Alankomaissa, Ranskassa ja Benelux-maissa Duell tähtää markkinaosuuden kasvattamiseen uusia asiakkaita houkuttelemalla. Tämän lisäksi yhtiö suunnittelee kasvattavansa osuuttaan asiakkaidensa ostosten kokonaismäärästä ristiinmyynnillä eli esimerkiksi lisäämällä maakohtaisiin tuotevalikoimiin olemassa olevia brändi- ja tuoteryhmiä.

Varhaisen vaiheen markkinoilla kuten Saksassa, Tanskassa, Itävallassa, Espanjassa ja Portugalissa kasvua tavoitellaan pääasiassa orgaanisesti uusia asiakkaita hankkimalla. Näillä markkinoilla markkina-asemaa voidaan pyrkiä vahvistamaan yritys- ja liiketoimintakaupoilla tulevaisuudessa.

Uusia markkinoita Duell pyrkii tunnistamaan jatkuvasti. Näillä markkinoilla yhtiö keskittyy niiden analysoimiseen ja kehittämään markkinoillepääsystrategian. Tällaisille markkinoille laajentumisen pohjana toimii viereisten markkinoiden myyntikanavat sekä omien tuotemerkkien valikoima. Myös näillä markkinoilla voidaan tehdä yritysjärjestelyjä pidemmällä aikavälillä.

Strategiset tavoitteet



Tulla jälleenmyyjien ja brändien omistajien parhaaksi kumppaniksi koko Euroopassa



Vahvistaa johtavaa markkinaosuutta Pohjoismaissa

Strategiset painopistealueet



Tehostamistoimenpiteiden edistäminen ja kannattavuuden parantaminen



Uusille maantieteellisille markkinoille laajentuminen orgaanisesti ja epäorgaanisesti



Kumppani verkkomyyntin kehittämisessä



Brändivalikoiman kehittäminen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Kilpailukyky rakentuu brändi- ja jälleenmyyjäportfolioista

Näkemyksemme mukaan Duellin pitkän tähtäimen kilpailukyvyn ratkaisee brändi- ja tuoteportfolion kattavuus ja laatu sekä jälleenmyyntiverkoston laatu ja koko. Tämän taustalla on se, että brändi- ja tuoteportfolion laadun ja kattavuuden kohetessa yhtiöstä tulee houkuttelevampi kumppani jälleenmyyjille ja sen kyvykkyudet palvella suurempaa jälleenmyyjäjoukkoa kasvavat. Laajuus ja laatu kulkevat käsi kädessä, sillä arviomme mukaan suuri määrä keskenään kilpailevia brändejä samoilla markkinoilla voisi heikentää Duellin houkuttelevuutta brändiomistajien näkökulmasta. Toisaalta yhdessä tuotekategoriassa brändien määrän maksimointi ei arviomme mukaan olisi taloudellisista lähtökohdista järkevä strategia. Brändien suuntaan yhtiön houkuttelevuutta kasvattaa jälleenmyyjien määrän kasvu, sillä se laajentaa brändien myyntikanavia ja -kenttää. Lisäksi olennaisessa asemassa kilpailukyvyn kannalta ovat myös toimitusvarmuus ja -nopeus sekä tehokas operointi (ts. logistiikka), joka nojaa pitkälti IT-infrastruktuuriin. Näitä kilpailukyvyn määrittäviä elementtejä mukaillen pidämme strategisia painopistealueita oikeina ja kasvustrategiaa tukevin.

Arviomme mukaan yhtiön kohdemarkkinoilla kestävimmat kilpailuedun lähteet liittyvät tukkuliiketoiminnalle tyypillisesti skaalaetujen mahdollistamaan kustannusjohtajuuteen. Tämä selittää arviomme mukaan Duellin sekä muiden pääkilpailijoiden kasvuhakuisia strategioita. Tukkurin suurempi kokoluokka mahdollistaa myös laajemman ja syvemmän valikoiman ylläpitämisen mikä lisää houkuttelevuutta jälleenmyyjien suuntaan. Tuote- ja brändiyhtiöiden suuntaan taas suurempi myyntiverkosto tekee tukkurista houkuttelevamman kumppanin. Tästä asetelmasta johtuen pidämme näiden elementtien päälle rakentuvaa kasvustrategiaa yhtiön kilpailukykyä ja suhteellista asemaa vahvistavana kokonaisuutena.

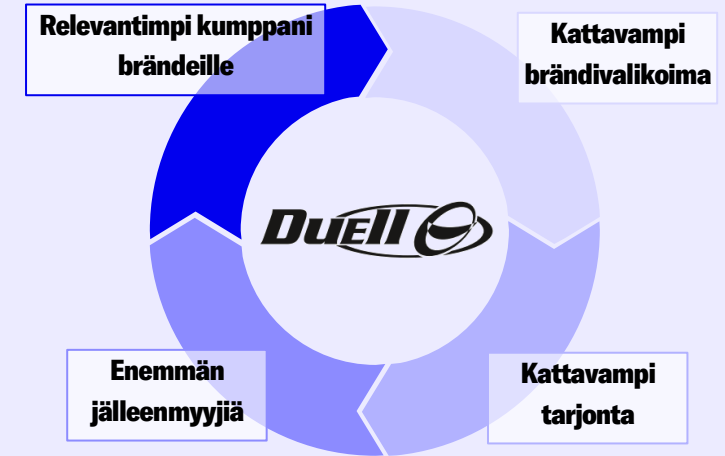
Epäorgaaninen kasvu työkalupakissa

Duell tähtää kasvun vauhdittamiseen jatkossakin yritysjärjestelyillä, mutta yhtiö on viestinyt olevansa lyhyellä aikavälillä yritysostoissa aiempaa valikoivampi heikentyneen liiketoimintaympäristön vuoksi. Edellisen yritysostonsa Duell teki tilikaudella 2023, kun se osti Iso-Britannialaisen moottoripyöräilyn ajovarusteiden ja tarvikkeiden jakelijan ja tukkumyyjän TranAmin.

Näkemyksemme mukaan yhtiön strategiset tavoitteet ja painopistealueet tukevat epäorgaanista kasvua. Lisäksi järjestelyille on näkemyksemme mukaan tunnistettavissa selkeä teollinen logiikka, sillä ne mahdollistavat orgaanista kasvua ripeämmän ja alusta alkaen positiivista kassavirtaa tuottavan laajentumisen uudelle markkina-alueelle, uusiin asiakkuuksiin ja potentiaalisesti uusiin tuoteryhmiin. Lisäksi niiden mukana yhtiö saa valmiita myyntikanavia omille brändeilleen.

Duell on kertonut tehneensä yritysostoja keskimäärin 6x EV/EBITDA-kertoimella, mikä vastaa myös meidän arviotamme maksetuista kauppahinnoista suhteessa ostettujen liiketoimintojen kauppaa edeltäneisiin kannattavuuksiin. Arviomme yritysostokohteiden liikevaihdon ja siten myös kannattavuuden kehittyneen lyhyellä aikavälillä heikosti, minkä myötä maksetut kertoimet ovat huomattavasti korkeampia yritysostokohteiden nykyisiin tulostasoihin peilattuna. Pidämme yhtiön yritysostostrategiaa etenkin suuremman jälleenmyyjäverkoston ja tuotevalikoiman myötä vahvistuvan arvonluontipotentiaalin takia perusteltuna. Yritysostovetoisen strategian toteutus on kuitenkin arviomme mukaan hyvin vaativala jatkuva liiketoimintojen integrointi ja kulttuurikysymykset huomioiden. Strategian arvoa luovan toteutuksen osalta yhtiöllä onkin vielä paljon todistettavaa.

Kilpailukyvyn rakennuspalikat



Epäorgaanisen kasvun taustatekijät



Teollinen logiikka perustuu tehokkaampaan ja alusta lähtien kassavirtapositiiviseen laajentumiseen sekä valmiisiin jakelukanaviin

Strateginen logiikka linkittyy kasvutavoitteisiin



Taloudellisia mittareina korostuu maksettava kauppahinta ja ostettavan kohteen operatiivinen kehitys

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Laadulliset kriteerit eivät ole kiveen hakattuja

Käsityksemme mukaan Duellin yritysostokohteilta edellyttämät laadulliset kriteerit (esim. koko, kannattavuus jne.) eivät ole kiveen hakattuja, sillä yhtiö tarkastelee yritysostoja erityisesti strategisista lähtökohdista. Tällöin yritysostokohteita valikoidessa Duell arviomme mukaan keskittyy arvioimaan ostokohteen markkina-asemaa ja -tilannetta, brändi- ja tuoteportfolioa, sijaintia ja myös liiketoiminnan jatkuvuuden kannalta keskiössä olevaa henkilöstöä.

Myöskään yritysoston jälkeisien toimenpiteiden osalta yhtiöllä ei ole vain yhtä sovellettavaa tapaa integroida ostokohteita. Integraation syvyys riippuukin muun muassa ostokohteen koosta ja oman brändin paikallisesta tunnettuudesta. Liiketoimintamallia mukaillen integraation keskiössä on luonnollisesti logistiikka ja olemassa olevat järjestelmät, joiden edistyskellisyys vaikuttaa järjestelmäpuolen integraation syvyyteen. Strategista merkitystä mukaillen Duell ei ensisijaisesti tavoittele yritysostoissa kustannuspuolen synergioita, vaan potentiaalisimmat synergiat linkittyvät hankintojen avaamiin kasvumahdollisuuksiin.

Taloudelliset tavoitteet

Duellin hallitus on asettanut (9.10.2023) seuraavat keskipitkän aikavälin (3-5 vuotta) taloudelliset tavoitteet ja osingonjakopolitiikan:

Kasvu: Liikevaihto 200-300 MEUR:n välillä keskipitkällä aikavälillä, mikä saavutetaan orgaanisen kasvun sekä yrityskauppojen yhdistelmällä.

Kannattavuus: Oikaistu EBITA-% vähintään 13 %.

Velkaantumisaste: Nettovelan ja oikaistun käyttökateen

(EBITDA) suhde 2x-3x. Velkaantumisaste voi väliaikaisesti ylittää tavoitevälin (esimerkiksi yrityskauppojen yhteydessä).

Osinkopolitiikka: Vuosittain kasvava osinko, joka on vuositason määrältään vähintään 30 % raportoidusta tilikauden tuloksesta

Kasvutavoite vaatii epäorgaanista tukea

Yhtiö muutti liikevaihtotavoitettaan tilikaudella 2023, sillä aikaisemmin 200-300 MEUR:n liikevaihtoa tavoiteltiin vuoteen 2025 mennessä. Kasvutavoitteen muutoksen taustalla on arviomme mukaan erityisesti haastavammaksi muuttunut markkinaympäristö.

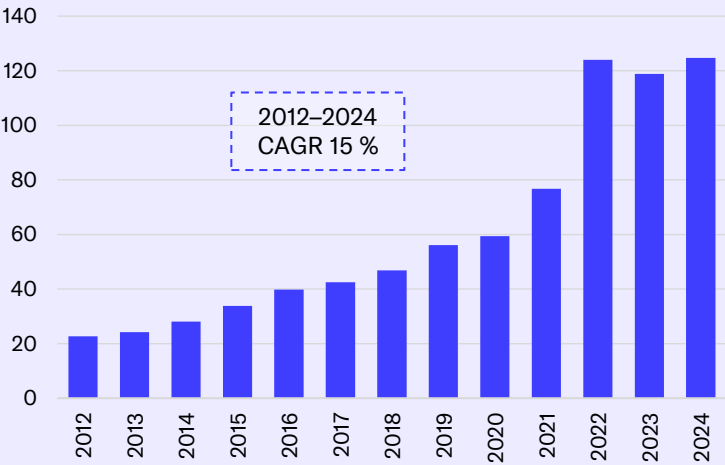
Liikevaihdon kasvutavoitteelle voidaan hakea vertailukohtaa sekä historiallisesta kasvuvauhdista että markkinan arvioidusta kasvunopeudesta. Yhtiön historiallinen (2012-2023) raportoitu vuotuinen kasvuvauhti on ollut noin 15 % vuositason (CAGR-% 15,2 %). Yli puolet kasvusta yhtiö on arviomme mukaan saavuttanut orgaanisesti, mutta etenkin tilikausina 2020–2023 tehdyt yritysostot ovat tukeneet kasvua selvästi.

Duellin tulee jatkaa markkinaa selvästi vauhdikkaampaa kasvuaan, jotta se saavuttaisi kasvutavoitteensa alarajan. Tämä edellyttää noin 13 % vuotuista kasvua (CAGR-%) vuoteen 2028 asti. Vastaavasti tavoitteen yläraja (liikevaihto 300 MEUR vuonna 2026) edellyttää yli 50 %:n kasvua tilikausilta 2025 ja 2026. Keskipitkän aikavälin kasvutavoitteen suhteellisen laavea haarukka arviomme mukaan heijasteleekin opportunistista suhtautumista yrityskauppoihin ja tavanomaista epävarmuutta niiden toteutumiseen.

Taloudelliset tavoitteet ja osingonjakopolitiikka

Kasvu	Liikevaihto 200–300 miljoonan MEUR:n välillä 2026-2028 aikana
Kannattavuus	Oikaistu EBITA-% vähintään 13 %
Velkaantuneisuus	Nettovelan ja oikaistun käyttökateen suhde 2x-3x
Osinko	Vuosittain kasvava osinko, joka on vuositason määrältään vähintään 30 % raportoidusta tilikauden tuloksesta

Historiallinen kasvu



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Kasvutavoitteeseen pääseminen arviomme mukaan vaatii taakseen yritysostoja, emmekä pidä tavoitteen saavuttamista puhtaasti orgaanisen kasvun avulla realistisena. Yrityskauppojen arvonluonnin edellytykset määrittävät ostokohteen kasvu- ja pääoman tuottoprofilista sekä maksetusta kauppahinnasta. Näin ollen kasvutavoitteeseen pääseminen yrityskauppojen kautta luo omistaja-arvoa vain jos yritysostoihin sijoitetun pääoman tuotto ylittää pääoman vaatimuksen. Tämän osalta yhtiöllä on todistettavaa, sillä listautumisen jälkeen Duellin ostamien yhtiöiden suoritustaso arviomme mukaan heikkeni selvästi haastavan markkinaympäristön myötävaikutuksesta. Näin ollen ostokohteiden historialliseen suoritustasoon pohjaavat maltilliset kauppahinnat kääntyivät heikenneeseen suoritustasoon nähden korkeiksi.

