

DUELL

09.06.2026 09.23 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



U-käännöstä etsimässä

Tulostason heikennyttyä voimakkaasti tilikauden 2024 jälkeen Duell on tukevasti känneyhtiökategoriassa. Toimet yhtiön korjaamiseksi ovat käynnissä uuden toimitusjohtajan johdolla, mutta konkreettisia merkkejä tuloskäänteestä ei ole toistaiseksi nähtävillä. Velkainen taseasema korostaa osakkeen mehevää tuottopotentiaalia tuloskäänteeseen onnistuessa, mutta kääntöpuolella yhtiö on haastavassa raossa rahoituksen mahdollisissa uudelleenjärjestelyissä. Q3'26:n odotuksiamme paremman markkinakehityksen mukana nostimme ennusteita ja tavoitehintaamme 2,0 (aik. 1,3) euroon toistaen Vähennä-suosituksemme.

Jakelija moottoriturheilun jälkimarkkinoilla

Duell toimii moottoriturheilun varaosien ja henkilökohtaisten varusteiden jakelijana. Tuoteryhmiin lukeutuvat moottoripyörä-, maastoajoneuvo- (ATV), moottorikelkka-, polkupyörä-, veneily- ja puutarhapienkonetuotteet, joista muodostuu yli 500 brändin portfolio. Yhtiön houkuttelevuus kumppanina jälleenmyyjien suuntaan pohjaa kattavaan brändi- ja tuoteportfolioon, jota se pystyy jakelemaan lyhyellä toimitusajalla. Tämän ansiosta yhtiö on onnistunut rakentamaan yli 8 500 jälleenmyyjän verkoston, mikä tekee siitä houkuttelevan kumppanin brändiyhtiöille. Duellilla on korkea markkinaosuus Pohjoismaissa, mutta muualle Eurooppaan painottuvan kasvustrategian myötä muut Euroopan maat tuovat noin puolet liikevaihdosta.

Negatiiviselle tuloskehitykselle etsitään pysäyttäjää

Duell-konserni on rakennettu nykyistä suuremmalle liikevaihtokuormalle, minkä vuoksi nykyisellä liikevaihtotasolla on haastavaa yltää tyydyttävälle kannattavuustasolle. Tätä heijastellen kannattavuusparannus vaatii joko konsernin resurssien karsimista ja/tai liikevaihdon kasvua. Yhtiö on pyrkinyt viime vuosina molempiin: takana on useita tehostuskierroksia ja orgaaninen liikevaihdon kasvu oli vauhdikasta tietyillä keski-Euroopan markkinoilla (2024). Vaisun tulostason sekä tähän

verrattuna kohollaan olevan velkaisuuden myötä kumpaankin vaihtoehtoon liittyy haasteita; resurssien jatkuva karsiminen syö kertakulujen kautta rahavirtaa, kun taas kasvupolku vaatii investointeja käyttöpääomaan, joita yhtiöllä on nykyisessä rahoitustilanteessa vaikea tehdä. Kannattavuuden ja operatiivisen rahavirran vahvistuminen sekä velkaisuuden lasku ovat näin ollen lyhyellä aikavälillä avainasemassa, missä onnistuminen vaatii uudelta toimitusjohtalta arviomme mukaan nappisuoritusta. Odotamme tulostason pohjaavan kuluvalle tilikaudella Ranskan tytäryhtiön korjaustoimenpiteiden edetessä. Korkea velkaantuneisuus ja pidempiaikainen negatiivinen tulostrendi pitävät kuitenkin osakkeen riskitason korkeana. Lyhyellä aikavälillä Q3'26:n markkinaparametrit ovat olleet odotuksiamme pirteämpiä vaisusta kuluttajaluottamuksen tasosta huolimatta, mikä on parantanut suotuisampien skenaarioiden todennäköisyyttä. Lyhyen aikavälin positiivisena optiona on ohjeistuksen osoittautuminen varovaiseksi suhteessa pirteämpään markkina-aktiiviteettiin, mikä tarkoittaisi velkahuolien helpottamista ja positiivista tulosvaroitusta.

Markkina-arvo on painunut matalaksi

Ennusteidemme mukaiset oik. P/E-luvut tilikausille 2026 ja 2027 ovat 13x ja 10x, ja vastaavat oik. EV/EBITA-kertoimet ovat 11x ja 8x. Kertoimet ovat tilikaudelle 2026 vaisun tulostason takia korkeat, mutta tilikaudella 2027 kertoimet laskevat neutraaleiksi. Kestävään tulostason parantamiseen pohjaavan DCF:n arvo on 2,1 eurossa. Markkina-arvo on velkaisuuden ja heikon tulostason saattamana painunut alas, minkä myötä arvostus- ja velkaisuuskuvat ovat herkkiä tulostason muutoksille. Tuotto-odotus on perinteisen känneyhtiön mukainen; käänteeseen onnistuessa tuotto-odotus on erinomainen, mutta vaisun tulostason jatkuessa rahoitustilanne muodostuu ongelmaksi. Merkittävä kurssinousu on heikentänyt hyvien skenaarioiden tuotto-odotusta, eikä käänteestä ole toistaiseksi konkreettisia merkkejä, joten pysymme osakkeen suhteen varovaisina

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

2,00 EUR

(aik. 1,30 EUR)

Osakekurssi:

2,02 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	126,6	117,8	120,4	126,2
kasvu-%	2 %	-7 %	2 %	5 %
EBIT oik.	4,9	2,3	3,3	4,0
EBIT-% oik.	3,9 %	2,0 %	2,8 %	3,2 %
Nettotulos	-1,1	-4,4	-1,6	-0,9
EPS (oik.)	0,48	0,16	0,21	0,35
P/E (oik.)	9,0	12,5	9,5	5,8
P/B	0,4	0,2	0,2	0,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	8,6	11,4	7,7	6,4
EV/EBITDA	8,2	24,4	5,6	4,9
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2	0,2

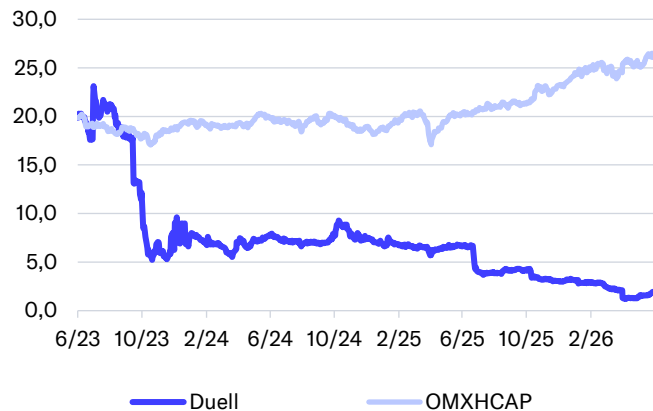
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

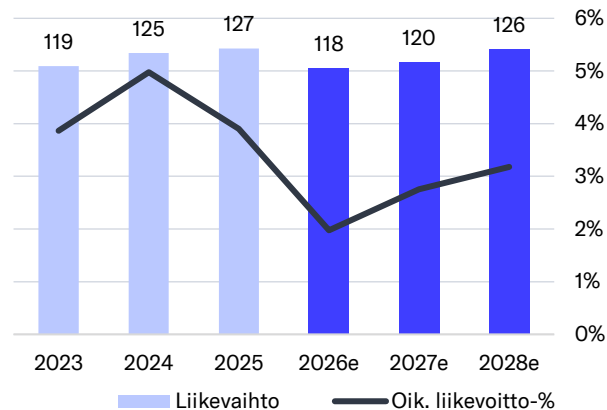
Duell odottaa orgaanisen liikevaihdon olevan noin 115 miljoonaa euroa ja oikaistun EBITA:n olevan noin 2 miljoonaa euroa.

Osakekurssi



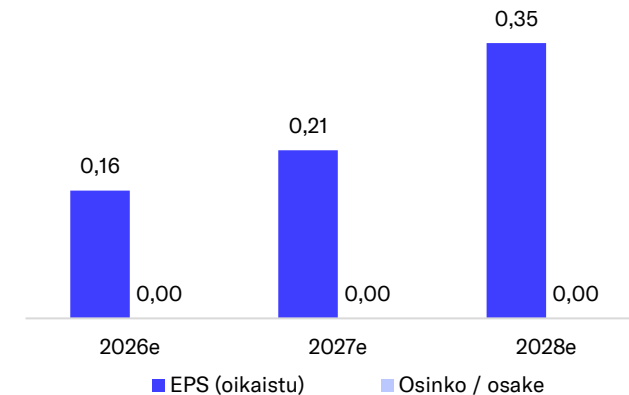
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Historialliseen tulostasoon nähden osakkeeseen ladatut odotukset ovat matalat
- Paluu edes tilikauden 2025 liikevoittotasolle, laskisi velkaisuuden mittareita merkittävästi ja perustelisi osake nousvaraa
- Aloitteet käyttöpääomatehokkuuden parantamiselle voivat tuoda kaivatun tuen kassavirtaan, sekä luovat edellytykset myöhemmälle kasvulle

Riskitekijät

- Käyttökatteeseen nähden koholla oleva velkatason tekee kurssiliikkeistä jyrkkiä molempiin suuntiin
- Sääolosuhteet voivat heikentää lyhyen tähtäimen myyntinäkömää
- Tulokäänteen pitkittyminen ja rahoitustilanteen kriisiytyminen
- Kilpailukyky verkkokaupan kasvattaessa osuutta loppumarkkinasta

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	2,02	2,02	2,02
Osakemäärä, milj. kpl	5,19	5,19	5,19
Markkina-arvo	10	10	10
Yritysarvo (EV)	27	25	26
P/E (oik.)	12,5	9,5	5,8
P/E	neg.	neg.	neg.
P/B	0,2	0,2	0,2
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	24,4	5,6	4,9
EV/EBIT (oik.)	11,4	7,7	6,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Duell lyhyesti

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

1983

Perustamisvuosi

126,6 (1,6 %)

Liikevaihto 2025¹ (kasvu-%)

14,5 % (2019–2025)

Keskimääräinen liikevaihdon kasvu (CAGR)

4,9 MEUR (3,9 %)

Oikaistu EBITA 2025 (oik. EBITA-%)

210

Henkilöstö keskimäärin tilikaudella 2025

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

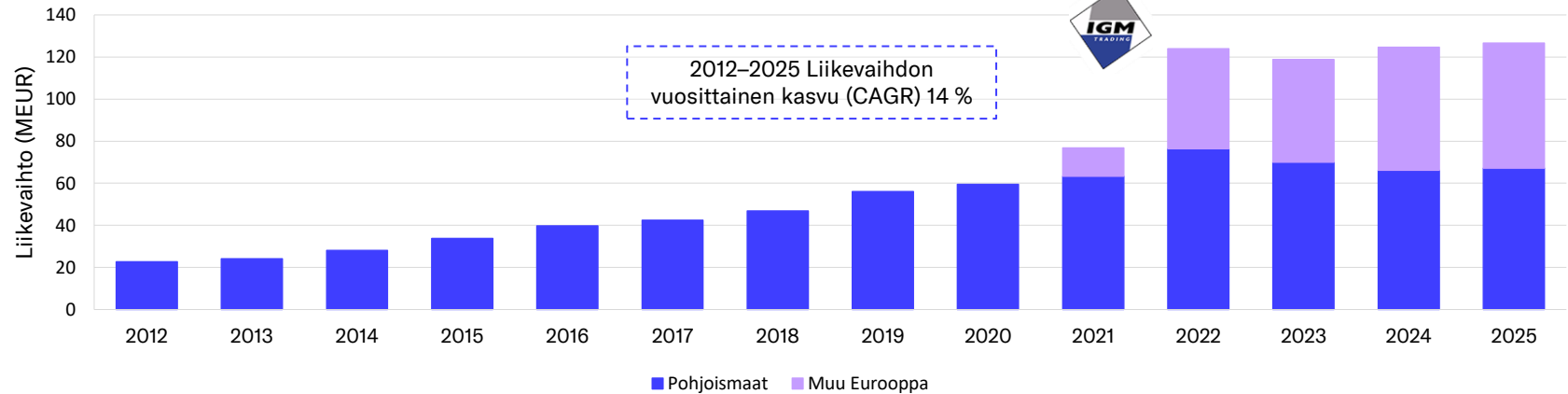
Myyntiorganisaatio perustettiin Keski-Eurooppaan

Epäorgaaninen kasvu 2020→

Nimenmuutos Duelliksi ja listautuminen First North -listalle

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

Markkinatilanteen äkillisen muutoksen myötä tulostulo heikkenee useaksi vuodeksi, eikä odotettu kasvu toteudu. Nousut korkotaso ja vaisusti kiertävä varasto kiristävät velkaisuuden mittareita.



¹Tilikausi 1.9.–31.8. Lähde: Inderes, Duell

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-, maastoajoneuvo- (ATV), polkupyörä-, moottorikelka-, veneily- ja puutarhapienkonetuotteita. Tuotetarjoama kattaa teknisiä osia ja varaosia sekä henkilökohtaisia tarvikkeita, kuten vaatteita ja muita ajovarusteita, joita jaellaan laajalle jälleenmyyjäverkostolle.

Duelliin tavanomaisesta kalenterivuositaisesta rytmistä poikkeavan ja elokuussa 2025 päättyneen tilikauden liikevaihto kasvoi valuuttakurssien vaikutuksesta oikaistuna 0,8 % ja oli 126,6 MEUR. Tilikauden oikaistu liikevoitto ilman liikearvon poistoja (EBITA) oli 4,9 MEUR (oik. EBITA-% 3,9 %), mikä jäi selvästi edellisen tilikauden tasosta (EBITA-% 5,0 %). Kannattavuutta rasitti etenkin tilikauden 2025 lopulla sisäisiä haasteita kohdanneen Ranskan tytäryhtiön Tecno Globen tulostason heikentyminen.

Laaja tuote- ja brändiportfolio ja jälleenmyyjäverkosto

Duelliin tarjonta muodostuu yli 500 brändin tuotevalikoimasta, mikä kattaa yli 100 000 tuotetta. Yhtiö jakaa ulkopuolisen brändivalikoiman parhaisiin brändeihin ja muihin brändeihin, minkä lisäksi valikoimaan kuuluu noin 20 omaa tuotemerkkiä.

Parhaat brändit (noin 60 kpl) ovat Duelliin mukaan 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 2025 ulkopuolisten brändien osuus Duelliin liikevaihdosta oli 80 % 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.

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 sekä Baltiassa ja noin 4000 jälleenmyyjästä, Keski- ja Etelä-Euroopassa sekä Iso-Britanniassa.

Liikevaihto painottuu kivijalkaliikkeisiin ja teknisiin osiin

Duelliin kehitysvaihetta ja kasvustrategian nykyistä vaihetta heijastellen tilikauden 2025 raportoidusta liikevaihdosta noin 52 % muodostui myynnistä Pohjoismaissa, kun taas muun Euroopan osuus oli noin 48 %.

Asiakkaittain tarkasteltuna Duelliin liikevaihdosta tilikaudella 2025 noin 70 % koostuu myynnistä kivijalkamyymälöille, kuten vähittäiskaupan toimijoille, erikoisliikkeille ja korjaamoille. Vastaavasti Duelliin liikevaihdosta 30 % kohdistui myynnistä verkkokauppa-asiakkaille. Tämä linjanveto alkaa kuitenkin hämärtyä yhä useamman kivijalkaliikkeen tarjotessa kuluttajille myös verkkokauppavaihtoehtoa.

Tuotenimikkeittäin tarkasteltuna, tilikaudella 2025 liikevaihdosta noin 2/3 muodostui teknisistä osista ja varaosista kuten moottoreista ja niiden osista, renkaista, jarruista ja ketjuista. Vastaavasti noin 1/3 liikevaihdosta muodostui henkilökohtaisista ajovarusteista ja suojarusteista kuten vaatteista, kypäristä, hanskoista ja kengistä.

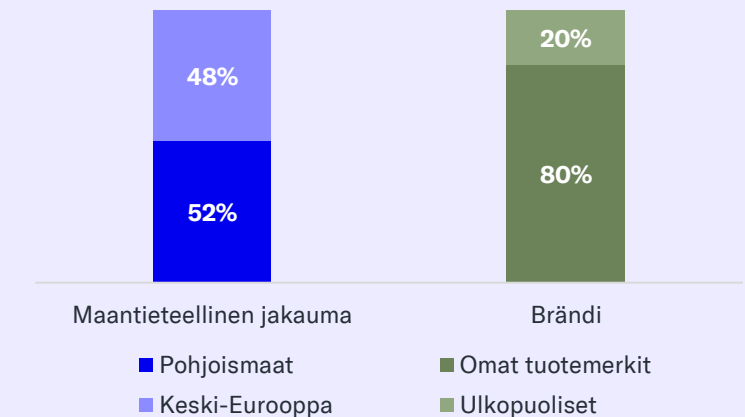
Tarjontaa jokaiseen vuodenaikaan

Duell jakaa varaosien ja varusteiden 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 yli 500 brändiä
- ◆ Noin 8 500 jälleenmyyjäasiakasta
- ◆ Yli 100 tuhatta tuotetta

Myynnin jakauma tilikausi 2025



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Olenainen 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 ja etenkin Q3:lle (maalis-toukokuu), mikä voimistaa kausiluonteisuutta eli kvartaalitason muutoksia liikevaihdossa ja kannattavuudessa.

Asiakassopimuksissa vähän kiinteitä elementtejä

Duellin liikevaihdossa ei ole vahvoja sopimusperusteisia 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 vähimmäisostosta, minkä lisäksi niissä on usein kannustimia tiettyihin volyymimääriin yltämiseksi. Jatkuvuutta liikevaihtoon tuo myös tietyt alueelliset yksinoikeudet sekä pitkä historia useiden brändien ja jälleenmyyjien yhteistyökumppanina.

Duell ei ole tilikauden 2023 jälkeen julkaissut suurimpien asiakkaiden liikevaihto-osuutta. Tilikaudella 2023 Duellin liikevaihdolla mitattuna kaksi suurinta asiakasta toivat 10 % liikevaihdosta. Seuraavaksi suurimmat 8 asiakasta toivat niin ikään yhteensä 10 % Duellin liikevaihdosta. Näin ollen jäljelle jäävät 8 490 asiakasta toivat 80 % liikevaihdosta. Arviomme Duellin asiakasrakenteen keskittyneen tilikauden 2023 jälkeen hieman vahvemmin suurimpiin asiakkaisiin, sillä suurten yksittäisten asiakkuuksien dominoiman verkkokauppa-myyntin

osuus on kasvanut. Tästä huolimatta pidämme asiakasrakennetta varsin hajautuneena.

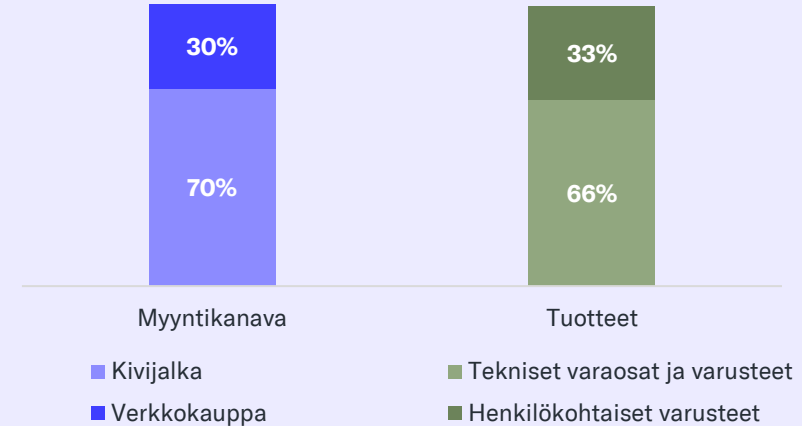
Vaikka Duellin liikevaihdossa ei ole vahvoja sitovia elementtejä, kysynnän ennustamista helpottaa jälleenmyyjien tekemät ennakkotilaukset. Näiden ansiosta yhtiöllä tulisi tavanomaisessa toimintaympäristössä olla kohtuullinen näkyvyys myyntiin kahden ja osin jopa kolmen kvartaalin päähän. Arviomme mukaan tämä ei kuitenkaan ole pätenyt erityisen hyvin hiljattain, kun jälleenmyyjät ovat laskeneet huomattavasti varastotasojen, minkä myötä sesongin aikaisen myynnin merkitys on korostunut ennakkotilauksiin nähden.

Arvoketjuasema on arviomme mukaan tyydyttävä

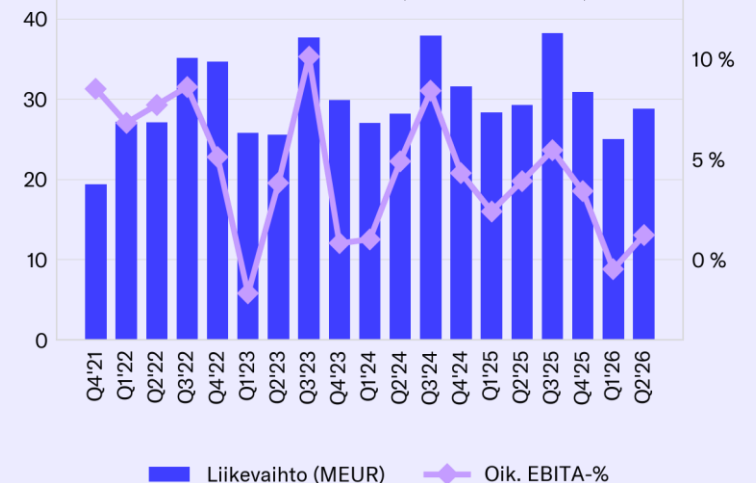
Duell on tyypillinen tukkuri, jolla ei ole omaa valmistavaa toimintaa, sillä sen omien tuotemerkkien tuotteet valmistetaan ulkopuolisten toimittajien toimesta pääasiassa Aasiassa. Näin ollen yhtiön liiketoimintamallin ydintoimintoja ovat brändiportfoliossa olevien toimittajien tuotteiden markkinointi ja myynti sekä jakelu eli logistiikkatoiminnot (ml. varastointi). Omien brändien osalta yhtiöllä on lisäksi oma suunnittelijatiimi, joka vastaa omien tuotemerkkien (Amoq, Havarsons) ajovarusteiden suunnittelusta.

