

Research

CEE | Equity Research

Research Department

research@trigon.plwww.trigon.pl

Dadelo

Leading the ride

Poszerzenie marży brutto w Dadelo w 2024 o ok. 450 bps r/r wynikało zarówno z lepszych warunków zakupowych (potwierdzonych wydłużonymi terminami płatności do dostawców) i wykorzystania nadpodaży na rynku do atrakcyjnych zakupów, jak i ze słabości lokalnych graczy. Pozwoliło to na poprawę narzutu przy wysokiej dynamice sprzedaży. W efekcie spółka zwiększyła udział w rynku, wycenianym na ok. 5 mld PLN, o ponad 1,5 p.p. do 6% w 2024. W 2025 nie spodziewamy się istotnych zmian w otoczeniu konkurencyjnym – oczekujemy dalszej konsolidacji i umocnienia pozycji Dadelo. Spółkę wspierają także pozytywne trendy rynkowe oraz sprzyjające otoczenie makroekonomiczne – niższa inflacja powinna pobudzać konsumpcję dyskrecyjną, co już było widoczne w styczniowych danych o sprzedaży detalicznej ([LINK](#)). Szacujemy, że rynek rowerowy wzrośnie w tym roku o 6-7%, czyli solidnie powyżej dynamiki PKB. Guidance Shimano wskazuje na ożywienie branży rowerowej w całej Europie po trudnym 2024 ([LINK](#)). Zakładamy, że strategia zarządu skupi się na wzroście przychodów kosztem marży brutto, której bufor został zbudowany w 2024. W scenariuszu bazowym prognozujemy spadek marży brutto o 200 bps r/r, co powinno przełożyć się na stabilny EBIT r/r i nieco niższy EPS r/r z uwagi na ujemne saldo kosztów finansowych.

Bardziej kluczowy na tym etapie rozwoju spółki z punktu widzenia budowania wartości dla akcjonariuszy jest dla nas dynamiczny wzrost udziałów rynkowych niż maksymalizacja rentowności. Stąd zamiast patrzeć na ewolucję mnożników EV/EBITDA czy P/E w 2024-2026 bardziej naszą uwagę przykuwa P/S, który z 1,1x w 2024 obniży się bazując na naszych prognozach do 0,5x w 2026. PEG bazujący na 3Y CAGR EPS na poziomie 0,6x również wygląda atrakcyjnie.

Przyspieszenie inwestycji w omnichannel. W 2024 spółka zwiększyła obroty o 90 mln PLN r/r, z czego ponad 1/3 wzrostu pochodziła ze sprzedaży w salonach stacjonarnych. W 2025 oczekujemy podobnej dynamiki – ok. 45% r/r, co oznacza wzrost obrotów o ponad 125 mln PLN. Ponownie około 1/3 tego wzrostu przypadnie na salony stacjonarne, których sprzedaż powinna przekroczyć 100 mln PLN, wsparta kolejnymi otwarciem. Na koniec 2024 spółka miała dwa salony (Warszawa, Wrocław), generujące łącznie ponad 65 mln PLN obrotu (24% całości). Oba sklepy są rentowne, a wrocławski osiągnął break-even już w pierwszym roku działalności. W lutym 2025 otwarto trzeci salon w Gdańsku (2750 m², 7500 SKUs, [LINK](#)). Plan na 2025 zakłada 2-3 kolejne otwarcia, a w perspektywie kilku lat rozbudowę sieci do 10-12 lokalizacji. Rozwój modelu omnichannel przyspiesza wzrost udziałów rynkowych, szczególnie w kategorii rowerów, która jest niedoreprezentowana w strukturze sprzedaży spółki względem całego rynku (obejmującego również akcesoria i odzież specjalistyczną). Oczekujemy, że w ciągu trzech lat obroty tego kanału sięgną 250 mln PLN, czyli niemal tyle, ile wyniosła cała sprzedaż spółki w 2024. Rosnąca rola sklepów stacjonarnych wspiera również marżę brutto – nie tyle przez odrębną politykę cenową, co przez odpowiednie pozycjonowanie asortymentu, w tym marek własnych, co częściowo przyczyniło się do poprawy marży brutto w 2024.

Wyniki 4Q'24, perspektywa 2025. Wstępne przychody w 4Q24 na poziomie 40,1mln PLN (+25% r/r, YTD +45% r/r) oraz marża brutto wyższa o ponad 50% r/r potwierdzają solidny performance operacyjny i przewagę konkurencyjne spółki na rynku, które powinny się jeszcze umacniać w kolejnych latach. Mając na uwadze negatywny aspekt sezonowości i rosnące koszty związane m.in. z rozwojem omnichannelu, w 4Q oczekujemy zbliżonej r/r straty operacyjnej. W 2025 oczekujemy utrzymania wysokiej dynamiki sprzedaży w połączeniu z dalszymi inwestycjami w omnichannel, co przełożyłoby się na porównywalny EBIT r/r i lekko gorszy EPS r/r. Pomimo stopniowej poprawy cyklu konwersji gotówki w 2025 oczekujemy ujemnego FCF i osiągnięcia szczytu lewara, chociaż na umiarkowanym poziomie (ND/EBITDA 2,2x, DN/EBITDA pre-IFRS 16 1,9x).

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 31,5 PLN (Kupuj, upside +24%). Wycena porównawcza zwraca bieżącą wartość 1 akcji na poziomie 22,9 PLN. Niemniej jednak Dadelo wyróżnia się na tle peersów profilem wzrostu, co istotnie wpływa na mnożniki i powinno być odzwierciedlone w premii. Spółka korzysta zarówno na silnej pozycji rynkowej, jak i rosnącym popycie na oferowany asortyment, napędzanym przez sprzyjające trendy rynkowe.