Kannattavuustavoite on erittäin korkealla

Tilikaudella 2024 yhtiön suhteellinen kannattavuus vahvistui vaisulta tasolta, ja oikaistu EBITA-% nousi 5 %:iin. Kannattavuuden vahvistumisen taustalla olivat säästötoimet sekä edellistä tilikautta paremmat myyntikatteet. Duellin nykyinen kulurakenne on suunniteltu nykyistä suuremmalle liikevaihdolle, joten näemme kannattavuudessa parantamisen varaa matalalta kysynnän palautuessa. Etenkin henkilöstökuluissa näemme skaalautumispotentiaalia edellisen tilikauden tasolta (noin 11 % liikevaihdosta) lähemmäs historiallista noin 8 % – 9% tasoa, mutta myös liiketoiminnan muissa kuluista näemme lievää tehostusvaraa.

Tavoitetasolle pääseminen vaatisi arviomme mukaan selvää tukea myyntikate-%:n vahvistumisesta sekä odotuksiamme nopeampaa liikevaihdon kasvua. Myyntikatteen

vahvistumisen ajurina näemme Duellin omien brändien myynnin osuuden kasvun, joiden katteet ovat arviomme mukaan jokseenkin ulkoisten brändien myyntiä korkeammat. Kohdemarkkinoiden dynaaminen kilpailutilanne sekä Pohjoismaiden ulkopuolella liiketoiminnan kasvattamisen vaatima kireämpi hinnoittelu tekevät kuitenkin parempien myyntikatteiden tavoittelusta mielestämme käytännössä haastavaa. Päättäneen tilikauden 2024 oikaistu 5 %:n EBITA-% huomioiden näemme kannattavuustavoitteen vaatiman parannuksen mittakaavan valtavana, minkä myötä kannattavuustavoite on arviomme mukaan nykyliiketoiminnoilla yhtiön saavuttamattomissa.

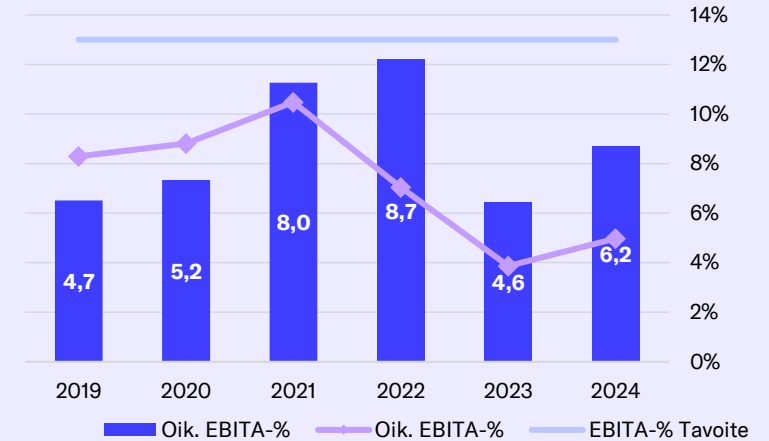
Osinkopolitiikka on kasvuyhtiöprofiilin mukainen

Osingonjakopolitiikan maltillinen osingonjakosuhte mielestämme heijastelee yhtiön kasvuhakuisuutta ja kasvuyhtiöprofiilia. Vaikka osingonjakopolitiikka asettaa jakosuhteelle vain lattiataason tullaan pidemmän tähtäimen pääoman allokoinnissa arviomme mukaan painottamaan kasvua osingon kustannuksella. Nykyisellä velkaantuneisuuden tasolla pidämme myös velan lyhentämistä voitonjaon sijaan perusteltuna.

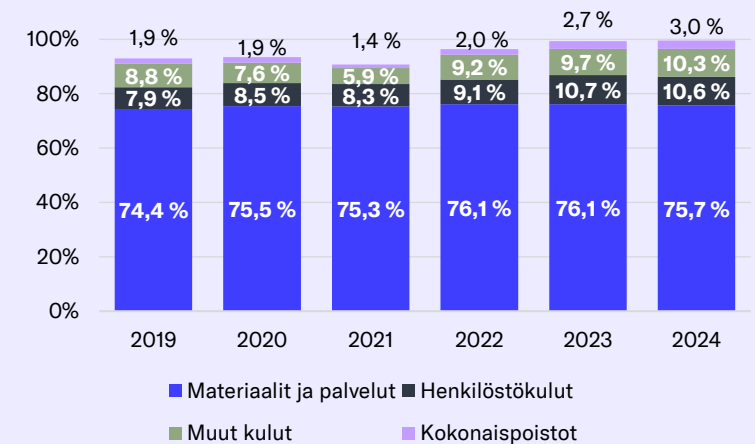
Velkaantuneisuus yhä yli tavoitetason

Duellin nettovelan suhde edellisen 12 kuukauden oikaistuun käyttökatteeseen oli Q1'25:n lopussa hieman yli tavoitetason (3x). Q2:lla sitoutuvan käyttöpääoman sekä vaisun tulostason myötä odotamme edellä mainitun suhteen käyvän noin 3,5x tasolla, minkä jälkeen odotamme käyttöpääomaa vapautumisen painavan velkaantuneisuuden yhtiön tavoitetasolle.

Kannattavuuskehitys



Kustannusrakenteen kehitys, % Liikevaihdosta



Markkina ja kilpailukenttä 1/4

Kohdemarkkinoiden määrittely

Duell toimii Euroopan moottoriurheilun varuste ja varaosamarkkinoilla onroad- ja offroad-moottoripyörien, ATV-maastoajoneuvojen, mopojen, moottorikelkkojen ja veneilyn sekä puutarhapienkoneiden markkinasegmenteillä, minkä lisäksi Tecno Globe- ja PowerFactory -yhtisostojen kautta se laajensi polkupyörien markkinasegmenttiin Pohjoismaissa ja Ranskassa. Näiden markkinasegmenttien kokoluokat yhtiön maantieteellisen peiton sisällä muodostavatkin Duellin kohdemarkkinat tällä hetkellä. Huomioitavaa on kuitenkin, että kohdemarkkinat kasvavat samalla, kun yhtiö avaa uusia maantieteellisiä markkinoita tai laajentaa uusiin markkinasegmentteihin. Siten yhtiön kohdemarkkina on keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä muuttuva suure kasvustrategian edetessä. Esimerkiksi polkupyöräsegmenttiin laajentuminen on avannut kohdemarkkinan, joka on yhtiön arvion mukaan kokoluokaltaan noin 6 miljardin euron suuruinen.

Pohjaamme markkina-arviomme Duellin keväällä 2021 teettämään ja kolmannen osapuolen toteuttamaan markkinatutkimukseen sekä tuoreimpaan dataan Suomen ja Ruotsin moottoripyöräkantojen kehityksestä. Markkinatutkimuksessa kohdemarkkinan kokoluokan arvio perustuu onroad- ja offroad-moottoripyörien markkinaan, sillä muiden markkinasegmenttien kokoluokka on selvästi näitä pienempi ja haastavampi arvioida tarkasti.

Etenkin Euroopan markkinat ovat suuret

Markkinatutkimuksessa onroad-moottoripyörien komponenttien markkinakoon Pohjoismaissa on arvioitu olleen vuonna 2020 236 MEUR, kun taas vastaavan muun Euroopan markkinan koon on arvioitu olleen noin 5 miljardia euroa. Siten koko onroad-moottoripyörien komponenttimarkkinan kooksi on arvioitu noin

5,2 miljardia euroa. Vastaavasti offroad-moottoripyörien osalta markkinan kooksi arvioitiin 40 MEUR Pohjoismaissa ja noin 830 MEUR muissa Euroopan maissa. Näin ollen kohdemarkkinoiden kokoluokaksi kokonaisuudessaan on arvioitu noin 6 miljardia euroa vuonna 2020.

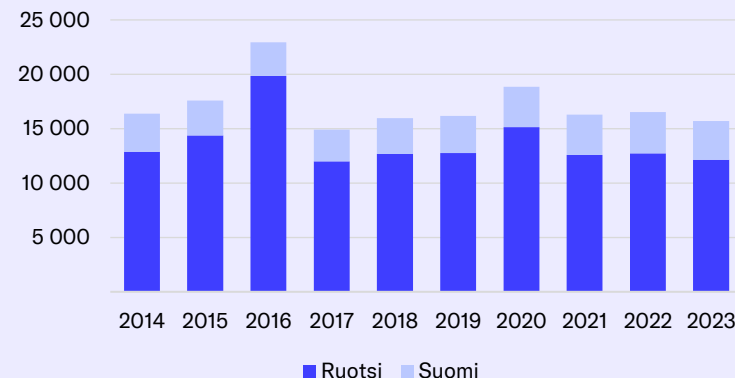
Edellä esitellyn onroad- ja offroad moottoripyörien komponenttien lisäksi Duellin kohdemarkkinoiden kokoluokkaa kasvattaa muiden markkinasegmenttien koko. Siten on täysin selvää, että kohdemarkkinat ovat Duellin kokoluokkaan suhteutettuna valtavat etenkin pohjoismaiden ulkopuolella, eikä kohdemarkkinoiden koko mielestämme rajoita yhtiön kasvupotentiaalia.

Euroopassa moottoripyörien rekisteröinnit kasvussa

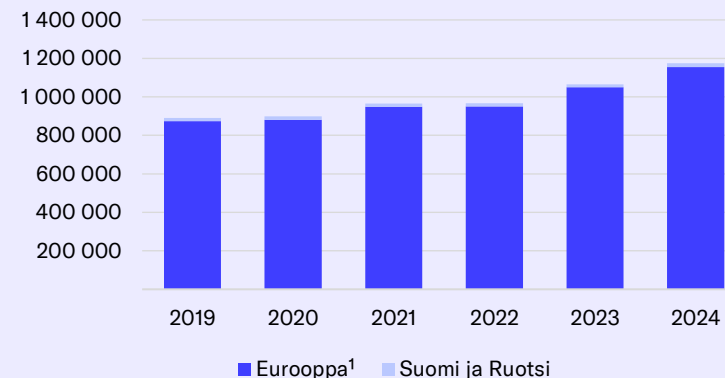
Duellin listautumisen yhteydessä 2021 tehdyn markkinatutkimuksen mukaan Pohjoismaiden markkina on kasvanut vuosittain hieman yli 2 %, eli aavistuksen muun Euroopan markkinaa rivakammin. Koko kohdemarkkinan vuotuinen kasvuvauhti on ollut keskimäärin noin 2 % vuodessa. Siten vuotuinen kasvuvauhti on arviomme mukaan ollut karkeasti linjassa BKT:n kasvuvauhdin kanssa. Kasvua ovat ajaneet sekä moottoripyöräkannan kasvu että keskimääräisen ostoksen nousu.

Listautumisessa laaditun markkinatutkimuksen jälkeen moottoripyöräkannat ovat pohjoismaissa kasvaneet noin 1 %:n tahtia, minkä myötä arvioimme Duellin kohdemarkkinoiden kasvaneen viime vuosina pidemmän ajan trendiä (2 %/vuosi) hitaammin. Sen sijaan muualla Euroopassa moottoripyörien rekisteröinnit ovat olleet vuosina 2023 ja 2024 melko selvässä kasvussa, minkä myötä arvioimme loppumarkkinan kehittyneen Keski-Euroopassa selvästi Pohjoismaita paremmin.

Moottoripyörien rekisteröinnit Suomessa ja Ruotissa (kpl. 2014–2024)



Moottoripyörien rekisteröinnit Euroopassa (kpl. 2019–2024)



¹Eurooppa sisältää Ranskan, Saksan, Italian ja Espanjan rekisteröinnit, Lähde: acem

Markkina ja kilpailukenttä 2/4

Pohjoismaiden ja Muun Euroopan markkinakehityksen eroa selittää arviomme mukaan erot moottoripyörien käyttötarkoituksessa markkina-alueiden välillä. Pohjoismaissa moottoripyöräkauden ollessa sääolosuhteiden vuoksi verrattain lyhyt, on moottoripyöräily enemmän harrastustoimintaa, kun taas keski-Euroopassa moottoripyörät (ja pyörät) mielletään enemmän kulkuvälineiksi.

Markkinan kasvun ajurit ja markkinatrendit

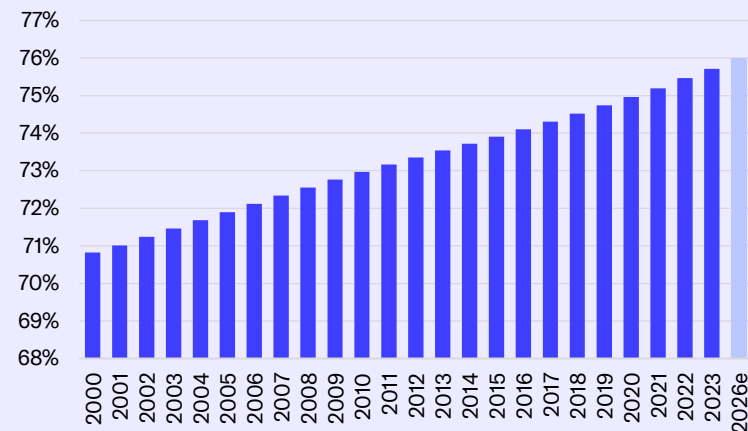
Verkkokaupan suhteellisen osuuden kasvu on myös moottoriurheilun varaosa- ja varustemarkkinoille heijastuva trendi. Verkkokaupan suhteellisen osuuden odotamme kasvavan etenkin varusteissa, joiden arvioimme soveltuvan verkkokauppaan erinomaisesti. Varusteiden kuten kypärien ja muiden ajovarusteiden markkinat vertautuvat toimintalogiikaltaan melko hyvin vaatemarkkinaan, jossa verkkomyyntin osuus on jatkanut viime vuosina kasvuaan¹. Varaosien osalta verkkokaupan osuuden kasvua rajoittaa huoltamoiden merkittävä osuus jälleenmyyjistä, sillä huoltotoimenpiteet vaativat poikkeuksetta pyörän kuljetuksen huoltopaikalle.

Arviomme mukaan verkkokaupan suhteellisen osuuden kasvu voi tarjota kilpailukykyisille, ketterille ja joustaville toimijoille yleistä markkinakasvua ripeämmän kasvupohjan keskipitkällä aikavälillä. Pidemmällä aikavälillä verkkokauppamarkkinalle tyypillinen jälleenmyyjien konsolidaatio (vrt. Zalando Euroopassa tai Amazon USA:ssa) voi kuitenkin vahvistaa jälleenmyyjien neuvotteluvoimaa arvoketjussa, minkä näemme tukkurille mahdollisena uhkakuvana. Toisaalta huoltamoiden ajaman varaosamarkkinan jälleenmyyjien hajanaisemman rakenteen odotamme pitävän tukkurin arvonaluontimahdollisuudet hyvinä myös pidemmällä sihdillä.

