

Duell

Laaja raportti

14.2.2023 19:10



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



Tommi Saarinen
+358 40 053 0573
tommi.saarinen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tienhaarassa reittivalinnat punnitaan

Duell on moottoriurheilun jälkimarkkinoilla toimiva jakelija, jolla on johtava asema Pohjoismaissa ja kasvava asema muualla Euroopassa. Osakkeen riskitaso on hurjasti kohonneen velkaantuneisuuden vuoksi nyt korkea. Tämän myötä yhtiö on mielestämme tienhaarassa, sillä arviomme mukaan velkaantuneisuuden kehityksellä kuluvan tilikauden aikana on huomattava vaikutus riskitasoon ja osakkeen arvon kehitykseen. Riskitason laskun onnistuessa ennusteidemme mukaisesti on osakkeen arvostuksessa mielestämme tuntuvaa nousuvaraa nykytasolta. Siten toistamme 2,5 euron tavoitehinnan ja Osta-suosituksemme.

Jakelija moottoriurheilun jälkimarkkinoilla

Duell toimii moottoriurheilun jälkimarkkinoilla teknisten osien sekä varaosien ja henkilökohtaisten varusteiden jakelijana. Sen tuoteryhmiin lukeutuvat moottoripyörä-, ATV-maastoajoneuvo- (all terrain vehicle), moottorikelkka-, polkupyörä-, veneily- ja puutarhapienkonetuotteita, joista muodostuu noin 500 brändin portfolio. Yhtiön kilpailukyky ja 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.

Kasvua jarruttaa nyt toimintaympäristö, keskipitkällä aikavälillä Keski-Euroopassa eväät kasvuun

Voimakkaasti kohonneen inflaation ja siitä seuranneen kuluttajan ostovoiman heikentymisen seurauksena Duellin lyhyen tähtäimen kysyntäkuva on heikentynyt, minkä takia odotamme yhtiön organisen kasvun painuvan negatiiviseksi tilikaudella 2023. Keskipitkällä aikavälillä odotamme toimintaympäristön kuitenkin normalisoituvan ja odotamme Duellin organisen kasvuvauhdin ylittävän kohdemarkkinoiden noin talouskasvuvauhdin mukaisen kasvun yhtiön hyvää suhteellista kilpailukykyä heijastellen. Kasvun odotamme painottuvan Keski-Euroopan markkinoille, kun taas nykyisen markkinaosuuden Pohjoismaissa arvioimme rajoittavan kasvuvauhdin noin markkinakasvun tasolle. Ennustamme tilikausien 2023-2025 keskimääräisen kasvun asettuvan 4 %:iin, mitä tukee tilikaudelle 2023 heijastuva epäorganainen kasvu. Yhtiön oikaistun EBITA-%:n odotamme kohoavan jaksolla asteittain liikevaihdon kasvun mukana, kun hiljattain toteutetut säästötoimenpiteet purevat ja kustannusrakenne normalisoituu. Siten odotamme jakson operatiivisen tuloskasvun ylittävän liikevaihdon kasvun selvästi.

Arvostus heijastelee huomattavasti kohollaan olevaa riskitasoa

Osakkeen riskitaso on mielestämme korkea, mikä heijastelee heikentynyttä markkinanäkymää ja korkeaa velkaantuneisuutta. Odotamme yhtiön selviävän käynnissä olevista rahoitusneuvotteluista siedettävien kustannuksin ja onnistuvan kääntämään nettokäyttöpääoman laskuun. Tällä olisi myös velka- ja riskitasoa laskeva vaikutus. Ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut tilikausille 2023 ja 2024 ovat 11-9x, kun taas taserakenteen huomioivat EV/EBITA-kertoimet ovat 10-8x. Nämä arvostuskertoimet ovat varsin maltilliset ja samaa arvostuskuvaa piirtää kassavirtamallimme ja suhteellinen arvostus. Yhtiön selvityssä lyhyen tähtäimen haasteista odotuksiemme mukaisesti, on arvostuksessa selkeää nousuvaraa. Toisaalta, haasteiden kärjistyessä olennaisesti, olisi osakkeessa edelleen arviomme mukaan laskuvaraa.

Suositus

Osta

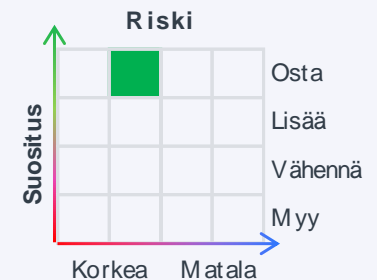
(aik. Osta)

2,50 EUR

(aik. 2,50 EUR)

Osakekurssi:

1,80



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	123,9	128,9	132,7	139,4
kasvu-%	61 %	4 %	3 %	5 %
EBIT oik.	8,7	8,4	10,1	11,6
EBIT-% oik.	7,0 %	6,5 %	7,6 %	8,3 %
Nettotulos	1,9	1,7	3,4	4,6
EPS (oik.)	0,23	0,17	0,21	0,26
P/E (oik.)	10,0	10,6	8,4	7,0
P/B	1,8	1,4	1,2	1,1
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,8 %	3,3 %
EV/EBITA (oik.)	11,7	9,8	7,8	6,6
EV/EBITDA	13,8	9,1	7,2	6,1
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,6	0,5

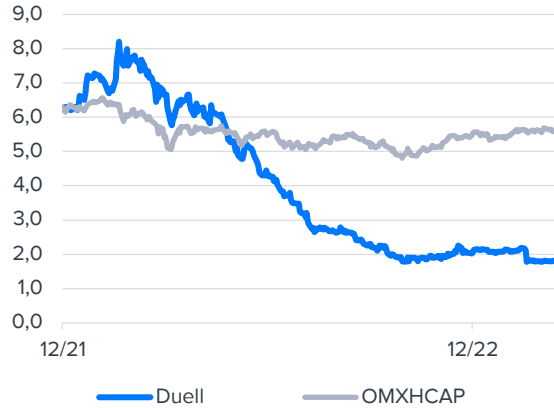
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

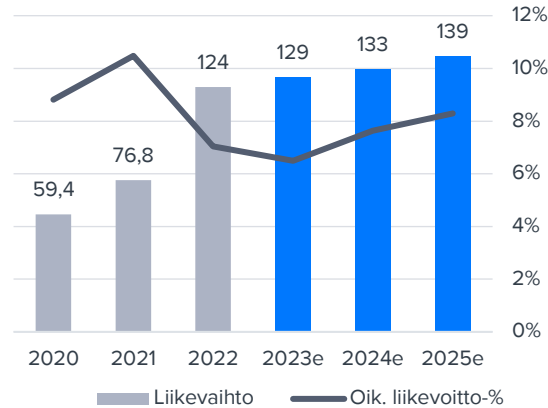
Liikevaihdon odotetaan kasvavan organisesti sekä epäorganisesti ja oikaistun EBITA:n odotetaan kasvavan absoluuttisesti ja suhteellisesti kuluvalle, 31.8.2023 päättyvällä tilikaudella

Osakekurssi



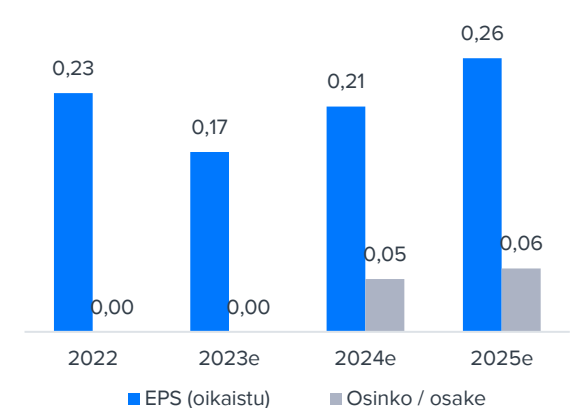
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1,80	1,80	1,80
Osakemäärä, milj. kpl	25,4	25,4	25,4
Markkina-arvo	46	46	46
Yritysarvo (EV)	82	79	76
P/E (oik.)	10,6	8,4	7,0
P/E	27,7	13,4	10,0
P/B	1,4	1,2	1,1
P/S	0,4	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	9,1	7,2	6,1
EV/EBITA (oik.)	9,8	7,8	6,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	37,1 %	33,2 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,8 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-11
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. 31-34
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 35

Duell lyhyesti

Duell toimii moottoriurheilun jälkimarkkinoilla teknisten osien sekä varaosien ja henkilökohtaisten varusteiden jakelijana.

1983

Perustamisvuosi

124 MEUR (+61,5%)

Liikevaihto 2022 (kasvu-%)

30% 2019-2022

Raportoidun liikevaihdon kasvu (CAGR-%)

8,7 MEUR (7,0%)

Oikaistu EBITA 2022 (Oik. EBITA-%)

193

Henkilöstö (FTE) keskimäärin tilikaudella 2022

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 2020–2022

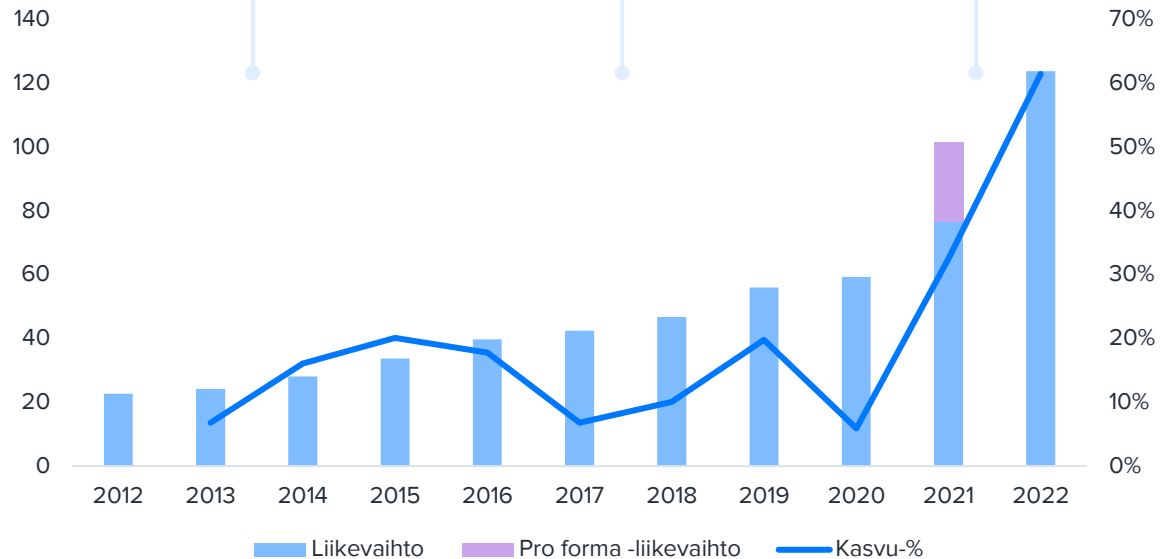
Nimenmuutos Duelliksi

Neljä strategista yrityskauppaa, jotka vauhdittavat kasvua Keski-Euroopassa

Yritystostojen lisäksi orgaaninen kasvu on vahvaa

Listautuminen First North – markkinapaikalle

Varastoon sitoutuu merkittävästi pääomaa toimitusketjuhaasteiden seurauksena



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 2022 päättyneen tilikauden liikevaihto kasvoi 61 % vertailukaudesta ja oli 124 MEUR. Yhtiö teki tilikaudella kaksi yrityskauppaa, jotka toivat merkittävän osan liikevaihdon kasvusta, sillä tilikauden 2022 orgaaninen kasvu oli 16 %. Tilikauden oikaistu liikevoitto ilman liikearvon poistoja (EBITA) oli 8,7 MEUR (oik. EBITA-% 7,0 %).

Laaja brändiportfolio ja jälleenmyyjäverkosto

Duellin tarjonta muodostuu noin 500 brändin tuotevalikoimasta, mikä kattaa noin 150 000 tuotetta. Yhtiö jakaa ulkopuolisen brändivalikoiman parhaisiin brändeihin, huippubrändeihin ja siirtymäbrändeihin, minkä lisäksi valikoimaan kuuluu yli 20 omaa tuotemerkkiä.

Parhaat brändit (noin 60 kpl) ovat yhtiön mukaan markkinoiden johtavia brändejä omissa tuoteryhmissään, joista osaan Duell on saanut yksinoikeuden. Vastaavasti huippu- ja

siirtymäbrändit keskittyvät yhtiön mukaan enemmän itse tuotteeseen ja vähemmän brändin arvoon. Tilikaudella 2022 ulkopuolisten brändien osuus Duellin liikevaihdosta oli 79 % ja loput liikevaihdosta tuli yhtiön omista tuotemerkeistä.

