

Dadelo

Wyniki Shimano i Bike24 potwierdzają dobre momentum

Względem ostatnich naszych prognoz lekko obniżamy oczekiwania wzrostu przychodów w najbliższych latach, co w okresie '21-'22 będzie naszym zdaniem rekompensowane wyższym poziomem MBnS (poza korzyściami związanymi z efektem skali gorsza dostępność towarów powinna wspierać marżę również w '22, chociaż spóće bardziej zależeć będzie na wroście). Poprawa marży jest widoczna również w Bike24 (w sezonowo najlepszym 2Q'21 wzrosła ona o 5p.p. do 35,4% vs. 34,9% w DAD, <https://bit.ly/3n4Bw19>). Bike24 podobnie jak DAD wydłuża również rotację magazynu reagując w ten sposób na opóźnienia w łańcuchach dostaw.

Raport Shimano za 1H'21 potwierdza nierównowagę popytowo-podażową na globalnym rynku. Zrewidowana w górę w lipcu prognoza wyników koncernu na '21 zakłada 32% wzrost przychodów w segmencie rowerowym oraz poprawę marży EBIT w grupie o 3p.p. (dla porównania w samym segmencie rowerowym w '20 wzrosła ona o 3p.p. r./r., w tym 2p.p. na poziomie MBnS, <https://bit.ly/3DS1pkw>). Tegoroczna prognoza koncernu potwierdza: znaczący wzrost globalnego rynku rowerowego oraz wzrost cen i jednocześnie rozszerzenie marży producenta. Ponadto w wynikach za 1H'21 zwraca również uwagę spadek CAPEX o 50% r./r. (do 2,6% w relacji do przychodów vs. 6,5% w '19), co naszym zdaniem może opóźnić równowagę popytowo-podażową rynku, czego spółka była dotychczas beneficjentem. Raport Shimano potwierdza komunikację DAD dotyczącą inflacji cen u dostawców, a Spółka znacznie zwiększając preordery r./r. pomimo opóźnień powinna z tego tytułu osiągać lepsze marże również w '22.

IPO Bike24 potwierdza tezę dużego potencjału wzrostu rynku rowerowego w Europie... Prezentacja z okresu lipcowego IPO spółki (<https://bit.ly/2VioxqG>) potwierdziła znaczący wzrost rynku rowerowego w Niemczech w '20 (+57% r./r.), pomimo jednych z najwyższych wydatków na rowery i PAC per capita w Europie (74 EUR). Jednocześnie zakłada ona utrzymanie relatywnie wysokiego wzrostu rynku w najbliższych latach (CAGR'20-23 odpowiednio 16% dla rowerów oraz 5% dla PAC). Penetracja online w rynku PAC w Niemczech w tym roku ma wzrosnąć z 37% do 40%, co oznacza że będzie ponad 2-krotnie większa niż w Polsce, co wspiera nasze długoterminowe założenia wzrostu przychodów w Dadelo. Jednocześnie udział Bike24 w segmencie online tego rynku w '20 wyniósł ~15% i jest zbliżony do naszego średnioterminowego celu w DAD, przy czym w przypadku polskiej spółki bierzemy pod uwagę również rynek rowerów, co jest pewnym downside risk (Bike24 ma 2-krotnie niższy udział przychodów ze sprzedaży rowerów względem Dadelo, tj. ~12% w '20).

...bardzo dobry sentyment do branży... Bike24 jest obecnie notowany na P/E'22 54x oraz EV/EBITDA'22 28x (dla DAD odpowiednio 29x i 12x) i nie uzasadnia tego naszym zdaniem spread pomiędzy prognozowanym wzrostem kluczowych parametrów finansowych obu spółek (np. CAGR'21-23 EBITDA 24% w Bike24 na bazie Bloomberg vs. 20% w DAD), szczególnie że tegoroczne wyniki Bike24 uwzględniają koszty IPO (~3,5mln EUR w P&L za 1H'21), a na poprawę wyniku netto ma wpływ spłata kredytów ze środków pozyskanych w IPO (~98mln EUR). Potwierdza to bardzo mocny sentyment do branży Sport&Leasure.

... oraz brak planów ekspansji w PL.. Wśród rynków, na których Bike24 planuje ekspansję nie jest wymieniana Polska tylko kraje WE (Hiszpania, Francja, Włochy), co powinno utrzymać dotychczasowe przewagi DAD w obszarze kosztów logistyki oraz kosztów dostaw i zwrotów dla klientów nad konkurentem obsługującym zamówienia z Niemiec.

