

Duell

Seurannan aloitus

14.12.2021 20:20



Petri Gostowski
+358 40 8215982
petri.gostowski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Ripeään kasvuun viritetty jakelija

Aloitamme Duellin seurannan 7,0 euron tavoitehinnalla ja lisää-suositukselle. Duell on moottoriurheilun jälkimarkkinoilla toimiva jakelija, jolla on johtava asema Pohjoismaissa ja kasvava asema muualla Euroopassa. Kattavan ja yhä kasvavan brändiportfolion myötä yhtiö on houkutteleva kumppani laajalle jälleenmyyjäverkostolle, minkä avulla ennustamme yhtiön jatkavan historiallisen kehityksen tapaan ripeän kasvun tiellä lähivuosina. Tähän suhteutettuna osakkeen arvostus on näkemyksemme mukaan houkutteleva.

Jakelija moottoriurheilun jälkimarkkinoilla

Duell toimii moottoriurheilun jälkimarkkinoilla teknisten osien sekä varaosien ja henkilökohtaisten varusteiden jakelijana. Sen tuoteryhmiin lukeutuvat moottoripyörä-, ATV-maastoaajoneuvo (all terrain vehicle), moottorikelkka- ja veneilytuotteet, joista muodostuu reilun 290 brändin portfolio. Yhtiön kilpailukyky ja houkuttelevuus kumppanina jälleenmyyjien suuntaan on seurausta kattavasta brändiportfoliosta, jota se pystyy jakelemaan lyhyellä toimitusajalla. Tämän ansiosta yhtiö on onnistunut rakentamaan yli 7 500 jälleenmyyjän verkoston, jonka laajuus tekee siitä houkuttelevan kumppanin brändiyhtiöille. Yhtiön pitkälti orgaanisista ajureista muodostunut kasvuvauhti on historiassa ylittänyt arvioidun markkinakasvun selvästi. Näkemyksemme mukaan tämä on osoitus yhtiön kilpailukyvästä pirstaleisesta jakelijakentästä.

Tavoitteena ripeän kasvun jatkaminen

Duellin strategisina tavoitteina on tulla jälleenmyyjien ja brändien parhaaksi kumppaniksi koko Euroopassa ja vahvistaa johtavaa asemaansa Pohjoismaissa. Keskipitkän aikavälin taloudellisia tavoitteina on saavuttaa 200-300 MEUR:n liikevaihto vuoden 2025 loppuun mennessä ja > 13 %:n EBITA-marginaali. Kasvutavoitetta yhtiö tavoittelee selvästi yli 10 %:n vuotuisella orgaanisella kasvulla ja yritysostoilla. Omissa keskipitkän aikavälin ennusteissamme odotamme yhtiön jatkavan edelleen selvästi markkinan ennakoitua kasvua ripeämpää liikevaihdon kasvua, mutta ennusteemme ovat alle yhtiön oman tavoitetaso, sillä emme ennusta yritysostoja. Keskipitkän aikavälin tuloskasvun ennusteemme saavat liikevaihdon kasvun lisäksi tukea nousevista kannattavuusennusteista, joissa odotamme yhtiön saavuttavan kannattavuustavoitteensa vuonna 2025. Laskelmiemme mukaan yhtiöllä on listautumisannin jälkeen noin 20-25 MEUR:n rahoitusreservit yritysostoihin. Tämän ansiosta Duellilla on mielestämme mainiot edellytykset laajentua edelleen uusille markkina-alueille ja/tai uusiin tuoteryhmiin, mikä tukisi pitkän aikavälin kasvuedellytyksiä.

Arvostuskuva on houkutteleva

Ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut tilikausille 2022 ja 2023 ovat 19x ja 15x, kun taas taserakenteen huomioivat EV/EBITA-kertoimet ovat 14x ja 11x. Lyhyen tähtäimen tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat mielestämme ennustamaamme tuloskasvuun suhteutettuna kokonaisuutena maltilliset. Odottamastamme voimakkaasta tuloskasvusta ja osinkotuotosta muodostuva vuotuinen tuotto-odotus on mielestämme houkutteleva. Duellin epäorgaanisen kasvun strategiasta on näkemyksemme mukaan saatu toistaiseksi melko vähän näyttöä, mutta yritysostojen teollinen logiikka on mielestämme varsin selkeä. Mikäli yhtiö onnistuu pitävään aiempien yritysostojen mukaisessa maltillisessa hinnoittelussa, on epäorgaanisen kasvustrategian arvonluontimahdollisuudet erittäin hyvät ja sillä on edellytykset kohottaa entisestään tuotto-odotusta.

Suositus

Lisää

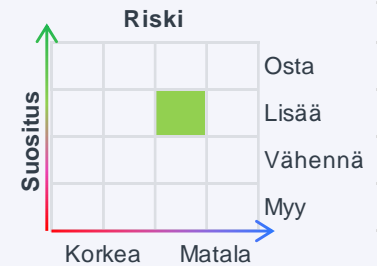
(aik. -)

7,00 EUR

(aik. -)

Osakekurssi:

6,20



Avainluvut

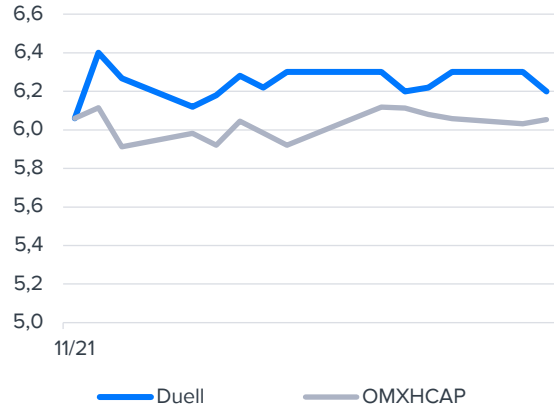
	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	76,8	119,0	136,8	154,6
kasvu-%	29 %	55 %	15 %	13 %
EBIT oik.	8,0	13,0	16,1	19,5
EBIT-% oik.	10,5 %	10,9 %	11,8 %	12,6 %
Nettotulos	3,3	5,2	9,2	11,8
EPS (oik.)	0,16	0,33	0,41	0,51
P/E (oik.)	32,1	18,6	15,0	12,1
P/B	12,5	4,4	3,7	3,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,1 %	1,9 %	2,4 %
EV/EBITA (oik.)	21,1	13,5	10,8	8,7
EV/EBITDA	20,4	15,1	10,4	8,4
EV/Liikevaihto	2,2	1,5	1,3	1,1

Lähde: Inderes

Ohjeistus

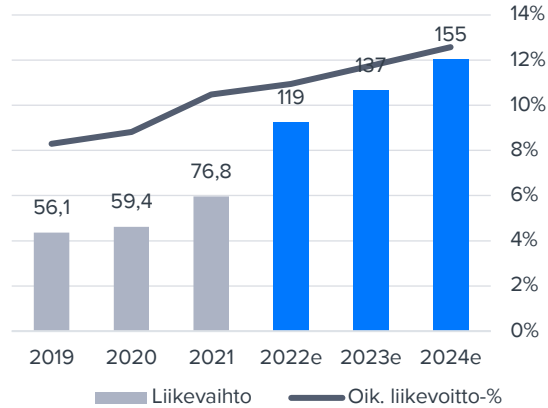
Liikevaihdon kasvu vähintään 15 % 31.8.2022 päättyvällä tilikaudella, mahdollisten yritys- ja liiketoimintakauppojen vaikutus pois lukien.

Osakekurssi



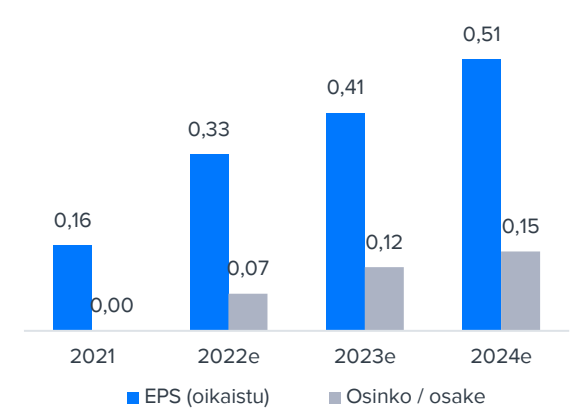
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Brändiportfolion laajennus ja jälleenmyyjäverkoston kasvu
- Laajentuminen uusille kohdemarkkinoille vahvistaa kasvupotentiaalia
- Kannattavuudessa nousupotentiaalia kasvun mukana
- Mahdolliset arvoa luovat yritysostot



Riskitekijät

- Rajalliseen hinnoitteluvoimaan ja arvoketjuasemaan linkittyvät pitkän tähtäimen riskit
- Sääolosuhteet voivat heikentää lyhyen tähtäimen myyntinäkömää
- Yritysostoihin liittyvät tavanomaiset riskit
- Kilpailutilanteen mahdolliset pitkän tähtäimen muutokset

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,20	6,20	6,20
Osakemäärä, milj. kpl	25,4	25,4	25,4
Markkina-arvo	158	158	158
Yritysarvo (EV)	176	173	169
P/E (oik.)	18,6	15,0	12,1
P/E	30,4	17,2	13,4
P/Kassavirta	87,4	27,0	18,6
P/B	4,4	3,7	3,0
P/S	1,3	1,2	1,0
EV/Liikevaihto	1,5	1,3	1,1
EV/EBITDA	15,1	10,4	8,4
EV/EBITA (oik.)	13,5	10,8	8,7
Osinko/tulos (%)	34,3 %	33,2 %	32,4 %
Osinkotuotto-%	1,1 %	1,9 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-10
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 11-14
Markkina ja kilpailukenttä	s. 15-19
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	s. 20-21
Ennusteet	s. 22-25
Sijoitusprofiili	s. 26-27
Arvonmääritys	s. 28-30
Taulukot	s. 31-34
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 35

Duell lyhyesti

Duell on moottoriurheilun jälkimarkkinoilla toimiva jakelija, jolla on vahva markkina-asema Pohjoismaissa ja kasvava markkina-asema muualla Euroopassa.

1983

Perustamisvuosi

76,8 MEUR (+ 29,2 %)

Liikevaihto 2021 (kasvu-%)

101,8 MEUR (+ 71,2 %)

Pro forma -liikevaihto 2021 (kasvu-%)

8,0 MEUR (10,5 % lv:sta)

Oikaistu EBITA 2021 (Oik. EBITA-%)

10,6 MEUR (10,4 % lv:sta)

Pro forma oik. EBITA 2021 (Pro forma oik. EBITA-%)

112

Henkilöstö (FTE) tilikauden 2021 lopussa

2012-2017

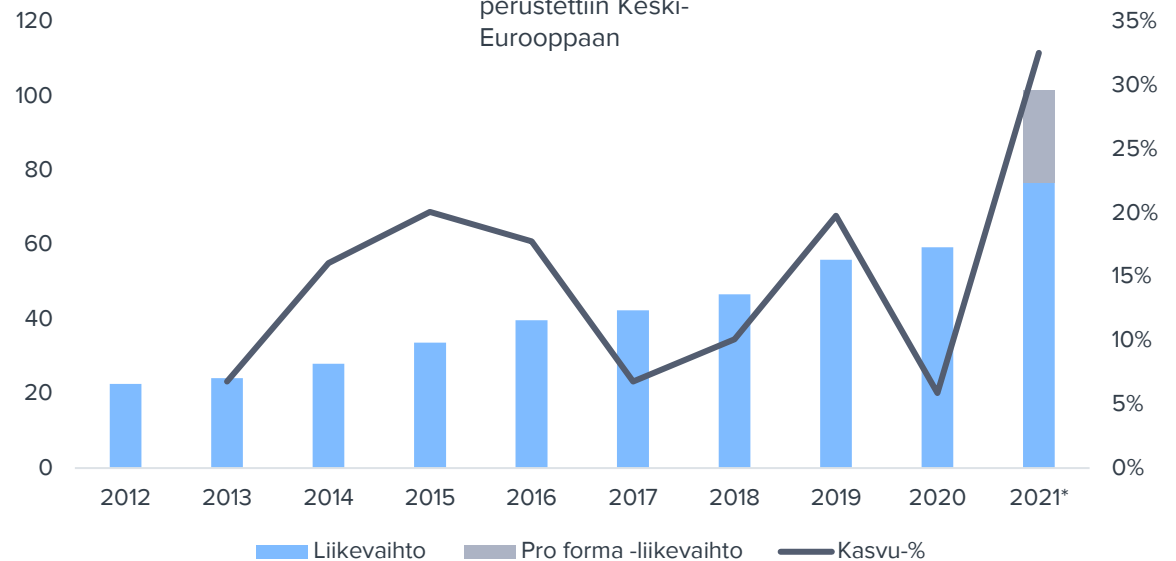
- Laajentuminen muihin pohjoismaihin alkoi vuosikymmenen alkupuolella
- Ensimmäiset kasvuaskeleet ja yritysosto Suomen ulkopuolella
- Nousu merkittäväksi jakelijaksi Ruotsin markkinoilla

2018-2019

- Pääomasijoittaja Sponsor osaomistajaksi
- Strategisia hankkeita Pohjoismaiden ulkopuolelle laajentumista varten
- Ensimmäisten omien vaatemerkkien hankinta ja hiihtoliiketoiminnan myynti
- Myyntiorganisaatio perustettiin Keski-Eurooppaan

2020-2021

- Nimenmuutos Duelliksi
- Kaksi strategista yrityskauppaa, jotka vauhdittavat kasvua Keski-Euroopassa
- Listautuminen First North -markkinapaikalle



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Moottoriurheilun jälkimarkkinoiden jakelija

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

Duellin tavanomaisesta kalenterivuositaisesta rytmistä poikkeavan ja elokuussa 2021 päättyneen tilikauden raportoitu liikevaihto oli noin 77 MEUR. Yhtiö toteutti tilikauden 2021 lopulla kokoluokassaan suuren yrityskaupan, minkä huomioiva tilikauden 2021 pro forma -liikevaihto oli noin 102 MEUR. Vastaavat oikaistut liikevoitot ilman liikearvon poistoja (EBITA) olivat 8 MEUR (raportoitu oik. EBITA-% 10,5 %) ja 10,6 MEUR (pro forma oik. EBITA-% 10,4 %).

Laaja brändiportfolio ja jälleenmyyjäverkosto

Duellin tarjonta muodostuu yli 290 brändin tuotevalikoimasta, mikä kattaa noin 150 tuhatta varastonimikettä. Yhtiö jakaa ulkopuolisen brändivalikoiman parhaisiin brändeihin, huippubrändeihin ja siirtymäbrändeihin, minkä lisäksi sen valikoimaan kuuluu 19 omaa tuotemerkkiä.

Parhaat brändit (55 kpl) ovat yhtiön mukaan markkinoiden johtavia brändejä omissa tuoteryhmissään, joista osaan Duell on saanut yksinoikeuden. Vastaavasti huippu- ja

siirtymäbrändit (yhteensä 207 kpl) keskittyvät yhtiön mukaan enemmän itse tuotteeseen ja vähemmän brändin arvoon. Tilikaudella 2021 ulkopuolisten brändien osuus Duellin liikevaihdosta oli 79 % ja 49 % liikevaihdosta tuli sellaisista tuotemerkeistä, joiden jakeluun yhtiöllä on alueellinen yksinoikeus.

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 lähes 7 500 jälleenmyyjästä Pohjoismaissa, Ranskassa, Alankomaissa, Isossa-Britanniassa ja Saksassa.

Pohjoismaat ja kivijalka tuovat suuremman osan myynnistä

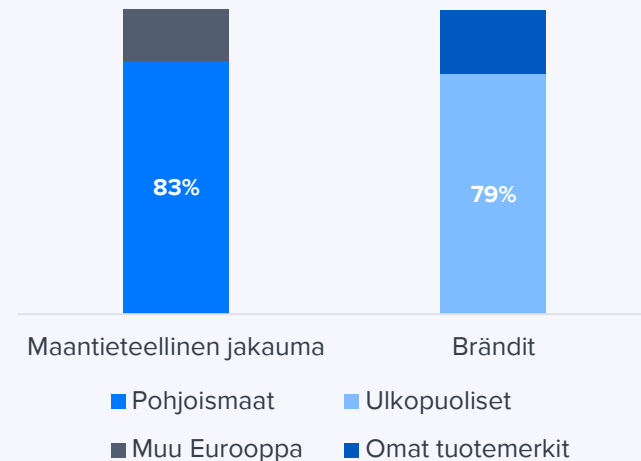
Duellin kehitysvaihetta ja kasvustrategian nykyistä vaihetta heijastellen tilikauden 2021 raportoidusta liikevaihdosta lähes 83 % muodostui myynnistä Pohjoismaissa, kun taas muun Euroopan osuus oli vajaa 17 %. Lähes 3/4 jälleenmyyjistä koostuu kivijalkamyymälöistä, kuten vähittäiskaupan toimijoista, erikoisliikkeistä ja korjaamoista. Vastaavasti verkkokaupan toimijat vastasivat 26 % myynnistä tilikaudella 2021.

