

Dadelo

Outpacing the peloton

Spółka nie przestaje zaskakiwać tempem wzrostu udziałów rynkowych, które oprócz wysokiej dynamiki sprzedaży w kanale online wspierają otwarcia nowych oraz wygrzewanie już istniejących salonów. Oba kanały świetnie uzupełniają doświadczenia zakupowe, szczególnie ważne dla sprzedaży rowerów, których udział w obrotach Dadelo wciąż znacznie odbiega od struktury rynku. Równolegle komunikowana dynamika marży w 2Q potwierdza dalsze uwalnianie efektów skali, w tym poprawy warunków zakupowych. W efekcie podnosimy nasze oczekiwania wynikowe, które obecnie implikują 2 i 3-krotny wzrost EPS odpowiednio do 2026 i do 2027 względem zeszłego roku. CAGR EPS’24-27 na poziomie 40% oraz PEG oparty na P/E’25 i 3-letnim wzroście EPS wynoszący poniżej 0,7x oceniamy jako głębokie i nieuzasadnione dyskonto do perspektyw rozwoju Dadelo. W 2025 oczekujemy osiągnięcia szczytu lewara na poziomie 2,6x ND/EBITDA, co jest ceną jaką spółka płaci za wysokie tempo skalowania biznesu w modelu omnichannelowym.

Dane operacyjne implikują naszym zdaniem poprawę EBITDA o ponad 50% r/r w 2Q. Szacujemy, że przychody salonów w 2Q wyniosły 45mln PLN (+80% r/r), a dynamika sprzedaży w kanale online przekroczyła 40%. Oczekujemy, że podobnie jak w 1Q spółka nadal poprawia marżę brutto (lepsze warunki zakupowe, wzrost udziału kanału stacjonarnego, ograniczona presja konkurencyjna). W 2Q oczekujemy jej poprawy o 74bps r/r. Mając na uwadze, że w 2Q koszty są sezonowo najbardziej rozwodnione, pomimo otwarcia kolejnych dwóch salonów YTD, w tym kwartale oczekujemy lekkiego spadku wsk. SG&A i ponad 50% wzrost EBITDA r/r.

Rewizja założeń modelowych. W większym stopniu trajektoria marży brutto i efekt dźwigni operacyjnej w mniejszym podniesienie naszych oczekiwań co do dynamiki przychodów miały wpływ na ponad 50% wzrost zysku netto w tym roku oraz 40% wzrost w latach 2026-27 względem dotychczasowych założeń.

Popyt na rowery eklektyczne w PL zupełnie niedyskontowany w bieżącej wycenie. Przykład Niemiec w stagnacyjnym 2023 i 2024 potwierdza jak odporną kategorią wydatków gospodarstw domowych są zakupy rowerów, których wolumen sprzedaży utrzymuje się stabilnym wyłączając pandemię poziomie. Jednocześnie wartość rynku rowerowego w 2024 za sprawą e-bikes, które stanowiły ponad połowę udziału w zakupach była wyższa o 50% względem 2019. W Polsce zakupy e-bikes stanowiły ok. 10% wolumenu w 2024, co stanowi olbrzymi potencjał wzrostu wraz z dalszym wzrostem zamożności gospodarstw domowych bez względu na system ewentualnych dopłat. Dodatkowo rowery elektryczne kreują wyższą dynamikę wzrostu popytu odtworzeniowego.

Świetne KPIs salonów zwiększą tempo inwestycji w tym obszarze. W 2025 oczekujemy podwojenia przychodów salonów r/r oraz ich 30% udział w strukturze przychodów Dadelo. Salony dostarczają niespotykanych dotychczas na rynku polskim doświadczeń zakupowych (LINK), szczególnie ważnych przy sprzedaży rowerów (Dadelo posiada już najszerzą stacjonarną ofertę w PL). Wspiera to tempo osiągania progu rentowności sklepu, który zgodnie z komunikacją spółki następuje po pierwszym roku funkcjonowania pomimo znaczących kosztów fit-outów. Szacujemy, że w tym roku przychody ze sprzedaży rowerów przekroczą 50% obrotów, a spółka sprzeda ponad 90tys. rowerów, co stanowić będzie ok. 9% rynku w ujęciu wolumenowym. Konkurencja w segmencie offline poza Decathlon jest bardzo rozproszona, a rynek z tendencją do dalszej koncentracji udziałów. Na przełomie tego i przyszłego roku zakładamy otwarcie kolejnych 2 obiektów. W 2028 zakładamy funkcjonowanie 13 salonów, kóre wygenerują łącznie przychody przekraczające łączne obroty w tym roku.

Rynek w Europie się stabilizuje się co potwierdzają wyniki Bike24.de, Shimano czy MIPS. Więcej na stronie 5.

Wycena & główne czynniki ryzyka. Wycenę Dadelo opieramy w 100% na podejściu dochodowym, metodzie DCF, która implikuje 12-miesięczny TP 1 akcji DAD na poziomie 59 PLN (Kupuj, upside 48%). Wycena porównawcza zwraca bieżącą wartość 1 akcji na poziomie 36,6 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	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	117	189	280	418	586	765
EBITDA	7	4	20	33	47	63
EBIT	4	0	15	26	35	48
Net profit	4	0	12	18	23	33
EPS (PLN)	0.3	0.0	1.0	1.5	2.0	2.8
P/E (x)	118.6	5,735.9	40.3	25.9	20.1	14.2
EV/EBITDA (x)	66.7	130.6	25.2	16.6	12.5	9.3
FCFF Yield (%)	-3.5%	-1.9%	-5.0%	-7.6%	-2.6%	3.6%
DY (%)	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%