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.

Myyntin jakauma tilikausi 2025



Liikevaihdon ja kannattavuuden kausivaihtelu (Q1'21-Q2'26)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Tätä taustaa vasten Duellin arvoketjuasema on brändiyhtiöiden ja jälleenmyyjien välisessä lohossa mielestämme ainoastaan 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.

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 Tranåsin varastosta yhtiö toimittaa Pohjoismaihin, Isoon-Britanniaan sekä Keski- ja Etelä-Eurooppaan. Yrityskauppojen ansiosta yhtiöllä on varastot myös Alankomaissa, Ranskassa ja Iso-Britanniassa. Alankomaiden ja Ranskan varastot ovat tärkeässä asemassa Keski-Euroopan markkinoiden toimituksien kannalta. Alankomaiden varasto palvelee pääosin Benelux-maiden sekä Saksan markkinaa, kun taas Ranskan varastolta toimitetaan pääosin Ranskan markkinaa. Vastaavasti Iso-Britannian varasto keskittyy palvelemaan Iso-Britannian markkinaa.

Liikevaihdon odotuksia vaisumman kehityksen sekä tehostuspaineiden myötä Duell sulki Tampereen varastonsa, ja aiemmin pyöräilytuotteisiin erikoistuneen varaston tehtävät siirrettiin Mustasaaren ja Tranåsin varastoille. Käsitksemme mukaan myös Ranskassa varastokapasiteettia on karsittu siirtymällä aiemmasta kahdesta varastosta yhteen.

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.

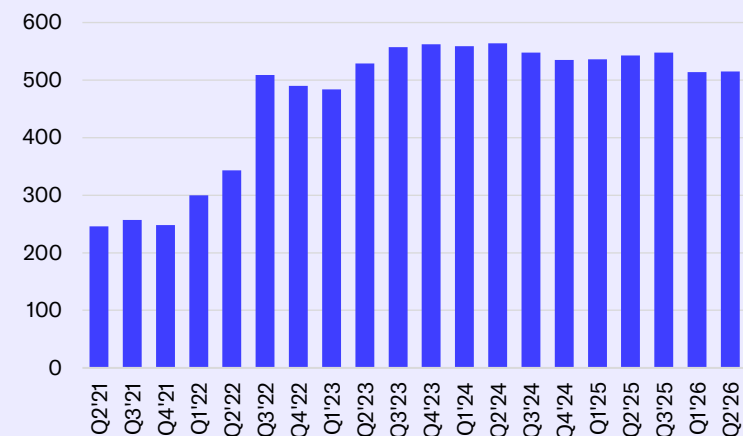
Suhteellisesti Duellin Muun Euroopan markkina-alueen tarjooma painottuu enemmän varusteisiin, kun taas Pohjoismaissa Duell myy enemmän varaosia. Tämän myötä markkina-alueiden varastojen vaatimukset asiakasarvon luomisen kannalta ovat toisistaan hieman poikkeavat, sillä varaosakaupassa nopea ja varma toimitus on avainasemassa, kun taas varusteissa kiinnostava brändi ja tuotevalikoima ovat erityisen tärkeitä.

Liiketoimintamallissa pääomaa sitoutuu varastoihin

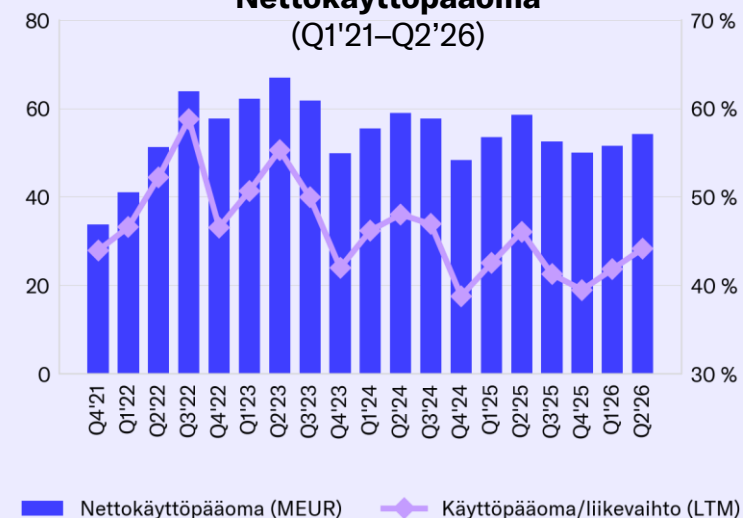
Duellin liiketoimintamalli ei edellytä merkittäviä investointeja kiinteään omaisuuteen, minkä taustalla on jakeluliiketoiminnan luonne ja se, että yhtiö on vuokralla käyttämässään varastotiloissa. Yhtiön liiketoiminnan edellyttämät investoinnit kohdistuvatkin suurelta osin IT-hankkeisiin. Maltillista investointitarvetta heijastellen liiketoiminnan investoinnit ilman tuotemerkkiostoja ovat olleet noin 0,3–2,5 MEUR tilikausilla 2019–2025. Yhteenlaskettuna vastaavan välin investoinnit ovat 8,5 MEUR:n tasolla. Investointien 2,5 MEUR:n huipputaso oli tilikaudella 2023, jolloin 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 suurikokoiset varastot ovat Duellin kaltaiselle tukkurille tavanomaisia, mutta ne ovat arviomme mukaan osin myös tehtyjen strategisten päätösten seurausta.

Tuotemerkkien määrä Duellin valikoimassa



Nettokäyttöpääoma (Q1'21–Q2'26)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Tämän taustalla on se, että kattavat ja maantieteellisesti hajautuneet varastot mahdollistavat lyhyet toimitusajat, mikä taas on näkemyksemme 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:n lopussa korkeimmillaan ja Q4:n lopussa matalimmillaan. Tämä heijastelee kesäsesonkia varten kasvavia varastoja Q2:lla ja sesonkimyyntien kautta laskevia varastoja Q3:n ja Q4:n aikana.

Tilikausilla 2022-2025 Duellin käyttöpääoma suhteessa sen edellisen 12kk liikevaihtoon on ollut 40–60 %. Korkeimpia tasoja selittää yrityskauppojen välitön vaikutus konsernin taseeseen ja viiveellinen vaikutus liikevaihtoon. Tätä taustaa vasten odotamme nettokäyttöpääoman vaihtelevan jatkossa 40–50 %:n välillä suhteessa edellisen 12 kuukauden liikevaihtoon, mikä vastaa tilikausien 2024–2025 toteumia. 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 on arviomme hyvin rajalliset mahdollisuudet tavoitella orgaanista kasvua lyhyellä välillä. Kasvupolulle palaaminen vaatii arviomme mukaan taakseen ensin kannattavuuden sekä kassavirran vahvistamista, joista ensimmäinen ei tilikaudella 2026 ole toteutumassa.

Rahavirta on jäänyt vaisuksi

Matalia investointitarpeita, mutta korkeita kertaeriä, rahoituskustannuksia sekä nettokäyttöpääoman sitoutumista peilaten Duellin liiketoiminnan rahavirta on ollut tilikausien 2021-2025 osalta keskimäärin operatiivista tulosta selvästi matalampi. Tällä ajanjaksolla oikaistusta käyttökatteesta (yht. 37 MEUR) vain

24 % (yht. 9 MEUR) on kääntynyt liiketoiminnan rahavirraksi. Vastaavana ajanjaksona arvioimme orgaanisen kasvuvauhdin olleen karkeasti nollassa, mikä sisältää covid-pandemian aiheuttaman kysyntäpiikin tukeman orgaanisen liikevaihdon kasvupyrähdysten sekä tämän jälkeisen harkinnanvaraisen kulutuksen vaisumman kysynnän aiheuttaman liikevaihdon supistumisen. 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 kertaerien¹ ja korkeiden rahoituskustannusten hillitsemisessä jatkossa.

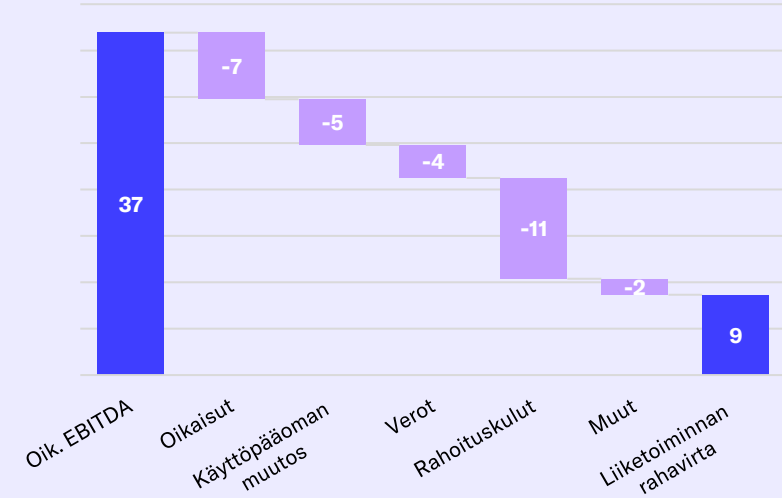
Duellin kasvuhakuisen strategian myötä odotamme käyttöpääomatarpeiden rasittavan rahavirtaa, minkä myötä yhtiön vapaa rahavirta jäänee pidemmällä välillä liikearvopoistoilla oikaistua nettotulosta matalammalle tasolle.

Laskeneet katteet romuttivat sijoitetun pääoman tuoton

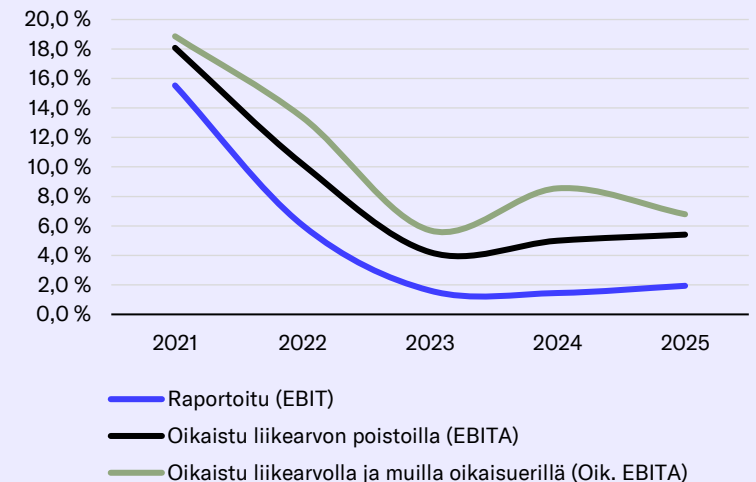
Duellin vuosittainen sijoitetun pääoman tuotto laski selvästi heti listautumista seuranneina vuosina heikon markkinakehityksen johdattamana, eikä yhtiö ole onnistunut palauttamaan kannattavuuttaan kestävästi tämän jälkeen. Sijoitetun pääoman tuotto on laskenut tilikauden 2021 tasoon verrattuna noin 10 %-yksikköä. Tämä on raju lasku, mikä on heijastunut voimalla myös osakkeen kehitykseen.

Sijoitetun pääoman tuotto rakentuu sijoitetun pääoman kierrosta sekä liikevoittomarginaalista. Yhtiö voi yleisesti ylittää korkeaan sijoitetun pääoman tuottoon joko korkealla sijoitetun pääoman kierrolla tai korkealla liikevoittomarginaalilla.

Liiketoiminnan rahavirran komponentit (yhteensä 2021–2025, MEUR)



ROIC³ 2021–2025 (raportoitu vs oikaistut)



¹Kertaerät liittyvät listautumiskustannuksiin, suunnattuun antiin ja merkintäoikeusantiin, yrityskauppoihin, alaskirjauksiin, uudelleenjärjestelykuluihin sekä muihin kertaluonteisiin eriin

²Operatiivinen pääoma ei sisällä liikearvoa. ³ROIC:n sijoitettu pääoma ei sisällä liikearvoa. Lähde: Inderes, Duell

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Duellin vuosien 2019-2025 operatiivisen sijoitetun pääoman² kierto on ollut noin 2x tuntumassa, eli jokainen Duellin operatiivisiin tase-eriin sijoitettu euro on tuottanut reilun 2 euroa liikevaihtoa. Taso on laskenut lievästi listautumisen 2,3–2,4x tasolta viimeisten tilikausien 2,2 tasolle. Tällä ei ole ollut juurikaan osaa sijoitetun pääoman tuoton heikentymisessä, ja taso on tukkurin liiketoimintamallille arviomme mukaan kelvollisella tasolla.

Liikearvo heikentää sijoitetun pääoman tuottoa suhteessa laskelmiimme, mutta analysoidaksemme operatiivisen suoritusasteen kehitystä yli ajan, keskitymme tässä osiossa sijoitettuun pääomaan, josta liikearvo on vähennetty. Duellin operatiivinen sijoitettu pääoma on pörssihistorian ajan koostunut käytännössä täysin käyttöpääomasta (~97%).

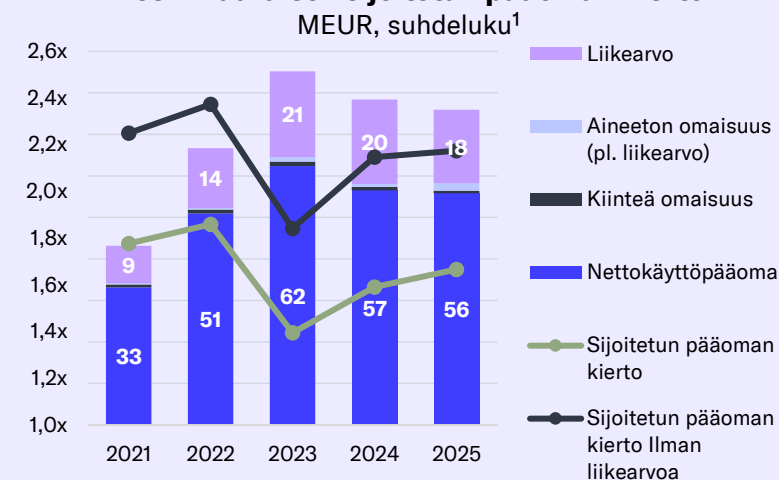
Sijoitetun pääoman tuoton (ROIC) pudotusta selittää näin ollen liikevoittomarginaalin lasku. Liikevoittomarginaalin heikentymistä puolestaan ajaa etunenässä liiketoiminnan muiden kulujen sekä henkilöstökulujen liikevaihto-osuuden nousu suhteessa tilikauden 2021 tasoon, kun taas myyntikate-%:n heikentyminen on selittänyt liikevoiton laskua vain 1 %-yksiköllä. Liiketoiminnan muiden kulujen sekä henkilöstökulujen kasvu suhteessa liikevaihtoon on puolestaan rasittanut liikevoittoa noin 5 %-yksiköllä. Tämä arviomme mukaan kuvaa sitä, että Duell rakensi liiketoimintaansa toteutumia selvästi korkeammille toimitusmäärille, minkä myötä viime vuosina organisaatio on ollut kapasiteetiltaan liikevaihtoon nähden liian suuri. Tätä epäsuhtaa voi korjata karsimalla kulurakennetta tai kasvattamalla liikevaihtoa, joista molemmat ovat olleet luonnollisesti Duellin prioriteettialueilla edellisillä tilikausilla. Liikevoittomarginaalin parantamisen näkökulmasta keskiössä on arviomme mukaan

Ranskan tytäryhtiön tuloskäänteen saavuttaminen, mikä on yhtiön yksi lyhyen välin keskeisimmistä fokusalueista.

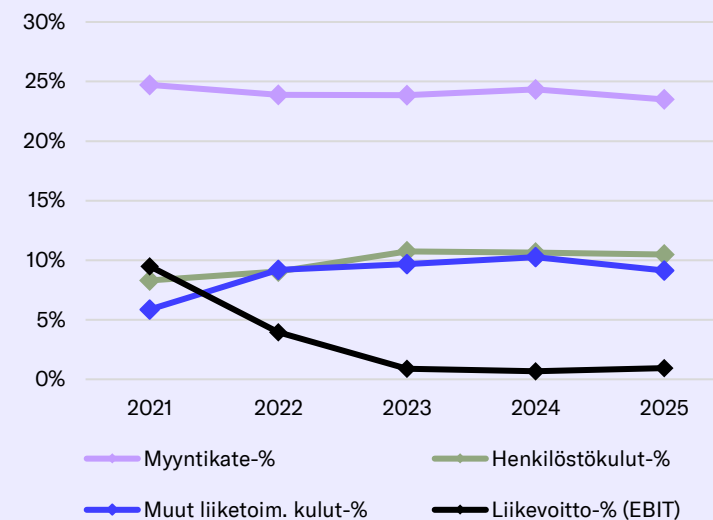
Yritystovetoisen kasvun riskit kävivät toteen

Lyhyen välin pääoman allokoinnissa yhtiön voi sanoa epäonnistuneen viimeisten tilikausien aikana. Tilikausien 2021-2025 aikana yhtiö investoi noin 45 MEUR, joista pääosa kohdistui yritysostoihin. Duellin käyttökate ennen yritysostoja tilikaudella 2021 oli 8 MEUR, kun taas ostettujen yhtiöiden yhteenlaskettu käyttökate ennen järjestelyjä on ollut noin 6 MEUR. Duellin käyttökate tilikaudella 2025 jäi 5 MEUR:oon, ja trendi jatkuu negatiivisena myös tilikaudella 2026. Tämä heijastaa kannattavuuspudotuksen rajua mittakaavaa. Siten tarkastelujaksolla uuden sijoitetun pääoman tuotto onkin jäänyt negatiiviseksi. Duellin kohdemarkkinoiden aktiviteetin voimakas lasku, runsas velkarahoitus, sekä noussut korkotaso heikensivät entisestään yritysjärjestelyjen lopputulemaa. Näiden tekijöiden yhteisvaikutuksen myötä yhtiö oli käytännössä pakotettu tekemään osakeannin vuoden 2023 lopulla.

