

# Research

CEE | Equity Research

Research Department

[research@trigon.pl](mailto:research@trigon.pl)[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## Dadelo

### Grips the trail with exceptional performance

Wyniki sprzedażowe w 1H'24 (przychody +59% r/r) wpisują się w kluczowy strategiczny cel z punktu widzenia budowy wartości DAD jakim jest przeskalowanie biznesu. W tym roku widzimy przestrzeń do wzrostu przychodów do 290mln PLN (+51% r/r), a CAGR przychodów w 2023-26 szacujemy na 38%. W kolejnych kwartałach widzimy przestrzeń do poprawy warunków zakupowych i poszerzenie przewag rynkowych względem kanału tradycyjnego, który traci udziały w rynku. Po zakładanym w tym roku skokowym wzroście rentowości EBIT do 4,9%, w latach 2025-26 oczekujemy przejściowego spadku do 4,4-4,5% za sprawą większych inwestycji w ceny, co obniży poziom marży brutto oraz szybszego rozwoju sieci sklepów stacjonarnych, których dojrzewanie osłabi pozytywny efekt dźwigni operacyjnej.

5-letni CAGR rynku rowerowego w Polsce szacujemy na 9% czyli znacznie powyżej prognozowanego średniorocznego wzrostu PKB w tym okresie. Jednocześnie udział DAD w rynku wzrośnie naszym zdaniem z poniżej 2% w 2020 do 6% w 2024 oraz do 10% w pespektywie 3 najbliższych lat. Tym samym wysoki profil wzrostu spółki ogranicza użyteczność oceny fundamentów spółki przez pryzmat mnożników rynkowych. W następstwie rewizji założeń modelowych podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne Kupuj dla akcji DAD podnosząc 12-miesięczną ceną docelową akcji względem ostatniej rekomendacji o 20% do 27.5 PLN (upside 26%).

**Konsolidacja rynku postępuje szybciej niż zakładaliśmy dotychczas.** Identyfikujemy dwa główne obszary przepływu klientów na rynku rowerów, części i akcesoriów w Polsce. Pierwszy związany jest z obniżającym się znaczeniem kanału tradycyjnego, którego oferta jest bardzo ograniczona względem DAD (obecnie ponad 50tys. SKUs z dostawą na kolejny dzień oraz ponad 10tys. SKUs w sklepach stacjonarnych) i jednocześnie cenowo mniej konkurencyjna. W konsekwencji oczekujemy dalszego spadku liczby sklepów stacjonarnych specjalizujących się w asortymencie rowerowym, których w Polsce jest obecnie ~2000. Drugim czynnikiem przepływu klientów są zmiany w segmencie e-commerce, gdzie pomimo dynamicznego wzrostu rynku nie obserwujemy pojawiania się nowych graczy zarządzających platformami specjalizującymi się w tym asortymencie poza drobnymi wyjątkami (m.in. Sportano). Przewagą DAD względem innych specjalistycznych esklepów oprócz szerokości oferty oraz logistyki jest także bezpłatny koszt dostawy bez względu na wartość zamówienia.

**Globalny rynek rowerowy wciąż mierzy się z „czyszczeniem” nadmiernego zatowarowania w otoczeniu normalizacji popytu w całym łańcuchu, poprawa nastrojów oczekiwana w 2025.** Począwszy od producentów komponentów (m.in. Shimano, KMC), sourcingujących się u nich producentów rowerów po hurtownię i sklepy (m.in. Bike24) żywy pozostaje temat dalszej poprawy rotacji zapasów w branży, co z racji słabszego popytu, może przełożyć się na dalszą erozję rentowności branży w 2024. Jednocześnie guidowany przez znaczących producentów rowerów i części spadek produkcji ([LINK](#) do guidance Shimano na 2024), restrukturyzacja kosztowa i focus na delewarowaniu dają potencjał do zrównoważenia rynku po tym roku. To obok stopniowej odbudowy popytu po okresie znaczącego jego wyhamowania z racji wcześniejszego boomu po wybuchu pandemii w 2020, powinno wspierać otoczenie rynkowe w 2025. Nie posiadamy twardych danych o wzroście rynku rowerowego w Polsce w tym roku. Opierając się ankiecie Polskiego Stowarzyszenia Rowerowego ([LINK](#) do artykułu na rzeczpospolita.pl) branża rowerowa wydaje się umiarkowanie optymistyczna. Wzrost rynku wspierany powinien być rosnącym udziałem rowerów elektrycznych, których sprzedaż w 2023 szacowana była w Polsce na poniżej 10% spośród 0.9mln nowych rowerów podczas gdy w średnio w UE na poziomie 27% w 2022 i 30% w 2023 (CONEBI, [LINK](#) do historycznych raportów rynkowych).

**Wycena & główne czynniki ryzyka.** Naszą wycenę Dadelo opieramy w 100% na podejściu dochodowym, metodzie DCF, która implikuje 12-miesięczny TP 1 akcji DAD na poziomie 27,5 PLN (Kupuj, upside 26%). Wycena porównawcza zwraca bieżącą wartość 1 akcji na poziomie 22,9 PLN. Niemniej jednak to podejście ma bardzo ograniczoną użyteczność dla spółki, którą cechuje wysoki profilu wzrostu. Kluczowe specyficzne czynniki ryzyka dla DAD zostały opisane na s. 9 raportu.

PLNm	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenues	82.8	117.2	189.1	285.6	384.0	496.0
EBITDA	8.9	6.9	3.6	18.5	23.1	30.0
EBIT	7.1	4.4	0.3	14.0	17.0	22.5
Net profit	6.0	3.9	0.1	11.0	13.8	18.2
EPS (PLN)	0.5	0.3	0.0	0.9	1.2	1.6
P/E (x)	42.3	65.0	-	23.1	18.5	14.0
EV/EBITDA (x)	25.6	36.1	72.1	14.1	11.2	8.3
P/BV (x)	2.5	2.4	2.4	2.2	1.9	1.7
DY (%)	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Source: Company, Trigon DM

## Buy

Previous: Buy 23 PLN

### Target price: 27.5 PLN

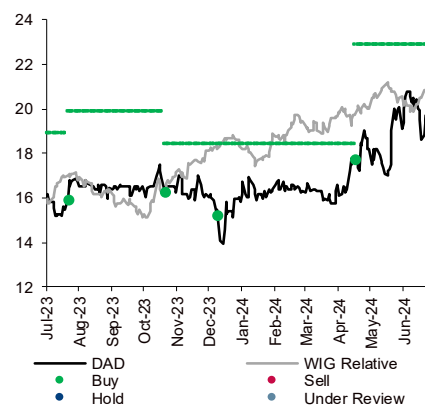
(from date: 19.04.2024)