Source: Company, Trigon

Buy

Previous: Buy 31,5 PLN

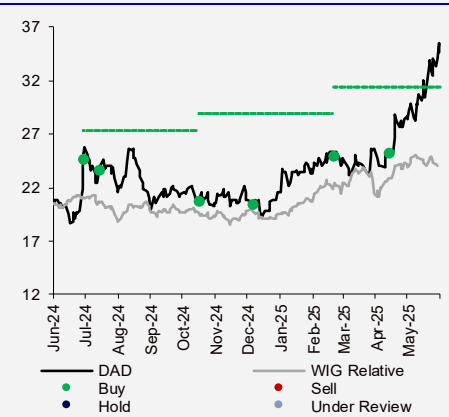
Target price: 59 PLN

Upside: 48%

FACT SHEET

Ticker	DAD
Sector	E-commerce
Price (PLN)	39.8
52W range (PLN)	19.2 / 41.6
Shares outstanding (m)	11.7
Market Cap (PLNm)	465
Free-float	41%
3M Avg. Vol. (PLNm)	0.5
Price performance	1M 3M 1Y
	19.2% 55.5% 89.5%

RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



RECOMMENDATIONS

	DATE	TP
Buy	17.04.2025	31.5
Buy	25.02.2025	31.5
Buy	10.12.2024	29.0
Buy	21.10.2024	29.0
Buy	19.07.2024	27.5
Buy	04.07.2024	27.5

SHAREHOLDERS

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

INVESTOR CALENDAR

1Q25 report	22.05.2025
2Q25 report	14.08.2025
3Q25 report	12.11.2025

ANALYST

Grzegorz Kujawski	+48 662 051 707
	grzegorz.kujawski@trigon.pl

Valuation	Current		Previous		Change
DCF	59	100%	32	100%	87%
Multiples	37	0%	19	0%	94%

Estimates chng			2025E			2026E			2027E		
PLNm	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.
Revenues	418	412	1%	586	536	9%	765	678	13%		
EBITDA	33	25	35%	47	35	33%	63	47	35%		
margin	8.0%	6.0%	2.0pp	8.0%	6.6%	1.4pp	8.3%	6.9%	1.4pp		
EBIT	26	18	43%	35	25	40%	48	34	42%		
margin	6.2%	4.4%	1.8pp	6.0%	4.7%	1.3pp	6.3%	5.0%	1.3pp		
Net profit	18	11	57%	23	16	44%	33	23	46%		
margin	4.3%	2.8%	1.5pp	4.0%	3.0%	0.9pp	4.3%	3.3%	1.0pp		

Trigon vs. cons			2025E			2026E			2027E		
PLNm	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.
Revenues	418	-	-	586	-	-	765	-	-		
EBITDA	33	-	-	47	-	-	63	-	-		
margin	8.0%	-	-	8.0%	-	-	8.3%	-	-		
EBIT	26	-	-	35	-	-	48	-	-		
margin	6.2%	-	-	6.0%	-	-	6.3%	-	-		
Net profit	18	-	-	23	-	-	33	-	-		
margin	4.3%	-	-	4.0%	-	-	4.3%	-	-		

KPIs (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	CAGR
Shares outstanding	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	0%
DPS (PLN)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	32%
EPS (PLN)	0.3	0.0	1.0	1.5	2.0	2.8	53%
BVPS (PLN)	9.1	9.1	10.1	11.6	13.6	15.8	12%
ND / EBITDA (x)	-0.9	1.8	1.8	2.6	2.6	2.0	-
ND / Equity (x)	-0.1	0.1	0.3	0.6	0.8	0.7	-
FCFF	-16	-9	-25	-42	-15	21	-
NWC	84	86	117	175	218	236	-
Net Debt	-7	7	35	87	120	125	-
Minorities & other EV adj.	0	0	0	0	0	0	-
adj. Net Debt	-7	7	35	87	120	125	-

Ratios	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	Avg.
adj. EBITDA yoy	-23%	-47%	448%	68%	41%	35%	0.8695
EBIT yoy	-38%	-93%	+	71%	36%	37%	0.0261
adj. EPS yoy	-35%	-98%	+	56%	29%	42%	-0.013
Gross margin	30.5%	27.4%	32.0%	32.6%	32.0%	32.0%	31.1%
adj. EBITDA margin	5.9%	1.9%	7.1%	8.0%	8.0%	8.3%	6.5%
EBIT margin	3.8%	0.2%	5.4%	6.2%	6.0%	6.3%	4.6%
adj. Net profit margin	3.3%	0.0%	4.1%	4.3%	4.0%	4.3%	3.3%
ROE (%)	4%	0%	10%	13%	15%	18%	10%
ROA (%)	3%	0%	5%	5%	5%	7%	4%

Company specific KPIs	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	CAGR
Revenues	117	189	280	418	586	765	46%
yoy	42%	61%	48%	50%	40%	31%	-
Online	117	169	209	283	361	438	30%
yoy	42%	44%	24%	36%	27%	21%	-
Share in total revenues	100%	89%	75%	68%	62%	57%	-
Stores	0	21	71	135	226	327	-
yoy	-	-	246%	90%	67%	45%	-
Gross margin	30.5%	27.4%	32.0%	32.6%	32.0%	32.0%	-
yoy (bps)	-192	-304	451	69	-61	-2	-
SG&A ratio	26.6%	27.2%	26.1%	26.1%	25.6%	25.3%	-
yoy (bps)	305	57	-104	-6	-50	-31	-
Cash conv. cycle (days)	354	221	216	202	177	147	-16%