Tilikaudella 2021 liikevaihdosta 63 % muodostui teknisistä osista ja varaosista kuten moottoreista ja niiden osista, renkaista, jarruista ja ketjuista. Vastaavasti 37 % liikevaihdosta muodostui henkilökohtaisista ajovarusteista ja suojavarusteista kuten vaatteista, kypäristä, hanskoista ja kengistä.



- Moottoriurheilun jälkimarkkinoilla toimiva jakelija
- Johtava toimija Pohjoismaissa ja kasvava asema Euroopassa
- Brändiportfolio sisältää yli 290 brändiä
- Yli 7 500 jälleenmyyjäasiakasta
- Noin 150 tuhatta varastonimikettä

Myynnin jakauma (2021)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Tarjontaa jokaiseen vuodenaikaan

Duell jakaa tuotevalikoimansa kuuteen tuoteryhmään, jotka ovat onroad-moottoripyörät, offroad-moottoripyörät, ATV-maastoajoneuvot, moottorikelkkatuotteet, polkupyörätuotteet ja veneilytuotteet. Näitä ryhmiä mukailen yhtiöllä on tarjontaa jokaiseen vuodenaikaan. Historiallisesti yhtiön myynnissä on kuitenkin ollut jossain määrin kausiluonteisuutta. Olennainen tekijä kausiluonteisuuden voimakkuuden kannalta on kuitenkin arviomme mukaan sääolosuhteet, sillä esimerkiksi vähäluminen talvi on historiallisesti heikentänyt talvikaudelle osuvien neljänneksen myyntiä. Vastaavasti heikko kesä voi vaikuttaa ajettuihin kilometreihin ja siten eri tuotteiden kysyntään. Viimeisen kolmen vuoden lukujen pohjalta kausiluonteisuus ei kuitenkaan ole erityisen suurta, mutta arviomme mukaan sen voimakkuus tulee jatkossa riippumaan tuoteryhmien kasvusta ja osin myös liikevaihdon tulevasta maantieteellisestä jakaumasta. Mikäli yhtiön kasvustrategia onnistuu, tulee sen liikevaihto painottumaan voimakkaammin kesäkausien tuotteisiin, mikä arviomme mukaan voimistaisi kausiluonteisuutta.

Asiakassopimuksissa vähän kiinteitä elementtejä

Duellin liikevaihdossa ei ole vahvoja sopimusperusteisia jatkuvia elementtejä, sillä sen liikevaihto on riippuvainen jälleenmyyjien tilauksista, jotka vaihtelevat niiden ennakoiman kysynnän ja varastotasojen mukaan. Yhtiö voi kuitenkin sopia asiakkaidensa puitesopimuksia, joissa on sovittu vähimmäisostoista, minkä lisäksi

niissä on usein kannustimia tiettyihin volyymimääriin ylätämiseksi. Jatkuvuutta liikevaihtoon tuo myös tietyt alueelliset yksinoikeudet sekä pitkä historia useiden brändien ja jälleenmyyjien yhteistyökumppanina.

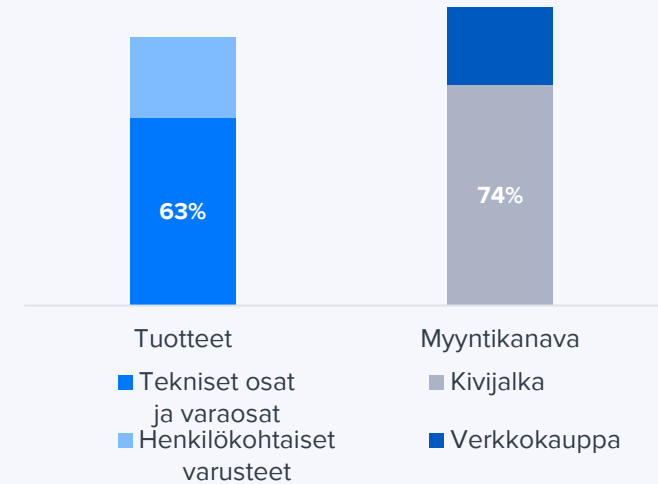
Tilikaudella 2021 Duellin suurin asiakas toi 9 % liikevaihdosta, kun taas 2-10 suurinta asiakasta toivat 11 % liikevaihdosta. Vastaavasti 11-100 suurinta asiakasta toivat 28 % liikevaihdosta. Siten asiakasrakenne on mielestämme suhteellisen hyvin hajautunut. Osaltaan liikevaihdon riskitasoon vaikuttaa myös sen defensiivisyys, sillä moottoriturheilun jälkimarkkinat eivät ole erityisen riippuvaisia talouskehityksestä.

Duellin liikevaihdossa ei ole vahvoja sitovia tuovia elementtejä, mutta vuoden sisäisesti yhtiöllä on näkyvyyttä ja perusluonteeltaan kysyntä on ennustettavaa. Tämän taustalla on se, että jälleenmyyjät tekevät tulevia talvi- ja kesäkausia silmällä pitäen ennakkotilauksia. Näiden ansiosta yhtiöllä onkin arviomme mukaan olla kohtuullinen näkyvyys myyntiin kahden ja osin jopa kolmen kvartaalin päähän.

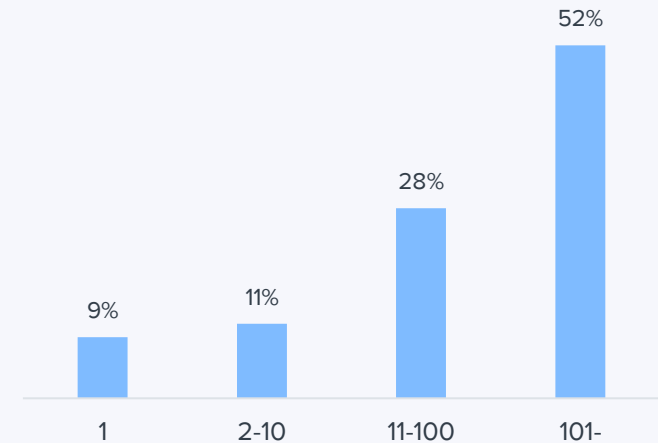
Arvoketjuasema on tyydyttävä

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).

Myynnin jakauma (2021)



Suurimpien asiakkaiden osuus liikevaihdosta (2021)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

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 asiakkaisiin, kun taas jälleenmyyjien suuntaan arvo syntyy erityisesti tuotetarjoaman laajuuden ja sen kilpailukykyisen eli nopean ja ennakoitavissa olevan saatavuuden kautta.

Tätä taustaa vasten Duellin arvoketjuasema on brändiyhtiöiden ja jälleenmyyjien välisessä lohossa mielestämme kokonaisuudessaan tyydyttävä, sillä tukkurin rooli niin brändin omistajien kuin jälleenmyyjienkin liiketoiminnassa on keskeinen. Arvoketjuasemaansa Duellin on mahdollista vahvistaa kasvattamalla sekä brändiyhtiöiden että jälleenmyyjien lukumäärää, mikä tekee siitä entistä houkuttelevamman kumppanin arvoketjun molempiin suuntiin. Näin ollen yhtiön on mahdollista vahvistaa myös kilpailukykyään kasvun kautta.

Jakelutoimintojen kilpailukykyyn kannalta keskiössä on logistiikkaosaaminen ja etenkin varastot, jotka Duell on pyrkinyt sijoittamaan niin, että yhtiö pystyy palvelemaan jälleenmyyjiiä ydinmarkkinoilla parhaalla mahdollisella tavalla. Yhtiön suurin varasto on Suomessa, josta hoidetaan lukuisten tuoteryhmien toimitukset Suomeen, Ruotsiin, Baltiaan ja Venäjälle. Vastaavasti Ruotsin Tranåsın varastosta yhtiö toimittaa pääasiassa henkilökohtaisten varusteiden toimitukset Pohjoismaihin (pl. Suomi), Isoon-Britanniaan ja muualle Eurooppaan. Tuoreimpien

yrittyskauppojen ansiosta yhtiöllä on varastot myös Alankomaissa ja Ranskassa. Nämä varastot ovat tärkeässä asemassa Keski-Euroopan markkinoiden toimituksien kannalta, mutta yhtiön mukaan kaikki sen varastot palvelevat kaikkia asiakkaita niiden sijainnista riippumatta. Varastointipaikkaan vaikuttaakin varastojen kapasiteetti ja asiakkaiden sijainti, minkä perusteella varastoja pyritään optimoimaan.

Logistiikan tehokkuuden kannalta keskiössä on varastojen sijainnin lisäksi IT-infrastruktuuri ja sovellukset. Näkemyksemme mukaan logistiikan tehokkuudesta osoitus on se, että yhtiön mukaan noin 95 % sen tuotteista voidaan toimittaa vuorokauden sisällä. Toimitusnopeuteen vaikuttaa kuitenkin myös varastossa pidettävien tuotteiden määrä ja siten lyhyt toimitusaika on osittain myös strateginen valinta, mikä heijastuu yhtiön kilpailukykyyn.

Maltillisesta kustannusrakenteen skaalautuvuudesta huolimatta marginaalin parannuspotentiaalia liiketoimintaan tuo yhtiön varustepuolen omat tuotemerkit, joissa myyntikate on käsityksemme mukaan tyypillisesti korkeampi. Siten omien tuotemerkkien lanseeraaminen uusille maantieteellisille alueille ja niiden lukumäärän kasvu vahvistavat tuloskasvun edellytyksiä.

Liiketoimintamallissa pääomaa sitoutuu varastoihin

Duellin liiketoimintamalli ei edellytä merkittäviä investointeja, minkä taustalla on jakeluliiketoiminnan luonne ja se, että yhtiö on vuokralla käyttämässään varastotiloissa.



Duellin arvoketjuasema

Brändit



- Brändien ydinliiketoimintaa on teknisten osien ja varaosien sekä henkilökohtaisten varusteiden suunnittelu ja valmistus

Duell



- Strateginen kumppani, joka tarjoaa brändiyhtiölle tehokkaan pääsyn kooltaan pienempiin asiakkuuksiin ja/tai uusille markkina-alueille

Jälleenmyyjät



- Jälleenmyyjät toimivat loppukäyttäjän ja tukkurin välissä
- Kooltaan usein pienempiä ja paikallisesti toimivia yhtiöitä

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Yhtiön liiketoiminnan edellyttämät investoinnit kohdistuvatkin suurelta osin IT-hankkeisiin. Mallillista investointitarvetta heijastellen liiketoiminnan investoinnit ilman tuotemerkkiostoja ovat olleet noin 0,3-0,5 MEUR tilikausilla 2019-2021.

Rahavirran kerryttämistä liiketoimintamallissa kuitenkin hidastaa huomattava käyttöpääoman sitoutuminen, minkä taustalla on etenkin liiketoiminnan kokoluokkaan suhteutettuna merkittävän kokoiset varastot. Suhteellisesti suuren kokoiset varastot ovat Duellin kaltaiselle tukkurille tavanomaisia, mutta ne ovat arviomme mukaan osin myös tehtyjen strategisten päätösten seurausta. Tämän taustalla on se, että suuret varastot mahdollistavat lyhyet toimitusajat, mikä taas on näkemyksemme mukaan yhtiön pitkän tähtäimen kilpailukyvyyn kannalta kriittistä. Lyhyen tarkastelujakson aikana myyntisaatavien ja ostovelkojen rooli käyttöpääoman kehityksen kannalta ei ole ollut keskimäärin erityisen suuri, vaikkakin vuoden sisäisesti niissä voi esiintyä suurtakin heiluntaa.

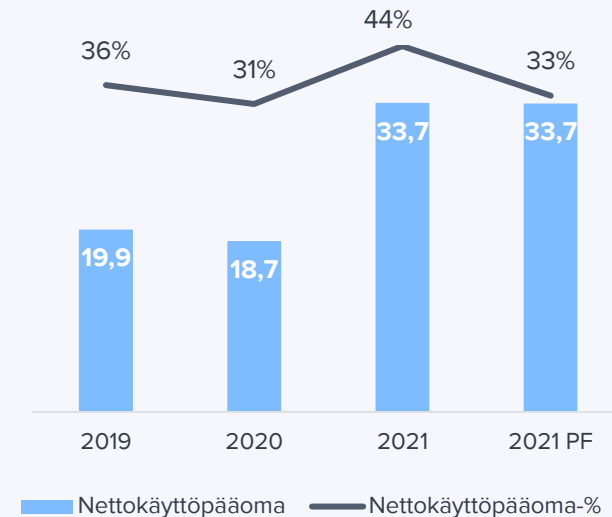
Tilikausilla 2019-2021 Duellin käyttöpääoma suhteessa sen raportoituun liikevaihtoon on ollut noin 31-44 %. Tilikauden 2021 lopun taseasema heijastelee Tecno Globe -yritysoston (toteutettu 08/21) jälkeen yhdisteltyä tasetta ja näin ollen tilikauden 2021 osalta relevantimpi vertailukohta on tilikauden 2021 pro forma -liikevaihtoon suhteutettu käyttöpääoma, joka oli 33 %. Tätä taustaa vasten arvioimme, että tilikausien 2019-2020 sekä tilikauden 2021 pro forma -luvut

antavat relevantin mittatikun liiketoimintamallin edellyttämästä käyttöpääoman tasosta.

Rahavirta jää tulosta pienemmäksi

Matalia investointitarpeita, mutta huomattavaa käyttöpääoman sitoutumista peilaten Duellin operatiivinen vapaa rahavirta on ollut tilikausien 2019-2021 osalta selvästi operatiivista tulosta matalampi. Tätä suhdetta kuvaava kassakonversio (%) on vaihdellut voimakkaasti lyhyen tarkastelujakson aikana, sillä tilikauden 2021 raportoitu kassakonversio oli vain 26,9 %, kun taas tilikaudella 2020 kassakonversio kipusi lähes 103 %:iin. Tilikauden 2021 lukuun liittyy edellä esitelty haaste, sillä Duell ei ole julkaissut tietoja tilikauden 2021 pro forma -laskelman mukaisesta operatiivisesta vapaasta rahavirrasta. Tästä syystä tilikauden 2021 luku ei näkemyksemme mukaan anna oikeaa kuvaa kassakonversiosta. Arviomme mukaan liiketoiminnan operatiivinen vapaa rahavirta jää kuitenkin operatiivista tulosta pienemmäksi myös yli ajan tarkasteltaessa. Tämä korostuu arviomme mukaan erityisesti ripeän kasvun aikana, jolloin varastotasojen kasvattaminen on käytännössä välttämätöntä.