PLNm	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenues	82.8	117.2	189.1	279.6	406.6	548.6
EBITDA	8.9	6.9	3.6	23.0	26.6	37.2
EBIT	7.1	4.4	0.3	18.1	19.0	26.2
Net profit	6.0	3.9	0.1	13.7	12.8	18.6
EPS (PLN)	0.5	0.3	0.0	1.2	1.1	1.6
P/E (x)	49.2	75.7	-	21.7	23.2	15.9
EV/EBITDA (x)	30.3	42.3	85.4	14.6	13.3	9.9
P/S (x)	3.6	2.5	1.6	1.1	0.7	0.5
P/BV (x)	2.9	2.8	2.8	2.5	2.2	2.0
DY (%)	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Source: Company, Trigon DM

Buy

Previous: Buy 29 PLN

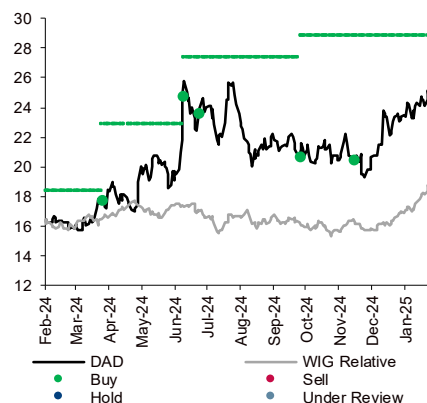
Target price: 31.5 PLN

Upside: 24%

FACT SHEET

Ticker	DAD		
Sector	E-commerce		
Price (PLN)	25.4		
52W range (PLN)	15.5 / 27		
Shares outstanding (m)	11.7		
Market Cap (PLNm)	297		
Free-float	41%		
3M Avg. Vol. (PLNm)	0.1		
Price performance	1M	3M	1Y
	8.5%	22.1%	54.9%

RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



RECOMMENDATIONS

	DATE	TP
Buy	10.12.2024	29.0
Buy	21.10.2024	29.0
Buy	19.07.2024	27.5
Buy	04.07.2024	27.5
Buy	19.04.2024	23.0
Buy	11.12.2023	18.5

SHAREHOLDERS

	Share %
Oponeo.pl	58.8%
TFI Allianz Polska SA	8.5%
OFE Generali	5.6%
TFI Santander SA	3.8%

INVESTOR CALENDAR

4Q24 report	18.03.2025
1Q25 report	22.05.2025
2Q25 report	14.08.2025
3Q25 report	12.11.2025

ANALYST

Grzegorz Kujawski

		Multiples						
		2022	2023	2024E	2025E	2026E		
Dadelo Bloomberg ticker Recommendation Target Price (PLN) Price (PLN) Upside Shares outstanding (m) Market Cap (PLNm) EV (PLNm) Grzegorz Kujawski	DAD PW Buy 31.5 25.4 24% 11.7 297 290	P/E (x)	75.7	3,660.6	21.7	23.2	15.9	
		adj. P/E (x)	75.7	3,660.6	21.7	23.2	15.9	
		P/BV (x)	2.8	2.8	2.5	2.2	2.0	
		EV/EBITDA (x)	42.3	85.4	14.6	13.3	9.9	
		adj. EV/EBITDA (x)	42.3	85.4	14.6	13.3	9.9	
		EV/Sales (x)	3.9	2.5	1.8	1.3	1.0	
		FCFF Yield (%)	-3.5%	-1.9%	-3.8%	-1.6%	0.1%	
		DY (%)	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
				KPIs				
				2022	2023	2024E	2025E	2026E
		EPS (PLN)	0.3	0.0	1.2	1.1	1.6	
		adj. EPS (PLN)	0.3	0.0	1.2	1.1	1.6	
		DPS (PLN)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	
		BVPS (PLN)	9.1	9.1	10.3	11.4	13.0	
		Shares outstanding (m)	11.67	11.67	11.67	11.67	11.67	
		Market Cap (mPLN)	297	297	297	297	297	
		EV (mPLN)	290	308	334	354	368	
		Income Statement (PLNm)						
		2022	2023	2024E	2025E	2026E		
		Revenues	117	189	280	407	549	
		COGS	81	137	191	286	385	
		Gross profit	36	52	89	121	163	
		EBITDA	7	4	23	27	37	
		adj. EBITDA	7	4	23	27	37	
		D&A	2	3	5	8	11	
		EBIT	4	0	18	19	26	
		EBT	5	1	17	16	23	
		Minority interest	0	0	0	0	0	
		Net profit	4	0	14	13	19	
		adj. Net profit	4	0	14	13	19	
		Cash Flow (PLNm)						
		2022	2023	2024E	2025E	2026E		
		Cash flow from operating activities	-13	0	-8	3	12	
		Cash flow from investing activities	-3	-8	-10	-10	-12	
		CAPEX	-3	-9	-10	-10	-12	
		Cash flow from financing activities	-2	-2	24	13	-5	
		Dividend/Buy-back	-2	0	0	0	0	
		FCFF	-16	-9	-18	-7	0	
		Net change in cash	-19	-9	6	5	-4	
		Balance Sheet (PLNm)						
		2022	2023	2024E	2025E	2026E		
		Assets	120	142	210	270	329	
		PPE	9	19	27	35	43	
		Intangibles	6	6	6	5	4	
		Goodwill	0	0	0	0	0	
		Cash and cash equivalents	10	1	7	13	8	
		Equity and Liabilities	120	142	210	270	329	
		Equity	106	106	120	133	151	
		Minority interests	0	0	0	0	0	
		Interest-bearing liabilities	4	7	35	55	60	
		Net debt	-7	12	38	57	71	
		Net working capital	84	86	114	135	156	
		Operational ratios						
		2022	2023	2024E	2025E	2026E		
		Sales growth y/y (%)	42%	61%	48%	45%	35%	
		EPS adj. growth y/y (%)	-35%	-98%	16769%	-6%	46%	
		Gross margin (%)	30.5%	27.4%	31.8%	29.7%	29.7%	
		EBITDA adj. margin (%)	5.9%	1.9%	8.2%	6.5%	6.8%	
		EBIT margin (%)	3.8%	0.2%	6.5%	4.7%	4.8%	
		Net profit adj. margin (%)	3.3%	0.0%	4.9%	3.1%	3.4%	
		ROE (%)	3.7%	0.1%	11.4%	9.7%	12.3%	
		ROA (%)	3.3%	0.1%	6.5%	4.7%	5.7%	
		CAPEX/Sales (%)	2.4%	4.8%	3.4%	2.5%	2.2%	
		CAPEX/D&A (x)	1.2	2.8	2.0	1.3	1.1	
		Net debt/Equity (x)	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.5	
		Net debt/EBITDA (x)	-0.9	3.2	1.6	2.2	1.9	
		Cash conversion cycle (days)	354	221	211	167	143	
		Inventory turnover (days)	351	274	279	239	224	
		Receivables turnover (days)	46	22	18	13	11	
		Payables turnover (days)	44	76	86	86	92	