Source: Company, Trigon

Multiples at PLN 39.8	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	119	5,736	40.3	25.9	20.1	14.2
adj. P/E (x)	119	5,736	40.3	25.9	20.1	14.2
EV/EBITDA (x)	66.7	130.6	25.2	16.6	12.5	9.3
adj. EV/EBITDA (x)	66.7	130.6	25.2	16.6	12.5	9.3
P/BV (x)	4.4	4.4	4.0	3.4	2.9	2.5
FCFF Yield (%)	-3.5%	-1.9%	-5.0%	-7.6%	-2.6%	3.6%
DY (%)	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%

Multiples at Target Price	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	175.9	8,503	59.8	38.4	29.7	21.0
adj. P/E (x)	175.9	8,503	59.8	38.4	29.7	21.0
EV/EBITDA (x)	99.4	192.7	36.6	23.3	17.3	12.9
adj. EV/EBITDA (x)	99.4	192.7	36.6	23.3	17.3	12.9
P/BV (x)	6.5	6.5	5.9	5.1	4.3	3.7
FCFF Yield (%)	-2.4%	-1.3%	-3.5%	-5%	-1.9%	2.6%
DY (%)	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%

P&L Statement (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	117	189	280	418	586	765
COGS	81	137	190	282	398	520
Gross Profit	36	52	89	136	188	245
Selling costs	27	46	66	99	138	180
G&A costs	4	5	7	10	12	14
Other operating items, net	0	0	-1	-2	-3	-4
EBITDA	7	4	20	33	47	63
adj. EBITDA	7	4	20	33	47	63
D&A	2	3	5	7	12	15
EBIT	4	0	15	26	35	48
Net financial costs	0	0	-1	-4	-6	-7
EBT	5	1	14	22	29	41
Minority interest	0	0	0	0	0	0
Net profit	4	0	12	18	23	33
adj. net profit	4	0	12	18	23	33

Balance Sheet (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Non-current Assets	16	25	36	48	61	74
Current Assets	104	116	201	286	371	428
Inventories	78	103	173	249	325	382
Receivables	15	12	13	13	17	19
Cash and cash equivalents	10	1	13	23	29	26
Assets	120	142	237	334	432	502
Equity	106	106	118	136	159	185
Non-current Liabilities	3	5	6	39	45	47
Long-term borrowings	3	0	0	30	34	34
Current Liabilities	11	31	113	160	229	271
Short-term borrowings	1	2	40	70	101	101
Payables	10	28	70	87	124	165
Equity and Liabilities	120	142	237	334	432	502

CF Statement (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Operating CF	-13	0	-13	-29	-1	37
Change in NWC	-20	-4	-30	-58	-43	-19
D&A	2	3	5	7	12	15
Investing CF	-3	-8	-12	-13	-14	-16
CAPEX	-3	-9	-12	-13	-14	-16
Financing CF	-2	-2	37	51	21	-24
Lease payments	0	0	0	0	0	0
Dividend/Buy-back	-2	0	0	0	0	-7
Net change in cash	-19	-9	12	9	6	-3

Investment summary

Dane operacyjne implikują naszym zdaniem poprawę EBITDA o ponad 50% r/r w 2Q. Szacujemy, że przychody salonów w 2Q wyniosły 45mln PLN (+80% r/r), a dynamika sprzedaży w kanale online przekroczyła 40%. W efekcie spółka utrzymuje wzrost sprzedaży znacznie powyżej rynku. Oczekujemy, że podobnie jak w 1Q spółka nadal poprawia marżę brutto (lepsze warunki zakupowe, wzrost udziału kanału stacjonarnego, ograniczona presja konkurencyjna). W 2Q oczekujemy jej poprawy o 74bps r/r. Mając na uwadze, że w okresie kwiecień-czerwiec koszty są sezonowo najbardziej rozwodnione, pomimo otwarcia kolejnych dwóch salonów YTD, w tym kwartale oczekujemy lekkiego spadku wsk. SG&A i ponad 50% wzrost EBITDA r/r.

2Q25E Results preview

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	Y/Y	Q/Q	1Q25E	Cons.
Revenues	105.4	79.7	41.1	83.1	158.0	50%	90%	81.7	-
EBITDA	11.7	8.0	-3.5	6.7	18.6	59%	175%	5.0	-
EBIT	10.4	6.7	-4.9	5.1	16.6	60%	225%	3.3	-
Net profit	8.3	5.4	-4.1	3.4	13.0	57%	285%	1.7	-
Gross margin	32.4%	32.6%	31.2%	30.5%	33.2%	0.7p.p.	2.6p.p.	30.2%	-
SG&A ratio	22.5%	24.1%	41.1%	24.4%	22.4%	-0.1p.p.	-2p.p.	26.2%	-
EBITDA margin	11.1%	10.0%	-8.6%	8.1%	11.7%	0.7p.p.	4p.p.	6.1%	-
EBIT margin	9.9%	8.4%	-12%	6.2%	10.5%	0.7p.p.	4p.p.	4.1%	-
Net profit margin	7.9%	6.7%	-9.9%	4.1%	8.2%	0.4p.p.	4p.p.	2.1%	-
P/E12M trailing	53.8	35.1	40.3	35.8	26.3				
EV/EBITDA 12M trailing	29.1	21.7	24.9	24.1	18.6				