Keskimääräisen sijoitetun pääoman kierto



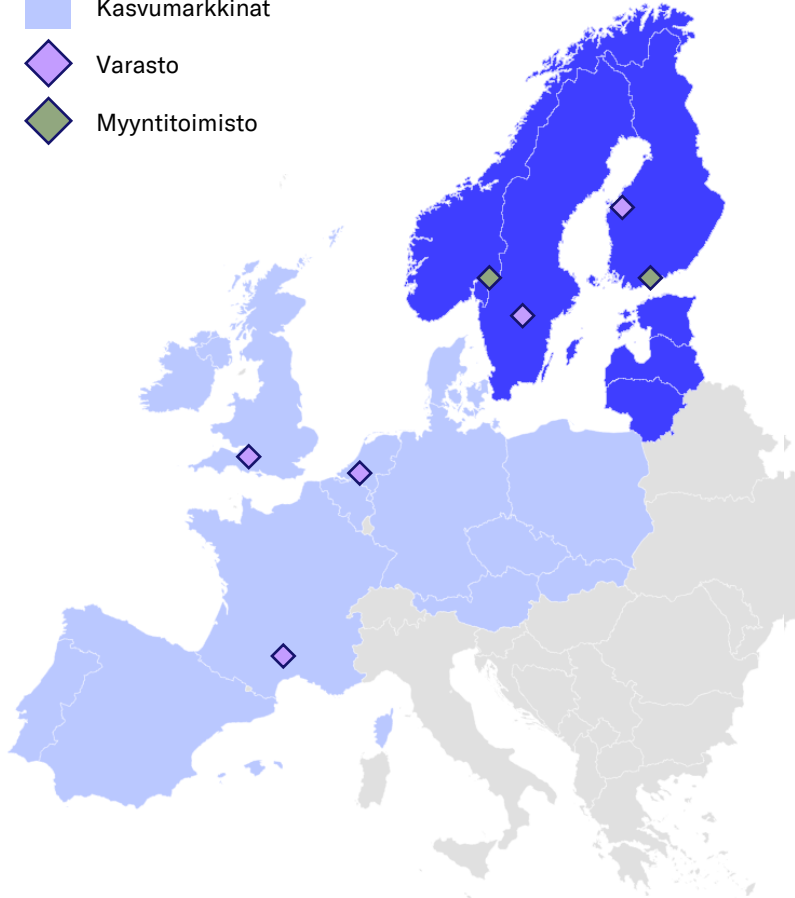
Liikevoittomarginaalin komponentit



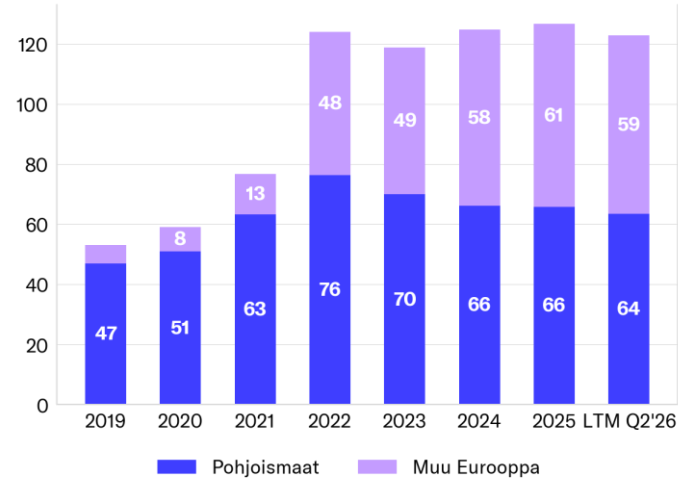
¹Keskimääräinen sijoitettu pääoma on laskettu puolivuositietojen perusteella, suhdeluku: Liikevaihto/Sijoitettupääoma
Lähde: Inderes, Duell

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

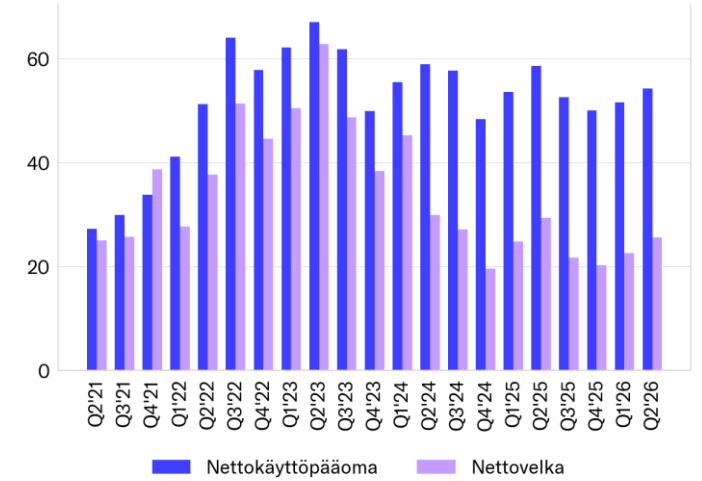
- Vakiintuneet markkinat
- Kasvumarkkinat
- ◆ Varasto
- ◆ Myyntitoimisto



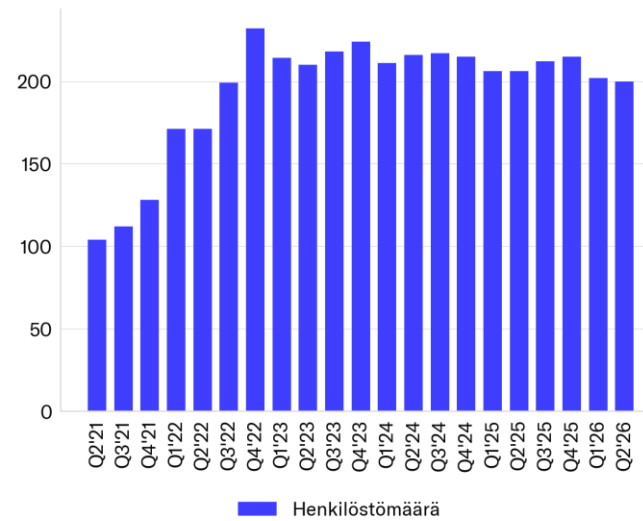
Liikevaihdon jakauman kehitys



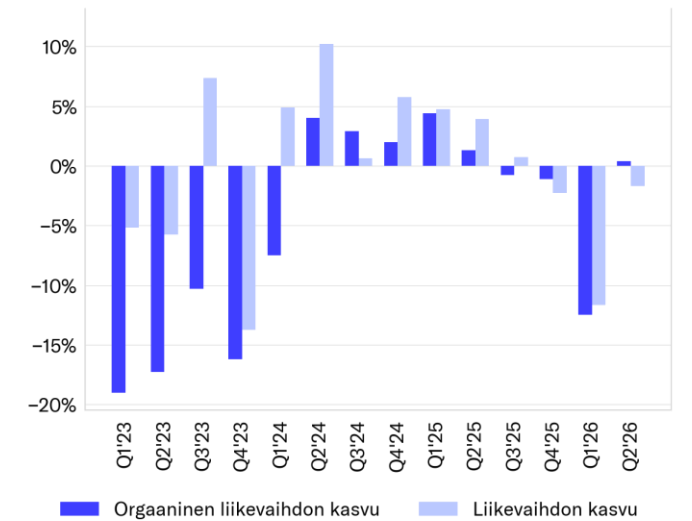
Käyttöpääoma ja nettovelka



Henkilöstömäärän kehitys



Liikevaihdon kasvu

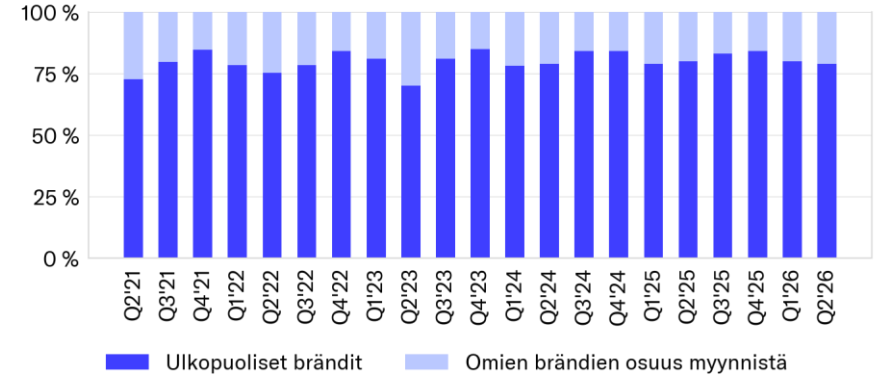


Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

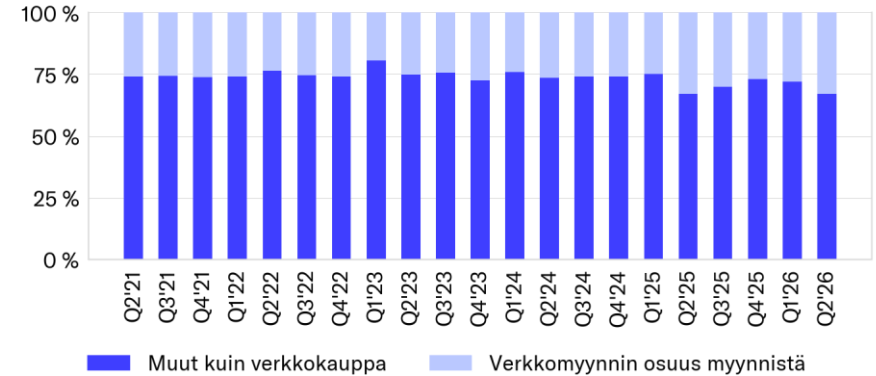
ARVOKETJU



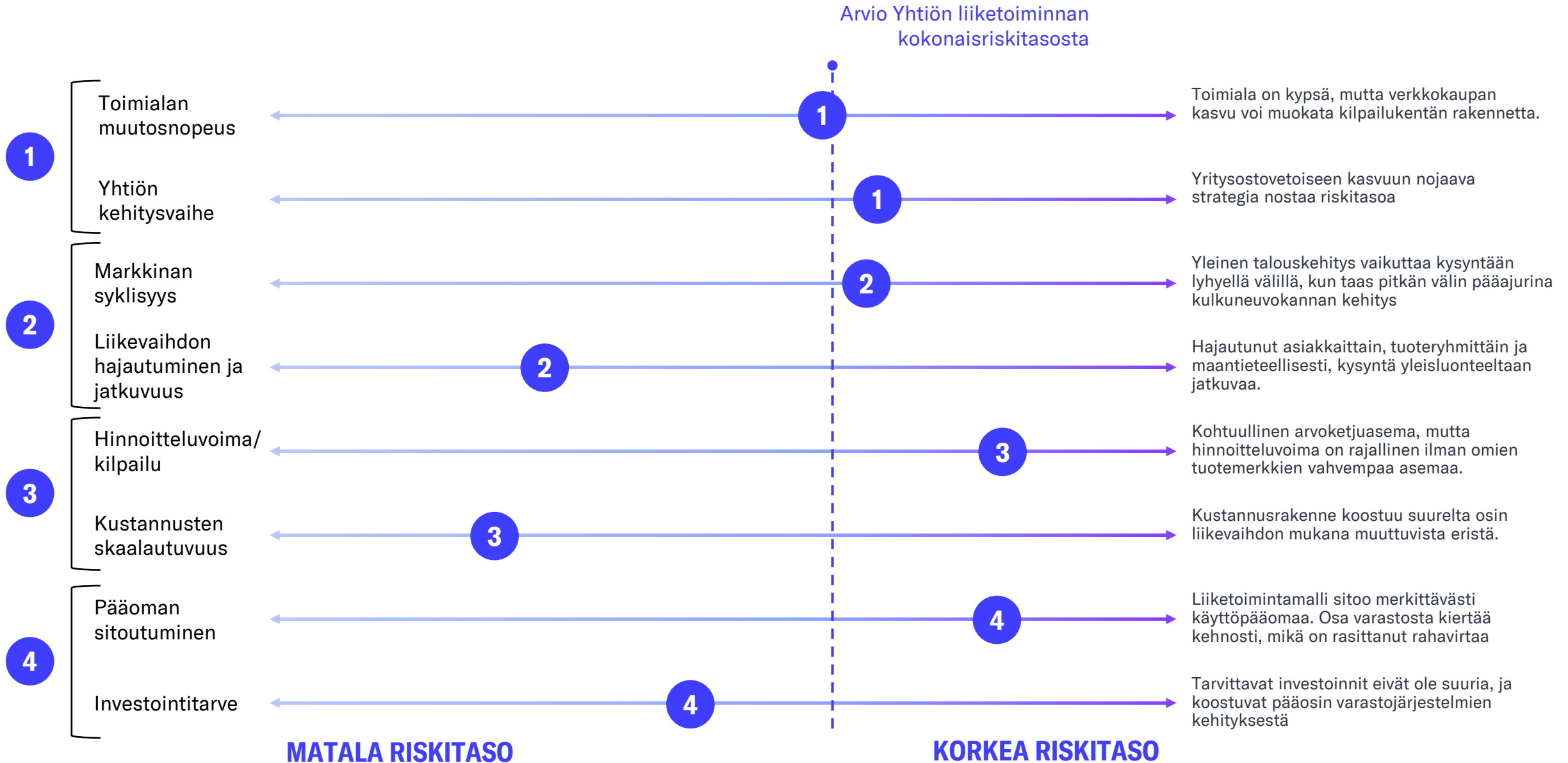
Omat brändit (%-liikevaihdosta)



Verkkokauppa (%-liikevaihdosta)



Liiketoiminnan riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Virallisesti strategiaan on tehty vain pieniä muutoksia

Duell ei ole virallisesti tehnyt muutoksia strategiaansa, mutta haasteet kannattavuuden ja käyttöpääoman hallinnan kanssa sekä hiljattainen toimitusjohtajan vaihdos nostavat mielestämme todennäköisyyttä suuremmillekin strategialinjauksille. Kokonaisuudessaan Duellin strategia on muuttunut vuoden 2021 listautumiseen nähden vain lievästi.

Strategiset tavoitteet ja painopistealueet

Orgaaninen kasvu ja uudet maantieteelliset markkina-alueet:

Duell tavoittelee kasvua monin keinoin: Kasvattamalla myyntiä olemassa oleville asiakkuuksille markkinoilla, joilla Duellin markkinaosuus on korkea, laajentamalla tuotevalikoimia sekä hankkimalla uusia asiakkuuksia uusilta markkinoilta. Kasvua ei tavoitella ainoastaan orgaanisesti, vaan strategiaan lukeutuvat myös yritysostot. Arviomme mukaan kasvuhakuisen kasvustrategian taustalla on alun perin ollut tavoitetila Euroopan laajuisen markkinajohtajan asemaan pääsemisestä, jolloin konserni pääsisi hyötymään tietyistä mittakaavaeduista hajanaisella markkinalla. Kasvun tyssättyä heikkoon markkinatilanteeseen sekä rasittuneeseen taseeseen, vaikuttaa Duellin nykyisten eri maantieteellisten markkina-alueiden väliset synergiahyödyt toistaiseksi varsin rajallisilta. Myös eri markkinoiden paikalliset piirteet vaikeuttavat synergiahyötyjen saavuttamista.

Kumppani verkkomyynnin kehittämisessä: Kuluttajien siirtyminen käyttämään verkkokauppaa heijastuu Duellin jälleenmyyntiasiakkaisiin, minkä seurauksena verkkokaupat tarjoavat Duellille uusia kasvumahdollisuuksia. Tämä asettaa vaatimuksia yhtiön IT-infralle ja logistiikalle. Verkkokauppa-asiakkuuksien kasvu on arviomme mukaan Duellille myös haaste, sillä verkkokauppa-asiakkaat ovat tyypillisesti sekä suuria,

että erikoistuneita toimijoita. Suurien yksittäisten asiakkaiden neuvotteluvoima arvoketjussa on todennäköisesti pienempiä asiakkaita suurempi, minkä lisäksi nämä toimijat ovat käsityksemme mukaan hyvin hintatietoisia. Tämä voi aiheuttaa painetta Duellin marginaaleihin. Etenkin heikossa kuluttajaluottamuksen ympäristössä tämä riski on arviomme mukaan osin realisoitunut.

Brändivalikoiman kehittäminen: Duell pyrkii lisäämään brändejä sen tuotevalikoimassa, mutta samalla karsimaan päällekkäisiä brändejä. Valikoiman tavoitellaan kattavan sekä matalamman että korkeamman hintapisteen vaihtoehdot eri tuotekategorioissa. Tiettyjä brändejä yhtiö voi myös muuntaa omiksi tuotemerkeiksi tai hankkia omia tuotemerkkejä. Tehokkuuden parantamistoimien myötä tuotemerkkien määrä Duellin valikoimassa on edellisinä tilikausina ollut laskusuunnassa.

Tuoreet fokusalueet uuden toimitusjohtajan johdolla

Tomi Virtanen aloitti väliaikaisena toimitusjohtajana maaliskuun 2026 alussa. Ensimmäisessä kvartaaliraportissaan (Q2'26) uusi toimitusjohtaja kertoi kolmesta valitusta painopistealueesta:

1. Markkina-aseman vahvistaminen Pohjoismaissa laajentamalla toimintaa Norjassa ja kasvattamalla polkupyörävalikoimaa Ruotsissa
2. Palauttaa kannattava kasvu Ranskassa vahvistamalla tuotevalikoimaa uuden johdon ja myyntisuunnitelman turvin
3. Taloudellisen tilanteen vahvistaminen kassavirralla sekä järjestelmällisemmällä käyttöpääoman hallinnalla (sis. ostokäytäntöjen parannus ja toimenpiteet hitaasti liikkuvien tuotenimikkeiden suhteen)

Kasvustrategian kulmakivet



Uusille maantieteellisille markkinoille laajentuminen orgaanisesti ja epäorgaanisesti



Kumppani verkkomyynnin kehittämisessä



Brändivalikoiman kehittäminen

Q2'26 raportilla esitetyt painopistealueet



Markkina-aseman vahvistaminen Pohjoismaissa, etenkin Norjassa ja Ruotsissa



Kannattavan kasvun palauttaminen Ranskassa



Taseaseman vahvistaminen kassavirralla sekä käyttöpääoman hallinnan tehostamisella

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Ranskan ongelmien ratkaisu sekä taloudellisen tilanteen vahvistaminen ovat mielestämme ilmeisiä lyhyen välin painopistealueita, sillä Ranskan liiketoiminnan volyymi sekä kannattavuustaso ovat kärsineet rankasti brändiportfolioissa tapahtuneen muutoksen takia, ja konsernin velkataakka käyttökatteeseen nähden on selvästi koholla. Vähemmän itsestään selvä painopistealue on pyörävalikoiman laajentaminen Ruotsissa sekä toiminnan laajentaminen Norjan markkinalle. Tämä arviomme mukaan linkittyy siihen, että näillä markkinoilla Duellin on mahdollista kasvaa ilman merkittäviä lisäinvestointeja. Näillä markkinoilla yhtiöllä vaikuttaa olevan myös selvästi tilaa kasvaa: tilikauden 2023 antiesitteen perusteella arvioimme Duellin Suomesta syntyvän liikevaihdon olleen edellisillä tilikausilla noin 5-kertainen verrattuna Norjasta syntyneeseen liikevaihtoon ja 2-kertainen verrattuna Ruotsista syntyvään liikevaihtoon. Lisäksi strateginen painopiste linkittyy Tampereen pyöräilyyn liittyvän varaston siirtoon osin Ruotsin Tranåsin varastoon, josta Ruotsin ja Norjan markkinaa on luontevampi palvella, sekä hitaasti kiertävien tuotenimikkeiden markkinointiin laajemmalla maantieteellisellä alueella.

Kilpailukyky rakentuu brändi- ja jälleenmyyjäportfolioista

Näkemyksemme mukaan Duellin pitkän tähtäimen kilpailukyvyyn ratkaisee brändi- ja tuoteportfolion kattavuus ja laatu sekä jälleenmyyntiverkoston laatu ja laajuus. Tämän taustalla on se, että brändi- ja tuoteportfolion laadun ja kattavuuden kohetessa yhtiöstä tulee houkuttelevampi kumppani jälleenmyyjille ja sen kyvykkyydet 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

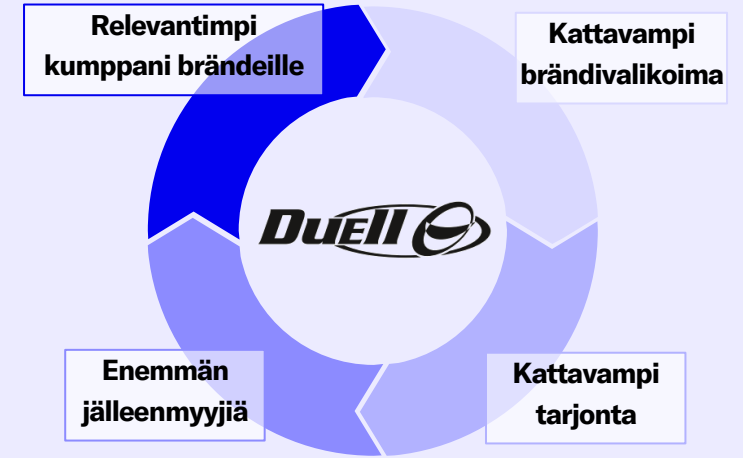
näkökulmasta. Siten yhdessä tuotekategoriassa brändien määrän maksimointi ei arviomme mukaan olisi taloudellisista lähtökohdista järkevä strategia. Brändien suuntaan yhtiön houkuttelevuutta kasvattaa jälleenmyyjien määrän kasvu, sillä se laajentaa brändien myyntikanavia ja -kenttää. Lisäksi olennaisessa asemassa kilpailukyvyyn kannalta ovat myös toimitusvarmuus ja -nopeus sekä tehokas operointi (ts. logistiikka), joka nojaa pitkälti IT-infrastruktuuriin. Näitä kilpailukyvyyn määrittäviä elementtejä mukailen pidämmekin strategisia painopistealueita oikeina ja kasvustrategiaa tukevin.

Arviomme mukaan yhtiön kohdemarkkinoilla kestävimät 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 pidämmekin näiden elementtien päälle rakentuvaa kasvustrategiaa yhtiön kilpailukykyä ja suhteellista asemaa vahvistavana kokonaisuutena.

Epäorgaaninen kasvu työkalupakissa

Duell tähtää kasvun vauhdittamiseen jatkossakin yritysjärjestelyillä, mutta yritysostot eivät ole lyhyellä välillä yhtiön painopistealueena. Tätä arviomme mukaan selittää etenkin rasittunut tase, jonka puitteissa lyhyellä välillä yritysostojen tekeminen ei ole realistista. Edellisen yritysostonsa Duell teki tilikaudella 2023, kun se osti iso-britannialaisen moottoripyöräilyn ajovarusteiden ja tarvikkeiden jakelijan ja tukkumyyjän TranAmin.

Kilpailukyvyyn rakennuspalikat



Epäorgaanisen kasvun taustatekijät



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

Strateginen logiikka linkittyy kasvutavoitteisiin



Taloudellisina mittareina korostuvat maksettava kauppahinta ja ostettavan kohteen operatiivinen kehitys

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Duell on kertonut tehneensä yritysostoja keskimäärin 6x EV/EBITDA-kertoimella, mikä vastaa myös meidän arviotamme maksetuista kauppahinnoista suhteessa ostettujen liiketoimintojen kauppvoja edeltäneisiin kannattavuuksiin. Arvioimme yritysostokohteiden liikevaihdon ja siten myös kannattavuuden kehittyneen lyhyellä välillä keskimäärin heikosti, minkä myötä maksetut kertoimet ovat huomattavasti korkeampia yritysostokohteiden nykyisiin tulostasoihin peilattuna. Yritystovetoisen strategian toteutus on arviomme mukaan hyvin vaativalta liiketoimintojen integrointi ja kulttuurikysymykset huomioiden. Strategian arvoa luovan toteutuksen osalta yhtiöllä onkin vielä paljon parannettavaa.

