

Duell

Laaja raportti

3.2.2024 11:00



Petri Gostowski
+358 40 821 5982
petri.gostowski@inderes.fi



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Moottoria huolletaan seuraavaa etappia varten

Duellin yritysostovetoinen strategia on epäonnistunut viime vuosina, kun aggressiiviseen kasvun tavoitteluun ja korkeaan velkaantuneisuuteen liittyvät riskit realisoituivat tilikausilla 2022 ja 2023. Strategian arvoa luovan toteutuksen osalta yhtiöllä onkin vielä paljon todistettavaa. Tämä yhdessä kuluvan tilikauden epävarman markkinanäkymän kanssa hillitsee halukkuuttamme nojata pidemmän aikavälin potentiaaliin, vaikka yhtiön tulospotentiaali on arviomme mukaan nykyistä korkeammalla. Tilikauden 2024 ennusteilla arvostus on koholla ja siten toistamme 0,04 euron tavoitehinnan ja Vähennä-suosituksemme.

Jakelija moottoriturheilun jälkimarkkinoilla

Duell toimii moottoriturheilun jälkimarkkinoilla varaosien ja henkilökohtaisten varusteiden jakelijana. Sen tuoteryhmiin lukeutuvat moottoripyörä-, ATV-maastajoneuvo- (all terrain vehicle), moottorikelkka-, polkupyörä-, veneily- ja puutarhapienkonetuotteita, joista muodostuu noin 550 brändin portfolio. Yhtiön houkuttelevuus kumppanina jälleenmyyjien suuntaan on seurausta kattavasta brändiportfoliosta, jota se pystyy jakelemaan lyhyellä toimitusajalla. Tämän ansiosta yhtiö on onnistunut rakentamaan yli 8 500 jälleenmyyjän verkoston, jonka laajuus tekee siitä houkuttelevan kumppanin brändiyhtiöille.

Tavoiteltu lyhyen aikavälin kannattavuusparannus luo pohjan kasvustrategian toteutuksen jatkamiselle

Kohonnut inflaatio ja siitä seurannut kuluttajan ostovoiman heikentyminen tilikaudella 2023 heikensivät Duellin liikevaihtoa selvästi yhtiön odotuksia rajummin. Tämän myötä yhtiön käyttöpääoma ja velkaisuus jäivät koholle, mikä yhdessä heikentyneen kannattavuuden kanssa ajoi yhtiön rahoitustilanteen hankalaksi. Vuoden 2023 lopun merkintäoikeusannissa kerätyillä varoilla sekä kuluvan tilikauden operatiivisen rahavirran turvin odotamme yhtiön taseaseman tervehtyvän. Yhtiö on kertonut lyhyen aikavälin prioriteetin olevan kannattavuudessa, jonka vahvistaminen antaisi perustan yhtiön kasvuhakuisen strategian toteutuksen jatkamiselle. Pidämmekin todennäköisenä, että yhtiö jatkaa keskipitkällä aikavälillä yritysostovetoinen kasvun tavoittelua markkinatilanteen normalisoituessa. Tilikauden 2024 osalta odotamme markkinatilanteen säilyvän haastavana ja orgaanisen kasvun jäävän edelleen negatiiviseksi, kun taas keskipitkällä aikavälillä odotamme toimintaympäristön normalisoituvan ja Duellin orgaanisen kasvuvauhdin asettuvan noin kohdemarkkinoiden mukaiselle 2% – 4 %:n kasvu-uralle. Yhtiön oikaistun EBITA-%:n odotamme palautuvan yhtiön historiassa saavuttamalle ja nykyistä korkeammalle tasolle asteittain, kun toteutetut säästötoimenpiteet purevat ja liikevaihdon kasvu voidaan saavuttaa kulurakennetta merkittävästi kasvattamatta.

Kuluvan tilikauden korkeat arvostuskertoimet kääntävät arvostuksen kokonaiskuvan kireäksi

Ennusteidemme mukaiset oikaistun P/E-luvut tilikausille 2024 ja 2025 ovat 15x ja 9x, kun taas vastaavat EV/EBITA-kertoimet ovat 9x ja 7x. Tulospohjaiset kertoimet ovat mielestämme tilikaudelle 2024 lievästi koholla, kun taas vuoden 2025 arvostuskertoimet ovat mielestämme perustellun haarukan alalaidan tuntumassa. Ennusteidemme mukaisella kannattavuusparannuksella lähivuosille on piirrettävissä houkutteleva ja selkeästi kaksinumeroinen tuotto-odotus. Kuluvan tilikauden alasuuntaisten ennusteriskien realisoitumisen ja tätä kautta myös velkaantuneisuuteen liittyvän riskitason nousun mahdollisuus pitävät mielestämme tuotto/riski-suhteen kuitenkin riittämättömänä vuoden tähtäimellä.

Suositus

Vähennä

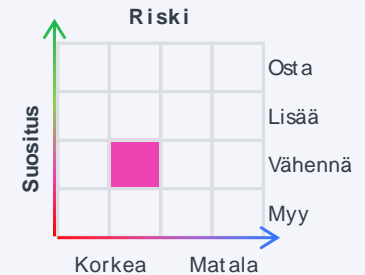
(aik. Vähennä)

0,04 EUR

(aik. 0,04 EUR)

Osakekurssi:

0,0352



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	118,8	118,3	123,0	126,7
kasvu-%	-4 %	0 %	4 %	3 %
EBIT oik.	4,6	5,7	7,6	8,2
EBIT-% oik.	3,9 %	4,8 %	6,2 %	6,4 %
Nettotulos	-2,8	-2,8	1,2	2,5
EPS (oik.)	0,04	0,00	0,00	0,00
P/E (oik.)	24,7	14,7	9,4	7,1
P/B	0,9	0,7	0,7	0,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,8 %	4,3 %
EV/EBIT (oik.)	15,2	9,3	6,8	6,0
EV/EBITDA	16,2	12,7	6,1	5,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,4	0,4

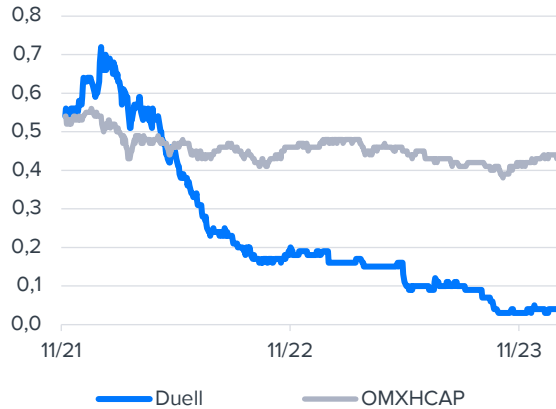
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

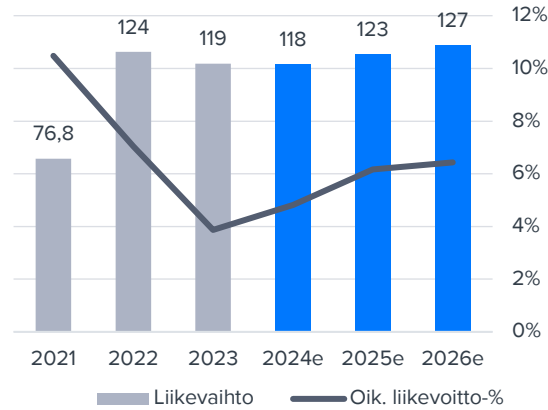
Duell ei anna näkymää tilikauden 2024 liikevaihdosta ja arvioi oikaistun EBITA:n paranevan edellisvuoden tasosta.

Osakekurssi



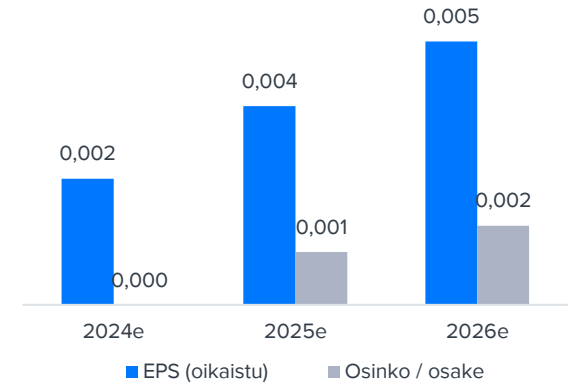
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Brändiportfolion optimointi ja jälleenmyyjäverkoston kasvu
- Laajentuminen uusille kohdemarkkinoille vahvistaa pitkän tähtäimen kasvupotentiaalia
- Nykyisessä kannattavuustasossa on nousupotentiaalia liikevaihdon kasvun myötä
- Käyttöpääoman, velkatason ja sitä kautta myös riskitason lasku



Riskitekijät

- Rajalliseen hinnoitteluvoimaan ja arvoketjuasemaan linkittyvät pitkän tähtäimen riskit
- Sääolosuhteet voivat heikentää lyhyen tähtäimen myyntitynäkymää
- Yritystoihin liittyvät tavanomaiset riskit
- Kilpailutilanteen mahdolliset pitkän tähtäimen muutokset
- Korkeahko velkaantuneisuus

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,04	0,04	0,04
Osakemäärä, milj. kpl	1038,5	1038,5	1038,5
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	53	51	49
P/E (oik.)	14,7	9,4	7,1
P/E	neg.	30,2	14,7
P/B	0,7	0,7	0,6
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	12,7	6,1	5,4
EV/EBIT (oik.)	9,3	6,8	6,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	85,9 %	62,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,8 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 12-15
Markkina ja kilpailukenttä	s. 16-19
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	s. 20-21
Ennusteet	s. 22-25
Sijoitusprofiili	s. 26-27
Arvonmääritys	s. 28-30
Taulukot	s. 31-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 36

Duell lyhyesti

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

1983

Perustamisvuosi

119 MEUR (-4,2%)

Liikevaihto 2024 (kasvu-%)

21 % 2019-2023

Raportoidun liikevaihdon kasvu (CAGR-%)

4,6 MEUR (3,9%)

Oikaistu EBITA 2023 (Oik. EBITA-%)

218

Henkilöstö (FTE) keskimäärin tilikaudella 2023

Lähde: Inderes

Laajentuminen Ruotsiin 2012–2017

Laajentuminen muihin pohjoismaihin alkoi vuosikymmenen alkupuolella

Ensimmäiset kasvuaskeleet ja yritysosto Suomen ulkopuolella

Nousu merkittäväksi jakelijaksi Ruotsin markkinoilla

Uusi strategia 2018–2019

Pääomasijoittaja Sponsor osaomistajaksi

Strategisia hankkeita Pohjoismaiden ulkopuolelle laajentumista varten

Ensimmäisten omien vaatemerkkien hankinta ja hiihtoliiketoiminnan myynti

Myyntiorganisaatio perustettiin Keski-Eurooppaan

Epäorgaaninen kasvu 2020–2023

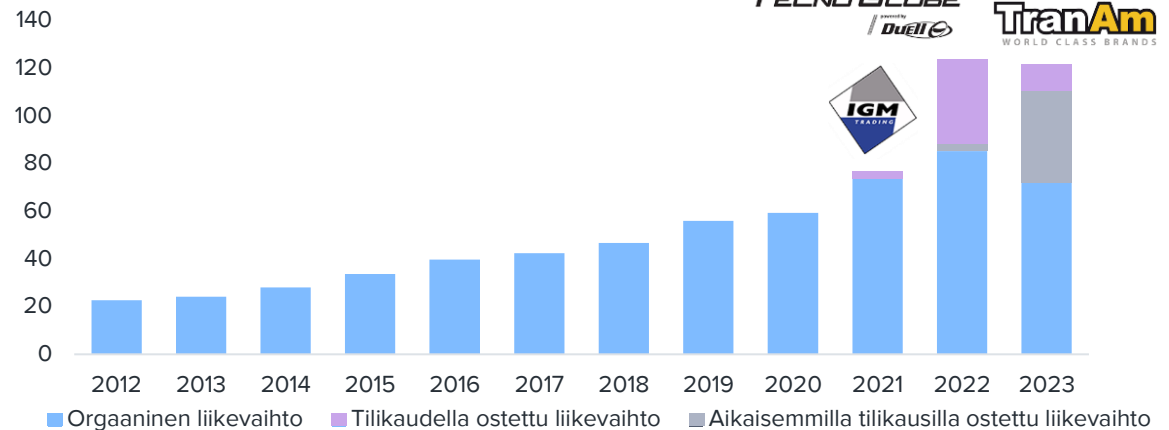
Nimenmuutos Duelliiksi

Listautuminen First North – markkinapaikalle

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

Orgaaninen kasvu tyssää tilikaudella 2023 heikon markkinan seurauksena

Rahoitusaseman vahvistaminen merkintäoikeusannilla vuoden 2023 lopussa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Moottoriurheilun jälkimarkkinoiden jakelija

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

Duellin tavanomaisesta kalenterivuositaisesta rytmistä poikkeavan ja elokuussa 2023 päättyneen tilikauden liikevaihto laski 4 % vertailukaudesta ja oli 119 MEUR. Tilikauden aikana tehty TranAm -yritysosto sekä edellisellä tilikaudella tehdyt Techno Motor Veghel ja PowerFactory -yrityskaupat tukivat liikevaihtoa selvästi. Näin ollen liikevaihto laski organisesti -16 %. Tilikauden oikaistu liikevoitto ilman liikearvon poistoja (EBITA) oli 4,6 MEUR (oik. EBITA-% 3,9 %).

Laaja brändiportfolio ja jälleenmyyjäverkosto

Duellin tarjonta muodostuu noin 550 brändin tuotevalikoimasta, mikä kattaa noin 150 000 tuotetta. Yhtiö jakaa ulkopuolisen brändivalikoiman parhaisiin brändeihin ja muihin brändeihin, minkä lisäksi valikoimaan kuuluu noin 20 omaa tuotemerkkiä.

Parhaat brändit (noin 60 kpl) ovat yhtiön mukaan markkinoiden johtavia brändejä omissa tuoteryhmissään, joista osaan Duell on saanut

yksinoikeuden. Vastaavasti muut brändit keskittyvät yhtiön mukaan enemmän itse tuotteeseen ja vähemmän brändin arvoon. Tilikaudella 2023 ulkopuolisten brändien osuus Duellin liikevaihdosta oli 78 % ja loput liikevaihdosta tuli omista tuotemerkeistä. Yhtiön omien brändien merkitys on tärkeä, koska niitä voidaan myydä ja markkinoida rajoituksetta kaikilla kohdemarkkinoilla.

Jakelijana Duell toimii brändiyhtiöiden ja jälleenmyyjien välillä hankkien tuotteita brändien omistajien valikoimista ja jaellen tuotteet jälleenmyyjille, jotka myyvät ne pääasiassa kuluttajista muodostuville loppuasiakkailleen. Asiakaskunta koostuu noin 4 500 jälleenmyyjästä Pohjoismaissa ja noin 4000 jälleenmyyjästä Baltiassa, Keski- ja Etelä-Euroopassa sekä Iso-Britanniassa.