Source: Company, Trigon

Rewizja w górę dynamiki przychodów oraz rentowności. W obecnych prognozach podnosimy dynamikę przychodów o 1%, 9% i 13% w latach 2025-27 względem dotychczasowych założeń. Jednocześnie większy wpływ na ponad 50% wzrost zysku netto w tym roku oraz 40% wzrost w latach 2026-27 względem dotychczasowych założeń ma podniesienie oczekiwań co do trajektorii marży brutto, gdzie obecnie widzimy poprawę o 70bps r/r w 2025 oraz ustabilizowanie jej na poziomie 32% w kolejnych latach (wzrost znaczenia sprzedaży w kanale stacjonarnym, poprawa warunków handlowych oraz stopniowo rosnący udział marek własnych rozwadniające niekorzystny efekt mix marży brutto tj. rosnący udział rowerów w strukturze sprzedaży). Liczymy również na większy efekt dźwigni operacyjnej. W następstwie tegoroczny cel przychody wyrażony w założeniach ESOP zostanie przekroczony naszym zdaniem o 7%, w 2026 o 13%, a w 2027 o 12%. Tym samym w wycenie uwzględniamy pełne rozwodnienie EPS z tytułu realizacji ESOP.

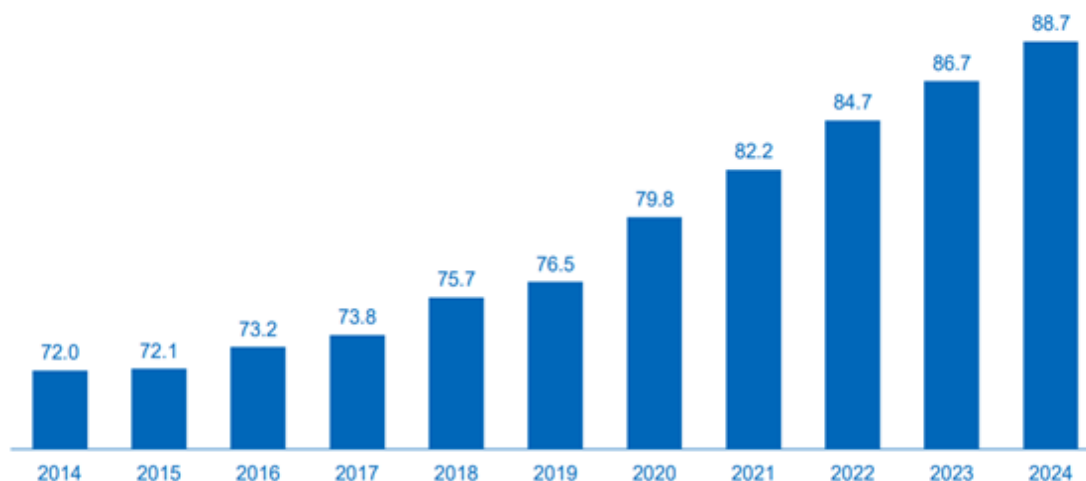
DAD: Forecasts' changes vs. last recommendation

Estimates chng	2025E			2026E			2027E		
	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.
Revenues	418	412	1%	586	536	9%	765	678	13%
EBITDA	33	25	35%	47	35	33%	63	47	35%
margin	8.0%	6.0%	2.0pp	8.0%	6.6%	1.4pp	8.3%	6.9%	1.4pp
EBIT	26	18	43%	35	25	40%	48	34	42%
margin	6.2%	4.4%	1.8pp	6.0%	4.7%	1.3pp	6.3%	5.0%	1.3pp
Net profit	18	11	57%	23	16	44%	33	23	46%
margin	4.3%	2.8%	1.5pp	4.0%	3.0%	0.9pp	4.3%	3.3%	1.0pp

Source: Trigon

Potężna przestrzeń do wzrostu rynku rowerowego w Polsce – case study rynku niemieckiego. Porównując do największej gospodarki UE liczba rowerów w Polsce per capita pozostaje 2-krotnie niższa – w Niemczech jest ok. 89mln rowerów (tj. 1,1 na mieszkańca) wobec 20-25mln rowerów w Polsce (0,6-0,7 na mieszkańca). W ciągu ostatnich 10 lat liczba rowerów w Niemczech wzrosła o 25%, a sprzedaż nowych - po pandemicznym boomie - utrzymuje się na relatywnie stabilnym pomimo słabego makro i ujemnej dynamiki PKB w latach 2023-24.