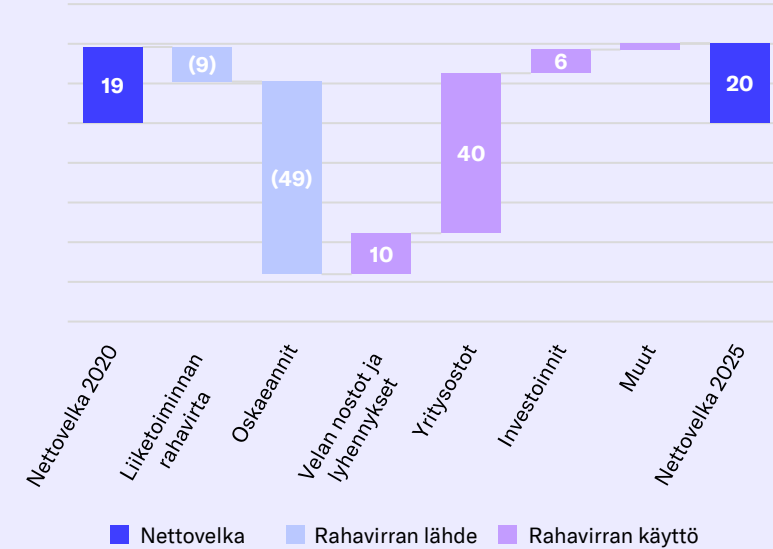
Käsityksemme mukaan Duellin yritysostokohteilta edellyttämät laadulliset kriteerit (esim. koko, kannattavuus jne.) eivät ole kiveen hakattuja, sillä yhtiö tarkastelee yritysostoja strategisista lähtökohdista. Tällöin yritysostokohteita valikoidessa Duell arvioimme mukaan keskittyä arvioimaan ostokohteen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

Taloudelliset tavoitteet

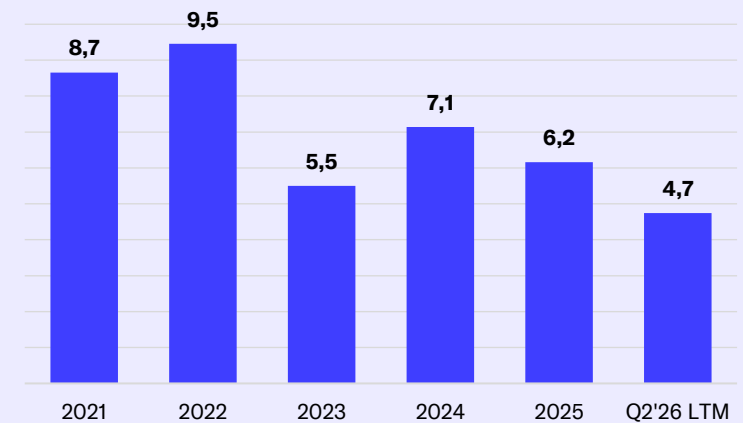
Yhtiö poisti taloudelliset tavoitteensa tilikauden 2025 tulosvaroituksen yhteydessä. Olimme aiemmin pitäneet

taloudellisten tavoitteiden päivittämistä tarpeellisenä, sillä markkinatilanteen käännyttyä heikompaan, on Duellin suoritusaso jäänyt kauas aiemmista taloudellisista tavoitteista. Duell kertoi määrittelevänsä taloudelliset tavoitteet myöhemmin uudelleen, mitä yhtiö ei toistaiseksi ole tehnyt. Uusien taloudellisten tavoitteiden asettaminen sekä strategian tarkistus linkittyvät arviomme mukaan vakituisen toimitusjohtajan nimeämiseen, joka tapahtui toukokuun 2026 alussa, kun alun perin väliaikaiseksi nimety Tomi Virtasen pesti toimitusjohtajana vakinaistettiin.

Pääoman allokointi
(yhteensä 2021–2025, MEUR)



Oik. EBITDA



Markkina ja kilpailukenttä 1/7

Kohdemarkkinoiden määrittely

Duell toimii Euroopan moottoriturheilun varuste-, tarvike- ja varaosamarkkinoilla onroad- ja offroad-moottoripyörien, ATV-maastoajoneuvojen, mopojen, moottorikelkkojen ja veneilyn sekä puutarhapienkoneiden markkinasegmenteillä, minkä lisäksi Tecno Globe- ja PowerFactory-yritystösten 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 välillä muuttuva suure. Esimerkiksi polkupyöräsegmenttiin laajentuminen on avannut kohdemarkkinan, joka on yhtiön arvion mukaan kokoluokaltaan noin 6 miljardin euron suuruinen.

Pohjaamme markkina-arviomme Duellin listautumisen yhteydessä teettämään kolmannen osapuolen toteuttamaan markkinatutkimukseen sekä tuoreimpaan dataan Suomen ja Ruotsin moottoripyöräkantojen kehityksestä. Moottoripyöräkantojen ja -rekisteröintien kehitys ei ole täydellinen mittari kuvaamaan varusteiden ja varaosien markkinan kehitystä, mutta suuntaa se arviomme mukaan antaa. 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 moottoripyörien komponenttimarkkinan kokoluokaksi kokonaisuudessaan Euroopassa on arvioitu noin 6 miljardia euroa vuonna 2020.

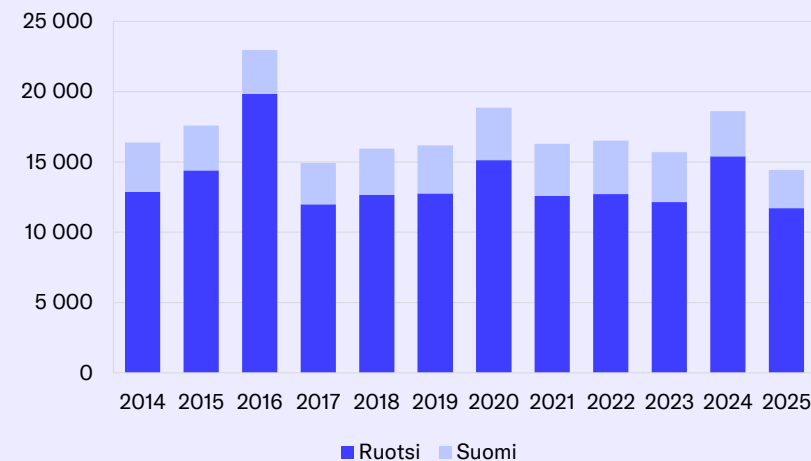
Edellä esitellyn onroad- ja offroad-moottoripyörien komponenttien lisäksi Duellin kohdemarkkinoiden kokoluokkaa kasvattaa muiden markkinasegmenttien koko. Siten on täysin selvää, että kohdemarkkinat ovat Duellin kokoluokkaan suhteutettuna valtavat etenkin Pohjoismaiden ulkopuolella, eikä kohdemarkkinoiden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

Euroopassa moottoripyörien rekisteröinnit kasvussa

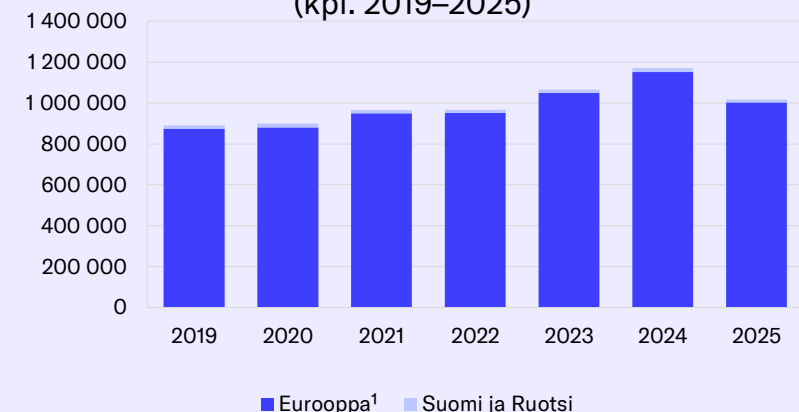
Duellin listautumisen yhteydessä 2021 tehdyn markkinatutkimuksen mukaan Pohjoismaiden markkina kasvoi edellisellä vuosikymmenellä noin 2 % vuosittain, eli aavistuksen muun Euroopan markkinaa rivakammin. Koko kohdemarkkinan vuotuinen kasvuvauhti on ollut keskimäärin noin 2 % vuodessa. Siten vuotuinen kasvuvauhti on arviomme mukaan ollut karkeasti linjassa BKT:n kasvuvauhdin kanssa. Kasvua ovat ajaneet sekä moottoripyöräkannan kasvu että varusteisiin ja varaosiin käytettävän rahamäärän kasvu moottoripyörää kohden.

Listautumisessa laaditun markkinatutkimuksen jälkeen markkinan kehitys on ollut epätasaista. Covid-pandemian jälkeisen moottoripyöräbuumin jälkeen Ukrainan sodan romuttama kuluttajakysyntä painoi kokonaiskysyntää merkittävästi. Kokonaisuutena arvioimme kokonaismarkkinan

Moottoripyörien rekisteröinnit Suomessa ja Ruotsissa (kpl. 2014–2025)



Moottoripyörien rekisteröinnit Euroopassa (kpl. 2019–2025)



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

Markkina ja kilpailukenttä 2/7

Kasvaneen aiempaa trendikasvua (~2 %) hitaammin, mutta kuitenkin yltäneen lievästi positiiviseen kasvuun (~0–1 % vuosittain). Markkinan kehityksen jaksottumiseen on vaikuttanut ajanjaksolla näennäisesti myös Euro 5+ -päästöstandardin voimaantulo vuoden 2024 lopulla. Tämä näkyi vuoden 2024 lopulla moottoripyörärekisteröintien piikkiä, kun vanhan standardin mukaisia moottoripyöriä rekisteröitiin ennen standardin voimaantuloa.

Pohjoismaiden markkinakehityksen arviomme olleen kuluvalle vuosikymmenellä muuta Eurooppaa vaisumpaa. Tätä 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 verkkomyynnin osuus on jatkanut kasvuaan. Varaosien osalta verkkokaupan osuuden kasvua rajoittaa huoltamoiden merkittävä osuus jälleenmyyjistä, sillä huoltotoimenpiteet vaativat poikkeuksetta pyörän kuljetuksen huoltopaikalle.

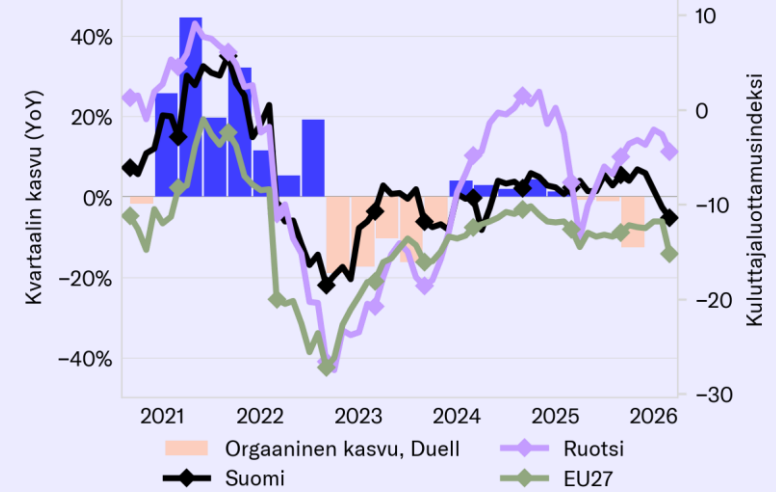
Arviomme mukaan verkkokaupan suhteellisen osuuden kasvu voi tarjota kilpailukykyisille, ketterille ja joustaville toimijoille

yleistä markkinakasvua ripeämmän kasvupohjan keskipitkällä välillä. Pidemmällä välillä verkkokaupamarkkinalle tyypillinen jälleenmyyjien konsolidaatio (vrt. Zalando Euroopassa tai Amazon USA:ssa) voi kuitenkin vahvistaa jälleenmyyjien neuvotteluvoimaa arvoketjussa, minkä näemme tukkurille mahdollisena uhkakuvana. Toisaalta lukuisten huoltamoiden ylläpitämisen varaosamarkkinan hajanaisemman rakenteen odotamme pitävän tukkurin arvonluontimahdollisuudet hyvinä myös pidemmällä sihdillä.

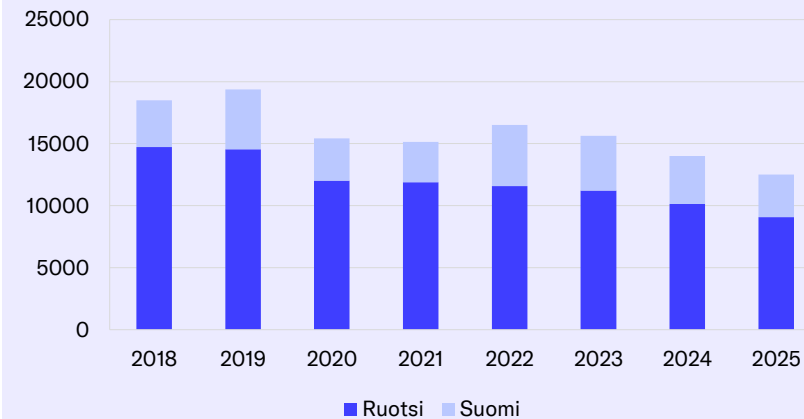
Kaupungistuminen tukee arviomme mukaan moottoripyöriin sekä pyöriin liitännäisten markkinoiden kasvua. Kaksipyöräiset ajoneuvot tarjoavat tiheimmin asutuilla seuduilla autoihin verrattuna joustavimmat liikkumis- ja pysäköintimahdollisuudet sekä matalammat hoitokulut ja hiilijalanjäljen. Vaikka kaupungistumisen 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 2019–2025). Moottoriurheiluaajoneuvojen 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.

Duellin kasvu ja kuluttajaluottamus (Kvartaalin y/y kasvu, ja indeksin pisteluku)



Moottorikelkkojen rekisteröinnit (kpl. 2018–2025)



Markkina ja kilpailukenttä 3/7

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 huomioida, että Duellin ansaintamallista johtuen se ei itse kanna lainsäädännöllisten muutosten aiheuttamia teknologiariskejä. Nämä tulevat läpi brändiyhtiöiden kilpailukykyjen mahdollisten muutosten kautta. 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, ja kohdemarkkinan kasvun jatkuvan suunnilleen historiallisessa ~2 %:n tahdissa. Lisäksi arvioimme kysynnän olevan pitkällä välillä suhteellisen defensiivistä, mutta lyhyellä välillä kysyntää heiluttaa merkittävästi kuluttajien käytössä olevien varojen muutokset. Tämä on korostunut korkean inflaation ympäristössä, jolloin arvioimme 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

Lähde: Kolmannen osapuolen markkinatutkimus, Duell ja Inderes

laajentumaan uusille markkinoille. Näiden toimijoiden kilpailuetu perustuu merkittäviin brändeihin ja jälleenmyyjäverkostoihin sekä hankinnan ja logistiikan mittakaavaetuihin.

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

Pirstaloituneet kohdemarkkinat ovat konsolidoitumassa

Käsityksemme mukaan kohdemarkkinoilla toimivan neljän suuren kansainvälisen jakelijan osuus Euroopan markkinoista on karkeasti noin 10 %. 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 välillä. Toimialan rajallisten alalle tulon esteiden ja toisaalta kestävien kilpailuetujen puutteen vuoksi ei mielestämme ole perusteltua odottaa markkinan keskittyvän vain muutamalle suurelle pelurille pitkässäkään juoksussa.



Markkina ja kilpailukenttä 4/7

Kärkijoukko muodostuu muutamasta suuresta pelurista

Kilpailijakentän suurimpia Euroopan laajuisia pelureita ovat Parts Europe, Bihr sekä Power Distribution Group (PDG). Tähän suurten eurooppalaisten tukkureiden joukkoon lukeutuu myös Duell. Arviomme mukaan Duell kilpailee etenkin näiden toimijoiden kanssa Pohjoismaisilla ja Muun Euroopan markkinoilla. Euroopan mittakaavassa toimivien yhtiöiden liiketoimintamallit ovat arviomme mukaan melko samankaltaiset, mutta tiettyjä eroja valikoimassa, logistiikassa sekä kasvustrategiassa on löydettävissä. Yksi Duellin kohdemarkkinan suurista tekijöistä Euroopassa, **Bihr** (20 maata, 2021 LV 120 MEUR) päätyi yritysoston kohteeksi vuonna 2022. Bihr:n osti yhdysvaltalainen varaosien ja varusteiden jakeluliiketoiminnassa oleva Arrowhead Engineered Products, joka puolestaan on pääomasijoittajan omistuksessa. Yksityisenä yhtiönä konsernin tilinpäätöstiedot eivät ole julkisia, mutta arvioimme liikevaihdon olevan sadoissa miljoonissa euroissa. Ennen Arrowheadin ostoa, Bihr oli eurooppalaisen pääomasijoittajan omistuksessa, ja strategia oli yritysostovetoinen. Tämä linja jatkui myös omistuksen vaihduttua, mutta yritysostot pysähtyivät Duellin tavoin markkinatilanteen heikennyttyä. **Power Distribution Group** (PDG), on niin ikään pääomasijoittajan omistuksessa, mutta konserni keskittyy toistaiseksi Euroopan markkinoille. PDG on ollut yritysostoissa aktiivinen etenkin Iso-Britannian markkinalla, jossa myös Duellilla on tytäryhtiö. Näin ollen PDG on Duellille erityisen relevantti kilpailija, ja arviomme mukaan Iso-Britannian markkinajohtaja. PDG:n tekemä työ Iso-Britannian markkinan konsolidoimiseksi tuskin on Duellin kannalta ainoastaan huono asia, sillä keskittyneempi markkina saattaa hillitä hintakilpailua. Arviomme mukaan PDG olisi myös potentiaalinen ostaja Duellin

Iso-Britannian liiketoiminnoille, mikäli Duell olisi kiinnostunut vahvistamaan taseasemaa omaisuuserien myynneillä. Toisaalta myös PDG:n tase on vivutettu äärimmilleen, joten kauppa vaatisi pääomasijoittajalta lisärahoitusta. **Parts Europe** on eurooppalaisista kilpailijoista poikkeava omistusrakenteeltaan sekä strategialtaan. Yhtiön omistaa perheomisteinen LeMans Corporation, joka vaikuttaa käytännössä rajanneen yrityskaupat strategian ulkopuolelle. Yhtiön strategisessa fokuksessa on investoinnit omiin brändeihin sekä pitkäaikaisten jakelijasuhteiden vaalimiseen. Kilpailijoita varovaisempi strategia on ollut arviomme mukaan 2020-luvun vaikeassa markkinatilanteessa toimiva valinta (orgaaninen kasvu pysyi positiivisena jopa vuonna 2023).

Kokonaisuutena Bihr ja Parts Europe hyötyvät globaalien konserniensa tuomista mittakaavahyödyistä, kun taas Duell ja PDG toimivat eurooppalaisessa mittakaavassa.

PDG on suoriutunut kilpailijoihin paremmin viime vuosina

Vertailtaessa kilpailijoiden kannattavuutta ja kustannusrakenteita, eroja suoritustasossa on löydettävissä. (ks seuraava sivu) Raportointikäytäntöjen eroavaisuuksien takia kustannusrivit eivät ole kaikilta osin suoraan vertailukelpoisia, mutta olemme pyrkineet oikaisemaan tunnuslukuja vertailukelpoiksi. PDG on yltänyt käyttökate-%:lla mitattuna parhaaseen kannattavuuteen, minkä taustalla arviomme olevan kilpailijoita tarkemman alueellisen rajauksen, sekä tietyissä hyväkatteisissa defensiivissä markkina-raoissa toimiminen.

Pidämme käyttökate-%:n vertailua kilpailijoiden kanssa mielekkäimpänä, sillä liikearvon poistot vaikeuttavat alempien rivien vertailukelpoisuutta. Duellin ja Parts European

kannattavuustaso on lähellä toisiaan, kun taas PDG on yltänyt viime vuosina parhaisiin katteisiin sekä tehokkaimpaan kustannusrakenteeseen. Bihr:n osalta lukuja ei ole saatavilla vuoden 2021 omistusjärjestelyn jälkeen saatavilla, mutta vuosina 2019–2021 kannattavuus vastasi karkeasti Duellin ja Parts European tasoa.