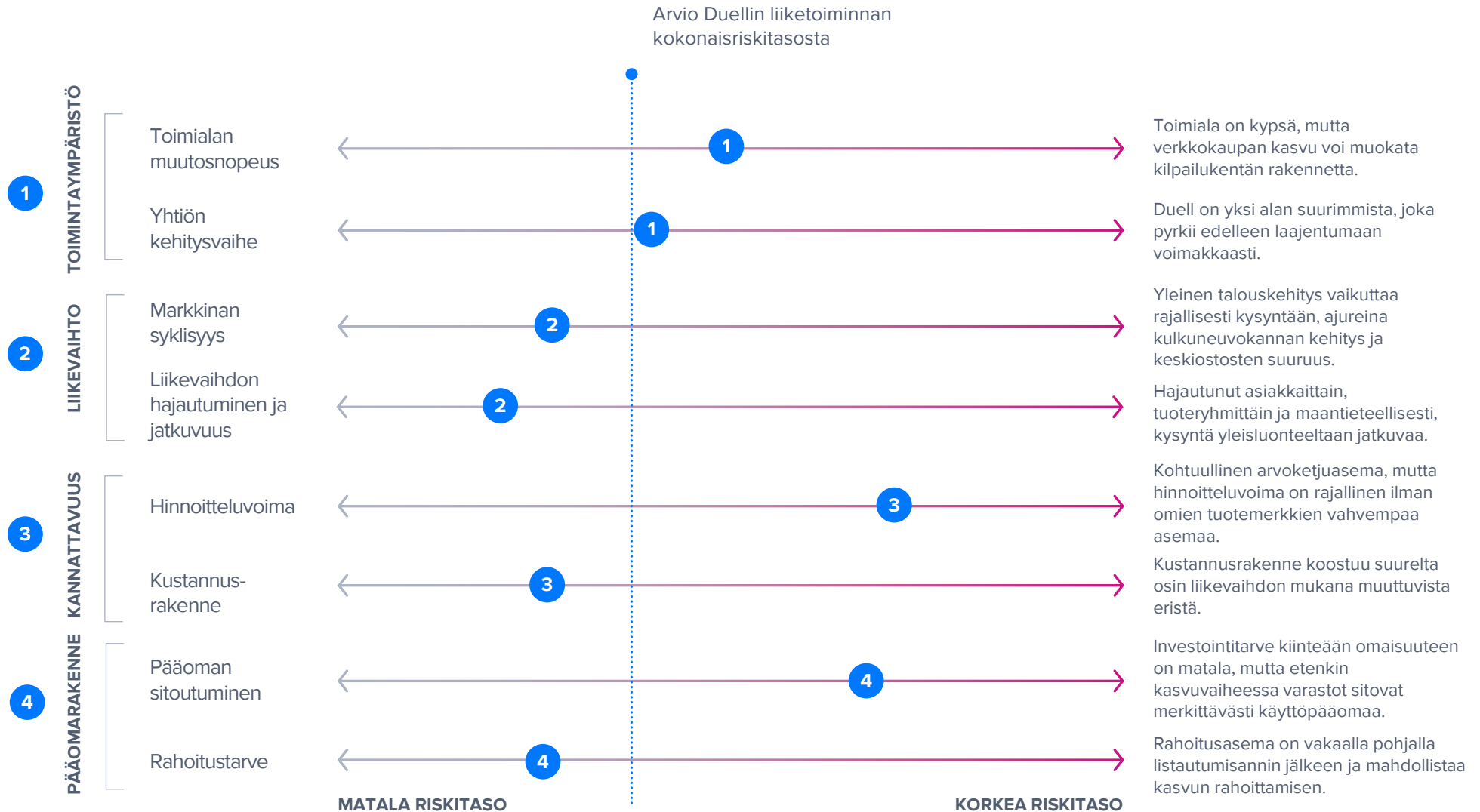
Pääoman sitoutuminen



Rahavirran kehitys



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Strategia tähtää kasvuun

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

Uusille maantieteellisille markkinoille laajentuminen organisesti ja yritys- sekä liiketoimintakaupoilla: Duell on jakanut kunkin markkinan sen oman markkina-aseman ja kasvutavoitteen perusteella neljään kategoriaan. Kussakin kategoriassa yhtiön kasvustrategia on jossain määrin erilainen.

Kumppani verkkomyynnin kehittämisessä: Kuluttaja-asiakkaiden siirtyminen käyttämään verkkokauppaa heijastuu Duellin jälleenmyyntiasiakkaisiin, jonka seurauksena verkkokaupat tarjoavat Duellille uusia kasvumahdollisuuksia. Tämä asettaa vaatimuksia sekä IT-infralle että logistiikalle, joiden on mahdollistettava ripeä ja tehokas ostoprosessi ja logistiikka.

Brändivalikoiman kehittäminen: Duell keskittyy jatkossakin lisäämään brändejä sen tuotevalikoimassa. Tiettyjä brändejä yhtiö voi myös mahdollisesti muuntaa omiksi tuotemerkeiksi ja/tai hankkia omia tuotemerkkejä.

Markkinakohtainen laajentumissuunnitelma

Kypsillä markkinoilla, kuten Suomessa, Ruotsissa ja Baltiassa Duell pyrkii kasvamaan kasvattamalla

osuuttaan olemassa olevien asiakkaiden ostosten kokonaismäärästä. Tähän pyritään asiakassuhteita edistämällä, optimoimalla tilausten toimituksia sekä tarjoamalla laajaa valikoimaa brändejä ja tuotteita. Näillä markkinoilla Duell saattaa myös harkita laajentumista uusiin tuotesegmentteihin (esim. vesiurheilu-, ruohonleikkuri-, puutarha- ja metsätuotteisiin).

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

Varhaisen vaiheen markkinoilla kuten Saksassa, Isossa-Britanniassa, Tanskassa ja Espanjassa kasvua tavoitellaan pääasiassa organisesti uusia asiakkaita hankkimalla. Näillä markkinoilla voi kuitenkin olla vahvoja paikallisia toimijoita, minkä takia markkina-asemaa voidaan pyrkiä vahvistamaan yritys- ja liiketoimintakaupoilla.

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



Strategiset tavoitteet

- Tulla jälleenmyyjien ja brändien omistajien parhaaksi kumppaniksi koko Euroopassa
- Vahvistaa johtavaa markkinaosuutta Pohjoismaissa

Strategiset painopistealueet

- Uusille maantieteellisille markkinoille laajentuminen organisesti ja epäorganisesti
- Kumppani verkkomyynnin kehittämisessä
- Brändivalikoiman kehittäminen

Kohdemarkkinat kategorioittain

Kypsät markkinat



Kehittyvät markkinat



Varhaisen vaiheen markkinat



Uudet markkinat *



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Kilpailukyky rakentuu brändi- ja jälleenmyyjäportfolioista

Näkemyksemme mukaan Duellin pitkän tähtäimen kilpailukyvyn ratkaisee sekä brändiportfolioon laajuus ja laatu että jälleenmyyntiverkoston laatu ja koko. Tämän taustalla on se, että brändiportfolioon 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. Vastaavasti kun jälleenmyyjien määrä kasvaa on yhtiö houkuttelevampi kumppani brändien omistajille. Lisäksi olennaisessa asemassa kilpailukyvyn kannalta on myös tehokas operointi (ts. logistiikka), joka nojaa pitkälti IT-infrastruktuuriin. Näitä kilpailukyvyn määrittäviä elementtejä mukaillen pidämme strategisia painopistealueita oikeina ja kasvustrategiaa tukevin.

Arviomme mukaan yhtiön kohdemarkkinoilla ei ole tunnistettavissa olevia vahvoja ja kestäviä kilpailuedun lähteitä. Yhtiön houkuttelevuutta jälleenmyyjien suuntaan vahvistaa sen kautta saavutettavissa olevat brändit, kun taas brändiyhtiöiden suuntaan jälleenmyyntikanavan kattavuus on sen suhteellista asemaa vahvistava tekijä. Tästä asetelmasta johtuen pidämme näiden elementtien päälle rakentuvaa kasvustrategiaa yhtiön kilpailukykyä ja suhteellista asemaa vahvistavana kokonaisuutena.

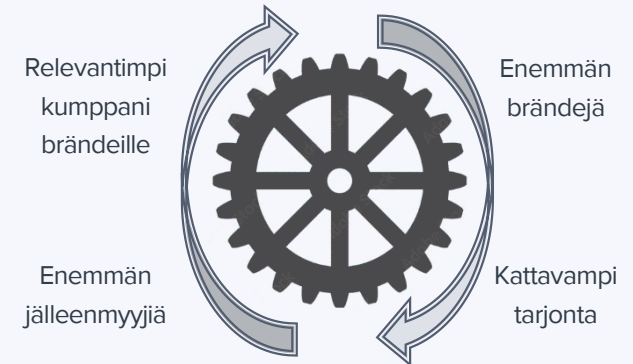
Epäorgaaninen kasvu tärkeä osa työkalupakissa

Duell tähtää kasvun vauhdittamiseen jatkossakin yritysjärjestelyillä, joita se on tehnyt muutamia historiassaan. Merkittävänä järjestelynä voidaan pitää tuoreinta (08/2021) Tecno Globe -ostoa, sillä yhtiön viimeisimmän tilikauden liikevaihto oli 25 MEUR.

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

Duell on kertonut tehneensä yritysostoja historiassa keskimäärin 6x EV/EBITA-kertoimella ja arvioi uskovansa voivansa pitää tästä hinnoittelusta kiinni myös jatkossakin, vaikkakin yhtiö voi omien sanojensa mukaan harkita suuremmissa kaupoissa korkeampiakin kertoimia. Arviomme mukaan Duellin oma hinnoittelukerros listattuna yhtiönä on yli ajan selvästi korkeampi ja siten yritysostot mahdollistavat myös arvonluonnin ostettavan kohteen arvostuksen nousun kautta (nk. kerroinarbitraasi). Strategisista ja taloudellisista lähtökohdista tarkasteltuna, pidämme yhtiön yritysostostrategiaa oikeanlaisena, potentiaalisesti yhtiön kilpailukykyä vahvistavana ja arvoa luovana.

Kilpailukyvyn rakennuspalikat



Epäorgaanisen kasvun taustatekijät

- Strateginen logiikka linkittyy kasvatavoitteisiin
- Teollinen logiikka perustuu kevyempään ja alusta lähtien kassavirtapositiiviseen laajentumiseen sekä valmiisiin jakelukanaviin
- Taloudelliset mittarit linkittyvät kauppahintaan ja Duellin arvostusta matalampiin hinnoittelukertoihin

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Laadulliset kriteerit eivät ole kiveen hakattuja

Käsityksemme mukaan Duellin yritysostokohteilta edellyttämät laadulliset kriteerit (esim. koko, kannattavuus jne.) eivät ole kiveen hakattuja, sillä yhtiö tarkastelee yritysostoja erityisesti strategisista lähtökohdista. Tällöin yritysostokohteita valikoidessa Duell arviomme mukaan keskittyä arvioimaan ostokohteen markkina-asemaa ja -tilannetta, brändiportfoliota, 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 ajankohtaisuus vaikuttaa järjestelmäpuolen integraation syvyyteen. Strategista merkitystä mukaillen Duell ei ensisijaisesti tavoittele yritysostoissa kustannuspuolen synergioita, vaan potentiaalisimmat synergiat linkittyvät hankintojen avaamiin kasvumahdollisuuksiin.

Taloudelliset tavoitteet

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

Kasvu: Liikevaihto 200-300 MEUR välillä vuoden 2025 loppuun mennessä, mikä saavutetaan

selvästi yli 10 %:n vuotuisen orgaanisen kasvun sekä yrityskauppojen yhdistelmällä.

Kannattavuus: Oikaistu EBITA-% vähintään 13 %.

Velkaantumisaste: Nettovelan ja oikaistun käyttökäteen (EBITDA) suhde 2x-3x. Velkaantumisaste voi väliaikaisesti ylittää tavoitevälin (esimerkiksi yrityskauppojen yhteydessä).

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

Kasvutavoite on realistinen

Liikevaihdon kasvutavoitteelle voidaan hakea vertailukohtaa sekä historiallisesta kasvuvauhdista että markkinan arvioidusta kasvunopeudesta. Yhtiön historiallinen (2012-2021) raportoitu vuotuinen kasvuvauhti on ollut lähes 15 % vuositasolla (CAGR-% 14,5 %). Tämän yhtiö on arviomme mukaan saavuttanut valtaosin orgaanisen kasvun avulla, vaikkakin yhtiö on toteuttanut yritysostoja. Näistä Ruotsissa vuosina 2013-2014 tehdyt kaksi yritysostoa olivat arviomme mukaan suhteellisen pieniä, eikä keskimääräinen kasvuvauhti huomioi tilikauden 2021 suuremman kokoluokan Tecno Globe -yrityskauppaa.

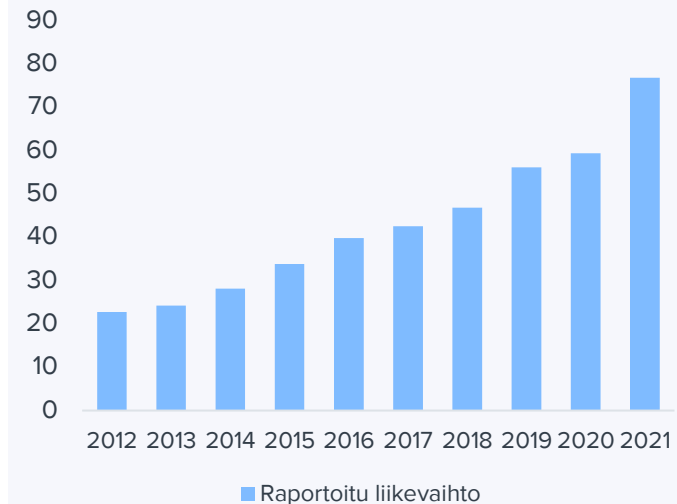
Duellin tulisi kasvaa seuraavan neljän vuoden aikana historiallista vuotuista kasvuvauhtia nopeammin, jotta se saavuttaisi kasvutavoitteensa alarajan, mikä edellyttää 18 % vuotuista kasvua (CAGR-%). Vastaavasti tavoitteen yläraja edellyttää 31 %:n vuotuista kasvua.



Taloudelliset tavoitteet ja osingonjakopolitiikka

- Liikevaihto 200-300 MEUR vuoden 2025 loppuun mennessä
- Oikaistu EBITA-% vähintään 13 %
- Nettovelan ja oikaistun käyttökäteen suhde 2x-3x
- Vuosittain kasvava osinko, joka on vuositasolla vähintään 30 % raportoidusta tilikauden tuloksesta

Historiallinen kasvu



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Suhteessa arvioituu markkinakasvuun on tavoite vaativa, mutta toisaalta historiassaan Duell on osoittanut pystyvänsä selvästi markkinaa ripeämpään kasvuun. Näkemyksemme mukaan yhtiö on jatkossakin varsin kilpailukykyinen suhteessa pirstaleisen toimialan muihin ja etenkin kooltaan pienempiin jakelijoihin, minkä taustalla on sen laaja brändiportfolio ja toisaalta laaja jälleenmyyjistä koostuva verkosto.

Keskkipitkän aikavälin kasvutavoitteen suhteellisen lavea haarukka arviomme mukaan heijastelee opportunistista suhtautumista yrityskauppoihin, mutta tavanomaista epävarmuutta niiden toteutumiseen. Vuoden 2025 liikevaihtotason lopputulemaan vaikuttaakin arviomme mukaan olennaisesti yrityskauppojen lukumäärä ja/tai kokoluokka, sillä puhtaasti orgaanisen kasvun avulla pidämme tavoitteen saavuttamista haastavana.

Kannattavuus kohoaa skaalan ja omien tuotteiden myynnin kasvun mukana

Edellisen kolmen tilikauden aikana Duellin oikaistu EBITA-% on noussut 8,3 %:sta tilikauden 2021 10,5 %:iin. Arviomme mukaan kannattavuuden nousua on ajanut sekä suuremman skaalan tuomat maltilliset mittakaavahyödyt että korkeampikatteisten omien tuotteiden myynnin suhteellisen osuuden nousu. Arviomme mukaan edellä mainitut tekijät toimivat yhtiön papereissa kannattavuuden nousun ajureina myös jatkossakin. Pidämme kannattavuustavoitteen saavuttamista realistisena, mutta osin riippuvaisena toteutuneesta kasvusta ja sen ajureista.

Arviomme mukaan uusille markkinoille laajentuessa kustannusrakenne kasvaa jossain määrin etupainotteisesti suhteessa liikevaihtoon ja näin ollen voimakkaan maantieteellisen laajentumisen aikana kannattavuustavoitteen saavuttaminen on hankalampaa kuin nykyisillä maantieteellisillä markkinoilla kasvaessa.