Evolution of bike park in Germany



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

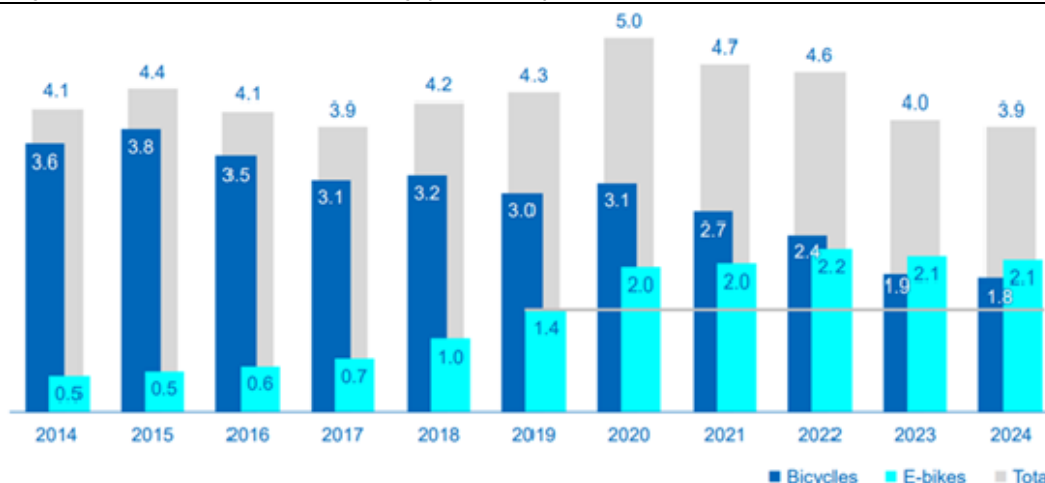
Pomimo wyzwań makro wartość dojrzałego rynku rowerowego niemieckiego pozostaje znacznie wyższa niż przed pandemią. W Polsce brak szczegółowych danych dotyczących wartości rynku oraz jego struktury. Niemniej jednak pozytywny fundament dla branży w Polsce stanowi naszym zdaniem zachowanie popytu w Niemczech. Wartość rynku rowerowego (wyłącznie rowerów) w 2024 była o 50% wyższa niż w 2019 oraz zbliżona do poziomów z lat 2020-2021. Wspiera ją rosnący w sprzedaży udział rowerów elektrycznych. Powyższe wskazuje na trwałe zmiany w strukturze wydatków konsumenckich oraz rosnące znaczenie kategorii związanych z rekreacją i zdrowym stylem życia. W konsekwencji, można naszym zdaniem zakładać, że dynamika wzrostu krajowego rynku rowerowego w Polsce będzie istotnie przewyższać tempo wzrostu konsumpcji w miarę dalszego wzrostu zamożności gospodarstw domowych.

Bicycle and e-bikes sales in Germany (in EUR bn)



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

Bicycle and e-bikes sales in Germany (in EUR bn)

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

Segment rowerów elektrycznych w Polsce wciąż na wczesnym etapie rozwoju. Różnica względem krajów WE o podobnych warunkach klimatycznych – takich jak Niemcy czy Niemcy – jest jeszcze wyraźniejsza niż w przypadku całego rynku rowerowego, zarówno pod względem wielkości parku rowerów elektrycznych, jak i udziału ich w bieżącej sprzedaży. Podczas gdy w Niemczech i w Holandii rowery elektryczne odpowiadają już za około 50% sprzedawanych rowerów, w Polsce udział ten nie przekracza 10% (tj. ok. 100 tys. sztuk rocznie). Rosnący udział e-bike'ów w strukturze sprzedaży wspiera wzrost wartości całego rynku – średnia cena roweru elektrycznego jest istotnie wyższa niż tradycyjnego. Dodatkowo, droższe komponenty (m.in. baterie, napędy, osprzęt) będą odgrywały coraz większą rolę w generowaniu popytu odtworzeniowego, co może stanowić dodatkowy impuls wzrostowy w kolejnych latach, w miarę dalszej ich popularyzacji.

E-bike sales per capita

Kraj	Wolumen (mln)	Udział w rynku	Wartość rynku (mld EUR)	Sprzedaż per 100 tys. mieszkańców
Niemcy	2.05	53%	4.1	2470
Niderlandy	0.41	48%	1.2	2340
Francja	0.66	29%	1.3	971
Wielka Brytania	0.20	10%	0.4	299
Włochy	0.35	14%	0.7	593
Hiszpania	0.25	12%	0.5	521
Szwajcaria	0.20	40%	0.6	2273
Polska	0.09	7%	0.3	226

Source: Niemcy ([LINK](#)), Niderlandy oraz Francja ([LINK](#)), UK ([LINK](#)), Włochy (ANCM), Hiszpania (AMBE), Szwajcaria ([LINK](#)) Polska ([LINK](#)), Trigon

Oznaki stabilizacji rynku rowerowego w Europie. Najlepsza w historii koniunktura w branży panowała w 2022, co w konsekwencji przetworzenia branży w otoczeniu pogarszającej się konsumpcji wywołało kryzys w branży oraz falę bankructw w latach 2023-24. Jednocześnie był to okres skalowania biznesu w Dadelo. Spółka korzystała na szerokim dostępie do asortymentu u dostawców w atrakcyjnych cenach. W miarę rotacji magazynu efekt ten będzie naszym zdaniem zastępować wpływ lepszych warunków zakupowych w związku z dynamicznie rosnącymi wolumenami. Z komunikacji przedstawicieli branży oraz prognoz sprzedażowych Shimano na Europę rysuje się obraz stabilizacji rynku w 2025. Wyniki Bike24.de (największa obecnie e-platforma w Europie, 1mld PLN przychodów w 2024) w 1Q wskazywały na odbicie popytu (przychody +17% r/r) i lekką odbudowę rentowności EBITDA, której oprócz poprawy marży brutto (wygaśnięcie wpływu likwidacji nadmiarowych zapasów, zapasy w 4Q -16% r/r, w tym -35% r/r wyłączając rowery) oraz wpływu redukcji zatrudnienia w 4Q towarzyszył efekt dźwigni operacyjnej ([LINK](#)). Niemniej

jednak spółka po wynikach 1Q nie podniosła tegorocznego guidance, który zakłada wzrost przychodów o 5% r/r oraz adj. EBITDA w przedziale 7-12mln EUR vs. 5mln EUR przed rokiem. Tym samym pomimo progresji oznacza to oczekiwanie kolejnego ujemnego wyniku EBIT w tym roku. Poprawę otoczenia rynkowego w Europie oraz powrót do zdrowej rotacji magazynu komunikuje również MIPS (producent systemu ochrony głowy w kaskach) w raporcie za 1Q ([LINK](#)). Podtrzymał również pozytywne nastawienie do średniookresowych perspektyw swojego segmentu sportowego. Shimano po wynikach 1Q w kwietniu nieznacznie podniósł guidance przychodowy na 1H oraz potrzymał go na 2H względem lutego ([LINK](#)). Tym samym zakłada 12% wzrost przychodów r/r wyrażonych w JPY oraz porównywalną dynamikę w EUR.