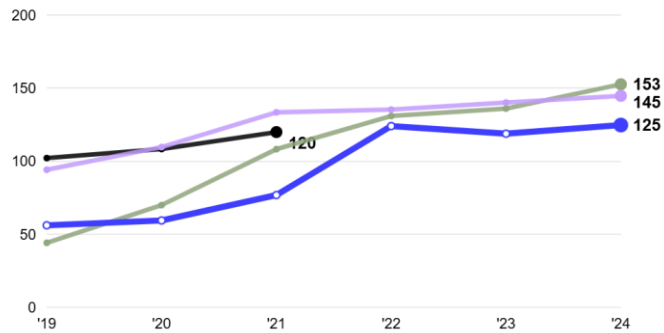
Markkina ja kilpailukenttä 5/7

— Duell (oik.) — Duell (rap.) — Parts Europe — PDG — BIHR

LIKEVAIHTO

MEUR

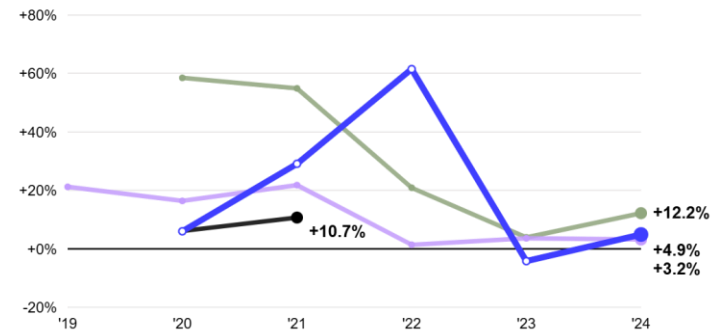
Kokoluokassa on vain pieniä eroja



KASVU

YoY % liikevaihdosta

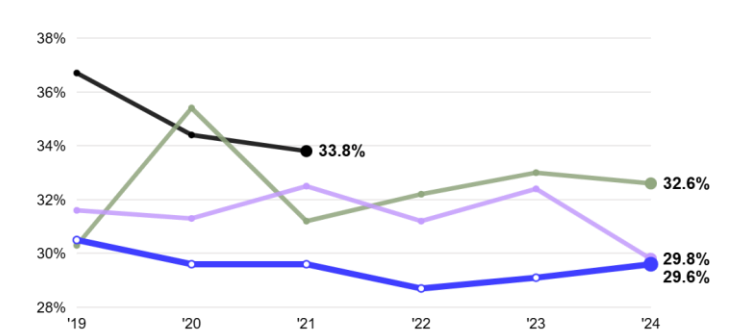
Parts Europe on kasvanut orgaanisesti, muut pelurit ovat olleet aktiivisia yritysjärjestelyissä



BRUTTOKATE

% liikevaihdosta

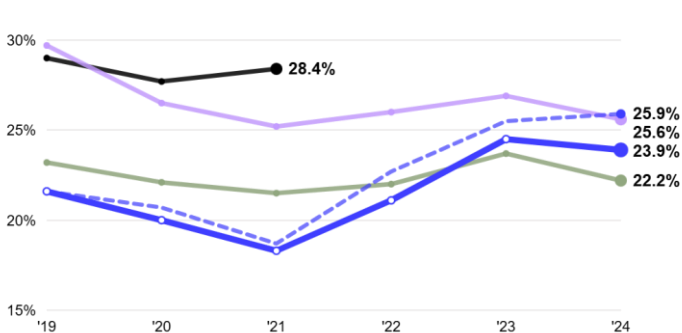
Duellin katteet vaikuttavat olevan hieman kilpailijoita vaisummat



MUUT OPEX

% liikevaihdosta (pl. poistot)

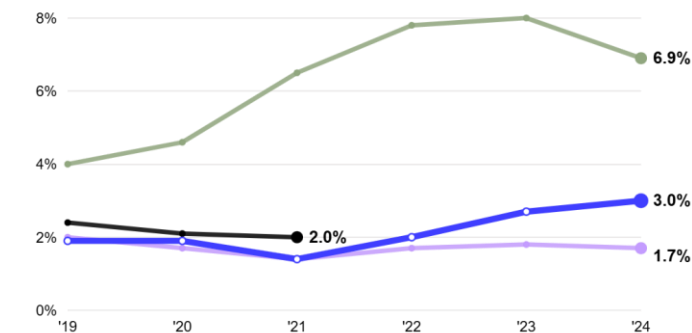
Duellin kustannusrakenne on kasvanut kilpailijoiden tasolle suhteessa liikevaihtoon



POISTOT JA ARVONALENTUMISET

% liikevaihdosta

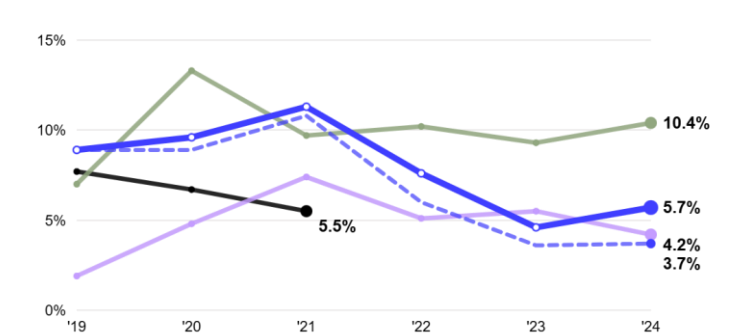
PDG:n poistot ovat selvästi muita korkeammat (M&A-tausta).



EBITDA

% liikevaihdosta

PDG on onnistunut säilyttämään kannattavuutensa viime vuosina parhaiten



Lähde: Duell; Parts Europe (Le Mans Corp.), PDG ja Bihr vuosikertomukset (Bihr FY19–FY21). Duell-luvut oikaistuja vertailukelpoisuuden vuoksi. EBITDA-% verrokkille raportoidun mukainen. Bruttokate-% ja muut opex Duellille laskettu verrokkien-metodologialla (Liikevaihto – Materiaalit); ulkopuoliset palvelut sisältyvät muuhun kulurakenteeseen. Duellin FY19–FY20 Materiaalit arvioitu, sillä Konsernitilinpäätöstä ei saatavilla

Markkina ja kilpailukenttä 6/7

	Arrowhead / Bihr PE (GENSTAR CAPITAL)	PDG PE (TORQX CAPITAL)	LeMans / Parts Europe PERHEOMISTUS	Duell LISTATTU (NASDAQ FN)
MAANTIETEELLINEN FOKUS	Globaali, US + Eurooppa (Bihr 20 maata)	Eurooppalainen, Fokus UK:ssa, mutta myös manner-Euroopassa tietyissä kategorioissa	Pohjois-Amerikka (LeMans) + Eurooppa (Parts Europe Saksasta)	Pohjoismaat + muu Eurooppa ja Iso-Britannia
TOIMIALALAAJUUS	Laaja: Powersports, ruohonleikkurit, maatalous, meri, teollisuus, golfautot	Fokusoitu: vain powersports (mp, scooter, ATV)	Fokusoitu: powersports + apparel / lifestyle	Hybridi: pyörät, moottorikelkat, veneily, puutarhan pienkoneet, varusteet ja varaosat
KASVUSTRATEGIA	Aggressiivinen M&A –laajentuminen Genstarin pääomalla; transformatiivisia platform-ostoja	Roll-up 1–2 kauppaa/vuosi	100 % orgaaninen; ei yritysostoja 2020–26	Yrityskauppavetoinen, tahti hidastunut markkinan ja tasetilanteen vuoksi
YRITYSKAUPAT	15+ kauppaa	~10 kauppaa	0 kauppaa	5 kauppaa
OMAT BRÄNDIT	All Balls Racing, Vertex, Hot Cams, Hot Rods, Pivot Works, DoubleTake, RST, Wolf	AFAM, Nitro, Shido (ketjut, hammasrattaat, akut), kategoria-spesifit omat brändit	Thor MX, Moose Racing, Icon, Parts Unlimited, Drag Specialties, vahvin brändiportfolio	Halvarssons & Lindstrands (mp-ajovarusteet), Amog (kelkka- ja motocross-varusteet), Bronco (ATV/UTV); muut: Black Island, Snowpeople, SnoX, SeaX, TecX
ASIAKASKUNTA & KANAVAT	90 000+ asiakasta globaalisti; 380 000+ SKU; B2B-jälleenmyyjät	B2B-jälleenmyyjäverkosto; Hoco Parts -portaali	Itsenäiset jälleenmyyjät; "Parts Unlimited Fat Book"; brändäys vahvan sponsoroinnin (Supercross, MotoGP) kautta	~8 500 jälleenmyyjäasiakasta; yli 100 000 SKU; B2B-jakelu
STRATEGINEN PAINOPISTE	Globaali toimitusketju; vertikaalinen integraatio valmistukseen; mittakaavaedut	Korkeat alueelliset markkinaosuudet; ESG-fokus	Brändilojaalisuus + jälleenmyyjäsuhteen priorisointi	Kasvaminen yhdeksi Euroopan suurista; tehostaminen; verkkokauppojen mukana kasvaminen
RISKIT	Yrityskauppariskit; korkea velka	UK + DACH -riippuvuus	Skaalaetujen menetys vs. PE-vetoiset kilpailijat; kasvun rajoittuminen orgaaniseen	Velkaisuus, varaston kuranttuus, Ranskan tytäryhtiön haasteiden pitkittyminen

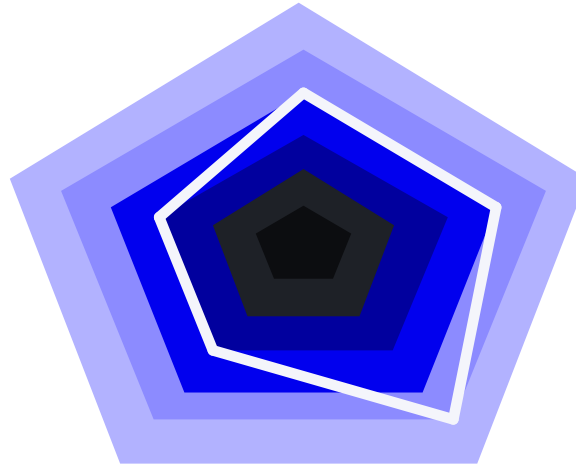
Markkina ja kilpailukenttä 7/7

Nykyinen kilpailutilanne (kohtuullinen*)

- Kilpailijoiden lukumäärä on runsas, mutta kokoluokka tekee suurimmista pelureista houkuttelevampia kumppaneita eri sidosryhmille
- Aktiivista konsolidaatiota toteuttaa käsityksemme mukaan muutama toimija, mutta markkinan heikko kehitys sekä korkotason nousu ovat laittaneet konsolidaation tauolle
- 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 suojarusteiden 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 kilpailuetuja
- 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 on differointikykyä, mikä lisää niiden neuvotteluvoimaa

Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä*)

- Kuluttaja ohjaa hinnoittelua, sillä kuluttajille vaihdon kustannus on matala ja hinnoittelu on läpinäkyvää
- Suurien jälleenmyyntiasiakkaiden tukkurin vaihdon kustannukset ovat 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

Myyntikate-% laskutrendissä

Duellin kustannusrakenteen suurin yksittäinen erä on tukkukaupan ansaintalogiikkaa heijastellen materiaalit ja palvelut. Nämä kustannukset ovat täysin muuttuvia, eivätkä ne siten skaalaudu. Tilikausilla 2019-2025 materiaalien ja palveluiden suhde liikevaihtoon on noussut 75 %:sta 77 %:iin, mikä on näkynyt vastaavana laskuna myyntikate-%:ssa. Myyntikate-%:n heikkeneminen selittää näin ollen vain osan kannattavuuden laskusta. Myyntikate on jatkanut heikkenemistään viimeisen vuoden aikana, minkä taustalla on arviomme mukaan Ranskan tytäryhtiön haasteet, heikko talvisesonki sekä toimenpiteet hitaasti kiertävien nimikkeiden myymiseksi (ml. varaston alaskirjaukset).

Kulurakenne on aiempaa raskaampi

Yhtiön toiseksi ja kolmanneksi suurimmat kustannuserät ovat henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut. Viimeisen neljän tilikauden aikana henkilöstökulut ovat olleet keskimäärin reilun 10 % liikevaihdosta ja liiketoiminnan muut kulut vajaan 10 % 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 tähtämellä pitkälti kiinteitä, vaikka lomautukset ja sopeutustoimet niiden pienentämisen mahdollistavatkin. Nämä kustannuserät ovat nousseet selvästi suhteessa liikevaihtoon vuosien 2019–2020 tasosta, mitä selittää arviomme mukaan liikevaihdon heikompi kehitys suhteessa yhtiön odotuksiin. Seuraamme näiden kustannuserien lisäksi ”normaalia” operatiivista kustannusrakennetta (OPEX-%), mikä kuvastaa oikaistun

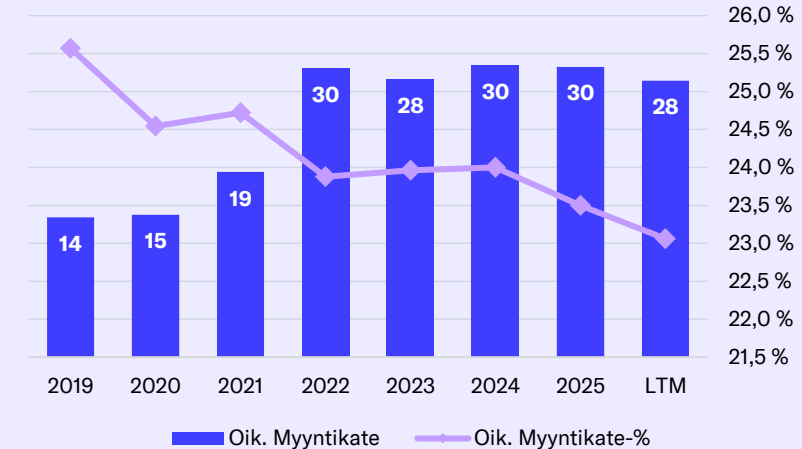
myyntikatteen ja käyttökäteen väliin jäävää kustannusmassaa. Kroonistuneita vertailukelpoisuuteen vaikuttavia kustannuksia ei mielestämme voi ohittaa olankohautuksella, mutta OPEX-tunnusluku on erityisen käyttökelpoinen tilikausien välisessä vertailussa ja kustannusrakenteen suunnan hahmottamisessa.

Kansainvälistä kasvua painottavan strategiansa mukaisesti Duell kasvatti arviomme mukaan resurssejaan ja kustannusrakennettaan vastaamaan odotetun kasvun tarpeita. Kun kasvu jäi tilikaudesta 2022 eteenpäin heikoksi, kustannusrakennetta on sittemmin karsittu toistuvasti nykyisen liiketoiminnan mittakaavaan. Ongelmaksi on arviomme mukaan osin muodostunut yhtiön tavoittelemien Euroopan-laajuisten jakelusergioiden toteutumatta jääminen. Arviomme, että Muun Euroopan liiketoimintojen (Ranska, Hollanti, Iso-Britannia) väliset synergiat ovat nykyisellään rajalliset, minkä seurauksena konsernin kannattavuuspotentiaali on selvästi aiempia taloudellisia tavoitteita (EBITA-% 11 %) matalammalla tasolla.

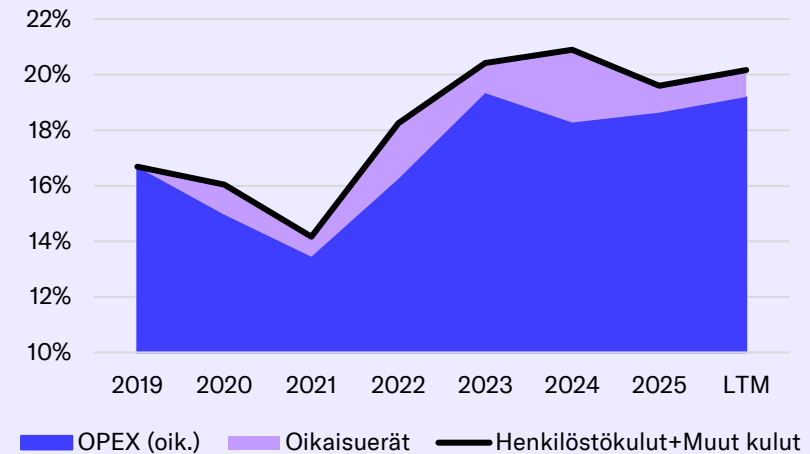
Kustannusrakenne on joustava

Duellin kustannusrakenne on näkemyksemme mukaan joustava, sillä suurin osa kustannuksista on muuttuvia. Arviomme mukaan yhtiön kustannuksista noin 80-85 % on muuttuvia, kun taas lyhyellä välillä kiinteiden kustannusten 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 keskeisimpiä liikevaihdon kasvua kannattavuuteen vivuttavia elementtejä ovat myyntiorganisaation henkilöstökulut ja logistiikan tehostuminen.

Myyntikatteen kehitys



Kustannusrakenne (% Liikevaihdosta)



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Taseen pitkäaikaiset varat ovat valtaosin liikearvoa

H1'26:n lopussa Duellin taseen loppusumma oli 92 MEUR. Epäorgaanista kasvua peilaten taseen pitkäaikaiset varat koostuvat valtaosin liikearvosta, joka oli tilikauden tarkastelupisteessä 15 MEUR:ssa. FAS-kirjanpidon mukaisesti tilikaudella 2025 liikearvoa poistettiin 3 MEUR:lla, mikä painaa selvästi raportoituja liikevoitto- ja tulosrivejä. Muut pitkäaikaiset varat koostuivat muusta aineettomasta omaisuudesta (4 MEUR) sekä 0,6 MEUR:n arvoisesta kiinteästä omaisuudesta.

Lyhytaikaiset varat heijastelevat tukkurin liiketoimintamallia

Taseen lyhytaikaisista varoista valtaosa muodostui 49 MEUR:n vaihto-omaisuudesta, joka on huomattava sekä suhteessa taseeseen (54 % taseesta) että liikevaihtoon (40 % Q2'26 LTM liikevaihdosta). Näkemyksemme mukaan nopeat toimitusajat mahdollistavat varastot ovat yhtiön kilpailukyvyn kannalta kriittinen elementti, mikä puoltaa niiden suurta kokoluokkaa.

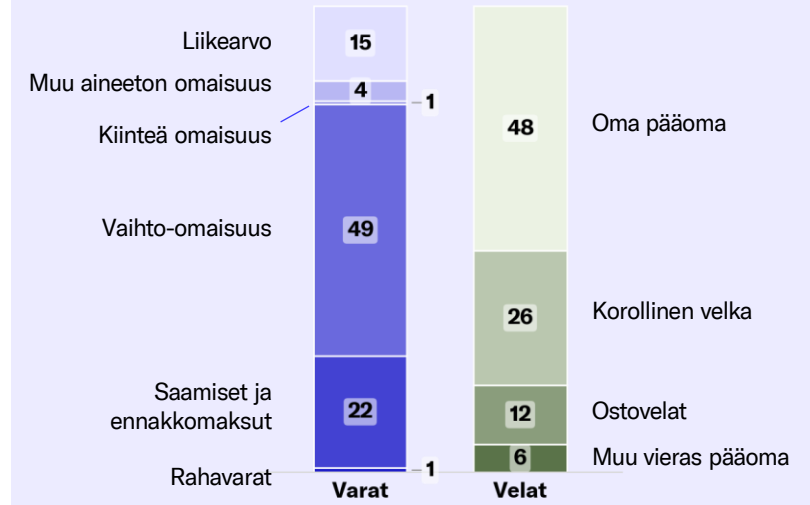
Duell ja kilpailijat kävivät 2020-vuosikymmenen alussa läpi oikukkaan markkinan jakson, jonka jälkimaininkeja yhtiö arvioimme mukaan edelleen selvittää. Covid-pandemia aiheutti tomialalla kysyntäpiikkiin, mikä tuki koko arvoketjun volyymeja sekä kannattavuuksia. Kovan kysynnän vaihetta seurasi toimitusketjun haasteet, mihin arvoketjun loppupään toimijat vastasivat samanaikaisesti tilaamalla aggressiivisesti tavaraa valmistajilta, jotta palvelukyky säilyisi siedettävällä tasolla. Ukrainan sota sekä nousseet markkinakorot romahduttivat kuluttajakysynnän, ja nostivat velalla rahoitettujen varastojen rahoituskustannuksia. Tähän arvoketju puolestaan reagoi voimakkaalla pyrkimyksellä laskea varastotasojä pääomien vapauttamiseksi sekä vanhentuvan tavaran kiertoon

laittamiseksi. Arvioimme suuren osan Duellin hitaasti kiertävistä varastoriveistä liittyvän tässä varastosyklissä kerryttyihin tavaroihin sekä yritysostojen mukana perittyihin varastoihin. Duellin kannalta tilannetta on vaikeuttanut tilikausien 2025 ja 2026 vaisut talvisesongit, joiden takia talvikauden varastonimikkeiden kierto on jäänyt käsityksemme mukaan erityisen heikoksi.

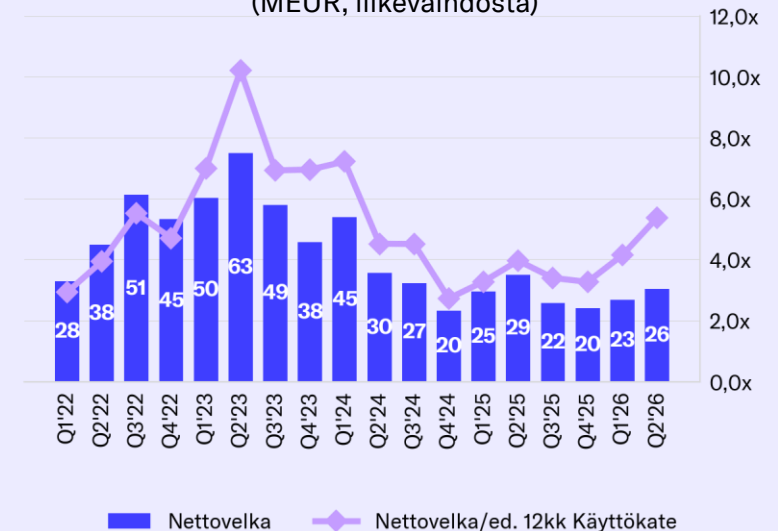
Taseasema on jälleen kireä

Q2'26:n lopussa yhtiön korollinen velka muodostui 26 MEUR:n korollisista lainoista, joista noin 5 MEUR oli lyhytaikaisia velkoja. Nettovelka asettui Q2:n lopulla 25,5 MEUR:oon, joka oli 5,4-kertainen suhteessa edellisen neljän kvartaalin käyttökatteeseen. Q2:n lopulla Duellin nettovelka on korkeimmillaan tilikauden sisällä ja velkaisuus olisi tavallisissa olosuhteissa mielestämme vielä hallittavissa rajoissa. Duellin kuluvan tilikauden ohjeistus kuitenkin viitoittaa H2:lta huomattavasti vertailukautta heikompaa käyttökate (Ohjeistuksen mukainen oikaistu H2'26 käyttökate: 2,4 MEUR vs H2'25 3,8). Ohjeistuksen mukaisessa kehityksessä velkaisuuden mittarit tulevat pysymään koholla tilikauden 2026 lopulla, minkä lisäksi Q4:lle ajoittuu suurella todennäköisyydellä 1,7 MEUR:n pankkilainan lyhennyserä. Näin ollen yhtiöllä on arvioimme mukaan rajalliset mahdollisuudet kasvattaa varastoja tilikauden 2027 sesonkeja varten, mikä saattaa rajoittaa liikevaihdon kehitystä. Käyttöpääoman hallinta on velkaisuuden hallinnan osalta polttopisteessä, ja yhtiön [lansseeraama](#) toimitusketjuorganisaatio vastaa arvioimme mukaan yllä kuvatun haasteen ratkaisemiseen. Yhtiö on lisäksi neuvotellut kovenanttiehtoihinsa muutokset sekä tilikauden 2025 lopulla että Q2'26:lla, mikä kuvastaa velkatilanteen haastavuutta.