Upside: 26%

#### FACT SHEET

Ticker	DAD		
Sector	E-commerce		
Price (PLN)	21.8		
52W range (PLN)	13.9 / 21.4		
Shares outstanding (m)	11.7		
Market Cap (PLNm)	254		
Free-float	41%		
3M Avg. Vol. (PLNm)	0.0		
Price performance	1M	3M	1Y
	-0.9%	6.1%	16.6%

#### RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



#### RECOMMENDATIONS

	DATE	TP
Buy	19.04.2024	23.0
Buy	11.12.2023	18.5
Buy	23.10.2023	18.5
Buy	24.07.2023	20.0
Buy	22.05.2023	19.0
Buy	24.04.2023	15.0

#### SHAREHOLDERS

	Share %
Oponeo.pl	58.8%
TFI Allianz Polska SA	8.5%
TFI Santander SA	5.9%
OFE Generali	5.6%

#### INVESTOR CALENDAR

2Q'24 report	14.08.2024
3Q'24 report	07.11.2024

#### ANALYST

Grzegorz Kujawski	+48 (22) 4338-369
	grzegorz.kujawski@trigon.pl

		<b>Multiples</b>					
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>Dadelo</b>		P/E (x)	65.0	3,141.8	23.1	18.5	14.0
Bloomberg ticker	DAD PW	adj. P/E (x)	65.0	3,141.8	23.1	18.5	14.0
		P/BV (x)	2.4	2.4	2.2	1.9	1.7
<b>Recommendation</b>	<b>Buy</b>	EV/EBITDA (x)	36.1	72.1	14.1	11.2	8.3
<b>Target Price (PLN)</b>	<b>27.5</b>	adj. EV/EBITDA (x)	36.1	72.1	14.1	11.2	8.3
<b>Price (PLN)</b>	<b>21.8</b>	EV/Sales (x)	3.3	2.1	1.4	1.0	0.8
<b>Upside</b>	<b>26%</b>	FCFF Yield (%)	-4.1%	-2.2%	0.0%	0.2%	3.0%
Shares outstanding (m)	11.7	DY (%)	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Market Cap (PLNm)	254						
EV (PLNm)	248						
Grzegorz Kujawski		<b>KPIs</b>					
+48 (22) 4338-369		EPS (PLN)	0.3	0.0	0.9	1.2	1.6
grzegorz.kujawski@trigon.pl		adj. EPS (PLN)	0.3	0.0	0.9	1.2	1.6
		DPS (PLN)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
		BVPS (PLN)	9.1	9.1	10.0	11.2	12.8
		Shares outstanding (m)	11.67	11.67	11.67	11.67	11.67
		Market Cap (mPLN)	254	254	254	254	254
		EV (mPLN)	248	260	260	259	248
		<b>Income Statement (PLNm)</b>					
		<b>Revenues</b>	<b>117</b>	<b>189</b>	<b>286</b>	<b>384</b>	<b>496</b>
		COGS	81	137	201	275	356
		Gross profit	36	52	85	109	140
		<b>EBITDA</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>30</b>
		adj. EBITDA	7	4	18	23	30
		D&A	2	3	4	6	7
		<b>EBIT</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>23</b>
		EBT	5	1	14	17	23
		Minority interest	0	0	0	0	0
		<b>Net profit</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>18</b>
		adj. Net profit	4	0	11	14	18
		<b>Cash Flow (PLNm)</b>					
		<b>Cash flow from operating activities</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>21</b>
		<b>Cash flow from investing activities</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>
		CAPEX	-3	-9	-6	-8	-9
		<b>Cash flow from financing activities</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>
		Dividend/Buy-back	-2	0	0	0	0
		<b>FCFF</b>	<b>-16</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>12</b>
		Net change in cash	-19	-9	8	1	7
		<b>Balance Sheet (PLNm)</b>					
		<b>Assets</b>	<b>120</b>	<b>142</b>	<b>167</b>	<b>195</b>	<b>224</b>
		PPE	9	19	21	23	25
		Intangibles	6	6	6	5	4
		Goodwill	0	0	0	0	0
		Cash and cash equivalents	10	1	9	10	17
		<b>Equity and Liabilities</b>	<b>120</b>	<b>142</b>	<b>167</b>	<b>195</b>	<b>224</b>
		Equity	106	106	117	131	149
		Minority interests	0	0	0	0	0
		Interest-bearing liabilities	4	7	15	15	10
		Net debt	-7	6	6	5	-7
		Net working capital	84	86	96	108	112
		<b>Operational ratios</b>					
		Sales growth y/y (%)	42%	61%	51%	34%	29%
		EPS adj. growth y/y (%)	-35%	-98%	13476%	25%	32%
		Gross margin (%)	30.5%	27.4%	29.6%	28.3%	28.2%
		EBITDA adj. margin (%)	5.9%	1.9%	6.5%	6.0%	6.0%
		EBIT margin (%)	3.8%	0.2%	4.9%	4.4%	4.5%
		Net profit adj. margin (%)	3.3%	0.0%	3.8%	3.6%	3.7%
		ROE (%)	3.7%	0.1%	9.4%	10.5%	12.2%
		ROA (%)	3.3%	0.1%	6.6%	7.1%	8.1%
		CAPEX/Sales (%)	2.4%	4.8%	2.0%	2.0%	1.8%
		CAPEX/D&A (x)	1.2	2.8	1.3	1.3	1.2
		Net debt/Equity (x)	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
		Net debt/EBITDA (x)	-0.9	1.6	0.3	0.2	-0.2
		Cash conversion cycle (days)	354	221	168	138	112
		Inventory turnover (days)	351	274	214	189	169
		Receivables turnover (days)	46	22	17	13	9
		Payables turnover (days)	44	76	63	65	66

