

## Dadelo

### Dynamika sprzedaży nieco spowolniła, ale rentowność wciąż zaskakuje in plus

# **Szacunki 3Q24:** (1) Zgodnie z raportem sprzedażowym w 3Q spółka osiągnęła przychody na poziomie 77mln PLN (+33% r/r). (2) Z trading update wynika również, że wzorem 1H utrzyma się istotna poprawa marży brutto r/r (marża brutto 31,3%, +3,9p.p. r/r). (3) Rentowność na niższych liniach w 3Q będzie naszym zdaniem wspierana efektem dźwigni operacyjnej (oczekujemy spadku wsk. SG&A o 1,7p.p. r/r). W rezultacie w 3Q spodziewamy się 7mln PLN EBITDA oraz 5,6mln PLN EBIT (marża EBIT 7,2%, +5,3p.p. r/r). Oczekujemy, że spółka kontynuuje poszerzanie ofertę produktowej oraz zatowarowuje się pod ponad 30% wzrost sprzedaży r/r w 2025. W związku z powyższym gotówka netto na koniec września będzie na poziomie niższym kw/kw (gotówka netto pre-IFRS 16 10mln PLN).

# **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. Proces ten nie zwolni w kolejnych latach, szczególnie, że DAD planuje dalsze inwestycje w omnichannel (3 kolejne sklepy w 2025). Drugim czynnikiem przepływu klientów jest rosnąca penetracja online w otoczeniu stabilnego otoczenia konkurencyjnego, gdzie przewagą DAD względem innych specjalistycznych e-sklepów oprócz szerokości oferty i dobrej logistyki, jest także bezpłatna dostawa bez względu na wartość zamówienia.

# **Outlook & wycena.** Rewidujemy w górę prognozę tegorocznego EBIT i zysku netto odpowiednio do 18mln PLN i 14mln PLN (vs. 14 i 11 mln PLN poprzednio). Zmiany w trajektorii prognozowanych wyników Implikują wzrost TP o 5%. Tegoroczna poprawa marży brutto jest pozytywnym zaskoczeniem, pytanie o ile szybciej spółka by rosła, gdyby nie korekta polityki cenowej i większy niż dotychczas focus na rentowności. Zakładamy, że Spółka będzie szukać odpowiedzi na to pytanie w 2025. Tym samym oczekujemy relatywnie większego nacisku na wzrost sprzedaży kosztem inwestycji w ceny (szacowany spadek marży brutto o 1,5p.p. r/r). Dodatkowo inwestycje w nowe sklepy podbiją dynamikę wzrostu SG&A. W konsekwencji niższe linie w 2025 będą rosły znacznie wolniej niż top line. Niemniej jednak w kontekście wzrostu wartości spółki zdobywanie udziałów rynkowych powinno mieć naszym zdaniem relatywnie większy obecnie priorytet.

mIn PLN	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	y/y	q/q
Przychody	34	22	29	70	58	32	54	105	77	33%	-27%
EBITDA	2.7	0.6	-0.3	3.8	2.1	-2.1	4.0	11.7	7.0	231%	-40%
EBIT	2.1	-0.1	-0.9	2.9	1.1	-2.7	3.0	10.4	5.6	412%	-46%
Zysk netto	1.8	0.0	-1.0	2.7	0.8	-2.4	1.9	8.3	4.5	468%	-46%
P/E12M trailing	59.4	63.2	87.2	71.1	99.3	3055.3	81.9	28.7	20.0		
EV/EBITDA 12M trailing	31.2	35.1	39.8	33.9	38.9	70.1	70.1	15.2	11.9		
zmiana przychodów r.r.	51%	30%	49%	70%	70%	44%	89%	50%	33%		
marża EBITDA	7.8%	2.6%	-	5.5%	3.7%	-	7.3%	11.1%	9.1%		
marża EBIT	6.1%	-	-	4.1%	1.9%	-	5.4%	9.9%	7.2%		
marża netto	5.2%	0.1%	-	3.8%	1.4%	-	3.6%	7.9%	5.8%		