Tase
(Q2'26, 92 MEUR)



Nettovelka ja suhde käyttökatteeseen
(MEUR, liikevaihdosta)



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

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

Duellin Pohjoismaiden korkean markkinaosuuden myötä odotamme Pohjoismaiden liikevaihdon kehityksen mukailevan melko tarkasti kohdemarkkinan kokonaiskasvua. Rauhallisemmän kasvunäkymän vastapainoksi arvioimme Pohjoismaiden liikevaihdon olevan pitkällä välillä 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. Duellin Muun Euroopan kohdemarkkina kärsii kuitenkin tällä hetkellä Ranskan liiketoiminnan haasteista, jotka liittyvät yhtiön keskittyneeseen brändiportfolioon sekä tähän liittyvään toteutuneeseen riskiin tärkeän tuotemerkin irtisanottua jakelusopimuksen Duellin kanssa. Odotamme Duellin liikevaihdon laskun tällä markkina-alueella pysähtyvän kuluvalle tilikaudella, minkä jälkeen odotamme liikevaihdon kääntyvän takaisin Pohjoismaita rivakampaan kasvuun. Tästä huolimatta arvioimme suoritustason palauttamisen vievän aikaa, ja tilikauden 2026 Muun Euroopan markkina-alueen liikevaihdon huipputason (61 MEUR) odotamme ylittyvän vasta

tilikaudella 2029. Pitkällä välillä Muun Euroopan liikevaihtoon liittyy arviomme mukaan enemmän riskejä, sillä suurilla markkinoilla kilpailu on kireää ja Duellin varusteisiin keskittyvä Muun Euroopan myynnin jakauma tarjoaa mielestämme vähemmän suojaa kilpailulta. Kasvun alkuvaiheessa Duell joutunee kilpailemaan myös hinnalla, mikä voi lyhyellä ja keskipitkällä välillä luoda painetta kannattavuuteen.

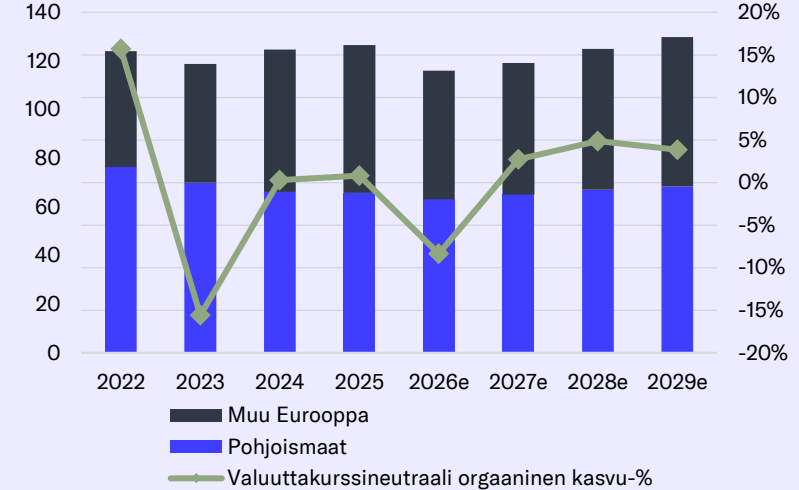
Pidemmän välin ennusteemme pohjautuvat kasvun osalta kohdemarkkinoiden talouskasvuun sekä arvioituun markkinakasvuun ja kannattavuuden osalta historiallisiin sekä arvioimiimme pitkän välin kannattavuustasoihin.

Ohjeistus viitoittaa synkkää H2'26:ta

Duell antoi huhtikuun alussa ohjeistuksen, jossa yhtiö odottaa orgaanisen liikevaihdon olevan 115 MEUR ja oikaistun EBITA:n 2 MEUR, mikä oli aiempia ennusteitamme selkeästi matalampi taso. Liikevaihdon osalta ohjeistus vastaa tilikaudelle 9 % liikevaihdon laskua, joten ohjeistuksessaan yhtiö odottaa liikevaihdon laskun kiihtyvän H2:lla H1'26:n 6 %:n vertailukelpoisesta liikevaihdon laskuvauhdista. Kiihtyvän liikevaihdon laskuodotuksen taustalla on yhtiön kommenttien mukaan se, että Ranskassa valikoimasta poistuvan brändin tuotteita on myyty vielä H1'26:n aikana poistomyyntinä, mikä tulee päätymään H2'26:lla. Tätä heijastellen odotamme Muun Euroopan markkina-alueen liikevaihdon laskevan rajusti H2:lla (-19 %) Ranskan liiketoiminnan painamana. Pohjoismaissa Q3'26:n Duellin kohdemarkkinoiden kehitys on ollut vaisusta kuluttajaluottamuksen tasosta huolimatta Q3'26:lla ennako-odotuksiamme parempaa. Odotamme näin ollen Pohjoismaiden liikevaihdon yltävän 5 %:n kasvuun vaisusta vertailukaudesta. Kasvun saavuttaminen olisi tärkeää käyttöpääoman hallinnan näkökulmasta.

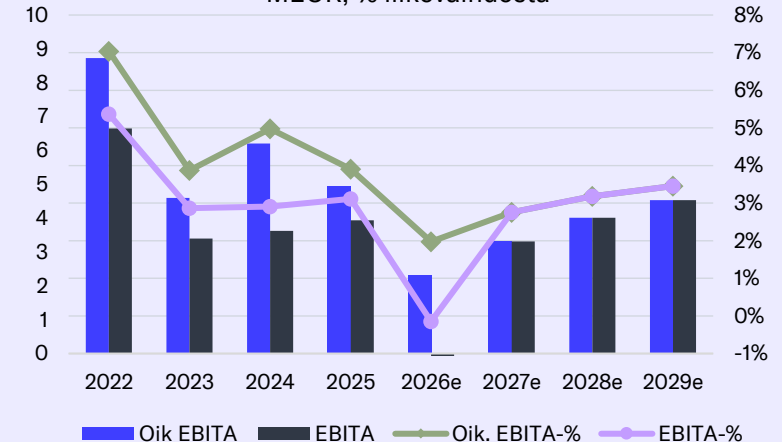
Liikevaihdon kehitys

MEUR, % y/y kasvu



Liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto

MEUR, % liikevaihdosta



Ennusteet 2/3

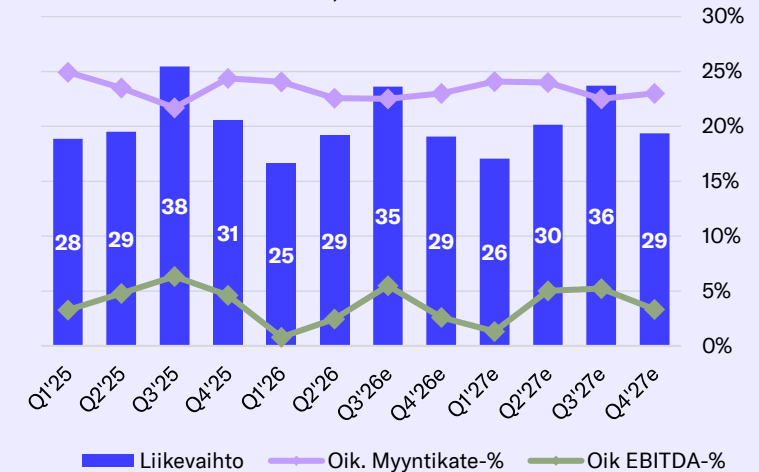
Odotamme Duellin oik. EBITA:n asettuvan tilikaudella 2026 2,3 MEUR:oon (2 %:n marginaali), mikä on selvästi Duellin pörssihistorian matalin taso. Ennätyskehnon kannattavuuden taustalla on vaisun talvisesongin sekä Ranskan haasteiden painama H1'26:n heikko toteuma (oik. EBITA-% 0,4 %), sekä H2:lle ajoittuvat Ranskan liiketoiminnan brändiportfolion murros ja liikevaihdon lasku. Kassavirtavaikutteisten rahoituskulujen (valuuttakurssimuutokset heiluttavat raportoituja rahoituskustannuksia) odotamme pysyvän lähikvartaaleina noin 0,5 MEUR:ssa velan lyhentämisestä huolimatta, sillä pidämme todennäköisenä, että viimeisimmissä kovenanttien uudelleen neuvotteluissa lainan marginaalit ja kulut ovat olleet noususuunnassa. Verojen odotamme jäävän nolliin vuosina 2026 ja 2027 liikearvolla oikaistun tappiollisen tuloksen myötä. Matalan kannattavuuden sekä merkittävien rahoituskulujen ja investointien myötä vapaa rahavirta on ennusteessamme käyttöpääoman vapauttamisen harteilla, ja odotamme yhtiön onnistuvan vapauttamaan H2'26:n aikana käyttöpääomaa noin 6 MEUR:lla (vrt. H2'25: 8,5 MEUR), kun taas muun operatiivisen rahavirran odotamme yltävän noin 2 MEUR:oon. Tämä olisi arviomme mukaan yhtiöltä hyvä saavutus huomioiden Q2'26:n vuoden takaista matalamman käyttöpääoman, sekä korkeamman ostovelkojen tason. Olemme huomioineet ennusteessamme yhtiön tiedottamat merkittävät 2–3 MEUR:n kertaerät, jotka eivät ole kassavirtavaikutteisia. Ennusteessamme kertaerät (H2'26e: 2,3 MEUR) ajoittuvat puoliksi Q3:n ja Q4:n välille, vaikka todellisuudessa kertaerä ajoittunee jommallekummalle kvartaalille. Vapaan kassavirran odotamme H2'26:lla asettuvan noin 9 MEUR:oon. Tästä yhtiö todennäköisesti lyhentää pitkäaikaisia velkojaan H2'26:lla edellisvuosien tapaan 1,7 MEUR:lla (puolivuositainen tahti). Velan lyhennykset huomioiden arvioimme yhtiöllä olevan noin 5

MEUR rahavaroja tilikauden 2027 käyttöpääomatarpeiden kattamiseen. Edellisistä talvisesongeista koholla olevan varastotason myötä Duell voi arviomme mukaan kassan turvin kattaa liiketoiminnan rahoituksen tilikauden 2027 osalta, mutta käyttöpääoman matala taso rajaa ennusteessamme liikevaihdon kasvumahdollisuuksia. Tilikauden lopulla Duellin velkaantuneisuus on ennusteessamme korkealla tasolla (nettovelka/oik.käyttökate 5x), minkä myötä arvioimme, että yhtiöllä ei käytännössä ole mahdollisuutta rahoittaa liiketoimintaansa lisäämällä tavanomaisten pankkilainojen käyttöä olemassa olevista rahoitussopimuksista huolimatta.

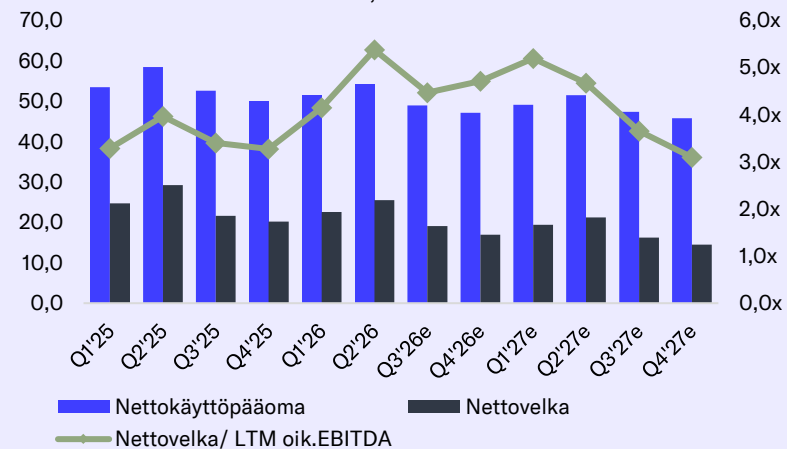
Velan lyhennykset rajoittavat kasvumahdollisuuksia

Tilikaudella 2027 odotamme Duellin liikevaihdon kasvavan 3 % ja kasvun painottuvan enemmän H1'27:lle. Kahden vaisun talvikauden ('25 & '26) jälkeen odotamme H1'27:ltä tavanomaisempaa talvisesonkia, mikä olisi tärkeää myös käyttöpääoman vapauttamisen ja velkaisuuden hallinnan kannalta. H2:n osalta orgaaniset kasvuennusteemme ovat matalalla heijastellen Duellin rajallista mahdollisuutta allokoida pääomaa kasvun vaatimaan käyttöpääomaan, ja odotamme että yhtiö jatkaa pääoman allokoimista velkataakan lyhentämiseen. Tilikauden 2027 myyntikate-%:n odotamme vahvistuvan selvästi noin tilikauden 2025 tasolle, kun taas lähivuosina odotamme kate-%:n yltävän lähelle tilikausina '22–'24 saavutettua 24 %:n tasoa. Velan lyhennystarpeet rajaavat mahdollisuuksia tehdä kasvupanostuksia, mikä rajaa liikevaihdon kasvua. Vaisu kasvu puolestaan pitää kiinteää kulurakennetta koholla suhteessa liikevaihtoon, mikä rasittaa ennusteessamme käyttökatetta. Näin ollen oikaistun käyttökatteen ennusteemme jää tilikausina 2027–2029 keskimäärin 5 MEUR:oon (tilikausien '23–'25 keskimääräinen oik. käyttökate 6 MEUR).

Liikevaihto ja kannattavuus MEUR, % liikevaihdosta



Käyttöpääoma ja nettovelka MEUR, suhdeluku



Ennusteet 3/3

Ennusteen vaatavuutta lisää se, että ennusteemme eivät sisällä kertaeriä, kun taas tilikausina '23–'25 Duell raportoi kertaeriä (muita kuin liikearvopoistoja) yhteensä vajaalla 5 MEUR:lla. Näin ollen ennusteemme vastaa tulosriveillä selvää parannusta edellisvuosien tasoon nähden.

Ennusteemme eivät sisällä oletusta lisärahoituksesta lähivuosina, vaikka taseasema säilyy arviomme mukaan hyvin kireänä lähikvartaaleina. Tarve taseaseman vahvistamiselle riippuu etenkin kannattavuuden vahvistamisesta, mikä helpottaisi Duellin tilannetta kahdesta suunnasta: 1. Kannattavuuden parantaminen laskisi keskeisiä velkaisuuden mittareita, kuten nettovelan ja käyttökatteen suhdetta sekä korkokatetta (EBITA/Korkokulut), mikä arviomme mukaan parantaisi rahoituksen saatavuutta ja laskisi korkokustannuksia. 2. Kannattavuuden parantaminen vahvistaisi liiketoiminnan rahavirtaa, jolla velkaisuutta saataisiin laskettua nopeammin kohti kestäväää tasoa. Kuluvalle tilikaudella oikaistu EBITA jää karkeasti rahoituskustannusten tasolle (korkokate: 1x), mikä alleviivaa kannattavuuden parantamisen välttämättömyyttä. Korkokulut syövät ennusteissamme merkittävän osan liiketoiminnan rahavirrasta, mikä hidastaa nettovelan lyhentämistä. Siten käyttöpääoman tehostaminen säilyy ensiarvoisen tärkeänä velan lyhentämisen näkökulmasta. Liikevaihdon kasvu ei arviomme mukaan velkaisuustilannetta helpota, sillä kasvu vaatisi merkittävää käyttöpääoman sitomista, vaikka yhtiö pyrkiikin aktiivisesti tehostamaan käyttöpääoman hallintaa.

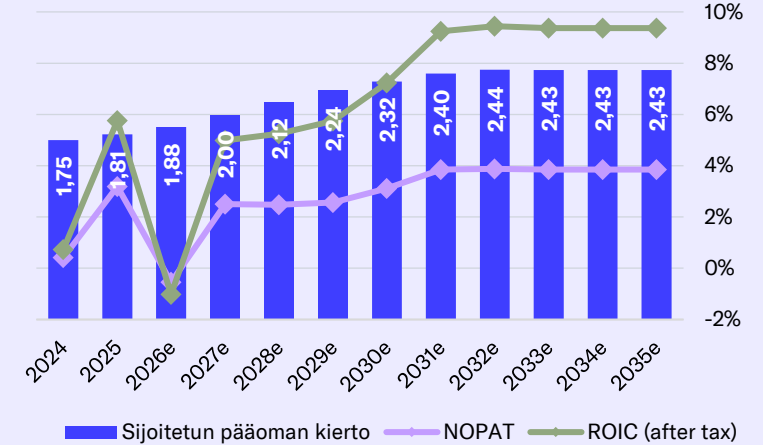
Keskipitkän ja pitkän välin ennusteet

Odotamme yhtiön onnistuvan tavoitteessaan laskea liiketoiminnan käyttöpääomavaltaisuutta, ja käyttöpääoman suhde liikevaihtoon laskee viimevuosien yli 40 %:n tasosta

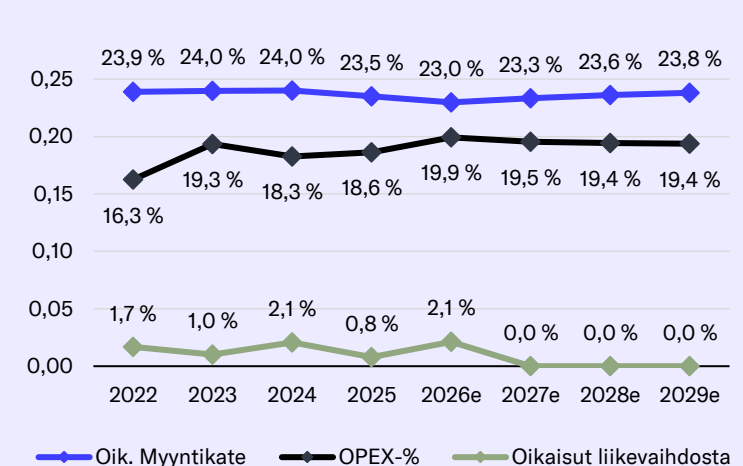
noin 37 %:iin, mikä tukee kassavirtaa lyhyellä välillä sekä mahdollistaa jatkossa liikevaihdon kasvattamisen hieman aiempaa matalammalla pääomatarpeella.

Pidemmällä välillä odotamme Duellin kasvavan noin Euroopan nimellisen talouden kasvuvauhtia (2,5 %) ja kannattavuuden palautuvan edellisten vuosien vaisulta tasolta Ranskan liiketoiminnan vaikeuksien helpottaessa ja konsernin kulurakenteen sopeutuessa liiketoiminnan mittakaavaan. Etenkin Iso-Britannian ja Pohjoismaiden liiketoimintojen odotamme pystyvän puolustamaan markkina-asemiaan. Verokannan odotamme pysyvän selvästi Suomen yhteisöverokantaa korkeammalla tasolla 23 %:ssa heijastellen arviotamme verotettavan tuloksen maantieteellisestä jakaumasta. Vuosikymmenen vaihteeseen mennessä odotamme pääoman tuoton vahvistuvan lähelle pidemmän välin neutraalia tuottovaadetta (9–10 %). Sijoitetun pääoman tuottoa ennusteessamme parantaa käyttöpääomatehokkuuden parantuminen sekä liikevoittomarginaalin vahvistuminen. Pidemmällä välillä ennusteemme ovat siis selvästi yhtiön viime vuosien saavutettuja tasoja korkeammalla, mutta toisaalta huomattavasti huippuvuosien tasoa matalammalla tasolla. Kannattavuuden huippuvuosina Duell operoi Suomeen ja Ruotsiin keskittyvänä tukkurina, joten liiketoimintamalli tai vähintäänkin konsernirakenne on tähän verrattuna muuttunut merkittävästi. Riskinä pidemmän välin kannattavuusennusteellemme on nykyisen konsernirakenteen ennustettamme matalampi kannattavuuspotentiaali. Ylisyklisen kannattavuuspotentiaalin arvioimista vaikeuttaa nykyisellään viimevuosien poikkeukselliset markkinaolosuhteet.

Pääoman tuotto ja komponentit
% liikevaihdosta, suhdeluku¹



Kustannusrakenteen ennusteet
% Liikevaihdosta



¹Sijoitetun pääoman kiertö: Liikevaihto/sijoitettu pääoma keskimäärin
Lähde: Inderes

Nostimme Q3'26:n ennusteita odotuksia paremman markkinadatan saattamana

Ennustemuutokset

- Tarkistimme kuluvan vuoden ennusteitamme odotuksiamme pirteämmän markkinan lyhyen aikavälin kehityksen myötä Pohjoismaissa ylöspäin, kun taas Muun Euroopan liikevaihdon ennusteemme laskivat. Tarkistimme samalla H2'26:n liikevaihdon ja tuloksen jaksottumista hieman vahvemmin Q3:lle.
- Tarkistimme lähivuosien kustannusrakenteen ja myyntikatteen ennusteitamme, millä oli hienoinen positiivinen vaikutus lähivuosien tulosennusteisiimme.
- Tarkastimme ennusteitamme käyttöpääoman kehityksen suhteen, ja odotamme yhtiön onnistuvan vapauttamaan hieman aiempia ennusteitamme enemmän käyttöpääomaa. Ennustemuutos pohjaa ostovelkojen ennusteenostoon, mikä heijastelee ostovelkojen aiempaa korkeampaa tasoa Q2'26:n lopussa.
- Näin ollen nettovelat olisivat tilikauden lopussa 16 MEUR:ssa, mikä vastaisi selvästi koholla olevaa vajaan 5x nettovelka/käyttökate-suhdetta.
- Tarkistimme pitkän aikavälin veroasteen ennusteitamme (23 %) heijastellen arvioimaamme tulokertymän maatieteellistä rakennetta

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2026e	2026e	Muutos %	2027e	2027e	Muutos %	2028e	2028e	Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	116	118	1 %	119	120	1 %	125	126	1 %
Käyttökate	0,6	1,1	72 %	4,5	4,6	3 %	5,2	5,3	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,9	2,3	24 %	3,2	3,3	4 %	4,0	4,0	2 %
Liikevoitto	-3,4	-2,9	14 %	0,5	0,6	26 %	1,2	1,3	5 %
Tulos ennen veroja	-5,3	-4,7	12 %	-1,5	-1,3	14 %	-0,5	-0,4	29 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,08	0,16	111 %	0,18	0,21	21 %	0,31	0,35	12 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Arvonmääritysmetodit

Suosimme Duellin arvonmäärityksessä tulos ja liikevoittopohjaisia arvostuskertoimia sekä DCF-mallia. Korkean velkaantuneisuuden sekä arviomme mukaan potentiaalinen alapuolella olevan tuloskunnan vuoksi painotamme arvostuksessa myös liikevaihto- sekä taseperusteisia arvostuskertoimia.