Wycena i rekomendacja. Wartość Dadelo w podejściu dochodowym szacujemy na 240mln PLN (tj. 20,6 PLN na akcję), natomiast w podejściu porównawczym na 254mln PLN (tj. 21,7 PLN na akcję). Nasza 12-miesięczna cena docelowa 1 akcji ustalona w oparciu o podejście dochodowe wynosi 22,6 PLN, co implikuje podniesienie rekomendacji z Trzymaj do Kupuj.

Czynniki ryzyka. Główne czynniki ryzyka zostały opisane na str. 24-25.

| mIn PLN | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---------------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| Przychody | 28,7 | 33,4 | 64,5 | 85,4 | 121,5 | 167,5 |
| EBITDA | -0,8 | 1,1 | 6,6 | 9,3 | 11,3 | 14,6 |
| EBIT | -1,6 | 0,3 | 5,7 | 7,8 | 9,8 | 12,8 |
| Zysk netto | -1,6 | 0,1 | 4,6 | 6,5 | 7,9 | 10,4 |
| EPS (PLN) | 0,0 | 0,0 | 0,4 | 0,6 | 0,7 | 0,9 |
| P/E (x) | - | 951,2 | 49,7 | 35,1 | 28,9 | 22,1 |
| EV/EBITDA (x) | - | 126,6 | 34,1 | 17,7 | 13,8 | 11,2 |
| P/BV (x) | 20,8 | 18,4 | 13,4 | 2,2 | 2,1 | 2,0 |
| DY(%) | 0% | 0% | 0% | 0% | 1,9% | 2,3% |

Źródło: dane spółki, Trigon DM

KUPUJ

(Poprzednia: Trzymaj)

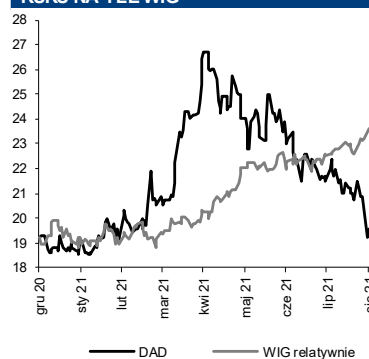
Cena docelowa: 22,6 PLN

Potencjał wzrostu: +15%

DANE SPÓŁKI

| | | | |
|-------------------------|---------------|--------|----|
| Ticker | DAD | | |
| Sektor | E-commerce | | |
| Kurs (PLN) | 19,7 | | |
| 52 tyg. min/max (PLN) | 18,82 / 27,99 | | |
| Liczba akcji (mln szt.) | 11,5 | | |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 227,0 | | |
| Free-float | 35% | | |
| Śr. obroty 3M (mln PLN) | 0,1 | | |
| Zmiana kursu | 1M | 3M | 1Y |
| | -8,9% | -16,2% | - |

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

| | Data | Wycena |
|----------|------------|--------|
| Trzy maj | 20.07.2021 | 23,0 |
| Trzy maj | 26.04.2021 | 25,1 |
| Kupuj | 19.02.2021 | 24,2 |

AKCJONARIAT

| | Udział % |
|--------------|----------|
| Oponeo.pl | 59,9% |
| OFE Generali | 5,7% |

WAŻNE DATY

| | |
|----------------|------------|
| Raport za 3Q21 | 15.11.2021 |
|----------------|------------|

ANALITYK

Grzegorz Kujawski

DADELO

Bloomberg ticker

DAD PW

Rekomendacja

Kupuj

Cena docelowa (PLN)

22,6

Kurs (PLN)

19,7

Potencjał wzrostu

15%

Poprzednia rekomendacja

Trzymaj

Poprzednia cena docelowa

23,0

Liczba akcji (mln)

11,5

Kapitalizacja (mln PLN)

227

EV (mln PLN)