Source: Company, Trigon DM

## Investment summary

**Konsolidacja rynku postępuje szybciej niż zakładaliśmy dotychczas.** Identyfikujemy dwa główne obszary przepływu klientów na rynku rowerów, części i akcesoriów w Polsce. Pierwszy związany jest z obniżającym się znaczeniem kanału tradycyjnego, którego oferta jest bardzo ograniczona względem DAD (obecnie ponad 50tys. SKUs z dostawą na kolejny dzień oraz ponad 10tys. SKUs w sklepach stacjonarnych) i jednocześnie cenowo mniej konkurencyjna. W konsekwencji oczekujemy dalszego spadku liczby sklepów stacjonarnych specjalizujących się w asortymencie rowerowym, których w Polsce jest obecnie ~2000. Drugim czynnikiem przepływu klientów są zmiany w segmencie e-commerce, gdzie pomimo dynamicznego wzrostu rynku nie obserwujemy pojawiania się nowych graczy zarządzających platformami specjalizującymi się w tym asortymencie poza drobnymi wyjątkami (m.in. Sportano). Jednocześnie w ostatnim roku identyfikujemy zamknięcia biznesów (m.in. Bikester, który w okresie IPO DAD był jednym z liczących się konkurentów). Przewagą DAD względem specjalistycznych esklepów oprócz szerokości oferty oraz logistyki jest także bezpłatny koszt dostawy bez względu na wartość zamówienia. Brak prognozy wartości zamówienia dla bezpłatnej dostawy tzw. MOV jest również przewagą wobec platform ecommerce (w allegro.pl MOV z wyłączeniem dostaw kurierskich na poziomie 45 PLN).

**Kluczowym celem strategicznym DAD pozostaje dynamiczny wzrost udziałów rynkowych.** Wyniki sprzedażowe w 1H'24 (przychody +59% r/r) wpisują się w kluczowy strategiczny cel z punktu widzenia budowy wartości DAD jakim jest przeskalowanie biznesu. W tym roku widzimy przestrzeń do wzrostu przychodów do 290mln PLN (+51% r/r), a CAGR przychodów w 2023-26 szacujemy na 38%. W kolejnych kwartałach widzimy przestrzeń do poprawy warunków zakupowych, dlatego dalsze poszerzenie oferty nie powinno istotnie zwiększać zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Jednocześnie wysoka dynamika sprzedaży powinna dalej poprawiać rotację zapasów. Po zakładanym w tym roku skokowym wzroście rentowności EBIT do 4,9%, w latach 2025-26 oczekujemy spadku do 4,4-4,5% za sprawą większych inwestycji w ceny, co osłabi poziom marży brutto oraz rozwoju sieci sklepów stacjonarnych, których dojrzewanie osłabi pozytywny efekt dźwigni operacyjnej.

### Forecasts' changes vs. last recommendation

PLNm	2024E			2025E			2026E		
	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.
Revenues	285.6	267.9	7%	384.0	365.5	5%	496.0	484.6	2%
EBITDA	18.5	13.0	42%	23.1	16.4	41%	30.0	23.4	28%
EBIT	14.0	6.9	102%	17.0	10.4	63%	22.5	18.1	24%
Net profit	11.0	5.6	95%	13.8	8.4	63%	18.2	14.7	24%

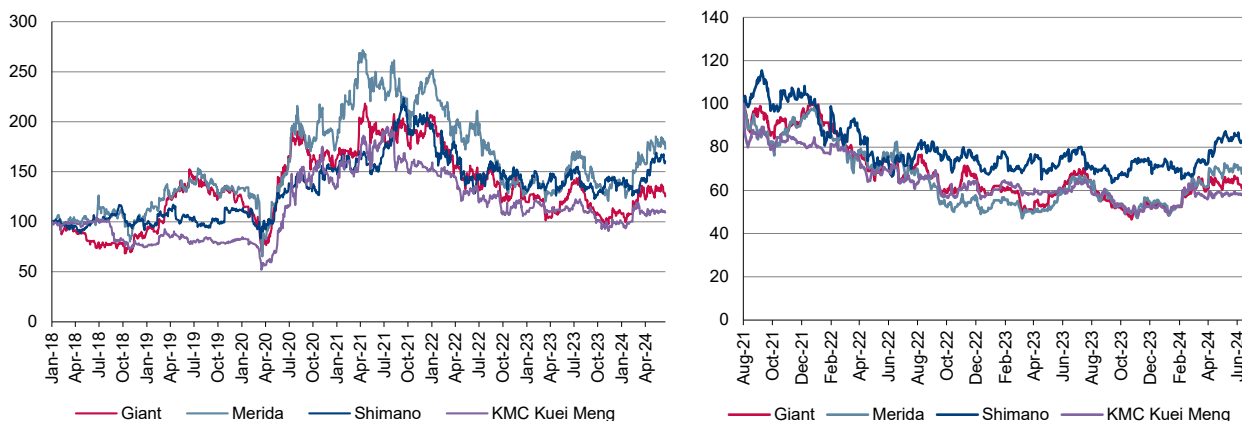
Source: Company, Trigon DM

**Podsumowanie telekonferencji za CEO po wynikach 1Q. (1) Trading update:** (a) Spółka pozytywnie zaskoczona jest wzrostem sprzedaży również w 2Q, zakłada utrzymanie wyższej rentowności r/r w całym roku; (b) Wymagające otoczenie rynkowe i wysokie stany magazynowe w hurtowniach w Europie poprawiły dostępność rowerów i części, co wspiera rozwój kolekcji (obecnie ponad 50tys. SKUs) oraz marżę, na którą w przypadku marek własnych pozytywnie wpływa również umocnienie złotego; (c) Równolegle spółka poprawia warunki handlowe z dostawcami, co ogranicza korzystanie z linii kredytowej pomimo rosnących zakupów. (2) **Outlook 2024:** (a) Przychody w 2024 mogą zbliżyć się do 300mln PLN, wynik netto przekroczyć 10mln PLN, CEO podtrzymuje średnioroczny wzrost sprzedaży powyżej 35% w średnim terminie; (b) W planach jest dalszy rozwój sklepów stacjonarnych, do 8-10 w średnim terminie, sklep w Warszawie powinien osiągnąć w tym roku rentowność (w 2023 wygenerował ~1mln PLN straty EBITDA), a nowo otwarty sklep we Wrocławiu powinien osiągnąć próg rentowności w ciągu 12 miesięcy roku funkcjonowania.