Mielestämme sopivimmat tulokset ovat nettotulospohjainen liikearvopoistoista oikaistu P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen huomioivat EV/EBITDA ja EV/EBITA-kertoimet. Tarkastelemme näitä sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkiryhmään.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme keskeisimmät Duellin arvostusta tukevat ja painavat tekijät ovat:

Käänneyhtiön profiili. Tuloskehitys on pitkittyneessä negatiivisessa trendissä, mikä rajaa hyväksyttävää arvostustasoa. Kääntäen, arvioimme tulostason olevan 2-3 vuoden tähtäimellä nykyistä korkeammalla, minkä myötä lyhyen aikavälin arvostuskertoimet voivat venyä lyhyellä aikavälillä korkealle tasolle.

Korkea velkataso nostaa riskitasoa, tuottovaadetta, ja painaa hyväksyttävää arvostusta.

Yhtiön kassavirtaprofiili on liikevaihdon kasvaessa 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 vaikutus edellä mainittujen arvostusmenetelmien tulkintaan, minkä otamme huomioon rajoittavana tekijänä yhtiölle hyväksymissämme tilikauden lopun velkamääriin perustuvissa arvostusmenetelmissä.

Arvostuksen lähihistoria antaa referenssipisteen arvostustasolle myös tulevaisuudessa. Seuraavan 12 kuukauden oikaistuun EBITA:n ennusteeseemme sekä tilikauden lopun nettovelkaan perustuvaan EV/oik. EBITA -kertoimella Duellia on arvostettu 6–8x:n tasolla.

Nämä tekijät huomioon ottaen arviomme Duellin hyväksyttävien oik. arvostuskertoimien asettuvan P/E 8x–10x tasolle ja EV/ EBITA 6x– 9x tasolle. Velkaisuuden laskiessa hyväksytyissä kertomissamme on nousuvaraa.

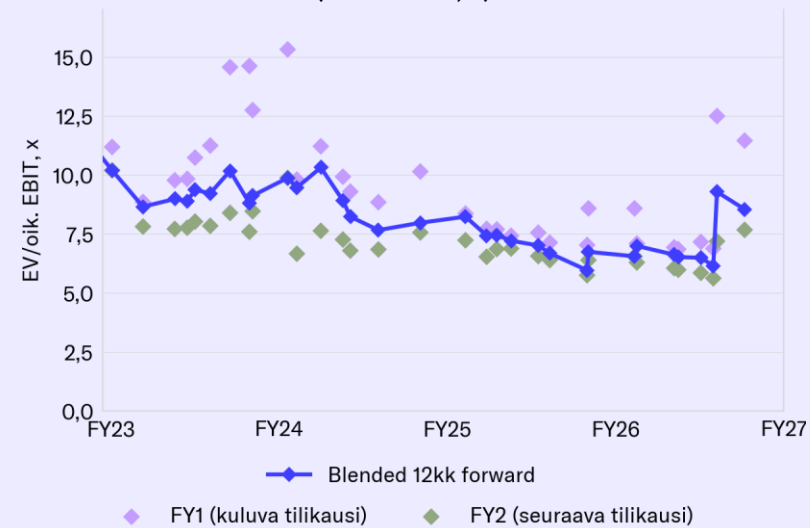
Lähivuosien tulospohjainen arvostus

Duellin ennusteidemme mukaiset liikearvopoistoilla oikaistut P/E-luvut tilikausille 2026 ja 2027 ovat 13x ja 10x, kun taas vastaavat EV/EBITA-kertoimet ovat 11 ja 8x. Arvostuskertoimet ovat kuluvalle vuodelle yli hyväksymämme tason, kun taas ensi vuodelle kertoimet ovat hyväksymiemme haarukoiden sisällä. Arvostuskertoimet ovat lähivuosille lähihistorian toteumia korkeammalla tasolla. Lähivuosien liikevoitto- ja tulospohjaisia kertoimia pidämme kireinä, mutta tuloskasvu laskisi kertoimia nopeasti.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	2,02	2,02	2,02
Osakemäärä, milj. kpl	5,19	5,19	5,19
Markkina-arvo	10	10	10
Yritysarvo (EV)	27	25	26
P/E (oik.)	12,5	9,5	5,8
P/E	neg.	neg.	neg.
P/B	0,2	0,2	0,2
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	24,4	5,6	4,9
EV/EBIT (oik.)	11,4	7,7	6,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Ennusteisiin¹ perustuva EV/EBIT oik. (suhdeluku, x)



¹Inderesin ennusteisiin perustuen. EV perustuu kertoimissa vastaavan tilikauden lopun nettovelan ennusteeseen.

Arvonmääritys 2/3

Matala tasearvostus ei tarjoa vahvaa tukea osakkeelle

Seuraamme Duellin yritysarvon kehitystä suhteessa yhtiön käyttöpääomaan (EV/NWC). Nettokäyttöpääoma on pääosin likvidi omaisuuserä, joten EV/NWC-tunnusluvun alle 1x tarkoittaa teoriassa sitä, että osakkeenomistajat saisivat osakekurssin mukaisen korvauksen, mikäli käyttöpääoma likvidoitaisiin tasearvolla. Varaston kierron haasteiden sekä alaskirjauksien myötä käyttöpääoman arvon osalta riskit ovat arviomme mukaan edelleen alasuuntaiset. Duellin EV/NWC –tunnusluku on liikkunut edellisen vuoden aikana 0,5x-0,6x tasolla, ja on nyt 0,7x. Tämä tarkoittaa sitä, että mikäli Duell likvidois käyttöpääomansa tasearvolla, velkojen takaisin maksun jälkeen omistajille jäisi 29 MEUR tai 5,5 euroa/osake, mikä tarkoittaisi yli kaksinkertaista arvoa nykyiseen osakekurssiin nähden. Likvidointiskenaario on kuitenkin mielestämme teoreettinen, sillä liiketoiminnan likvidointi vaatisi liiketoiminnan alasajoa, mistä aiheutuisi merkittäviä lisäkustannuksia, emmekä usko liiketoiminnan alasajon olevan varteenotettava strateginen vaihtoehto yhtiön johdon pöydällä. Matalaa tasepohjaista arvostusta perustelevat useampana vuonna vaisulle tasolle jääneet pääoman tuotot sekä korkea velkaantuneisuus. Siten taseperusteisen aliarvostuksen purkautuminen ei nojaa kirjossamme käyttöpääoman likvidointiin suuremmassa mittakaavassa, vaan rahavirran vahvistamiseen kannattavuuden vahvistamisen turvin.

Kokonaistuotto-odotus

Lähivuosien osakkeen kokonaistuotto-odotus pohjautuu ennusteissamme tuloskasvuun sekä yhtiön kykyyn lyhentää velkaa operatiivisella kassavirralla. Ennustamme EBITA:n kasvavan noin 10 % CAGR tahtia Q2'26 LTM-2028e, mutta kasvu painottuu vahvasti tilikauteen 2028. Jäljellä olevan

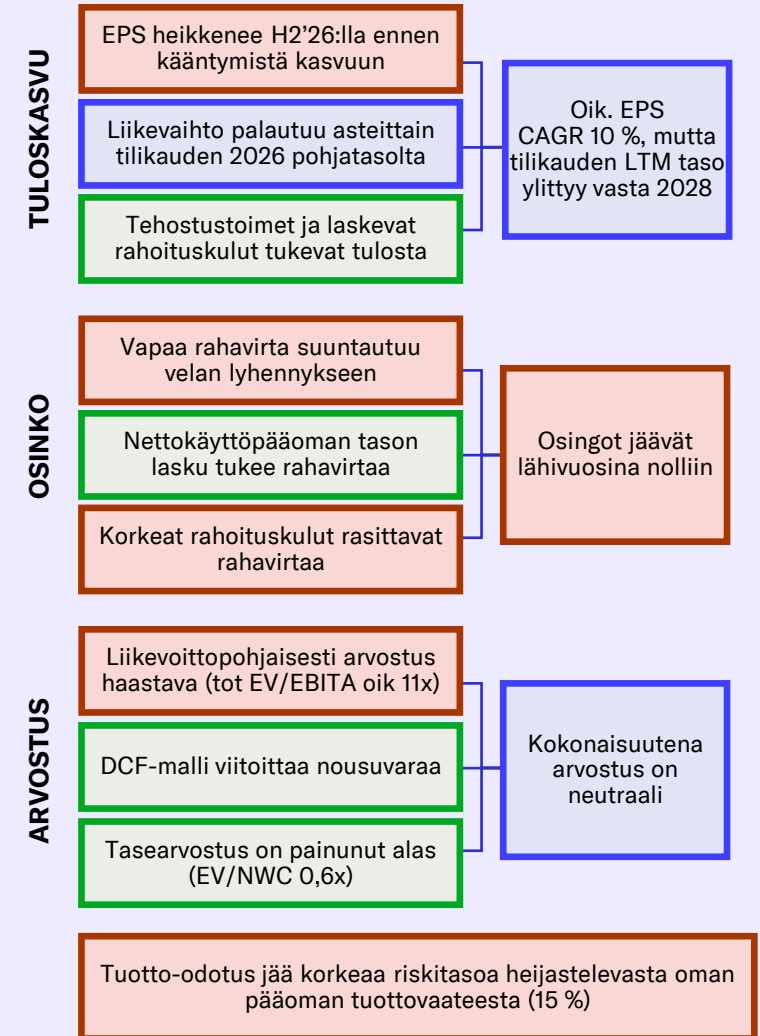
tilikauden aikana odotamme liikevoiton jatkavan supistumisestaan, mikä on myös ohjeistuksen mukainen skenaario. Odotamme liikevoiton jäävän tilikaudella 2027 vielä viime vuosiin nähden vaisulle tasolle, joten tuloskasvuodotuksemme painottuu tilikauteen 2028. Tuloskäänteeseen toteutumiseen liittyy nykyisellään epävarmuutta, sillä konsernin tuloskunto on edelleen heikkenemässä, vaikka korjaavat toimenpiteet ovat meneillään. Osingoista tuotto-odotus ei saa tukea, sillä odotamme vapaan rahavirran suuntautuvan velan lyhentämiseen. Velan lyhentäminen kuitenkin laskee nettovelkaa sekä riskitasoa, mikä tukee ajan myötä arvostusta. Toteutuneeseen EBITA:an (Q2'26 LTM EV/ oik. EBITA 11x) nähden näemme arvostuksessa laskupainetta. Mikäli yhtiö onnistuu lyhentämään velkaansa liiketoiminnan rahavirralla, laskee liikearvopoistoista oikaistu P/E rahoituskustannuksien laskun sekä operatiivisen sekä operatiivisen tuloskasvun myötä vajaan 6x tasolle. Tämä kuvastaa osakkeen hyvää tuotto-odotusta, yhtiön yltäessä tuloskäänteeseen turvautumatta kalliiseen rahoitusratkaisuun.

Verrokkiarvostus

Päivitimme laajan raportin yhteydessä Duellille keräämäämme verrokkiryhmää, joka pyrkii ottamaan aiempaa paremmin huomioon Duellin liiketoiminnan kokoluokan (miljardiskaalan globaalit jakelijat eivät ohjaa Duellin arvostusta), liiketoiminnan maantieteellisen kohdemarkkinan, taseaseman, sekä kuluttajien luottamuksen ja ostovoiman vaihtelun huomattavan vaikutuksen liiketoiminnan kohtaamaan kysyntään. Liikevoitto- ja tulosperusteisesti Duell arvostetaan kuluvan tilikauden kertoimilla lievästi alennuksella, kun taas tilikauteen 2027 katsottuna alennus on selvempi.

Osaketuoton ajurit Q2'26 LTM-2028e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen



¹Liikearvopoistoista oikaistu tulos / (käyttöpääoma + kiinteä omaisuus)

Arvonmääritys 3/3

Tämä heijastaa odotustamme merkittävästä tulostulokäänneestä tilikaudella 2027 tilikauden 2026 vaisulta tasolta. Huomionarvoista on myös se, että Duellin osalta kuluva tilikauden kertoimet perustuvat kertaerillä oikaistuihin voitoriveihin, toisin kuin verrokkiryhmällä. Tase- (P/B) sekä liikevaihtoperusteisesti Duell arvostetaan selvällä alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Verrokkiarvostus ei arviomme mukaan ole osaketta ohjaava ajuri nykyisessä tilanteessa, jossa tulostasoon nähden korkea velkaantuneisuus ja negatiivinen tulostrendi rasittavat arvostustasoa. Analyysi kuitenkin tukee potentiaalia nousuvarasta, mikäli yhtiö onnistuu tulostulokäänneeseen saavuttamisessa ja rahavirtaprofiilin vahvistamisessa.

Kassavirtamalli

Kassavirtalaskelmamme Duellin osakkeelle indikoima arvo on 2,1 euroa per osake. Kassavirtamallin antamaa indikaatiota osakkeen arvosta pitää nykytilanteessa tulkita varauksella, sillä kireä tasetilanne pitää auki, kuinka suuri osa yhtiön tulevaisuuden rahavirroista suuntautuu nykyisten osakkeenomistajien sijaan mahdollisille uusille rahoittajille. Nykytilanteessa uudet rahoittajat vaatisivat korkeaa tuotto-odotusta pääomalle, mikä heijastuisi negatiivisesti nykyisten osakkeenomistajille kuuluviin rahavirtoihin. Olemme pyrkineet kompensoimaan tätä korkealla oman pääoman tuottovaateella (15 %). Velkarahan kustannus DCF-mallissa perustuu pidemmän aikavälin velan kustannukseen (6 %) sekä selvästi nykyistä matalampaan velkatasoon. Tulostulokäänneeseen saavuttaminen ja kalliin lisärahoituskierroksen välttäminen laskisivat tuotto-vaadetta, millä olisi voimakas positiivinen vaikutus mallin arvoon (mikäli oman pääoman tuottovaade laskee 12 %:iin, nousee mallin arvo vajaaseen neljään euroon). Pidemmän aikavälin ennusteemme odottavat pääoman tuoton

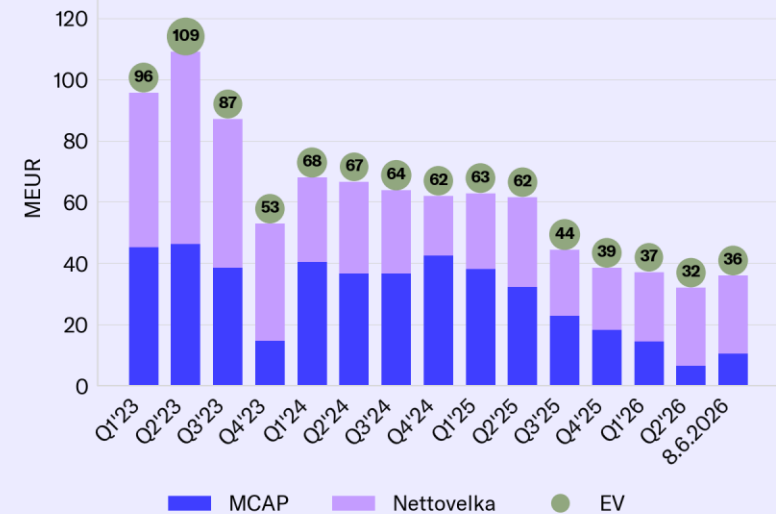
vahvistuvan viimevuosien matalalta tasolta ~9 %:iin. Tämä ei ole itsessään erityisen aggressiivinen oletus, mutta suhteessa kertaerien rasittamaan viimevuosien tasoon parannus on huomattava. Myös kassavirtamalli alleviivaa arviomme mukaan osakkeen arvon (ja hinnan) herkkyyttä lyhyen aikavälin kannattavuuden ja rahavirran kehitykselle.

Sijoitusnäkemys ja käypä arvo

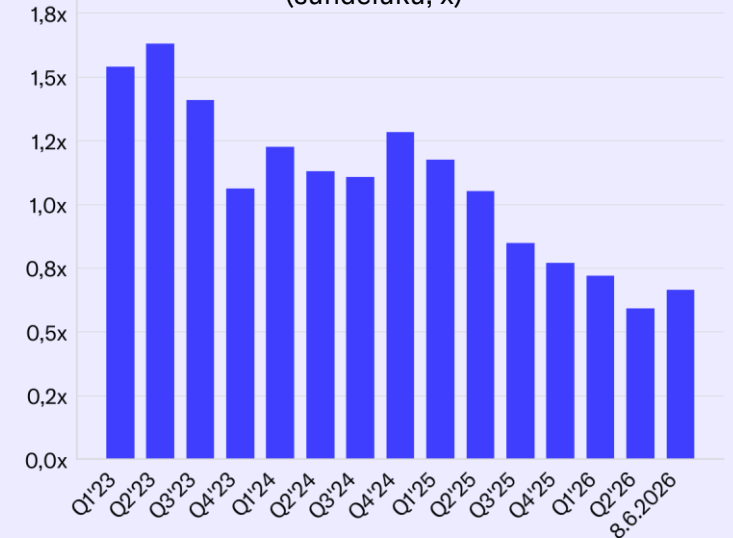
Duellin osakkeen tuotto-odotus nivoutuu kannattavuuden ja operatiivisen rahavirran parantamiseen sekä velkaisuuden laskun onnistumiseen ilman tarvetta kalliisiin rahoitusjärjestelyihin. Yhtiön onnistuessa tässä on viimeaikaisesta yli 50 %:n noususta huolimatta edelleen nousuvaraa. Q3'26:n odotuksiamme parempi markkinadata tukee paremman skenaarion todennäköisyyttä, mutta konkreettisempia merkkejä tulostrendin kääntymisestä ei toistaiseksi ole. Yhtiön viime vuosien heikkojen näyttöjen, korkean velkaantuneisuuden, ja Ranskan tytäryhtiön vielä ratkaisemattomien ongelmien valossa emme ole valmiita nojaamaan pehmeisiin indikaattoreihin käänneestä, ja pidättäydymme varovaisina osakkeen suhteen. Lisäksi viimeaikainen voimakas kurssiosuus on laskenut positiivisempien skenaarioiden hyvää tuotto-odotusta. Kohollaan olevan velkaantuneisuuden myötä odotamme osakkeen reagoivan myös jatkossa voimakkaasti muutoksiin yhtiön tulostulokunnossa.

Korkean velkaantuneisuuden ja tulostulokäänneeseen liittyvän epävarmuuden myötä osakkeen käyvän arvon määrittäminen on haastavaa ja haarukka on leveä. Arviomme osakkeen käyväksi arvoksi 1,5–3,0 euroa, missä alaraja edustaa nykyomistajia diluioivan osakennin toteutumista, ja yläraja yhtiön selviämistä velkakierteestä ainoastaan kohonneilla rahoituskustannuksilla, joista huolimatta yhtiö saa velkataakan lyhennettyä operatiivisella rahavirralla kestäväälle tasolle.