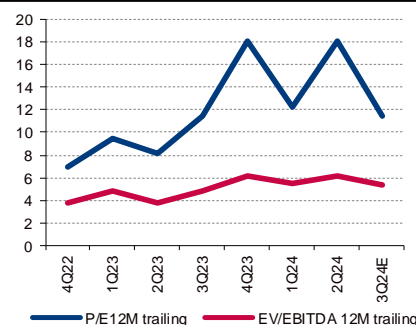
#### DANE SPÓŁKI

Ticker	DAD		
Sektor	Materiały budowlane		
Kurs (PLN)	21.2		
52 tyg. min/max (PLN)	13.9 / 27		
Liczba akcji (mln szt.)	11.7		
Kapitalizacja (mln PLN)	247		
S&P Global ESG Scores	-		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0.09		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-0.9%	-11.4%	24.3%

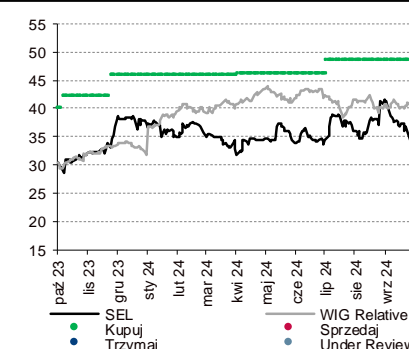
#### HISTORIA REKOMENDACJI

Data	Wycena
19.07.2024	27.5
04.07.2024	27.5
19.04.2024	23.0
11.12.2023	18.5
23.10.2023	18.5
24.07.2023	20.0
22.05.2023	19.0

#### P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



#### WYKRES DAD NA TLE WIG



mIn PLN	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	83	117	189	279	383	497
EBITDA	8.9	6.9	3.6	23.2	26.6	30.4
EBIT	7.1	4.4	0.3	18.0	18.9	21.2
Zysk netto	6.0	3.9	0.1	14.0	15.3	17.2
EPS (PLN)	0.52	0.3	0.0	1.2	1.3	1.5
DPS (PLN)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
P/E (x)	41.1	63.2	3,055.3	17.6	16.2	14.4
EV/EBITDA (x)	24.8	35.1	70.1	10.5	9.2	7.6
P/BV (x)	2.4	2.3	2.3	2.1	1.8	1.6
DY (%)	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	29.0	100%	27.5	100%	5%
Wycena porównawcza	26.4	0%	23.0	0%	15%

Zmiany prognoz mln PLN	2023P			2024P			2025P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	279	286	-2%	383	384	0%	497	496	0%
EBITDA	23	18	26%	27	23	15%	30	30	1%
EBIT	18	14	28%	19	17	11%	21	23	-6%
Zysk netto	14	11	28%	15	14	11%	17	18	-6%
P/E (x)	17.6	22.5		16.2	18.0		14.4	13.6	
EV/EBITDA (x)	10.5	13.4		9.2	10.7		7.6	8.3	
P/BV (x)	2.1			1.8			1.6		
DY (%)	0.0%			0.0%			0.0%		

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/E (x)	63.2	3055.3	17.6	16.2	14.4
P/E skor. (x)	63.2	3055.3	17.6	16.2	14.4
P/BV (x)	2.3	2.3	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA (x)	35.1	70.1	10.5	9.2	7.6
EV/EBITDA skor. (x)	35.1	70.1	10.5	9.2	7.6
EV/Sprzedaż (x)	2.1	1.3	0.9	0.6	0.5
FCF Yield (%)	-6.7%	-3.5%	-0.1%	0.3%	5.0%
DY (%)	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Wskaźniki finansowe	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS (PLN)	0.3	0.0	1.2	1.3	1.5
EPS skor. (PLN)	0.3	0.0	1.2	1.3	1.5
DPS (PLN)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
BVPS (PLN)	9.1	9.1	10.3	11.6	13.1

Wskaźniki operacyjne	2022	2023	2024E	2025E	2026E
marża brutto na sprzedaży (%)	30.5%	27.4%	31.3%	29.8%	29.0%
marża EBITDA skor. (%)	5.9%	1.9%	8.3%	6.9%	6.1%
marża EBIT (%)	3.8%	0.2%	6.5%	4.9%	4.3%
marża netto skor. (%)	3.3%	0.0%	5.0%	4.0%	3.5%