**Globalny rynek rowerowy wciąż mierzy się z „czyszczeniem” nadmiernego zatowarowania w otoczeniu normalizacji popytu w całym łańcuchu, poprawa nastrojów oczekiwana w 2025.** Począwszy od producentów komponentów (m.in. Shimano, KMC), sourcingujących się u nich producentów rowerów po hurtownie i sklepy (m.in. Bike24) żywy pozostaje temat dalszej poprawy rotacji zapasów w branży, co z racji słabszego popytu, może przelożyć się na dalszą erozję rentowności branży w 2024. Jednocześnie guidowany przez znaczących producentów rowerów i części spadek produkcji ([LINK](#) do guidance Shimano na 2024), restrukturyzacja kosztowa i focus na delewarowaniu dają potencjał do zrównoważenia rynku po tym roku. To obok stopniowej odbudowy popytu po okresie znaczącego jego wyhamowania z racji wcześniejszego boomu po wybuchu

pandemii w 2020, powinno wspierać otoczenie rynkowe w 2025. Nie posiadamy twardych danych o wzroście rynku rowerowego w Polsce w tym roku. Opierając się ankiecie Polskiego Stowarzyszenia Rowerowego ([LINK](#) do artykułu na [rzeczpospolita.pl](http://rzeczpospolita.pl)) branża rowerowa wydaje się umiarkowanie optymistyczna. Wzrost rynku wspierany powinien być rosnącym udziałem rowerów elektrycznych, których sprzedaż w 2023 szacowana była w Polsce na poniżej 10% spośród 0.9mln nowych rowerów podczas gdy w średnio w UE na poziomie 27% w 2022 i 30% w 2023 (CONEBI, [LINK](#) do historycznych raportów rynkowych).

## Selected bike and bike components producers stock performance since 2018 (left) and pick in 2021 (right)



Source: Bloomberg, Trigon DM

## W 2Q utrzymana wysoka dynamika sprzedaży i oczekiwana poprawa rentowności wzorem 1Q.

Zgodnie z raportem sprzedażowym w 2Q spółka osiągnęła przychody na poziomie 104mln PLN (+48% r/r). Okres 2Q jest sezonowo najlepszy pod względem zarówno sprzedaży jak i poziomu marży brutto. Dodatkowo mając na uwadze rosnącą pozycję negocjacyjną DAD wobec dostawców oraz umocnienie złotego w 2Q oczekujemy poprawy marży brutto w ujęciu r/r (marża brutto 30%, +1,5p.p. r/r). Rentowność na niższych liniach będzie naszym zdaniem wspierana efektem dźwigni operacyjnej (wsk SG&A w 2Q -2,0p.p. r/r). W rezultacie w 2Q oczekujemy 8mln PLN EBIT (marża EBIT 7,8%, +3,7p.p. r/r). Wysoka dynamika sprzedaży oraz poprawa warunków handlowych powinny wspierać dalsze skrócenie cyklu konwersji gotówki. Grupa powinna poprawić poziom gotówki netto przed MSSF 16 kw/kw do 15-20mln PLN na koniec czerwca.

## 2Q24 Forecasts

PLNm	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	Y/Y	Q/Q
Revenues	70.4	57.8	32.1	54.4	103.7	47%	91%
EBITDA	3.9	2.1	-2.1	4.0	10.3	166%	157%
EBIT	2.9	1.1	-2.7	3.0	9.1	220%	208%
Net profit	2.7	0.8	-2.4	1.9	7.5	180%	286%
Gross margin	28.6%	27.4%	26.0%	30.1%	30.3%	1.7p.p.	0.2p.p.
SG&A ratio	24.4%	25.7%	33.7%	24.3%	21.4%	-3.0p.p.	-2.9p.p.
EBITDA margin	5.5%	3.7%	-6.5%	7.3%	9.9%	4.4p.p.	2.5p.p.
EBIT margin	4.1%	1.9%	-8.4%	5.4%	8.8%	4.8p.p.	3.4p.p.
Net profit margin	3.8%	1.4%	-7.4%	3.6%	7.2%	3.4p.p.	3.7p.p.
P/E12M trailing	73.0	102.1	-	84.2	32.5		
EV/EBITDA 12M trailing	34.9	40.0	72.0	33.2	18.2		

Source: Company, Trigon DM

## Model assumptions

**Wartość rynku rowerowego.** W Polsce sprzedaje się rocznie ~900tys. rowerów, w strukturze sprzedaży rośnie udział rowerów elektrycznych, chociaż nie przekracza on 10%, ale z racji istotnie wyższych cen wspiera wzrost wartości rynku. Przyjmując średnią wartość netto w cenach detalicznych rowerów konwencjonalnych i e-bikes odpowiednio na poziomie 2tys. PLN oraz 5tys. PLN wartość rynku nowych rowerów w Polsce szacujemy na ponad 2,0mld PLN. Uwzględniając natomiast sprzedaż części rowerowych, akcesoriów, odzieży i obuwia rowerowego wartość szeroko zdefiniowanego rynku rowerowego w Polsce szacujemy na ponad 4mld PLN. Estymacja wartości rynku bazuje na naszych eksperckich założeniach oraz w oparciu o branżową prasę i wywiady z przedstawicieli branży. 5-letni CAGR rynku rowerowego w Polsce szacujemy na ~9%. Jednocześnie udział DAD wzrośnie naszym zdaniem z poniżej 2% w 2020 do 6% w 2024 oraz do około 10% w perspektywie 3 najbliższych lat.