Source: Company, Trigon DM

Investment summary

Skokowa poprawa marży brutto wskazuje na istotną poprawę pozycji rynkowej, która powinna umacniać się w kolejnych latach. Poszerzenie marży brutto w Dadelo w 2024 o ok. 450 bps r/r wynikało zarówno z lepszych warunków zakupowych (potwierdzonych wydłużonymi terminami płatności do dostawców) i wykorzystania nadpodaży na rynku do atrakcyjnych zakupów, jak i ze słabości lokalnych graczy. Pozwoliło to na poprawę narzutu przy wysokiej dynamice sprzedaży. W efekcie spółka zwiększyła udział w rynku, wycenianym na ok. 5 mld PLN, o ponad 1,5 p.p. do 6% w 2024. W 2025 nie spodziewamy się istotnych zmian w otoczeniu konkurencyjnym – oczekujemy dalszej konsolidacji i umocnienia pozycji Dadelo. Spółkę wspierają także pozytywne trendy rynkowe oraz sprzyjające otoczenie makroekonomiczne – niższa inflacja powinna pobudzać konsumpcję dyskrecyjną, co już było widoczne w styczniowych danych o sprzedaży detalicznej ([LINK](#)). Szacujemy, że rynek rowerowy wzrośnie w tym roku o 6-7%, czyli solidnie powyżej dynamiki PKB. Zakładamy, że strategia zarządu skupi się na wzroście przychodów kosztem marży brutto, której bufor został zbudowany w 2024. W scenariuszu bazowym prognozujemy spadek marży brutto o 200 bps r/r, co powinno przełożyć się na stabilny EBIT r/r i nieco niższy EPS r/r z uwagi na ujemne saldo kosztów finansowych. Na tym etapie rozwoju i budowania wartości dla akcjonariuszy kluczowe pozostaje dynamiczne zwiększanie udziałów rynkowych, a nie maksymalizacja rentowności.

Gross margin comparison: Dadelo vs. Bike24

PLNm	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenues DAD	28.7	33.4	64.5	82.8	117.2	189.1	279.6	406.6	548.6	668.5
chg y/y	-	16.1%	93.3%	28.4%	41.5%	61.3%	47.8%	45.5%	34.9%	21.8%
Gross margin DAD	25.2%	24.8%	29.4%	32.4%	30.5%	27.4%	31.8%	29.7%	29.7%	29.7%
chg y/y (bps)	-	-35	455	305	-192	-304	440	-213	3	0
Gross margin Bike24	30.1%	29.1%	30.8%	31.6%	26.4%	24.2%	26.7%	28.3%	29.5%	-
chg y/y (bps)	-	-100	170	80	-520	-220	250	160	121	-

Source: Bloomberg, Trigon estimates for Dadelo

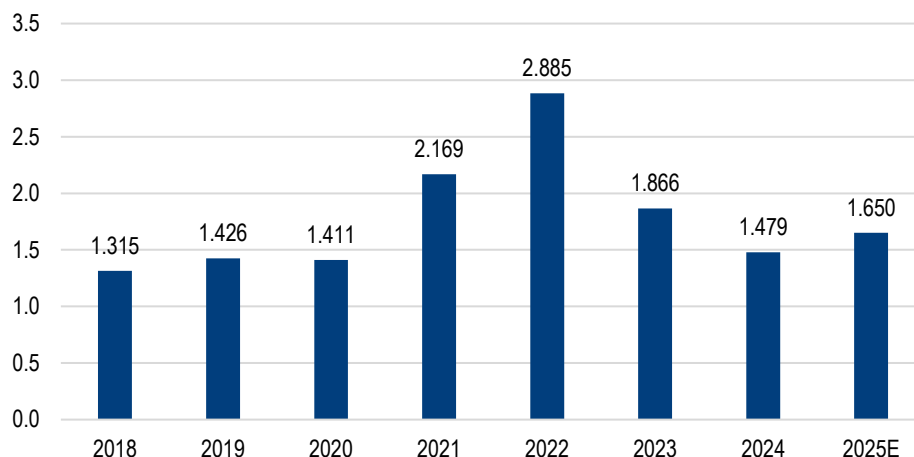
Przyspieszenie inwestycji w omnichannel. W 2024 spółka zwiększyła obroty o 90 mln PLN r/r, z czego ponad 1/3 wzrostu pochodziła ze sprzedaży w salonach stacjonarnych. W 2025 oczekujemy podobnej dynamiki – ok. 45% r/r, co oznacza wzrost obrotów o ponad 125 mln PLN. Ponownie około 1/3 tego wzrostu przypadnie na salony stacjonarne, których sprzedaż powinna przekroczyć 100 mln PLN, wsparta kolejnymi otwarciem. Na koniec 2024 spółka miała dwa salony (Warszawa, Wrocław), generujące łącznie ponad 65 mln PLN obrotu (24% całości). Oba sklepy są rentowne, a wrocławski osiągnął break-even już w pierwszym roku działalności. W lutym 2025 otwarto trzeci salon w Gdańsku (2750 m², 7500 SKUs, [LINK](#)). Plan na 2025 zakłada 2-3 kolejne otwarcia, a w perspektywie kilku lat rozbudowę sieci do 10-12 lokalizacji. Rozwój modelu omnichannel przyspiesza wzrost udziałów rynkowych, szczególnie w kategorii rowerów, która jest niedoreprezentowana w strukturze sprzedaży spółki względem całego rynku (obejmującego również akcesoria i odzież specjalistyczną). Oczekujemy, że w ciągu trzech lat obroty tego kanału sięgną 250 mln PLN, czyli niemal tyle, ile wyniosła cała sprzedaż spółki w 2024. Rosnąca rola sklepów stacjonarnych wspiera również marżę brutto – nie tyle przez odrębną politykę cenową, co przez odpowiednie pozycjonowanie asortymentu, w tym marek własnych, co częściowo przyczyniło się do skokowej poprawy marży brutto w 2024.