Yli puolet myynnistä tulee Pohjoismaista

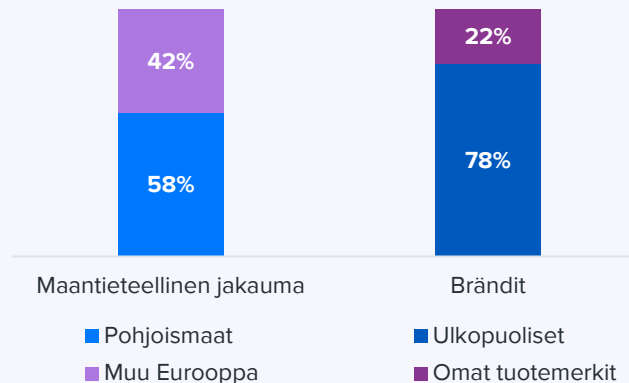
Duellin kehitysvaihetta ja kasvustrategian nykyistä vaihetta heijastellen tilikauden 2023 raportoidusta liikevaihdosta noin 59 % muodostui myynnistä Pohjoismaissa, kun taas muun Euroopan osuus oli noin 41 %. TranAm -yrityskauppa ei kuitenkaan näkynyt täysimääräisesti tilikauden 2023 luvuissa, minkä myötä muun Euroopan osuus tulee jatkossa todennäköisesti olemaan vielä hieman korkeampi.

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



-  Moottoriurheilun jälkimarkkinoilla toimiva jakelija
-  Johtava toimija Pohjoismaissa ja kasvava asema Euroopassa
-  Brändiportfolio sisältää yli 550 brändiä
-  Noin 8 500 jälleenmyyjäasiakasta
-  Noin 150 tuhatta tuotetta

Myynnin jakauma 119 MEUR (2023)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Tilikaudella 2023 liikevaihdosta noin 70 % muodostui teknisistä osista ja varaosista kuten moottoreista ja niiden osista, renkaista, jarruista ja ketjuista. Vastaavasti noin 30 % liikevaihdosta muodostui henkilökohtaisista ajovarusteista ja suojarusteista kuten vaatteista, kypäristä, hanskoista ja kengistä.

Tarjontaa jokaiseen vuodenaikaan

Duell jakaa tuotevalikoimansa kahdeksaan tuoteryhmään, jotka ovat onroad-moottoripyörät, offroad-moottoripyörät, ATV-maastoajoneuvot, moottorikelkkatuotteet, mopotuotteet, polkupyörätuotteet, veneilytuotteet, ja puutarhapienkonetuotteet. Näin ollen yhtiöllä on tarjontaa sekä talvi- että kesäkausille. Historiallisesti liikevaihdossa on ollut kausiluonteisuutta. Olennainen tekijä kausiluonteisuuden kannalta on arviomme mukaan sääolosuhteet, sillä esimerkiksi vähäluminen talvi heikentää talvikaudelle osuvien neljänneksien myyntiä. Vastaavasti heikko kesä voi vaikuttaa ajettuihin kilometreihin ja siten tuotteiden kysyntään. Viimeisen kolmen vuoden lukujen pohjalta kesäkausien (Q3 ja Q4) myynti on ollut jonkin verran talvikauden (Q1 ja Q2) myyntiä suurempaa. Arviomme mukaan, tehtyjen yritysostojen seurauksena Duellin liikevaihto painottuu jatkossa entistä voimakkaammin kesäkauden tuotteisiin, mikä voimistaa kausiluonteisuutta eli kvartaalitason muutoksia liikevaihdossa ja kannattavuudessa.

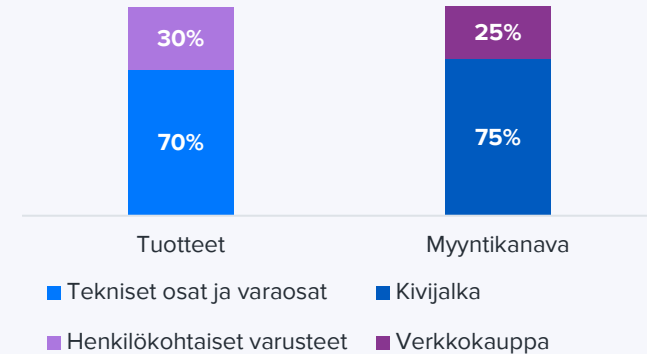
Asiakassopimuksissa vähän kiinteitä elementtejä

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

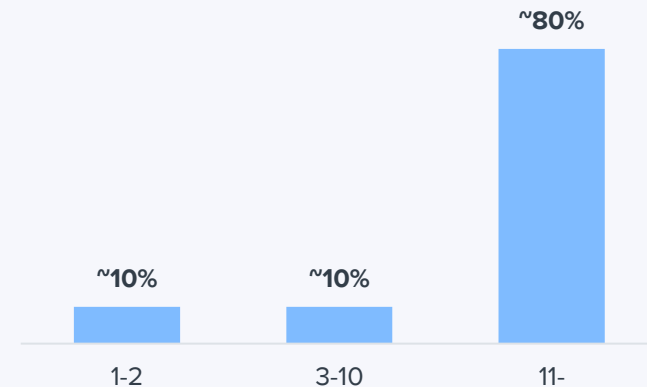
Tilikaudella 2023 Duellin kaksi suurinta asiakasta toivat 10 % liikevaihdosta, ja vastaavasti taas 3-10 suurinta asiakasta toivat noin 10 % liikevaihdosta. Jäljelle jäävät 8 490 asiakasta toivat 80 % liikevaihdosta. Siten asiakasrakenne on mielestämme hyvin hajautunut.

Vaikka Duellin liikevaihdossa ei ole vahvoja sitovia elementtejä, yhtiöllä on näkyvyyttä kysyntään ja perusuonteeltaan kysyntä on ennustettavaa tavanomaisessa toimintaympäristössä. Tämän taustalla on se, että jälleenmyyjät tekevät tulevia talvi- ja kesäkausia silmällä pitäen ennakkotilauksia. Näiden ansiosta yhtiöllä tulisi tavanomaisessa toimintaympäristössä olla kohtuullinen näkyvyys myyntiin kahden ja osin jopa kolmen kvartaalin päähän. Arviomme mukaan tämä ei kuitenkaan ole pätenyt erityisen hyvin hiljattain, kun jälleenmyyjät ovat laskeneet huomattavasti varastotasojaan.

Myynnin jakauma 119 MEUR (2023)



Liikevaihdon jakauma asiakaskoon mukaan



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

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).

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

Tätä taustaa vasten Duellin arvoketjuasema on brändiyhtiöiden ja jälleenmyyjien välisessä lohkossa mielestämme tyydyttävä, sillä tukkurin rooli niin brändin omistajien kuin jälleenmyyjienkin liiketoiminnassa on keskeinen.

Arvoketjuasemaansa Duellin on mahdollista vahvistaa kasvattamalla sekä laadukkaiden brändien että jälleenmyyjien lukumäärää, mikä tekee siitä entistä houkuttelevamman kumppanin arvoketjussa. 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 jälleenmyyjiä ydinmarkkinoilla

parhaalla mahdollisella tavalla. Yhtiön suurin varasto on Suomessa Mustasaaressa, josta hoidetaan lukuisten tuoteryhmien toimitukset Suomeen ja Baltiaan. Vastaavasti Ruotsin Tranåsın varastosta yhtiö toimittaa Pohjoismaihin, Isoon-Britanniaan sekä Keski- ja Etelä-Eurooppaan. Yrityskauppojen ansiosta yhtiöllä on varastot myös Tampereella, Alankomaissa, Ranskassa ja Iso-Britanniassa. Tampereen varasto on PowerFactory-hankinnan seurauksena keskittynyt pyöräilysegmenttiin ja sen kautta toimitetaan polkupyörien varaosia ja varusteita Pohjoismaihin. Alankomaiden ja Ranskan varastot taas ovat tärkeässä asemassa Keski-Euroopan markkinoiden toimituksien kannalta. Vaikka Ranskan varaston tarkoituksena on jatkossa palvella Keski-Euroopan markkinoita laajemminkin, toimittaa se toistaiseksi vain Ranskaan. Tämän taustalla on se, että yhtiö on siirtynyt Ranskassa suurempaan varastoon, eikä yhtiön muiden varastojen kanssa yhteensopivaa varastohallintajärjestelmää ole toistaiseksi viety toimintaan. Vastaavasti Iso-Britannian varasto keskittyy palvelemaan Iso-Britannian markkinaa.

Logistiikan tehokkuuden kannalta keskiössä on varastojen sijainnin lisäksi IT-infrastruktuuri ja sovellukset. Yhtiö on ottanut Suomessa käyttöön uuden varastohallintajärjestelmän, joka tilikauden 2023 alun toiminta-aasteiden jälkeen on toiminnassa. Uudella järjestelmällä yhtiö tavoittelee logistiikan parempaa optimointia helpottamalla varastojen hallintaa kokonaisuutena. Yhteensopiva järjestelmä tulee käyttöön myös uuteen Ranskan varastoon.

Duellin arvoketjuasema



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Liiketoimintamallissa pääomaa sitoutuu varastoihin

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

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

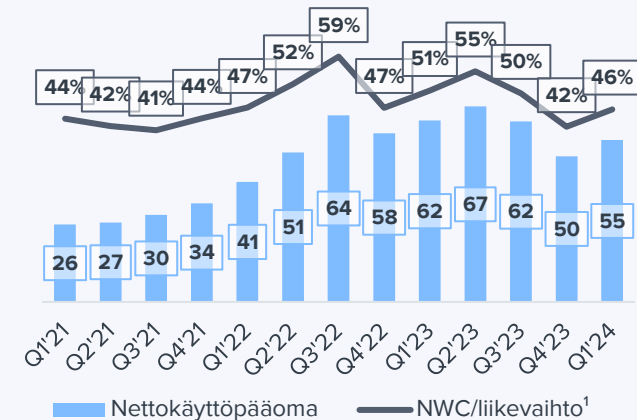
ja olevan jatkossa Q2:lla korkeimmillaan ja Q4:llä matalammillaan. Tämä heijastelee kesäsesonkia varten kasvavia varastoja Q2:lla ja sesonkimyyntien kautta laskevia varastoja Q3:n ja Q4:n aikana.

Tilikausilla 2019-2023 Duellin käyttöpääoma suhteessa sen edellisen 12kk liikevaihtoon on ollut 42-60 %. Yrityskauppojen ajoituksen takia tuloslaskelmassa ostettujen yritysten liikevaihdot eivät kuitenkaan näy koko tilikauden osalta, kun taas taseeseen yrityskaupan vaikutus on välitön. Tätä taustaa vasten arvioimmekin, että viime vuosien nettokäyttöpääoman suhde raportoituun liikevaihtoon on ollut jonkin verran tavanomaista korkeampi. Odotamme siten nettokäyttöpääoman vaihtelevan jatkossa 40 % ja 50 % välillä suhteessa edellisen 12 kuukauden liikevaihtoon.

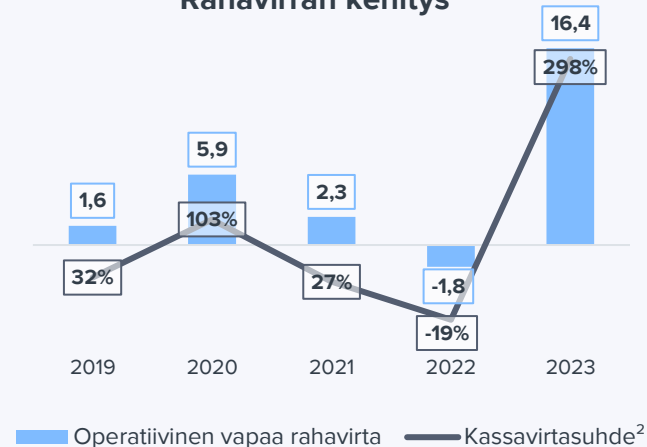
Rahavirta jää tulosta pienemmäksi

Matalia investointitarpeita, mutta huomattavaa nettokäyttöpääoman sitoutumista peilaten Duellin vapaa operatiivinen rahavirta on ollut tilikausien 2019-2023 osalta keskimäärin operatiivista tulosta matalampi. Tätä suhdetta kuvaava kassakonversio (%) on vaihdellut voimakkaasti lyhyen tarkastelujakson aikana. Tilikauden 2022 kassakonversio painui negatiiviseksi ja oli -21 %, kun taas tilikaudella 2023 kassakonversio noin 300%:iin. Tilikauden 2022 heikko rahavirta ja myös kassakonversio peilaavat voimakasta käyttöpääoman sitoutumista, joka arviomme mukaan oli tavanomaista voimakkaampaa tilikaudella 2022. Tilikauden 2023 poikkeuksellisen

Pääoman sitoutuminen



Rahavirran kehitys



Lähde: Duell ja Inderes

¹Liikevaihto rullaava 12kk

²Operatiivinen vapaa rahavirta/Oik. EBITDA

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

vahvaa kassakonversiota selitti kasvun hidastuminen sekä edellisellä tilikaudella sitoutuneen käyttö pääoman vapautuminen yhtiön toimien varastotasojen laskemiseksi onnistuttua.

Arvioimme kuitenkin, että operatiivinen vapaa rahavirta jää operatiivista tulosta pienemmäksi myös yli ajan tarkasteltaessa, sillä liiketoimintamallille on ominaista tuntuva nettokäyttö pääoman sitoutuminen. Tämä korostuu arvioimme mukaan erityisesti kasvuvaiheessa, jolloin varastotasojen kasvattaminen on käytännössä kasvun edellytys ja kasvu sitoo nettokäyttö pääomaa varaston lisäksi myyntisaataviin.

Sijoitettu pääoma kiertää hyvin

Duellin vuosien 2019-2023 sijoitetun pääoman kierto on ollut 1,6-1,9x. Käyttöomaisuuden osalta pääomakevyt liiketoimintamalli mahdollistaakin hyvän sijoitetun pääoman kierron, sillä pääoma koostuu valtaosin nettokäyttö pääomaeristä. Tämä sijoitetun pääoman kierto mahdollista myös hyvän sijoitetun pääoman tuoton saavuttamisen historiallisella kannattavuustasolla, sillä vastaavalla tarkastelujaksolla Duellin sijoitetun pääoman tuotto on ollut keskimäärin noin 12 %. Huomioitavaa kuitenkin on, että kassavirtapohjaisesti tarkasteltuna sijoitetun pääoman tuotto on jäänyt heikolle tasolle nettokäyttö pääoman sitoutumisen seurauksena.