### DAD: Forecast for the Bicycle Industry

mln PLN	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Estymowana wartość rynku rowerowego</b>	<b>3,313</b>	<b>3,657</b>	<b>4,036</b>	<b>4,269</b>	<b>4,512</b>	<b>4,874</b>	<b>5,246</b>	<b>5,623</b>	<b>6,003</b>	<b>6,373</b>
r/r.		10.4%	10.4%	5.8%	5.7%	8.0%	7.6%	7.2%	6.8%	6.2%
<b>Przychody DAD</b>	<b>65</b>	<b>83</b>	<b>117</b>	<b>189</b>	<b>286</b>	<b>384</b>	<b>496</b>	<b>627</b>	<b>777</b>	<b>933</b>
<b>Implikowany udział DAD w rynku</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.9%</b>	<b>4.4%</b>	<b>6.3%</b>	<b>7.9%</b>	<b>9.5%</b>	<b>11.1%</b>	<b>12.9%</b>	<b>14.6%</b>
<b>Rowery</b>	<b>1,713</b>	<b>1,865</b>	<b>2,029</b>	<b>2,062</b>	<b>2,017</b>	<b>2,105</b>	<b>2,200</b>	<b>2,302</b>	<b>2,417</b>	<b>2,536</b>
r/r		8.9%	8.8%	1.6%	-2.1%	4.3%	4.5%	4.7%	5.0%	4.9%
Rowery (tys. sztuk)	900	925	949	912	897	892	889	886	891	897
r/r		2.7%	2.7%	-4.0%	-1.6%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	0.6%	0.6%
Średnia cena roweru (netto, bez VAT)	1,903	2,017	2,137	2,262	2,249	2,359	2,476	2,600	2,713	2,829
r/r		6.0%	5.9%	5.8%	-0.6%	4.9%	5.0%	5.0%	4.3%	4.3%
<b>Rowery konwencjonalne</b>	<b>1488</b>	<b>1593</b>	<b>1706</b>	<b>1686</b>	<b>1602</b>	<b>1618</b>	<b>1633</b>	<b>1648</b>	<b>1672</b>	<b>1697</b>
r/r		7.1%	7.1%	-1.2%	-4.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.5%	1.5%
Rowery konwencjonalne (tys. sztuk)	850	867	884	840	815	799	783	767	759	752
r/r		2.0%	2.0%	-5.0%	-3.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-1.0%	-1.0%
Średnia cena roweru (netto, bez VAT)	1750	1,838	1,929	2,007	1,966	2,025	2,086	2,149	2,202	2,258
r/r		5.0%	5.0%	4.0%	-2.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%
<b>E-bikes</b>	<b>225</b>	<b>272</b>	<b>322</b>	<b>376</b>	<b>415</b>	<b>487</b>	<b>567</b>	<b>654</b>	<b>744</b>	<b>839</b>
r/r		20.8%	18.7%	16.6%	10.4%	17.4%	16.4%	15.4%	13.8%	12.8%
E-bikes (tys. sztuk)	50	58	65	71	82	94	106	119	132	145
r/r		15.0%	13.0%	10.0%	15.0%	14.0%	13.0%	12.0%	11.0%	10.0%
Udział e-bikes w zakupach	6%	6%	7%	8%	9%	11%	12%	13%	15%	16%
Średnia cena E-bikes (netto, bez VAT)	4500	4,725	4,961	5,259	5,049	5,200	5,356	5,517	5,655	5,796
r/r		5.0%	5.0%	6.0%	-4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%
<b>Części, akcesoria, odzież</b>	<b>1,600</b>	<b>1,792</b>	<b>2,007</b>	<b>2,208</b>	<b>2,495</b>	<b>2,769</b>	<b>3,046</b>	<b>3,320</b>	<b>3,586</b>	<b>3,837</b>
r/r		12.0%	12.0%	10.0%	13.0%	11.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%

Źródło: raporty CONEBI (<https://www.conebi.eu>), Trigon

## DAD: Model assumptions

mIn PLN	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Revenues</b>	<b>64.5</b>	<b>82.8</b>	<b>117.2</b>	<b>189.1</b>	<b>285.6</b>	<b>384.0</b>	<b>496.0</b>	<b>626.9</b>
y/y	93%	28%	42%	61%	51%	34%	29%	26%
Online	62.4	77.8	106.7	168.0	254.2	341.8	431.5	539.1
y/y	90%	25%	37%	58%	51%	34%	26%	25%
% of revenues	97%	94%	91%	89%	89%	89%	87%	86%
Offline	0.0	0.0	0.0	20.5	37.0	52.7	66.9	82.3
YY	-	-	-	-	80%	42%	27%	23%
% of revenues	3%	6%	9%	11%	11%	11%	13%	14%
<b>Gross margin</b>	<b>29.4%</b>	<b>32.4%</b>	<b>30.5%</b>	<b>27.4%</b>	<b>29.6%</b>	<b>28.3%</b>	<b>28.2%</b>	<b>28.1%</b>
y/y	4.5p.p.	3.0p.p.	-1.9p.p.	-3.0p.p.	2.2p.p.	-1.3p.p.	-0.1p.p.	-0.1p.p.
<b>SG&amp;A costs</b>	<b>12.7</b>	<b>19.5</b>	<b>31.2</b>	<b>51.4</b>	<b>70.4</b>	<b>91.6</b>	<b>116.0</b>	<b>144.3</b>
SG&A cost	19.6%	23.6%	26.6%	27.2%	24.7%	23.8%	23.4%	23.0%
<b>EBITDA</b>	<b>7.1</b>	<b>8.9</b>	<b>6.9</b>	<b>3.6</b>	<b>18.5</b>	<b>23.1</b>	<b>30.0</b>	<b>39.0</b>
y/y	561%	26%	-23%	-47%	412%	25%	29%	30%
<b>EBITDA margin</b>	<b>11.0%</b>	<b>10.8%</b>	<b>5.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.2%</b>
y/y	7.8p.p.	-0.2p.p.	-4.9p.p.	-3.9p.p.	4.6p.p.	-0.4p.p.	0.0p.p.	0.2p.p.
<b>EBIT</b>	<b>6.3</b>	<b>7.1</b>	<b>4.4</b>	<b>0.3</b>	<b>14.0</b>	<b>17.0</b>	<b>22.5</b>	<b>30.2</b>
y/y	2181%	14%	-38%	-93%	4341%	21%	32%	34%
<b>EBIT margin</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.6%</b>	<b>3.8%</b>	<b>0.2%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.8%</b>
y/y	8.9p.p.	-1.1p.p.	-4.8p.p.	-3.6p.p.	4.7p.p.	-0.5p.p.	0.1p.p.	0.3p.p.
OCF	-1.8	-27.7	-13.3	0.3	5.5	8.6	20.8	21.8
CAPEX	-1.1	-4.4	-2.8	-9.1	-5.7	-7.8	-8.9	-9.4
FCF	<b>-2.9</b>	<b>-32.1</b>	<b>-16.1</b>	<b>-8.8</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.8</b>	<b>12.0</b>	<b>12.4</b>
Inventory turnover (days)	143	335	351	274	214	189	169	154
Receivables turnover (days)	4	70	46	22	20	15	10	7
Payables turnover (days)	65	20	44	76	75	75	75	70
<b>Cash conversion cycle (days)</b>	<b>82</b>	<b>386</b>	<b>354</b>	<b>221</b>	<b>159</b>	<b>129</b>	<b>104</b>	<b>91</b>

Source: Company data, Trigon

## Valuation:

**Podsumowanie wyceny.** Nasza cena docelowa akcji Dadelo oparta jest w 100% na podejściu dochodowym, metodzie DCF, która implikuje wartość 12-miesięczny TP 1 akcji na poziomie 27,5 PLN (Kupuj, upside 26%).