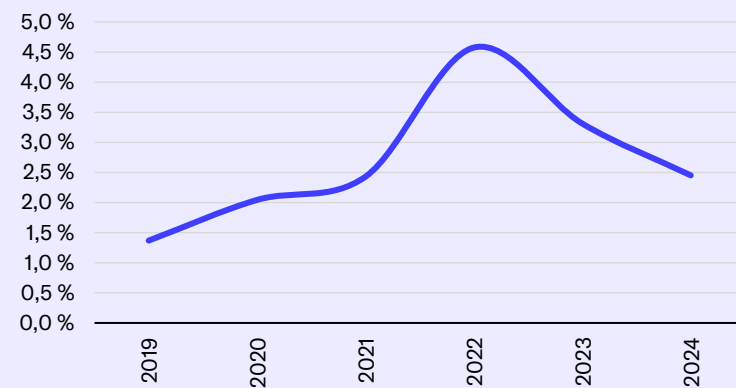
Kaupungistuminen tukee arviomme mukaan moottoripyöriin sekä pyöriin liitännäisten markkinoiden kasvua. Kaksipyöräiset ajoneuvot tarjoavat tiheimmin asutuilla seuduilla autoihin verrattuna joustavammat liikkumis- ja säilytysmahdollisuudet sekä matalammat hoitokulut ja hiilijalanjäljen. Vaikka kaupungistumisen trendi on Euroopassa hidastumaan päin, ohjaavat autokannan kasvun aiheuttamat liikenneongelmat, lainsäädäntö sekä moderni kaupunkisuunnittelu kaksipyöräisten ajoneuvojen markkinoiden kasvua.

Moottoriajoneuvojen sähköistyminen on potentiaalinen Duellin kohdemarkkinoita tulevaisuudessa muokkaava trendi. Toistaiseksi sähkömoottoripyörien osuus uusista rekisteröinneistä on matala (keskiarvo < 3 % Ranskassa, Saksassa, Italiassa, Espanjassa ja UK:ssa vuosina 2019-2024). Moottoriurheiluajoneuvojen maltillisempien päästöjen vuoksi niihin kohdistuvan regulaation voi arviomme mukaan odottaa kehittyvän muita liikennemuotoja, kuten autoja hitaammin. Lisäksi on huomioitava, että teholähteen muutos vaikuttaa todennäköisesti ainoastaan teknisiin osiin, kun taas varustekysyntään sillä ei mielestämme voi odottaa olevan merkittävää vaikutusta. Arviomme mukaan teholähteen muutos myös vaikuttaisi valtaosin tuotejakaumaan, mutta ei niinkään teknisten osien tarpeeseen. Siten sen välitön vaikutus kohdemarkkinan kokoon jäänee arviomme mukaan rajalliseksi. Lisäksi on hyvä huomioda, että Duellin ansaintamallista johtuen se ei itse kanna lainsäädännöllisten muutosten aiheuttamia teknologiariskejä. Nämä tulevat läpi brändiyhtiöiden kilpailukykyjen mahdollisten muutosten kautta.

Kaupungeissa elävien osuus Euroopan väestöstä (2000-2026e)²



Sähkömoottoripyörien osuus Euroopan rekisteröinneistä (2019-2024)³



Markkina ja kilpailukenttä 3/4

Siten sähköistymisen luoma rakenteellinen muutos ei ole mielestämme merkittävä uhka Duellin kannalta, mutta kohdemarkkinoiden mahdollisten trendien aiheuttaman muutoksen mukana pysyminen on sen tulevaisuuden kasvuvauhdin kannalta keskeistä.

Markkinan ennustettu kasvu

Arviomme mukaan markkinan pidemmän tähtäimen kasvu linkittyy edellä esiteltyihin ajureihin. Lisäksi arvioimme, että myös tulevaisuudessa noin historiallista kasvuvauhtiaan kasvavan markkinan kasvu on suhteellisen defensiivistä pitkällä tähtäimellä. Jonkinlainen linkki kysynnän ja talouskehityksen välillä kuitenkin arviomme mukaan on, minkä taustalla on kuluttajien käytössä olevien varojen muutos. Tämä on korostunut korkean inflaation taloussympäristössä, jolloin arvioimme etenkin harrastustoimintaan liitännäisten kohdemarkkinoiden supistuneen. Kysynnän defensiivistä luonnetta kuitenkin puoltaa korvauskysynnän merkittävä rooli ja arvioimmekin kohdemarkkinoiden kasvun ja supistumisen eroavan toisistaan eri tuotekategorioissa (ts. varaosat vs. varusteet).

Kilpailukenttä jakaantuu kolmeen jakelijakategoriaan

Duell on jakanut kilpailukenttensä kolmeen kategoriaan niiden maantieteellisen peiton ja koon perusteella. Nämä kategoriat ovat: 1) suuret kansainväliset toimijat, 2) suuret paikalliset toimijat ja 3) pienet paikalliset toimijat. Suuret kansainväliset jakelijat ovat toimijoita, joilla on vahva markkina-asema tietyillä maantieteellisillä markkinoilla, minkä lisäksi ne pyrkivät laajentumaan uusille markkinoille. Näiden toimijoiden kilpailuetu perustuu merkittäviin brändeihin ja jälleenmyyjäverkostoihin sekä hankinnan ja logistiikan mittakaavaetuihin.

Suuret alueelliset jakelijat ovat toimijoita, jotka keskittyvät valikoituihin markkinoihin, jossa ne ovat saavuttaneet merkittävän markkina-aseman. Tästä johtuen niiden kasvumahdollisuudet voivat kuitenkin olla rajalliset ja niiden kasvu vaatii jatkossa maantieteellistä laajentumista. Duell arvioi, että näiden yhtiöiden koosta ja markkinadynamiikasta riippuen brändit saattavat olla taipuvaisia ohittamaan tällaiset yhtiöt ja suosia kansainvälisiä yhtiöitä. Pienet paikalliset jakelijat ovat toimijoita, joilla on jalansija yhdessä maassa tai sen alueella ja joiden markkinavoima ja tuotevalikoima ovat tavanomaisesti suppeampia. Eräänlaisen neljänneksen osion kilpailukentästä muodostavat sellaiset brändit, jotka ohittavat jakelijat ja toimivat suoraan jälleenmyyjien tai kuluttajan kanssa.

Kohdemarkkinat ovat pirstaloituneet, mutta konsolidoitumassa

Käsityksemme mukaan kohdemarkkinoilla toimivan seitsemän suuren kansainvälisen jakelijan osuus Euroopan markkinoista on karkeasti noin 20 %. Siten valtaosan markkinasta kattavat selvästi pienemmät paikalliset kilpailijat. Arviomme mukaan suurten jakelijoiden markkinaosuudet tulevat kasvamaan niiden suuremman kokoluokan brändeille ja jakelijoille tuomien hyötyjen ansiosta. Näitä hyötyjä ovat aiemmin käsittelemämme mukaan muun muassa Duellin kilpailukykyyn vaikuttavat tekijät. Pidämmekin todennäköisenä, että suuret toimijat vievät markkinaosuutta pienemmiltä toimijoilta pitkällä aikavälillä. Toimialan rajallisten alalle tulon esteiden ja toisaalta kestävien kilpailuetujen puutteen vuoksi ei mielestämme ole perusteltua odottaa markkinan keskittyvän vain muutamalle suurelle pelurille pitkässäkin juoksussa.



Markkina ja kilpailukenttä 4/4

Kärkijoukko muodostuu muutamasta suuresta pelurista

Kilpailijakentän suurimpia kansainvälisiä pelureita ovat Parts Europe, pääomasijoittaja Arrowheadille vuonna 2022 myyty Bihr sekä niin ikään pääomasijoittajan omistama Powersports Distribution Group (PDG). Tähän suurten kansainvälisten pelureiden joukkoon lukeutuu myös Duell. Arviomme mukaan Duell kilpailee etenkin näiden toimijoiden kanssa Pohjoismaisilla ja Muun Euroopan markkinoilla. Orgaanisen kasvun lisäksi kilpailua arviomme mukaan käydään näiden toimijoiden kesken myös yritysostokohteista. Toimijoista muun muassa PDG on ollut aktiivinen yritysostoissa ja se on nykymuotoisen historiansa aikana tehnyt 12 yritysostoa (2017-2023). Siten arviomme mukaan suurten toimijoiden markkinaosuuden kasvua tulee myös vauhdittamaan niiden toteuttamat epäorgaanisen kasvun strategiat.

Kilpailijoiden kannattavuuspotentiaali on yhtenevä

Duellin kilpailijakentässä ei ole muita listautuneita toimijoita. Saatavilla olleiden lukujen arvioimme pääkilpailijoiden kannattavuusprofiilit melko yhteneviksi. Arviomme mukaan kasvu voi vahvistaa suurimpien toimijoiden kannattavuutta mittakaavaetujen ansiosta, mutta toisaalta myös strateginen kehitysvaihe, tuotejakauma ja maantieteellinen peitto voivat luoda jonkinasteisia eroja lukuihin. Pidämme kuitenkin epätodennäköisenä, että lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä jokin yhtiö saavuttaisi kilpailijoita merkittävästi paremman kannattavuuden tai että toimijoiden kannattavuudet nousisivat selvästi tarkastelujaksomme keskiarvon yläpuolelle. Kasvun ja skaalaetujen myötä liikevoitto-% tasoissa voisi olla jopa varaa laskea, mikä kompensoituisi pääoman tuottoluvuissa taseen korkeammalla kiertonopeudella.

Liikevaihto (MEUR)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Duell ¹	56,1	59,4	76,8	124,0	118,8	124,7
Parts Europe ²	94,1	109,6	133,4	135,3	-	-
Powersports Distribution Group	44,2	69,9	108,2	130,9	136,0	-
BIHR	102,1	109,3	119,9	-	-	-
Mediaani	75,1	89,6	114,0	130,9	127,4	124,7

Liikevaihdon kasvu

Duell ¹	19,8 %	6,0 %	29,1 %	61,5 %	-4,2 %	4,9 %
Parts Europe ²	21,2 %	16,4 %	21,8 %	1,4 %	-	-
Powersports Distribution Group	-	58,2 %	54,9 %	20,9 %	3,9 %	-
BIHR	6,0 %	7,0 %	9,7 %	-	-	-
Mediaani	19,8 %	11,7 %	25,5 %	20,9 %	-0,1 %	4,9 %

EBITDA-%

Duell ¹	8,9 %	8,9 %	10,8 %	6,0 %	3,6 %	3,7 %
Duell (Oik.)	8,9 %	9,6 %	11,3 %	7,6 %	4,6 %	5,7 %
Parts Europe ²	1,9 %	4,8 %	7,4 %	5,2 %	-	-
Powersports Distribution Group	7,2 %	13,9 %	9,7 %	10,2 %	8,9 %	-
BIHR	7,7 %	6,7 %	5,5 %	-	-	-
Mediaani	7,7 %	8,9 %	9,7 %	6,8 %	4,6 %	4,7 %

Taseen kierto (Liikevaihto/taseen loppusumma)

Duell ¹	1,4x	1,4x	1,1x	1,3x	1,2x	1,3x
Parts Europe ²	1,2x	1,5x	1,2x	1,1x	-	-
Powersports Distribution Group	0,9x	1,5x	0,9x	1,1x	1,1x	-
BIHR	1,7x	1,7x	1,6x	-	-	-
Mediaani	1,3x	1,5x	1,2x	1,1x	1,2x	1,3x

¹Tilikausi syyskuusta elokuuhun, ²Tilikausi lokakuusta syyskuuhun

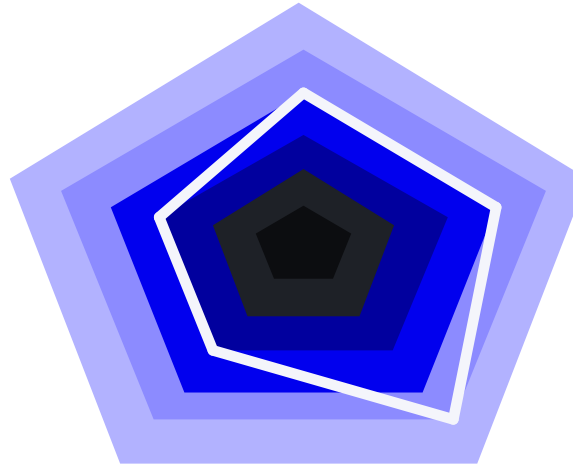
Markkina ja kilpailukenttä 4/4

Nykyinen kilpailutilanne (kohtuullinen*)

- Kilpailijoiden lukumäärä on runsas, mutta kokoluokka tekee suurimmista pelureista houkuttelevampia kumppaneita eri sidosryhmille
- Aktiivista konsolidaatiota toteuttaa käsityksemme muutama toimija
- Kilpailijakentän kannattavuustasot ovat olleet kohtuullisella tasolla, mutta viime aikaisessa poikkeuksellisessa markkinatilanteessa markkinaosuuksia on pyritty puolustamaan katteiden kustannuksella

Korvaavien tuotteiden uhka (vähäinen*)

- Teknisten osien ja varaosien sekä myös suojavarusteiden tarve on luonteeltaan pysyvää
- Vaikka tuotteet voivat vaihtua kategorioiden sisällä, emme näe tämän muodostavan tukkurin liiketoimintamallin kannalta olennaisia uhkakuvia



Uusien kilpailijoiden uhka (kohtuullinen*)

- Toimialalla ei ole havaittavissa vahvoja ja kestäviä kilpailuitoja
- Suurten toimijoiden joukkoon relevantiksi kilpailijaksi yltäminen edellyttää kuitenkin pääomaa ja laajentumisstrategian onnistunutta toteutusta
- Toimitusaikakriittisyyden ansiosta kilpailukenttä todennäköisesti jakautuu eri tavalla paikallisesti ja koko kohdemarkkinan tasolla

Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

- Korkean neuvotteluvoiman yhtiöt saattavat asettaa suositushintoja
- Brändien suhteelliset neuvotteluvoimat vaihtelevat ja suurempi brändiarvo vahvistaa neuvotteluvoimaa
- Brändien vaihtoehtokustannus (ts. oma jakelu) riippuu kohdemarkkinan sijainnista ja etäisyydestä
- Brändiyhtiöillä differentointikykyä, mikä lisää niiden neuvotteluvoimaa

Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä*)

- Kuluttaja ohjaa hinnoittelua, sillä niiden vaihdon kustannus on käytännössä olematon ja hinnoittelu on läpinäkyvää
- Suurien jälleenmyyntiasiakkaiden tukkurin vaihdon kustannukset melko korkeita strategisen kumppanuuden ansiosta
- Koko kasvattaa neuvotteluvoimaa ja hinnat voivat vaihdella jälleenmyyjittäin
- Jälleenmyyjäkentän mahdollinen konsolidaatio heikentäisi tukkureiden neuvotteluvoimaa

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/2

Myyntikatteen kehitys vakaata

Duelliin kustannusrakenteen suurin yksittäinen erä on tukkukaupan ansaintalogiikkaa heijastellen materiaalit ja palvelut. Nämä kustannukset ovat täysin muuttuvia, eivätkä ne siten skaalaudu. Tilikausilla 2019-2024 materiaalien ja palveluiden suhde liikevaihtoon on ollut reilu 75 % ja näin ollen yhtiön myyntikate on ollut vajaa 25 %. Tätä voidaan mielestämme pitää tukkurille tavanomaisena tasona. Myyntikatteeseen vaikuttavat muun muassa arvoketjun varastotasot ja kilpailutilanne sekä Duellin myynnin jakauma.