Tilikausien 2022 ja 2023 aikana Duell kärsi korkeista varastotasosta kysynnän sakattua. Näin ollen näemme tehokkuuden mittareissa jonkinasteista parantamisen varaa edellisiin

tilikausiin nähden, mutta lyhyellä aikavälillä emme odota yhtiön yltävän listautumista edeltäneeseen iskukykyyn, jolloin yhtiö pääsi hyötymään markkinan erinomaisesta vedosta Pohjoismaihin keskittyvänä markkinajohtajana. Arvioimme mukaan kasvuhakuisuus usealla maantieteellisellä markkinalla samanaikaisesti vaikeuttaa nettokäyttö pääoman painamista matalammalle tasolle. Toisaalta odotamme kannattavuuden elpyvän matalalta tilikauden 2023 tasolta, mikä tukee pääoman tuoton mittareita.

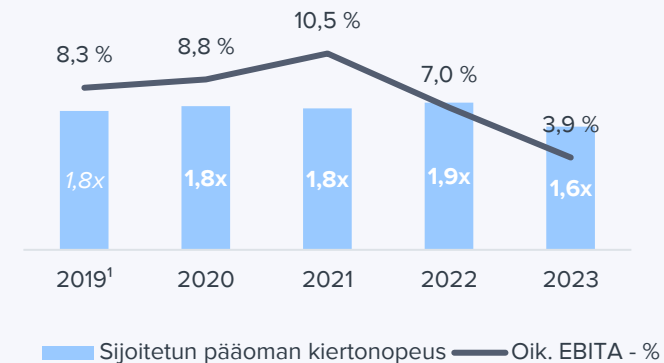
Strategian ytimessä oleva yritysostovetoinen kasvu ei ole onnistunut

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

Operatiivinen tehokkuus



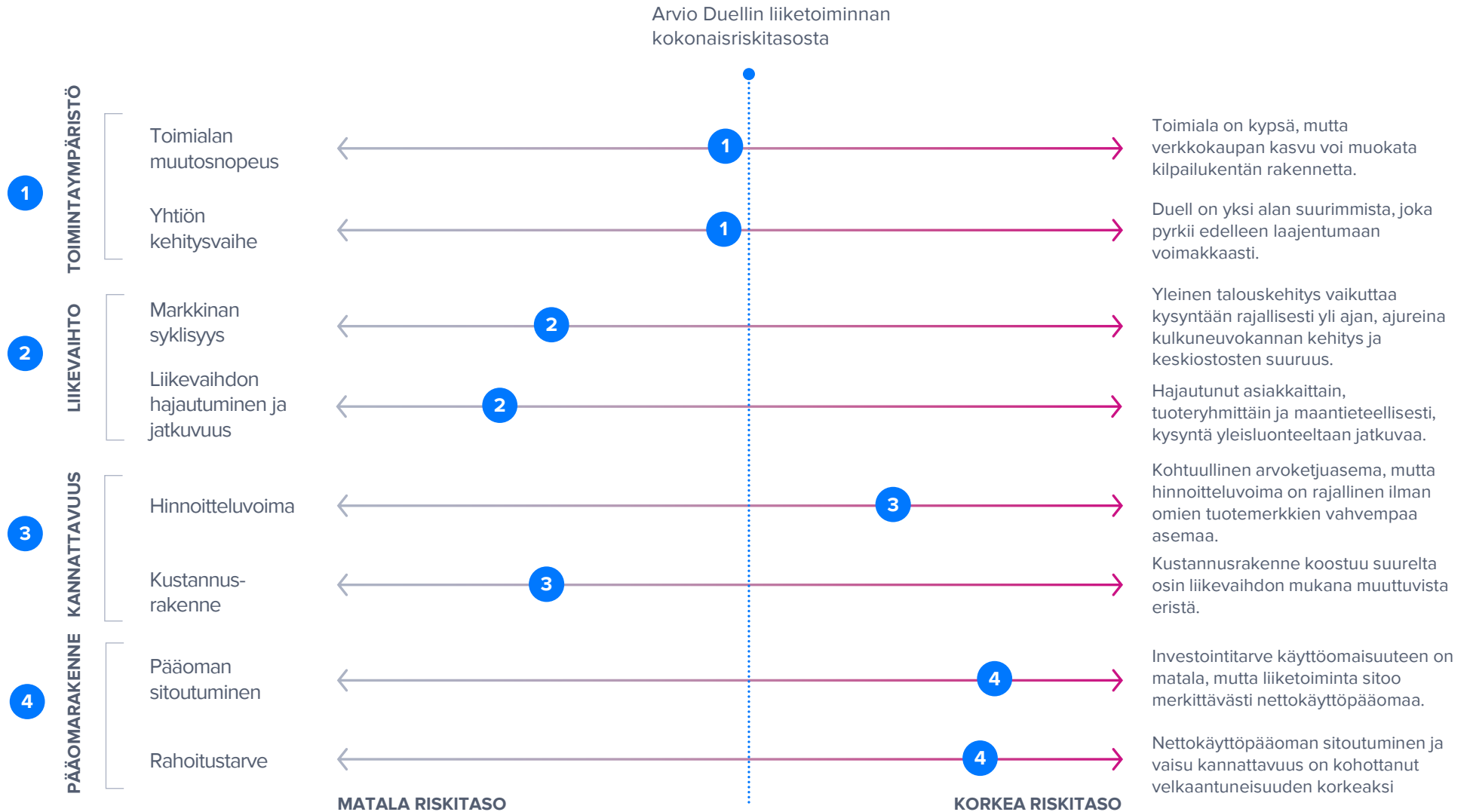
Pääoman kierto



Lähde: Duell ja Inderes

¹ Tilikauden lopun sijoitettu pääoma

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Strategiset tavoitteet ja painopistealueet

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

Tehostamistoimenpiteiden edistäminen ja kannattavuuden parantaminen: Duell aloitti keväällä 2023 kustannussäästöohjelman, jonka säästötavoitteet on asetettu tilikaudelle 2024. Säästöohjelma sisältää muutosneuvottelut, varaston tehostustoimenpiteitä ja bruttokatteen parantamiseen tähtäviä toimenpiteitä.

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

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

Brändivalikoiman kehittäminen: Duell pyrkii lisäämään brändejä sen tuotevalikoimassa, mutta samalla karsimaan päällekkäisiä brändejä keskittymällä parempikatteisiin tuotteisiin. Tiettyjä brändejä yhtiö voi myös muuntaa omiksi

tuotemerkeiksi tai hankkia omia tuotemerkkejä.

Markkinakohtainen laajentumissuunnitelma

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

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

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

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

Strategiset tavoitteet



Tulla jälleenmyyjien ja brändien omistajien parhaaksi kumppaniksi koko Euroopassa



Vahvistaa johtavaa markkinaosuutta Pohjoismaissa

Strategiset painopistealueet



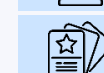
Tehostamistoimenpiteiden edistäminen ja kannattavuuden parantaminen



Uusille maantieteellisille markkinoille laajentuminen orgaanisesti ja epäorgaanisesti



Kumppani verkkomyynnin kehittämisessä



Brändivalikoiman kehittäminen

Kohdemarkkinat kategorioittain

- Korkean markkinaosuuden markkinat
- Matalamman markkinaosuuden markkinat
- Varhaisen vaiheen markkinat
- Uudet markkinat ¹



Lähde: Duell ja Inderes

¹Esimerkkejä markkinoista, joissa Duell ei tällä hetkellä toimi

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Kilpailukyky rakentuu brändi- ja jälleenmyyjäportfolioista

Näkemyksemme mukaan Duellin pitkän tähtäimen kilpailukyvyyn ratkaisee sekä brändiportfolioon kattavuus 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. Toisaalta yhdessä tuotekategoriassa brändien määrän maksimointi ei arviomme mukaan olisi taloudellisista lähtökohdista järkevä strategia. Brändien suuntaan yhtiön houkuttelevuutta kasvattaa jälleenmyyjien määrän kasvu, sillä se laajentaa brändien myyntikanavia ja -kenttää. Lisäksi olennaisessa asemassa kilpailukyvyyn kannalta on myös tehokas operointi (ts. logistiikka), joka nojaa pitkälti IT-infrastruktuuriin. Näitä kilpailukyvyyn 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.

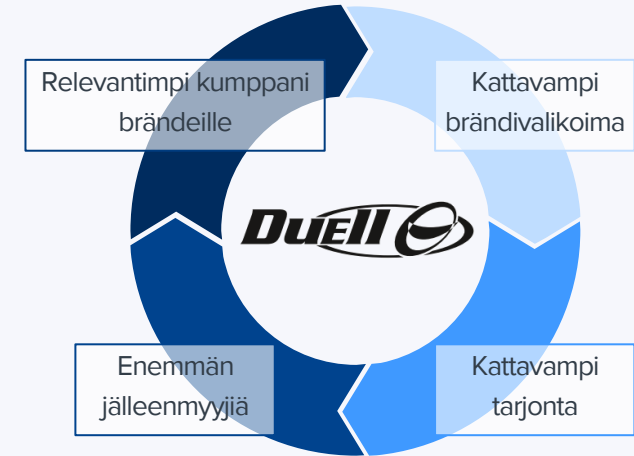
Epäorgaaninen kasvu tärkeä osa työkalupakissa

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

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

Duell on kertonut tehneensä yritysostoja keskimäärin 6x EV/EBITDA-kertoimella. Arviomme kuitenkin yritysostokohteiden liikevaihdon ja siten myös kannattavuuden kehittyneen lyhyellä aikavälillä heikosti, minkä myötä maksetut kertoimet ovat huomattavasti korkeampia yritysostokohteiden nykyisiin tulostasoihin peilattuna.

Kilpailukyvyyn rakennuspalikat



Epäorgaanisen kasvun taustatekijät



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

Strateginen logiikka linkittyy kasvutavoitteisiin



Taloudellisina mittareina korostuu maksettava kauppahinta ja ostettavan kohteen operatiivinen kehitys

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Pidämme yhtiön yritysostostrategiaa etenkin suuremman jälleenmyyjäverkoston ja tuotevalikoiman myötä vahvistuvan arvonluontipotentiaalin takia perusteltuna. Yritystovetoisen strategian toteutus on kuitenkin arviomme mukaan hyvin vaativaa jatkuva liiketoimintojen integrointi ja kulttuurikysymykset huomioiden. Strategian arvoa luovan toteutuksen osalta yhtiöllä onkin vielä paljon todistettavaa.

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 Duellin 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 riippuu muun muassa ostokohteen koosta ja oman brändin paikallisesta tunnettuudesta. Liiketoimintamallia mukailien integraation keskiössä on luonnollisesti logistiikka ja olemassa olevat järjestelmät, joiden ajankohtaisuus vaikuttaa järjestelmäpuolen integraation syvyyteen. Strategista merkitystä mukailien Duellin ei ensisijaisesti tavoittele yritysostoissa kustannuspuolen synergioita, vaan potentiaalisimmat synergiat linkittyvät hankintojen avaamiin kasvumahdollisuuksiin.

Taloudelliset tavoitteet

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

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

Kannattavuus: Oikaistu EBITA-% vähintään 13 %.

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

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

Kasvutavoite vaatii epäorgaanista tukea

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

Liikevaihdon kasvutavoitteelle voidaan hakea vertailukohtaa sekä historiallisesta kasvuvauhdista että markkinan arvioidusta kasvunopeudesta. Yhtiön historiallinen (2012-2023) raportoitu vuotuinen kasvuvauhti on ollut yli 15 % vuositason (CAGR-% 16,3 %). Tämän yhtiö on arviomme mukaan saavuttanut suurimmaksi osin orgaanisen kasvun avulla.

Taloudelliset tavoitteet ja osingonjakopolitiikka

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

Historiallinen kasvu



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Duelliin tulee jatkaa markkinaa selvästi vauhdikkaampaa kasvuaan, jotta se saavuttaisi kasvutavoitteensa alarajan. Tämä edellyttää noin 11 % vuotuista kasvua (CAGR-%) vuoteen 2028 asti. Vastaavasti tavoitteen yläraja edellyttää noin 35 %:n vuotuista kasvua. Keskipitkän aikavälin kasvutavoitteen suhteellisen lavea haarukka arviomme mukaan heijasteleekin opportunistista suhtautumista yrityskauppoihin ja tavanomaista epävarmuutta niiden toteutumiseen. Kasvutavoitteeseen pääseminen arviomme mukaan vaatii taakseen yritysostoja, emmekä pidä tavoitteen saavuttamista puhtaasti orgaanisen kasvun avulla realistisena.

Yrityskauppojen arvonluonnin edellytykset määrittävät ostokohteen kasvu- ja pääoman tuotto-profiilista sekä maksetusta kauppahinnasta. Näin ollen kasvutavoitteeseen pääseminen yrityskauppojen kautta luo omistaja-arvoa vain jos yritysostoihin sijoitetun pääoman tuotto ylittää pääoman vaatimuksen (RONIC > WACC). Tämän osalta yhtiöllä on rutkasti todistettavaa, sillä etenkin lähihistoriassa sijoitetun pääoman tuotto on jäänyt selvästi pääoman kustannusta matalammaksi.

Kannattavuustavoite on kunnianhimoinen

Tilikaudella 2023 yhtiön suhteellinen kannattavuus jatkoi laskuaan, kun oikaistu EBITA-% laski 3,9 %:iin. Heikentyneen kannattavuuden taustalla oli pääosin liikevaihdon lasku. Duelliin nykyinen kulurakenne on suunniteltu nykyistä suuremmalle liikevaihdolle, joten näemme kannattavuudessa selvää parantamisen varaa matalalta tasolta

kysynnän palautuessa. Etenkin henkilöstökuluissa näemme lyhyen tähtäimen skaalautumispotentialia edellisen tilikauden tasolta (noin 11 % liikevaihdosta) lähemmäs historiallista noin 8 % – 9% tasoa, mutta myös liiketoiminnan muissa kuluista näemme lievää tehostusvaraa.

Tavoitetasolle pääseminen vaatisi arviomme mukaan selvää tukea myyntikate-%:n vahvistumisesta. Myyntikatteen vahvistumisen ajurina näemme Duelliin omien brändien myynnin osuuden kasvun, joiden katteet ovat arviomme mukaan jokseenkin ulkoisten brändien myyntiä korkeammat. Tästä huolimatta näemme tavoitellun kannattavuustason saavuttamisen konsernin nykyisillä liiketoiminnoilla hyvin haastavana.