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.

Suurin osa myynnistä tulee Pohjoismaista

Duellin kehitysvaihetta ja kasvustrategian nykyistä vaihetta heijastellen tilikauden 2022 raportoidusta liikevaihdosta noin 62 % muodostui myynnistä Pohjoismaissa, kun taas muun Euroopan osuus oli noin 38 %. Noin 3/4 jälleenmyyjistä koostuu kivijalkamyymälöistä, kuten vähittäiskaupan toimijoista, erikoisliikkeistä ja korjaamoista. Vastaavasti verkkokaupan toimijat vastasivat 25 % myynnistä tilikaudella 2022.

Tilikaudella 2022 liikevaihdosta noin kaksi kolmasosaa muodostui teknisistä osista ja varaosista kuten moottoreista ja niiden osista, renkaista, jarruista ja ketjuista. Vastaavasti yksi kolmasosa liikevaihdosta muodostui henkilökohtaisista ajovarusteista ja suojavarusteista kuten vaatteista, kypäristä, hanskoista ja kengistä.



Moottoriurheilun jälkimarkkinoilla toimiva jakelija



Johtava toimija Pohjoismaissa ja kasvava asema Euroopassa



Brändiportfolio sisältää noin 500 brändiä

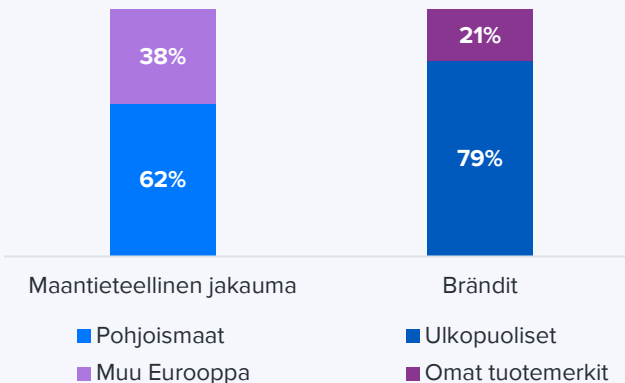


Yli 8 500 jälleenmyyjäasiakasta



Noin 150 tuhatta tuotetta

Myynnin jakauma 124 MEUR (2022)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

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 kuitenkin 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 kausiluonteisuus ei kuitenkaan ole ollut erityisen suurta. Arviomme mukaan, tehtyjen yritystojen seurauksena Duellin liikevaihto painottuu jatkossa 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 vähimmäisostosta, minkä lisäksi niissä on usein kannustimia tiettyihin volyymimääriin yltämiseksi. Jatkuvuutta liikevaihtoon tuo myös tietyt alueelliset

yksinoikeudet sekä pitkä historia useiden brändien ja jälleenmyyjien yhteistyökumppanina.

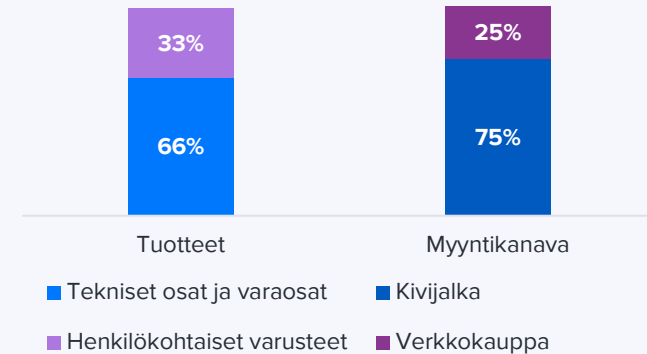
Tilikaudella 2021 Duellin suurin asiakas toi 9 % liikevaihdosta, kun taas 2-10 suurinta asiakasta toivat 11 % liikevaihdosta. Vastaavasti 11-100 suurinta asiakasta toivat 28 % liikevaihdosta. Tilikauden 2022 osalta lukuja ei ole tiedossa, mutta käsityksemme mukaan asiakasrakenteeseen ei ole tullut suuria muutoksia. Siten asiakasrakenne on mielestämme hyvin hajautunut, kun 100 suurimman osuus liikevaihdosta on noin puolet.

Vaikka Duellin liikevaihdossa ei ole vahvoja sitovia elementtejä, yhtiöllä on näkyvyyttä kysyntään ja perusluonteeltaan kysyntä on ennustettavaa tavanomaisessa toimintaympäristössä. Tämän taustalla on se, että jälleenmyyjät tekevät tulevia talvi- ja kesäkausia silmällä pitäen ennakkotilauksia. Näiden ansiosta yhtiöllä on arviomme mukaan kohtuullinen näkyvyys myyntiin kahden ja osin jopa kolmen kvartaalin päähän. Arviomme mukaan tämä ei kuitenkaan päde juuri nyt, kun jälleenmyyjät pyrkivät laskemaan varastotasojensa.

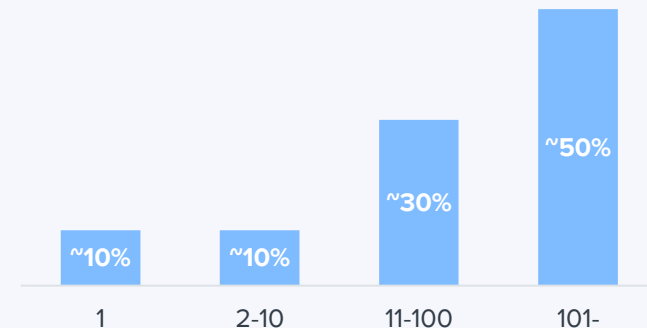
Arvoketjuasema on tyydyttävä

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

Myynnin jakauma 124 MEUR (2022)



Liikevaihdon jakauma asiakaskoon mukaan¹



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

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 lohossa mielestämme kokonaisuudessaan 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 jälleenmyyjä ydinmarkkinoilla parhaalla mahdollisella tavalla. Yhtiön suurin varasto on Suomessa, josta hoidetaan lukuisten tuoteryhmien toimitukset Suomeen, Ruotsiin, ja Baltiaan. Vastaavasti Ruotsin Tranåsissa varastosta yhtiö toimittaa pääasiassa henkilökohtaisten varusteiden toimitukset Pohjoismaihin, Isoon-Britanniaan ja muualle Eurooppaan. Yrityskauppojen ansiosta yhtiöllä on varastot myös Tampereella, Alankomaissa ja Ranskassa.

Tampereen varasto on PowerFactory-hankinnan seurauksena keskittynyt pyöräilysegmenttiin ja sen kautta tullaan toimittamaan Suomen ja Ruotsin markkinoille. Alankomaiden ja Ranskan varastot taas ovat tärkeässä asemassa Keski-Euroopan markkinoiden toimituksien kannalta. Käsitksemme mukaan yhtiön kaikki varastot palvelevat kaikkia asiakkaita niiden sijainnista riippumatta. Poikkeuksena tähän on Tecno Globe -yrityksoston mukana tullut Ranskan varasto, joka toimittaa tällä hetkellä vain Ranskaan. Tämän taustalla on se, että yhtiö on siirtymässä suurempaan varastoon, joka mahdollistaa Tecno Globen pyöräilytarvikkeisiin keskittyneen varaston laajentamisen, joka taas mahdollistaa muiden tuotekategorioiden ristiinmyynnin.

Logistiikan tehokkuuden kannalta keskiössä on varastojen sijainnin lisäksi IT-infrastruktuuri ja sovellukset. Yhtiö on ottanut Suomessa käyttöön uuden varastohallintajärjestelmän, joka tilikauden 2023 alun toiminta-asteiden jälkeen käsityksemme mukaan on toiminnassa. Uudella järjestelmällä yhtiö tavoittelee logistiikan parempaa optimointia ja järjestelmä on tarkoitus ottaa käyttöön seuraavaksi Ruotsissa loppuvuonna 2023. Vastaavanlainen järjestelmä tulee käsityksemme mukaan myös uuteen Ranskan varastoon.

Hienoisesta kustannusrakenteen skaalautuvuudesta huolimatta marginaalin parannuspotentiaalia liiketoimintaan tuo yhtiön varustepuolen omat tuotemerkit, joissa myyntikate on käsityksemme mukaan tyypillisesti korkeampi.

Duellin arvoketjuasema

	Rooli	Toimijat
Brändit 	Brändien ydinliiketoimintaa on teknisten osien ja varaosien sekä henkilökohtaisten varusteiden suunnittelu ja valmistus	   
Jakelijat 	Strateginen kumppani, joka tarjoaa brändiyhtiölle tehokkaan pääsyn kooltaan pienempiin asiakkuuksiin ja/tai uusille markkina-alueille	
Jälleenmyyjät 	Jälleenmyyjät toimivat loppukäyttäjän ja tukkurin välissä. Kooltaan usein pienempiä ja paikallisesti toimivia yhtiöitä	    

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Siten omien tuotemerkkien lanseeraaminen uusille maantieteellisille alueille ja niiden lukumäärän kasvu vahvistaisivat tuloskasvun edellytyksiä.

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 0,3-0,9 MEUR tilikausilla 2019-2022. Arviomme mukaan yhtiön orgaaniset investointitarpeet nykyisessä kokoluokassa ovat noin 1 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 suuret varastot mahdollistavat lyhyet toimitusajat, mikä taas on näkemyksemme mukaan yhtiön pitkän tähtäimen kilpailukyvyyn kannalta kriittistä. Lyhyen tarkastelujakson aikana myyntisaatavien ja ostovelkojen rooli käyttöpääoman kehityksen kannalta ei ole ollut keskimäärin erityisen suuri, vaikkakin vuoden sisäisesti niissä voi esiintyä

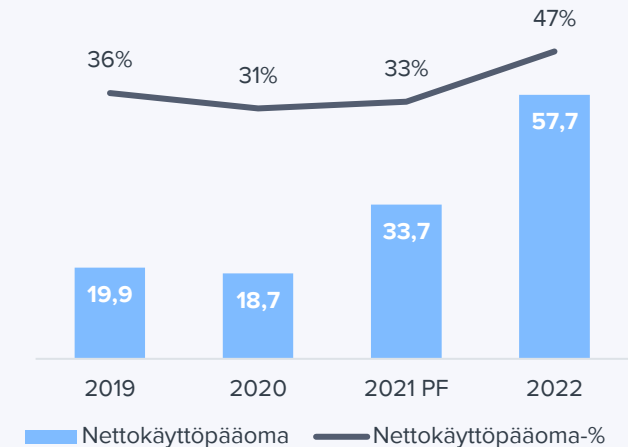
suurtakin heiluntaa.

Tilikausilla 2019-2022 Duellin käyttöpääoma suhteessa sen raportoituun liikevaihtoon on ollut noin 31-47 %. Tilikauden 2022 lopun taseasema heijastelee tilikauden aikana tehtyjen yrityskauppojen (PowerFactory Nordic 05/22 ja Techno Motor Veghelilla 02/22) jälkeen yhdisteltyä tasetta. Yrityskauppojen ajoituksen takia tuloslaskelmassa ostettujen yritysten luvut eivät kuitenkaan näy koko tilikauden osalta. Tätä taustaa vasten arvioimme, että tilikausien 2019-2020 sekä tilikauden 2021 pro forma -luvut antavat relevantin mittatikun liiketoimintamallin edellyttämästä käyttöpääoman tasosta suhteessa liikevaihtoon. Tilikauden 2022 aikana vaivanneet toimitusketjujen häiriöt nostavat osaltaan käyttöpääoman tasoa tavallista korkeammaksi.