Muissa kustannuksissa lievää skaalautumispotentiaalia

Yhtiön toiseksi ja kolmanneksi suurimmat kustannuserät ovat henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut. Viimeisen neljän tilikauden aikana henkilöstökulut ovat olleet keskimäärin vajaa 9,4 % liikevaihdosta ja liiketoiminnan muut kulut noin 8,5 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kustannukset koostuvat tavanomaisten myynti-, markkinointi ja hallintokulujen lisäksi varastointi- ja logistiikkakustannuksista. Arviomme mukaan nämä kustannukset ovat pääasiassa kiinteitä, vaikkakin ne sisältävät muuttuvia elementtejä esimerkiksi myynnin ja markkinoinnin osalta. Henkilöstökulut taas ovat lyhyellä tähtäimellä pitkälti kiinteitä, vaikka lomautukset ja sopeutustoimet niiden pienentämisen mahdollistavatkin.

Henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut ovat sisältäneet viimeisinä tilikausina kuluja säästöohjelmiin sekä yrityskauppoihin liittyen, minkä myötä arvioimme raportoitujen kulurivien olleen tavanomaista tasoa korkeampia. Samalla kulutasoa suhteessa liikevaihtoon on kohottanut liikevaihdon lasku, sillä nämä kulurivit omaavat lyhyellä aikavälillä kiinteitä elementtejä.

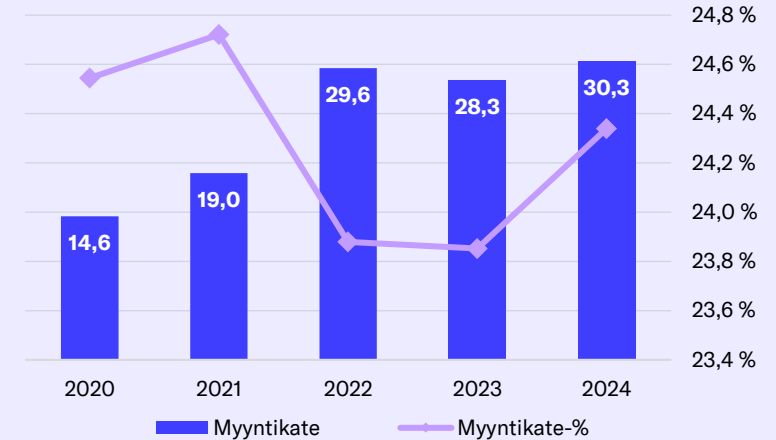
Yhtiön maantieteelliseen laajentumiseen tähtäävä kasvustrategia arviomme mukaan edellyttää myynti- ja osin myös muun organisaation kasvattamista etupainotteisesti. Logistiikan ja hallinnollisten kustannuksien tulisi kuitenkin arviomme mukaan omata lievää skaalautuvuutta ja siten niiden suhteellisen osuuden tulisi laskea ajan yli ja hitaamman kasvun vaiheessa.

Kustannusrakenne on joustava

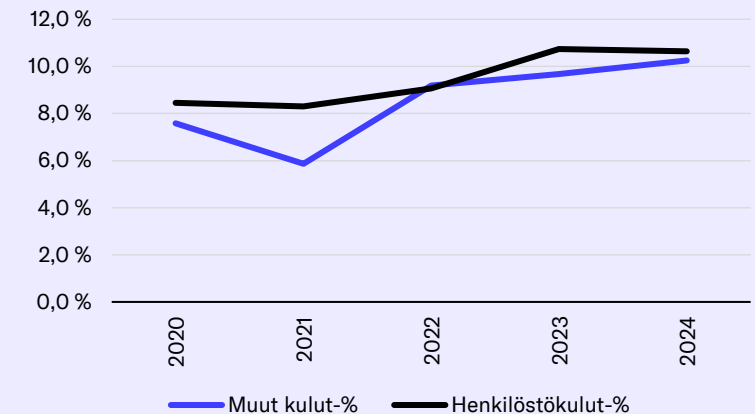
Duelliin kustannusrakenne on näkemyksemme mukaan joustava, sillä suurin osa kustannuksista on muuttuvia. Arviomme mukaan yhtiön kustannuksista noin 80-85 % on muuttuvia, kun taas lyhyellä aikavälillä kiinteiden kustannuksien osuus on 15-20 %. Kiinteiden kustannusten matalaa osuutta selittää se, ettei yhtiöllä ole tukkutoimintaan keskittyneenä toimijana omaa valmistavaa tuotantoa. Joustavan kustannusrakenteen johdosta kustannusrakenteen skaalautumispotentiaali on rajallinen ja keskeisin liikevaihdon kasvua kannattavuuteen vivuttava elementti on myyntiorganisaation henkilöstökulut ja logistiikan tehostuminen.

Kokonaisuudessaan yhtiön kustannusrakenteen kevyt luonne on kuitenkin suotuisa, sillä se mahdollistaa arviomme mukaan kohtuullisen marginaalitason saavuttamisen myös mahdollisessa laskevan liikevaihtotason ympäristössä. Tilikauden 2023 orgaanisen liikevaihdon sakkauksen jyrkkyys (-16 %) ylitti kuitenkin kustannusrakenteen joustovaran, mikä näkyi kannattavuuden heikkenemisenä. Yhtiön kulurakenne onkin tällä hetkellä arviomme mukaan rakennettu edellistä tilikautta korkeammalle liikevaihtokuormalle.

Myyntikatteen kehitys



Muut kulut ja henkilöstökulut %, liikevaihdosta



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Taseen pitkäaikaiset varat valtaosin liikearvoa

Tilikauden 2024 lopussa Duellin taseen loppusumma oli 94 MEUR. Epäorgaanista kasvua peilaten taseen pitkäaikaiset varat koostuvat valtaosin liikearvosta, joka oli tilikauden tarkastelupisteessä 19 MEUR:ssa. FAS-kirjanpidon mukaisesti liikearvoa poistettiin tilikaudella 2024 3 MEUR:lla, mikä painaa selvästi raportoituja liikevoitto- ja tulosrivejä. Muut pitkäaikaiset varat koostuivat muusta aineettomasta omaisuudesta (3 MEUR) sekä alle 1 MEUR:n arvoisesta kiinteästä omaisuudesta.

Lyhytaikaiset varat heijastelevat tukkurin liiketoimintamallia

Taseen lyhytaikaisista varoista valtaosa muodostui 45 MEUR:n vaihto-omaisuudesta, joka on huomattava sekä suhteessa taseeseen (48 % taseesta) että liikevaihtoon (37 % 2024 liikevaihdosta). Näkemyksemme mukaan nopeat toimitusajat mahdollistavat varastot ovat yhtiön kilpailukyvyn kannalta kriittinen elementti, mikä puoltaa niiden suurta kokoluokkaa.

Viime vuosien korkojen nousu teki varaston rahoittamisesta aiempaa kalliimpaa, minkä lisäksi markkinan kokonaiskysyntä supistui voimakkaasti. Tämä yhdistelmä sai arvoketjun toimijat yhtä aikaa supistamaan varastotasojaan, mikä oli myös Duellin keskeinen tavoite tilikaudella 2023. Myös tilikaudella 2024 Duell teki toimia joiden tarkoituksena oli tehostaa varaston sekä muun käyttöpääoman hallintaa. Näihin toimiin kuuluivat joidenkin hitaasti kiertävien ja ei-strategisten brändien jättäminen Duellin valikoiman ulkopuolelle.

Varaston lisäksi lyhytaikaisten varojen merkittävä erä on myyntisaamiset, jotka olivat tilikauden 2024 lopussa reilun 14 MEUR. Vastaavasti rahavaroja yhtiöllä oli 9 MEUR. Vaikean

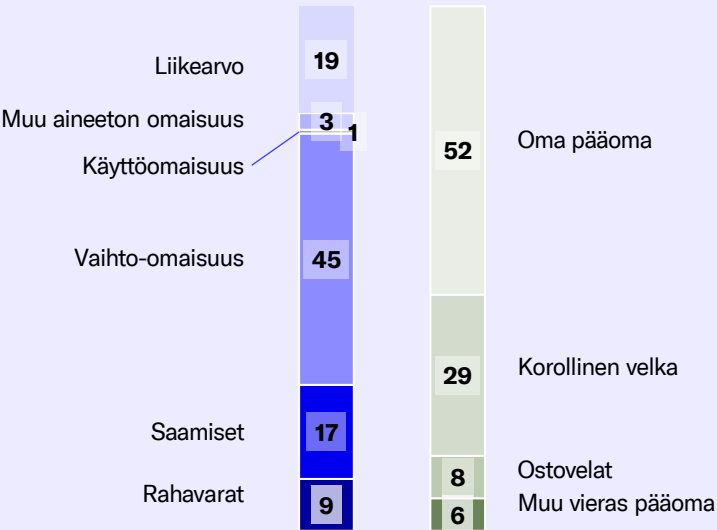
markkinatilanteen väistyttyä näemme suurempien saamisiin liittyvien riskien hellittäneen. Pienessä mittakaavassa näitä riskejä arvioimme myös realisoituneen. Tätä heijastellen Duell teki tilikauden 2024 lopussa muutoksen saamisten ja varaston kirjaamiskäytäntöihin, millä oli 3,5 MEUR:n negatiivinen vaikutus konsernin omaan pääomaan.

Tase alkaa lähestyä mukavuusaluetta

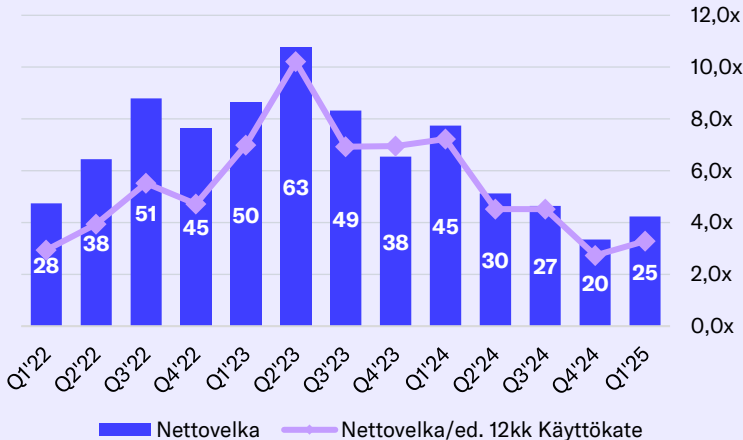
Tilikauden 2024 lopussa yhtiön korollinen velka muodostui 29 MEUR:n korollisista lainoista, joista noin 3 MEUR oli lyhytaikaisia ja 26 MEUR oli pitkäaikaisia velkoja. Nettovelka asettui Q4:n lopussa vajaaseen 20 MEUR:oon. Muita olennaisia velkoja taseessa olivat 8 MEUR:n suuruiset ostovelat. Siten tilikauden 2024 lopussa Duellin omavaraisuusaste oli noin 55 % ja sen nettovelkaantumisaste oli noin 38 %. Vastaavasti nettovelan ja edellisen 12 kuukauden oikaistun käyttökatteen suhde oli 2,7x mikä vastaa yhtiön tavoitetasoa (alle 3x).

Q1'25:n lopussa yhtiön nettovelka oli noussut 25 MEUR:oon kesäkautta edeltävää käyttöpääoman sitoutumista heijastellen. Näin ollen nettovelan ja käyttökatteen suhde nousi yhtiön tavoitetason yläpuolelle, mikä rajoittaa toistaiseksi yhtiön liikkumatilaa suurempien investointien suhteen. Käyttöpääoman vapautuessa tilikauden 2025 aikana odotamme taseaseman asettuvan jo selvemmin mukavuusalueelle.

Tase
(2024, 94 MEUR)



Nettovelka ja velkaantuneisuus



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme yhtiön liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä ensisijaisesti alla olevan markkinakasvun, arvioidun Pohjoismaiden ja muun Euroopan markkinaosuuden sekä jo toteutettujen yrityskauppojen pohjalta. Lyhyen aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kustannusrakenteen kehitystä neljännes- ja vuositasolla ja keskipitkällä aikavälillä vuositasolla.

Duellin Pohjoismaiden korkean markkinaosuuden myötä odotamme Pohjoismaiden liikevaihdon kehityksen mukailevan melko tarkasti kohdemarkkinan kokonaiskasvua. Rauhallisemman kasvunäkymän vastapainoksi arvioimme Pohjoismaiden liikevaihdon olevan pitkällä aikavälillä defensiivisempää Muuhun Eurooppaan verrattuna. Tämän taustalla on Duellin Pohjoismaiden korkea markkinaosuus, enemmän varaosiin painottuvan myynnin jakauma, laaja jälleenmyyjäverkosto sekä kilpailukykyinen toimitusvarmuus ja nopeus.

Muussa Euroopassa arvioimme Duellilla olevan mahdollisuuksia yltää markkinaa nopeampaan orgaaniseen kasvuun matalan markkina-osuuden myötä. Muun Euroopan kohdemarkkina on tämän lisäksi kasvanut selvästi Pohjoismaiden markkinaa nopeammin, mikä tukee kasvupotentiaalia entisestään. Pitkällä aikavälillä Keski-Euroopan liikevaihtoon liittyy arviomme mukaan enemmän riskejä, sillä suurella markkinoilla kilpailu on kireää ja Duellin varusteisiin keskittyvä Keski-Euroopan myynnin jakauma tarjoaa mielestämme vähemmän suojaa kilpailulta. Kasvuvaiheessa odotamme Duellin myös kilpailevan myös hinnalla, mikä voi lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä luoda painetta kannattavuuteen.

Pidemmän aikavälin ennusteemme pohjautuvat kasvun osalta kohdemarkkinoiden talouskasvuun sekä arvioituun markkinakasvuun ja kannattavuuden osalta historiallisiin sekä arvioimiimme pitkän aikavälin kannattavuustasoihin.