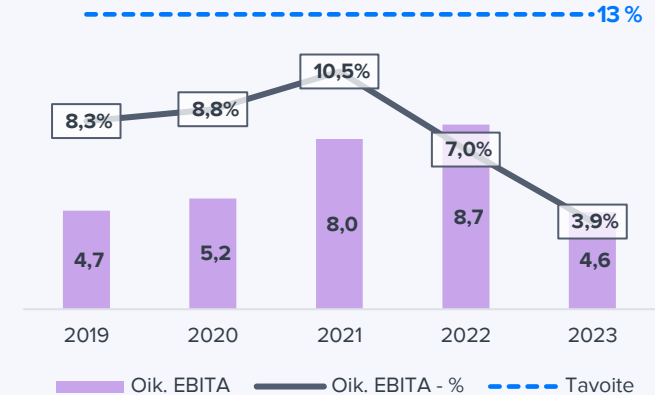
Osinkopolitiikka on kasvuyhtiöprofiilin mukainen

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

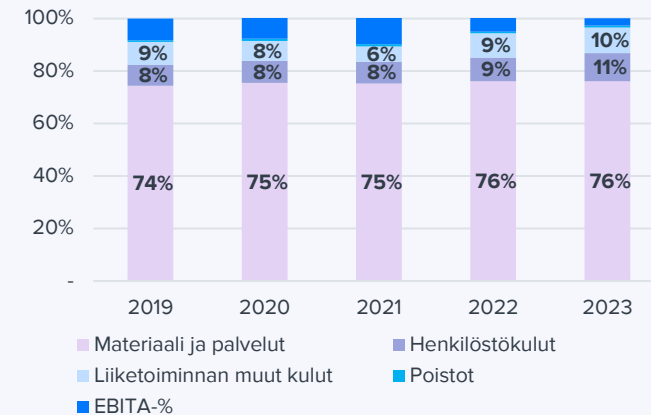
Velkaantuneisuus yhä yli tavoitetason

Duelliin nettovelan suhde edellisen 12 kuukauden oikaistuun käyttökatteeseen oli Q1'24:n lopussa noin 7x. Merkintäoikeusannin myötä arviomme velkaantuneisuuden laskevan noin 5x tasolle Q2:n lopussa, mikä ylittää Duelliin tavoitetason.

Tulos- ja kannattavuuskehitys



Kulurakenteen kehitys (% liikevaihdosta)



Markkina ja kilpailukenttä 1/4

Kohdemarkkinoiden määrittely

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

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

Kohdemarkkinat ovat valtavat

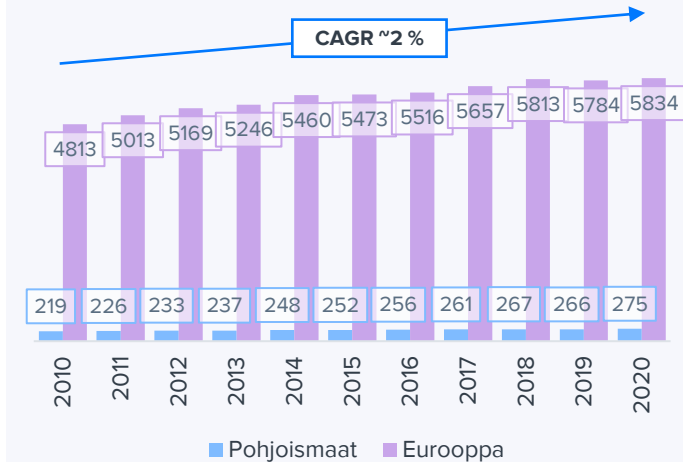
Markkinatutkimuksessa onroad-moottoripyörien markkinakoon Pohjoismaissa on arvioitu olleen vuonna 2020 236 MEUR, kun taas muun Euroopan markkinan koon on arvioitu olleen noin 5 miljardia euroa. Siten koko onroad-moottoripyörämarkkinan kooksi on arvioitu noin 5,2 miljardia euroa. Vastaavasti offroad-moottoripyörien markkinan kooksi arvioitiin 40 MEUR Pohjoismaissa ja noin 830 MEUR muissa Euroopan maissa. Näin ollen kohdemarkkinoiden kokoluokaksi kokonaisuudessaan on arvioitu noin 6 miljardia euroa vuonna 2020.

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.

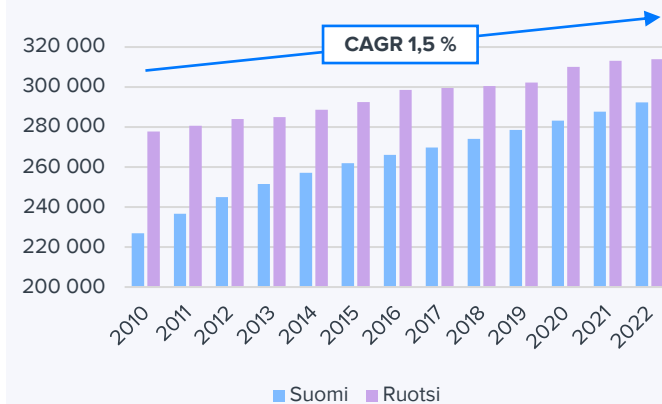
Markkinan kasvu on ollut verikkaista

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

Pohjoismaiden kohdemarkkinoiden kehitys (MEUR)



Moottoripyöräkanta Suomessa ja Ruotsissa (kpl, 2010-2022)



Markkina ja kilpailukenttä 2/4

Arvioimme markkinan viimeaikaisen supistumisen haudanneen alleen etenkin vuonna 2021 nähdyn markkinan voimakkaan kasvun. Näin ollen arvioimme kokonaismarkkinan koon olevan suhteellisen linjassa vuosien 2019 ja 2020 tasoon nähden.

Markkinan kasvun ajurit ja markkinatrendit

Verkkokaupan suhteellisen osuuden kasvu on myös moottoriurheilun jälkimarkkinoille heijastuva trendi. Verkkokaupan suhteellisen osuuden kasvua tukee se, että markkinat sopivat hyvin verkko-ostoksiin, sillä kysyntä on usein korvauskysyntää.

Arviomme mukaan verkkokaupan suhteellisen osuuden kasvu voi tarjota kilpailukykyisille, ketterille ja joustaville toimijoille yleistä markkinakasvua ripeämmän kasvupohjan keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Lisäksi arvioimme, 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). Moottoriurheiluajoneuvojen maltillisempien päästöjen vuoksi niihin kohdistuvan regulaation voi arviomme mukaan odottaa kehittyvän muita liikennemuotoja, kuten autoja hitaammin. Lisäksi on huomioitava, että tehollisuuden muutos vaikuttaa todennäköisesti

ainoastaan teknisiin osiin, kun taas varustekysyntään sillä ei mielestämme voi odottaa olevan merkittävää vaikutusta. Arviomme mukaan tehollisuuden muutos myös vaikuttaisi valtaosin tuotejakaumaan, mutta ei niinkään teknisten osien tarpeeseen.

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

Markkinan ennustettu kasvu

Arviomme mukaan markkinan pidemmän tähtäimen kasvu linkittyy edellä esiteltyihin ajureihin. Lisäksi arvioimme, että myös tulevaisuudessa noin historiallista kasvuvauhtiaan kasvavan markkinan kasvu on suhteellisen defensiivistä pitkällä tähtäimellä. Jonkinlainen linkki kysynnän ja talouskehityksen välillä kuitenkin arviomme mukaan on, minkä taustalla on kuluttajien käytössä olevien varojen muutos. Tämä on korostunut korkean inflaation taloussympäristössä, jolloin arvioimme kohdemarkkinan jopa supistuvan selvästi. Kysynnän defensiivistä luonnetta kuitenkin puoltaa korvauskysynnän merkittävä rooli ja

arvioimmekin kohdemarkkinoiden supistumisen eroavan toisistaan eri tuotekategorioissa (ts. varaosat vs. varusteet).

Kilpailukenttä jakaantuu kolmeen jakelijakategoriaan

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

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

Markkina ja kilpailukenttä 3/4

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 pienemmillä maantieteellisillä markkinoilla.

Kohdemarkkinat ovat pirstaloituneet, mutta konsolidoitumassa

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

Kärkijoukko muodostuu muutamasta suuresta pelurista

Kilpailijakentän suurimpia kansainvälisiä pelureita ovat Parts Europe, pääomasijoittaja Arrowheadille vuonna 2022 myyty Bihr sekä niin ikään pääomasijoittajan omistama Powersports

Distribution Group (PDG). Tähän suurten kansainvälisten pelureiden joukkoon lukeutuu myös Duell. Arviomme mukaan Duell kilpailee etenkin näiden toimijoiden kanssa Pohjoismaisilla ja Muun Euroopan markkinoilla. Organisen kasvun lisäksi kilpailua arviomme mukaan käydään näiden toimijoiden kesken myös yritysostokohteista. Toimijoista muun muassa PDG on ollut aktiivinen yritysostoissa ja se on nykymuotoisen historiansa aikana tehnyt 12 yritysostoa (2017-2023). Siten arviomme mukaan suurten toimijoiden markkinaosuuden kasvua tulee myös vauhdittamaan niiden toteuttamat epäorganisen kasvun strategiat.

Kilpailijoiden kannattavuuspotentiaali on yhtenevä

Duellin kilpailijakentässä ei ole muita listautuneita toimijoita, minkä takia niistä on heikosti saatavilla taloudellista kehitystä kuvaavia lukuja. Saatavilla olleiden lukujen ja toimialan luonteen pohjalta arviomme ettei kilpailijakentässä kuitenkaan esiinny merkittäviä kannattavuuseroja. Arviomme mukaan toiminnan kokoluokka voi vahvistaa suurimpien toimijoiden kannattavuutta lievien mittakaavaetujen ansiosta, mutta toisaalta myös strateginen kehitysvaihe (ts. kasvun tavoittelu vs. vakaa kasvuvauhti), tuotejakauma ja maantieteellinen peitto vaikuttavat toimijoiden kannattavuuteen. Toimialan matalan alalle tulon kynnyksen ja kestävien kilpailuetujen puutteen vuoksi emme usko toimialalla syntyvän merkittäviä kannattavuuseroja toimijoiden välille yli ajan tarkasteltaessa.



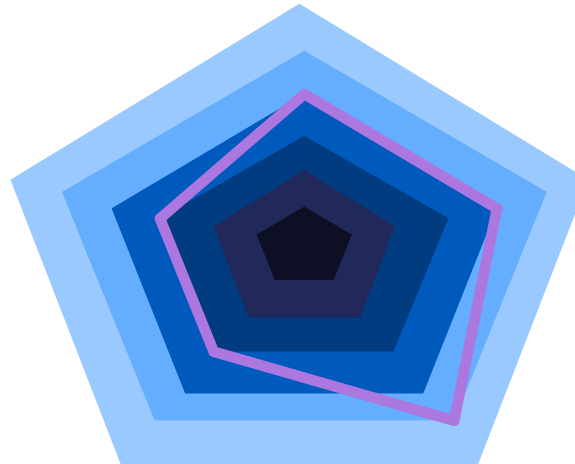
Markkina ja kilpailukenttä 4/4

Nykyinen kilpailutilanne (kohtuullinen*)

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

Korvaavien tuotteiden uhka (vähäinen*)

- Teknisten osien ja varaosien sekä myös 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
- 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. Tilikausilla 2019-2023 materiaalien ja palveluiden suhde liikevaihtoon on ollut noin 75 % ja näin ollen yhtiön myyntikate on ollut noin 25 %. Tätä voidaan mielestämme pitää tukkurille tavanomaisena tasona. Duellin vuonna 2023 toteuttama TranAm – yrityskauppa sisältyy kustannusrakenteeseen vasta H2'23:lta lähtien. TranAmin myyntikate-% on ollut Duellia korkeampi, minkä pitäisi vahvistaa Duellin kannattavuutta jatkossa lievästi.

Muissa kustannuksissa lievää skaalautumispotentiaalia

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

Yhtiön maantieteelliseen laajentumiseen tähtäävä kasvustrategia arviomme mukaan edellyttää

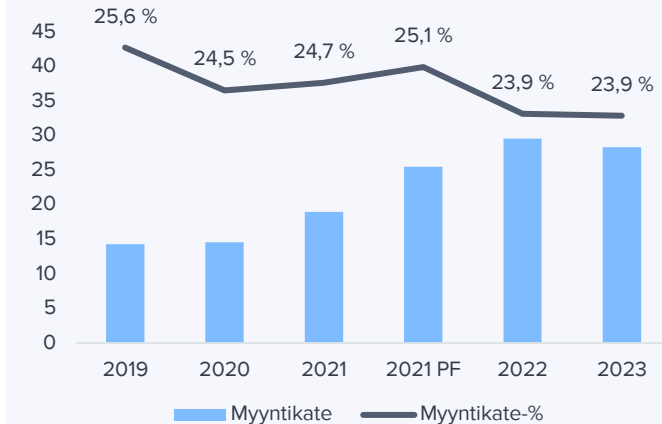
myynti- ja osin myös muun organisaation kasvattamista etupainotteisesti. Logistiikan ja hallinnollisten kustannuksien tulisi kuitenkin arviomme mukaan omata lievää skaalautuvuutta ja siten niiden suhteellisen osuuden tulisi laskea ajan yli ja hitaamman kasvun vaiheessa.

Kustannusrakenne on joustava

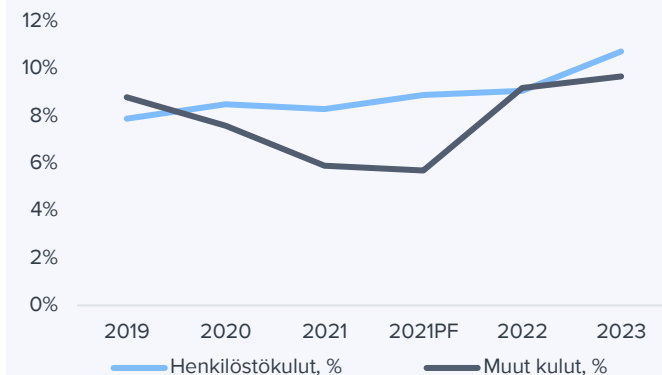
Duellin kustannusrakenne on näkemyksemme mukaan joustava, sillä suurin osa kustannuksista on muuttuvia. Arviomme mukaan yhtiön kustannuksista noin 80-85 % on muuttuvia, kun taas lyhyellä aikavälillä kiinteiden kustannuksien osuus on 15-20 %. Kiinteiden kustannusten matalaa osuutta selittää se, ettei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

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

Myyntikatteen kehitys



Henkilöstökulut ja muut kulut % liikevaihdosta



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Taseen pitkäaikaiset varat valtaosin liikearvoa

Tilikauden 2023 lopussa Duellin taseen loppusumma oli 95,5 MEUR. Epäorgaanista kasvua peilaten taseen pitkäaikaiset varat koostuvat valtaosin aineettomasta omaisuudesta, jotka olivat tarkastelupisteessä noin 24 MEUR. Aineettomat varat koostuvat valtaosin 21,3 MEUR:n liikearvosta, joka on syntynyt yrityskaupoista ja jota yhtiö poistaa vuosittain FAS-kirjanpidon mukaisesti. Tämä kasvattaa tuloslaskelman poistoja.