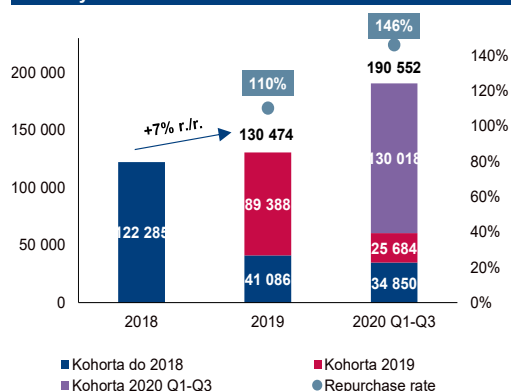
163

Grzegorz Kujawski

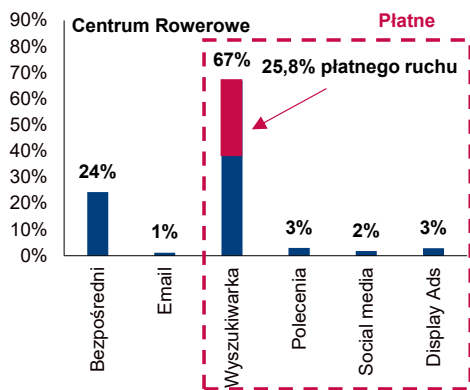
+48 (22) 433 83 69

grzegorz.kujawski@trigon.pl

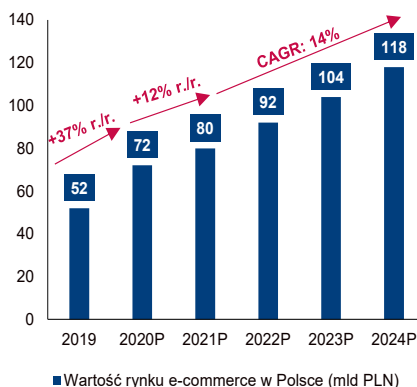
Kohorta



Struktura ruchu na stronie centrumrowerowe.pl*



Wartość polskiego rynku ecommerce**



| Wskaźniki rynkowe | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (x) | 951,2 | 49,7 | 35,1 | 28,9 | 22,1 |
| P/E skor. (x) | 951,2 | 49,7 | 35,1 | 28,9 | 22,1 |
| P/BV (x) | 18,4 | 13,4 | 2,2 | 2,1 | 2,0 |
| EV/EBITDA MSSF (x) | - | 31,7 | 15,2 | 12,2 | 10,2 |
| EV/EBITDA (x) | 126,6 | 34,1 | 17,7 | 13,8 | 11,2 |
| EV/Sprzedaż (x) | 4,1 | 2,1 | 0,8 | 0,5 | 0,4 |
| FCF Yield (%) | -1,5% | -1,3% | -2,0% | -0,8% | -1,7% |
| DY (%) | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,9% | 2,3% |

| Wskaźniki finansowe | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|-------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (PLN) | 0,0 | 0,4 | 0,6 | 0,7 | 0,9 |
| EPS skor. (PLN) | 0,0 | 0,4 | 0,6 | 0,7 | 0,9 |
| DPS (PLN) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,3 |
| BVPS (PLN) | 1,8 | 1,5 | 8,9 | 9,3 | 9,8 |
| Liczba akcji (mln) | 6,87 | 11,47 | 11,54 | 11,60 | 11,67 |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 135 | 226 | 227 | 229 | 230 |
| EV (mln PLN) | 136 | 225 | 163 | 156 | 163 |

| Rachunek zysków i strat (mln PLN) | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Przychody | 33,4 | 64,5 | 85,4 | 121,5 | 167,5 |
| Koszty wytworzenia | 25,1 | 45,6 | 57,3 | 83,7 | 115,1 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 8,3 | 18,9 | 28,2 | 37,8 | 52,4 |
| EBITDAMSSF | 1,1 | 7,1 | 10,8 | 12,8 | 16,1 |
| EBITDA | 1,1 | 6,6 | 9,3 | 11,3 | 14,6 |
| Amortyzacja | 0,8 | 0,8 | 1,4 | 1,6 | 1,7 |
| EBIT | 0,3 | 5,7 | 7,8 | 9,8 | 12,8 |
| Zysk brutto | 0,2 | 5,7 | 8,1 | 9,8 | 12,8 |
| Zysk mniejszości | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk netto | 0,1 | 4,6 | 6,5 | 7,9 | 10,4 |
| Zysk netto skor. | 0,1 | 4,6 | 6,5 | 7,9 | 10,4 |

| Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN) | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | -2,0 | -1,8 | -0,8 | 0,9 | 3,0 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -0,1 | -1,0 | -15,0 | 10,4 | -5,8 |
| CAPEX | -0,1 | -1,1 | -2,5 | -2,2 | -5,8 |
| Przepływy z działalności finansowej | 0,9 | 4,0 | 78,6 | -2,6 | -3,2 |
| Dywidenda | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -2,6 | -3,2 |
| FCF | -2,1 | -2,9 | -3,3 | -1,3 | -2,8 |
| Przeptywy pieniężne netto | -1 | 1 | 63 | 9 | -6 |

| Bilans (mln PLN) | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---------------------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| Aktywa | 16 | 25 | 109 | 116 | 126 |
| Rzeczowe akty wa trwałe | 0 | 2 | 2 | 3 | 8 |
| Wartości niematerialne i prawne | 4 | 3 | 4 | 3 | 3 |
| Zapasy | 11 | 18 | 25 | 35 | 46 |
| Gotówka | 0 | 1 | 64 | 73 | 67 |
| Pasywa | 16 | 25 | 109 | 116 | 126 |
| Kapitał własny | 12 | 17 | 102 | 107 | 115 |
| Kapitały mniejszości | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zobowiązania oprocentowane | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dług netto | 1 | -1 | -64 | -73 | -67 |
| Kapitał obrotowy netto | 9 | 10 | 19 | 28 | 37 |