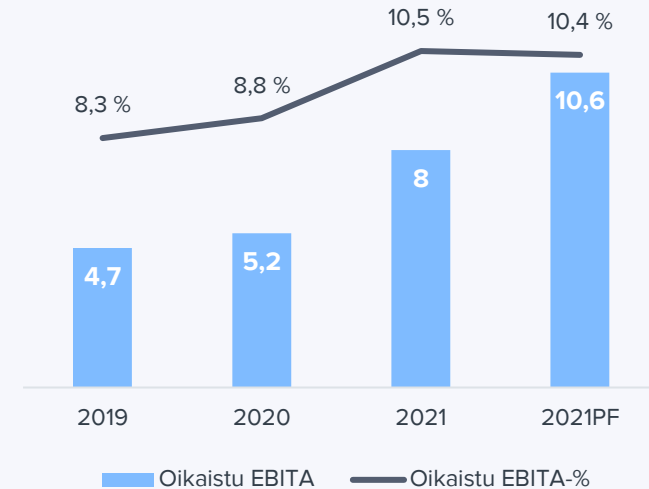
Osinkopolitiikka on kasvuyhtiöprofiilin mukainen

Osingonjakopolitiikan maltillinen osingonjakosuhte mielemme heijastelee yhtiön kasvuhakuisuutta ja kasvuyhtiöprofiilia. Vaikka osingonjakopolitiikka asettaa jakosuhteelle vain lattiataason tullaan pääoman allokoinnissa arviomme mukaan painottamaan kasvua osin osingon kustannuksella. Nykyisessä kehitysvaiheessa pidämme maltillista voitonjakoa myönteisenä, olettaen, että Duell onnistuu allokoimaan pääomat sekä laadullisilta että taloudellisilta kriteereiltään houkutteleviin yritysostoihin.

Velkaantuneisuus laski tuntuvasti onnistuneen listautumisannin myötä

Listautumisannissa kerättyjen varojen ja oletettavasti toteutetun vaihtovelkakirjalainan maksun jälkeen Duellin nettovelkaantumisaste on laskelmiamme mukaan noin 68 %. Pidämme tätä ja tavoitteiden mukaista tasoa asianmukaisena yhtiön liiketoiminnalle. Listautumisannin jälkeisellä pääomarakenteella yhtiö myös selvällä täyttää tuntuvalla marginaalilla rahoituskovenantit, jotka ovat nettovelkaantumisaste < 135 % ja velkaantumisaste alle 3,5x.

Tulos- ja kannattavuuskehitys



Markkina ja kilpailukenttä 1/4

Kohdemarkkinoiden määrittely

Duell toimii Euroopan moottoriurheilun jälkimarkkinoilla onroad- ja offroad-moottoripyörien, ATV-maastoajoneuvojen, moottorikelkkojen ja veneilyn markkinasegmenteillä, minkä lisäksi Tecno Globe -yrityksoston kautta se laajensi polkupyörien markkinasegmenttiin pääasiassa Ranskassa. Tätä taustaa vasten näiden markkinasegmenttien kokoluokat yhtiön maantieteellisen peiton sisällä muodostavat Duellin kohdemarkkinat tällä hetkellä. Huomioitavaa on kuitenkin, että Duellin kohdemarkkinat kasvavat samalla, kun yhtiö avaa uusia maantieteellisiä markkinoita tai laajentaa uusiin markkinasegmentteihin. Siten yhtiön kohdemarkkina on keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä muuttuva suure jo pelkästään yhtiön kasvustrategian etenemisen ansiosta.

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

Kohdemarkkinat ovat valtavat suhteessa Duellin kokoluokkaan

Markkinatutkimuksessa onroad-moottoripyörien markkinakoon Pohjoismaissa on arvioitu olleen vuonna 2019 noin 230 MEUR, kun taas muun Euroopan markkinan koon on arvioitu olleen noin

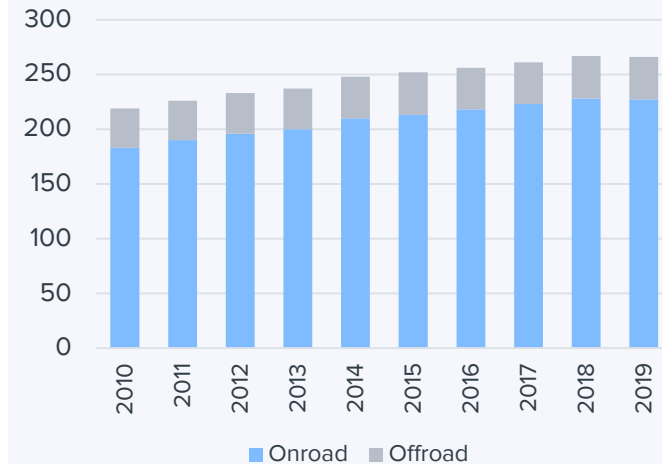
5 miljardia euroa. Siten koko onroad-moottoripyörämarkkinan kooksi on arvioitu noin 5,2 miljardia euroa. Vastaavasti offroad-moottoripyörien markkinan kooksi arvioitiin 40 MEUR Pohjoismaissa ja noin 830 MEUR muissa Euroopan maissa. Näin ollen kohdemarkkinoiden kokoluokaksi kokonaisuudessaan on arvioitu vajaa 6,1 miljardia euroa vuonna 2019.

Edellä esitellyn onroad- ja offroad moottoripyörien lisäksi kohdemarkkinoiden kokoluokkaa kasvattaa muiden markkinasegmenttien koko. Siten on täysin selvää, että kohdemarkkinat ovat Duellin kokoluokkaan suhteutettuna valtavat, eikä kohdemarkkinoiden koko mielestämme missään realistisessa skenaariossa rajoita yhtiön kasvupotentiaalia nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

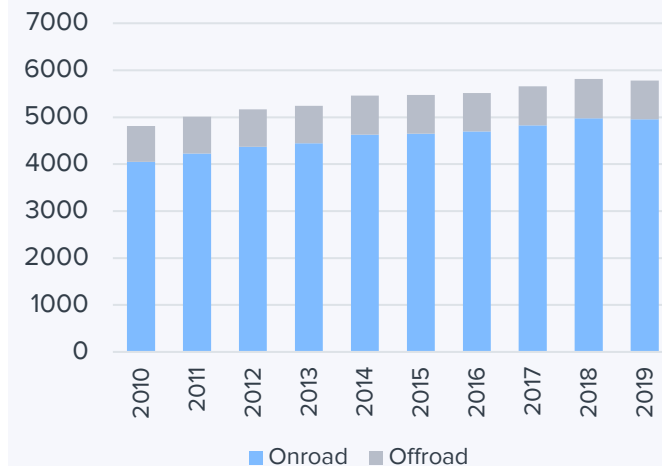
Markkinan kasvu on ollut verkkaista

Historiallisesti onroad-moottoripyörien markkinan on arvioitu kasvaneen vuosina 2010-2019 keskimäärin noin 2,2 % vuositaitia kun taas offroad-moottoripyörien markkinasegmentin on arvioitu kasvaneen keskimäärin 0,9 % vuosittain. Markkinatutkimuksen mukaan Pohjoismaiden ja muun Euroopan kasvuvauhdissa ei ole ollut merkittävää eroa. Näin ollen koko kohdemarkkinan vuotuinen kasvuvauhti on ollut keskimäärin noin 2 % vuodessa. Siten vuotuinen kasvuvauhti on arviomme mukaan ollut karkeasti linjassa BKT:n kasvuvauhdin kanssa. Kasvua ovat ajaneet sekä moottoripyöräkannan kasvu että keskimääräisen ostoksen nousu.

Pohjoismaiden kohdemarkkinoiden kehitys (MEUR)



Muun Euroopan kohdemarkkinoiden kehitys (MEUR)



Markkina ja kilpailukenttä 2/4

Markkinan ennustettu kasvu

Kolmannen osapuolen tekemässä markkinatutkimuksessa kohdemarkkinoiden ennustetaan jatkavan vuosina 2021-2025 historiallista noin 2 % keskimääräistä vuotuista kasvuvauhtia. Ennustetun kasvun ajurina toimivat tutut kasvuajurit eli kulkuneuvo- ja kuljettajakannan kasvu ja käytetyn rahamäärän nousu.

Arviomme mukaan markkinan pidemmän tähtäimen kasvu linkittyy edellä esiteltyihin kasvun ajureihin ja kasvu on suhteellisen defensiivistä. Tiettyä linkkiä kysynnän ja talouskehityksen välillä kuitenkin arviomme mukaan on, minkä taustalla on kuluttajien käytössä olevien varojen muutos. Kysynnän defensiivistä luonnetta kuitenkin puoltaa korvauskysynnän merkittävä rooli.

Markkinan kasvun ajurit ja markkinatrendit

Verkkokaupan suhteellisen osuuden kasvu on myös moottoriturheilun jälkimarkkinoille heijastuva trendi. Duellin teettämän markkina-arvion mukaan verkkokaupan odotetaan kasvavan vuoden 2019 noin miljardin euron tasosta 2,1 miljardiin euroon vuonna 2025.

Verkkokaupan suhteellisen osuuden kasvua tukee se, että markkinat sopivat hyvin verkko-ostoksiin, sillä kysyntä on usein korvauskysyntää. Lisäksi Duell uskoo, että moottoripyörien kuljettajat ovat erittäin intohimoisia käyttäjiä, minkä johdosta ne tuntevat tarpeensa paremmin tiettyihin muihin verkkokanavien kautta myytäviin tuoteryhmiin verrattuna. Kolmas verkkokaupan suhteellisen

osuuden kasvuun vaikuttanut tekijä on koronapandemia ja sen aiheuttamat kivijalkamyymälöiden väliaikaiset sulkemiset. Tästä seurannut ostotottumusten muutos on todennäköisesti ainakin osin muuttanut kuluttajien käyttäytymistä pysyvästi.

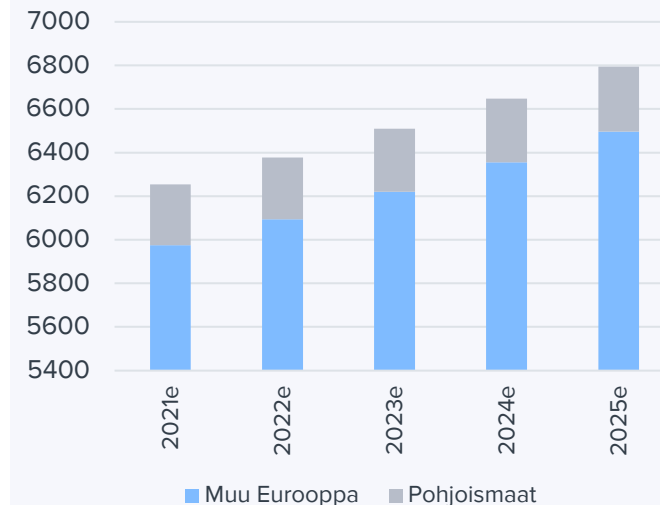
Arviomme mukaan verkkokaupan suhteellisen osuuden kasvu voi tarjota kilpailukykyisille, ketterille ja joustaville toimijoille yleistä markkinakasvua ripeämmän kasvupohjan tulevaisuudessa. Lisäksi arviomme, että verkkokaupan kasvun myötä tukkureiden strategisen kumppanuuden merkitys voi myös kasvaa, mikä kasvattaisi tukkurin vaihtamisen kustannusta.

Potentiaalinen kohdemarkkinoita tulevaisuudessa muokkaava trendi on myös moottoriajoneuvojen sähköistyminen. Toistaiseksi sähkömoottoripyörien osuus uusista rekisteröinneistä on matala (< 3 % Ranskassa, Saksassa, Italiassa, Espanjassa ja UK:ssa vuosina 2019-2020). Moottoriturheiluajoneuvojen maltillisempien päästöjen vuoksi niihin kohdistuvan regulaation voi arviomme mukaan odottaa kehittyvän muita liikennemuotoja, kuten autoja hitaammin. Lisäksi on huomioitava, että tehonlähteen muutos vaikuttaa todennäköisesti ainoastaan teknisiin osiin, kun taas varustekysyntään sillä ei mielestämme voi odottaa olevan olennaista vaikutusta. Arviomme mukaan tehonlähteen muutos myös vaikuttaisi valtaosin tuotejakaumaan, mutta ei niinkään teknisten osien tarpeeseen.

Markkinan kasvun ajurit ja trendit

- Kulkuneuvo- ja kuljettajakannan kasvu rekisteröidyn moottoripyöräkannan kasvaessa
- Keskimääräisen kulutuksen nousu
- Verkkokaupan suhteellisen osuuden nousu tarjoaa kilpailukykyisille ja joustaville toimijoille potentiaalin markkinakasvua ripeämpään kasvuun
- Sähköistymisen arvioidaan etenevän muita liikennemuotoja hitaammin. Tehonlähteen muutos todennäköisesti muuttaa teknisten osien tuotejakaumaa, mutta ei poista niiden tarvetta

Markkinaennusteet (MEUR)



Markkina ja kilpailukenttä 3/4

Siten sen välitön vaikutus kohdemarkkinan kokoon jäänee rajalliseksi. Lisäksi on hyvä huomioda, että Duellin ansaintamallista johtuen se ei itse kannalta lainsäädännöllisten muutosten aiheuttamia teknologiariskejä. Nämä tulevat läpi brändiyhtiöiden kilpailukykyjen mahdollisten muutosten kautta. Siten rakenteellinen muutos ei ole mielestämme merkittävä uhka Duellin kannalta, mutta kohdemarkkinoiden mahdollisten trendien aiheuttaman muutoksen mukana pysyminen on sen tulevaisuuden kasvuvauhdin kannalta keskeistä.

Kilpailukenttä jakaantuu kolmeen jakelijakategoriaan

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

Suuret alueelliset jakelijat ovat toimijoita, jotka keskittyvät valikoituihin markkinoihin, jossa ne ovat saavuttaneet merkittävän markkina-aseman. Tästä johtuen niiden kasvumahdollisuudet voivat kuitenkin olla rajalliset ja niiden kasvu vaatii jatkossa maantieteellistä laajentumista. Duellin arvioi, että näiden yhtiöiden koosta ja

markkinadynamiikasta riippuen brändit saattavat olla taipuvaisia ohittamaan tällaiset yhtiöt ja suosia kansainvälisiä yhtiöitä.

Pienet paikalliset jakelijat ovat toimijoita, joilla on jalansija yhdessä maassa tai sen alueella ja joiden markkinavoima ja tuotevalikoima ovat tavanomaisesti suppeampia.

Eräänlaisen neljännes osion kilpailukentästä muodostavat sellaiset brändit, jotka ohittavat jakelijat ja toimivat suoraan jälleenmyyjien kanssa. Tämä on käsityksemme mukaan tyypillistä suurempien brändien keskuudessa, sillä niillä on riittävät resurssit tehokkaaseen operointiin suurilla markkinoilla toimivien kooltaan isojen jälleenmyyjien kanssa. Vastaavasti nämä toimijat voivat tukeutua jakelijoihin pienemmällä maantieteellisillä markkinoilla.

Kohdemarkkinat ovat pirstaloituneet, mutta konsolidoitumassa

Duellin arvion mukaan sen kohdemarkkinoilla toimivan seitsemän suuren kansainvälisen jakelijan osuus Euroopan markkinoista vuonna 2019 oli noin 10-15 %. Siten valtaosan markkinasta kattavat selvästi pienemmät paikalliset kilpailijat.

Duell kuitenkin uskoo, että suurten jakelijoiden rooli kasvaa niiden 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 keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Kilpailukenttä

Suuret kansainväliset toimijat



Suuret paikalliset toimijat



Pienet paikalliset toimijat



Tarjonnan laajuus

Maantieteellinen peitto

Markkina ja kilpailukenttä 4/4

Arviomme mukaan suurten toimijoiden markkinaosuuden nousua tulee myös vauhdittamaan niiden toteuttamat epäorganisen kasvun strategiat. Käsitksemme mukaan Duellin lisäksi aktiivisia kilpailukentän konsolidoijia ovat pääomasijoittajien omistajat Bihr ja PDG.

Kärkijoukko muodostuu muutamasta suuresta pelurista

Olemme tarkastelleen Duellin kilpailijoiden lukuja saatavilla olevista luotettavista lähteistä. Kilpailijakentässä ei ole muita listautuneita toimijoita, minkä takia lukuihin liittyy lievää epävarmuutta, eivätkä kaikki kirjanpidolliset käytännöt ole todennäköisesti yhteneviä.

Kilpailijakentässä Duell erottuu Parts European, Bihrin ja PDG:n kanssa selvästi suurimpina toimijoina, kun tarkastellaan tilikauden 2020 raportoitua liikevaihtoa. Tällä mittarilla Parts Europe ja Bihr (lukuja saatavilla vain 2019 asti) ovat suurimmat toimijat ja selvästi PDG:tä ja Duellia suurempia, joiden takana on suurempi joukko merkittävästi pienempiä toimijoita. Vuoden 2021 pro forma -liikevaihdolla Duell kuitenkin puolittaa suurempien etumatkan, mutta käsityksemme mukaan myös osa kilpailijoista on tehnyt yrityskauppoja. Näin ollen liikevaihdot eivät ole täysin nykyisiä mittasuhteita kuvaavia ja niihin tulee suhtautua mielestämme suuntaa antavina.