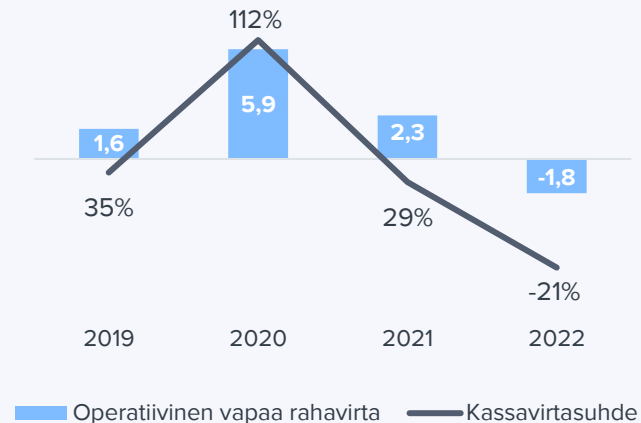
Rahavirta jää tulosta pienemmäksi

Matalia investointitarpeita, mutta huomattavaa nettokäyttöpääoman sitoutumista peilaten Duellin vapaa operatiivinen rahavirta on ollut tilikausien 2019-2022 osalta selvästi operatiivista tulosta matalampi. Tätä suhdetta kuvaava kassakonversio (%) on vaihdellut voimakkaasti lyhyen tarkastelujakson aikana. Tilikauden 2022 kassakonversio painui negatiiviseksi ja oli -21 %, kun taas tilikaudella 2020 kassakonversio ylsi 112 %:iin. Tilikauden 2022 heikko rahavirta ja myös kassakonversio peilaavat voimakasta käyttöpääoman sitoutumista, joka arviomme mukaan oli tavanomaista voimakkaampaa tilikaudella 2022. Tämän taustalla oli arviomme mukaan sekä yhtiön omista odotuksista jäänyt

Pääoman sitoutuminen



Rahavirran kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

orgaaninen kasvu samalla, kun toimitusketjujen haasteiden vuoksi yhtiö oli varmistanut tavaroiden saatavuutta eli kasvattanut varastotasoa. Tämän lisäksi käyttöpääoman sitoutumista on kasvattanut tehdyt yritysostot ja niiden mukana tullut käyttöpääoma.

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

Sijoitettu pääoma kiertää hyvin

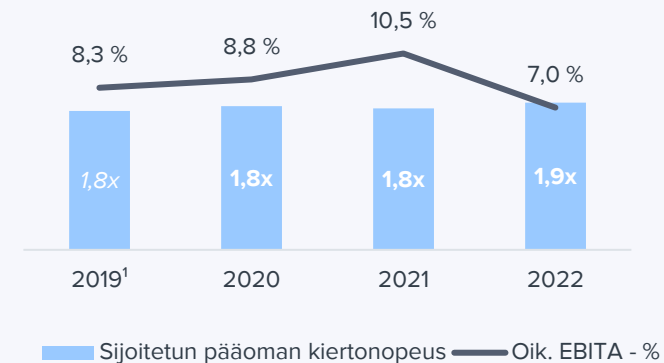
Duellin vuosien 2019-2022 sijoitetun pääoman kiertoaika on ollut 1,8-2,4x. Käyttöomaisuuden osalta pääomakevyt liiketoimintamalli mahdollistaakin hyvän sijoitetun pääoman kierron, sillä pääoma koostuu valtaosin nettokäyttöpääomaeristä. Tämä sijoitetun pääoman kierto mahdollista myös hyvän sijoitetun pääoman tuoton saavuttamisen historiallisella kannattavuustasolla, sillä vastaavalla tarkastelujaksolla Duellin sijoitetun pääoman tuotto on ollut keskimäärin 11,4 %. Huomioitavaa kuitenkin on, että kassavirtapohjaisesti tarkasteltuna sijoitetun pääoman tuotto on jäänyt heikolle tasolle nettokäyttöpääoman sitoutumisen seurauksena. Arvioimme mukaan operatiivisen tehokkuuden

mittareissa on potentiaalia parantaa, sillä arvioimme mukaan yhtiön nettokäyttöpääoman taso on yli ajan tarkasteltaessa matalampi etenkin suhteessa tilikauden 2022 tasoon.

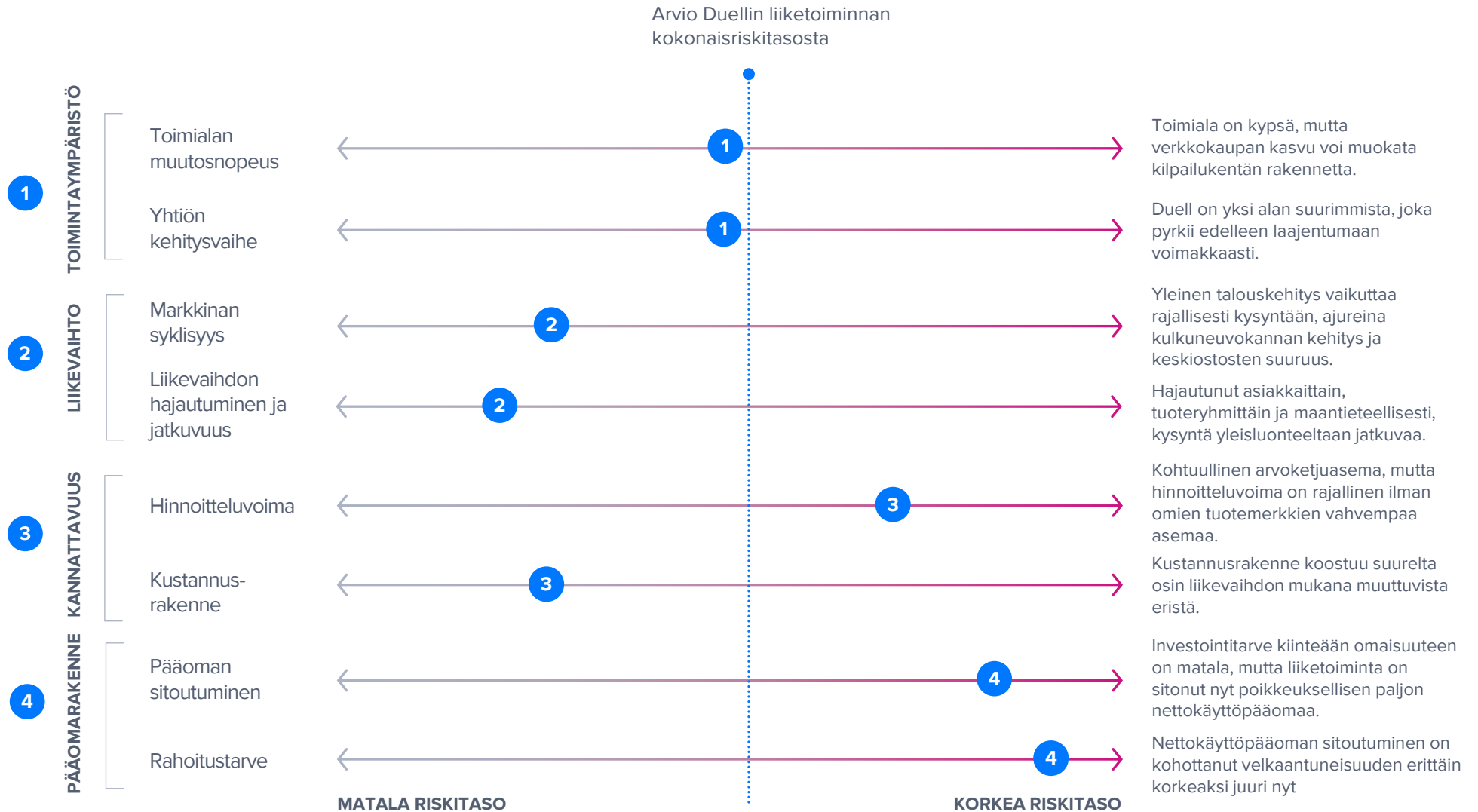
Operatiivinen tehokkuus



Pääoman kierto



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. Näiden tavoitteiden saavuttamiseksi yhtiöllä on seuraavat strategiset painopistealueet:

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.

Kumppani verkkomyynnin kehittämisessä:

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

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

Markkinakohtainen laajentumissuunnitelma

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

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

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

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

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

Strategiset tavoitteet



Tulla jälleenmyyjien ja brändien omistajien parhaaksi kumppaniksi koko Euroopassa



Vahvistaa johtavaa markkinaosuutta Pohjoismaissa

Strategiset painopistealueet



Uusille maantieteellisille markkinoille laajentuminen orgaanisesti ja epäorgaanisesti



Kumppani verkkomyynnin kehittämisessä



Brändivalikoiman kehittäminen

Kohdemarkkinat kategorioittain

- Kypsät markkinat
- Kehittyvät 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 brändiportfolion kattavuus ja laatu että jälleenmyyntiverkoston laatu ja koko. Tämän taustalla on se, että brändiportfolion 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.

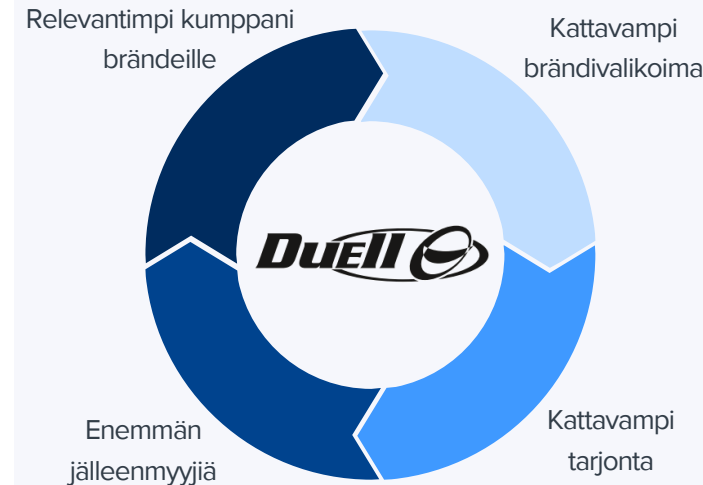
Epäorgaaninen kasvu tärkeä osa työkalupakissa

Duell tähtää kasvun vauhdittamiseen jatkossakin yritysjärjestelyillä, joita se on tehnyt muutamia historiassaan. Vuonna 2022 päättyneellä tilikaudella Duell teki kaksi yritysostoa, kun se osti helmikuussa pienen motocross- ja offroad-tuotteisiin erikoistuneen [Techno Motor Veghel BV:n](#) ja toukokuussa polkupyörien varaosiin erikoistuneen [PowerFactory Nordicin](#).

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 ennen listautumista keskimäärin 6x EV/EBITA-kertoimella ja arviomme mukaan tilikaudella 2022 tehdyt kaksi yritysostoa ovat olleet karkeasti linjassa tämän arvostustason kanssa. Strategisista ja taloudellisista lähtökohdista tarkasteltuna, pidämme yhtiön yritysostostrategiaa oikeanlaisena, potentiaalisesti yhtiön kilpailukykyä vahvistavana ja arvoa luovana, kunhan yritysostokohteiden laadullisista kriteereistä ei tingitä ja niistä ei sorruta maksamaan liikaa.

Kilpailukyvyyn rakennuspalikat



Epäorgaanisen kasvun taustatekijät



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

Strateginen logiikka linkittyy kasvutavoitteisiin



Taloudellisina mittareina korostuu maksettava kauppahinta ja ostettavan kohteen operatiivinen kehitys

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Laadulliset kriteerit eivät ole kiveen hakattuja

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

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

Taloudelliset tavoitteet

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

Kasvu: Liikevaihto 200-300 MEUR:n välillä vuoden 2025 loppuun mennessä, 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 vuositasolla määrältään vähintään 30 % raportoidusta tilikauden tuloksesta

Kasvutavoite on realistinen

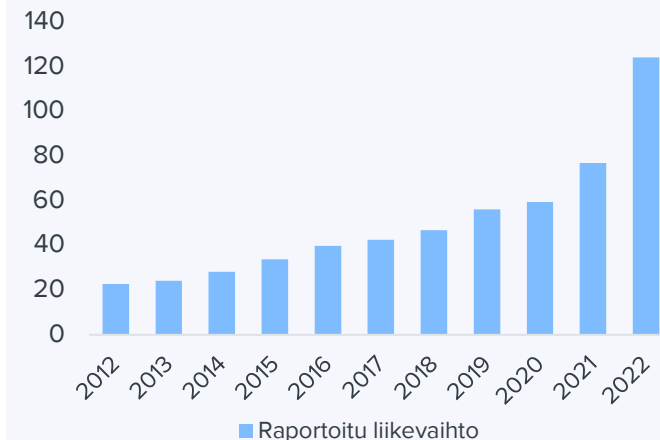
Yhtiö muutti kasvutavoitettaan tilikaudella 2022, sillä aikaisemmin liikevaihtotavoite oli tarkoitus saavuttaa yli 10 %:n orgaanisen kasvun ja epäorgaanisen kasvun yhdistelmällä. Orgaanisen kasvutavoitteen muutoksen taustalla on arviomme mukaan kokoluokan kasvun vaikutus suhteelliseen kasvuun, mutta myös selvästi haastavammaksi muuttunut markkinaympäristö.