Lyhytaikaiset varat heijastelevat tukkurin liiketoimintamallia

Taseen lyhytaikaisista varoista valtaosa muodostui 50 MEUR:n vaihto-omaisuudesta, joka on huomattava sekä suhteessa taseen kokoluokkaan (53 % taseesta) että toiminnan kokoluokkaan (42 % 2023 liikevaihdosta). Näkemyksemme mukaan nopeat toimitusajat mahdollistavat merkittävät varastot ovat yhtiön kilpailukyvyyn kannalta kriittinen elementti, mikä puoltaa niiden suurta kokoluokkaa. Duell onnistui suunnitellun mukaisesti laskemaan koholla olleita varastotasojaan tilikaudella 2023, minkä myötä se pystyi laskemaan nettovelkaansa. Huomioitavaa on kuitenkin, että vaihto-omaisuutta myös kasvatti tilikauden aikana tehty TranAm –yritysosto.

Toinen lyhytaikaisten varojen merkittävä erä on myyntisaamiset, jotka olivat tilikauden 2023 lopussa 16 MEUR. Vastaavasti rahavaroja yhtiöllä oli 2 MEUR. Nykyisessä markkinatilanteessa arvioimme pienempien jälleenmyyjien taloudellisen tilanteen heikentyneen, mikä voi

aiheuttaa luottotappioita. Emme kuitenkaan odota näiden nousevan yhtiön mittaluokassa huomattavan suuriksi hajautuneen asiakasportfolion takia.

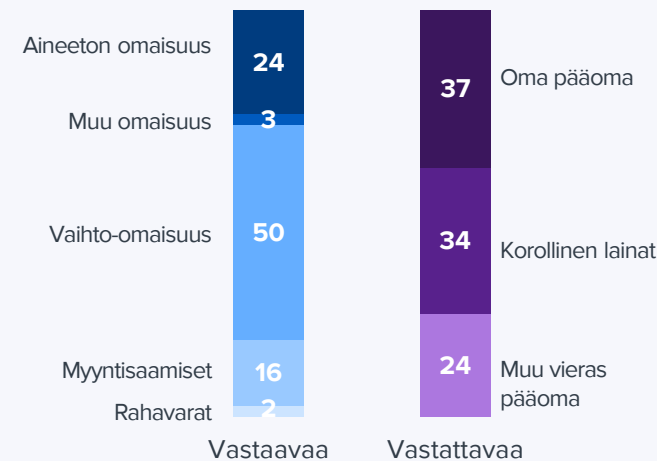
Tasetta vahvistettiin merkintäoikeusannilla

Tilikauden 2023 lopussa yhtiön korollinen velka muodostui 32 MEUR:n korollisesta pitkäaikaisista lainoista, 2,2 MEUR:n korollisesta lyhytaikaista lainoista sekä vuoden 2023 lopussa maksetusta TranAm –yritysoston kauppahinnasta (5,6 MEUR), joka näkyi tilinpäätöksessä muissa veloissa. Näin ollen nettovelka asetui Q4:n lopussa 38 MEUR:oon. Muita olennaisia velkoja taseessa olivat 12 MEUR:n suuruiset ostovelat. Siten tilikauden 2023 lopussa Duellin omavaraisuusaste oli noin 39 % ja sen nettovelkaantumisaste oli noin 103 %. Vastaavasti nettovelan ja edellisen 12 kuukauden oikaistun käyttökateen suhde oli korkea 7x.

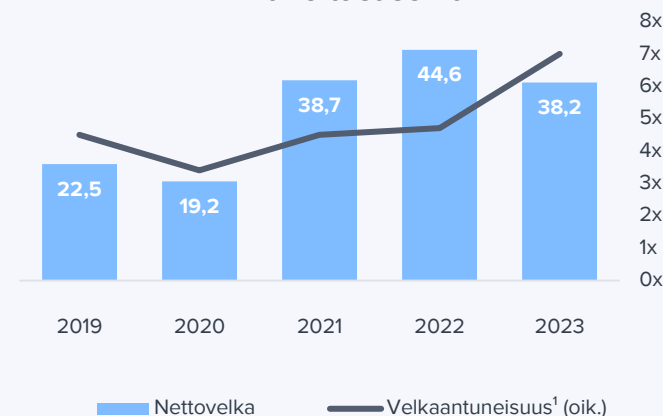
Q1'24:n lopussa yhtiön nettovelka oli noussut 44,2 MEUR:oon. Heikon kannattavuuden vuoksi velkaisuus oli edelleen epämukavuusalueella, ja nettovelan suhde edellisen 12 kuukauden oikaistuun käyttökateeseen oli korkea. Taseen vahvistamiseksi toteutettu merkintäoikeusanti laskee nettovelka/käyttökate –tunnusluvun arviomme mukaan tasolle 5,1x H1'24:llä. Näin ollen velkaantuneisuutta saadaan laskettua merkittävästi, mutta Duellin tavoitteen mukaiselle 2x-3x nettovelka/käyttökate tasolle pääseminen vaatii vielä kannattavuuden vahvistumista matalalta tasolta ja/tai nettovelan laskua operatiivisen kassavirran myötä.

Taserakenne 2023

(95,5 MEUR)



Rahoitusasema



Lähde: Duell ja Inderes

¹ Nettovelka/ed. 12kk oikaistu käyttökate

Ennusteet 1/3

Ennustemalli

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

Pidemmän aikavälin ennusteemme pohjautuvat kasvun osalta kohdemarkkinoiden talouskasvuun sekä arvioituun markkinakasvuun ja kannattavuuden osalta historiallisiin sekä arvioimiimme pitkän aikavälin kannattavuustasoihin. Laajan raportin yhteydessä emme tehneet muutoksia operatiivisiin tulosenusteisiimme

Odotamme markkinan säilyvän vaikeana 2024

Duell ei ole antanut liikevaihto-ohjeistusta tilikaudelle 2024 vedoten haastavaan markkinatilanteeseen ja kysynnän heikkoon ennustettavuuteen. Kannattavuuden osalta Duell arvioi oikaistun EBITAn paranevan edellisvuoden tasosta. Tammikuussa raportoidulla Q1'24:lla yhtiön liikevaihto laski 5 %, minkä taustalla oli -7,5 %:n orgaanisen liikevaihdon lasku, kun taas TranAm -yritysosto tuki liikevaihdon kehitystä. Jakson oikaistu EBITA oli 0,3 MEUR.

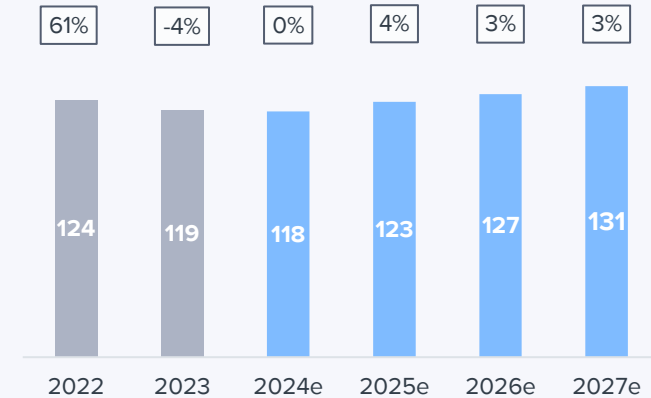
Ennustamme yhtiön liikevaihdon kehittyvän vakaasti tilikaudella 2024 ja olevan 118 MEUR. Odotamme orgaanisen liikevaihdon laskevan 5 %. Tämän taustalla on odotuksemme vuonna 2024

saavutettavasta kokonaismarkkinan pohjasta, ja sitä myötä orgaanisen liikevaihdon laskun hidastumisesta. Koko vuoden kasvuun heijastuu TranAm-yritysosto, mikä nostaa raportoidun kasvun nollan tuntumaan.

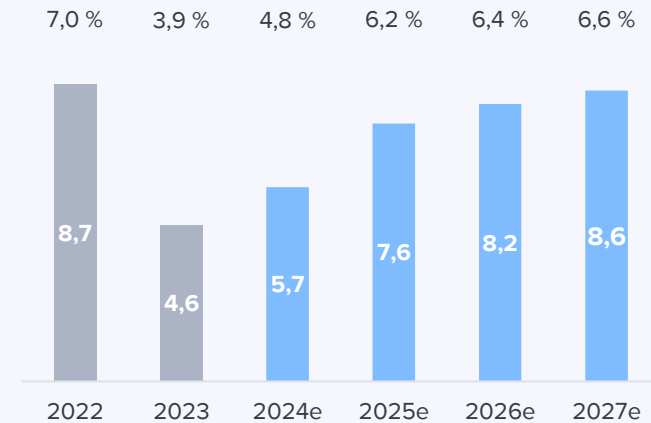
Tilikauden 2024 oikaistun EBITAn ennusteemme on 5,7 MEUR:ssa (2023: 4,6 MEUR), mikä vastaa 4,8 %:n oikaistua EBITA-marginaalia (2023: 3,9 %). Odotamme kannattavuuden vahvistuvan Q2:lla Q1:n tasosta. Kannattavuusparannuksen taustalla on myyntikatteen vahvistuminen tehtyjen tehostustoimien myötä sekä myyntikatetta tukeva TranAm -yritysosto. Odotamme kannattavuuden vahvistuvan absoluuttisesti Q3:lla kausiluonteisesti korkeinta myyntivolyymia heijastellen. Q4:n odotamme jäävän kannattavuudeltaan sen sijaan vaisummaksi etenkin kausiluonteisesti heikompa myyntikatetta sekä volyyymia heijastellen.

Kuluvan tilikauden korkokulujen odotamme laskevan edellisen tilikauden korkealta tasolta osakeannin seurauksena. Merkintäosakeannin järjestämiseen liittyviä kuluja yhtiö kirjaa tuloslaskelmaansa operatiivisiin kuluihin arviomme mukaan Q2:lle 1,8 MEUR:lla (Q1:llä 0,6 MEUR). Oikaisemme nämä oik. EBITA:sta kertaluonteisina. Tilikauden 2024 veroasteen odotamme olevan hieman edellisvuosia korkeampi tuloksen maantieteellistä jakaumaa heijastellen, ja hienosäädimme ennustettamme tilikauden 2024 veroista tarkasteltuamme ennusteitamme. Siten odotamme liikearvon poistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen yltävän 0,002 euroon. Emme odota Duellin maksavan osinkoa myöskään tilikaudelta 2024, vaan uskomme yhtiön allokoivan rahavarat vielä velan lyhentämiseen.

Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu-%



EBITA ja EBITA-% (oik.)



Ennusteet 2/3

Näkemyksemme mukaan keskeisin lyhyen tähtäimen ennusteisiimme sisältyvä riski on kysynnän kehitys nykyisessä kohonneen korkotason ja sitä myöten heikomman kuluttajakysynnän ympäristössä. Kesäkauden 2024 epävarman kysynnän lisäksi kilpailijoiden aggressiivisesti hinnoitellut varastojen tyhjennykset voivat tehdä markkinatilanteesta odotuksiamme haastavamman.

Tilikauden 2023 lopussa Duell ei täyttänyt pankin kanssa neuvoteltuja kovenanttiehtoja. Tämän seurauksena yhtiö neuvotteli uudet ehdot, minkä yhteydessä pankki luopui ehtojen täyttymisen vaatimisesta H1'24:n osalta. Näin ollen kovenanttiehdot astuvat voimaan Q3'24:sta lähtien. Tähän poikkeuksena on lyhyen aikavälin kovenanttiehto, jonka mukaan Q2'24:n käyttökatteen on oltava vähintään 0,5 MEUR (Inderes Q2'24e oik. EBITDA 1,3 MEUR) ja vastaavasti Q3'24:n käyttökate on oltava vähintään 2,5 MEUR (Inderes Q3'24e oik. EBITDA 3,9 MEUR).

Osakeannin yhteydessä täsmennetyt kovenanttiehdot liittyvät nettovelan ja käyttökatteen suhteeseen sekä nettovelkaantuneisuuteen. Nettovelkaantuneisuuden osalta (max gearing 120 %) arvioimme Duellin yltävän kovenanttiehtoon helposti. Käyttökatteen ja nettovelan suhteen sallittu yläraja vaihtelee kovenanttiehdoissa 7x ja 3x välillä neljänneksestä riippuen. Laaja vaihteluväli heijastelee arvioimme mukaan Duellin sesongin mukana vaihtelevaa käyttöpääoman tarvetta sekä lyhyellä aikavälillä edelleen koholla olevaa velkaantuneisuutta. Ennusteissamme nettovelka/oik. käyttökate on

Q3'24:n lopussa noin 3,7x ja Q4'24:n lopussa 2,2x. Ennusteidemme mukaisella tulosuralla odotamme yhtiön täyttävän kovenanttiehdot.

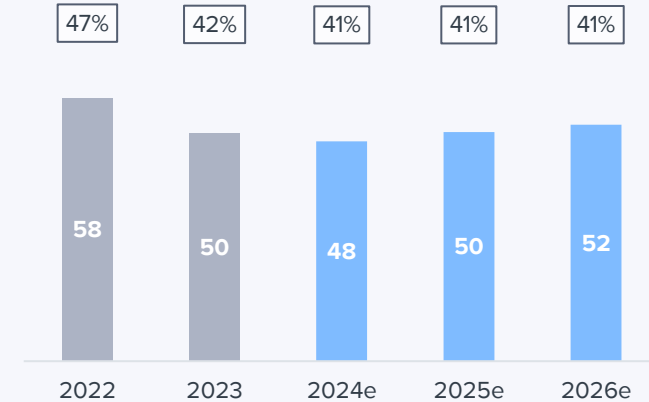
Tilikaudet 2025 ja 2026

Odotamme Duellin liikevaihdon kasvavan tilikaudella 2025 4 % 123 MEUR:oon. Tämä heijastelee arvioimaamme markkinan kasvuvauhtia markkinan palautuessa poikkeuksellisen heikoista vuosista. Tilikaudella 2026 ennustamme konsernin liikevaihdon kasvun yltävän 3 %:iin ja liikevaihdon 127 MEUR:oon. Vuonna 2026 orgaanisen kasvun veturina ennusteissamme toimii Duellin matalammilla markkinaosuuksilla operoivat pohjoismaiden ulkopuoliset jälleenmyyjät.