ROE (%)	3.7%	0.1%	11.7%	11.3%	11.2%
ROA (%)	3.3%	0.1%	8.3%	7.7%	7.6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2.4%	4.8%	2.0%	2.0%	1.8%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1.2	2.8	1.1	1.0	1.0
Dług netto/kapitał własny (x)	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1
Dług netto/EBITDA (x)	-0.9	1.6	-0.1	-0.2	-0.5

Cykl konwersji gotówki (dni)	310	216	162	129	109
Cykl rotacji zapasów (dni)	291	242	205	171	157
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	48	26	16	13	9
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	29	51	59	55	58

Rachunek wyników (mln PLN)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Przychody</b>	<b>83</b>	<b>117</b>	<b>189</b>	<b>279</b>	<b>383</b>	<b>497</b>
Koszty wytworzenia	56	81	137	192	269	353
<b>Zysk brutto</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>52</b>	<b>87</b>	<b>114</b>	<b>144</b>
Koszty sprzedaży	16	27	46	63	87	113
Koszty ogólnego zarządu	3	4	5	6	8	9
Zysk netto na sprzedaży	7	5	1	18	19	22
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0	0	0	0	0	-1
<b>EBITDA</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>23</b>	<b>27</b>	<b>30</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>23</b>	<b>27</b>	<b>30</b>
Amortyzacja	2	2	3	5	8	9
<b>EBIT</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>21</b>
Wynik na działalności finansowej	0	0	0	-1	0	0
<b>Zysk brutto</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>21</b>
Podatek dochodowy	1	1	1	3	4	4
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>17</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>17</b>

Bilans (mln PLN)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>96</b>	<b>104</b>	<b>116</b>	<b>144</b>	<b>173</b>	<b>202</b>
Zapasy	51	78	103	113	140	164
Należności handlowe	16	15	12	13	14	12
Gotówka	29	10	1	18	19	26
<b>Aktywa</b>	<b>110</b>	<b>120</b>	<b>142</b>	<b>169</b>	<b>198</b>	<b>227</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>104</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>120</b>	<b>135</b>	<b>153</b>
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>3</b>
Zobowiązania oprocentowane	2	3	5	5	5	3
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>31</b>	<b>45</b>	<b>58</b>	<b>72</b>
Zobowiązania oprocentowane	1	1	2	11	11	8
Zobowiązania handlowe	3	10	28	34	47	64
<b>Pasywa</b>	<b>110</b>	<b>120</b>	<b>142</b>	<b>169</b>	<b>198</b>	<b>227</b>

Rachunek przepływów (mln PLN)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Przeptywy z działalności operacyjnej</b>	<b>-28</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>20</b>
Zysk (strata) netto	-36	-20	-4	-5	-14	-6
Amortyzacja	2	2	3	6	8	9
<b>Przeptywy z działalności inwestycyjnej</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>Przeptywy z działalności finansowej</b>	<b>72</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>
Dywidenda	0	-2	0	0	0	0
<b>Przeptywy pieniężne netto</b>	<b>28</b>	<b>-19</b>	<b>-9</b>	<b>17</b>	<b>1</b>	<b>7</b>
Środki pieniężne na początek okresu	1	29	10	1	18	19
Środki pieniężne na koniec okresu	29	10	1	18	19	26

## Wycena

### #DCF

ND (mln PLN)	2023
Zadłużenie ex leasing MSSF16	0
Gotówka	1
<b>Dług netto</b>	<b>-1</b>

DCF (mln PLN)	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	>2033P
<b>EBIT</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>28</b>	<b>35</b>	<b>43</b>	<b>49</b>	<b>53</b>	<b>57</b>	<b>66</b>	
marża EBIT (%)	6.5%	4.9%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	5.0%	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
<b>NOPLAT</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>53</b>	
Amortyzacja	6	8	9	11	12	12	12	13	13	13	
CAPEX	-6	-8	-9	-9	-10	-10	-11	-11	-12	-12	
Zmiana NWC	-5	-14	-6	-6	-9	-14	-6	-8	-10	-10	
<b>FCF</b>	<b>9</b>	<b>1</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>44</b>	<b>47</b>
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	4.5%
Premia rynkowa	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Beta relewarowana	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału (CAPM)	12.3%	12.3%	12.4%	12.4%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	11.3%
Koszt długu po podatku	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	4.9%
Dług(Dług/Kapitał)	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>9</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>15</b>
Wartość bieżąca FCF 2023-32	120									
Stopa wzrostu FCF po '33	2.5%									
Wartość rezydualna	541									
Zdyskontowana TV	187									
<b>EV</b>	<b>307</b>									
Dług netto	-1									
<b>Wartość Spółki (mln PLN)</b>	<b>308</b>									
Liczba akcji*	11.7									
<b>Wartość 1 akcji (PLN)</b>	<b>26.4</b>									
<b>Cena docelowa 12M (PLN)</b>	<b>29.0</b>									
Upside	40%									