Liikevaihdon kasvutavoitteelle voidaan hakea vertailukohtaa sekä historiallisesta kasvuvauhdista että markkinan arvioidusta kasvunopeudesta. Yhtiön historiallinen (2012-2022) raportoitu vuotuinen kasvuvauhti on ollut yli 15 % vuositasolla (CAGR-% 18,5 %). Tämän yhtiö on arviomme mukaan saavuttanut suurimmaksi osin orgaanisen kasvun avulla, vaikka yhtiö on toteuttanut yritysostoja. Näistä Ruotsissa vuosina 2013-2014 tehdyt kaksi yritysostoa olivat arviomme mukaan kuitenkin suhteellisen pieniä.

Taloudelliset tavoitteet ja osingonjakopolitiikka

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

Historiallinen kasvu



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Duelliin tulisi kasvaa seuraavan kolmen vuoden aikana historiallista vuotuista orgaanista kasvuvauhtia nopeammin, jotta se saavuttaisi kasvutavoitteensa alarajan, mikä edellyttää noin 18 % vuotuista kasvua (CAGR-%). Vastaavasti tavoitteen yläraja edellyttää noin 35 %:n vuotuista kasvua. Keskipitkän aikavälin kasvutavoitteen suhteellisen laeva haarukka arviomme mukaan heijasteleekin opportunistista suhtautumista yrityskauppoihin, mutta tavanomaista epävarmuutta niiden toteutumiseen. Vuoden 2025 liikevaihtotason lopputulemaan vaikuttaakin arviomme mukaan olennaisesti yrityskauppojen lukumäärä ja/tai kokoluokka, sillä puhtaasti orgaanisen kasvun avulla emme pidä tavoitteen saavuttamista realistisena.

Näkemyksemme mukaan yhtiön tulisi lyhyellä tähtäimellä priorisoida velkatason ja sitä kautta myös riskitason laskemista. Tämä arviomme mukaan myös tukisi osakkeen arvostusta, joka tekisi sen käyttämisestä maksuvälineenä yritysjärjestelyissä houkuttelevamman, sillä tämänhetkiselällä arvostuksella sen käyttäminen kaupantekovälineenä ei mielestämme ole järkevää.

Kannattavuus kohoaa skaalan ja omien tuotteiden myynnin kasvun mukana

Tilikausi 2022 katkaisi yhtiön suhteellisen kannattavuuden nousutrendin, kun oikaistu EBITA-% laski 7 %:iin. Tämän taustalla oli etenkin nousseet logistiikkakustannukset ja etupainotteiset kasvuinvestoinnit. Arviomme mukaan historiassa kannattavuuden nousua on

ajanut sekä suuremman skaalan tuomat maltilliset mittakaavahyödyt että korkeampikatteisten omien tuotteiden myynnin suhteellisen osuuden nousu. Arviomme mukaan edellä mainitut tekijät toimivat yhtiön kannattavuuden nousun ajureina myös jatkossakin.

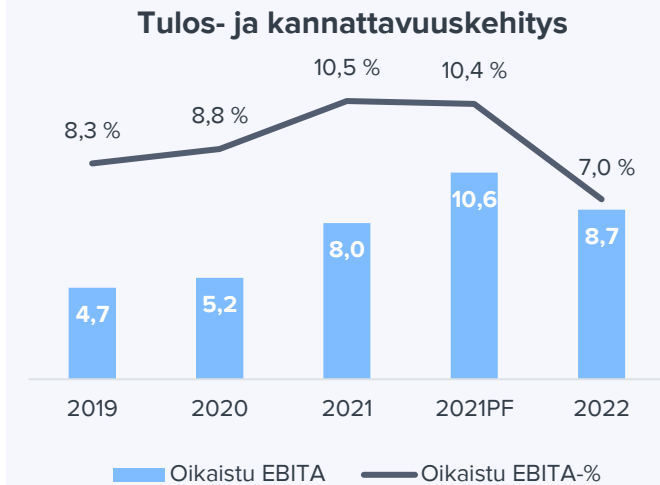
Lyhyellä tähtäimellä pidämme kannattavuustavoitteen saavuttamista haastavana, kun taas pitkällä aikavälillä se on riippuvainen kokoluokan kasvusta ja sen ajureista. Arviomme mukaan yhtiön omien brändien katetaso on korkeampi ja siten kannattavuustavoitteen saavuttaminen osin linkittyy myös niiden suhteelliseen osuuteen ja sen tulisi arviomme mukaan kohota, jotta kannattavuustavoite voitaisiin saavuttaa.

Osinkopolitiikka on kasvuyhtiöprofiilin mukainen

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

Velkaantuneisuus selvästi yli tavoitetason

Duelliin nettovelan suhde edellisen 12 kuukauden oikaistuun käyttökatteeseen oli Q1'23:n lopussa 7x. Tämä on erittäin korkea taso ja ylittää selvästi 2-3x tavoitehaarukan, jota pidämme liiketoiminnalle yli ajan perusteltavana ja tavoiteltavana tasona.



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.

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

Kohdemarkkinat ovat valtavat suhteessa Duellin kokoluokkaan

Markkinatutkimuksessa onroad-moottoripyörien markkinakoon Pohjoismaissa on arvioitu olleen vuonna 2020 236 MEUR, kun taas muun

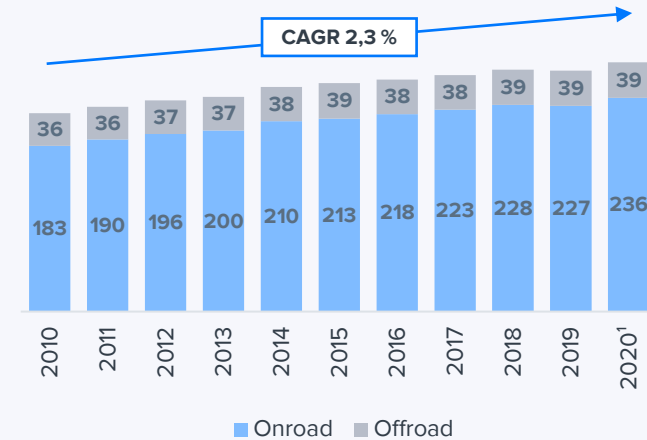
Euroopan markkinan koon on arvioitu olleen noin 5 miljardia euroa. Siten koko onroad-moottoripyörämarkkinan kooksi on arvioitu noin 5,2 miljardia euroa. Vastaavasti offroad-moottoripyörien markkinan kooksi arvioitiin 40 MEUR Pohjoismaissa ja noin 830 MEUR muissa Euroopan maissa. Näin ollen kohdemarkkinoiden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

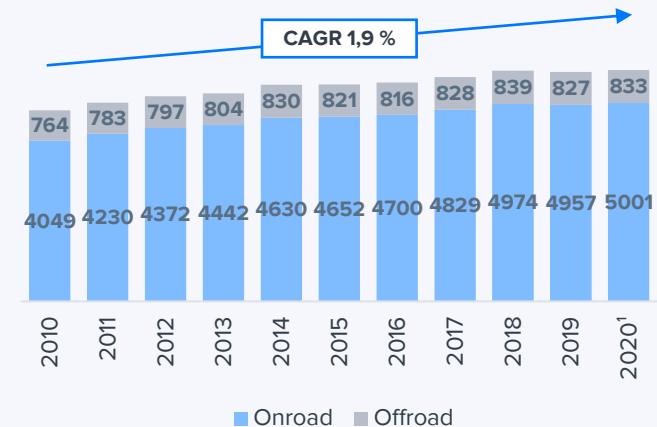
Markkinan kasvu on ollut verkkaista

Historiallisesti onroad-moottoripyörien markkinan on arvioitu kasvaneen vuosina 2010-2020 keskimäärin noin 2 %:n vuositahtia kun taas offroad-moottoripyörien markkinasegmentin on arvioitu kasvaneen keskimäärin vajaan 1 %:n vuosittain. Markkinatutkimuksen mukaan Pohjoismainen markkina on kasvanut aavistuksen muun Euroopan markkinaa rivakammin. Näin ollen koko kohdemarkkinan vuotuinen kasvuvauhti on ollut keskimäärin noin 2 % vuodessa. Siten vuotuinen kasvuvauhti on arviomme mukaan ollut karkeasti linjassa BKT:n kasvuvauhdin kanssa. Kasvua ovat ajaneet sekä moottoripyöräkannan kasvu että keskimääräisen ostoksen nousu.

Pohjoismaiden kohdemarkkinoiden kehitys (MEUR)



Muun Euroopan kohdemarkkinoiden kehitys (MEUR)



Markkina ja kilpailukenttä 2/4

Markkinan kasvun ajurit ja markkinatrendit

Verkkokaupan suhteellisen osuuden kasvu on myös moottoriturheilun 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 arviomme, että verkkokaupan kasvun myötä tukkureiden strategisen kumppanuuden merkitys voi myös kasvaa, mikä kasvattaisi tukkurin vaihtamisen kustannusta.

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

vaikuttaisi valtaosin tuotejakaumaan, mutta ei niinkään teknisten osien tarpeeseen.

Siten sen välitön vaikutus kohdemarkkinan kokoon jäänee arviomme mukaan rajalliseksi. Lisäksi on hyvä 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 arviomme, 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 korostuu nykyisessä korkean inflaation talousympäristössä, jolloin arviomme kohdemarkkinan jopa supistuvan selvästi. Kysynnän defensiivistä luonnetta kuitenkin puoltaa korvauskysynnän merkittävä rooli ja arviommekin 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

Markkina ja kilpailukenttä 3/4

jakelijat ja toimivat suoraan jälleenmyyjien kanssa. Tämä on käsityksemme mukaan tyypillistä suurempien brändien keskuudessa, sillä niillä on riittävät resurssit tehokkaaseen operointiin suurilla markkinoilla toimivien kooltaan isojen jälleenmyyjien kanssa. Vastaavasti nämä toimijat voivat tukeutua jakelijoihin 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. Pidämme 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, Arrowheadille vuonna 2022

myyty Bihr ja Powersports Distribution Group (PDG). Tähän suurten kansainvälisten pelureiden joukkoon lukeutuu myös Duell. Arviomme mukaan Duell kilpailee etenkin näiden toimijoiden kanssa Pohjoismaisilla ja Muun Euroopan markkinoilla. Orgaanisen kasvun lisäksi kilpailua arviomme mukaan käydään näiden toimijoiden kesken myös yritysostokohteista. Toimijoista muun muassa PDG on ollut aktiivinen yritysostoissa ja se on nykytuotoisen historiansa aikana tehnyt 11 yritysostoa (2017-2022). Siten arviomme mukaan suurten toimijoiden markkinaosuuden kasvua tulee myös vauhdittamaan niiden toteuttamat epäorgaanisen kasvun strategiat.

Kilpailijoiden kannattavuuspotentiaali on yhtenevä

Duellin kilpailijakentässä ei ole muita listautuneita toimijoita, 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.



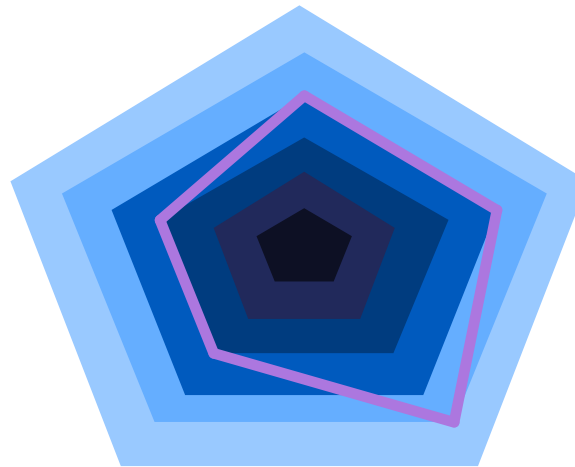
Markkina ja kilpailukenttä 4/4

Nykyinen kilpailutilanne (kohtuullinen*)

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

Korvaavien tuotteiden uhka (vähäinen*)

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



Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

- Korkean neuvotteluvoiman yhtiöt saattavat asettaa suositushintoja
- Brändien suhteelliset neuvotteluvoimat vaihtelevat ja suurempi brändiarvo vahvistaa neuvotteluvoimaa
- Brändien vaihtoehtokustannus (ts. oma jakelu) riippuu kohdemarkkinan sijainnista ja etäisyydestä
- Brändiyhtiöllä 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 2019-2022 materiaalien ja palveluiden suhde liikevaihtoon on ollut noin 75 % ja näin ollen yhtiön myyntikate on ollut noin 25 %. Tätä voidaan mielestämme pitää tukkureiden yleisesti ottaen rajallinen hinnoitteluvoima huomioiden tavanomaisena tasona.

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 reilu 7 % liikevaihdosta.