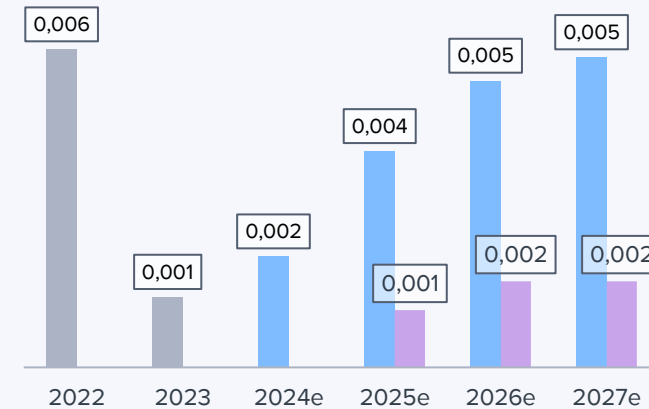
Tilikauden 2025 oikaistun EBITAn ennustamme kohoavan 7,6 MEUR:oon ja kannattavuuden 6,2 %:iin. Lievä kannattavuuden parannus ennusteissamme selittyy myyntikatteen hienoisella parantumisella. Tämä puolestaan juontaa juurensa arvoketjun varastotasojen vakiintumisen myötä normalisoituvalla hintakilpailulla sekä Duellin omilla tehostustoimilla. Muun kulurakenteen odotamme kehittyvän jokseenkin vakaasti.

Tilikauden 2026 oikaistun EBITAn odotamme kohoavan 8,2 MEUR:oon, mikä vastaa 6,4 %:n marginaalia. Ennusteissamme odotamme Muun Euroopan kasvun valuvan tehokkaammin tulokseen, sillä arvioimme tilikauden 2026 liikevaihdon kasvun tulevan markkinoilta, joissa yhtiö jo toimii. Näin ollen näiden markkinoiden kasvun ei tulisi edellyttää samassa suhteessa kustannuksia kohottavia panostuksia.

Nettokäyttöpääoma ja nettokäyttöpääoma-%



Osakekohtainen tulos (oik.) ja osinko



Ennusteet 3/3

Tilikausien 2025 ja 2026 rahoituskustannuksien odotamme laskevan operatiivisen rahavirran myötä laskevaa velkaisuutta heijastellen, kun taas veroasteen odotamme säilyvän yli Suomen yhteisöveron tason Muun Euroopan kasvua heijastellen. Siten osakekohtaisen tuloksen ennusteemme tilikausille 2025 ja 2026 ovat 0,004 euroa ja 0,005 euroa osakeannin myötä kasvanutta osakemäärää heijastellen. Odotamme yhtiön maksavan tilikaudelta 2024 0,001 euron ja tilikaudelta 2025 0,002 euron osakekohtaisen osingon.

Ennustamallamme maltillisella orgaanisella liikevaihdon kasvuvauhdilla nettokäyttöpääoman sitoutuminen on niin ikään maltillista. Näin ollen ennustamme operatiivisen rahavirran jäävän vain hieman tulosta matalammaksi vuodesta 2025 eteenpäin. Siten yhtiön velka lyhenee ennusteissamme tavoitetason alarajalle (2x nettovelka/EBITDA) tilikauden 2025 aikana, minkä myötä pidämme todennäköisenä, että yhtiö palaa myös yritysjärjestelyjen polulle.

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteet

Ennusteissamme yhtiö ei pääse taloudellisiin tavoitteisiinsa keskipitkällä aikavälillä liikevaihdon tai kannattavuuden osalta. Odotamme liikevaihdon kasvun keskipitkällä aikavälillä asettuvan noin markkinakasvun tasolle 3 %:iin. Näin ollen ennustamme liikevaihdon yltävän orgaanisesti 134 MEUR:oon vuonna 2028.

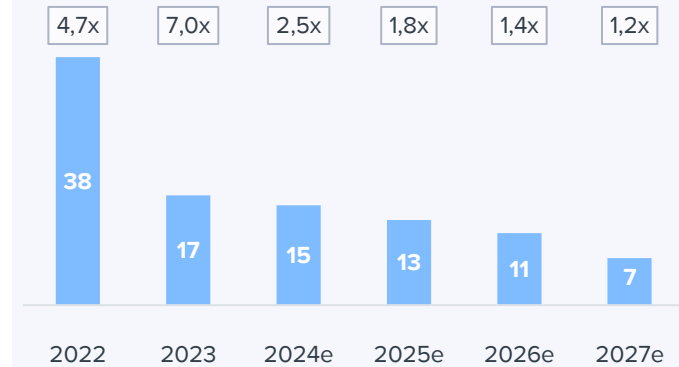
Ennusteemme eivät sisällä mahdollisia tulevia yritysjärjestelyjä, mutta ennusteidemme mukaisessa skenaariossa yhtiöllä on

tulorahoituksen sekä yhtiön velkaantuneisuus tavoitteen kautta haarukoidun velkakapasiteetin puitteissa allokoitavaksi yritysjärjestelyihin noin 50 MEUR vuosina 2024–2028. Tämän rahoituksen puitteissa liikevaihtotavoitteen alarajalle (200 MEUR) pääseminen on arviomme mukaan mahdollista yritystosten kauppahinnoista (EV/S) riippuen. Toisaalta oman pääoman ehtoisen lisärahoituksen tuella tavoite on hyvinkin saavutettavissa. Epäorgaanisen kasvun arvonluonti riippuu kuitenkin suurilta osin yrityskaupoista maksetuista kauppasummista, joten liikevaihtotavoitteen saavuttaminen ei ole omistaja-arvon luomisen kannalta itseisarvoista.

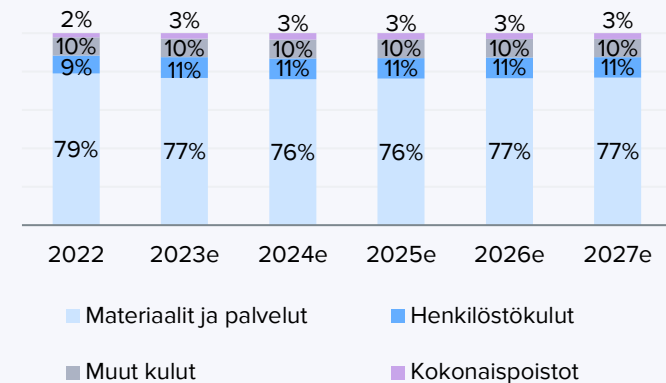
Kannattavuuden odotamme kehittyvän positiivisella trendillä keskipitkällä aikavälillä kustannusten skaalautuessa lievästi ja siten EBITA-%:n saavuttavan 8 %:n tason vuoteen 2028 mennessä. Keskipitkän aikavälin 13 %:n EBITA-% -tavoitteen saavuttaminen vaatisi nähdäksemme myyntikatteen selvää vahvistumista, minkä toteutumiseen emme ole toistaiseksi valmiita nojaamaan. Tämän taustalla on se, että arviomme mukaan maantieteellinen laajentumien ei arviomme mukaan tue omien tuotteiden suhteellisen osuuden samanaikaista huomattavaa kasvattamista. Tämä taas olisi arviomme mukaan edellytys selkeällä myyntikatteen vahvistumiselle.

Pitkällä aikavälillä odotamme liikevaihdon vakiintuvan maltillisen markkinan kasvun tasolle 2 % :iin. Kannattavuuden odotamme palaavan Duellin historiassa saavuttamalle tasolle, noin 9 % EBITA-%:iin.

Nettovelka ja velkaantuneisuus



Kustannusrakenteen kehitys, % operatiivisista kustannuksista



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	124	25,8	25,5	37,7	29,9	119	27,0	26,4	36,5	28,4	118	123	127	131
Käyttökate	7,4	-0,4	1,1	3,5	0,1	4,3	-0,2	-0,5	3,9	0,9	4,2	8,5	9,1	9,5
Poistot ja arvonalennukset	-2,5	-0,7	-0,7	-0,9	-0,9	-3,3	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7	-3,6	-3,6	-3,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,7	-0,4	1,0	3,8	0,2	4,6	0,3	1,1	3,7	0,7	5,7	7,6	8,2	8,6
Liikevoitto	4,9	-1,1	0,4	2,6	-0,8	1,0	-1,1	-1,4	3,0	0,0	0,4	4,9	5,5	5,9
Nettorahoituskulut	-1,9	-0,6	-0,4	-1,2	-1,2	-3,4	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-3,3	-2,3	-1,2	-1,0
Tulos ennen veroja	3,0	-1,7	-0,1	1,4	-2,1	-2,4	-2,0	-2,2	2,2	-0,8	-2,9	2,6	4,3	4,9
Verot	-1,1	0,1	-0,2	-0,7	0,3	-0,4	0,2	0,4	-0,7	0,0	-0,1	-1,4	-1,8	-2,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,9	-1,5	-0,3	0,7	-1,7	-2,8	-1,8	-1,8	1,4	-0,8	-3,0	1,2	2,5	2,9
EPS (oikaistu)	0,23	-0,04	0,03	0,06	-0,02	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,002	0,004	0,005	0,005
EPS (raportoitu)	0,08	-0,05	-0,01	0,02	-0,06	-0,09	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,003	0,001	0,002	0,003
Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	61,5 %	-5,2 %	-5,7 %	7,3 %	-13,8 %	-4,2 %	4,9 %	3,2 %	-3,0 %	-5,0 %	-0,4 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	8,5 %	-122,9 %	-53,3 %	27,1 %	-87,4 %	-47,4 %	-164,3 %	9,9 %	-4,1 %	209,8 %	24,2 %	32,9 %	7,5 %	4,9 %
Käyttökate-%	6,0 %	-1,4 %	4,3 %	9,2 %	0,3 %	3,6 %	-0,7 %	-1,9 %	10,7 %	3,3 %	3,5 %	6,9 %	7,2 %	7,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,0 %	-1,7 %	3,8 %	10,1 %	0,8 %	3,9 %	1,0 %	4,1 %	10,0 %	2,4 %	4,8 %	6,2 %	6,4 %	6,6 %
Nettotulos-%	1,6 %	-5,9 %	-1,0 %	1,9 %	-5,8 %	-2,4 %	-6,8 %	-6,9 %	3,9 %	-2,8 %	-2,5 %	1,0 %	2,0 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Huom. Liikevoitto ilman kertaeriä = yhtiön raportoima oikaistu EBITA

Sijoitusprofiili

Duell pyrkii takaisin kasvu-uralle

Näkemyksemme mukaan Duell on sijoitusprofiililtaan käänneyritys, joka pyrkii vaikean vaiheen jälkeen palaamaan kasvustrategian toteutukseen. Näkemystämme tukee viimeisten tilikausien liikevaihdon orgaanisen supistumisen lisäksi yhtiön strategian fokuusoituminen lyhyellä aikavälillä kannattavuusparannukseen. Velkaantuneisuuden laskemiseksi vuoden 2023 lopulla toteutettu osakeanti antaa yhtiölle työrauhan liiketoiminnan sopeuttamiseen vaisuun markkinatilanteeseen sekä valmistautumaan markkinan piristymiseen. Yritysostovetoisen kasvustrategian jatkaminen vaatii tuekseen operatiivisen rahavirran vahvistumisen, minkä myötä näemme tilikausien 2024 ja 2025 osalta yhtiön keskittyvän yritysjärjestelyjen sijaan olemassa olevan liiketoiminnan suorituksen parantamiseen.

Pidemmän aikavälin osalta näemme Duellin liiketoiminnan logiikan säilyneen jokseenkin ennallaan. Brändi- ja jälleenmyyjäverkoston kasvun myötä molemmille sidosryhmille paraneva palvelun arvo antaa kelpolliset lähtökohdan myös omistaja-arvon kasvattamiselle.

Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

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 vahvistaa yhtiön kilpailukykyä suhteessa

pienempiin toimijoihin nähden. 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 markkinaa ripeämpään orgaaniseen kasvuun yli ajan. Liiketoimintamallin lainalaisuuksia mukaillen tämän tulisi arviomme mukaan lievästi skaalautua kannattavuuteen ja vahvistaa tuloskasvun edellytyksiä keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Kasvun marginaalipotentialiaa vahvistaa omien tuotemerkkien suhteellisen osuuden kasvuun tähtäävät suunnitelmat.

Kasvua vauhdittavat yritysostot: Odotamme Duellin vauhdittavan kasvua yritysostoilla, jotka tähtäävät etenkin maantieteellisen peiton ja jälleenmyyntiverkoston kasvuun. Pidämme yhtiön epäorgaanisen kasvustrategian arvonluontiedellytyksiä kohtuullisina, mikäli yhtiö ei sorru maksamaan ostettavista kohteista liikaa suhteessa kohteiden pitkän aikavälin tulostasoon nähden. Yritysostojen arvostustasoihin ja ostokohteiden laatuun liittyvistä riskeistä johtuen yritysjärjestelyt voivat myös kääntyä arvoajureista ja mahdollisuuksista heikkouksiksi ja riskeiksi, jotka on myös viime tilikausina realisoituneet.

Heikkoudet ja riskitekijät

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 ollut pääsääntöisesti varsin vakaa, mutta etenkin vuoden 2022 kustannusten nousu ja kasvupanostukset nakersivat yhtiön kannattavuutta tuntuvasti.

Käyttöpääomaa sitova liiketoimintamalli:

Liiketoimintamallissa kasvu edellyttää huomattavan kokoisia varastoja, mihin voi kohdistua alaskirjaustarpeita. Samasta syystä liiketoiminnan rahavirta jää operatiivista tulosta heikommaksi, mikä arviomme mukaan hidastaa kasvun edellytyksiä jossain määrin. Käyttöpääoman kuranttiututeen liittyvät riskit ovat nykyisellä käyttöpääoman tasolla ja markkinatilanteesta johtuen selvästi koholla.

Sijoitusprofiili

1.

Yli ajan defensiivinen, yleistä talouskasvua mukaileva markkina

2.

Kannattavuuspotentiaali lähihistoriaa korkeampi

3.

Liiketoiminta vaatii vain vähän investointeja käyttöomaisuuteen, joskin sitoo merkittävästi käyttöpääomaa

4.

Tervehdytetty tase mahdollistaa keskittymisen kannattavaan kasvuun

5.

Hajanaisesta markkinasta löytyy yritystomahdollisuuksia

Potentiaali



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

Riskit



- Pitkässä juoksussa yhtiö on riippuvainen sen brändiportfolion laadusta ja kilpailukyvystä
- 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 arvostuskertoimia. Mielestämme sopivimmat tulos kertoiimet ovat nettotulos pohjainen (oik.) P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen huomioivat EV/EBITDA ja EV/EBITA-kertoimet. Tarkastelemme näitä sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkiryhmään. Tarkastelemme arvostusta ensisijaisesti kuluvan tilikauden, mutta myös seuraavan tilikauden kertoiimilla. Näiden lisäksi tukeudumme näkemyksessämme lähivuosien arvioituun kokonaistuotto-odotukseen ja kassavirtamalliin.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme keskeisimmät Duellin arvostusta tukevat ja painavat tekijät ovat:

Korkea velkaantuneisuus näkemyksemme mukaan nostaa osakkeen riskitasoa edelleen ja siten pitää tuotto vaatimusta kohollaan. Tämän riskin kehittymiseen lyhyen aikavälin ajureina toimii kuluvan tilikauden kannattavuuden ja operatiivisen rahavirran kehitys, joiden kehittyessä ennusteidemme mukaisella polulla myös velkaantuneisuus laskee yhtiön tavoitetasolle.