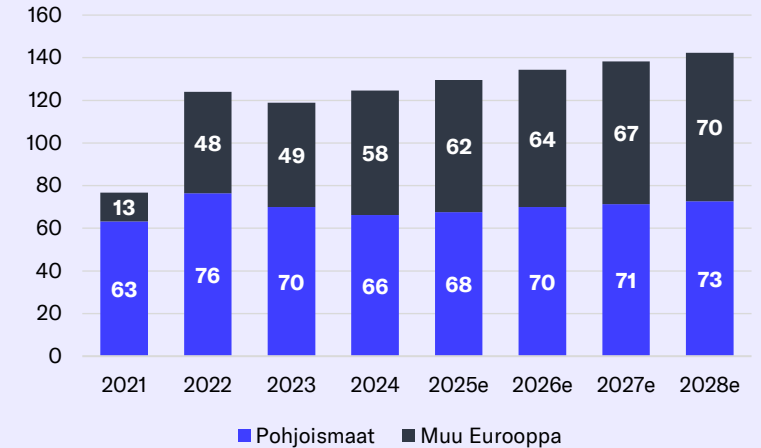
Laskimme Pohjoismaiden osalta Q2'25:n ennusteitamme epäsuosiollisia sääolosuhteita heijastellen, mutta kesäsesongin myynnin suhteen odotuksemme ovat ennallaan. Nostimme aavistuksen Muun Euroopan liikevaihdon kasvuennusteitamme markkinan kehityttyä vuonna 2024 odotuksiamme paremmin. Tämän lisäksi tarkistimme osinkojen ennusteitamme alaspäin yhtiön priorisoidessa kasvuinvestointeja sekä velan lyhentämistä lähitulevaisuudessa.

Odotamme markkinan säilyvän vaikeana 2025

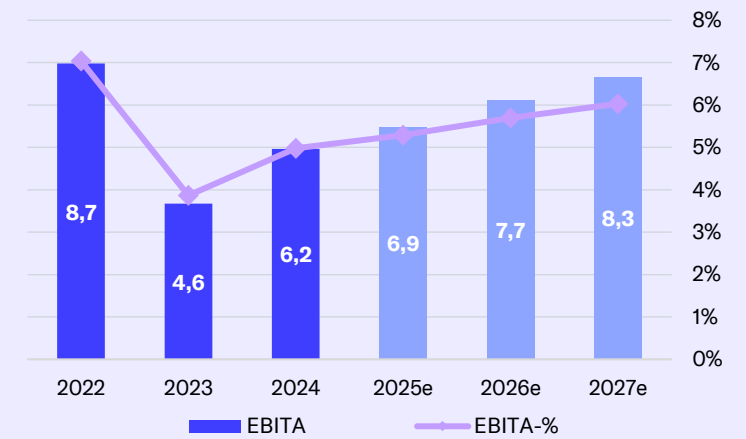
Duell antoi tilinpäätöstiedotteensa yhteydessä ohjeistuksen, jossa se arvioi orgaanisen valuuttakurssikorjatun liikevaihdon kasvavan ja oikaistun EBITAn paranevan edellisvuodesta. Väljä ohjeistus vastasi raporttia edeltäneitä ennusteitamme, joten ohjeistus oli jokseenkin yllätyksetön. Tammikuussa raportoidulla Q1'25:lla yhtiön liikevaihto kasvoi 5 %, minkä taustalla oli vahva orgaaninen kasvu Muun Euroopan liiketoiminta-alueella.

Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan tilikaudella 2025 ja olevan 129 MEUR. Liikevaihdon kasvua jarruttaa Pohjoismaiden talvisesongin epäsuosiolliset sääolosuhteet, kun taas kesäsesongilla odotamme Pohjoismaiden liikevaihdon piristävän vaisuista vertailukausista. Muussa Euroopassa odotamme Duellin jatkavan pirteää orgaanista kasvua, kuitenkin hidastaen selvästi tilikauden 2024 erittäin nopeasta kasvutahdista.

Liikevaihdon jakauma



EBITA ja EBITA-% (oik.)



Ennusteet 2/3

Tilikauden 2025 oikaistun EBITAn ennusteemme on 6,9 MEUR:ssa (2023: 4,6 MEUR), mikä vastaa 5,4 %:n oikaistua EBITA-marginaalia (2024: 5,0 %). Kannattavuusparannusta ennusteessamme ajavat liikevaihdon kasvu, Duellin tilinpäätöstiedotteen yhteydessä tiedottamat säästötoimet ja muutosneuvottelut. Tavanomaista kausiluonteisuutta heijastellen odotamme liikevaihdon ja –voiton painottuvan etenkin Q3:lle.

Korkokulujen odotamme jatkavan laskuaan korkotason sekä Duellin velkamäärän laskun painamana. Duell kirjasi Q1'25:lle 0,12 MEUR:n vertailukelpoisuuteen vaikuttavat erät, mutta tämän lisäksi tilikauden ennusteemme ei sisällä kertaeriä. -1,5 MEUR:n verojen jälkeen odotamme liikearvopoistoista oikaistun EPS:n asettuvan 0,81 euroon. Tästä odotamme Duellin jakavan 0,08 euron osakekohtaisen osingon.

Yhtiön velka lyhenee ennusteissamme tavoitetason alarajalle (2x nettovelka/EBITDA) jo tilikauden 2025 loppuun mennessä, minkä myötä pidämme todennäköisenä, että yhtiö palaa myös yritysjärjestelyjen polulle. Velkaantuneisuutta on kuitenkin syytä tarkastella tilikauden keskiarvon kautta, sillä nettokäyttöpääoma heiluttaa velkaantuneisuutta voimakkaasti tilikauden aikana.

Tilikaudet 2026 ja 2027

Odotamme Duellin liikevaihdon kasvavan tilikaudella 2026 vajaa 4 % 134 MEUR:oon. Tämä heijastelee Pohjoismaiden markkinan asteittaista palautumista ja Duellin vauhdikkaan orgaanisen kasvuvauhdin rauhoittumista Muussa Euroopassa. Tilikaudella 2027 ennustamme konsernin liikevaihdon kasvun yltävän 3 %:iin ja liikevaihdon 138 MEUR:oon. Vuoden 2027

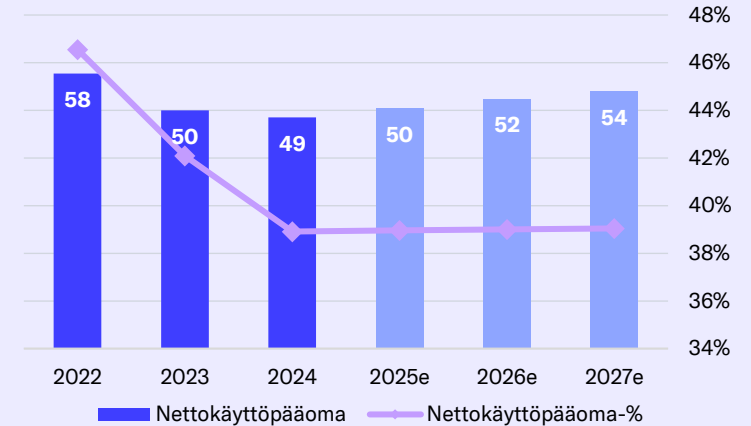
kasvuennusteemme pohjaavat kohdemarkkinoiden kasvulle. Keski-Euroopassa odotamme markkinan jatkavan yleistä talouskasvua nopeampaa kasvua kun taas Pohjoismaiden markkinan odotamme kehittyvän noin vaisua BKT:n kasvutahtia.

Tilikauden 2026 EBITA:n ennustamme kohoavan 7,7 MEUR:oon ja EBITA-%:n 6,0 %:iin. Lievä kannattavuuden parannus ennusteissamme selittyy liikevaihdon kasvulla ja myyntikatteen hienoisella parantumisella. Kulurivien voimakkaampaa skaalaamista hillitsevät Euroopassa kireänä pysyvä kilpailutilanne, kasvustrategian vaatimat etupainotteiset kulut Euroopan palvelutason vahvistamiseksi sekä IT-infrastruktuurin kehitys.

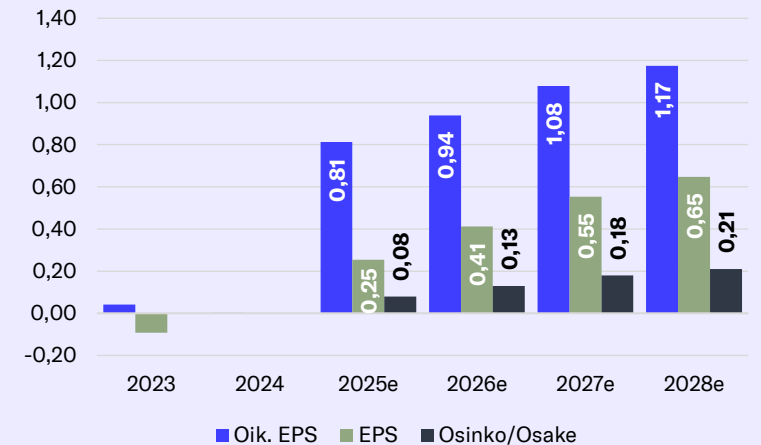
Tilikauden 2027 EBITAn odotamme kohoavan 8,3 MEUR:oon, mikä vastaa 6 %:n marginaalia. Tilikausien 2026 ja 2027 rahoituskustannuksien odotamme laskevan operatiivisen rahavirran myötä laskevaa velkaisuutta heijastellen, kun taas veroasteen odotamme säilyvän yli Suomen yhteisöveron tason Muun Euroopan liikevaihto-osuuden kasvua heijastellen. Siten liikearvopoistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennusteemme tilikausille 2026 ja 2027 ovat 0,94 ja 1,08 euroa. Odotamme yhtiön maksavan tilikaudelta 2026 0,13 euron ja tilikaudelta 2027 0,18 euron osakekohtaisen osingon.

Ennustamallamme orgaanisella liikevaihdon kasvuvauhdilla nettokäyttöpääoma vaatii arviomme mukaan 1–2 MEUR:n lisäpanostuksia vuosittain, joten operatiivinen rahavirta jää liikearvopoistoilla oikaistua tulosta matalammaksi.

Käyttöpääoma



Osakekohtainen tulos (oik.) ja osinko



Ennusteet 3/3

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteet

Ennusteissamme yhtiö ei pääse taloudellisiin tavoitteisiinsa keskipitkällä aikavälillä liikevaihdon tai kannattavuuden osalta. Odotamme liikevaihdon kasvun keskipitkällä aikavälillä asettuvan noin markkinakasvun tasolle 3 %:iin. Näin ollen ennustamme liikevaihdon yltävän orgaanisesti 142 MEUR:oon vuonna 2028.

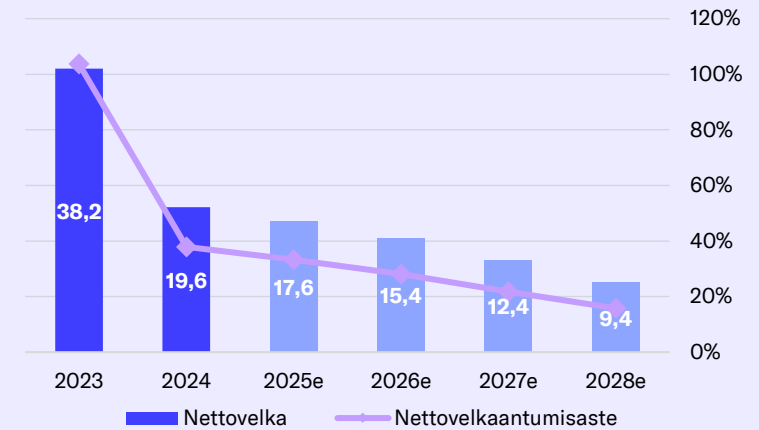
Ennusteemme eivät sisällä mahdollisia tulevia yritysjärjestelyjä, mutta ennusteidemme mukaisessa skenaariossa yhtiöllä on tulorahoituksen sekä yhtiön velkaantuneisuus tavoitteen kautta haarukoidun velkakapasiteetin puitteissa allokoitavaksi yritysjärjestelyihin noin 20 MEUR vuosina 2025–2028. Tämän rahoituksen puitteissa liikevaihtotavoitteen alarajalle (200 MEUR) pääseminen on arviomme mukaan vaikeaa. Emme myöskään usko yhtiön nostavan merkittävässä määrin oman pääoman ehtoista rahoitusta kasvua varten ennen yhtiön osakkeen arvostustason nousua. Epäorgaanisen kasvun arvionluonti riippuu kuitenkin suurilta osin yrityskaupoista maksetuista kauppasummista suhteessa ostokohteiden rahavirran tuottokykyyn, joten liikevaihtotavoitteen saavuttaminen ei ole omistaja-arvon luomisen kannalta itseisarvoista.

Kannattavuuden odotamme kehittyvän positiivisella trendillä keskipitkällä aikavälillä kustannusten skaalautuessa lievästi ja siten EBITA-%:n ennustamme saavuttavan 8 %:n tason vuosikymmenen lopulla. Keskipitkän aikavälin 13 %:n EBITA-%-tavoitteen saavuttaminen vaatisi nähdäksemme myyntikatteen selvää vahvistumista tai selvästi suurempaa myyntivolyymia Euroopassa. Lisäksi tavoitetaso olisi sekä Duellin että Eurooppalaisten pääkilpailijoiden

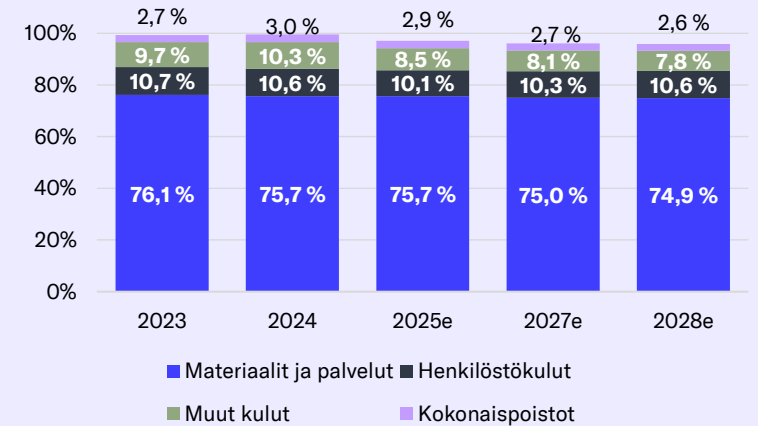
kannattavuustasoa merkittävästi korkeammalla, minkä myötä Duellin tulisi saavuttaa selvästi kilpailijoita parempi kannattavuus tavoitteen saavuttamiseksi. Toinen vaihtoehto olisi koko toimialan kannattavuustason nousu, mitä pidämme epätodennäköisenä tukkurin arvoketjuasemaa heijastellen. Näin ollen tavoitteen saavuttamiseen emme ole toistaiseksi valmiita nojaamaan. Arviomme mukaan maantieteellinen laajentumien ei myöskään tue korkeampikatteisten omien tuotteiden suhteellisen osuuden samanaikaista huomattavaa kasvattamista. Tämä taas olisi arviomme mukaan edellytys selkeällä myyntikatteen vahvistumiselle.