Kannattavuuden mittaristo

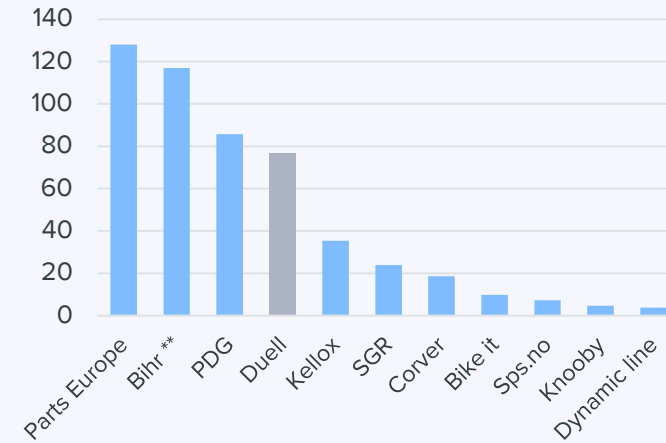
Kilpailijakentässä myyntikate-% vaihtelee vuoden 2020 luvuilla 18,5 %:n ja peräti 39 %:n välillä, kun taas keskimääräinen taso asettuu reiluun 31 %:iin. Duellin vuoden 2020 raportoitu myyntikate oli 24,5 % (2019-2021 pro forma k.a. 25 %), mikä on

keskimääräistä tasoa matalampi. Arviomme mukaan merkittävä selittävä tekijä tämän taustalla on eroavaisuus rahtikustannuksien kirjauskäytännöissä ja siinä huomioidaanko ne myyntikatteessa. Tätä tukee muun muassa se, että liikevoittotasolla keskimääräinen kannattavuus kilpailijajoukossa on ollut tarkasteluvuonna 6,2 %. Duellin liikevoitto-% vuonna 2020 oli 6,9 % ja sen keskimääräinen liikevoitto-% on ollut 8,1 % (2019-2021PF). Liikearvon poistoista johtuen pidämme vertailua liikevoittotasolla kuitenkin haastavana puutteellisten tietojen vuoksi.

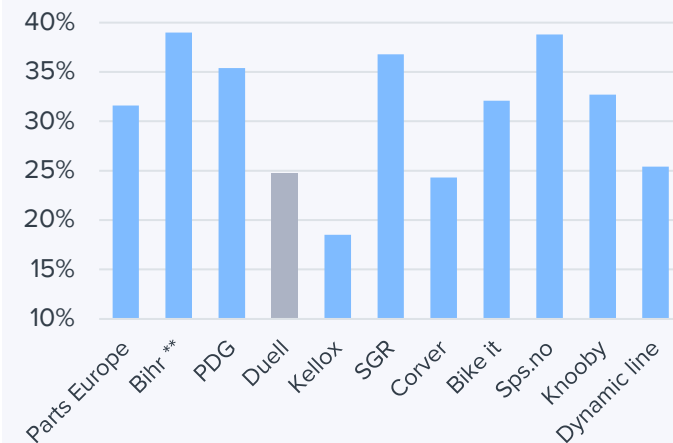
Yleisellä tasolla tukkurin liiketoimintamallissa noin 30 %:n myyntikatteita voidaan tavanomaisena tasona. Arviomme mukaan Duellin matalampi myyntikate-% heijastelee edellä esitellyn kulukäsittelyn lisäksi sen kasvuhakuisuutta ja aggressiivista hinnoittelua, mikä on kasvustrategian mukainen valinta. Lisäksi huomioitavaa on, että pientä eroavaisuutta aiheuttaa myynnin jakaumat, sillä sen osalta toimijat saattavat tehdä valintoja riippuen siitä pyritäänkö optimoimaan marginaalia vai panostamaan kasvuun ja markkinaosuusvoittoihin.

Myyntikatteeseen heijastuvat kasvupanostukset ovat rinnastettavissa kasvuihastointeihin. Lisäksi huomioitavaa on, että ilman edellä mainittuja eroavaisuuksia Duellin myyntikate olisi arviomme mukaan kutakuinkin linjassa toimialan muiden yhtiöiden kanssa. Mielestämme Duellille hyvä mittari on sijoitetun pääoman tuotto, mikä on ollut 15,1 % ja 19,3 % (vuosina 2019-2020). Tämä arviomme mukaan ylittää selvästi Duellin pääoman tuottovaatimuksen. Siten kasvupanostuksia voidaan pitää arvoa luovina.

Kilpailijoiden liikevaihto (2020)*



Kilpailijoiden myyntikate-% (2020)*



Lähde: Duell, Orbis ja Inderes

* Luvut raportoituja lukuja vuodelta 2020, eivätkä huomioi mahdollisia yrityskauppoja

** Vuoden 2019 luvut

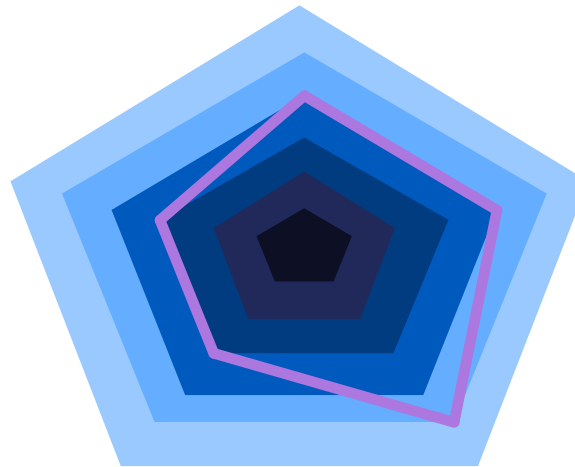
Markkina ja kilpailukenttä

Nykyinen kilpailutilanne (kohtuullinen*)

- Kilpailijoiden lukumäärä on runsas, mutta kokoluokka tekee suurimmista pelureista houkuttelevampia kumppaneita eri sidosryhmille
- Aktiivista konsolidaatiota toteuttaa käsityksemme mukaan kolme toimijaa
- Kilpailijakentän kannattavuustasot ovat kohtuullisella tasolla, mikä viittaa terveeseen kilpailutilanteeseen

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



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 differentikykyä, mikä lisää niiden neuvotteluvoimaa

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

Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä*)

- Kuluttaja ohjaa hinnoittelua, sillä niiden vaihdon kustannus on käytännössä olematon ja hinnoittelu on läpinäkyvää
- Hinnoittelu rakentuu suurelta osin alhaalta ylöspäin
- Suurien jälleenmyyntiasiakkaiden tukkurin vaihdon kustannukset melko korkeita strategisen kumppanuuden ansiosta
- Koko kasvattaa neuvotteluvoimaa ja hinnat voivat vaihdella jälleenmyyjittäin

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/2

Myyntikatteen kehitys vakaata

Duellin kustannusrakenteen suurin yksittäinen erä on tukkukaupan ansaintalogiikkaa heijastellen materiaalit ja palvelut. Nämä kustannukset ovat täysin muuttuvia, eivätkä ne siten skaalaudu. Liikevaihtoon suhteutettuna materiaalien ja palveluiden osuus on ollut noin 75 % ja näin ollen yhtiön myyntikate on ollut noin 25 % tasolla. Tätä voidaan mielestämme pitää tukkureiden yleisesti ottaen rajallinen hinnoitteluvoima huomioiden kohtuullisena tasona. Omien tuotteiden suhteellisen osuuden kasvun tulisi arviomme mukaan antaa edellytykset nostaa lyhyen tarkasteluhistorian aikana vakaasti kehittyntä myyntikatetta keskipitkällä aikavälillä.

Muissa kustannuksissa lievää skaalautumispotentiaalia

Yhtiön toiseksi ja kolmanneksi suurimmat kustannuserät ovat henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut, jotka ovat historiassa olleet absoluuttisesti suhteellisen samansuuruisia ennen viime aikoina tehtyjä kasvupanostuksia. Arviomme mukaan henkilöstökulut ovat pääosin kiinteitä. Arviomme mukaan yhtiön maantieteelliseen laajentumiseen linkittyvä kasvustrategia edellyttää myynti- ja osin myös muun organisaation kasvattamista, mitä yhtiö on myös tehnyt tilikaudella 2021. Tämä rajaa henkilöstökustannusten skaalautuvuutta etenkin kasvuvaiheessa, jossa kasvupanostukset edellyttävät tiettyä etupainotteisuutta.

Liiketoiminnan muut kustannukset koostuvat tavanomaisten myynti-, markkinointi ja hallintokulujen lisäksi varastointikustannuksista.

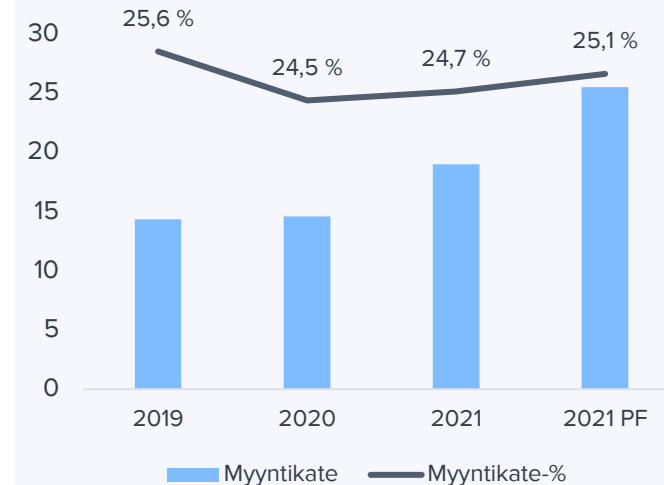
Arviomme mukaan nämä kustannukset ovat pääasiassa kiinteitä, vaikkakin sisältävät muuttuvia elementtejä esimerkiksi myynnin ja markkinoinnin osalta. Logistiikan ja hallinnollisten kustannuksien tulisi kuitenkin arviomme mukaan omata lievää skaalautuvuutta ja siten niiden suhteellisen osuuden tulisi laskea ajan yli, vaikkakin keskipitkällä aikavälillä niiden suhteellinen kehitys linkittyy olennaisesti maantieteellisen laajentumisen tehokkuuteen ja toimitusaikojen optimointiin.

Kustannusrakenne on joustava

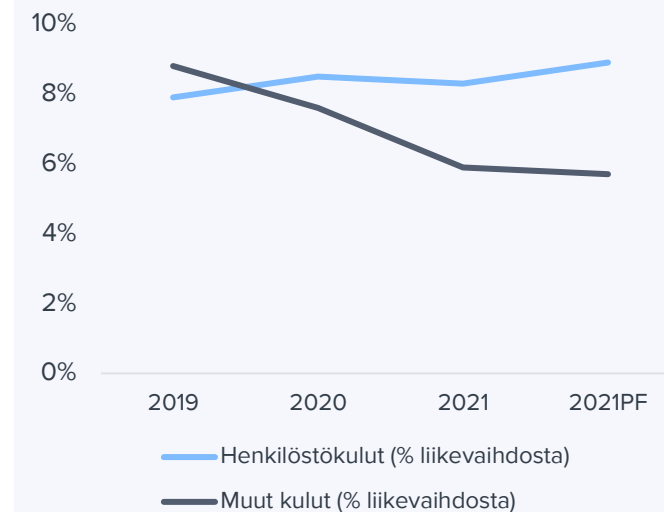
Duellin kustannusrakenne on näkemyksemme mukaan hyvin joustava, sillä suurin osa kustannuksista on muuttuvia materiaali- ja palvelukuluja. Arviomme mukaan yhtiön kustannuksista noin 80-85 % on muuttuvia, kun taas lyhyellä aikavälillä kiinteiden kustannuksien osuus on 15-20 %. Kiinteiden kustannusten matalaa osuutta selittää se, ettei yhtiöllä ole tukkutoimintaan keskittyneenä toimijana omaa valmistavaa tuotantoa ja siihen liittyviä kiinteäluontoisia kulueriä.

Joustavan kustannusrakenteen johdosta kustannusrakenteen skaalautumispotentiaali on maltillinen ja keskeisin liikevaihdon kasvua kannattavuuteen vivuttava elementti on myyntiorganisaation henkilöstökulut ja logistiikan tehostuminen. Kokonaisuudessaan yhtiön kustannusrakenteen kevyt luonne on kuitenkin suotuisa, sillä se mahdollistaa arviomme mukaan vähintäänkin kohtuullisen marginaalitason saavuttamisen laskevankin liikevaihtotason ympäristössä.

Myyntikatteen kehitys



Henkilöstö ja muut kulut



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Taseen pitkäaikaiset varat valtaosin liikearvoa

Tarkastelemme Duellin tasetta tilikauden 2021 lopun luvuilla, joihin on yhdistelty Tecno Globen luvut. Näin ollen tase hyvän kuvan yhtiön nykymuotoisesta taserakenteesta.

Tilikauden 2021 lopussa Duellin taseen loppusumma oli 69,1 MEUR. Liiketoimintamallia peilaten taseen pitkäaikaiset varat koostuvat valtaosin aineettomasta omaisuudesta, jotka olivat tarkastelupisteessä 14,9 MEUR. Aineettomat varat koostuvat valtaosin 13,5 MEUR:n liikearvosta, joka on syntynyt yrityskaupoista ja jota yhtiö poistaa vuosittain FAS-kirjanpidon mukaisesti. Tämä eikassavirtavaikutteinen erä kasvattaa tuloslaskelman poistoja.

Lyhytaikaiset varat heijastelevat tukkurin liiketoimintamallia

Taseen lyhytaikaisista varoista valtaosa muodostui 37,3 MEUR:n vaihto-omaisuudesta, joka on huomattava sekä suhteessa taseen kokoluokkaan (54 % taseesta) että toiminnan kokoluokkaan (36,7 % 2021 pro forma -liikevaihdosta).

Näkemyksemme mukaan nopeat toimitusajat mahdollistavat merkittävät varastot ovat yhtiön kilpailukyvyn kannalta kriittinen elementti, mikä puoltaa niiden suurta kokoluokkaa. Historiallisen kiertoajan perusteella (2019-2021PF: keskimäärin 129 päivää) arvioimme, ettei huomattaviin varastotasoihin liity erityisen suuria riskejä, mutta heikon talvi-/kesäkauden seurauksena voi yhtiö joutua tarkastelemaan varastojen arvoa ja/tai myymään tuotteita alennetuin hinnoin.

Toinen lyhytaikaisten varojen merkittävä erä on

myyntisaamiset, jotka olivat tilikauden 2021 lopussa 11,7 MEUR. Vastaavasti rahavaroja yhtiöllä oli 2,8 MEUR. Pidämme taseen varoja kokonaisuutena kurantteina, eikä niihin liity mielestämme merkittäviä alaskirjausriskejä.

Taseessa velkavipua ennen listautumista

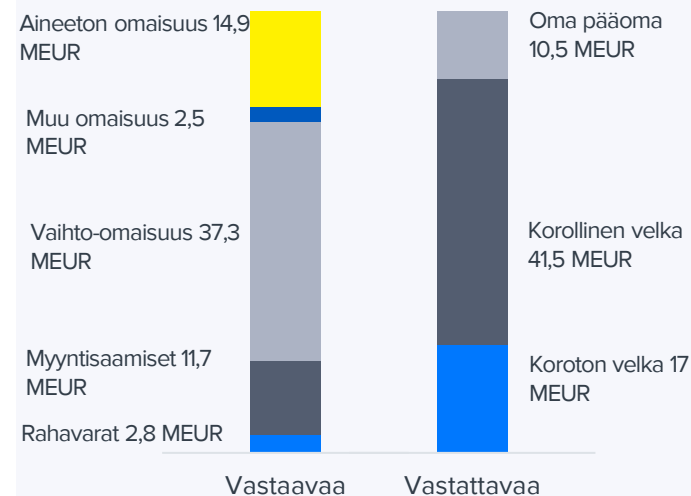
Tilikauden 2021 lopussa Duellin omavaraisuusaste oli 15,2 % ja sen nettovelkaantumisaste oli laskelmiemme mukaan noin 368 %. Vastaavasti nettovelan ja oikaistun käyttökateen suhde oli korkea 4,5x.