Stopniowa poprawa cyklu konwersji gotówki, przejściowy wzrost lewara. Dynamicznemu poszerzaniu oferty (obecnie ponad 50tys SKU) i zatowarowaniu pod projektowany wzrost sprzedaży towarzyszy duża poprawa pozycji negocjacyjnej spółki. Cykl rotacji zobowiązań handlowych wzrósł z 44 dni w 2022 do 76 dni, a naszym zdaniem na koniec 2024 nastąpi jego dalsza poprawa. Ponadto zakładamy spadek znaczenia przedpłat do kontrahentów. W efekcie w kolejnych latach cykl konwersji gotówki powinien dalej się poprawiać. Nie uchroni to spółki przed wzrostem lewara. W 2025 oczekujemy osiągnięcia jego szczytu na umiarkowanym poziomie - ND/EBITDA 2,2x (DN/EBITDA pre-IFRS 16 1,9x), co jest ceną za tempo skalowania biznesu w modelu omnichannelowym.

Guidance Shimano wskazuje na ożywienie branży rowerowej w Europie po trudnym 2024. Shimano w raporcie opublikowanym 12 lutego ([LINK](#)) zakłada wzrost przychodów w segmencie rowerowym w Europie o 11,5% w 2025. Ponadto w 1H'25, na który zarząd ma większe visibility na bazie zamówień od klientów oczekiwany jest ok. 20% wzrost przychodów r/r. W pamięci należy mieć jednak bardzo niską bazę zeszłego roku (przychody w 1H'24 w Europie -41% r/r, w 2024 -21% r/r). Prognozy więc tylko na pierwszy rzut oka wyglądają na ambitne. W rzeczywistości w 2025 przychody

Shimano wyrażone w jenach będą niższe w tym regionie niż w 2023 o 10%, a przy stałym kursie walutowym o 6% (kurs EUR/JPY -4% r/r). Oznacza to oczekiwanie pierwszego od 4 lat wzrostu rynku, który od boomu pandemicznego obsuwał się w ostatnich latach. Poprawę sytuacji w branży widzi też zarząd Bike24, który podczas podsumowania wyników za 3Q ([LINK](#)), wskazuje, że poprawa marży brutto w 2024 (marża brutto 9M'24 +190bps r/r, marża po kosztach logistyki i performance marketingu 17 vs 14,3% przed rokiem) jest następstwem wyczyszczenia magazynu z nadmiarowego towaru. Spółka podtrzymała guidance wzrostu sprzedaży w 2024, chociaż nie można go oceniać jako ambitny (wzrost przychodów w 2024 w przedziale 1-5%, marża EBITDA adjusted 0,7-4,2%).

Shimano's bicycle components sales in Europe (JPYbn)



Source: Trigon, Shimano ([LINK](#))

Shimano's bicycle components sales in Europe (JPYbn)

	2024			2025E			Growth y/y		
	1H	2H	Total	1H	2H	Total	1H25	2H25	2025
Sales (JPYbn)	66.48	81.46	147.93	79.00	86.00	165.00	18.8%	5.6%	11.5%

Source: Shimano ([LINK](#))

W 4Q 25% wzrost sprzedaży, solidna poprawa marży brutto, a wyższy również wsk. SG&A. Wstępne przychody w 4Q24 na poziomie 40,1mln PLN (+25% r/r, YTD +45% r/r) a marża brutto wyższa o ponad 50% r/r. Dynamika sprzedaży w 4Q okazała się poniżej naszych oczekiwań (25% vs 32% r/r), jednocześnie zaraportowana marża przebiła nasze założenia. W 4Q wyniosła ona ponad 31% tj. 200bps powyżej naszych założeń i ponad 500bps powyżej zeszłorocznego poziomu.

4Q24E Results preview

PLNm	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	Y/Y	Q/Q
Revenues	32.1	54.4	105.4	79.7	40.1	25%	-50%
EBITDA	-2.1	4.0	11.7	8.0	-0.6	-	-
EBIT	-2.7	3.0	10.4	6.7	-1.9	-	-
Net profit	-2.4	1.9	8.3	5.4	-1.9	-	-
Gross margin	26.0%	30.1%	32.4%	32.6%	31.2%	5.2p.p.	-1.5p.p.
SG&A ratio	33.7%	24.3%	22.5%	24.1%	35.9%	2.2p.p.	11.8p.p.
EBITDA margin	-6.5%	7.3%	11.1%	10.0%	-1.6%	4.9p.p.	-11.6p.p.
EBIT margin	-8.4%	5.4%	9.9%	8.4%	-4.7%	3.6p.p.	-13.1p.p.
Net profit margin	-7.4%	3.6%	7.9%	6.7%	-4.8%	2.6p.p.	-11.6p.p.
OCF	-5.8	8.2	15.8	-9.4	0.0	-	-
Net debt	5.6	6.5	-8.7	3.0	37.6	+	1146%
P/E12M trailing	-	98.1	34.3	22.4	21.7		
EV/EBITDA 12M trailing	83.6	38.5	18.4	13.9	14.6		

Source: Company, Trigon DM

Mocna marża brutto potwierdza przewagi konkurencyjne spółki na rynku, które powinny się jeszcze umacniać. Mając na uwadze negatywny aspekt sezonowości i rosnące koszty związane m.in. z

rozwojem omnichannelu, w 4Q oczekujemy wzrostu wsk. SG&A o 200bps r/r. W rezultacie oczekujemy zbliżonej r/r straty operacyjnej w tym kwartale.

Zmiana prognoz. W prognozach na 2025-26 przede wszystkim rewidujemy w górę dynamikę oczekiwanego wzrostu sprzedaży oraz poziom zaangażowanego kapitału obrotowego, który finansowany długiem będzie odzwierciedlony w wyższym ujemnym saldzie kosztów finansowych. Oczekiwana poprawa rentowności w 2026 związana jest przede wszystkim z założeniem efektu dźwigni operacyjnej. Jednocześnie marżę EBIT'26 prognozujemy w kolejnych latach na istotnie niższym poziomie niż w 2024 (w 2026 –170bps vs 2024), co stanowi upside risk do naszych założeń. Nasz scenariusz bazowy ponadto rozwój biznesu wyłącznie w Polsce, a nie można wykluczyć ekspansji zagranicznej w regionie w średnim terminie.