Pitkällä aikavälillä odotamme liikevaihdon vakiintuvan maltillisen markkinan kasvun tasolle 2 % :iin.

Nettovelka ja velkaantuneisuus



Kustannusrakenteen kehitys, % Liikevaihdosta



Tilikauden 2025 talvisesonki jäi heikoksi

Ennustemuutokset

- Laskimme selvästi Q2’25:n ennusteita. Talvisesongin sääolosuhteet jäivät selvästi odotuksiamme heikommiksi, minkä odotamme heijastuneen negatiivisesti neljänneksen liikevaihtoon Pohjoismaissa (-5 %) ja vivulla kannattavuuteen
- Talvikauden aikainen tarpeen ajama myynti on jäänyt viime vuotta matalammalle tasolle. Akuutin tarpeen ajamassa myynnissä arvioimme katteen olevan ennakkomyyntiä korkeampi. Tätä dynamiikkaa heijastellen odotamme Q2:n oikaistun EBITA:n puolittuvan vertailukaudesta 0,6 MEUR:oon
- Heikon tilikauden 2025 talvikauden lopun myynnin odotamme heijastuvan negatiivisesti myös tilikauden 2026 talvikauden ennakkomyyntiin, sillä odotamme jälleenmyyjien varastojen jääneen toivottua korkeammalle tasolle heikon talvisesongin päätteeksi
- Teimme pieniä tarkistuksia lähivuosien rahoituskustannusten sekä poistojen ennusteisiimme.

Ennustemuutokset	2025	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	130	129	-1 %	134	134	0 %	138	138	0 %
Käyttökate	8,5	7,8	-8 %	8,8	8,6	-3 %	9,2	9,3	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,6	6,9	-9 %	7,9	7,7	-3 %	8,3	8,3	0 %
Liikevoitto	4,7	4,0	-14 %	5,1	4,9	-4 %	5,5	5,6	1 %
Tulos ennen veroja	3,1	2,5	-21 %	4,0	3,9	-3 %	4,5	4,8	7 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,91	0,81	-10 %	0,96	0,94	-2 %	1,04	1,08	4 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,12	-40 %	0,25	0,15	-40 %	0,27	0,18	-33 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Arvonmääritysmetodit

Suosimme Duellin arvonmäärityksessä tulospohjaisia arvostuskertoimia sekä DCF-mallia. Mielestämme sopivimmat tulostulospohjainen liikearvopoistoista oikaistu P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen huomioivat EV/EBITDA ja EV/EBITA-kertoimet. Tarkastelemme näitä sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkiryhmään. Tarkastelemme arvostusta ensisijaisesti kuluvan tilikauden, mutta myös seuraavan tilikauden kertoimilla. Näiden lisäksi tukeudumme näkemyksessämme lähivuosien arvioituun kokonaistuotto-odotukseen.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme keskeisimmät Duellin arvostusta tukevat ja painavat tekijät ovat:

Orgaanisen kasvun arvonluontipotentiaali on kelvollinen. Ennusteissamme Duellin saavuttama pääoman tuotto operatiivisille omaisuserille¹ asettuu lähivuosille noin 11 %:n tasolle. Mikä ylittää lievästi 10 %:ssa olevan pääoman tuottovaateemme. Näin ollen ennusteemme mukaisella kannattavuudella orgaaninen kasvu luo vain maltillisesti arvoa, ja korkeamman hyväksyttävän arvostuksen saavuttaminen nojaa ennusteitamme voimakkaampaan kannattavuuden parantamiseen tai tuottovaateen (=riskitason) laskuun.

Yritysosoihin tukeutuva vauhdikasta kasvua Keski-Euroopassa tavoitteleva strategia on riskitasoa kohottava tekijä. Strategia kuitenkin vastaavasti vauhdittaa kasvua ja luo mahdollisuuden arvoketjuaseman vahvistamiseen Duellin kasvavaa kokoluokkaa heijastellen. Mielenkiintoisia

yritysosastoja on arviomme mukaan hajanaisella markkinalla löydettävissä, mutta Duellin kanssa Keski-Euroopassa vastaavalla strategialla operoivien kilpailijoiden myötä yritysostoja on arviomme mukaan haastavaa tehdä huomattavan edullisesti. Näin ollen kilpailu laadukkaista hyvistä ostokohteista rajaa papereissamme yritysostostrategian arvonluontimahdollisuuksia. Kokonaisuutena pidämme strategiaa neutraalina ajurina arvostukselle.

Yhtiön kassavirtaprofiili on kasvuvaiheessa selvästi tuloskehitystä heikompi, minkä taustalla on käyttöpääomaa sitova liiketoimintamalli. Tämä rajaa tulospohjaisten arvostuskertoimien nousuvaraa.

Vahvojen kilpailuetujen puute arviomme mukaan vaikuttaa toimialan kilpailudynamiikkaan pitkässä juoksussa. Tämä myös rajaa toimijoiden hinnoitteluvoimaa ja siten kannattavuuspotentiaalia.

Tilikauden sisällä vaihteleva pääomatarve. Sovellamme EV-pohjaisissa kertoimissamme sekä DCF:ssä tilikauden lopun velkamääriä, jotka ovat Duellin kausivaihtelua heijastellen alimmillaan tilikauden lopulla (Q4'24 19,5 MEUR vs. edellisen 12kk keskiarvo 25 MEUR). Duellin nykyisillä velkatasoilla tällä on vaikutus² edellä mainittujen arvostusmenetelmien tulkintaan, minkä otamme huomioon rajoittavana tekijänä yhtiölle hyväksymissämme tilikauden lopun velkamääriin perustuviin arvostusmenetelmissä.

Nämä tekijät huomioon ottaen arvioimme Duellin hyväksyttävien oik. arvostuskertoimien asettuvan P/E 9x–11x tasolle ja EV/ EBITA 8x– 10x tasolle.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	6,40	6,40	6,40
Osakemäärä, milj. kpl	5,19	5,19	5,19
Markkina-arvo	33	33	33
Yritysarvo (EV)	51	49	46
P/E (oik.)	7,9	6,8	5,9
P/E	25,2	15,5	11,6
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	6,5	5,7	4,9
EV/EBIT (oik.)	7,3	6,4	5,5
Osinko/tulos (%)	31,5 %	31,5 %	32,6 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	2,0 %	2,8 %

Lähde: Inderes

¹Liikearvopoistoista oikaistu tulos / (käyttöpääoma + kiinteä omaisuus), ²Noin 10 % vaikutus kassavirtamallin arvoon sekä EV-pohjaisiin kertoiin

Arvonmääritys 2/3

Lähivuosien tulospohjainen arvostus

Duellin ennusteidemme mukaiset liikearvon poistoilla ja oikaistut P/E-luvut tilikausille 2025 ja 2026 ovat 7,9x ja 6,8x, kun taas vastaavat EV/EBITA-kertoimet ovat 7,3 ja 6,4x. Kokonaisuutena arvostuskertoimet ovat hyvin matalat ja jo kuluvan tilikauden osalta alle hyväksymiemme tasojen. Arviomme mukaan arvostuksen asettama rima on Duellille matalalla. Matala arvostus juontaa juurensa mielestämme kolauksen kokeneeseen heikkoon sijoittajasentimenttiin. Tämän taustalla on viime vuosien toimialan heikko kehitys, mikä iski Duelliin erityisen kovaa velkaisen taseen vuoksi.

Tulostuotto-odotus muodostuu kasvusta ja kassavirrasta

Operatiivisen kannattavuuden (Oik. EBITA:n) osalta ennustamamme markkinavetoinen kannattavuusparannus on tilikaudelle 2025 merkittävä (+12 %). Raportoiduissa luvuissa ja rahavirrassa odotamme tätäkin huomattavampaa vahvistumista. Operatiivinen tuloskasvu yhdessä kertaerien nollatason kanssa vahvistaisi tasetta sekä alleviivaisi yhtiön rahavirran tuottokykyä. Tämän toteutuessa olisi myös arvostuksessa arviomme mukaan varaa nousta nykytasolta (edellisen 12 kk liikearvopoistoilla ja kertaerillä oikaistuun tulokseen perustuva oik. P/E 8,4x).

Ennusteitamme parempiin lukuihin Duell voisi yltää markkinan palautumisen tai yhtiön säästötoimien ylittäessä odotuksemme, mikä nostaisi tuotto-odotuksen erittäin hyväksi. Tätä mahdollisuutta heijastellen myös yhtiön taloudellisiin tavoitteisiin sisältyvä kunnianhimon taso on selvästi ennusteitamme korkeammalla.

Vaisun kysyntäjakson jälkeen pidämme negatiivisten yllätyksien todennäköisyyttä positiivisia riskejä pienempinä. Merkittävimmät alasuuntaiset riskit liittyvät mielestämme

inflaation ja korkotason nousuun, Euroopan ja Aasian välisen kaupan odottamattomiin esteisiin (tullit) sekä yrityskauppojen riskeihin.

Kokonaistuotto-odotus

Arviomme mukaan Duellin osakkeen tuotto-odotuksen ajurina toimii lähivuosina tuloskasvu tilikauden 2024 tasolta sekä markkina-arvoon nähden merkittävä vapaa rahavirta. Ennustamamme tuloskasvun odotamme tukevan osakekurssia, sillä tilikauden 2025 ennusteisiimme pohjaavat arvostuskertoimet jäävät hyväksymiemme arvostushaarukoiden alapuolelle. Lisäksi lähivuosien ennusteisiimme perustuva kassavirta laskee velkaantuneisuutta, millä on laskeva vaikutus EV-pohjaisiin kertoiimiin sekä rahoituskuluihin. Duell palaa ennusteissamme osingonmaksajaksi tilikaudella 2025. Jakosuhde jäänee matalaksi yhtiön priorisoidessaan kasvustrategiansa puitteissa tavoiteltavia yritysostoja ja kohollaan olevan velkaantuneisuuden laskemista. Näin ollen arvioimme lähivuosien tuotto-odotuksessa osingon roolin jäävän pieneksi.

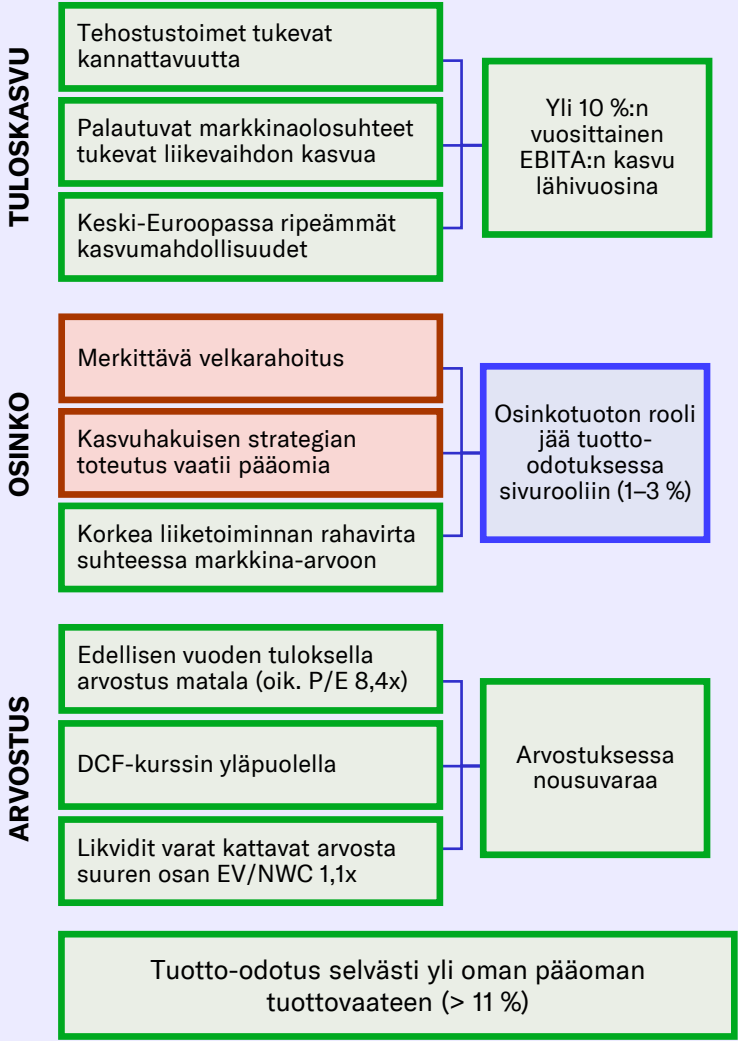
Kokonaisuutena tuotto-odotus on arviomme mukaan huomattavasti tuotto-vaadettamme korkeampi sekä vuoden päähän että pidemmälläkin aikavälillä. Näin ollen arvioimme osakkeen riski/tuotto –suhteen erinomaiseksi.

Verrokkiryhmä ja suhteellinen arvostus

Olemme laatineet Duellille verrokkiryhmän, joka koostuu kansainvälisistä ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivista tukkureista, sillä muita moottoriurheilun jälkimarkkinoilla toimivia jakelijoita ei ole tiettävästi listattu. Verrokkiryhmän toimijat jakelevat valtaosin henkilö- ja raskaiden ajoneuvojen teknisiä osia ja varusteita.

Osaketuoton ajurit 2024-2027e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



¹Liikearvopoistoista oikaistu tulos / (käyttöpääoma + kiinteä omaisuus)

Arvonmääritys 3/3

Näin ollen niiden kohdemarkkina eroaa Duellin kohdemarkkinasta. Verrokkiryhmän toimijoilla joko valtaosa tai merkittävä osa liiketoiminnasta tulee kuitenkin jakeluliiketoiminnasta, minkä takia niiden liiketoimintamalleissa on tuntuja yhtäläisyyksiä Duellin liiketoimintamalliin (kuten kilpailukyvyyn rakennuspalikat, ansaintamalli ja riskiprofiili). Yksi merkittävä ero Duellin ja verrokkiryhmän liiketoimintamalleissa on kuitenkin se, että verrokkiryhmän toimijoille on ominaista jakeluliiketoiminnan lisäksi oma myymälä- ja/tai huoltoketju. Tätä taustaa vasten verrokkiryhmä ei mielestämme ole optimaalinen Duellin arvonmäärityksen mittatikkuna. Tästä syystä käytämmekin suhteellista arvostusta vain muiden arvonmääritysmenetelmien tukena. Poikkeavan tilikauden vuoksi Duellin käynnissä oleva tilikausi (tilikausi 2024) vertautuu suhteellisessa arvostuksessa verrokkien kuluva kalenterivuoden tilikauteen.