## DCF

### Główne techniczne założenia wyceny:

- (1) stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,5% (4,5% w kalkulacji wartości rezydualnej);
- (2) premia rynkowa 7,0%;
- (3) Współczynnik beta nielewarowana 1,0x;
- (4) Rezydualna stopa wzrostu FCF 2,5%;
- (5) Efektywna stopa podatkowa 19%;

Net debt (PLN m)	2023
Interest-bearing liabilities	0
Cash	1
<b>Net debt</b>	<b>-1</b>

DCF (PLN m)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	>2033E
<b>EBIT</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>30</b>	<b>38</b>	<b>47</b>	<b>53</b>	<b>58</b>	<b>62</b>	<b>66</b>	
<b>EBIT margin (%)</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	
Tax rate	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
<b>NOPLAT</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>38</b>	<b>43</b>	<b>47</b>	<b>50</b>	<b>53</b>	
D&A	5	6	7	9	10	10	11	11	12	13	
CAPEX	-6	-8	-9	-9	-10	-10	-11	-11	-12	-12	
Change in NWC	-10	-11	-5	-12	-10	-16	-7	-9	-11	-11	
<b>FCF</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>42</b>	<b>47</b>
Risk-free rate	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	4.5%
Market premium	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Releveraged Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of equity (CAPM)	12.3%	12.3%	12.4%	12.4%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	11.3%
Cost of debt after tax	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	4.9%
Debt (Debt/Equity)	1%	2%	4%	3%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
<b>WACC</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.2%</b>	<b>11.2%</b>
<b>DFCF</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	
Present value FCF 2024-33	104										
FCF growth rate after '33	2.5%										
Terminal value	539										
Discounted TV	180										
<b>EV</b>	<b>284</b>										
Net debt	-1										
<b>Equity value (PLN m)</b>	<b>285</b>										
Shares outstanding* (m)	12										
<b>Value of 1 share (PLN)</b>	<b>24.4</b>										
<b>Target price 12M (PLN)</b>	<b>27.5</b>										
Upside	26%										

	WACC change (in p.p.)					
	0.0	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
1.5%	30.6	28.5	26.5	24.8	23.3	
2.0%	31.3	29.0	27.0	25.2	23.6	
<b>2.5%</b>	<b>32.1</b>	<b>29.6</b>	<b>27.5</b>	<b>25.6</b>	<b>23.9</b>	
3.0%	32.9	30.4	28.1	26.1	24.3	
3.5%	33.9	31.1	28.7	26.6	24.7	

Source: Trigon DM, \*includes ESOP dilution

## Comparative valuation

### DAD: Peer group

	P/E			EV/EBIT			EV/EBITDA			EBIT margin			CAGR	CAGR EBITDA
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	Revenue '24-26	'24-26
Dadelo SA	22.9	18.3	13.8	18.4	15.2	10.9	13.8	11.0	8.1	4.9%	4.4%	4.5%	32%	27%
<b>E-commerce discretionary</b>														
Etsy Inc	15.7	14.3	13.7	21.6	17.6	14.4	10.4	9.4	8.1	13.3%	14.9%	16.1%	6%	8%
Zalando SE	27.9	19.8	15.6	13.0	9.6	7.3	7.1	5.7	4.6	3.7%	4.6%	5.3%	6%	18%
Wayfair Inc	45.7	24.1	16.4	47.3	26.0	14.7	13.3	10.2	7.3	1.4%	2.2%	3.2%	7%	24%
Boozt AB	24.2	19.5	16.0	16.7	13.5	11.1	11.0	9.3	7.9	5.2%	5.8%	6.4%	9%	16%
About You Holding SE	-	-	-	-	-	44.3	32.5	13.5	8.8	-2.8%	-1.3%	0.7%	8%	93%
boohoo Group PLC	-	-	116.4	-	-	101.8	8.2	6.6	5.6	-1.1%	0.0%	0.3%	6%	22%
ASOS PLC	-	-	171.7	-	79.6	22.4	11.5	5.0	4.0	-2.6%	0.3%	1.0%	4%	67%
Pierce Group AB	14.8	11.9	10.2	23.5	13.7	10.0	9.1	6.8	5.4	2.4%	3.7%	4.3%	5%	18%
Answear.com SA	23.5	12.5	8.8	15.3	11.2	8.6	10.4	7.9	6.4	2.8%	3.4%	3.9%	16%	30%
Bike24 Holding AG	-	-	20.4	-	44.6	7.6	30.7	8.5	4.6	-2.5%	0.8%	4.2%	9%	158%
<b>Median</b>	<b>23.8</b>	<b>16.9</b>	<b>16.0</b>	<b>19.2</b>	<b>15.6</b>	<b>12.8</b>	<b>10.7</b>	<b>9.9</b>	<b>7.6</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.0%</b>	<b>7%</b>	<b>23%</b>
DAD premium/discount	-4%	8%	-14%	-4%	-3%	-14%	29%	11%	7%					
<b>Implied value of 1 share (PLN)</b>	<b>22.4</b>	<b>19.9</b>	<b>25.0</b>	<b>22.5</b>	<b>22.3</b>	<b>25.2</b>	<b>16.5</b>	<b>19.2</b>	<b>20.1</b>					
weight of the year	33%	33%	33%	33%	33%	33%								
weight of a coefficient		50%			50%									
<b>Value of 1 share (PLN)</b>	<b>22.9</b>													

Source: Trigon DM, Bloomberg

### DAD: Comparison of multiples at the current price and at the target price

	Current price			Target price		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
P/E (x)	23.1	18.5	14.0	29.2	23.3	17.6
EV/EBITDA (x)	14.1	11.2	8.3	17.7	14.1	10.5
P/BV (x)	2.2	1.9	1.7	2.7	2.5	2.2
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Source: Trigon DM



## Risk factors

Specyficzne dla spółki czynnikami ryzyka:

- (1) niższa od zakładanej ścieżka wzrostu skali biznesu w modelu omnichannel (niższa od założeń ewolucja średniego koszyka tzw. AOV, gorszy od założeń ruch na platformie i niższa konwersja);
- (2) słabsza od założeń marża brutto na sprzedaży (większy niż zakładamy focus na wzrost udziałów rynkowych kosztem marży, presja konkurencyjna, pogorszenie rotacji magazynu skutkujące głębszymi promocjami);
- (3) wyższy wskaźnik SG&A (większe wsparcie sprzedaży aktywnością po stronie performance marketingu i marketingu ATL, ekspansja sieci salonów stacjonarnych, wyższy wskaźnik zwrotów ciążący kosztom zewnętrznej logistyki);
- (4) dłuższy okres zwrotu z inwestycji w sklepy stacjonarne, w ramach realizacji strategii omnichannel;
- (5) gorsza od założeń ścieżka normalizacji cyklu konwersji gotówki, głównie z racji słabszej rotacji zapasów oraz słabszej poprawy warunków handlowych u dostawców, w rezultacie wyższy wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy.