Lähivuosien orgaaniset tulos kasvuo dotuksetme ovat jatkaneet laskuaan viimeisen vuoden aikana, minkä taustalla on korkean inflaation myötä heikentynyt kuluttajan ostovoima, noussut korkotas o, markkinan supistuminen sekä Duellin yritysostokohteiden vaisu kehitys. Näiden tekijöiden myötä keskipitkän aikavälin tulos kasvuo dotukset me heijastelee pitkälti markkinan kasvuvauhtia ja Duellin

kannattavuuden palautumista historialliselle tasolleen. Markkinaosuuden kasvattamisen kääntyminen ennusteita tukevaksi tekijäksi arviomme mukaan edellyttää lyhyen tähtäimen riskien maltillistumista ja lukujen kautta vahvistuvaa luottamusta tulos kasvunäkymään.

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

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

Nämä tekijät huomioon ottaen arvioimme Duellin hyväksyttävien oik. arvostuskertoimien asettuvan P/E 10x–13x tasolle ja EV/EBITA 8x–10x tasolle.

Lähivuosien tulos pohjainen arvostus

Duellin ennusteidemme mukaiset liikearvon poistoilla ja kertaerillä oikaistut P/E-luvut tilikausille 2024 ja 2025 ovat 15x ja 9x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x sekä 6x ja EV/EBITA-kertoimet ovat 9x ja 7x. Siten kuluvan tilikauden arvostuskertoimet ovat mielestämme korkeahkot, kun taas vastaavasti tilikauden 2025 arvostuskertoimet painuvat ennustamamme tulos kasvun ansiosta varsin kohtuullisiksi. Kokonaisuutena tuotto-odotuksen ajuri ei siten ole arvostuskertoimien nousuvara, vaan se nojaa tulos kasvun toteutumiseen.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,035	0,035	0,035
Osakemäärä, milj. kpl	1038,5	1038,5	1038,5
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	53	51	49
P/E (oik.)	14,7	9,4	7,1
P/E	neg.	30,2	14,7
P/B	0,7	0,7	0,6
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	12,7	6,1	5,4
EV/EBIT (oik.)	9,3	6,8	6,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	85,9 %	62,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,8 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Tulostuotto-odotus nojaa tuloskasvuun

Ennustamme Duellin operatiivisen tuloskasvun olevan vauhdikasta liikevaihdon orgaanisen palautumisen, TranAm –yritystoston tuoman kasvun sekä matalalta tasolta palautuvan kannattavuuden myötä. Liikearvopoistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen odotamme kasvavan tilikauden 2023 tappiolliselta tasolta 0,005 senttiin vuoteen 2026 mennessä. Lyhyellä tähtäimellä tuloskasvun riskit ovat kuitenkin merkittävästi koholla etenkin kesäkauden markkinaaan liittyvistä riskeistä johtuen.

Osinkotuotto tukee tuotto-odotusta vasta vuodesta 2025 eteenpäin

Duell palaa ennusteissamme osingonmaksajaksi tilikaudella 2025. Osingonmaksu riippuu kuitenkin kannattavuuden palautumisen kulmakertoimesta, minkä lisäksi jakosuhde jäänee matalaksi yhtiön priorisoidessaan kasvustrategiansa puitteissa tavoiteltavia yritysostoja. Näin ollen arvioimme lähivuosien tuotto-odotuksessa osingon roolin jäävän pieneksi.

Kokonaistuotto-odotus

Arviomme mukaan Duellin osakkeen tuotto-odotuksen ajurina toimii lähivuosina tuloskasvu tilikauden 2023 matalalta tasolta. Tämä on arviomme mukaan myös markkinan odotuksissa, sillä vuodelle 2024 ennustamallamme lievästi vahvistuvalla tulostasolla Duellin arvostuskertoimet jäävät edelleen koholle. Keskipitkälle aikavälillä on mielestämme piirrettävissä mainio eli noin 15 % – 20 %:n vuotuinen tuotto-odotus, mikäli yhtiö yltää ennustamamme mukaiselle tuloskasvu-uralle. Tästä huolimatta kuluvan tilikauden alasuuntaisten

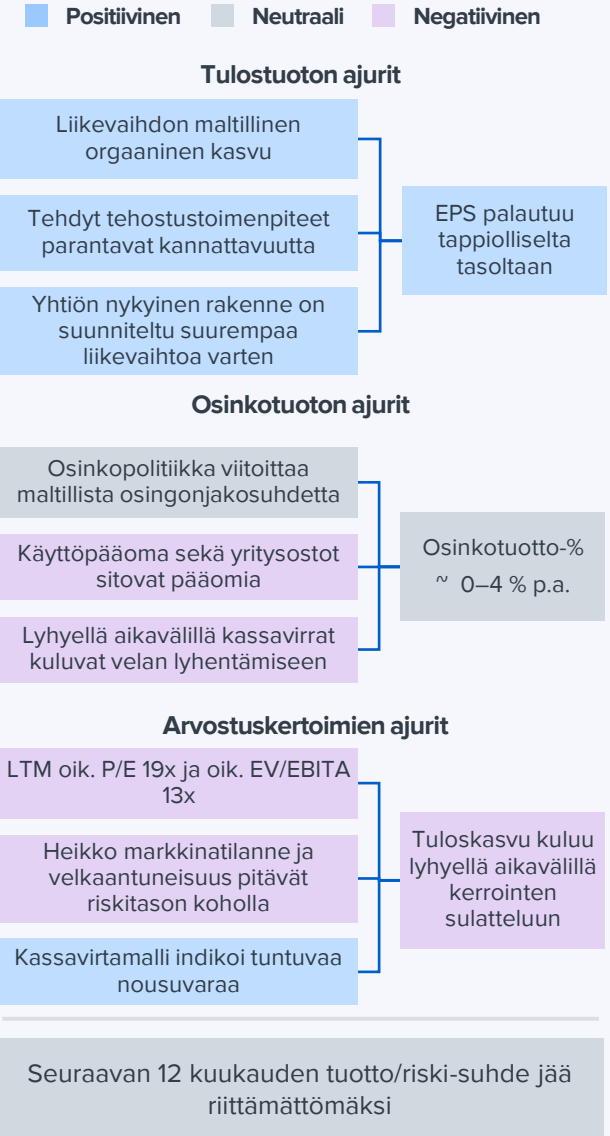
ennusteriskien realisoitumisen ja tätä kautta myös velkaantuneisuuteen liittyvän riskitason nousun mahdollisuus pitävät mielestämme tuotto/riski-suhteen riittämättömänä seuraavalle 12 kk:lle.

Verrokkiryhmä ja suhteellinen arvostus

Olemme laatineet Duellille verrokkiryhmän, joka koostuu kansainvälisistä ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivista tukkureista, sillä muita moottoriturheilun jälkimarkkinoilla toimivia jakelijoita ei ole tietyvästi listattu. Verrokkiryhmän toimijat jakelevat valtaosin henkilö- ja raskaiden ajoneuvojen teknisiä osia ja varusteita. Näin ollen niiden kohdemarkkina eroaa Duellin kohdemarkkinasta etenkin viimeaikaisen defensiivisyyden ansiosta. 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 riskiprofilii).

Yksi merkittävä ero Duellin ja verrokkiryhmän liiketoimintamalleissa on kuitenkin se, että verrokkiryhmän toimijoille on ominaista jakeluliiketoiminnan lisäksi oma myymälä- ja/tai huoltoketju. Tätä taustaa vasten verrokkiryhmä ei mielestämme ole optimaalinen Duellin arvonmäärityksen mittatikkuna. Tästä syystä käytämmekin suhteellista arvostusta vain muiden arvonmääritysmenetelmien tukena. Poikkeavan tilikauden vuoksi Duellin käynnissä oleva tilikausi (tilikausi 2024) vertautuu suhteellisessa arvostuksessa verrokkien kuluvan kalenterivuoden tilikauteen.

Osaketuoton ajurit 2023-2026e



Arvonmääritys 3/3

Huomioitavaa on, että käyttökateen alapuolella vertailtavuus heikkenee erilaisten kirjanpitokäytäntöjen vaikuttaessa poistoihin, joten verrokkianalyyssissä painotamme EV/EBITDA-kerrointa.

Tilikauden 2024 kertoimilla arvostus on linjassa verrokkien kanssa, kun taas ensi tilikauden arvostuskertoimilla osake arvostetaan 20 % alennuksella verrokkeihin nähden. Verrokkiryhmä on kokonaisuudessaan arviomme mukaan järkevästi hinnoiteltu. Siten suhteellinen arvostus tukee näkemystämme siitä, että tuloskasvun toteutuessa ennusteidemme mukaisesti osakkeessa on nousupotentiaalia yli tilikauden 2024 katsottaessa. Näkemysmme mukaan suhteellisen arvostuksen soveltuvuus yhtiön arvonmääritykseen ei ole erityisen hyvä etenkin tuloskäänteiden keskellä.

Kassavirtamalli

Kassavirtalaskelmamme Duellin osakkeelle indikoima arvo on noin 0,05 euroa osakkeelta. Siten pitkän tähtäimen potentiaalia painottava kassavirtalaskelmamme indikoi osakkeeseen nousuvaraa nykytasolta.

DCF-mallimme pohjana käytämme lähivuosien ennusteiden lisäksi laatimiemme pitkän tähtäimen ennusteita. Mallissa terminaalijakson painoarvo on 52 %, mikä on mielestämme melko neutraali taso. Siten pitkällä tulevaisuudessa olevat rahavirrat eivät ole mallissa suuressa painoarvossa. Rahavirtamallissa käyttämämme oman pääoman kustannus on 12,1 %, kun taas pääoman

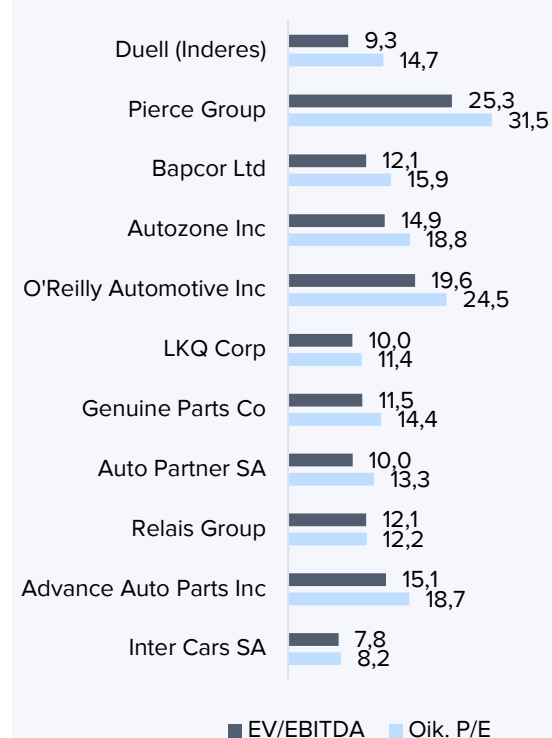
keskimääräinen kustannus (WACC) on 10,5 %. Nämä tasot ovat mielestämme yli ajan sovellettaessa korkeahkot ja mielestämme liiketoimintamallin ja pitkän aikavälin historiallisen kehityksen perusteella myös hieman matalampi taso oli perusteltavissa. Siten tuottovaateissa on nähdäksemme laskuvaraa kunhan kohdemarkkina tasapainottuu ja yhtiön velkaantuneisuus sekä sen myötä riskitaso laskee nykytasolta.

Sijoitusnäkymys ja käypä arvo

Toistamme Duellin 0,04 euron tavoitehinnan ja Vähennä-suosituksemme, sillä mielestämme seuraavan noin 12 kuukauden tuotto/riski-suhde ei kannusta osakeostoihin nykyisellä arvostustasolla.

Arviomme Duellin osakkeen käyvästä arvosta on 0,03 – 0,05 euroa, mikä pohjautuu soveltamiimme hyväksyttäviin absoluuttisiin arvostuskertoimiin, kassavirtamalliin sekä suhteelliseen arvostukseen. Keskeisenä käyvän arvon mahdollisina ajureina pidämme tuloskasvun kulmakerrointa, sekä kassavirran kehityksen kautta velkaantuneisuuden muutosta. Velkaantuneisuuden kehitys vaikuttaa osakkeen riskitasoon, mikä näkemysmme mukaan ohjaa myös osakkeen tuottovaatimusta. Tuottovaatimus taas heijastuu hyväksyttävään arvostustasoon ja toimii siten myös mahdollisena käyvän arvon ajurina.