Liiketoiminnan muut kustannukset koostuvat tavanomaisten myynti-, markkinointi ja hallintokulujen lisäksi varastointikustannuksista. Arviomme mukaan nämä kustannukset ovat pääasiassa kiinteitä, vaikkakin ne sisältävät muuttuvia elementtejä esimerkiksi myynnin ja markkinoinnin osalta. Henkilöstökulut taas ovat lyhyellä tähtämellä pitkälti kiinteitä, vaikka lomautukset ja sopeutustoimet niiden pienentämisen mahdollistavatkin.

Yhtiön maantieteelliseen laajentumiseen tähtäävä kasvustrategia arviomme mukaan edellyttää myynti- ja osin myös muun organisaation

kasvattamista. Tämä korostuu voimakkaan kasvun vaiheessa ja tuo kustannusrakenteen etupainotteisuutta. 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

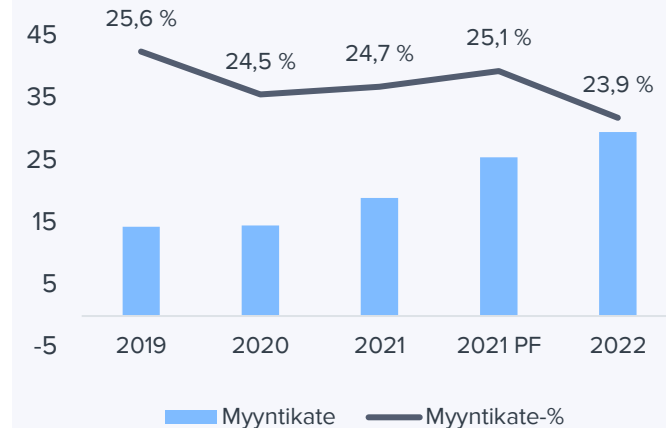
Duellin kustannusrakenne on näkemyksemme mukaan joustava, sillä suurin osa kustannuksista on muuttuvia materiaali- ja palvelukuluja. Arviomme mukaan yhtiön kustannuksista noin 80-85 % on muuttuvia, kun taas lyhyellä aikavälillä kiinteiden kustannuksien osuus on 15-20 %. Kiinteiden kustannusten matalaa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

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

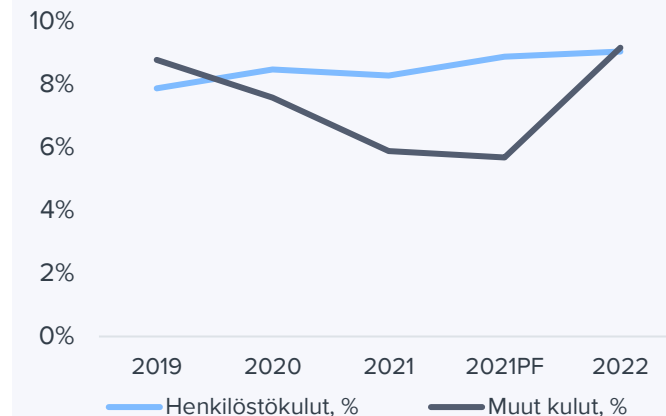
Taseen pitkäaikaiset varat valtaosin liikearvoa

Tarkastelemme Duellin tasetta tilikauden 2022 lopun luvuilla, sillä kevennetyn raportoinnin vuoksi Q1:n lopun taserakenne ei ole tiedossa.

Myyntikatteen kehitys



Henkilöstö- ja muut kulut



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Tilikauden 2022 lopussa Duellin taseen loppusumma oli 95,5 MEUR. Liiketoimintamallia peilaten taseen pitkäaikaiset varat koostuvat valtaosin aineettomasta omaisuudesta, jotka olivat tarkastelupisteessä 17,4 MEUR. Aineettomat varat koostuvat valtaosin 16,4 MEUR:n liikearvosta, joka on syntynyt yrityskaupoista ja jota yhtiö poistaa vuosittain FAS-kirjanpidon mukaisesti. Tämä ei-kassavirtavaikutteinen erä kasvattaa tuloslaskelman poistoja.

Lyhytaikaiset varat heijastelevat tukkurin liiketoimintamallia

Taseen lyhytaikaisista varoista valtaosa muodostui 51 MEUR:n vaihto-omaisuudesta, joka on huomattava sekä suhteessa taseen kokoluokkaan (54 % taseesta) että toiminnan kokoluokkaan (41 % 2022 liikevaihdosta). Näkemyksemme mukaan nopeat toimitusajat mahdollistavat merkittävät varastot ovat yhtiön kilpailukyvyn kannalta kriittinen elementti, mikä puoltaa niiden suurta kokoluokkaa. Vaihto-omaisuuden kiertoaika hidastui tilikaudella 2022 historiallisesta 2019-2021 keskimääräisestä 134 päivästä 151 päivään. Tämä johtuu yhtiön päätöksestä nostaa varastotasoja toimitusvarmuuden nostamiseksi. Kohollaan oleva varastotaso yhdessä kuluttajien heikentyneen ostovoiman kanssa nostavat vaihto-omaisuuteen liittyviä alaskirjauksen riskejä, ja yhtiön fokuksessa tilikaudella 2023 on varastotasojen laskeminen.

Toinen lyhytaikaisten varojen merkittävä erä on myyntisaamiset, jotka olivat tilikauden 2021 lopussa 20 MEUR. Vastaavasti rahavaroja yhtiöllä

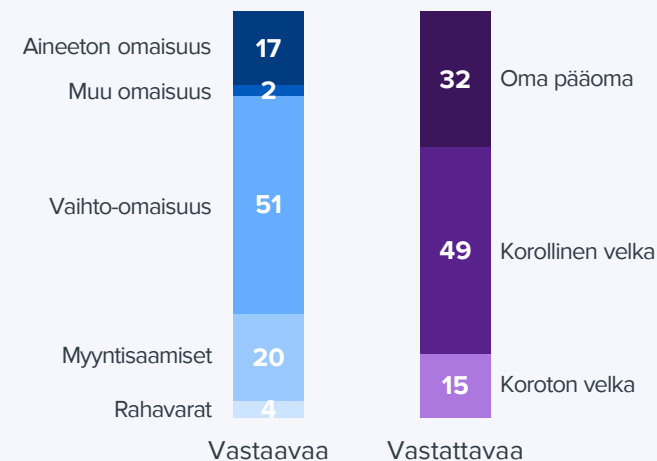
oli 4 MEUR. Nykyisessä markkinatilanteessa arvioimme pienempien jälleenmyyjien taloudellisen tilanteen heikentyneen, mikä voi aiheuttaa luottatappioita, kuten Q1'23:lla. Emme kuitenkaan odota näiden nousevan yhtiön mittaluokassa huomattavan suuriksi hajautuneen asiakasportfolion takia.

Taseessa on huomattavasti velkavipua

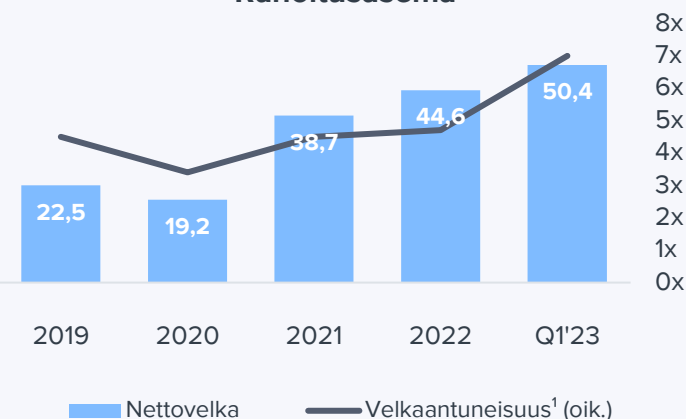
Tilikauden 2022 lopussa yhtiön korollinen velka muodostui 45,5 MEUR:n korollisesta pitkäaikaisista lainoista ja 3,1 MEUR:n korollisesta lyhytaikaista lainoista. Näin ollen yhtiöllä oli korollista nettovelkaa 44,6 MEUR. Muita olennaisia velkoja taseessa olivat 7,6 MEUR:n suuruiset ostovelat. Siten tilikauden 2022 lopussa Duellin omavaraisuusaste oli noin 33 % ja sen nettovelkaantumisaste oli laskelmiemme mukaan noin 140 %. Vastaavasti nettovelan ja edellisen 12 kuukauden oikaistun käyttökateen suhde oli korkea 4,7x.

Q1:n lopussa yhtiön nettovelka oli kohonnut 50,4 MEUR:oon. Tämä on laskeneen Q1-tuloksen vuoksi 7x edellisen 12 kuukauden oikaistu käyttökate. Yhtiö ei näin ollen täytä rahoittajien asettamia kovenanteja, minkä vuoksi sillä on käynnissä rahoitusneuvottelut uudesta rahoituspaketista. Odotamme yhtiön saavan rahoituksen järjesteltä Q2:n aikana kerrotun mukaisesti. Arvioimme mukaan yhtiöllä on myös edellytykset kääntää käyttöpääoma laskuun tilikauden 2023 aikana, mikä myös mahdollistaisi velkaantuneisuuden laskemisen.

Taserakenne 2022 (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 puolestaan pohjautuvat kasvun osalta kohdemarkkinoiden talouskasvuun ja kannattavuuden osalta historiallisiin ja arvioimiimme pitkän aikavälin kestäviin kannattavuustasoihin.

Markkinatilanne on vaikea tilikaudella 2023

Duell on ohjeistanut sen tilikauden 2023 liikevaihdon kasvavan orgaanisesti ja epäorgaanisesti. Oikaistun EBITAn yhtiö odottaa kasvavan absoluuttisesti ja suhteellisesti.

Tammikuussa raportoidulla Q1'23:lla yhtiön liikevaihto laski 5 %, minkä taustalla oli 19 %:n orgaanisen liikevaihdon lasku, kun taas tilikaudella 2022 toteutetut TMV- ja PowerFactory-yritysostot tukivat liikevaihdon kehitystä. Jakson oikaistu EBITA painui -0,4 MEUR:oon.

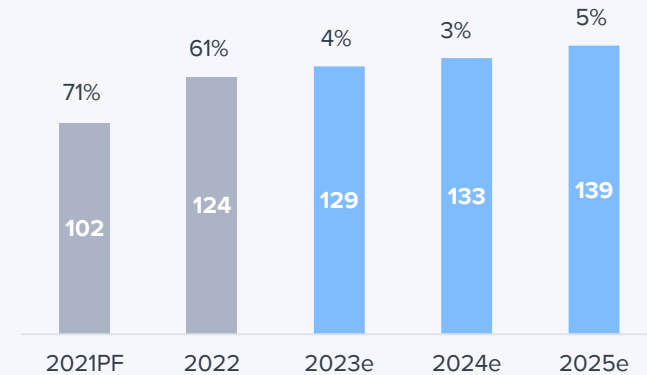
Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan tilikaudella 2023 128,9 MEUR:oon, mikä vastaa 4 %:n liikevaihdon kasvua. Ennusteissamme odotamme orgaanisen liikevaihdon laskevan 6 %. Tämän taustalla on odotuksemme Pohjoismaiden liikevaihdon reilun 7 %:n orgaanisesta laskusta Q2-

Q4'23:lla, kun taas Muun Euroopan odotamme kasvavan 4 % orgaanisesti vakaasti samalla jaksolla. Koko vuoden kasvuun heijastuu edelleen edellä mainitut yritysostot, mikä nostaa raportoidun kasvun positiiviseksi. Liikevaihdon ennusteemme on alle ohjeistuksen tason.

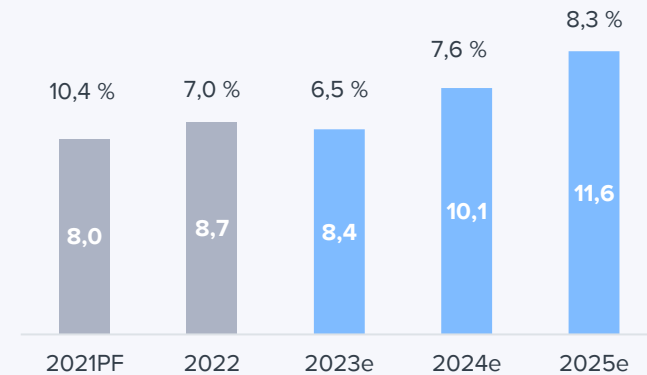
Tilikauden 2023 oikaistun EBITAn ennusteemme on 8,4 MEUR:ssa (2022: 8,7 MEUR), mikä vastaa 6,5 %:n oikaistua EBITA-marginaalia (2022: 7,0 %). Siten myös operatiivisen tuloksen ennusteemme ovat alle ohjeistuksen. Odotamme kannattavuuden vahvistuvan Q2:lta alkaen korkeampaa volyymitasoa ja logististen haasteiden helpottamisen ja sitä kautta alaspäin joustavan kustannusrakenteen myötä. Selvästi parempaa kannattavuuskehitystä odotamme kuitenkin kausiluonteisesti suuremman volyymin kesäkvartaaleilta eli Q3:lta ja Q4:lta. Korkeamman liikevaihtomassan lisäksi odotamme kannattavuuden saavan asteittain tukea tehdyistä tehostustoimenpiteistä H2:lla.