Przyśpieszenie inwestycji w omnichannel. W 2025 oczekujemy podwojenia przychodów salonów r/r oraz ich 30% udział w strukturze przychodów Dadelo. Salony dostarczają niespotykanych dotychczas na rynku polskim doświadczeń zakupowych ([LINK](#)), szczególnie ważnych przy sprzedaży rowerów (Dadelo posiada już najszerszą stacjonarną ofertę w PL). Wspiera to tempo osiągania progu rentowności sklepu, który zgodnie z komunikacją spółki osiągnięty jest po pierwszym roku funkcjonowania pomimo znaczących kosztów fit-outów. Na przełomie tego i przyszłego roku zakładamy otwarcie kolejnych 2 obiektów (Katowice, Kraków). W 2028 zakładamy funkcjonowanie 13 salonów centrum rowerowego, które wygenerują łącznie przychody przekraczające łączne obroty w tym roku (ok. 450mln PLN) i stanowić będzie ok. 45% przychodów ogółem. Wzrost znaczenia kanału offline powinien wspierać marżę brutto i obok wzrostu znaczenia marek własnych powinien kompensować rozładniający wpływ wzrostu udziału przychodów ze sprzedaży rowerów.

Stopniowa poprawa cyklu konwersji gotówki, przejściowy wzrost lewara. Poszerzaniu oferty i zatowarowaniu pod oczekiwany wzrost sprzedaży towarzyszy znacząca poprawa warunków handlowych (rotacja zobowiązań handlowych wzrosła z 76 dni w 2023 do 134 dni w 2024). W efekcie cykl konwersji gotówki lekko się poprawił r/r, a dynamika przyrostu NWC r/r ustępowała dynamice sprzedaży. W tym roku oczekujemy dalszego dynamicznego wzrostu zapasów (2,5-krotny wzrost vs 2023). Lekkiej poprawie rotacji magazynu towarzyszyć naszym zdaniem powinien spadek znaczenia przedpłat do kontrahentów. Nie uchroni to spółki przed wzrostem lewara. W 2025 oczekujemy osiągnięcia jego szczytu na poziomie 2,6x ND/EBITDA, co jest ceną jaką spółka płaci za wysokie tempo skalowania biznesu w modelu omnichannelowym.

Model assumptions

DAD: Estymacja wartości rynku rowerowego w Polsce

mln PLN	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Rynek rowerowy	3,545	3,999	4,355	4,629	4,904	5,301	5,778	6,286	6,762	7,208
r./r.		12.8%	8.9%	6.3%	5.9%	8.1%	9.0%	8.8%	7.6%	6.6%
Przychody DAD	65	83	117	189	280	418	586	765	960	1,139
Implikowany udział DAD w rynku	1.8%	2.1%	2.7%	4.1%	5.7%	7.9%	10.1%	12.2%	14.2%	15.8%

Source: CONEBI (<https://www.conebi.eu>) - dane historyczne, Trigon estimates

DAD: Model assumptions

PLNm	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenues	117.2	189.1	279.6	418.0	586.3	765.3	960.0
y/y	42%	61%	48%	50%	40%	31%	25%
Online	106.7	168.0	208.6	282.9	360.6	438.2	518.3
y/y	37%	58%	24%	36%	27%	21%	18%
% of revenues	91%	89%	75%	68%	62%	57%	54%
Offline	0.0	20.5	71.0	135.1	225.6	327.1	441.6
y/y	-	-	246%	90%	67%	45%	35%
% of revenues	9%	11%	25%	32%	38%	43%	46%
Gross margin	30.5%	27.4%	32.0%	32.6%	32.0%	32.0%	32.0%
y/y	-1.9p.p.	-3.0p.p.	4.5p.p.	0.7p.p.	-0.6p.p.	0.0p.p.	0.0p.p.
SG&A costs	31.2	51.4	73.1	109.0	150.0	193.4	240.0
SG&A ratio	26.6%	27.2%	26.1%	26.1%	25.6%	25.3%	25.0%
EBITDA	6.9	3.6	19.8	33.3	46.8	63.2	81.5
y/y	-23%	-47%	448%	68%	41%	35%	29%
EBITDA margin	5.9%	1.9%	7.1%	8.0%	8.0%	8.3%	8.5%
y/y	-4.9p.p.	-3.9p.p.	5.2p.p.	0.9p.p.	0.0p.p.	0.3p.p.	0.2p.p.
EBIT	4.4	0.3	15.1	25.8	35.1	48.0	62.7
y/y	-38%	-93%	4668%	71%	36%	37%	31%
EBIT margin	3.8%	0.2%	5.4%	6.2%	6.0%	6.3%	6.5%
y/y	-4.8p.p.	-3.6p.p.	5.2p.p.	0.8p.p.	-0.2p.p.	0.3p.p.	0.3p.p.
OCF	-13.3	0.3	-13.3	-29.2	-1.2	36.9	47.9
CAPEX	-2.8	-9.1	-11.7	-12.5	-14.1	-15.6	-18.6
FCF	-16.1	-8.8	-27.4	-46.7	-22.8	11.6	17.4
ND/EBITDA (x)	-0.9	0.2	1.8	2.6	2.6	2.0	1.6
Inventory turnover (days)	351	274	333	323	298	268	248
Receivables turnover (days)	46	22	17	14	12	11	10
Payables turnover (days)	44	76	134	135	133	131	129
Cash conversion cycle (days)	354	221	216	202	177	147	129