Forecasts' changes vs. last recommendation

PLNm	2024E			2025E			2026E		
	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.
Revenues	279.6	282.0	-1%	406.6	383.2	6%	548.6	496.8	10%
EBITDA	23.0	24.1	-5%	26.6	25.8	3%	37.2	29.3	27%
EBIT	18.1	19.1	-5%	19.0	18.1	5%	26.2	20.1	30%
Net profit	13.7	14.9	-8%	12.8	14.6	-12%	18.6	16.3	14%

Source: Company, Trigon DM

Retail sales, Jan'25: +4.8% y/y in constant prices vs. consensus +1.5% y/y

Retail Sales y/y	Jan 24	Jan 25	Cons.	Weight
Constant prices				
Total	3.0%	4.8%	1.5%	
Food, beverages and tobacco products	-0.6%	0.6%		25.7%
Solid, liquid and gaseous fuels	13.1%	-1.3%		13.7%
Motor vehicles, motorcycles, parts	22.0%	21.9%		7.9%
Furniture, radio, TV and household appliances	-16.8%	13.6%		7.2%
Pharmaceuticals, cosmetics and orthopaedic equipment	3.8%	12.8%		7.5%
Textiles, clothing, footwear	-24.7%	8.8%		5.8%
Current prices				
Total	4.6%	6.1%	2.5%	
Food, beverages and tobacco products	4.9%	6.0%		25.7%
Solid, liquid and gaseous fuels	0.7%	-2.4%		13.7%
Motor vehicles, motorcycles, parts	21.8%	15.9%		7.9%
Furniture, radio, TV and household appliances	-13.1%	13.0%		7.2%
Pharmaceuticals, cosmetics and orthopaedic equipment	8.6%	15.8%		7.5%
Textiles, clothing, footwear	-22.5%	7.5%		5.8%

Source: Statistics Poland, PAP, Trigon DM

Model assumptions

Wartość rynku rowerowego. W Polsce sprzedaje się rocznie ~900tys. rowerów, w strukturze sprzedaży rośnie udział rowerów elektrycznych, w 2024 może sięgnąć 17%, a 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 2,5mld PLN. Uwzględniając natomiast sprzedaż części rowerowych, akcesoriów, odzieży i obuwia rowerowego wartość szeroko zdefiniowanego rynku rowerowego w Polsce szacujemy na ok. 5mld 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 ok. 7%. Jednocześnie udział DAD wzrośnie naszym zdaniem z poniżej 2% w 2020 do 6% w 2024 oraz do ok. 12% w perspektywie 3 najbliższych lat.

DAD: Estymacja wartości rynku rowerowego w Polsce

PLN m	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Estimated value of the bicycle market	3,313	3,626	3,969	4,204	4,450	4,811	5,183	5,559	5,938	6,307
y/y		9.5%	9.5%	5.9%	5.9%	8.1%	7.7%	7.3%	6.8%	6.2%
DAD revenues	65	83	117	189	280	407	549	668	786	910
DAD's implied market share	1.9%	2.3%	3.0%	4.5%	6.3%	8.5%	10.6%	12.0%	13.2%	14.4%
Bicycles	1,713	1,834	1,962	1,996	1,955	2,042	2,136	2,238	2,352	2,470
y/y		7.1%	7.0%	1.7%	-2.1%	4.4%	4.6%	4.8%	5.1%	5.0%
Bicycles (ths. of units)	900	908	915	879	865	861	858	856	861	867
y/y		0.8%	0.8%	-3.9%	-1.5%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	0.7%	0.7%
Average price of a bicycle (net, excl. VAT)	1,903	2,020	2,145	2,271	2,259	2,371	2,490	2,615	2,730	2,848
y/y		6.2%	6.1%	5.9%	-0.5%	4.9%	5.0%	5.1%	4.4%	4.3%
Conventional bicycles	1488	1562	1640	1620	1540	1555	1569	1584	1607	1631
y/y		5.0%	5.0%	-1.2%	-4.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.5%	1.5%
Conventional bicycles (ths. of units)	850	850	850	808	783	768	752	737	730	723
y/y		0.0%	0.0%	-5.0%	-3.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-1.0%	-1.0%
Average price of a bicycle (net, excl. VAT)	1750	1,838	1,929	2,007	1,966	2,025	2,086	2,149	2,202	2,258
y/y		5.0%	5.0%	4.0%	-2.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%
E-bikes	225	272	322	376	415	487	567	654	744	839
y/y		20.8%	18.7%	16.6%	10.4%	17.4%	16.4%	15.4%	13.8%	12.8%
E-bikes (ths. of units)	50	58	65	71	82	94	106	119	132	145
y/y		15.0%	13.0%	10.0%	15.0%	14.0%	13.0%	12.0%	11.0%	10.0%
Share of e-bikes in purchases	6%	6%	7%	8%	9%	11%	12%	14%	15%	17%
Average price of E-bikes (net, excl. VAT)	4500	4,725	4,961	5,259	5,049	5,200	5,356	5,517	5,655	5,796
y/y		5.0%	5.0%	6.0%	-4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%
Parts, accessories, clothing	1,600	1,792	2,007	2,208	2,495	2,769	3,046	3,320	3,586	3,837
y/y		12.0%	12.0%	10.0%	13.0%	11.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%