Tilikauden 2025 ja 2026 kertoimilla Duell hinnoitellaan selvällä alennuksella suhteessa verrokkiryhmäämme. Verrokkiryhmä ei ole erityisen edullinen ja mielestämme Duell ansaitsee alennuksen suhteessa verrokkiryhmään keskimäärin selvästi pienemmän kokoluokkansa sekä varhaisemman kehitysvaiheen vuoksi. Tästä huolimatta huomattava alennus verrokkiryhmään nähden puoltaa näkemystämme arvostuksen matalasta tasosta ja pidämme arvostuseron kaventumisesta ajan myötä todennäköisenä.

Kassavirtamalli

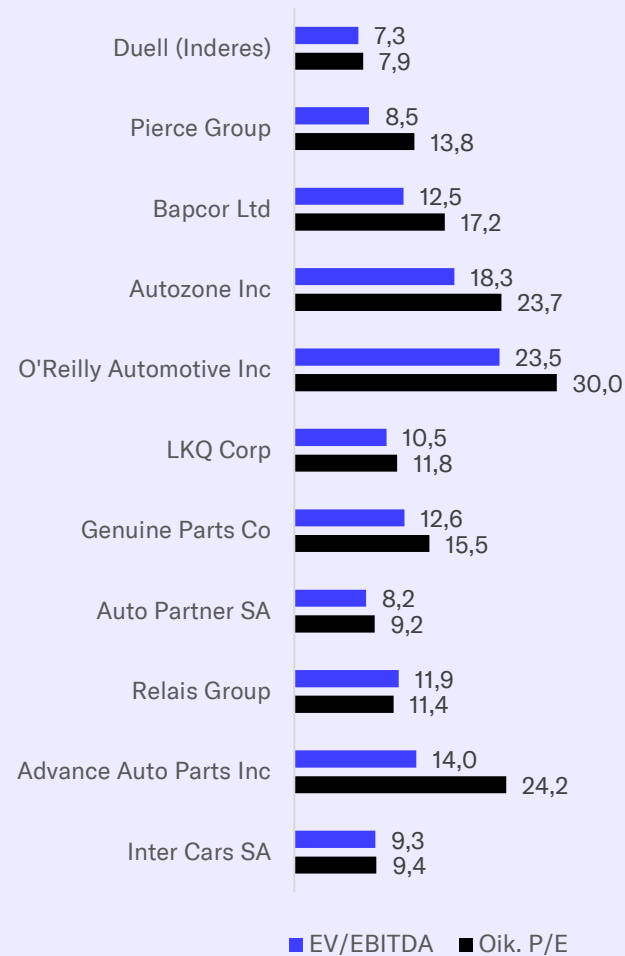
Kassavirtalaskelmamme Duellin osakkeelle indikoima arvo on 9,0 euroa osakkeelta. Siten pitkän tähtäimen potentiaalia painottava kassavirtalaskelmamme indikoi osakkeeseen selvää nousuvaraa nykytasolta.

DCF-mallimme pohjana käytämme lähivuosien ennusteiden lisäksi laatimiemme pitkän tähtäimen ennusteita. Mallissa terminaalijakson painoarvo on 53 %, mikä on mielestämme melko neutraali taso. Siten pitkällä tulevaisuudessa olevat rahavirrat eivät ole mallissa erityisen suuressa painoarvossa. Rahavirtamallissa käyttämämme oman pääoman kustannus on 11,3%, kun taas pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 9,8 %. Pörssin keskimääräistä tasoa korkeampaa tuotto-vaadetta perustelevat kestävien kilpailuetujen puute, pienyhtiöriski ja riskitasoa nostava yritysostoihin nojaava kasvustrategia.

Sijoitusnäkemys ja käypä arvo

Toistamme Duellin 9 euron tavoitehinnan ja Osta-suosituksemme, sillä mielestämme seuraavan noin 12 kuukauden tuotto/riski-suhde on erinomainen. Matalan arvostuksen takia osakekurssin lasku vaatisi taakseen mielestämme tulostason heikentymisen. Kokonaisuutena positiivinen markkinanäkymä sekä tehostustoimet tekevät negatiivisesta kannattavuuskehityksestä mielestämme epätodennäköistä. Q2'25:n luvut jäivät suurella todennäköisyydellä kuitenkin vaisuksi heikkojen sääolosuhteiden kurittaman talvisesongin vuoksi. Arviomme Duellin osakkeen käyvästä arvosta on 8–10 euroa, mikä pohjautuu soveltamiimme hyväksyttäviin absoluuttisiin arvostuskertoihin, kassavirtamalliin sekä suhteelliseen arvostukseen. Keskeisenä käyvän arvon ajurina pidämme pidemmän aikavälin kestävästä kannattavuustasosta. Tämän arviointiin liittyy tällä hetkellä huomattavaa epävarmuutta edellisten vuosien poikkeuksellisten markkinakäänteiden tehdessä edellisten vuosien luvuista vertailukelpoisuudeltaan kehuja.

Verrokkiryhmän tulospohjainen arvostus 2025e



Sijoitusprofiili

1

Kohdemarkkina kasvaa ajoneuvojen määrän mukana, mutta kuluttajien harkinnanvaraisen kulutuksen edellytykset heiluttavat markkinaa

2

Asiakasarvo syntyy laajasta brändiportfoliosta ja jälleenmyyjäverkostosta sekä logistiikka- ja tuoteosaamisesta

3

Pääomakevyt liiketoimintamalli sekä vahvistettu tase mahdollistavat houkuttelevan pääoman tuoton, mikä antaa edellytykset omistaja-arvon luomiselle

4

Kasvuhakuinen strategia tähtää skaalaetujen saavuttamiseen Euroopan markkinoilla ennen kilpailijoita

5

Yritystojen vauhdittama kansainvälinen kasvu, merkittävä velkarahoitus sekä kroonisesti kireä kilpailutilanne pitävät riskitason korkeana

Potentiaali

- Vahva markkina-asema Pohjoismaissa antaa edellytykset jatkaa kasvun tavoittelua muualla Euroopassa
- Nykyinen organisaatio on rakennettu nykyistä selvästi suuremmalle liikevaihtokuormalle
- Pirstaleinen markkina avaa mahdollisuuksia konsolidoida tukkurikenttää tai hankkia valikoituja tuotemerkkejä

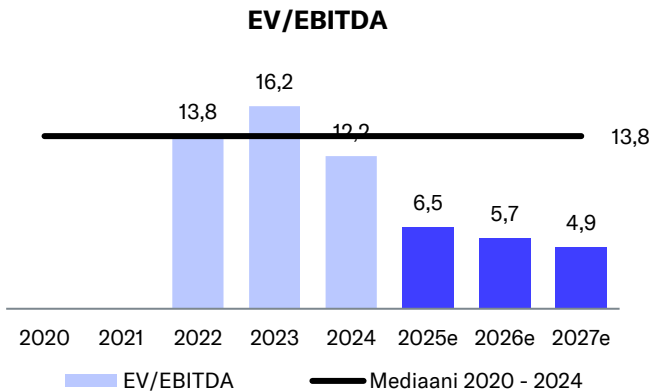
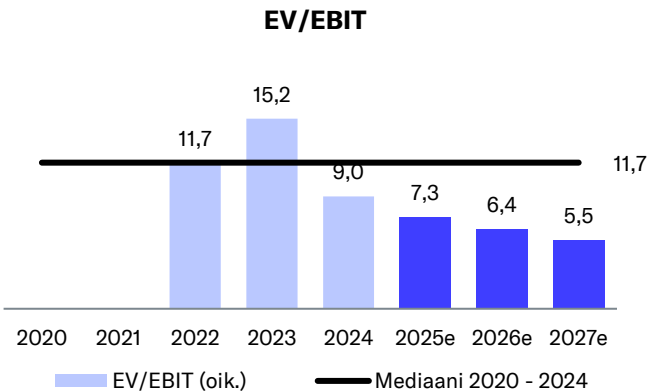
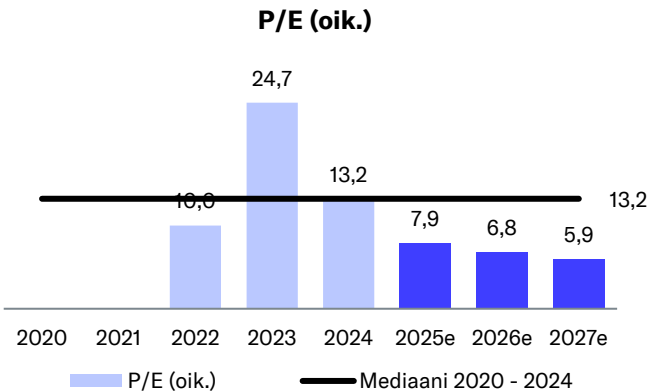
Riskit

- Yritystoihin ja kansainväliseen laajentumiseen liittyvät riskit
- Pitkässä juoksussa yhtiö on riippuvainen sen brändiportfolion laadusta ja kilpailukyvystä
- Yhtiövarsin maltillisesti hinnoitteluvoimaa, mikä rajoittuu suurelta osin omiin tuotemerkkeihin
- Talvikauden liikevaihto on riippuvainen sääolosuhteista
- Suuren varaston kuranttiuteen rajallinen näkyvyys

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi			2,25	1,03	0,03	6,40	6,40	6,40	6,40
Osakemäärä, milj. kpl			25,4	30,5	1038,5	5,19	5,19	5,19	5,19
Markkina-arvo			57	31	36	33	33	33	33
Yritysarvo (EV)			102	70	56	51	49	46	43
P/E (oik.)			10,0	24,7	13,2	7,9	6,8	5,9	5,5
P/E			29,7	neg.	neg.	25,2	15,5	11,6	9,9
P/B			1,8	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
P/S			0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto			0,8	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA			13,8	16,2	12,2	6,5	5,7	4,9	4,4
EV/EBIT (oik.)			11,7	15,2	9,0	7,3	6,4	5,5	4,8
Osinko/tulos (%)			0,0 %	0,0 %	0,0 %	31,5 %	31,5 %	32,6 %	32,4 %
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	2,0 %	2,8 %	3,3 %

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	
Inter Cars SA	1861	2549	9,3	8,3	7,7	6,9	0,5	0,5	9,4	8,3	0,3	1,3	1,5
Advance Auto Parts Inc	2067	1993	14,0	8,2	5,3	4,1	0,3	0,3	24,2	13,0	2,7	2,7	1,1
Relais Group	266	406	11,9	11,0	7,4	6,9	1,2	1,2	11,4	10,4	3,6	3,9	2,1
Auto Partner SA	575	675	8,2	6,9	7,3	6,1	0,6	0,5	9,2	7,4	1,1	1,1	
Genuine Parts Co	15573	19086	12,6	11,9	10,3	9,5	0,9	0,8	15,5	13,9	3,4	3,5	3,6
LKQ Corp	9930	13560	10,5	10,0	8,5	8,1	1,0	1,0	11,8	10,9	3,1	3,4	1,6
O'Reilly Automotive Inc	69925	74883	23,5	21,8	20,7	19,3	4,6	4,3	30,0	26,8			
Autozone Inc	54758	62807	18,3	17,0	15,8	14,7	3,6	3,5	23,7	21,0			
Bapcor Ltd	958	1270	12,5	11,1	8,0	7,3	1,1	1,0	17,2	14,7	3,3	3,9	1,8
Pierce Group	70	48	8,5	5,8	4,2	3,5	0,3	0,3	13,8	9,6			1,1
Duell (Inderes)	33	51	7,3	6,4	6,5	5,7	0,4	0,4	7,9	6,8	1,3	2,0	0,6
Keskiarvo			12,9	11,2	9,5	8,6	1,4	1,3	16,6	13,6	2,5	2,8	1,8
Mediaani			12,2	10,5	7,9	7,1	0,9	0,9	14,6	11,9	3,1	3,4	1,6
Erotus-% vrt. mediaani			-40 %	-39 %	-17 %	-21 %	-58 %	-60 %	-46 %	-43 %	-60 %	-40 %	-60 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	119	27,0	28,2	37,9	31,6	125	28,3	28,0	39,9	33,3	129	134	138	142
Pohjoismaat	69,9	15,1	15,7	19,5	15,9	66,2	15,3	14,9	20,5	16,8	67,6	69,9	71,3	72,7
Muu Eurooppa	48,9	11,9	12,5	18,4	15,7	58,5	13,0	13,1	19,3	16,5	61,9	64,4	67,0	69,6
Käyttökate	4,3	-0,2	-0,6	3,2	2,1	4,6	0,8	0,9	3,9	2,2	7,8	8,6	9,3	9,8
Poistot ja arvonalennukset	-3,3	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-3,7	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,6	0,3	1,4	3,2	1,4	6,2	0,7	0,6	3,7	2,0	6,9	7,7	8,3	8,8
Liikevoitto	1,0	-1,1	-1,4	2,2	1,2	0,8	-0,1	-0,1	3,0	1,3	4,0	4,9	5,6	6,1
Nettorahoituskulut	-3,4	-0,7	-0,8	-0,7	-0,3	-2,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-1,6	-1,1	-0,8	-0,6
Tulos ennen veroja	-2,4	-1,8	-2,3	1,5	0,9	-1,7	-0,6	-0,5	2,6	1,0	2,5	3,9	4,8	5,5
Verot	-0,4	0,0	-0,3	-0,8	0,0	-1,0	0,2	-0,1	-0,8	-0,4	-1,1	-1,7	-2,0	-2,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-2,8	-1,8	-2,5	0,8	0,9	-2,6	-0,4	-0,5	1,7	0,5	1,3	2,1	2,9	3,4
EPS (oikaistu)	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,08	0,03	0,46	0,24	0,81	0,94	1,08	1,17
EPS (raportoitu)	-0,09	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,08	-0,10	0,33	0,11	0,25	0,41	0,55	0,65

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,2 %	4,9 %	10,2 %	0,6 %	5,7 %	4,9 %	4,7 %	-0,6 %	5,2 %	5,5 %	3,9 %	3,7 %	3,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-47,4 %	-164,3 %	40,4 %	-16,3 %	508,5 %	35,0 %	145,3 %	-53,4 %	14,4 %	45,4 %	12,0 %	10,1 %	9,0 %	5,9 %
Käyttökate-%	3,6 %	-0,7 %	-2,0 %	8,4 %	6,8 %	3,7 %	2,9 %	3,1 %	9,8 %	6,7 %	6,0 %	6,4 %	6,7 %	6,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,9 %	1,0 %	4,9 %	8,4 %	4,3 %	5,0 %	2,4 %	2,3 %	9,2 %	5,9 %	5,4 %	5,7 %	6,0 %	6,2 %
Nettotulos-%	-2,4 %	-6,8 %	-8,9 %	2,1 %	2,9 %	-2,1 %	-1,5 %	-1,9 %	4,3 %	1,6 %	1,0 %	1,6 %	2,1 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Huom. Liikevoitto ilman kertaeriä = yhtiön raportoima oikaistu EBITA