		zmiana WACC (w p.p.)				
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
D	1.5%	32.1	29.9	28.0	26.2	24.6
	2.0%	32.8	30.5	28.4	26.6	24.9
	<b>2.5%</b>	<b>33.6</b>	<b>31.2</b>	<b>29.0</b>	<b>27.0</b>	<b>25.3</b>
	3.0%	34.5	31.9	29.6	27.5	25.7
	3.5%	35.6	32.7	30.2	28.1	26.1

Źródło: Trigon DM, \*uwzględnia pełne rozwodnienie z tytułu realizacji programu motywacyjnego

### #Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBIT			EV/EBITDA		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
<b>Dadelo SA</b>	<b>17.9</b>	<b>16.4</b>	<b>14.6</b>	<b>13.5</b>	<b>12.8</b>	<b>10.9</b>	<b>10.5</b>	<b>9.1</b>	<b>7.6</b>
<b>E-commerce discretionary</b>									
Etsy Inc	12.2	11.4	10.5	19.8	16.1	14.0	9.3	8.5	7.5
Zalando SE	31.2	24.5	19.3	15.6	12.1	9.7	8.7	7.4	6.2
Wayfair Inc	83.5	35.3	25.4	83.7	36.3	21.1	16.1	12.1	9.0
Boozt AB	26.5	20.8	17.2	17.7	14.1	11.9	11.2	9.4	8.0
About You Holding SE	-	-	-	-	-	32.9	26.6	11.5	7.8
boohoo Group PLC	-	-	-	-	-	-	8.4	7.4	6.0
ASOS PLC	-	-	-	-	-	16.5	11.2	5.7	4.7
Pierce Group AB	16.7	12.7	9.5	22.7	11.5	6.9	7.6	5.2	3.7
Answer.com SA	-	35.9	11.4	-	-	-	-	-	-
Bike24 Holding AG	-	-	9.4	-	-	13.5	32.7	9.7	4.9
<b>Median</b>	<b>26.5</b>	<b>22.7</b>	<b>11.4</b>	<b>19.8</b>	<b>14.1</b>	<b>13.8</b>	<b>11.2</b>	<b>10.2</b>	<b>7.8</b>
DAD premium/discount	-32%	-28%	28%	-32%	-9%	-21%	-6%	-11%	-2%
<b>Implied value of 1 share (PLN)</b>	<b>31.8</b>	<b>29.7</b>	<b>16.8</b>	<b>30.8</b>	<b>23.1</b>	<b>26.3</b>	<b>22.5</b>	<b>23.6</b>	<b>21.5</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>26.4</b>								

Source: Trigon DM, Bloomberg

## Czynniki ryzyka

Specyficznymi 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 i w rezultacie wyższy wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy.

## 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)



**NAGRÓDY  
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*

**Katarzyna Kosiorek**  
*Biotechnology*

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

**Dominik Niszcz**  
*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”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). 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 wybranych 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 2003/61/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektyw 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:

kapitałizacja - 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 (MBrS) - 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 kapitałizacji 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%.

Rekomendacja 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.  
Rekomendacja krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacja 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 uwzględnienie 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 odwróconej - 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 ulegają 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 (oprakro oś 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 Dokumentacie 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 Dokumentacie.

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 Dokumentacie 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.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumentacie 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, rozważania 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.

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 i 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 informację w niej zawartą podlegały utajeniu.

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 usług bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich
  - Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem
  - i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta
  - ii) ofertowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu
  - iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego
  - iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną 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 Emitentów nie osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A.
  - żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitentów, 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 dywidendy od Emitenta.

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 bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/EU 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 zaangażowanych środków.

Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumentacie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. 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 usług w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumentacie 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 sporządzenia rekomendacji: 22.10.2024 08:00

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 22.10.2024 15:00