Yhtiön korollinen velka muodostui 32,8 MEUR:n pitkäaikaisista lainoista, 5,1 MEUR:n vaihtovelkakirjalainoista ja 3,6 MEUR:n lyhytaikaista lainoista. Näin ollen yhtiöllä oli korollista nettovelkaa 38,7 MEUR. Muita merkittäviä velkoja taseessa olivat 9,7 MEUR:n suuruiset ostovelat.

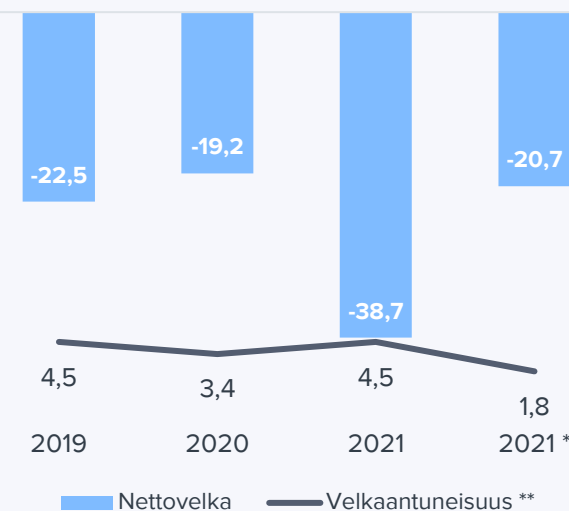
Listautumisanti muokkasi tase- ja rahoitusasemaa

20 MEUR:n annista Duell kertoi saaneensa noin 18 MEUR:n nettovarar listautumiskustannuksien jälkeen. Annista saatavilla varoilla yhtiö arvioi maksavansa vvk-lainat ja niiden korot (5,6 MEUR). Tämän jälkeen yhtiön nettovelka on laskelmiemme mukaan vajaa 21 MEUR ja 1,8x suhteessa tilikauden 2021 oikaistuun käyttökatteeseen. Vastaavasti yhtiön nettovelkaantumisaste laski vajaaseen 68 %:iin. Näin ollen yhtiö täyttää rahoittajien asettamat kovenantit selvästi ja nämä tasot ovat arviomme mukaan myös selvästi yhtiön mukavuusalueen sisällä.

Taserakenne 2021 (69 MEUR)



Rahoitusasema



Lähde: Duell ja Inderes

* Listautumisannin jälkeen perustuen Inderesin arvioihin

** Nettovelka/ed. 12kk oikaistu EBITDA

Ennusteet 1/3

Ennustemalli

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

Pidemmän aikavälin ennusteemme puolestaan pohjautuvat kasvun osalta kohdemarkkinoiden talouskasvuun ja kannattavuuden osalta historiallisiin ja arvioimiimme pitkän aikavälin kestäviin kannattavuustasoihin. Ennusteissamme ei oteta huomioon jo lyhyellä aikavälillä mielestämme hyvin todennäköisiä yrityskauppoja, sillä niiden yksityiskohtainen ennustaminen on mahdotonta.

Reipasta orgaanista ja epäorgaanista kasvua tilikaudella 2022

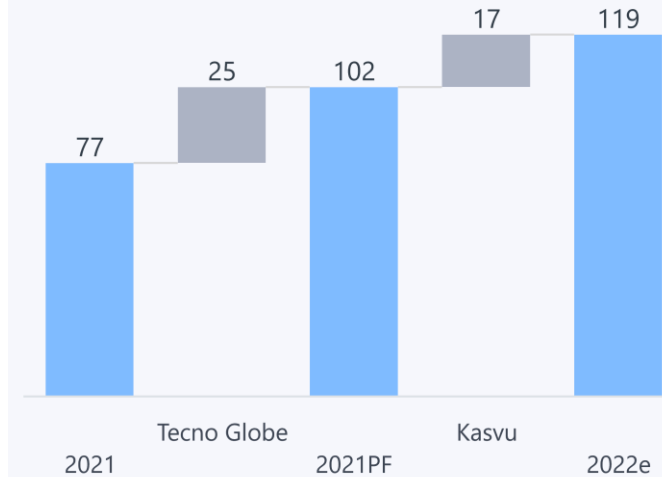
Lyhyen tähtäimen kehityksen osalta Duell on ohjeistanut vähintään 15 %:n liikevaihdon kasvua tilikaudelle 2022. Ohjeistus pohjautuu käsityksemme mukaan orgaaniseen kasvuun, jonka lisäksi raportoitua kasvua vauhdittaa etenkin Tecno Globe -yritysosto tilikauden 2021 viime metreillä sekä myös edellisen tilikauden loppuun ajoittunut pienempi IGM-yritysosto. Arviomme mukaan etenkin Duellin ennakkotilausten kehitys sekä myös hyvä jakelukanavan tuntemus antavat sille näkyvyyttä, jonka voimme suhtautua vuositason ohjeistukseen suhteellisen luottavaisesti.

Edellä esitettyä taustaa vasten ennustamme tilikauden 2022 liikevaihdoksi 119 MEUR ja sen kasvuksi 55 %. Kasvun pohjautuu ennustamaamme orgaaniseen liikevaihdon kasvuun, joka vastaa karkeasti 1/3 kasvusta sekä jo toteutettujen yritysostojen tuomaan epäorgaaniseen kasvuun. Ennusteissamme orgaanisen kasvun ajureina toimivat etenkin asiakasportfolion ja tuotetarjonnan laajentuminen uusilla markkinoilla sekä näiden seurauksena kohoava markkinaosuus.

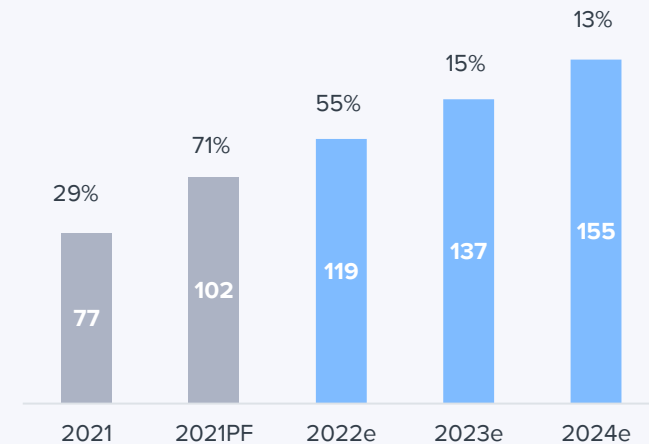
Käsityksemme mukaan Duell on tehnyt etupainotteisia kasvupanostuksia Euroopan myyntitiimiin ja näin ollen nykyisen organisaation tulisi mahdollistaa arvioimamme liikevaihdon kasvu. Yhtiö on kuitenkin kertonut jatkavansa rekrytointeja myös tilikaudella 2022, mikä on pidemmän tähtäimen kasvun kannalta keskeistä. Tätä taustaa vasten ennustammekin yhtiön kulurakenteen kasvun olevan hieman liikevaihdon kasvua maltillisempaa. Siten ennustamme tilikauden 2022 EBITA-kannattavuuden kohoavan 10,9 %:iin, mikä vastaa 13 MEUR:n liikearvon poistoista oikaistua liikevoittoa (EBITA, oik. listautumiskuluilla).

Olemme sisällyttäneet operatiivisiin ennusteisiimme arvioidun kertaluonteisen 2 MEUR:n kulun listautumishankkeesta, minkä olemme kuitenkin oikaisseet sen kertaluonteisuuden vuoksi. Operatiivisten rivien alapuolella nettorahoituskustannuksien ennustamme laskevan vvk-lainan takaisinmaksun seurauksena, kun taas veroasteen odotamme olevan aiempien vuosien tapaan Suomen

Liikevaihto 2022e



Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu-%



Ennusteet 2/3

yhteisöverokantaa korkeampi. Tämä heijastelee toimintamaiden korkeampia veroasteita. Tätä taustaa vasten tilikauden 2022 oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on 0,33 euroa osakkeelta. Kasvustrategiaa ja osingonjakopolitiikkaa mukaillen odotamme yhtiön maksavan tilikauden raportoidusta tuloksesta noin kolmanneksen osinkoina, mikä vastaa ennusteillamme 0,07 euron osakekohtaista osinkoa.

Arviomme mukaan tilikauden 2022 voimakas kasvu sitoo historialliseen tapaan käyttöpääomaa, mitä mukaillen odotamme kassavirran jäävän selvästi operatiivista tulosta matalammaksi. Tilikauden lopun rahoitusaseman odotamme olevan erittäin hyvä, minkä taustalla on etenkin listautumisannista saadut varat ja se ettemme ennusta yritysostoja.

Kvartaalitasolla olemme käyttäneet ennusteissamme pohjana historiallista kausiluonteisuutta. Huomioitavaa on kuitenkin, että kausiluonteisuus voi arviomme mukaan jokseenkin elää etenkin Tecno Globe -oston myötä. Siten mielestämme tukeutuminen vuositason ennusteeseen on tässä vaiheessa relevantimpaa.

Näkemyksemme mukaan keskeisin lyhyen tähtäimen ennusteisiimme sisältyvä riski on kvartaalitason kausiluonteisuus, mistä on vähän historiatietoja. Arviomme mukaan yhtiöllä on ennakkomyynnin ja brändi- sekä jälleenmyyjäasiakkaiden kehityksen kautta jo tässä vaiheessa suhteellisen hyvä näkymä, minkä ansiosta vuositasolla luottamustasomme on korkeampi. Kannattavuuden osalta epävarmuutta

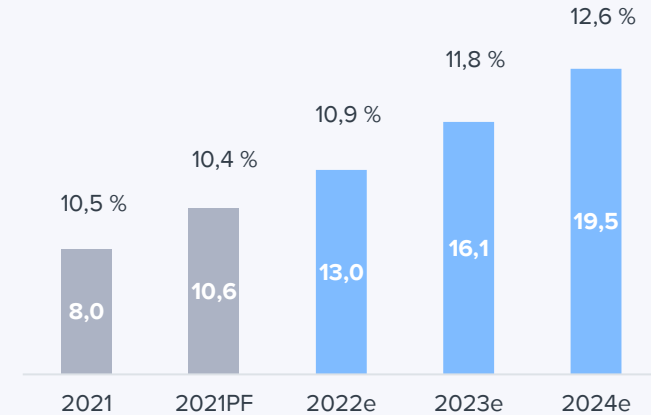
aiheuttaa Euroopan kasvun etupainotteisten kustannusten ajoittuminen ja siten niiden vaikutus lyhyen tähtäimen kannattavuuskehitykseen.

Kasvu jatkuu tilikausilla 2023-2024

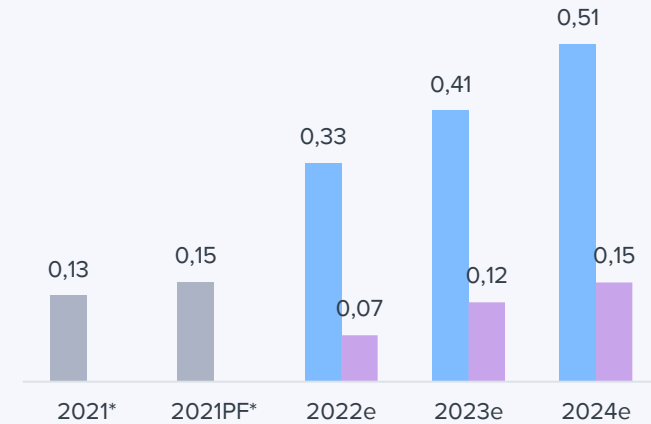
Odotamme Duellin orgaanisen kasvun jatkuvan voimakkaana keskipitkän aikavälin tavoitteiden mukaisesti tilikausilla 2023-2024. Ennusteissamme odotamme tilikauden 2023 liikevaihdon kasvavan 15 % 137 MEUR:oon ja edelleen 13 % 155 MEUR:oon tilikaudella 2024. Kasvusta suurempi osuus tulee arviomme mukaan Duellin määritelmän mukaisista kehittyvistä markkinoista, kun taas kypsempien maiden suhteellisen kasvun arviomme asteittain hidastuvan hyvälle tasolle yltävää markkinaosuutta heijastellen. Kehittyvillä markkinoilla kasvua ajaa sekä tuotetarjonnan laajentuminen, että arviomamme uusien asiakkaiden avaaminen.

Arviomme mukaan liikevaihdon kasvattaminen ja etenkin muun Euroopan kasvua painottavan strategien toteuttaminen tulee edellyttämään myös jatkossa jokseenkin etupainotteisia kasvupanostuksia, mitkä heijastuvat kustannusrakenteeseen etenkin henkilöstökustannusten kasvuna. Tästä huolimatta kannattavuus kohoaa tulevina tilikausina lievästi muun kustannusrakenteen kasvaessa liikevaihdon kasvua hitaammin ja korkeamman myyntikatteen omaavien omien tuotteiden suhteellisen osuuden nousu. Tätä mukaillen tilikauden 2023 EBITA:n odotamme kohoavan 16,1 MEUR:oon (EBITA-% 11,8 %) ja edelleen 19,5 MEUR:oon tilikaudella 2024 (EBITA-% 12,6 %).

EBITA ja EBITA-%



Oikaistu osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Duell ja Inderes

* Laskettu listautumisen jälkeisellä osakemäärällä

Ennusteet 3/3

Rahoituskustannuksien ja Suomen yhteisöverokantaa korkeamman veroasteen suhteellisen vakaina. Tätä mukaillen tilikausien 2023-2024 oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennusteemme ovat 0,41 ja 0,51 euroa osakkeelta. Kasvavaa osinkoa ja matalan jakosuhteen lattiaa viitoittavaa osingonjakopolitiikkaa mukailevat tilikausien 2023-2024 osinkojen ennusteemme ovat 0,12 ja 0,15 eurossa osakkeelta.

Edelleen jatkuvaa kasvustrategiaa ja sen edellyttämää käyttöpääomaa mukaillen myös tilikausien 2023-2024 ennusteissamme Duellin rahavirta jää operatiivisesta tuloksesta jälkeen, mutta maltillisesta orgaanisesta investointitarpeesta johtuen se vahvistaa rahoitusasemaa ja tasetta edelleen tuntuvasti. Näin ollen yhtiön rahoitusasema vahvistuu erittäin hyvälle tasolle tilikausien 2023-2024 aikana.

Pitkän aikavälin ennusteet

Odotamme Duellin jatkavan kasvustrategiansa johdonmukaista toteuttamista tuloksetkaasti myös tilikauden 2024 jälkeen. Vuodelle 2025 asetettuihin taloudellisiin tavoitteisiin emme odota yhtiön yltävän liikevaihdon osalta, sillä ennusteidemme mukaan yksinään orgaanisen kasvun tuoma tasonnosto liikevaihtoon ei riitä vetämään liikevaihtoa tavoitehaarukan mukaiselle tasolle (2025e liikevaihto 173 MEUR).

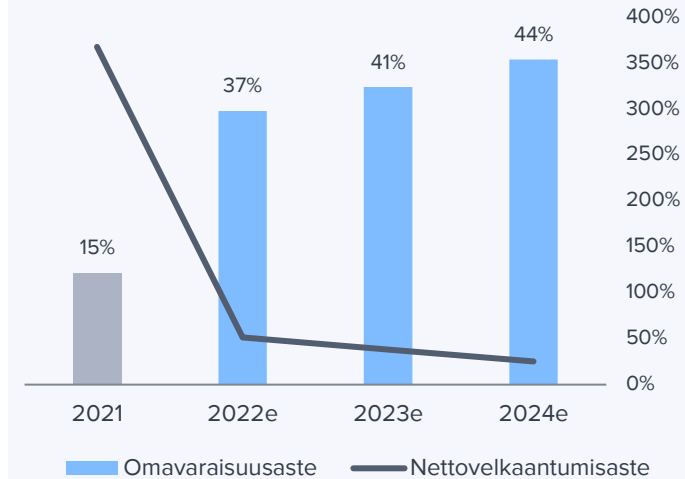
Pidemmän aikavälin ennusteissamme odotamme Duellin jatkavan kasvuaan asiakkaiden kasvattamista arvoketjun molemmissa suunnissa. Varsin laajan brändiportfolion vuoksi nykyisellä

tuoterymäarakenteella kasvu painottuu pitkässä juoksussa väistämättä enemmänkin uusien maantieteellisten markkinoiden avauksiin, ellei yhtiö laajenna uusiin tuoteryhmiin. Arviomme mukaan uusiin tuoteryhmiin laajentuminen tapahtuisi ensisijaisesti yritysosto(i)lla, kuten myös todennäköisesti uusille maantieteellisille markkinoille laajentuminen. Ennusteemme eivät sisällä epäorgaanista kasvua, koska sen ennustaminen on käytännössä mahdotonta. Siten toteutunut kasvu tulee etenkin pitkässä juoksussa suurella todennäköisyydellä eroamaan nykyisten ennusteiden mukaisesta kasvu-urasta.