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	25	23	20	18	15
Liikearvo	21,3	19,1	16,4	13,6	10,9
Aineettomat hyödykkeet	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Käyttöomaisuus	0,8	0,7	0,9	1,2	1,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	70	71	74	76	78
Vaihto-omaisuus	50	43	45	47	48
Muut lyhytaikaiset varat	2,6	4,1	4,1	4,1	4,1
Myyntisaamiset	15,8	14,4	15,0	15,6	16,0
Likvidit varat	2,4	9,3	9,6	10,0	10,3
Taseen loppusumma	95	94	94	94	94

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	37	52	53	54	57
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	3,9	-1,4	-0,1	1,4	3,5
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	32,9	53,0	53	53	53
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	32	26	22	18	15
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	32,1	26	22	18	15
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	26	17	19	22	22
Korolliset velat	8,5	3,3	5	8	8
Lyhytaikaiset korottomat velat	12,1	7,6	8	8	8
Muut lyhytaikaiset velat	5,8	5,7	5,7	5,7	5,7
Taseen loppusumma	96	94	94	94	94

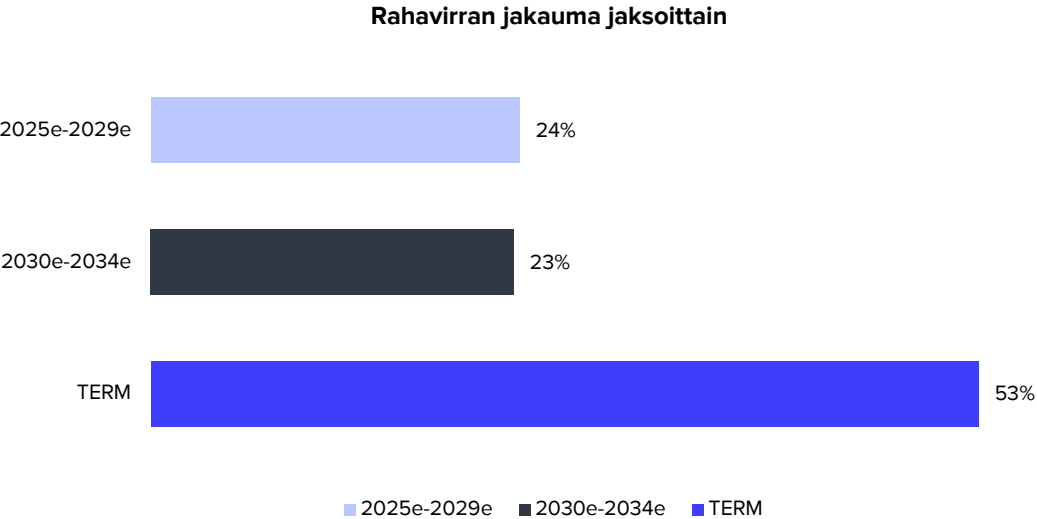
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	4,9 %	3,9 %	3,7 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	0,7 %	3,1 %	3,7 %	4,1 %	4,3 %	4,7 %	5,5 %	5,6 %	6,2 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %
Liikevoitto	0,8	4,0	4,9	5,6	6,1	6,9	8,2	8,6	9,7	11,0	11,2	
+ Kokonaispoistot	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	4,0	3,4	3,5	2,6	1,4	1,4	
- Maksetut verot	-1,0	-1,1	-1,7	-2,0	-2,1	-2,3	-2,5	-2,6	-2,7	-2,7	-2,7	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,3	-0,3	-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	1,5	-1,9	-1,9	-1,6	-1,7	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	
Operatiivinen kassavirta	4,6	4,4	4,7	5,5	5,8	6,9	7,5	7,8	8,0	7,9	8,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,3	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,3	3,2	3,5	4,2	4,4	5,5	6,1	6,4	6,6	6,5	6,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,3	3,2	3,5	4,2	4,4	5,5	6,1	6,4	6,6	6,5	6,3	88,2
Diskontattu vapaa kassavirta		2,9	2,9	3,2	3,1	3,5	3,5	3,4	3,2	2,9	2,5	35,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		66,4	63,5	60,6	57,3	54,2	50,7	47,2	43,8	40,6	37,8	35,3
Velaton arvo DCF		66,4										
- Korolliset velat		-28,9										
+ Rahavarat		9,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		46,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,0										

Pääoman kustannus (WACC)

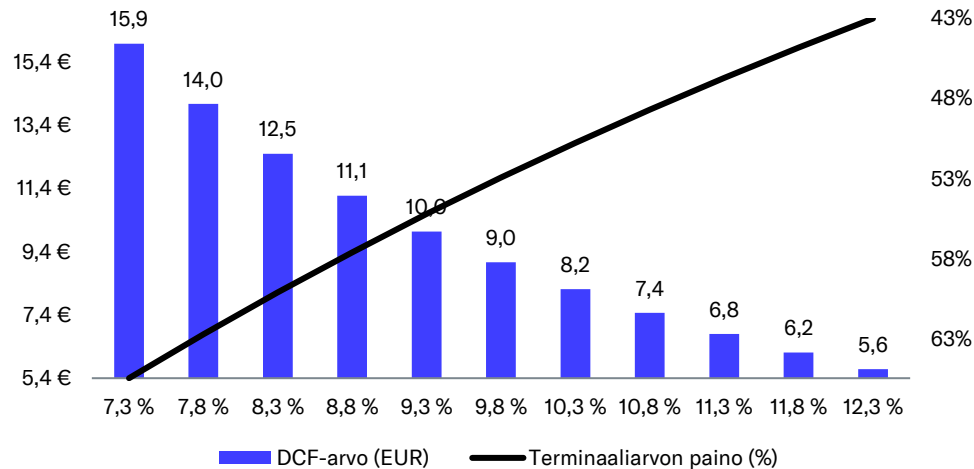
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,3
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,8 %

Lähde: Inderes

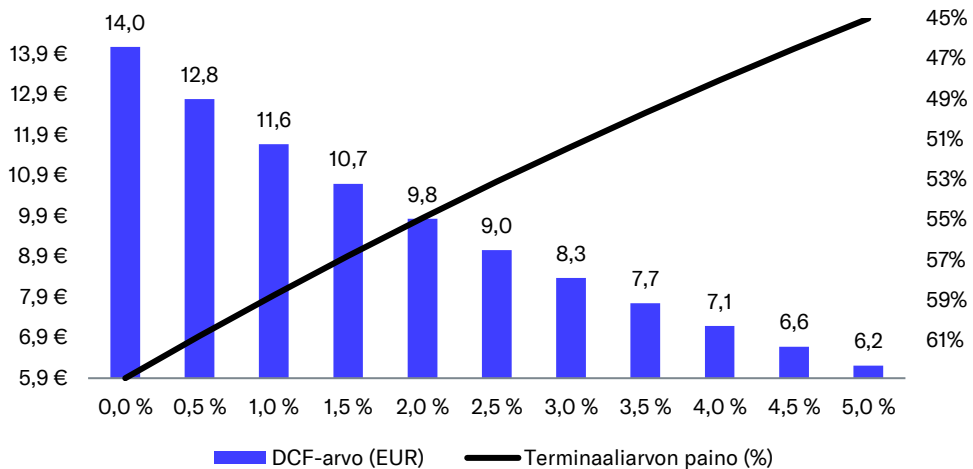


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

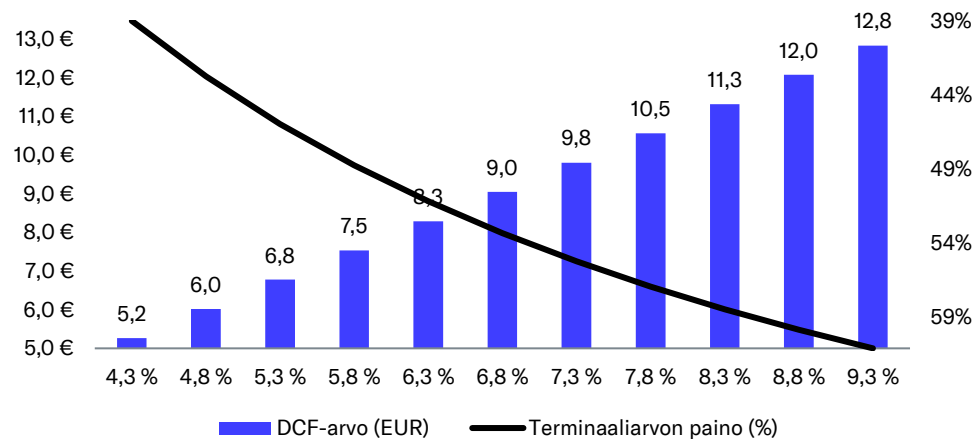
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



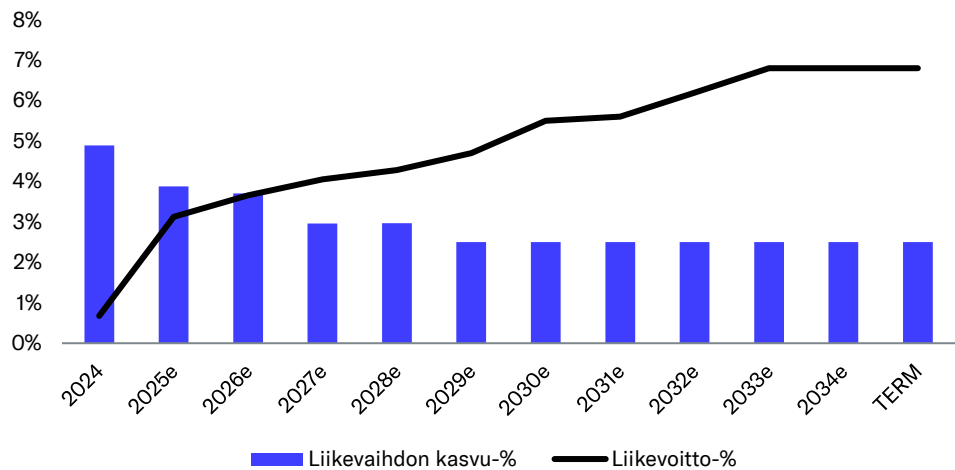
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	124,0	118,8	124,7	129	134	EPS (raportoitu)	0,08	-0,09	0,00	0,25	0,41
Käyttökate	7,4	4,3	4,6	7,8	8,6	EPS (oikaistu)	0,23	0,04	0,00	0,81	0,94
Liikevoitto	4,9	1,0	0,8	4,0	4,9	Operat. kassavirta / osake	-0,71	0,36	0,00	0,84	0,90
Voitto ennen veroja	3,0	-2,4	-1,7	2,5	3,9	Vapaa kassavirta / osake	-0,94	0,04	0,00	0,61	0,67
Nettovoitto	1,9	-2,8	-2,6	1,3	2,1	Omapääoma / osake	1,25	1,21	0,05	10,20	10,53
Kertaluontoiset erät	-3,8	-3,6	-5,4	-2,9	-2,7	Osinko / osake			0,000	0,080	0,130
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	95	95	94	94	94	Liikevaihdon kasvu-%	61,5 %	-4,2 %	4,9 %	3,9 %	3,7 %
Oma pääoma	32	37	52	53	55	Käyttökatteen kasvu-%	-11,3 %	-41,7 %	5,9 %	70,7 %	10,2 %
Liikearvo	16	21	19	16	14	Liikevoiton oik. kasvu-%	8,5 %	-47,4 %	35,0 %	12,0 %	10,1 %
Nettovelat	45	38	20	18	15	EPS oik. kasvu-%	40,4 %	-81,5 %	-93,7 %	30731,5 %	15,6 %
						Käyttökate-%	6,0 %	3,6 %	3,7 %	6,0 %	6,4 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	7,0 %	3,9 %	5,0 %	5,4 %	5,7 %
Käyttökate	7,4	4,3	4,6	7,8	8,6	Liikevoitto-%	4,0 %	0,9 %	0,7 %	3,1 %	3,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-23,9	7,7	1,5	-1,9	-1,9	ROE-%	9,1 %	-8,2 %	-5,9 %	2,5 %	4,0 %
Operatiivinen kassavirta	-18,0	10,9	4,6	4,4	4,7	ROI-%	7,4 %	1,3 %	1,1 %	5,0 %	6,1 %
Investoinnit	-5,8	-9,7	-1,3	-1,2	-1,2	Omavaraisuusaste	33,4 %	38,6 %	55,0 %	56,4 %	58,1 %
Vapaa kassavirta	-23,8	1,2	3,3	3,2	3,5	Nettovelkaantumisaste	139,9 %	103,7 %	37,9 %	33,3 %	28,1 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,4	0,4	0,4						
EV/EBITDA	13,8	16,2	12,2	6,5	5,7						
EV/EBIT (oik.)	11,7	15,2	9,0	7,3	6,4						
P/E (oik.)	10,0	24,7	13,2	7,9	6,8						
P/B	1,8	0,9	0,7	0,6	0,6						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	2,0 %						

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 suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 yhtiökohtaisia 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 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 yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen 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.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15/12/2021	Lisää	7,00 €	6,20 €
19/01/2022	Lisää	8,30 €	7,65 €
22/03/2022	Lisää	7,50 €	6,52 €
07/04/2022	Lisää	7,20 €	6,02 €
18/05/2022	Lisää	6,00 €	5,02 €
08/07/2022	Lisää	3,50 €	2,95 €
05/09/2022	Lisää	2,70 €	2,22 €
11/11/2022	Osta	2,70 €	1,95 €
19/01/2023	Osta	2,50 €	1,78 €
15/02/2023	Osta	2,50 €	1,80 €
04/03/2023	Osta	2,50 €	1,82 €
06/04/2023	Osta	2,50 €	1,66 €
19/05/2023	Vähennä	1,60 €	1,50 €
07/07/2023	Osta	1,60 €	1,26 €
21/09/2023	Vähennä	0,80 €	0,84 €
10/10/2023	Vähennä	0,45 €	0,48 €
01/12/2023	Vähennä	0,03 €	0,33 €
18/01/2024	Vähennä	0,04 €	0,0390 €
03/02/2024	Vähennä	0,04 €	0,0390 €
04/04/2024	Lisää	0,04 €	0,0353 €
03/07/2024	Lisää	0,04 €	0,0354 €
10/10/2024	Lisää	0,05 €	0,0409 €
17/12/2024	Lisää	9,00 €	7,30 €
16/01/2025	Osta	9,00 €	7,40 €
17/03/2025	Osta	9,00 €	6,40 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**