Kuluvan tilikauden rahoituskulujen odotamme kohoavan noussutta korko- ja velkatasoa sekä odottamaamme uuden rahoituspaketin kertaluonteista järjestelykustannusta heijastellen. Tilikauden 2023 veroasteen odotamme olevan hieman edellisvuosia korkeampi tuloksen maantieteellistä jakaumaa heijastellen. Siten odotamme liikearvon poistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen yltävän 0,17 euroon. Emme odota Duellin maksavan osinkoa myöskään tilikaudelta 2023 kohonnutta velkaantuneisuutta heijastellen.

Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu-%



EBITA ja EBITA-% (oik.)



Ennusteet 2/3

Odotamme yhtiön saavan käännettyä nettokäyttöpääoman tason laskuun H2'23:lla ja odotamme sen vapauttavan koko vuonna 5 MEUR nettokäyttöpääomaa. Siten tilikauden 2023 rahavirran odotamme ylittävän operatiivisen tuloksen tason ja nettovelan laskevan reiluun 36 MEUR:oon. Tämä vastaa 4x nettovelka/oikaistu käyttökate ennustetta tilikauden 2023 ennusteilla ja 3,8x tasoa tilikauden 2022 oikaistulla käyttökatteella. Tämä on edelleen korkea taso, mutta se olisi selvästi tilikauden 2022 lopun toteumaa ja nykyhetkeä maltillisempi taso, mikä mielestämme laskisi riskitasoa selvästi.

Näkemyksemme mukaan keskeisin lyhyen tähtäimen ennusteisiimme sisältyvä riski on kysynnän kehitys nykyisessä korkean inflaation ja sitä myöten heikentyneessä kuluttajakysynnän ympäristössä. Lisäksi kesäkauden 2023 kysynnällä on merkittävä vaikutus nettokäyttöpääoman vapautumiseen, millä taas on suora linkki nettovelan laskuun.

Tilikaudet 2024 ja 2025

Odotamme Duellin liikevaihdon kasvavan tilikaudella 2024 3 % 129 MEUR:oon, mikä rakentuu ennustamastamme orgaanisesta 2 %:n kasvusta Pohjoismaissa ja vajaan 5 %:n kasvusta Muussa Euroopassa. Vastaavasti tilikaudella 2025 ennustamme Pohjoismaiden myynnin kasvavan orgaanisesti 3 % ja Muun Euroopan kasvavan 8 %. Näin ollen konsernin liikevaihdon kasvu ylittää ennusteissamme 5 %:iin ja liikevaihto kohoaa 139 MEUR:oon.

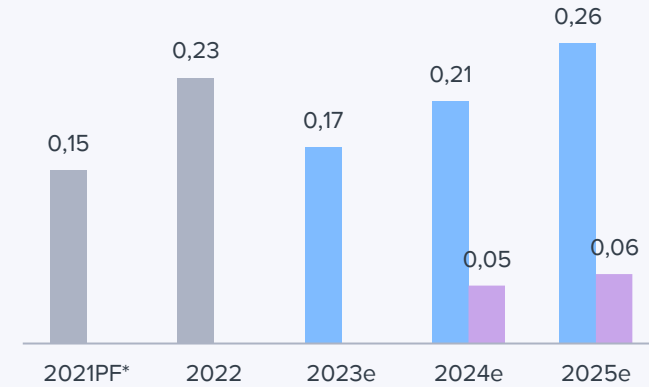
Tilikauden 2024 oikaistun EBITAn odotamme kohoavan 10,1 MEUR:oon ja kannattavuuden 7,6 %:iin. Liikevaihdon vauhdikkaampaa kasvua ennusteissamme vetää kustannussäästötoimien (1,3 MEUR) täysimääräinen heijastuminen tulokseen ja tällä hetkellä kustannustasoa nostavien väliaikaisten varastojen kustannuksien poistuminen. Henkilöstökulujen emme sen sijaan odota laskevan nettona, sillä odotamme kasvustrategian toteutuksen edelleen edellyttävän etupainotteisia panostuksia.

Tilikauden 2025 oikaistun EBITAn odotamme kohoavan 11,6 MEUR:oon, mikä vastaa 8,3 %:n marginaalia. Ennusteissamme odotamme Muun Euroopan kasvun valuvan tehokkaammin tulokseen, sillä arvioimme tilikauden 2025 liikevaihdon kasvun tulevan markkinoilta, joissa yhtiö jo toimii. Näin ollen näiden markkinoiden kasvun ei tulisi edellyttää samassa suhteessa kustannuksia kohottavia panostuksia.

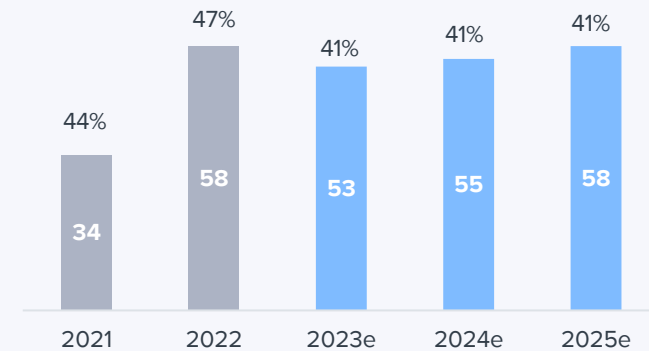
Tilikausien 2024 ja 2025 rahoituskustannuksien odotamme säilyvän edelleen korkeana velkatasoa ja korkeampaa korkotasoa heijastellen, kun taas veroasteen odotamme säilyvän yli Suomen yhteisöveron tason Muun Euroopan kasvua heijastellen. Siten osakekohtaisen tuloksen ennusteemme tilikausille 2024 ja 2025 ovat 0,21 euroa ja 0,26 euroa. Odotamme yhtiön maksavan tilikaudelta 2024 0,05 euron ja tilikaudelta 2025 0,06 euron osakekohtaisen osingon.

Liikevaihdon kasvua ja sen edellyttämää nettokäyttöpääomaa mukaillen tilikausien 2024-

Osakekohtainen tulos (oik.) ja osinko



Nettokäyttöpääoma ja nettokäyttöpääoma-%



Ennusteet 3/3

2025 ennusteissamme Duellin rahavirta jää operatiivisesta tuloksesta jälkeen, ja nettokäyttöpääoman taso (% liikevaihdosta) on ennusteissamme yhtiön historiallista tasoa (tilikaudet 2019-2021 keskimäärin 37 % liikevaihdosta) korkeampi. Näin ollen absoluuttisesti nettokäyttöpääoma jälleen kasvaa, mutta tulosparannuksen ansiosta tilikauden 2024 nettovelka/käyttökate laskee tasolle 3x, mikä on mielestämme vielä mukavuusalueen ylärajalla, mutta kuitenkin selvästi nykyistä kestävämpi taso.

Pitkän aikavälin ennusteet

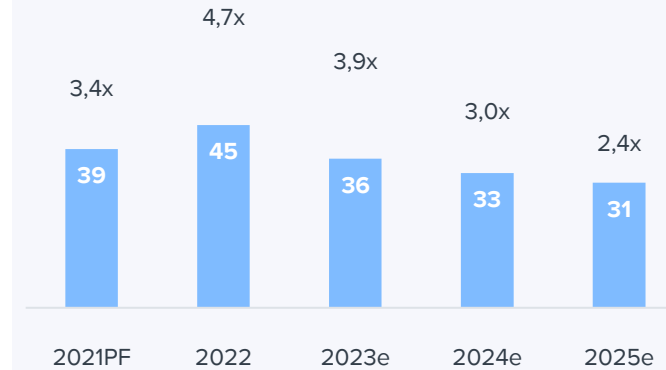
Vuodelle 2025 asetettuihin taloudellisiin tavoitteisiin emme odota yhtiön yltävän liikevaihdon osalta, sillä ennusteidemme mukaan yksinään orgaanisen kasvun tuoma tasonnosto liikevaihtoon ei riitä vetämään liikevaihtoa tavoitehaarukan mukaiselle tasolle (2025e ja 2026e liikevaihto 139 MEUR ja 145 MEUR). Emme ennusta epäorgaanista kasvua, sillä se on käytännössä yritysostojen ajoitukseen, kohteiden kokoon ja järjestelyjen arvostukseen liittyvän epävarmuuden vuoksi mahdotonta.

Ennusteidemme mukaisella polulla, yhtiöllä on kuitenkin arviomme mukaan edellytykset jatkaa epäorgaanista kasvua tilikaudella 2024 ja tämä voisi tapahtua jo aiemmin, jos yhtiö onnistuu kääntämään velkatason odotuksiamme voimakkaammin laskuun. Siten keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä toteutunut kasvu tulee todennäköisesti poikkeamaan ennusteidemme mukaisesta kasvu-urasta.

Duellin oikaistun EBITA-marginaalin odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 9-10,2 %:n maastossa. Tämä on alle yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaisen tason (> 13 %), mutta toisaalta melko hyvin linjassa vuosien 2019-2021 keskimääräisen 9,5 %:n kannattavuuden kanssa. Arviomme mukaan yhtiöllä tulisi olla edellytykset palata kaksinumeroiseen marginaalitasoon (2021: 10,5 %), mutta toisaalta arviomme, että tämän saavuttaminen on haastavaa kasvuvaiheessa sen jossain määrin tuomien etupainotteisten kustannuksien ansiosta.

Tämän hetken velkaantuneisuuden kohottaman riskitason ja toisaalta myös epäorgaanisen kasvustrategian myötä pitkän tähtäimen ennusteiden merkitys osakkeen arvonmuodotukseen on mielestämme nyt varsin rajallinen. Siten niiden päärooli onkin toimia tukena laatimassamme DCF-mallissa.

Nettovelka ja velkaantuneisuus



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	76,8	27,2	27,1	35,1	34,6	124	25,8	29,4	39,1	34,6	129	133	139	145
Käyttökate	8,3	0,0	2,2	3,2	2,0	7,4	-0,4	2,2	4,4	2,8	9,1	11,0	12,5	13,3
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-2,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0
Oikaistu EBITA	8,0	1,9	2,1	3,0	1,8	8,7	-0,4	2,0	4,2	2,6	8,4	10,1	11,6	12,3
Liikevoitto	7,3	-0,6	1,6	2,6	1,3	4,9	-1,1	1,5	3,7	2,1	6,2	8,1	9,6	10,3
Nettorahoituskulut	-2,7	-0,8	-0,2	-0,5	-0,4	-1,9	-0,6	-1,3	-0,8	-0,8	-3,4	-2,8	-2,7	-2,1
Tulos ennen veroja	4,6	-1,4	1,4	2,1	0,9	3,0	-1,7	0,2	3,0	1,3	2,8	5,3	6,9	8,3
Verot	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-1,1	0,1	-0,2	-0,8	-0,3	-1,2	-1,9	-2,3	-2,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,3	-1,7	1,2	1,7	0,7	1,9	-1,5	0,0	2,2	1,0	1,7	3,4	4,6	5,6
EPS (oikaistu)	0,16	0,03	0,06	0,09	0,05	0,23	-0,04	0,04	0,11	0,06	0,17	0,21	0,26	0,30
EPS (raportoitu)	0,13	-0,07	0,05	0,07	0,03	0,08	-0,06	0,00	0,09	0,04	0,06	0,13	0,18	0,22
Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	29,1 %	73,0 %	56,6 %	41,6 %	82,2 %	61,4 %	-5,2 %	8,5 %	11,4 %	0,2 %	4,0 %	3,0 %	5,0 %	4,0 %
Oikaistun EBITAn kasvu-%	53,6 %				-77,9 %	8,5 %	-122,9 %	-4,7 %	41,1 %	44,6 %	-4,1 %	21,2 %	14,0 %	6,8 %
Käyttökate-%	10,8 %	-0,1 %	8,3 %	9,0 %	5,8 %	6,0 %	-1,4 %	7,5 %	11,4 %	8,0 %	7,0 %	8,3 %	9,0 %	9,2 %
Oikaistu EBITA-%	10,5 %	6,8 %	7,7 %	8,6 %	5,1 %	7,0 %	-1,7 %	6,8 %	10,8 %	7,4 %	6,5 %	7,6 %	8,3 %	8,5 %
Nettotulos-%	4,3 %	-6,2 %	4,3 %	4,9 %	2,0 %	1,6 %	-5,9 %	0,0 %	5,7 %	2,8 %	1,3 %	2,6 %	3,3 %	3,9 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Duell on kasvuyhtiö

Näkemyksemme mukaan Duell on sijoitusprofiilliltaan kasvuyhtiö. Näkemystämme tukee historiallinen kehitys ja nykyinen strategia. Liiketoimintamalli sitoo tuntuvasti käyttöpääomaa, mikä on korostunut viimeisen kahden vuoden aikana voimakkaan kasvun, toimitusketjujen haasteiden ja kysynnän muutoksen seurauksena. Tämä on nostanut yhtiön velkaantuneisuuden hyvin korkeaksi ja nostaa myös osakkeen riskiprofiilia selvästi tällä hetkellä. Ottaen huomioon yhtiön strategian ja epäorgaanisen kasvun arvonluontiedellytykset sekä näitä mukailevan voitonjakopolitiikan, on osingon rooli mielestämme pääasiassa tuotto-odotusta tukeva.