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

DAD: Model assumptions

mIn PLN	2020	2021	2022	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
Revenues	64.5	82.8	117.2	189.1	279.6	406.6	548.6	668.5
y/y	93%	28%	42%	61%	48%	45%	35%	22%
Online	62.4	77.8	106.7	168.0	212.6	298.2	364.3	428.9
y/y	90%	25%	37%	58%	27%	40%	22%	18%
% of revenues	97%	94%	91%	89%	76%	73%	66%	64%
Offline	0.0	0.0	0.0	20.5	67.0	108.4	184.3	239.6
y/y	-	-	-	-	227%	62%	70%	30%
% of revenues	3%	6%	9%	11%	24%	27%	34%	36%
Gross margin	29.4%	32.4%	30.5%	27.4%	31.8%	29.7%	29.7%	29.7%
y/y	4.5p.p.	3.0p.p.	-1.9p.p.	-3.0p.p.	4.4p.p.	-2.1p.p.	0.0p.p.	-0.1p.p.
SG&A costs	12.7	19.5	31.2	51.4	70.6	101.5	135.7	163.0
SG&A ratio	19.6%	23.6%	26.6%	27.2%	25.2%	25.0%	24.7%	24.4%
EBITDA	7.1	8.9	6.9	3.6	23.0	26.6	37.2	47.0
y/y	561%	26%	-23%	-47%	536%	16%	40%	26%
EBITDA margin	11.0%	10.8%	5.9%	1.9%	8.2%	6.5%	6.8%	7.0%
y/y	7.8p.p.	-0.2p.p.	-4.9p.p.	-3.9p.p.	6.3p.p.	-1.7p.p.	0.2p.p.	0.3p.p.
EBIT	6.3	7.1	4.4	0.3	18.1	19.0	26.2	33.6
y/y	2181%	14%	-38%	-93%	5628%	5%	38%	29%
EBIT margin	9.7%	8.6%	3.8%	0.2%	6.5%	4.7%	4.8%	5.0%
y/y	8.9p.p.	-1.1p.p.	-4.8p.p.	-3.6p.p.	6.3p.p.	-1.8p.p.	0.1p.p.	0.3p.p.
OCF	-1.8	-27.7	-13.3	0.3	-8.0	2.7	12.2	35.6
CAPEX	-1.1	-4.4	-2.8	-9.1	-9.6	-10.2	-11.8	-13.3
FCF	-2.9	-32.1	-16.1	-8.8	-20.5	-11.7	-6.0	14.7
ND/EBITDA (x)	-0.2	-2.9	-0.9	1.6	1.6	2.2	1.9	1.5
Inventory turnover (days)	143	335	351	274	279	239	224	209
Receivables turnover (days)	4	70	46	22	21	16	13	11
Payables turnover (days)	65	20	44	76	100	103	106	108
Cash conversion cycle (days)	82	386	354	221	200	152	131	112

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 31,5 PLN (Kupuj, +24% upside).

DCF

Główne techniczne założenia wyceny:

- (1) stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,6% (4,6% w kalkulacji wartości rezydualnej); premia rynkowa 7,0%;
- (2) Współczynnik beta nielewarowana 1,0x;
- (3) Rezydualna stopa wzrostu FCF 2,5%;
- (4) Rezydualny cykl konwersji gotówki na poziomie 50 dni;
- (4) Efektywna stopa podatkowa 19%;

Net debt (PLN m)	2024
Interest-bearing liabilities (+)	35
Cash (-)	7
Net debt	28

DCF (PLN m)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	>2034E
Revenues	407	549	668	786	910	1032	1151	1261	1342	1395	
chg y/y	48%	45%	35%	22%	18%	16%	13%	12%	10%	4%	
EBIT	19	26	34	41	50	59	67	76	80	84	
EBIT margin (%)	4.7%	4.8%	5.0%	5.2%	5.5%	5.7%	5.8%	6.0%	6.0%	6.0%	
Tax rate	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	15	21	27	33	40	47	54	61	65	68	
D&A	5	8	11	13	15	18	20	23	26	28	
Lease payments	-4	-6	-8	-8	-9	-9	-10	-11	-12	-13	
CAPEX	-10	-12	-13	-16	-19	-17	-18	-18	-19	-19	
Change in NWC	-21	-21	-6	-6	-5	2	6	11	6	4	
FCF	-15	-10	12	16	23	41	52	65	66	68	64
Risk-free rate	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	4.6%
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	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of equity (CAPM)	13.2%	13.1%	13.0%	12.9%	12.8%	12.5%	12.4%	12.6%	12.5%	12.5%	11.5%
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)	14%	13%	11%	9%	7%	4%	2%	5%	3%	3%	3%
WACC	12.5%	12.5%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.3%	12.4%	12.4%	12.4%	11.4%
DFCF	-13	-8	8	10	13	21	23	26	24	22	
Present value FCF 2025-34	125										
FCF growth rate after '34	2.5%										
Terminal value	727										
Discounted TV	230										
EV	355										
Net debt	28										
Equity value (PLN m)	327										
Shares outstanding* (m)	12										
Value of 1 share (PLN)	28.0										
Target price 12M (PLN)	31.5										
Upside	24%										

Source: Trigon DM, *includes ESOP dilution

		WACC change (in p.p.)								EBIT margin change in TV (in p.p.)					
		0.0	1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%			-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	
D	1.5%	25.4	27.4	29.7	32.2	35.0			25.7	27.7	29.7	31.6	33.6		
	2.0%	26.0	28.2	30.5	33.2	36.2			26.4	28.5	30.5	32.6	34.7		
	2.5%	26.7	29.0	31.5	34.3	37.6			27.2	29.3	31.5	33.7	35.9		
	3.0%	27.5	29.9	32.6	35.6	39.1			28.0	30.3	32.6	34.9	37.2		
	3.5%	28.4	30.9	33.8	37.1	40.9			28.9	31.4	33.8	36.3	38.7		
D	1.5%	25.4	27.4	29.7	32.2	35.0			25.7	27.7	29.7	31.6	33.6		
	2.0%	26.0	28.2	30.5	33.2	36.2			26.4	28.5	30.5	32.6	34.7		
	2.5%	26.7	29.0	31.5	34.3	37.6			27.2	29.3	31.5	33.7	35.9		
	3.0%	27.5	29.9	32.6	35.6	39.1			28.0	30.3	32.6	34.9	37.2		
	3.5%	28.4	30.9	33.8	37.1	40.9			28.9	31.4	33.8	36.3	38.7		

Comparative valuation

Brak bezpośrednich peersów o porównywalnym profilu wzrostu do Dadelo. Wycenę porównawczą przedstawiamy jedynie poglądowo. Grupa porównawcza obejmuje głównie spółki e-commerce z segmentu odzieży i obuwi, które działają w znacznie bardziej konkurencyjnym otoczeniu. Dadelo wyróżnia się na ich tle pod względem atrakcyjności profilu wzrostu, co istotnie wpływa na mnożniki i powinno być odzwierciedlone w premii do tych peersów. Spółka korzysta zarówno na silnej pozycji rynkowej, jak i rosnącym popycie na oferowany asortyment, napędzanym przez sprzyjające trendy rynkowe.