Duellin kannattavuuden odotamme pitkällä aikavälillä liikkuvan 12,5-13,5 %:n maastossa. Tämän taustalla on lähivuosien vauhdista hidastuva kasvu ja sitä myöten maltillistuva kustannusrakenteen nousu, mutta pitkässä juoksussa odotamme kannattavuuden skaalautumispotentiaalin olevan matala.

Epäorgaanisen kasvun strategian myötä pitkän tähtäimen ennusteiden merkitys osakkeen arvonmuodotukseen on mielestämme rajallinen ja niiden päärooli onkin toimia tukena laatimassamme DCF-mallissa.

Taseen avainlukujen kehitys



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	56,1	59,4	76,8	24,7	27,5	37,8	28,9	119	137	155	173
Konserni	56,1	59,4	76,8	24,7	27,5	37,8	28,9	119	137	155	173
Käyttökate	5,0	5,3	8,3	-1,0	2,7	7,7	2,3	11,7	16,7	20,1	23,4
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-1,1	-1,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9
Oikaistu EBITA	4,7	5,2	8,0	0,9	2,5	7,6	2,1	13,0	16,1	19,5	22,8
Liikevoitto	3,9	4,1	7,3	-1,5	2,2	7,2	1,8	9,7	14,8	18,2	21,5
Konserni	3,9	4,1	7,3	0,5	2,2	7,2	1,8	11,7	14,8	18,2	21,5
Nettorahoituskulut	-1,6	-1,9	-2,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,0	-1,9	-1,8	-1,6
Tulos ennen veroja	2,3	2,2	4,6	-2,0	1,7	6,7	1,3	7,7	12,9	16,4	19,9
Verot	-0,6	-0,7	-1,2	0,0	-0,4	-1,8	-0,3	-2,5	-3,7	-4,6	-5,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,8	1,5	3,3	-2,0	1,3	5,0	0,9	5,2	9,2	11,8	14,4
EPS (oikaistu)			0,16	0,01	0,06	0,21	0,05	0,33	0,41	0,51	0,62
EPS (raportoitu)			0,13	-0,08	0,05	0,20	0,04	0,20	0,36	0,46	0,57
Tunnusluvut	2019	2020	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%		6,0 %	29,1 %	57,3 %	59,1 %	52,7 %	52,5 %	55,0 %	15,0 %	13,0 %	12,0 %
Oikaistun EBITAn kasvu-%		12,6 %	53,6 %					61,9 %	23,5 %	21,0 %	17,2 %
Käyttökate-%	8,9 %	8,9 %	10,8 %	-4,0 %	9,8 %	20,4 %	7,8 %	9,8 %	12,2 %	13,0 %	13,5 %
Oikaistu EBITA-%	8,3 %	8,8 %	10,5 %	3,4 %	9,1 %	20,0 %	7,2 %	10,9 %	11,8 %	12,6 %	13,2 %
Nettotulos-%	3,2 %	2,6 %	4,3 %	-8,0 %	4,6 %	13,2 %	3,2 %	4,4 %	6,7 %	7,6 %	8,3 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Duell on kasvuyhtiö

Näkemyksemme mukaan Duell on sijoitusprofiililtaan kasvuyhtiö. Näkemystämme tukee historialliset näytöt kasvusta ja kannattavuudesta sekä näitä tekijöitä painottava strategia. Liiketoimintamalli sitoo tuntuvasti käyttöpääomaa, mutta listautumisannin jälkeen yhtiön rahoitusasema mahdollistaa kasvun vauhdittamisen yritysostoilla sekä myös osinkojen jakamisen. Ottaen huomioon yhtiön strategian ja epäorgaanisen kasvun arvonluontiedellytykset sekä näitä mukailevan voitonjakopolitiikan, on osingon rooli mielestämme pääasiassa tuotto-odotusta tukeva. Vastaavasti tuotto-odotuksen kannalta merkittävin komponentti on liikevaihdon kasvun mahdollistama tuloskasvu.

Toimialan ja Duellin liiketoimintamallin luonnetta mukaillen on kasvuun panostaminen yhtiön pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta mielestämme keskiössä. Siten pidämmekin kasvuun panostamista myös sijoittajan kannalta oikeana valintana.

Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

Näkemyksemme mukaan Duellin keskeisimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat:

Laaja brändiportfolio ja jälleenmyyjäverkosto:

Tukkukaupan logiikkaa mukaillen Duellin pitkän aikavälin kilpailukyvyyn kannalta yksi keskeisimmistä tekijöistä on sen brändiportfolion laatu. Arviomme mukaan yhtiöllä on laadukas ja monipuolinen brändiportfolio, mikä tekee siitä houkuttelevan kumppanin jälleenmyyjille ja tuo sille tiettyä kilpailuetua pienempiin toimijoihin

nähdessä. Vastaavasti laaja ja kasvava jälleenmyyjäverkosto tekee Duellista houkuttelevan kumppanin brändiyhtiöille sen jakeluvoiman ansiosta. Brändiportfolion ja jälleenmyyjäverkoston kasvuun perustuva kasvustrategia arviomme mukaan vahvistaa yhtiön suhteellista markkina-asemaa kasvun lisäksi.

Orgaaninen kasvu: Brändiportfolion vahvuuden ja jälleenmyyjäverkoston laajuuden ansiosta Duellilla on arviomme mukaan edellytykset selvästi markkinaa ripeämpään orgaaniseen kasvuun. Liiketoimintamallin lainalaisuuksia mukaillen tämän tulisi arviomme mukaan lievästi skaalautua kannattavuuteen ja vahvistaa tuloskasvun edellytyksiä. Kasvun marginaalipotentialiaa vahvistaa omien tuotemerkkien suhteellisen osuuden kasvuun tähtäävät suunnitelmat. Lisäksi kasvupotentiaalia tukee mahdollinen tuoteryhmien laajentaminen.

Kasvua vauhdittavat yritysostot: Odotamme Duellin vauhdittavan kasvua yritysostoilla, jotka tähtäävät etenkin maantieteellisen peiton ja jälleenmyyntiverkoston kasvuun. Pidämme yhtiön epäorgaanisen kasvustrategian arvonluontiedellytyksiä hyvinä, mikäli yhtiö ei sorru maksamaan ostettavista kohteista huomattavasti historiallisia tasoja korkeampia arvostuskertoimia. Yritysostojen arvostustasoihin ja ostokohteiden laatuun liittyvistä riskeistä johtuen yritysjärjestelyt voivat myös kääntyä arvoajureista ja mahdollisuuksista heikkouksiksi ja riskeiksi.

Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan keskeisimmät heikkoudet ja riskitekijät ovat:

Riippuvuus brändiportfoliosta: Yhtiön kilpailukyky on liiketoimintamallin ansaintalogiikasta johtuen riippuvainen brändiportfolion vahvuudesta ja siten esimerkiksi keskeisen brändin menettämisellä olisi kilpailukykyä ja siten myös liikevaihto- ja tulostasoa heikentävä vaikutus. Menettämisen lisäksi on riski, että keskeisimpien brändiyhtiöiden oma kilpailukyky rappeutuu, mikä heijastuisi väistämättä myös yhtiön tarjoaman kiinnostavuuteen. Arviomme mukaan yhtiö ei kuitenkaan ole huomattavan riippuvainen yksittäisistä brändeistä, ja siksi näihin liittyvä kokonaisriski on maltillinen. Lisäksi yhtiön asiakassuhteet ovat tyypillisesti varsin pitkiä ja jakeluketjuja järjestellään uudelleen arviomme mukaan melko harvoin.

Hinnoitteluvoima: Yhtiön tuotetason hinnoitteluvoima on rajallinen. Tästä johtuen yhtiöllä voi olla asteittaisia vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan, mikäli lopputuotteiden myyntihinnat kohtaavat selvää laskupainetta ja / tai hankintahinnat nousupainetta. Historiallisesti yhtiön myyntikate on kuitenkin ollut varsin vakaa, mikä on mielestämme osoitus yhtiön riittävällä tasolla olevasta neuvotteluraosta brändien omistajien ja asiakkaiden välissä.

Käyttöpääomaa sitova liiketoimintamalli:

Liiketoimintamallissa kasvu edellyttää huomattavan kokoisia varastoja, mihin voi kohdistua alaskirjaustarpeita. Samasta syystä liiketoiminnan rahavirta jää operatiivista tulosta heikoksi, mikä arviomme mukaan hidastaa kasvun edellytyksiä jossain määrin.

Sijoitusprofiili

1.

Kasvava ja kattava brändiportfolio mahdollistaa ripeän orgaanisen kasvun

2.

Markkina on defensiivinen, mutta kasvaa hitaasti

3.

Kannattavuudessa maltillista nousupotentiaalia

4.

Riippuvuus brändiportfolion kilpailukyvästä pitkässä juoksussa

5.

Kasvurahoitus turvattu listautumisannilla

Potentiaali



- Vahva markkina-asema Pohjoismaissa antaa edellytykset jatkaa kasvua muualla Euroopassa
- Korkeasta muuttuvien kustannusten osuudesta huolimatta kannattavuudessa maltillista nousupotentiaalia kasvun ja omien tuotteiden myynnin kasvu myötä
- Pirstaleinen markkina avaa mahdollisuuksia konsolidoida tukkurikenttää
- Listautumisanti sekä vapaa rahavirta turvaavat orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun rahoituksen

Riskit



- Pitkässä juoksussa yhtiö on riippuvainen sen brändiportfolion laadusta ja kilpailukyvästä
- Yhtiöllä varsin maltillisesti hinnoitteluvoimaa, mikä rajoittuu suurelta osin omiin tuotemerkkeihin
- Liiketoiminnan kasvu edellyttää merkittävien varastojen ylläpitoa
- Epäorgaaniseen kasvuun liittyvät riskit

Arvonmääritys 1/3

Lähestymme arvostusta tulos pohjaisesti

Suosimme Duellin arvonmäärityksessä tulos pohjaisia hintakertoimia. Mielestämme parhaimmat tulos kertoiimet ovat nettotulos pohjainen P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen paremmin huomioivat EV/EBITDA ja EV/EBITA-kertoimet, joita tarkastelemme sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkiryhmään. Tarkastelemme arvostusta ensisijaisesti kuluvan ja seuraavan vuoden kertoimilla. Näiden lisäksi tukeudumme näkemyksessämme lähivuosisien arvioituun kokonaistuotto-odotukseen sekä arvostuksen viitekehystä kuvaavaan kassavirtamalliin.

Arvioimme epäorgaanisen kasvun tavoittelun olevan ensisijainen tavoite pääoman allokoinnissa ja näin ollen osinkotuottoon ei mielestämme ole perusteltua tukeutua erityisen voimakkaasti. Osinkoa onkin mielestämme perusteltua pitää pääasiassa tuotto-odotusta maltillisesti tukevana komponenttina.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme keskeisimmät Duellin arvostusta tukevat ja painavat tekijät ovat:

- **Hyvät historialliset näytöt** orgaanisesta kasvusta Pohjoismaissa ja lupaava alku muualla Euroopassa vahvistaa luottamusta kasvustrategian toteutusta kohtaan.
- **Lähivuosisien orgaaniset tuloskasvuodotukset** ovat voimakkaan kasvun ansiosta korkeat ja ne saavat tukea ennustetusta maltillisesta

kannattavuuden parannuspotentialista.

- **Kasvun kiihdyttäminen** yritysostoin on sijoittajille mielestämme positiivinen optio yhtiön soveltamasta epäorgaanisen kasvun strategiasta johtuen, vaikka pitkän aikavälin todistettuja näyttöjä ei vielä ole suuressa mittakaavassa.
- **Yhtiön kassavirtaprofiili** on nykyisessä kasvuvaiheessa tyydyttävällä tasolla, minkä taustalla on käyttöpääomaa sitova liiketoimintamalli. Tämän seurauksena kassavirta arviomme mukaan jää selvästi operatiivista tulosta matalammaksi.
- **Vahvojen kilpailuetujen puute** voi arviomme mukaan vaikuttaa toimialan kilpailudynamiikkaan pitkässä juoksussa. Tämä myös rajaa toimijoiden hinnoitteluvoimaa ja siten kannattavuuspotentialia.

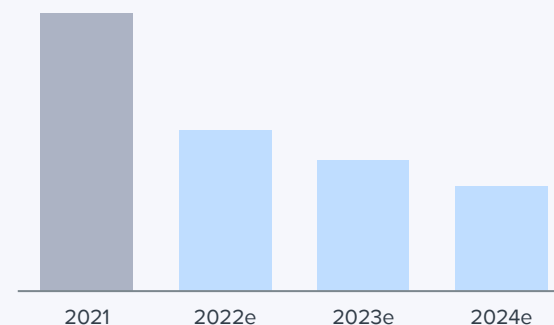
Lähivuosisien tulos pohjainen arvostus

Duellin ennusteidemme mukaiset liikearvon poistoilla oikaistut P/E-luvut tilikausille 2022 ja 2023 ovat 19x ja 15x, kun taas vastaavat EV/EBITDA ja EV/EBITA-kertoimet ovat 15-10x ja 14-11x.

Kuluvan tilikauden arvostuskertoimet ovat mielestämme varsin kohtuulliset, kun taas vastaavasti tilikauden 2023 arvostuskertoimet painuvat tuloskasvun ansiosta matalalle tasolle. Siten lyhyen tähtäimen tulos pohjainen arvostus on mielestämme kokonaisuudessaan houkutteleva.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,20	6,20	6,20
Osakemäärä, milj. kpl	25,4	25,4	25,4
Markkina-arvo	158	158	158
Yritysarvo (EV)	176	173	169
P/E (oik.)	18,6	15,0	12,1
P/E	30,4	17,2	13,4
P/Kassavirta	87,4	27,0	18,6
P/B	4,4	3,7	3,0
P/S	1,3	1,2	1,0
EV/Liikevaihto	1,5	1,3	1,1
EV/EBITDA	15,1	10,4	8,4
EV/EBITA (oik.)	13,5	10,8	8,7
Osinko/tulos (%)	34,3 %	33,2 %	32,4 %
Osinkotuotto-%	1,1 %	1,9 %	2,4 %

P/E (oik.)



Arvonmääritys 2/3

Tulostuotto-odotus on korkea

Ennustamme Duellin tuloskasvun olevan ripeän liikevaihdon orgaanisen ja Tecno Globe-yritysoston tuoman kasvun sekä lievän kannattavuuden nousun ansiosta voimakasta ja yltävän noin 50 %:iin vuosina 2022-2024 (CAGR-%). Tämä arviomme mukaan toimii sijoittajan tuotto-odotuksen voimakkaimpana ajurina lähivuosina.

Osinkotuotto on tuotto-odotusta tukeva komponentti

Duellin tilikausien 2022-2024 osinkotuotto on lähivuosien ennusteillamme ja nykyisellä 6,2 euron kurssitasolla laskettuna varsin maltillisella ja noin 1-2 %:n tasolla lähivuosina.

Yhtiö pystyisi rahoitusasemansa ansiosta harjoittamaan ennustamaamme tasoa avokätisempää voitonjakopolitiikkaa. Mielestämme nykyinen kasvustrategia ja hyvät edellytykset luoda arvoa allokoimalla pääomaa kasvuun puoltavat maltillista voitonjakoa. Tätä taustaa vasten sijoittajan tulisi arvioida osinkoa yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa tuotto-odotusta tukevana komponenttina pääasiallisen tuottolähteen sijaan.

Kokonaistuotto-odotus

Arviomme mukaan Duellin osakkeen tuotto-odotuksen merkittävimpanä ajurina toimii lähivuosina ennustamamme voimakas tuloskasvu. Tämän seurauksena toteutuneella tuloksella korkealla tasolla olevat arvostuskertoimet painuvat pidemmällä aikavälillä tarkasteltaessa varsin

maltilliselle tasolle. Lievää tukea tuotto-odotus saa osinkotuotosta ja kohoaa siten ennusteillamme noin 12-18 %:n vuotuiselle tasolle.