Verrokkiryhmän tulospohjainen arvostus 2023e



Vertailuryhmä

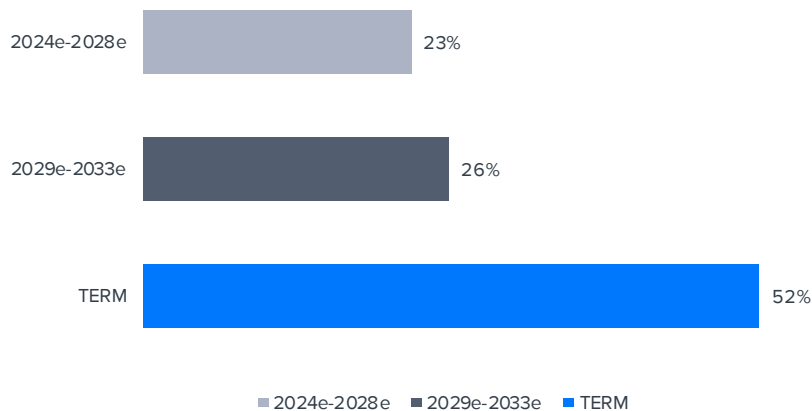
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Inter Cars SA	1807	2428	7,8	7,1	6,9	6,3	0,5	0,5	8,2	7,3	0,3	0,5	1,4
Advance Auto Parts Inc	3734	5093	15,1	13,3	7,6	6,8	0,5	0,5	18,7	14,6	2,5	2,6	1,4
Relais Group	236	380	12,1	10,9	7,8	7,4	1,2	1,2	12,2	11,0	3,5	3,7	2,0
Auto Partner SA	803	874	10,0	8,7	8,5	7,0	0,9	0,7	13,3	11,6	0,7	0,9	
Genuine Parts Co	18478	20943	11,5	10,6	10,0	9,1	0,9	0,9	14,4	13,1	2,9	3,1	4,0
LKQ Corp	11717	15361	10,0	9,8	8,5	8,3	1,1	1,1	11,4	10,7	2,5	2,7	1,8
O'Reilly Automotive Inc	57358	62005	19,6	18,5	17,3	16,5	4,0	3,8	24,5	22,0			
Autozone Inc	45171	52855	14,9	14,5	13,1	12,6	3,1	2,9	18,8	17,2			
Bapcor Ltd	1159	1498	12,1	10,0	8,1	7,0	1,2	1,1	15,9	12,7	3,8	4,5	1,6
Pierce Group	44	35	25,3	7,4	4,6	3,3	0,2	0,2	31,5	12,4		2,8	0,7
Duell (Inderes)	37	53	9,3	6,8	12,7	6,1	0,4	0,4	14,7	9,4	0,0	2,8	0,7
Keskiarvo			13,8	11,1	9,2	8,4	1,4	1,3	16,9	13,2	2,3	2,6	1,8
Mediaani			12,1	10,3	8,3	7,2	1,0	1,0	15,2	12,5	2,5	2,7	1,6
Erotus-% vrt. mediaani			-23 %	-34 %	53 %	-16 %	-56 %	-58 %	-3 %	-25 %	-100 %	3 %	-59 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-malli

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-4,2 %	-0,4 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	0,9 %	0,4 %	4,0 %	4,3 %	4,5 %	6,0 %	6,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	1,0	0,4	4,9	5,5	5,9	8,1	8,9	9,8	10,0	10,2	10,4	
+ Kokonaispoistot	3,3	3,7	3,6	3,6	3,6	3,8	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	
- Maksetut verot	-0,4	-0,1	-1,4	-1,8	-2,0	-2,6	-2,8	-3,0	-3,1	-3,1	-3,2	
- verot rahoituskuluista	-0,7	-0,6	-0,6	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	8	1,7	-2,1	-1,6	-1,7	-1,7	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	
Operatiivinen kassavirta	10,9	5,1	4,4	5,4	5,6	7,4	8,7	9,4	9,6	9,7	9,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,7	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1	4,0	3,2	4,2	4,3	6,0	7,3	8,0	8,2	8,3	8,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,2	4,0	3,2	4,2	4,3	6,0	7,3	8,0	8,2	8,3	8,3	99,1
Diskontattu vapaa kassavirta		3,7	2,7	3,1	2,9	3,7	4,1	4,0	3,7	3,4	3,1	36,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		71,2	67,5	64,8	61,7	58,8	55,1	51,1	47,0	43,3	39,9	36,9
Velaton arvo DCF		71,2										
- Korolliset velat		-40,6										
+ Rahavarat		20,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		50,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,049										

Rahavirranjakauma jaksoittain



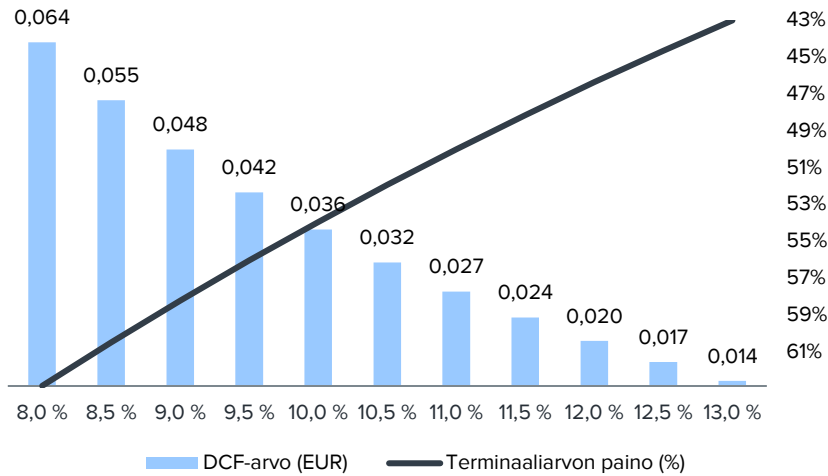
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,5
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,5 %

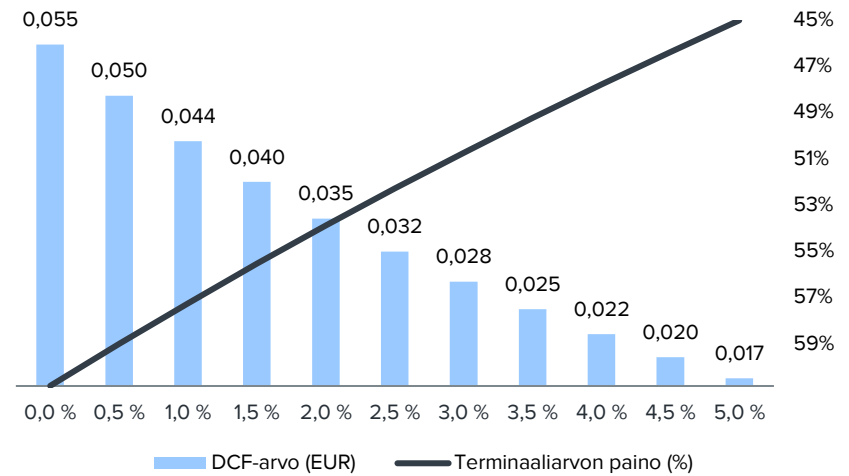
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

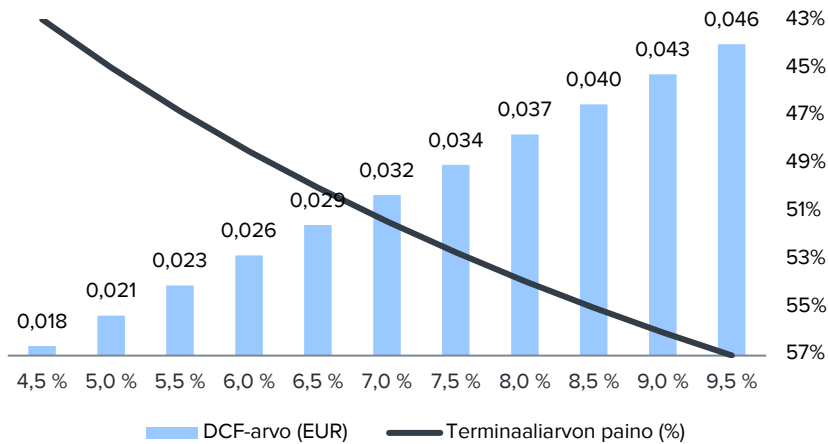
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



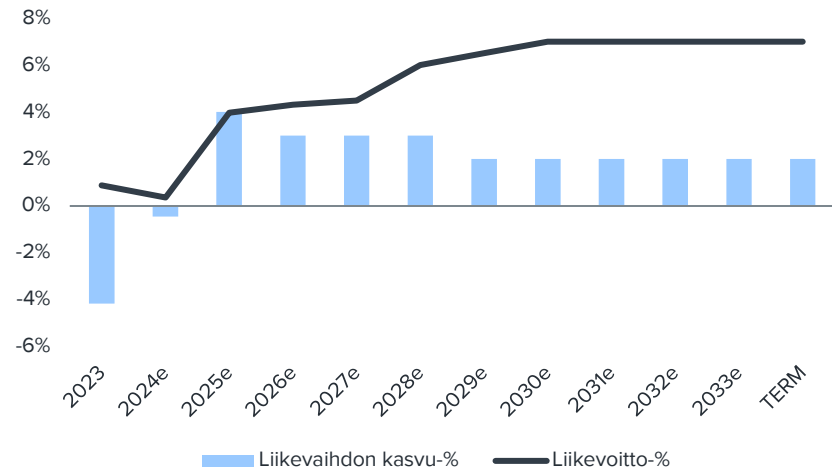
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	76,8	124,0	118,8	118	123	EPS (raportoitu)	0,13	0,08	-0,09	0,00	0,00
Käyttökate	8,3	7,4	4,3	4,2	8,5	EPS (oikaistu)	0,16	0,23	0,04	0,00	0,00
Liikevoitto	7,3	4,9	1,0	0,4	4,9	Operat. kassavirta / osake	-0,34	-0,71	0,36	0,00	0,00
Voitto ennen veroja	4,6	3,0	-2,4	-2,7	2,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,83	-0,94	0,04	0,00	0,00
Nettovoitto	3,3	1,9	-2,8	-2,8	1,2	Omapääoma / osake	0,41	1,25	1,21	0,05	0,05
Kertaluontoiset erät	-0,8	-3,8	-3,6	-5,3	-2,7	Osinko / osake			0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	69	95	95	101	99	Liikevaihdon kasvu-%	29 %	62 %	-4 %	0 %	4 %
Oma pääoma	11	32	37	54	55	Käyttökateen kasvu-%	58 %	-11 %	-42 %	-3 %	103 %
Liikearvo	14	16	21	19	16	Liikevoiton oik. kasvu-%	54 %	8 %	-47 %	24 %	33 %
Nettovelat	39	45	38	16	15	EPS oik. kasvu-%		40 %	-82 %	-94 %	57 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	10,8 %	6,0 %	3,6 %	3,5 %	6,9 %
Käyttökate	8,3	7,4	4,3	4,2	8,5	Oik. Liikevoitto-%	10,5 %	7,0 %	3,9 %	4,8 %	6,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-15,2	-23,9	7,7	1,7	-2,1	Liikevoitto-%	9,5 %	4,0 %	0,9 %	0,4 %	4,0 %
Operatiivinen kassavirta	-8,8	-18,0	10,9	5,1	4,4	ROE-%	37,8 %	9,1 %	-8,2 %	-6,1 %	2,2 %
Investoinnit	-9,0	-5,8	-9,7	-1,1	-1,2	ROI-%	17,8 %	7,4 %	1,3 %	0,5 %	6,0 %
Vapaa kassavirta	-21,0	-23,8	1,2	4,0	3,2	Omavaraisuusaste	15,2 %	33,4 %	38,6 %	53,7 %	56,2 %
						Nettovelkaantumisaste	367,6 %	139,9 %	103,7 %	30,3 %	26,9 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto			0,6	0,4	0,4						
EV/EBITDA (oik.)			16,2	12,7	6,1						
EV/EBIT (oik.)			15,2	9,3	6,8						
P/E (oik.)			24,7	14,7	9,4						
P/B			0,9	0,7	0,7						
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	2,8 %						

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	19	25	23	20	18
Liikearvo	16,4	21,3	18,6	15,9	13,2
Aineettomat hyödykkeet	1,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Käyttöomaisuus	1,4	0,8	0,9	1,2	1,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	77	70	78	79	79
Vaihto-omaisuus	48	50	47	49	51
Muut lyhytaikaiset varat	4,4	2,6	2,6	2,6	2,6
Myyntisaamiset	20,3	15,8	16,0	16,6	17,1
Likvidit varat	4,1	2,4	12,5	10,1	8,4
Taseen loppusumma	95	95	101	99	97

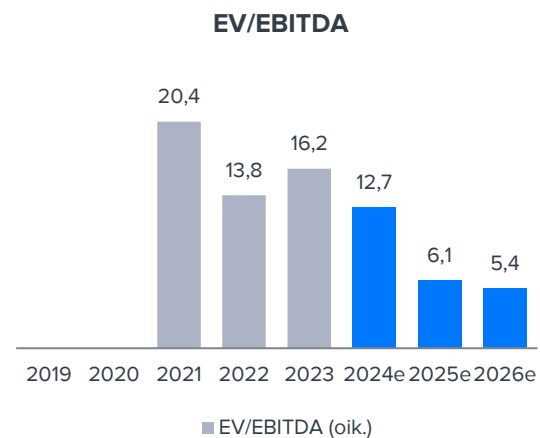
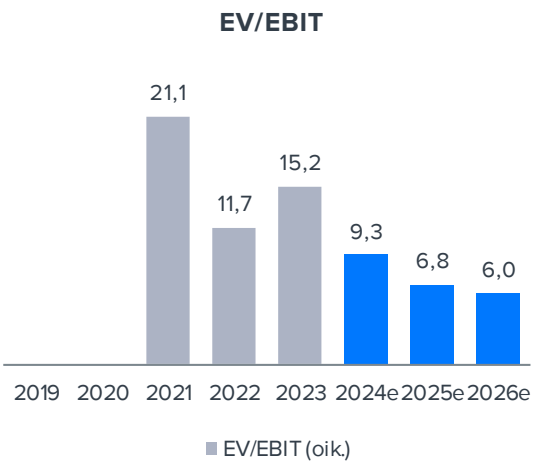
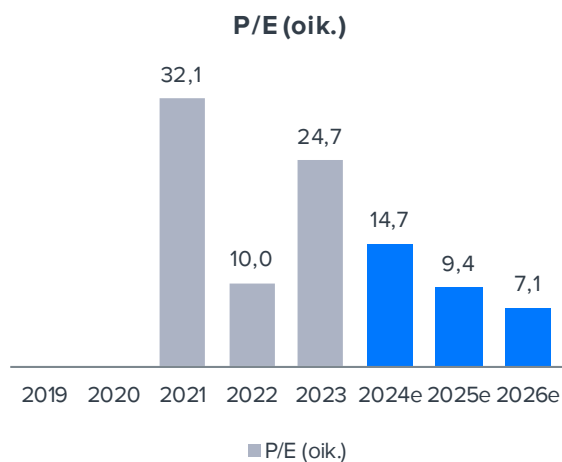
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	32	37	54	55	57
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	7,5	3,9	1,1	2,3	3,8
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	24,2	32,9	53	53	53
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	46	32	26	22	18
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	45,5	32	26	22	18
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	18	26	21	21	21
Korolliset velat	3,1	8,5	3	3	3
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,6	12,1	12	12	13
Muut lyhytaikaiset velat	7,3	5,8	5,8	5,8	5,8
Taseen loppusumma	95	96	101	99	97

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi			5,16	2,25	1,03	0,035	0,035	0,035	0,035
Osakemäärä, milj. kpl			25,4	25,4	30,5	1038,5	1038,5	1038,5	1038,5
Markkina-arvo			131	57	31	37	37	37	37
Yritysarvo (EV)			170	102	70	53	51	49	47
P/E (oik.)			32,1	10,0	24,7	14,7	9,4	7,1	6,5
P/E			39,4	29,7	neg.	neg.	30,2	14,7	12,6
P/B			12,5	1,8	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
P/S			1,7	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto			2,2	0,8	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)			20,4	13,8	16,2	12,7	6,1	5,4	5,0
EV/EBIT (oik.)			21,1	11,7	15,2	9,3	6,8	6,0	5,5
Osinko/tulos (%)			0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	85,9 %	62,7 %	53,6 %
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,8 %	4,3 %	4,3 %

Lähde: Inderes



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 (välttämät 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 neuvonantaja. 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 suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

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

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 Oyj

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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**