Source: Company data, Trigon

DAD: Forecasts' changes vs. last recommendation

PLNm	Estimates chng 2025E			2026E			2027E		
	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.
Revenues	418	412	1%	586	536	9%	765	678	13%
EBITDA	33	25	35%	47	35	33%	63	47	35%
margin	8.0%	6.0%	2.0pp	8.0%	6.6%	1.4pp	8.3%	6.9%	1.4pp
EBIT	26	18	43%	35	25	40%	48	34	42%
margin	6.2%	4.4%	1.8pp	6.0%	4.7%	1.3pp	6.3%	5.0%	1.3pp
Net profit	18	11	57%	23	16	44%	33	23	46%
margin	4.3%	2.8%	1.5pp	4.0%	3.0%	0.9pp	4.3%	3.3%	1.0pp

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 59 PLN (Kupuj, +48% upside).

DCF

Główne techniczne założenia wyceny:

- (1) stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,5% (4,5% w kalkulacji wartości rezydualnej); premia rynkowa 6,0%, współczynnik beta nielewarowana 1,0x,
- (2) rezydualna stopa wzrostu FCF 2,5%, rezydualny cykl konwersji gotówki na poziomie 45 dni;
- (3) liczba akcji uwzględnia pełne rozwodnienie z tytułu ESOP na lata 2025-27 (360tys. akcji), obejmowanych po cenie nominalnej.

Net debt (PLN m)	2025
Gross debt pre-IFRS 16 (+)	100
Cash (-)	23
Net debt	77

DCF (mln PLN)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	>2034E
EBIT	26	35	48	63	78	94	112	130	143	150	
EBIT margin (%)	6.2%	6.0%	6.3%	6.5%	6.8%	7.1%	7.5%	7.9%	8.0%	8.0%	
Tax rate	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	21	28	39	51	63	76	91	106	116	121	
D&A	8	12	15	19	22	24	28	31	34	36	
Lease payments	-5	-7	-10	-12	-13	-14	-15	-17	-18	-19	
CAPEX	-13	-14	-16	-19	-22	-20	-20	-21	-21	-21	
Change in NWC	-58	-43	-19	-23	-3	-6	-2	-3	-4	-2	
FCF	-47	-24	10	16	47	61	81	96	107	115	119
Risk-free rate	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	4.50%
Market premium	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Releveraged Beta	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of equity (CAPM)	12.5%	12.8%	12.6%	12.5%	12.2%	11.9%	11.6%	12.0%	11.8%	11.8%	10.6%
Cost of debt after tax	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	4.9%
Debt (Debt/Equity)	18%	21%	19%	17%	13%	8%	2%	10%	6%	6%	6%
WACC	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.5%	11.6%	11.5%	11.5%	10.3%
DFCF	-44	-20	8	11	29	33	40	42	42	41	
Present value FCF 2025-34	181										
FCF growth rate after '34	2.5%										
Terminal value	1511										
Discounted TV	533										
EV	714										
Net debt	77										
Equity value (PLN m)	637										
Shares outstanding* (m)	12.0										
Value of 1 share (PLN)	52.9										
Target price 12M (PLN)	59.0										
Upside	48%										

Source: Trigon, *include full dilution from the ESOP for the years 2025–2027 (360,000 shares) to be issued at nominal value

DAD: Sensitivity analysis

		WACC							EBIT margin in TV chng				
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%			-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
g chng	-1.0%	65.4	59.2	53.8	48.9	44.6	g chng	-1.0%	47.6	49.6	52.0	54.6	57.6
	-0.5%	68.8	62.1	56.2	51.0	46.4		-0.5%	50.7	52.9	55.5	58.4	61.7
	0.0%	72.8	65.4	59.0	53.4	48.4		0.0%	53.8	56.2	59.0	62.1	65.7
	0.5%	77.4	69.1	62.1	56.0	50.6		0.5%	56.9	59.5	62.5	65.8	69.7
	1.0%	82.7	73.5	65.7	58.9	53.1		1.0%	60.0	62.8	66.0	69.6	73.7

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 obuwnia, 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.