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

Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

Näkemyksemme mukaan Duellin keskeisimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat:

Laaja brändiportfolio ja jälleenmyyjäverkosto:

Tukkukaupan logiikkaa mukaillen Duellin pitkän aikavälin kilpailukyvyyn kannalta yksi keskeisimmistä tekijöistä on sen brändiportfolion laatu. Arviomme mukaan yhtiöllä on laadukas ja monipuolinen brändiportfolio, mikä tekee siitä houkuttelevan kumppanin jälleenmyyjille ja 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 hyvinä, mikäli yhtiö ei sorru maksamaan ostettavista kohteista huomattavasti historiallisia tasoja korkeampia arvostuskertoimia. Yritysostojen arvostustasoihin ja ostokohteiden laatuun liittyvistä riskeistä johtuen yritysjärjestelyt voivat myös kääntyä arvoajureista ja mahdollisuuksista heikkouksiksi ja riskeiksi.

Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan keskeisimmät heikkoudet ja riskitekijät ovat:

Riippuvuus brändiportfoliosta: Yhtiön kilpailukyky

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

Hinnoitteluvoima: Yhtiön tuotetason hinnoitteluvoima on rajallinen. Tästä johtuen yhtiöllä voi olla asteittaisia vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan, mikäli lopputuotteiden myyntihinnat kohtaavat selvää laskupainetta ja / tai hankintahinnat nousupainetta. Historiallisesti yhtiön myyntikate on 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. Nämä riskit ovat nykyisellä käyttöpääoman tasolla selvästi koholla.

Sijoitusprofiili

1.

Kasvava ja kattava brändiportfolio mahdollistaa ripeän orgaanisen kasvun

2.

Markkina on defensiivinen, mutta kasvaa hitaasti

3.

Kannattavuudessa nousupotentiaalia

4.

Riippuvuus brändiportfolion kilpailukyvyistä pitkässä juoksussa

5.

Nettokäyttöpääoma ja velkaantuneisuus ovat merkittävästi koholla

Potentiaali



- Vahva markkina-asema Pohjoismaissa antaa edellytykset jatkaa kasvua muualla Euroopassa
- Korkeasta muuttuvien kustannusten osuudesta huolimatta kannattavuudessa on nousupotentiaalia kasvun ja omien tuotteiden myynnin kasvu myötä keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä
- Pirstaleinen markkina avaa mahdollisuuksia konsolidoida tukkurikenttää

Riskit



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

Arvonmääritys 1/3

Lähestymme arvostusta tulos pohjaisesti

Suosimme Duellin arvonmäärityksessä tulos pohjaisia arvostuskertoimia. Mielestämme sopivimmat tulokset ovat nettotulos pohjainen (oik.) P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen huomioivat EV/EBITDA ja EV/EBITA-kertoimet, joita tarkastelemme sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkiryhmään. Tarkastelemme arvostusta ensisijaisesti kuluvan tilikauden, mutta myös seuraavan tilikaudenkertoimilla. 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 nostaa osakkeen riskitason tällä hetkellä huomattavasti tavanomaista korkeammaksi ja siten kohottaa tuottovaatimusta selvästi. Tämän riskin kehittymiseen lyhyen aikavälin ajureina toimivat mielestämme uuden rahoituspaketin neuvottelun lopputulema Q2:lla ja nettokäyttöpääoman tason ja velkaantuneisuuden kehitys tilikauden jälkimmäisellä puoliskolla. Arviomme mukaan nettokäyttöpääoman ja velkaantuneisuuden kehitys toimivat lyhyellä aikavälillä merkittävimpana arvostusta ohjaavana tekijänä.

Lähivuosien orgaaniset tuloskasvuodotukset ovat laskeneet viimeisen vuoden aikana selvästi, minkä taustalla on etenkin korkean inflaation myötä heikentynyt kuluttajan ostovoima ja siten

markkinan kasvunäkymä sekä odotuksia vaisumpi kannattavuuskehitys. Arviomme mukaan yhtiöllä tulisi kuitenkin olla edellytykset markkinaa nopeampaan kasvuun ja tuloskasvuun keskipitkällä aikavälillä. Tämän kääntyminen arvostusta nostavaksi tekijäksi arviomme mukaan kuitenkin edellyttää lyhyen tähtäimen riskien maltillistumista ja lukujen kautta vahvistuvaa luottamusta tuloskasvunäkymään.

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.

Lähivuosien tulos pohjainen arvostus

Duellin ennusteidemme mukaiset liikearvon poistoilla oikaistut P/E-luvut tilikausille 2023 ja 2024 ovat 11x ja 8x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 9x sekä 7x ja EV/EBITA-kertoimet ovat 10x ja 8x.

Kuluvan tilikauden arvostuskertoimet ovat mielestämme varsin kohtuulliset, kun taas vastaavasti tilikauden 2024 arvostuskertoimet painuvat ennustamamme tuloskasvun ansiosta varsin matalalle tasolle. Siten lyhyen tähtäimen tulos pohjainen arvostus on mielestämme kokonaisuudessaan houkutteleva ja siinä on

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1,80	1,80	1,80
Osakemäärä, milj. kpl	25,4	25,4	25,4
Markkina-arvo	46	46	46
Yritysarvo (EV)	82	79	76
P/E (oik.)	10,6	8,4	7,0
P/E	27,7	13,4	10,0
P/B	1,4	1,2	1,1
P/S	0,4	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	9,1	7,2	6,1
EV/EBITA (oik.)	9,8	7,8	6,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	37,1 %	33,2 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,8 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

mielestämme selvää nousuvaraa.

Tulostuotto-odotus on kohtuullinen

Ennustamme Duellin operatiivisen tuloskasvun olevan liikevaihdon orgaanisen kasvun ja tilikaudella 2023 vaikuttavien yritysostojen tuoman kasvun sekä lievän kannattavuuden nousun ansiosta vauhdikasta. Osakekohtaisen tuloksen kasvua ennusteissamme kuitenkin rajaa korkojen ja velkatason myötä nousevat nettoraahoituskustannukset, minkä ansiosta tilikausien 2022-2025e osakekohtaisen tuloksen kasvu on ennusteissamme noin 5 %.

Osinkotuotto on tuotto-odotusta tukeva komponentti

Duellin tilikausien 2023-2025 osinkotuotto on ennusteillamme keskimäärin 2 %, mikä on maltillinen taso. Tätä taustaa vasten sijoittajan tulisi arvioida osinkoa yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa tuotto-odotusta tukevana komponenttina pääasiallisen tuottolähteen sijaan.

Kokonaistuotto-odotus

Arviomme mukaan Duellin osakkeen tuotto-odotuksen ajureina toimivat lähivuosina ennustamamme tuloskasvu sekä arvostuksen nousuvara. Tämän seurauksena toteutuneella tuloksella maltilliset arvostuskertoimet painuvat pidemmällä aikavälillä hyvin matalalle tasolle. Hahmottelemamme tuotto-odotuksen toteutuminen kuitenkin edellyttää odottamamme nettokäyttöpääoman ja siten myös velkaantuneisuuden laskua, sillä näiden osalta on piirrettävissä hyvin erilaisia skenaarioita molempiin

suuntiin. Tämä arvioimme mukaan myös heijastuisi lähivuosien tuotto-odotukseen sitä laskevasti tai nostavasti.

Verrokkiryhmä ja suhteellinen arvostus

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

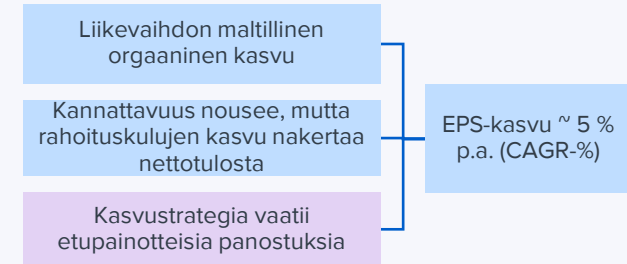
Verrokkiryhmän toimijat jakelevat valtaosin henkilö- ja raskaiden ajoneuvojen teknisiä osia ja varusteita. Näin ollen niiden kohdemarkkina eroaa Duellin kohdemarkkinasta. Verrokkiryhmän toimijoilla joko valtaosa tai merkittävä osa liiketoiminnasta tulee kuitenkin jakeluliiketoiminnasta, minkä takia niiden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

Yksi merkittävä ero Duellin ja verrokkiryhmän liiketoimintamalleissa on kuitenkin se, että verrokkiryhmän toimijoille on ominaista jakeluliiketoiminnan lisäksi oma myymälä- ja/tai huoltoketju. Tätä taustaa vasten verrokkiryhmä ei mielestämme ole optimaalinen Duellin arvonmäärityksen mittatikkuna. Tästä syystä käytämmekin suhteellista arvostusta vain muiden arvonmääritysmenetelmien tukena. Poikkeavan tilikauden vuoksi Duellin käynnissä oleva tilikausi (tilikausi 2023) vertautuu suhteellisessa arvostuksessa verrokkien kuluvan kalenterivuoden tilikauteen.

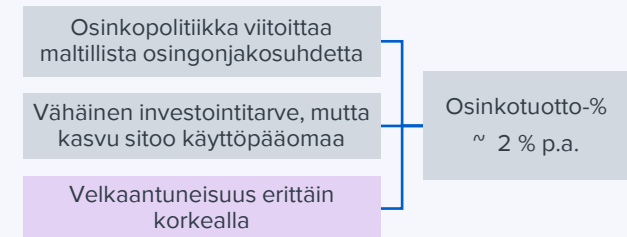
Osaketuoton ajurit 2023e-2025e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

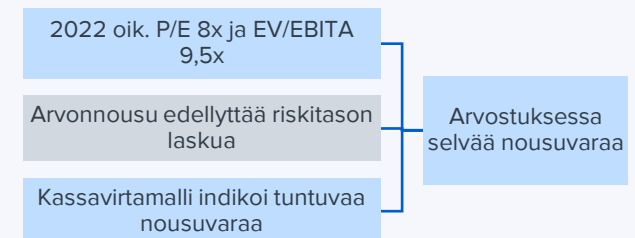
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen tuotto-odotus on houkutteleva, mutta riippuvainen velkaantuneisuuden kehityksestä

Arvonmääritys 3/3

Lähivuosien tulospohjaisilla P/E-kertoimilla Duell arvostetaan 32-40 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään, kun taas vastaavilla EV/EBITDA-kertoimilla arvostus on karkeasti linjassa verrokkien kanssa. Oikaistulla EV/EBIT-kertoimella Duell taas arvostetaan 20-33 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Huomioitavaa on, että käyttökateen alapuolella vertailtavuus heikkenee erilaisten kirjanpitoikäntöjen vaikuttaessa poistoihin ja tällä arvostusmittarilla sovellamme Duellin tapauksessa liikearvon poistoista oikaistua liikevoittoa (ts. EV/EBITA-kerrointa).

Kokonaisuutena suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen maltillista arvostusta, vaikkakin mielestämme sen soveltuvuus yhtiön arvonmääritykseen ei ole erityisen hyvä. Näkemyksemme mukaan Duell on perusteltua hinnoitella vähintään linjaan suhteessa verrokkiryhmäänsä, kunhan yhtiön rahoitusasemaan liittyvä riskitaso on laskenut tavanomaiselle tasolle eli velkaantuneisuus on tavoitehaarukan sisällä.