## Income statement (PLNm)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Revenues</b>	<b>83</b>	<b>117</b>	<b>189</b>	<b>286</b>	<b>384</b>	<b>496</b>
COGS	56	81	137	201	275	356
<b>Gross profit</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>52</b>	<b>85</b>	<b>109</b>	<b>140</b>
Selling costs	16	27	46	64	84	107
G&A costs	3	4	5	6	8	9
Profit on sales	7	5	1	14	17	24
<b>EBITDA</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>30</b>
<b>adj. EBITDA</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>30</b>
D&A	2	2	3	4	6	7
<b>EBIT</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>23</b>
<b>adj. EBIT</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>23</b>
Net financial costs	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>23</b>
Income tax	1	1	1	3	3	4
Minority interest	0	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>18</b>
<b>adj. Net profit</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>18</b>

Gross margin (%)	32.4%	30.5%	27.4%	29.6%	28.3%	28.2%
adj. EBITDA margin (%)	10.8%	5.9%	1.9%	6.5%	6.0%	6.0%
EBIT margin (%)	8.6%	3.8%	0.2%	4.9%	4.4%	4.5%
adj. Net profit margin (%)	7.3%	3.3%	0.0%	3.8%	3.6%	3.7%

change in revenue y/y	28.4%	41.5%	61.3%	51.1%	34.4%	29.2%
change in gross profit y/y	41.7%	33.1%	45.2%	63.2%	28.4%	28.5%
change in adj. EBITDA y/y	25.5%	-23.2%	-47.4%	411.6%	25.3%	29.4%
change in EBIT y/y	14.0%	-37.9%	-92.9%	4340.6%	21.2%	32.3%
change in adj. net profit y/y	18.6%	-35.0%	-97.9%	13476.4%	25.3%	32.3%

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E
<b>Revenues</b>	<b>29</b>	<b>70</b>	<b>58</b>	<b>32</b>	<b>54</b>	<b>104</b>
COGS	21	50	42	24	38	72
<b>Gross profit</b>	<b>8</b>	<b>20</b>	<b>16</b>	<b>8</b>	<b>16</b>	<b>31</b>
Selling costs	7	16	14	9	12	21
G&A costs	1	1	1	1	1	2
Profit on sales	-1	3	1	-2	3	9
Other operating items, net	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>4</b>	<b>10</b>
<b>adj. EBITDA</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>4</b>	<b>10</b>
D&A	1	1	1	1	1	1
<b>EBIT</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>	<b>9</b>
Net financial costs	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>	<b>9</b>
Income tax	0	0	0	0	1	2
Minority interest	0	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>	<b>7</b>
<b>adj. Net profit</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>	<b>7</b>

Gross margin (%)	26.3%	28.6%	27.4%	26.0%	30.1%	30.3%
adj. EBITDA margin (%)	-	5.5%	3.7%	-	7.3%	9.9%
EBIT margin (%)	-	4.1%	1.9%	-	5.4%	8.8%
adj. Net profit margin (%)	-	3.8%	1.4%	-	3.6%	7.2%

change in revenue y/y	48.7%	69.7%	69.6%	44.1%	88.5%	47.4%
change in gross profit y/y	31.3%	59.1%	54.6%	18.2%	115.4%	56.3%
change in adj. EBITDA y/y	-	26.9%	-20.7%	-	-	166.8%
change in EBIT y/y	-	16.6%	-47.4%	-	-	220.2%
change in adj. net profit y/y	-	31.4%	-55.5%	-	-	179.6%

Source: Company, Trigon DM

## Balance Sheet (PLNm)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Non-current Assets</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>30</b>
PPE	6	9	19	21	23	25
Intangibles	7	6	6	6	5	4
Goodwill	0	0	0	0	0	0
Other	0	0	0	0	0	0
<b>Current assets</b>	<b>96</b>	<b>104</b>	<b>116</b>	<b>141</b>	<b>167</b>	<b>195</b>
Inventories	51	78	103	118	143	165
Receivables	16	15	12	13	14	12
Cash and cash equivalents	29	10	1	9	10	17
Other	0	0	0	0	0	0
<b>Assets</b>	<b>110</b>	<b>120</b>	<b>142</b>	<b>167</b>	<b>195</b>	<b>224</b>
<b>Equity</b>	<b>104</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>117</b>	<b>131</b>	<b>149</b>
Issued capital	2	2	2	2	2	2
Net profit	6	4	0	11	14	18
<b>Non-current Liabilities</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>3</b>
Long-term borrowings	2	3	5	5	5	3
<b>Current Liabilities</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>31</b>	<b>46</b>	<b>60</b>	<b>73</b>
Short-term borrowings	1	1	2	11	11	8
Payables	3	10	28	35	49	65
<b>Equity and Liabilities</b>	<b>110</b>	<b>120</b>	<b>142</b>	<b>167</b>	<b>195</b>	<b>224</b>
Net working capital	64	84	86	96	108	112
Net debt	-26	-7	6	6	5	-7
Net debt/EBITDA (x)	-2.9	-0.9	1.6	0.3	0.2	-0.2
Net debt/Equity (x)	-0.3	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	5.8%	3.7%	0.1%	9.4%	10.5%	12.2%
ROA (%)	5.5%	3.3%	0.1%	6.6%	7.1%	8.1%
Cash conversion cycle (days)	386	354	221	168	138	112
Inventory turnover (days)	335	351	274	214	189	169
Receivables turnover (days)	70	46	22	17	13	9
Payables turnover (days)	20	44	76	63	65	66

## Cash Flows (PLNm)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Cash flow from operating activities</b>	<b>-28</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>21</b>
Pre-tax profit	6	4	4	11	14	18
D&A	2	2	3	5	6	7
Changes in working capital	-36	-20	-4	-10	-11	-5
Change in inventories	-36	-27	-25	-15	-25	-23
Change in receivables	0	1	3	-1	-1	2
Change in payables	0	6	17	6	14	16
<b>Cash flow from investing activities</b>	<b>-17</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>
CAPEX	-4	-3	-9	-6	-8	-9
<b>Cash flow from financing activities</b>	<b>72</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>
Net borrowings	-5	0	0	8	0	-5
Share issuance	79	0	0	0	0	0
Dividend/Buy-back	0	-2	0	0	0	0
<b>Net change in cash</b>	<b>28</b>	<b>-19</b>	<b>-9</b>	<b>8</b>	<b>1</b>	<b>7</b>
Cash opening balance	1	29	10	1	9	10
Cash closing balance	29	10	1	9	10	17