Company	Country	P/E			EV/EBIT			EBIT margin				CAGR EBITDA '24-27
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2024	2025	2026	2027	
Dadelo*	POLAND	26.0	20.2	14.2	21.5	16.7	12.4	5.4%	6.2%	6.0%	6.3%	47.3%
E-commerce discretionary		23.0	17.2	16.8	15.1	12.6	10.3	2.0%	2.8%	3.9%	4.3%	23.0%
Zalando SE	GERMANY	25.4	20.3	17.0	12.3	9.6	7.6	3.7%	4.7%	5.3%	5.9%	14.9%
Etsy Inc	UNITED STATES	12.5	12.6	12.3	29.7	21.0	18.8	13.9%	9.8%	13.6%	14.7%	14.3%
Wayfair Inc	UNITED STATES	77.3	38.9	21.8	43.7	28.3	17.8	-2.9%	1.5%	2.0%	2.9%	39.7%
Halfords Group PLC	BRITAIN	13.6	11.6	74.6	14.3	12.5	11.0	3.1%	2.7%	3.0%	3.2%	7.0%
Oponeo.pl SA	POLAND	11.5	10.4	9.5	9.7	8.7	7.9	6.0%	5.1%	5.2%	5.2%	5.0%
Answear.com SA	POLAND	23.0	14.0	10.2	15.1	11.0	9.1	0.8%	2.9%	3.6%	3.8%	55.0%
Pierce Group AB	SWEDEN	68.0	20.4	16.7	24.1	12.8	9.7	0.8%	2.5%	4.3%	4.9%	31.0%
Bike24 Holding AG	GERMANY	---	33.9	17.9	---	17.9	11.1	-5.9%	-0.4%	2.6%	3.8%	92.6%
Manufacturers of Bicycle products		17.3	13.3	11.7	14.8	11.7	10.2	14.4%	15.0%	16.9%	17.8%	5.6%
Shimano Inc	JAPAN	29.2	24.1	21.8	19.4	16.1	14.2	14.4%	15.0%	16.9%	17.8%	11.8%
Thule Group AB	SWEDEN	23.3	19.6	17.5	18.6	15.3	13.7	15.9%	16.6%	18.8%	19.6%	0.0%
Giant Manufacturing Co Ltd	TAIWAN	17.3	13.3	11.7	14.8	10.7	9.1	2.6%	5.1%	6.3%	7.0%	22.7%
Merida Industry Co Ltd	TAIWAN	16.6	12.7	10.5	13.6	11.7	10.2	10.2%	9.2%	9.8%	9.9%	4.2%
KMC Kuei Meng International I	TAIWAN	12.3	11.3	11.1	11.5	9.7	8.8	21.8%	21.8%	22.9%	22.5%	5.6%
Manufacturers of Sports goods		25.9	23.2	21.2	17.1	15.4	13.7	11.1%	12.3%	12.8%	13.7%	11.0%
Amer Sports Inc	FINLAND	49.2	37.0	29.8	28.7	23.8	19.1	10.9%	12.3%	12.8%	13.7%	16.3%
Technogym SpA	ITALY	24.2	21.6	19.5	17.1	14.8	13.0	13.6%	14.2%	14.9%	15.5%	11.0%
Yonex Co Ltd	JAPAN	25.9	23.2	21.2	17.1	15.4	13.7	11.1%	10.2%	10.3%	10.4%	5.4%
Mizuno Corp	JAPAN	13.0	12.1	11.4	8.5	8.1	7.4	8.2%	8.8%	8.6%	8.7%	8.5%
MIPS AB	SWEDEN	68.7	40.6	29.7	54.1	30.8	22.3	36.0%	35.3%	44.9%	48.0%	40.4%
Median (E-commerce discretionary only)		23.3	20.0	17.2	17.1	13.8	11.0	2.0%	2.8%	3.9%	4.3%	23.0%
DAD premium/discount		12%	1%	-17%	26%	21%	12%					
Implied value of 1 share (PLN)		35.8	39.6	48.5	30.2	31.2	34.6					
weight of the year		33%	33%	33%	33%	33%	33%					
partial value per share (PLN)			41.3			32.0						
weight of the coefficient			50%			50%						
Value of 1 share (PLN)		36.6										

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 i niższa konwersja);
- (2) słabsza od założeń marża brutto na sprzedaży (większy niż zakładamy focus na wzrost udziałów rynkowych kosztem marży, większa presja konkurencyjna, pogorszenie rotacji magazynu skutkujące głębszymi promocjami i głębszymi odpisami zapasów);
- (3) wyższy wskaźnik SG&A (większe wsparcie sprzedaży aktywnością po stronie performance marketingu i marketingu ATL, szybsza 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 oraz wyższy poziom lewara finansowego.

TRIGON DOM MAKLERSKI S.A.

Plac Unii, Puławska 2 st.,
Building B,
02-566 Warszawa

+48 22 330 11 11
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski

Consumer, E-commerce,
Financials

Head of Research

+48 662 051 707
g.kujawski@trigon.pl

Dominik Niszczyński, CFA

TMT, E-commerce

Senior Analyst

+48 662 044 556
d.niszczy@trigon.pl

Maciej Marcinowski

Strategy, Banks, Financials

Deputy Head of Research

+48 695 360 195
m.marcinowski@trigon.pl

David Sharma, CFA

Construction, Real Estate,
Building Materials

Senior Analyst

+48 603 173 749
d.sharma@trigon.pl

Grzegorz Balcerski, CFA

Gaming, TMT

Analyst

+48 602 747 540
g.balcerski@trigon.pl

Piotr Rychlicki

Analyst

+48 607 991 539
p.rychlicki@trigon.pl

Katarzyna Kosiorek, PhD

Biotechnology

Analyst

+48 604 554 054
k.kosiorek@trigon.pl

Piotr Chodyra

Analyst

+48 691 820 650
p.chodyra@trigon.pl

Michał Kozak

Oil & Gas, Chemicals,
Utilities

Senior Analyst

+48 666 079 133
m.kozak@trigon.pl

Volodymyr Shkuropat

Analyst

+48 695 850 063
v.shkuropat@trigon.pl

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński

Managing Director

+48 602 450 753
g.skowronski@trigon.pl

SALES TRADING

Paweł Szczepański

Head of Sales

+48 22 433 83 63
p.szczepanski@trigon.pl

Paweł Czupryński

Senior Sales Trader

+48 22 433 82 69
p.czuprynski@trigon.pl

Michał Sopiński, CFA

Deputy Head of Sales

+48 433 82 70
m.sopinski@trigon.pl

Hubert Kwiecień

Sales Trader

+48 22 433 83 61
h.kwiecien@trigon.pl

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 poczynając 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.

KUPIJ – 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.

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 wyznaczyć 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:
 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 funkcji 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 wykonywał na rzecz Emitenta usługi oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu
 Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta 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 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 Dokumencie 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 jakiegokolwiek 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 Dokumencie 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: 02.07.2025 godz. 8:00

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 02.07.2025 godz. 8:40