DAD: Peer group

Company	Country	MC (EURm)	P/E			EV/EBIT			EBIT margin				CAGR EBITDA '24-27
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2024	2025	2026	2027	
Dadelo*	POLAND	72	23.2	15.9	12.0	18.6	14.0	10.9	6.5%	4.7%	4.8%	5.0%	27.0%
E-commerce discretionary			20.7	14.7	12.2	14.8	12.4	9.3	2.1%	3.1%	3.9%	4.2%	21.1%
Zalando SE	GERMANY	9,817	32.5	25.6	21.0	14.8	11.7	9.1	4.7%	5.0%	5.7%	6.3%	13.0%
Etsy Inc	UNITED STATES	5,310	10.0	9.7	9.8	17.9	17.2	15.5	13.9%	13.8%	13.9%	14.7%	21.1%
Wayfair Inc	UNITED STATES	5,045	79.3	28.3	15.6	57.7	26.0	13.3	-2.9%	1.0%	1.9%	3.2%	48.3%
Halfords Group PLC	BRITAIN	366	13.7	11.6	85.1	13.7	10.8	10.0	3.1%	2.6%	2.9%	3.0%	1.4%
Oponeo.pl SA	POLAND	252	14.0	12.6	11.9	10.6	9.6	9.1	5.2%	4.8%	4.6%	4.4%	6.8%
Answeare.com SA	POLAND	127	30.6	14.9	9.9	19.8	13.1	9.5	0.1%	2.3%	3.2%	4.0%	59.3%
Pierce Group AB	SWEDEN	106	20.7	14.4	12.4	13.1	8.3	6.2	1.1%	3.5%	4.8%	5.3%	---
Bike24 Holding AG	GERMANY	44	---	15.6	4.9	---	26.3	7.7	-5.0%	-2.4%	1.1%	3.7%	105.6%
Manufacturers of Bicycle products			20.0	19.1	19.7	16.4	14.3	15.4	12.8%	13.2%	14.3%	18.0%	17.0%
Shimano Inc	JAPAN	11,519	24.9	21.6	20.4	16.7	13.6	12.1	14.4%	15.6%	17.6%	18.0%	14.0%
Thule Group AB	SWEDEN	3,451	24.6	22.1	19.7	18.8	16.8	15.4	16.0%	19.1%	19.8%	20.1%	20.0%
Giant Manufacturing Co Ltd	TAIWAN	1,842	19.5	16.6	---	15.9	13.0	---	4.6%	6.0%	7.0%	---	---
Merida Industry Co Ltd	TAIWAN	1,535	20.0	16.5	---	16.2	14.9	---	11.2%	10.8%	10.9%	---	---
KMC Kuei Meng International In	TAIWAN	471	15.8	15.5	---	12.4	11.6	---	22.9%	23.9%	23.0%	---	---
Dorel Industries Inc	CANADA	90	---	40.0	13.4	19.7	43.0	35.3	-1.2%	1.6%	0.6%	0.7%	---
Manufacturers of Sports goods			22.3	20.5	19.2	15.9	13.9	13.2	11.1%	11.1%	11.6%	13.7%	9.7%
Amer Sports Inc	FINLAND	14,745	40.4	29.6	22.9	23.2	18.5	14.4	11.1%	11.8%	12.8%	13.7%	15.7%
Technogym SpA	ITALY	2,285	23.0	20.6	19.1	15.9	13.9	13.2	13.1%	13.7%	14.3%	14.8%	8.6%
Yonex Co Ltd	JAPAN	1,460	21.5	20.4	19.2	14.6	13.6	12.9	11.1%	10.3%	10.4%	10.6%	4.3%
Mizuno Corp	JAPAN	1,379	13.8	12.7	11.1	9.7	8.9	7.9	8.2%	8.2%	8.5%	8.9%	9.7%
MIPS AB	SWEDEN	1,168	54.3	37.8	28.5	41.8	28.6	21.2	36.0%	43.5%	48.2%	50.8%	47.2%
Clarus Corp	UNITED STATES	173	21.6	14.0	---	---	---	---	-5.1%	-0.7%	-1.9%	---	---
Median (E-commerce discretionary only)			20.7	14.7	12.2	14.8	12.4	9.3	2.1%	3.1%	3.9%	4.2%	21.1%
DAD premium/discount			12%	9%	-1%	26%	13%	17%					
Implied value of 1 share (PLN)			22.7	23.4	25.7	19.2	21.7	20.8					
weight of the year			0%	50%	50%	0%	50%	50%					
partial value per share (PLN)				24.6			21.3						
weight of the coefficient				50%			50%						
Value of 1 share (PLN)			22.9										

Source: Trigon, Bloomberg; *based on Trigon forecasts

Risk factors

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, niższa konwersja, słabsza ścieżka dojrzewania sprzedaży w salonach);

(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 i odpisami zapasów);

(3) wyższy wskaźnik SG&A (większe wsparcie sprzedaży aktywnością po stronie performance marketingu i marketingu ATL, wyższy wskaźnik zwrotów w kanale online ciążący kosztom zewnętrznej logistyki, dłuższy okres zwrotu z inwestycji w sklepy stacjonarne, w ramach realizacji strategii omnichannel);

(4) 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, wyższe koszty finansowe i poziom zalewarowania spółki.