Source: Company, Trigon DM

## Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2, 02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

W: <http://www.trigon.pl> | E: [repcja@trigon.pl](mailto:repcja@trigon.pl)



NAGRŃDY  
PSIK  
2023

### CEE EQUITY RESEARCH

**Grzegorz Kujawski**, Head of Research  
*Consumer, E-commerce, Financials*

**Maciej Marcinowski**, Deputy Head of Research  
*Strategy, Banks, Financials*

**Grzegorz Balcerski**  
*Gaming, TMT*

**Katarzyna Kosiorek**  
*Biotechnology*

**Michał Kozak**  
*Oil&Gas, Chemicals, Utilities*

**Dominik Niszc**  
*TMT, E-commerce*

**Łukasz Rudnik**  
*Industrials, Metals&Mining*

**David Sharma**  
*Construction, Real Estate*

**Piotr Rychlicki**  
*Junior Analyst*

**Piotr Chodyra**  
*Junior Analyst*

**Volodymyr Shkuropat**  
*Junior Analyst*

### EQUITY SALES

**Grzegorz Skowroński**

### SALES TRADING

**Paweł Szczepański**, Head of Sales

**Michał Sopiński**, Deputy Head of Sales

**Paweł Czupryński**

**Hubert Kwiecień**

## Disclaimer

### Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).*

### Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki

free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki

min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni

średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację

zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym

CF – cash flow, przepływy pieniężne

CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa

FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale

NWC – kapitał obrotowy netto

Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki

EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki

DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

WACC - średni ważony koszt kapitału

### Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – Dadelo S.A.

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 15%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 15%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: Grzegorz Kujawski

### Stosowane metody wyceny

Metoda DCF (Discounted Cash Flow) wycenia przedsiębiorstwo poprzez szacowanie jego przyszłych przepływów pieniężnych i dyskontowanie ich do wartości bieżącej.

- zalety: skoncentrowana na przyszłości, elastyczność co do założeń modelowych, odzwierciedla rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa, powszechnie akceptowana.

- wady: wrażliwość na założenia, złożoność, subiektywność, nie uwzględnia sentymentu rynkowego ani krótkoterminowych fluktuacji.

Metoda porównawcza polega na zestawieniu podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych.

- zalety: prostota, transparentność, zapewnia benchmark wyceny, odzwierciedla aktualne wyceny rynkowe i sentyment inwestorów.

- wady: brak specyfiki, ograniczone porównanie, wrażliwość na wahania rynkowe, pomijanie różnic fundamentalnych.

SOTP - metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki.

zalety: możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych, przydatna do oceny wartości firmy np. w scenariuszu przejęcia lub restrukturyzacji.

wady: często niewielka liczba spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych, metoda nie uwzględnia synergii między poszczególnymi segmentami.

rNPV (*risk-adjusted net present value*)- metoda wyceny ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto

zalety: uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu, szczególnie dla spółek innowacyjnych.

wady: subiektywizm przy przyjmowaniu stopy dyskonta, duża ilość założeń, wysoki poziom skomplikowania obliczeń oraz pominięcie czynników jakościowych w wycenie.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)

zalety: oparcie wyceny na nadwyżce zysku nad skorygowanym o ryzyko kosztem alternatywnym dla właścicieli kapitału, może być wykorzystywana w przypadku firm, które nie wypłacają dywidend lub nie generują dodatnich wolnych przepływów pieniężnych

wady: ilość subiektywnych parametrów i założeń, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)

zalety: uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego, model ten najlepiej sprawdza się w przypadku spółek z długą historią dywidend

wady: ograniczony tylko do spółek płacących dywidendę, nie jest odpowiedni dla spółek krótką historią dywidend

Metoda wartości aktywów netto (NAV)

zalety: przydatność dla spółek holdingowych o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych, stosunkowa łatwość przeprowadzenia wyceny

wady: podejście nie uwzględnia wzrostu przychodów lub zysków netto i może nie wyceniać prawidłowo wartości aktywów niematerialnych i prawnych

Mnożnik docelowy

zalety: możliwość zastosowania jej do dowolnej spółki

wady: metoda ta jest bardzo subiektywna

Metoda wartości odtworzeniowej - określa koszty, jakie należy ponieść, aby odtworzyć majątek wycenianego przedsiębiorstwa

zalety: przydatność dla spółek o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki, reputacja firmy oraz jej rynkowy potencjał

Metoda wartości likwidacyjnej - suma cen, jakie można byłoby uzyskać na rynku ze sprzedaży poszczególnych składników przedsiębiorstwa

zalety: dzięki tej metodzie możliwe jest oszacowanie najniższego progu wartości przedsiębiorstwa

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki

Jako podstawy wyceny lub metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto DCF.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Sporządzający rekomendacje Zespół Analityczny bazuje jedynie na źródłach zweryfikowanych, publicznie dostępnych w ramach komercyjnych baz wiedzy i danych (raporty okresowe Emitentów, Bloomberg, Reuters, GUS), a także na opracowaniach własnych

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

## Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Postępując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji w szczególności aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Dział zgodności. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w Domu Maklerskim jest „Polityka zarządzania konfliktami interesów w Trigon Domu Maklerskim S.A.” Szczegółowe informacje odnośnie niniejszej Polityki znajdują się na stronie [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

Dom Maklerski stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w Domu Maklerskim lub innymi osobami.

W szczególności Zespół Analityczny stanowi wyodrębnioną organizacyjnie, funkcjonalnie oraz fizycznie, samodzielną komórkę organizacyjną Domu Maklerskiego.

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii Domu Maklerskiego zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Na datę sporządzenia Dokumentu:

pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją; pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów

Dom Maklerski posiada akcje Emitenta

Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem

sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta

oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu

nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego

nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe

z zastrzeżeniem, iż Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług

wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta; jeden z autorów dokumentu posiada znikomy pakiet akcji Emitenta, co pozostaje bez wpływu dla rzetelności sporządzonego Dokumentu

członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A.

żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy.

Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji:

nie otrzymują wynagrodzenia bezpośredniego powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski

nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumentcie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl), zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumentcie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej, reklamy ani oferty, zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data i godzina zakończenia sporządzania rekomendacji: [03.07.2024] godz. [19:15]

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: [04.07.2024] godz. [08:05]