Yritysarvon (EV) komponenttien kehitys (MEUR)



Yritysarvon suhde nettokäyttöpääomaan (suhdeluku, x)



Sijoitusprofiili

1

Liiketoiminnan käänteen onnistuessa ja/tai markkinatilanteen parantuessa yhtiöllä on edellytykset voimakkaaseen tuloskasvuun

2

Käyttökatteeseen nähden kohollaan oleva velkataso tekee kurssiliikkeistä jyrkkiä molempiin suuntiin

3

Aloitteet käyttöpääomatehokkuuden parantamiselle voivat tuoda kaivatun tuen kassavirtaan sekä luoda edellytykset myöhemmälle kasvulle

4

Kasvun sijaan fokus on arviomme mukaan lähivuosina pääoma- ja kustannustehokkuuden parantamisessa

5

Ranskan tytäryhtiön tilanne pitää riskejä yllä molempiin suuntiin: Ongelmien ratkeaminen toisi tuloskasvua, kun taas pitkittyminen rasittaisi rahavirtaa

Potentiaali

- Historialliseen tulostasoon nähden osakkeeseen ladatut odotukset ovat matalat
- Paluu edes tilikauden 2025 liikevoittotasolle, laskisi velkaisuuden mittareita merkittävästi ja perustelisi osake nousvaraa
- Nykyinen organisaatio on rakennettu nykyistä selvästi suuremmalle liikevaihtokuormalle

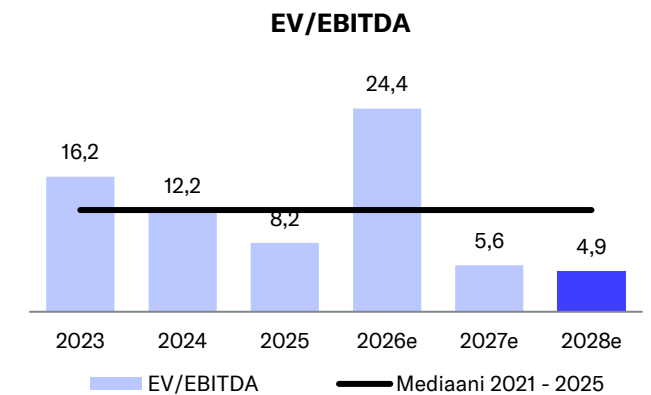
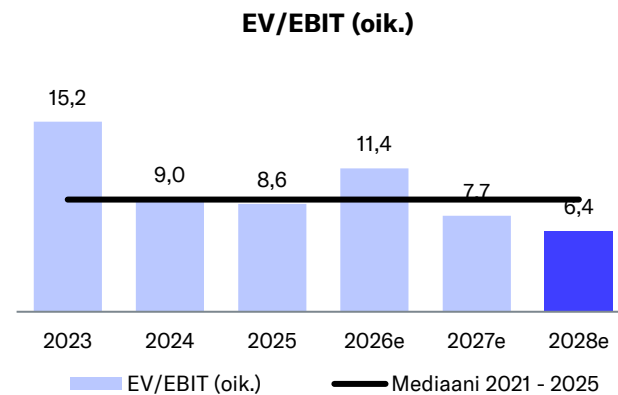
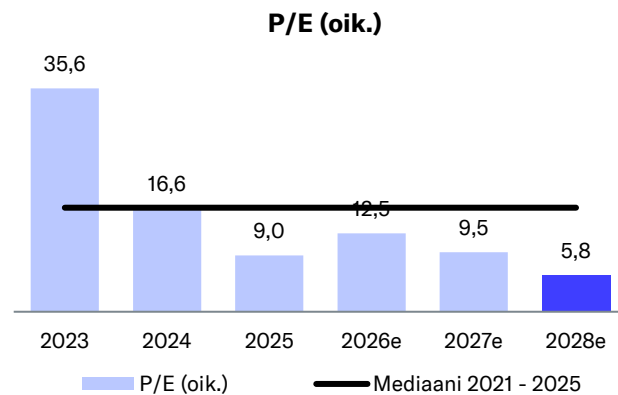
Riskit

- Tulokäänteen pitkittyminen ja rahoitustilanteen kriisiytyminen
- Suuren varaston kuranttiuteen rajallinen näkyvyys
- Varsin maltillinen neuvotteluvoima, mikä rajoittuu suurelta osin omiin tuotemerkkeihin
- Yksittäisiin brändeihin liittyvät riskit voivat olla merkittäviä, kuten Ranskan liiketoiminnan kehitys osoittaa
- Talvikauden liikevaihto on riippuvainen sääolosuhteista

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	1,03	0,03	4,30	2,02	2,02	2,02	2,02
Osakemäärä, milj. kpl	30,5	1038,5	5,19	5,19	5,19	5,19	5,19
Markkina-arvo	31	36	22	10	10	10	10
Yritysarvo (EV)	70	56	43	27	25	26	26
P/E (oik.)	35,6	16,6	9,0	12,5	9,5	5,8	4,6
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	0,9	0,7	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
P/S	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	16,2	12,2	8,2	24,4	5,6	4,9	4,3
EV/EBIT (oik.)	15,2	9,0	8,6	11,4	7,7	6,4	5,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Relais Group	290	547	13,8	12,7	7,5	7,2	1,2	1,2	11,5	10,7	2,4	2,6	1,7
Pierce Group	67	51	6,7	5,0	4,5	3,6	0,3	0,3	11,6	8,4			1,0
Meko	393	933	10,2	8,6	5,3	4,9	0,5	0,5	8,3	6,6	2,6	4,3	0,7
Alligo	642	921	13,5	11,4	7,5	6,7	1,0	0,9	14,3	11,5	2,4	3,1	1,7
Solar A/S	213	483	24,2	12,6	7,3	5,7	0,3	0,3	22,0	9,0	5,0	6,3	0,8
Rapala VMC	48	147	13,4	11,8	6,3	6,1	0,6	0,6		15,5		0,8	0,4
Tandem Group	11	13	10,2		7,5		0,4		16,4		1,8		
Duell (Inderes)	10	27	11,4	7,7	24,4	5,6	0,2	0,2	12,5	9,5	0,0	0,0	0,2
Keskisarvo			13,1	10,3	6,5	5,7	0,6	0,6	14,0	10,3	2,9	3,4	1,1
Mediaani			13,4	11,6	7,3	5,9	0,5	0,6	12,9	9,9	2,4	3,1	0,9
Erotus-% vrt. mediaani			-14 %	-34 %	235 %	-6 %	-58 %	-62 %	-3 %	-4 %	-100 %	-100 %	-75 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	125	28,3	29,3	38,2	30,9	127	25,0	28,8	35,4	28,6	118	120	126	131
Pohjoismaat	66,2	15,3	15,4	18,7	16,4	65,8	13,7	14,7	19,6	16,8	64,9	66,5	68,5	69,9
Muu Eurooppa	58,5	13,0	13,8	19,5	14,5	60,8	11,2	14,1	15,8	11,7	52,9	53,9	57,7	61,2
Käyttökate	4,6	0,8	1,2	2,2	0,9	5,2	0,2	0,5	0,8	-0,4	1,1	4,6	5,3	6,0
Poistot ja arvonalennukset	-3,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-4,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,2	0,7	1,1	2,1	1,1	4,9	-0,1	0,4	1,6	0,4	2,3	3,3	4,0	4,5
Liikevoitto	0,8	-0,1	0,3	1,3	-0,3	1,2	-0,8	-0,5	-0,2	-1,4	-2,9	0,6	1,3	1,8
Nettorahoituskulut	-2,5	-0,5	-0,6	-0,1	-1,1	-2,3	-0,6	-0,2	-0,5	-0,5	-1,8	-1,9	-1,7	-1,6
Tulos ennen veroja	-1,7	-0,6	-0,3	1,2	-1,3	-1,1	-1,4	-0,7	-0,7	-1,9	-4,7	-1,3	-0,4	0,2
Verot	-1,0	0,2	-0,1	-0,4	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,3	-0,5	-0,7
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	-2,6	-0,4	-0,4	0,8	-1,0	-1,1	-1,4	-0,7	-0,7	-1,6	-4,4	-1,6	-0,9	-0,4
EPS (oikaistu)	0,00	0,07	0,07	0,29	0,04	0,48	-0,15	0,04	0,22	0,05	0,16	0,21	0,35	0,44
EPS (raportoitu)	0,00	-0,08	-0,09	0,15	-0,18	-0,20	-0,28	-0,13	-0,13	-0,30	-0,84	-0,31	-0,18	-0,08

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	4,9 %	4,7 %	3,9 %	0,7 %	-2,3 %	1,6 %	-11,7 %	-1,7 %	-7,2 %	-7,3 %	-7,0 %	2,3 %	4,8 %	3,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	35,0 %	145,3 %	-16,2 %	-35,3 %	-22,7 %	-20,4 %	-117,7 %	-69,2 %	-20,3 %	-57,7 %	-52,9 %	42,4 %	21,2 %	12,9 %
Käyttökate-%	3,7 %	2,9 %	4,3 %	5,9 %	2,8 %	4,1 %	0,8 %	1,7 %	2,2 %	-1,4 %	0,9 %	3,8 %	4,2 %	4,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,0 %	2,4 %	3,9 %	5,4 %	3,4 %	3,9 %	-0,5 %	1,2 %	4,6 %	1,6 %	2,0 %	2,8 %	3,2 %	3,5 %
Nettotulos-%	-2,1 %	-1,5 %	-1,5 %	2,0 %	-3,1 %	-0,8 %	-5,8 %	-2,3 %	-1,9 %	-5,5 %	-3,7 %	-1,4 %	-0,7 %	-0,3 %

Lähde: Inderes

Huom. Liikevoitto ilman kertaeriä = yhtiön raportoima oikaistu EBITA

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	23	20	18	15	13
Liikearvo	19,1	16,2	13,4	10,7	8,0
Aineettomat hyödykkeet	3,0	3,2	3,2	3,2	3,2
Käyttöomaisuus	0,7	0,6	1,3	1,4	1,5
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	71	71	65	66	70
Vaihto-omaisuus	43	45	41	41	43
Muut lyhytaikaiset varat	4,1	3,7	3,7	3,7	3,7
Myyntisaamiset	14,4	16,5	15,1	14,5	14,6
Likvidit varat	9,3	5,6	5,9	7,2	8,8
Taseen loppusumma	94	91	83	82	83

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	52	50	46	44	43
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-1,4	-3,0	-7,3	-8,9	-9,9
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	53,0	52,8	53	53	53
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	26	23	18	15	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	25,6	22	18	15	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	17	18	20	23	25
Korolliset velat	3,3	3,3	4,0	7,1	9,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,6	8,2	8,8	8,7	8,8
Muut lyhytaikaiset velat	5,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Taseen loppusumma	94	91	83	82	83

DCF-laskelma

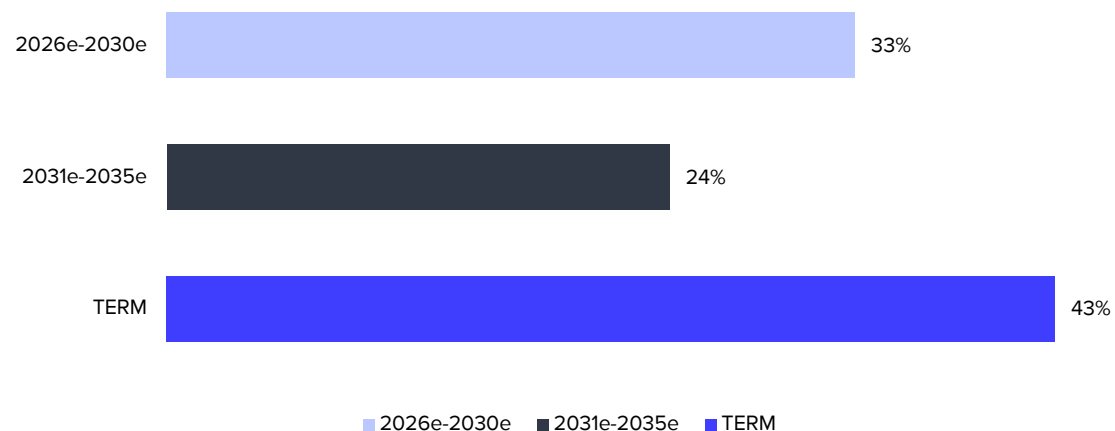
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	1,6 %	-7,0 %	2,3 %	4,8 %	3,8 %	4,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	0,9 %	-2,5 %	0,5 %	1,0 %	1,4 %	3,5 %	3,5 %	4,0 %	4,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Liikevoitto	1,2	-2,9	0,6	1,3	1,8	4,8	4,9	5,8	5,9	6,8	7,0	
+ Kokonaispoistot	4,0	4,0	4,0	4,0	4,2	3,2	3,3	2,2	1,3	1,4	1,4	
- Maksetut verot	0,0	0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-1,2	-1,3	-1,3	-1,1	-1,3	-1,4	
- verot rahoituskuluista	0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-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	-1,7	6,4	0,1	-2,0	-2,5	-2,6	-1,6	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	
Operatiivinen kassavirta	3,6	7,5	4,0	2,4	2,5	3,8	5,0	5,0	4,4	5,1	5,3	
+ 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	-1,2	-2,0	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,4	5,5	2,7	1,0	1,1	2,4	3,6	3,6	3,0	3,7	3,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,4	5,5	2,7	1,0	1,1	2,4	3,6	3,6	3,0	3,7	3,8	39,7
Diskontattu vapaa kassavirta		5,2	2,2	0,7	0,7	1,4	1,9	1,7	1,3	1,4	1,3	13,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		30,9	25,8	23,5	22,8	22,1	20,7	18,8	17,1	15,9	14,5	13,2
Velaton arvo DCF		30,9										
- Korolliset velat		-25,7										
+ Rahavarat		5,6										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		10,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,1										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	2,2
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	15,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,2 %

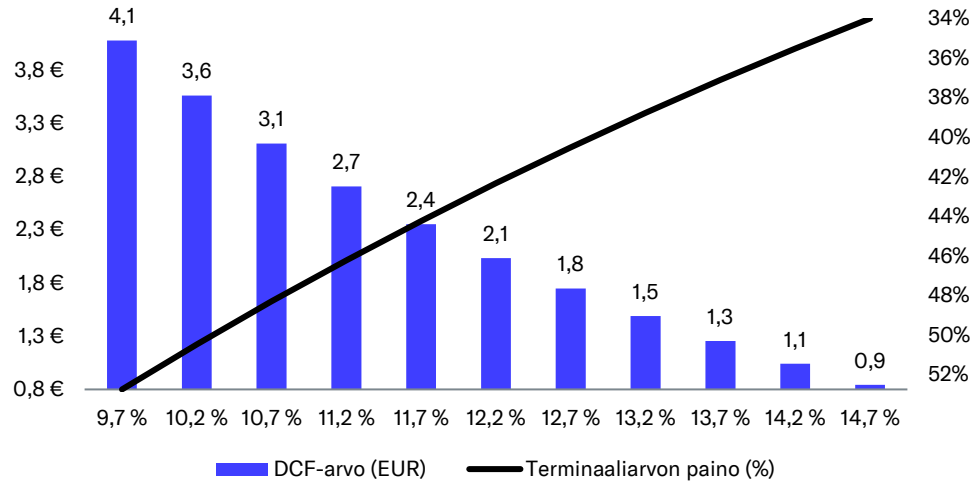
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

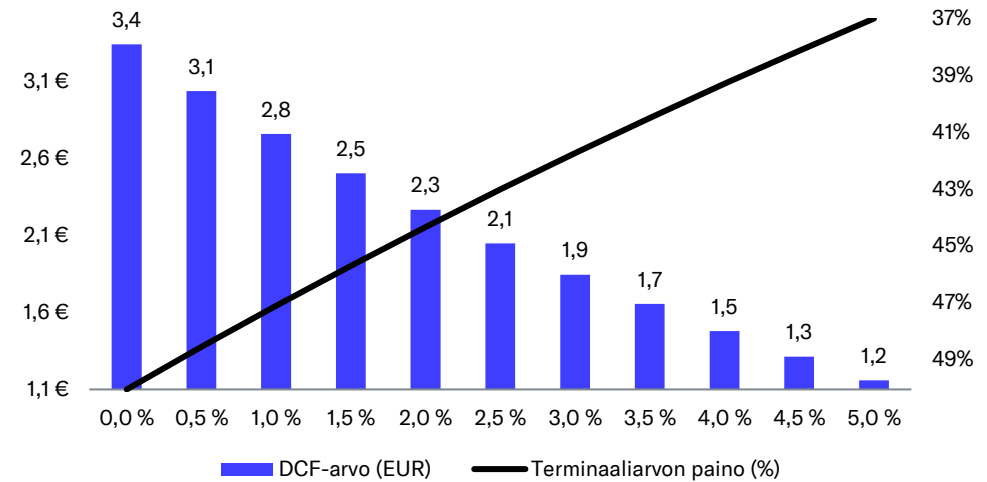


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

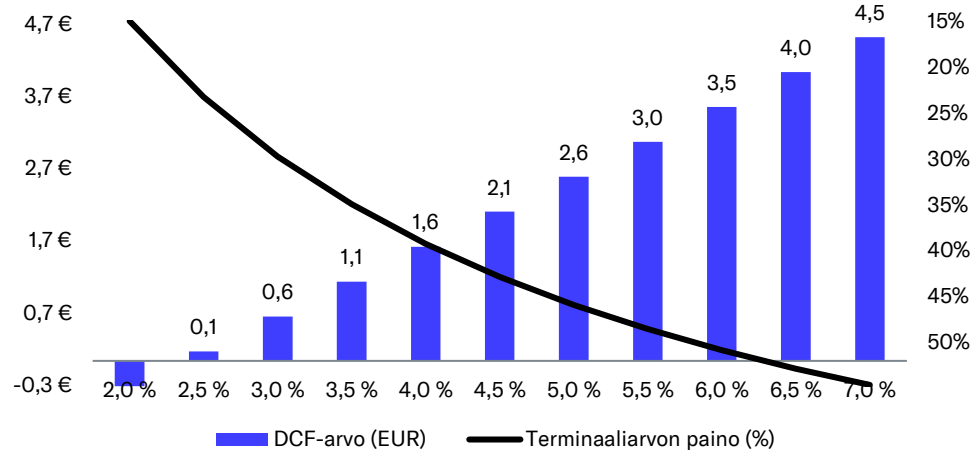
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



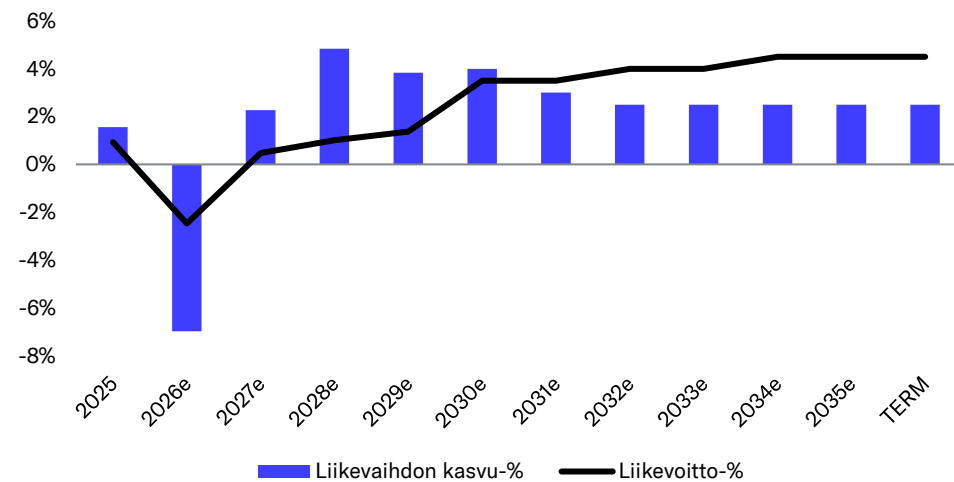
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	118,8	124,7	126,6	118	120
Käyttökate	4,3	4,6	5,2	1,1	4,6
Liikevoitto	1,0	0,8	1,2	-2,9	0,6
Voitto ennen veroja	-2,4	-1,7	-1,1	-4,7	-1,3
Nettovoitto	-2,8	-2,6	-1,1	-4,4	-1,6
Kertaluontoiset erät	-3,6	-5,4	-3,8	-5,2	-2,7

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	95	94	91	83	82
Oma pääoma	37	52	50	46	44
Liikearvo	21	19	16	13	11
Nettovelat	38	20	20	16	15

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	4,3	4,6	5,2	1,1	4,6
Nettokäyttöpääoman muutos	7,7	1,5	-1,7	6,4	0,1
Operatiivinen kassavirta	10,8	4,5	3,6	7,5	4,0
Investoinnit	-9,7	-1,3	-1,2	-2,0	-1,3
Vapaa kassavirta	1,1	3,2	2,4	5,5	2,7

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	16,2	12,2	8,2	24,4	5,6
EV/EBIT (oik.)	15,2	9,0	8,6	11,4	7,7
P/E (oik.)	35,6	16,6	9,0	12,5	9,5
P/B	0,9	0,7	0,4	0,2	0,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	-0,09	0,00	-0,20	-0,84	-0,31
EPS (oikaistu)	0,03	0,00	0,48	0,16	0,21
Operat. Kassavirta / osake	0,35	0,00	0,69	1,44	0,76
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,04	0,00	0,46	1,06	0,51
Omapääoma / osake	1,21	0,05	9,61	8,77	8,46
Osinko / osake			0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,2 %	4,9 %	1,6 %	-7,0 %	2,3 %
Käyttökateen kasvu-%	-41,7 %	5,9 %	13,0 %	-78,8 %	318,8 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-47,4 %	35,0 %	-20,4 %	-52,9 %	42,4 %
EPS oik. kasvu-%	-86,6 %	-92,8 %	n.m.	-66,2 %	31,6 %
Käyttökate-%	3,6 %	3,7 %	4,1 %	0,9 %	3,8 %
Oik. Liikevoitto-%	3,9 %	5,0 %	3,9 %	2,0 %	2,8 %
Liikevoitto-%	0,9 %	0,7 %	0,9 %	-2,5 %	0,5 %
ROE-%	-8,2 %	-5,9 %	-2,1 %	-9,1 %	-3,6 %
ROI-%	1,3 %	1,1 %	1,5 %	-4,1 %	0,9 %
Omavaraisuusaste	38,6 %	55,0 %	55,1 %	54,7 %	53,9 %
Nettovelkaantumisaste	103,7 %	37,9 %	40,4 %	35,4 %	34,0 %
Nettovelka/käyttökate	8,9	4,3	3,9	14,8	3,3
EBITDA/nettorahoituskulut	1,3	1,8	2,3	0,6	2,4

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämissuunnitelmia: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissuunnitelmat ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
11/04/2025	Osta	8,50 €	6,26 €
01/07/2025	Lisää	5,50 €	4,90 €
04/07/2025	Vähennä	4,80 €	4,40 €
17/10/2025	Vähennä	3,80 €	3,53 €
07/01/2026	Vähennä	3,50 €	3,17 €
15/01/2026	Lisää	3,20 €	2,79 €
05/03/2026	Vähennä	2,80 €	2,60 €
01/04/2026	Vähennä	2,30 €	2,15 €
09/04/2026	Vähennä	1,30 €	1,26 €
08/06/2026	Vähennä	2,00 €	2,02 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen 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](https://www.inderes.fi)

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

**inde
res.**