Kassavirtamalli

Kassavirtalaskelmamme Duellin osakkeelle indikoima arvo 2,8 euroa osakkeelta. Siten pitkän tähtäimen potentiaalia painottava kassavirtalaskelmamme indikoi osakkeeseen selvää nousuvaraa nykytasolta.

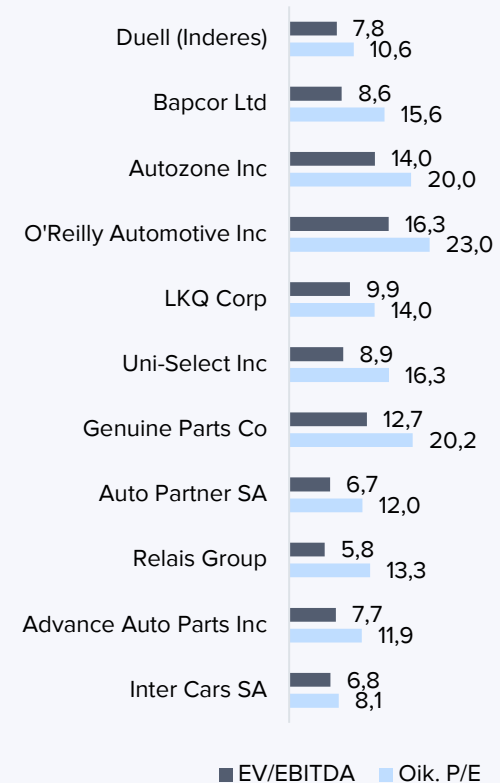
DCF-mallimme pohjana käytämme lähivuosien ennusteiden lisäksi laatimiemme pitkän tähtäimen ennusteita. Mallissa terminaalijakson painoarvo on 53 %, mikä on mielestämme melko neutraali taso. Siten pitkällä tulevaisuudessa olevat rahavirrat

eivät ole mallissa suuressa painoarvossa. Rahavirtamallissa käyttämämme oman pääoman kustannus on 10,9 %, kun taas pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 9,5 %. Nämä tasot ovat mielestämme korkeahkot ja mielestämme liiketoimintamallin ja historiallisen kehityksen perusteella myös hieman matalampitaso oli perusteltavissa. Siten arvioimmekin tuottovaateissa olevan kohonneesta korkotasosta huolimatta maltillisesti laskuvaraa, kunhan yhtiön tällä hetkellä pidemmän aikavälin tasoa selvästi korkeampi riskitaso laskee.

Tavoitehinta ja sijoitusnäkemys

Toistamme Duellin 2,5 euron tavoitehinnan ja Osta-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan osakkeen absoluuttiset arvostuskertoimet lähivuosille ovat varsin maltilliset, mitkä puoltavat arvostuksen selkeää nousuvaraa. Ennusteissamme odotamme yhtiön nettovelkaantuneisuuden laskevan asteittain, mikä painaa arvostusta yhdessä odottamamme tuloskasvun kanssa. Mikäli yhtiön nettokäyttöpääoman taso ei taituisi laskuun, heijastuisi tämä myös velkaantuneisuuteen negatiivisesti. Tämänhetkessä toimintaympäristössä onkin piirrettävissä myös ennusteitamme negatiivisempi kehityspolku, jolloin arvostuksessa olisi myös edelleen laskuvaraa velkaantuneisuuden noustessa entistä suuremmaksi haasteeksi. Siten sijoittajan perspektiivistä seuraavan 12 kuukauden keskeisimpiä seurattavia mittareita on mielestämme nettokäyttöpääoman ja sitä kautta kassavirran sekä velkaantuneisuuden kehitys.

Verrokkiryhmän tulospohjainen arvostus 2023e



Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Inter Cars SA	1483	1949	7,9	7,5	6,8	6,3	0,5	0,5	8,1	7,4	0,3	0,3	1,5
Advance Auto Parts Inc	8412	9515	9,8	9,5	7,7	7,4	0,9	0,9	11,9	11,0	3,7	3,8	2,8
Relais Group	199	241	9,6	8,5	5,8	5,3	0,9	0,9	13,3	10,0	3,4	3,7	1,7
Auto Partner SA	459	544	7,3	6,7	6,7	6,1	0,7	0,7	12,0		0,9	1,3	2,4
Genuine Parts Co	23116	25545	15,2	14,5	12,7	11,9	1,2	1,2	20,2	18,6	2,3	2,4	5,9
Uni-Select Inc	1249	1576	12,4	13,3	8,9	8,2	0,9	0,9	16,3	15,1		1,2	
LKQ Corp	14251	16277	11,1	11,2	9,9	9,6	1,4	1,3	14,0	13,2	2,1	2,3	2,6
O'Reilly Automotive Inc	49412	53389	18,4	17,2	16,3	15,2	3,7	3,5	23,0	20,6			
Autozone Inc	44526	50178	16,1	15,0	14,0	13,1	3,1	3,0	20,0	17,6			
Bapcor Ltd	1336	1675	12,5	10,8	8,6	7,7	1,3	1,3	15,6	13,6	3,6	4,1	1,8
Pierce Group	62	58	23,6	12,2	7,8	5,8	0,4	0,3	24,7	14,4		1,2	0,9
Duell (Inderes)	46	82	9,8	7,8	9,1	7,2	0,6	0,6	10,6	8,4	0,0	2,8	1,4
Keskiarvo			13,1	11,5	9,6	8,8	1,4	1,3	16,3	14,1	2,3	2,3	2,5
Mediaani			12,4	11,2	8,6	7,7	0,9	0,9	15,6	14,0	2,3	2,3	2,1
Erotus-% vrt. mediaani			-20 %	-31 %	5 %	-7 %	-31 %	-32 %	-32 %	-40 %	-100 %	20 %	-35 %

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

DCF-malli

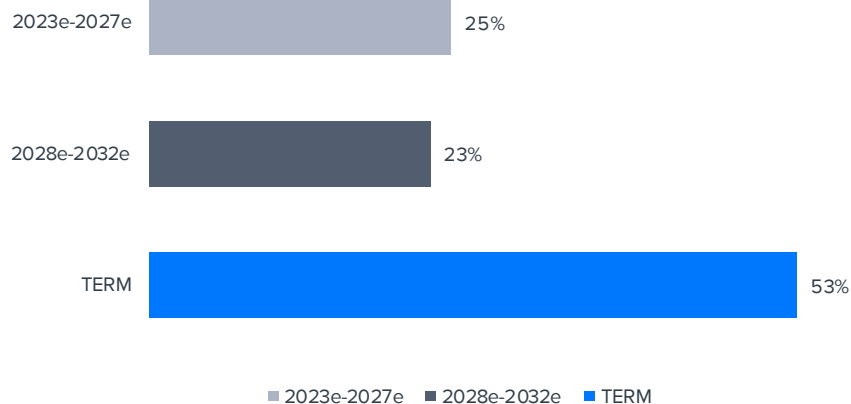
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	61,4 %	4,0 %	3,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,0 %	4,8 %	6,1 %	6,9 %	7,1 %	8,0 %	9,5 %	9,5 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Liikevoitto	4,9	6,2	8,1	9,6	10,3	12,1	14,8	15,0	14,5	14,8	15,1	
+ Kokonaispoistot	2,5	2,8	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2	
- Maksetut verot	-1,1	-1,2	-1,9	-2,3	-2,7	-3,3	-4,0	-4,0	-3,9	-4,0	-4,1	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,8	-0,7	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ 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	-24	4,5	-1,7	-2,9	-2,4	-2,5	-2,0	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	
Operatiivinen kassavirta	-18,0	11,6	6,7	6,6	7,7	8,9	11,4	12,3	11,9	12,2	12,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-23,8	10,7	5,7	5,6	6,7	7,9	10,4	11,2	10,7	11,0	11,1	
+/- 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	-23,8	10,7	5,7	5,6	6,7	7,9	10,4	11,2	10,7	11,0	11,1	151
Diskontattu vapaa kassavirta		9,9	4,8	4,3	4,7	5,1	6,1	6,0	5,2	4,9	4,5	61,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		117	107	102	98,0	93,3	88,3	82,2	76,2	71,0	66,0	61,5
Velaton arvo DCF		117										
- Korolliset velat		-48,6										
+ Rahavarat		4,1										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		72,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,8										

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	1,50 %
Risikön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	59,4	76,8	123,9	129	133	EPS (raportoitu)		0,13	0,08	0,06	0,13
Käyttökate	5,3	8,3	7,4	9,1	11,0	EPS (oikaistu)		0,16	0,23	0,17	0,21
Liikevoitto	4,1	7,3	4,9	6,2	8,1	Operat. kassavirta / osake		-0,34	-0,71	0,46	0,26
Voitto ennen veroja	2,2	4,6	3,0	2,8	5,3	Vapaa kassavirta / osake		-0,83	-0,94	0,42	0,22
Nettovoitto	1,5	3,3	1,9	1,7	3,4	Omapääoma / osake		0,41	1,25	1,32	1,45
Kertaluontoiset erät	-1,1	-0,8	-3,8	-2,1	-2,0	Osinko / osake			0,00	0,00	0,05
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	42	69	95	90	91	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	29 %	61 %	4 %	3 %
Oma pääoma	7	11	32	34	37	Käyttökateen kasvu-%	5 %	58 %	-11 %	23 %	21 %
Liikearvo	6	14	16	14	12	Liikevoiton oik. kasvu-%	13 %	54 %	8 %	-4 %	21 %
Nettovelat	16	39	45	36	33	EPS oik. kasvu-%			40 %	-25 %	25 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	8,9 %	10,8 %	6,0 %	7,0 %	8,3 %
Käyttökate	5,3	8,3	7,4	9,1	11,0	Oik. Liikevoitto-%	8,8 %	10,5 %	7,0 %	6,5 %	7,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,2	-15,2	-23,9	4,5	-1,7	Liikevoitto-%	6,9 %	9,5 %	4,0 %	4,8 %	6,1 %
Operatiivinen kassavirta	6,0	-8,8	-18,0	11,6	6,7	ROE-%	23,7 %	37,8 %	9,1 %	5,1 %	9,7 %
Investoinnit	-0,3	-9,0	-5,8	-0,9	-1,0	ROI-%	14,1 %	17,8 %	7,4 %	8,0 %	10,9 %
Vapaa kassavirta	5,9	-21,0	-23,8	10,7	5,7	Omavaraisuusaste	17,0 %	15,2 %	33,4 %	37,1 %	40,5 %
						Nettovelkaantumisaste	220,7 %	367,6 %	139,9 %	108,8 %	88,9 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto			0,8	0,6	0,6						
EV/EBITDA (oik.)			13,8	9,1	7,2						
EV/EBIT (oik.)			11,7	9,8	7,8						
P/E (oik.)			10,0	10,6	8,4						
P/B			1,8	1,4	1,2						
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	2,8 %						

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	15	19	17	15	13
Liikearvo	13,5	16,4	14,4	12,4	10,4
Aineettomat hyödykkeet	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0
Käyttöomaisuus	0,6	1,4	1,5	1,6	1,7
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	54	77	73	76	80
Vaihto-omaisuus	37	48	48	48	50
Muut lyhytaikaiset varat	1,9	4,4	4,4	4,4	4,4
Myyntisaamiset	11,7	20,3	16,8	18,6	19,5
Likvidit varat	2,8	4,1	4,5	5,3	5,6
Taseen loppusumma	69	95	90	91	93

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	11	32	34	37	40
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	6,2	7,5	9,2	12,6	15,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	4,3	24,2	24	24	24
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	38	46	35	35	32
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	32,8	45	35	35	32
Vaihtovelkakirjalainat	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	21	18	22	19	20
Lainat rahoituslaitoksilta	3,6	3,1	6	3	4
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,7	7,6	8	9	9
Muut lyhytaikaiset velat	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
Taseen loppusumma	69	95	90	91	93

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsitellä 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 käytettävät neuvonantajat. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 laatineen 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.

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15.12.2021	Lisää	7,00 €	6,20 €
19.1.2022	Lisää	8,30 €	7,65 €
22.3.2022	Lisää	7,50 €	6,52 €
7.4.2022	Lisää	7,20 €	6,02 €
18.5.2022	Lisää	6,00 €	5,02 €
8.7.2022	Lisää	3,50 €	2,95 €
5.9.2022	Lisää	2,70 €	2,22 €
11.11.2022	Osta	2,70 €	1,95 €
19.1.2023	Osta	2,50 €	1,78 €
15.2.2023	Osta	2,50 €	1,80 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä 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.**