Income statement (PLNm)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenues	83	117	189	280	407	549
COGS	56	81	137	191	286	385
Gross profit	27	36	52	89	121	163
Selling costs	16	27	46	64	93	126
G&A costs	3	4	5	6	8	10
Profit on sales	7	5	1	18	19	27
EBITDA	9	7	4	23	27	37
adj. EBITDA	9	7	4	23	27	37
D&A	2	2	3	5	8	11
EBIT	7	4	0	18	19	26
adj. EBIT	7	4	0	18	19	26
Net financial costs	0	0	0	-1	-3	-3
EBT	8	5	1	17	16	23
Income tax	1	1	1	3	3	4
Minority interest	0	0	0	0	0	0
Net profit	6	4	0	14	13	19
adj. Net profit	6	4	0	14	13	19

Gross margin (%)	32.4%	30.5%	27.4%	31.8%	29.7%	29.7%
adj. EBITDA margin (%)	10.8%	5.9%	1.9%	8.2%	6.5%	6.8%
EBIT margin (%)	8.6%	3.8%	0.2%	6.5%	4.7%	4.8%
adj. Net profit margin (%)	7.3%	3.3%	0.0%	4.9%	3.1%	3.4%

change in revenue y/y	28.4%	41.5%	61.3%	47.8%	45.5%	34.9%
change in gross profit y/y	41.7%	33.1%	45.2%	71.6%	35.7%	35.0%
change in adj. EBITDA y/y	25.5%	-23.2%	-47.4%	536.0%	15.7%	39.9%
change in EBIT y/y	14.0%	-37.9%	-92.9%	5628.3%	5.0%	37.7%
change in adj. net profit y/y	18.6%	-35.0%	-97.9%	16769.4%	-6.3%	45.6%

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
Revenues	58	32	54	105	80	40
COGS	42	24	38	71	54	28
Gross profit	16	8	16	34	26	13
Selling costs	14	9	12	22	18	12
G&A costs	1	1	1	2	1	2
Profit on sales	1	-2	3	10	7	-2
Other operating items, net	0	0	0	0	0	0
EBITDA	2	-2	4	12	8	-1
adj. EBITDA	2	-2	4	12	8	-1
D&A	1	1	1	1	1	1
EBIT	1	-3	3	10	7	-2
Net financial costs	0	0	0	0	0	-1
EBT	1	-2	2	10	7	-2
Income tax	0	0	1	2	1	0
Minority interest	0	0	0	0	0	0
Net profit	1	-2	2	8	5	-2
adj. Net profit	1	-2	2	8	5	-2

Gross margin (%)	27.4%	26.0%	30.1%	32.4%	32.6%	31.2%
adj. EBITDA margin (%)	3.7%	-	7.3%	11.1%	10.0%	-
EBIT margin (%)	1.9%	-	5.4%	9.9%	8.4%	-
adj. Net profit margin (%)	1.4%	-	3.6%	7.9%	6.7%	-

change in revenue y/y	69.6%	44.1%	88.5%	49.8%	37.8%	24.9%
change in gross profit y/y	54.6%	18.2%	115.4%	70.1%	63.9%	49.9%
change in adj. EBITDA y/y	-20.7%	-	-	203.0%	276.8%	-
change in EBIT y/y	-47.4%	-	-	264.2%	514.0%	-
change in adj. net profit y/y	-55.5%	-	-	209.6%	578.2%	-

Source: Company, Trigon DM

Balance Sheet (PLNm)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Non-current Assets	14	16	25	43	55	67
PPE	6	9	19	27	35	43
Intangibles	7	6	6	6	5	4
Goodwill	0	0	0	0	0	0
Other	0	0	0	10	15	20
Current assets	96	104	116	167	215	262
Inventories	51	78	103	146	187	237
Receivables	16	15	12	13	15	16
Cash and cash equivalents	29	10	1	7	13	8
Other	0	0	0	0	0	0
Assets	110	120	142	210	270	329
Equity	104	106	106	120	133	151
Issued capital	2	2	2	2	2	2
Net profit	6	4	0	14	13	19
Non-current Liabilities	2	3	5	18	28	30
Long-term borrowings	2	3	5	11	17	15
Current Liabilities	4	11	31	72	110	148
Short-term borrowings	1	1	2	25	39	45
Payables	3	10	28	45	67	97
Equity and Liabilities	110	120	142	210	270	329
Net working capital	64	84	86	114	135	156
Net debt	-26	-7	12	38	57	71
Net debt/EBITDA (x)	-2.9	-0.9	3.2	1.6	2.2	1.9
Net debt/Equity (x)	-0.3	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.5
ROE (%)	5.8%	3.7%	0.1%	11.4%	9.7%	12.3%
ROA (%)	5.5%	3.3%	0.1%	6.5%	4.7%	5.7%
Cash conversion cycle (days)	386	354	221	211	167	143
Inventory turnover (days)	335	351	274	279	239	224
Receivables turnover (days)	70	46	22	18	13	11
Payables turnover (days)	20	44	76	86	86	92

Cash Flows (PLNm)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Cash flow from operating activities	-28	-13	0	-8	3	12
Pre-tax profit	6	4	4	14	13	19
D&A	2	2	3	5	8	11
Changes in working capital	-36	-20	-4	-28	-21	-21
Change in inventories	-36	-27	-25	-43	-42	-50
Change in receivables	0	1	3	-2	-2	-1
Change in payables	0	6	17	16	22	30
Cash flow from investing activities	-17	-3	-8	-10	-10	-12
CAPEX	-4	-3	-9	-10	-10	-12
Cash flow from financing activities	72	-2	-2	24	13	-5
Net borrowings	-5	0	0	28	20	5
Share issuance	79	0	0	0	0	0
Dividend/Buy-back	0	-2	0	0	0	0
Net change in cash	28	-19	-9	6	5	-4
Cash opening balance	1	29	10	1	7	13
Cash closing balance	29	10	1	7	13	8

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



**NAGRÓDY
PSIK
2023**

W: <http://www.trigon.pl> | E: repcja@trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

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

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

Grzegorz Balcerski, CFA
Gaming

Katarzyna Kosiorek, PhD
Biotechnology

Michał Kozak
Oil&Gas, Chemicals, Utilities

Dominik Niszczyński, CFA
TMT, E-commerce

David Sharma, CFA
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, CFA, 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 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 wypływów 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 wyceny 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 prognozy 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 rekomendację 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.

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.

Posługując 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.

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:

między 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 Emitentów 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 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/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 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, 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: 25.02.2025 07:30

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 25.02.2025 08:00