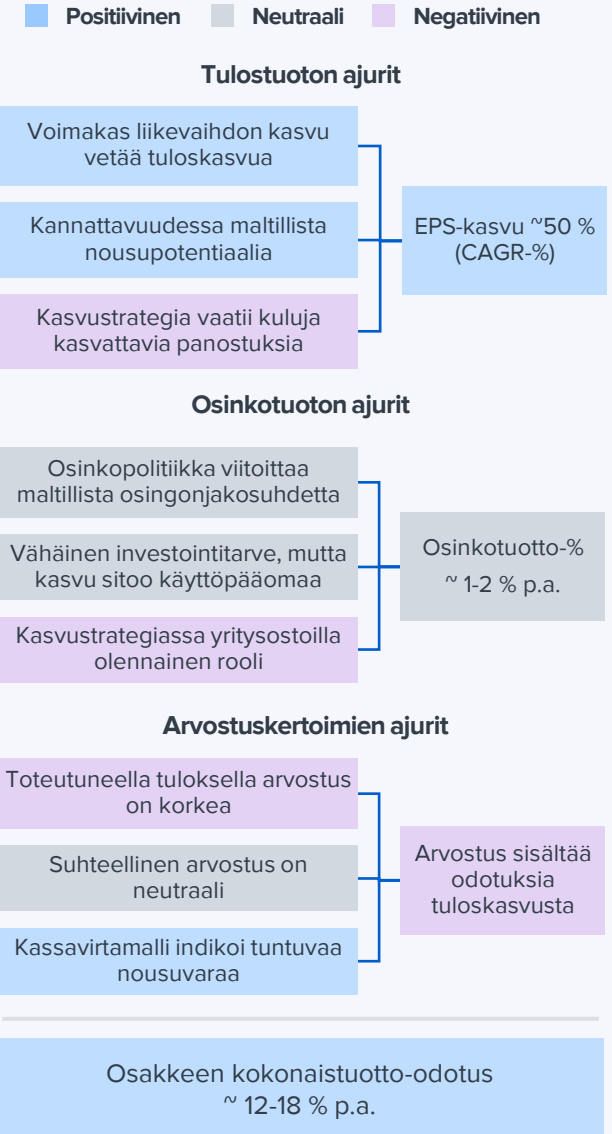
Verrokkiryhmä ja suhteellinen arvostus

Olemme laatineet Duellille verrokkiryhmän, joka koostuu kansainvälisistä ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivista tukkureista, sillä muita moottoriurheilun jälkimarkkinoilla toimivia jakelijoita ei ole tietävästi listattu.

Verrokkiryhmän toimijat jakelevat valtaosin henkilö- ja raskaiden ajoneuvojen teknisiä osia ja varusteita. Näin ollen niiden kohdemarkkina eroaa Duellin kohdemarkkinasta. Verrokkiryhmän toimijoilla joko valtaosa tai merkittävä osa liiketoiminnasta tulee kuitenkin jakeluliiketoiminnasta, minkä takia niiden liiketoimintamalleissa on tuntuvia yhtäläisyyksiä Duellin liiketoimintamalliin (kuten kilpailukyvyyn rakennuspalikat, ansaintamalli ja riskiprofiili).

Yksi merkittävä ero Duellin ja verrokkiryhmän liiketoimintamalleissa on kuitenkin se, että verrokkiryhmän toimijoille on ominaista jakeluliiketoiminnan lisäksi oma myymälä- ja/tai huoltoketju. Tätä taustaa vasten verrokkiryhmä ei mielestämme ole optimaalinen Duellin arvonmäärityksen mittatikkuna. Tästä syystä käytämmekin suhteellista arvostusta vain muiden arvonmääritysmenetelmien tukena. Poikkeavan tilikauden vuoksi Duellin käynnissä oleva tilikausi (tilikausi 2022) vertautuu suhteellisessa arvostuksessa verrokkien kuluvan kalenterivuoden tilikauteen.

Osaketuoton ajurit 2022e-2024e



Arvonmääritys 3/3

Lähivuosien tulos pohjaisilla P/E-kertoimilla Duell arvostetaan 6-17 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään, kun taas vastaavilla oikaistuilla EV/EBITDA-kertoimilla arvostus on karkeasti linjassa verrokkien kanssa. EV/EBIT-kertoimella Duell taas arvostetaan 10-22 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Huomioitavaa on, että käyttökateen alapuolella vertailtavuus heikkenee erilaisten kirjanpitoikäntöjen vaikuttaessa poistoihin ja tällä arvostusmittarilla sovellamme Duellin tapauksessa EV/EBITA-kerrointa.

Kokonaisuutena suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta, vaikkakin mielestämme sen soveltuvuus yhtiön arvon määrittämiseen ei ole optimaalinen. Näkemyksemme mukaan Duell on perusteltua hinnoitella vähintään linjaan tai jopa lievällä preemiolla suhteessa verrokkiryhmäänsä, kunhan yhtiö onnistuu ylläpitämään verrokkeja ripeämpää kasvuvauhtia. Preemiohinnoittelua jossain määrin rajaava tekijä on ainakin toistaiseksi mielestämme sen pienempi kokoluokka.

DCF-malli

Kassavirtalaskelmamme Duellin osakkeelle indikoima arvo 7,5 euroa osakkeelta. Siten pitkän tähtäimen potentiaalia painottava kassavirtalaskelmamme indikoi osakkeeseen selvää nousuvaraa nykytasolta.

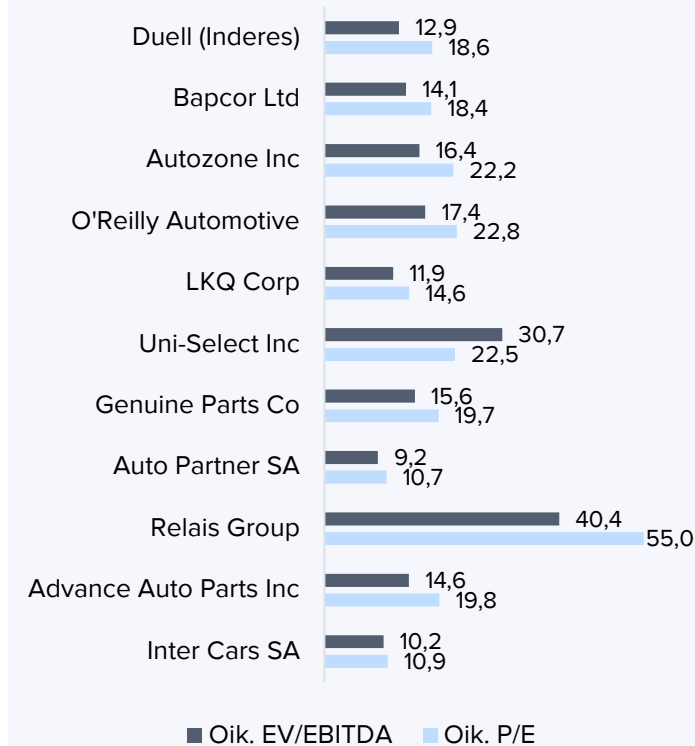
DCF-mallimme pohjana käytämme lähivuosien ennusteiden lisäksi laatimiemme pitkän tähtäimen ennusteita. Mallissa terminaalijakson painoarvo on korkeahko 67 %. Siten pitkällä tulevaisuudessa

olevat rahavirrat ovat mallissa tuntuva painoarvossa, mikä on kasvuyhtiölle tavanomaista. Rahavirtamallissa käyttämämme oman pääoman kustannus on 8,5 %, kun taas pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 7,3 %.

Tavoitehintaa ja sijoitusnäkemys

Aloitamme Duellin seurannan 7,0 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Näkemyksemme mukaan osakkeen absoluuttiset arvostuskertoimet lähivuosille ovat maltilliset, mitkä puoltavat arvostuksen nousuvaraa. Myös lähivuosien kokonaistuotto-odotus nousee ennusteillamme houkuttelevalle tasolle. Kuluva vuoden ennusteillamme ja yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaisen velkakapasiteetin ylärajalla Duellilla on arviomme mukaan karkeasti 20-25 MEUR:n varat yritysjärjestelyihin. Näin ollen rahoitusasemansa turvin yhtiöllä on erittäin hyvät edellytykset vauhdittaa tuloskasvua yritysostoilla. Näkemyksemme mukaan epäorganisen kasvun arvonluontiedellytykset ovat myös mainiot ja niiden potentiaali kohottaa tuotto-odotusta on tuntuva.

Verrokkiryhmän tulos pohjainen arvostus 2022e



Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Inter Cars SA	426,00	1312	1640	10,2	9,9	8,7	8,5	0,6	0,6	10,9	11,1	0,3	1,9	2,1
Advance Auto Parts Inc	234,12	12939	13319	14,6	13,6	11,6	10,9	1,4	1,3	19,8	17,9	1,4	1,7	4,6
Relais Group	25,60	459	539	40,4	23,8	17,1	14,4	2,3	2,0	55,0	26,7	1,5	1,8	5,4
Auto Partner SA	13,55	393	443	9,2	8,9	8,5	8,0	0,9	0,8	10,7	11,5	0,7	2,2	2,8
Genuine Parts Co	132,51	16726	18080	15,6	14,1	12,6	11,8	1,1	1,0	19,7	18,5	2,5	2,7	5,8
Uni-Select Inc	24,77	756	1109	30,7	14,0	9,2	8,4	0,8	0,7	22,5	19,4			
LKQ Corp	56,44	14581	16374	11,9	11,6	10,2	10,1	1,4	1,4	14,6	14,2	0,4	1,8	2,7
O'Reilly Automotive	671,76	40115	43108	17,4	17,3	15,6	15,6	3,7	3,6	22,8	21,9			343,2
Autozone Inc	1986,10	36909	40786	16,4	15,0	14,3	13,1	3,2	3,0	22,2	18,9			
Bapcor Ltd	6,79	1456	1704	14,1	13,6	10,1	9,3	1,6	1,5	18,4	17,8	2,8	3,1	2,5
Duell (Inderes)	6,20	158	176	13,5	10,8	15,1	10,4	1,5	1,3	18,6	15,0	1,1	1,9	4,4
Keskiarvo				18,0	14,2	11,8	11,0	1,7	1,6	21,7	17,8	1,4	2,2	46,1
Mediaani				15,1	13,8	10,9	10,5	1,4	1,4	19,8	18,2	1,4	1,9	3,7
Erotus-% vrt. mediaani				-10 %	-22 %	38 %	-1 %	6 %	-7 %	-6 %	-17 %	-19 %	2 %	19 %

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

DCF-malli

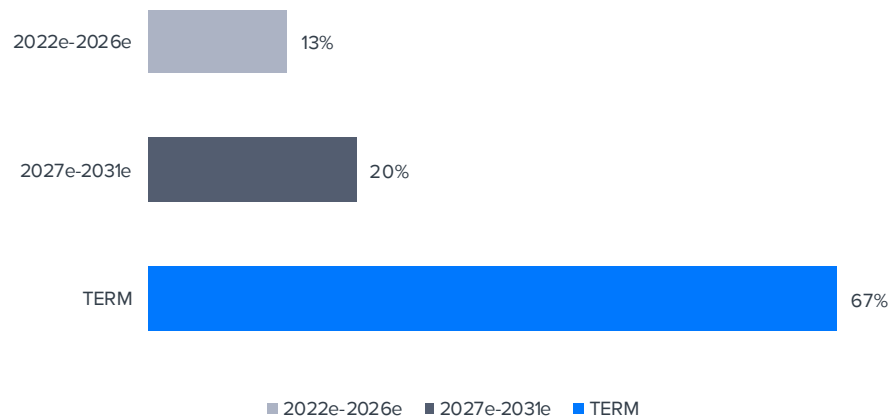
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	7,3	9,7	14,8	18,2	21,5	22,0	23,1	25,1	24,8	21,9	22,3	
+ Kokonaispoistot	1,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	
- Maksetut verot	-1,2	-2,5	-3,7	-4,6	-5,5	-5,7	-6,4	-6,9	-6,8	-6,0	-5,8	
- verot rahoituskuluista	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	
+ 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	-15,2	-6,0	-6,1	-5,9	-6,9	-3,7	-3,0	-2,2	-2,2	-2,3	-1,6	
Operatiivinen kassavirta	-8,8	2,6	6,4	9,1	10,6	14,2	15,7	17,9	17,7	15,5	16,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-3,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-21,0	1,8	5,8	8,5	10,0	13,6	15,1	17,3	17,1	14,9	15,8	
+/- 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	-21,0	1,8	5,8	8,5	10,0	13,6	15,1	17,3	17,1	14,9	15,8	308
Diskontattu vapaa kassavirta		1,7	5,1	6,9	7,5	9,5	9,9	10,5	9,7	7,9	7,8	152
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		229	227	222	215	208	198	188	178	168	160	152
Velaton arvo DCF		229										
- Korolliset velat		-41,5										
+ Rahavarat		2,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		190										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,5										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,2
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,3 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	59,4	76,8	119	137	EPS (raportoitu)		0,13	0,20	0,36
Käyttökate	5,3	8,3	11,7	16,7	EPS (oikaistu)		0,16	0,33	0,41
Liikevoitto	4,1	7,3	9,7	14,8	Operat. kassavirta / osake		-0,34	0,10	0,25
Voitto ennen veroja	2,2	4,6	7,7	12,9	Vapaa kassavirta / osake		-0,83	0,07	0,23
Nettovoitto	1,5	3,3	5,2	9,2	Omapääoma / osake		0,41	1,40	1,69
Kertaluontoiset erät	-1,1	-0,8	-3,3	-1,3	Osinko / osake			0,07	0,12
Tase	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	42	69	96	106	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	29 %	55 %	15 %
Oma pääoma	7	11	36	43	Käyttökateen kasvu-%	5 %	58 %	40 %	43 %
Liikearvo	6	14	12	11	Liikevoiton oik. kasvu-%	13 %	54 %	62 %	23 %
Nettovelat	16	39	18	16	EPS oik. kasvu-%			107 %	24 %
Kassavirta	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	8,9 %	10,8 %	9,8 %	12,2 %
Käyttökate	5,3	8,3	11,7	16,7	Oik. Liikevoitto-%	8,8 %	10,5 %	10,9 %	11,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,2	-15,2	-6,0	-6,1	Liikevoitto-%	6,9 %	9,5 %	8,2 %	10,8 %
Operatiivinen kassavirta	6,0	-8,8	2,6	6,4	ROE-%	23,7 %	37,8 %	22,5 %	23,3 %
Investoinnit	-0,3	-9,0	-0,6	-0,6	ROI-%	14,1 %	17,8 %	15,1 %	18,3 %
Vapaa kassavirta	5,9	-21,0	1,8	5,8	Omavaraisuusaste	17,0 %	15,2 %	37,3 %	40,5 %
					Nettovelkaantumisaste	220,7 %	367,6 %	51,3 %	36,3 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022e	2023e					
EV/Liikevaihto		2,2	1,5	1,3					
EV/EBITDA (oik.)		20,4	15,1	10,4					
EV/EBIT (oik.)		21,1	13,5	10,8					
P/E (oik.)		32,1	18,6	15,0					
P/B		12,5	4,4	3,7					
Osinkotuotto-%		0,0 %	1,1 %	1,9 %					

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	8	15	14	13	11
Liikearvo	5,6	13,5	12,2	10,9	9,6
Aineettomat hyödykkeet	1,5	1,4	1,4	1,2	1,2
Käyttöomaisuus	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	34	54	82	94	106
Vaihto-omaisuus	21	37	44	50	57
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	1,9	1,9	1,9	1,9
Myyntisaamiset	6,3	11,7	13,7	15,7	17,8
Likvidit varat	7,0	2,8	22,6	26,0	29,4
Taseen loppusumma	42	69	96	106	117

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	7	11	36	43	52
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	2,8	6,2	11,4	18,8	27,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	4,3	4,3	24	24	24
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	24	38	35	35	35
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	11,5	33	35	35	35
Vaihtovelkakirjalainat	9,3	5,1	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,4	0,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	10	21	25	28	30
Lainat rahoituslaitoksilta	1,9	3,6	6	7	6
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,9	9,7	12	14	17
Muut lyhytaikaiset velat	5,8	7,3	7,3	7,3	7,3
Taseen loppusumma	42	69	96	106	117

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15.12.2021	Lisää	7,00 €	6,20 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**