| Wskaźniki operacyjne | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| wzrost sprzedaży (%) | 16% | 93% | 32% | 42% | 38% |
| wzrost EPS (%) | - | 1816% | 42% | 21% | 31% |
| marża brutto na sprzedaży (%) | 24,8% | 29,4% | 33,0% | 31,1% | 31,3% |
| marża EBITDA MSSF (%) | 3,2% | 10,2% | 10,8% | 9,3% | 8,7% |
| marża EBIT (%) | 0,8% | 8,9% | 9,2% | 8,0% | 7,7% |
| marża netto (%) | 0,4% | 7,1% | 7,6% | 6,5% | 6,2% |
| ROE (%) | 1,2% | 27,0% | 6,4% | 7,4% | 9,1% |
| ROA (%) | 0,9% | 18,0% | 6,0% | 6,8% | 8,3% |
| CAPEX/Sprzedaż (%) | 0,3% | 1,7% | 2,9% | 1,8% | 3,4% |
| CAPEX/Amortyzacja (x) | 0,1 | 1,3 | 1,8 | 1,4 | 3,4 |
| Dług netto/kapitał własny (x) | 0,1 | -0,1 | -0,6 | -0,7 | -0,6 |
| Dług netto/EBITDA (x) | 0,8 | -0,2 | -6,9 | -6,4 | -4,6 |
| Cykl konwersji gotówki (dni) | 134 | 82 | 116 | 113 | 110 |
| Cykl rotacji zapasów (dni) | 163 | 143 | 157 | 152 | 147 |
| Cykl rotacji należności handlowych (dni) | 6 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni) | 36 | 65 | 45 | 43 | 41 |

Źródło: dane spółki, Trigon DM, *SimilarWeb, **OC&C

Spis treści

| | |
|--|----|
| Podsumowanie inwestycyjne..... | 4 |
| Wycena..... | 8 |
| Profil Spółki..... | 12 |
| Model biznesowy..... | 16 |
| Otoczenie rynkowe i konkurencyjne..... | 19 |
| Czynniki ryzyka..... | 24 |
| Wyniki finansowe i prognozy..... | 26 |

Słowniczek:

EPAC (ang. Electrically Power Assisted Cycles) – rower elektryczny;

PAC (ang. Parts, Accessories, and Clothing) - części, akcesoria i odzież funkcjonalna

ABV (ang. Average Basket Value) - średnia wartość koszyka, po uwzględnieniu zwrotów, przed podatkiem VAT;

aktywny klient - klient, który dokonał co najmniej jednego zakupu w ciągu ostatnich 12 miesięcy;

SEM (ang. Search Engine Marketing) – działania marketingowe w wyszukiwarkach, obejmuje SEO oraz PPC;

SEO (ang. Search Engine Optimazation) – działania marketingowe koncentrujące się na optymalizowaniu stron internetowych pod kątem ich pozycjonowania;

PPC (ang. Pay Per Click) – płatność za kliknięcie w link strony;






CPC (ang. Cost Per Click) – cena za kliknięcie w link strony;

RTB (ang. Real-Time Bidding) – model aukcyjny wykorzystywany m.in. w systemie Google Ads

Podsumowanie inwestycyjne

Największy specjalistyczny e-sklep rowerowy w PL. W ofercie Dadelo znajdują się wszystkie kategorie rowerów, począwszy od rowerów miejskich przez rowery górskie, crossowe, trekkingowe, szosowe, dziecięce kończąc na rowerach elektrycznych (dalej EPAC), które stanowią istotną część zakupów w WE (~30% w DE w '19) i powinny być rosnącą kategorią w PL. Dodatkowo, istotnym elementem oferty Spółki są szeroko rozumiane części, akcesoria i odzież rowerowa. Oferta Spółki przekracza obecnie 12 tys. SKU ponad 200 wiodących na rynku marek. Odbiorcami produktów są począwszy od sporadycznych użytkowników rowerów, zaawansowani amatorzy i profesjonalści. Jednocześnie, rynek jest silnie rozdrobiony, a największymi graczami są sklepy mono-brandowe, których oferta jest ograniczona oraz sieci sklepów sportowych sprzedające głównie marki własne, najczęściej pozycjonujące się w segmencie entry price. Dadelo będące multi-brandem, oferuje asortyment w każdym z segmentów cenowych, począwszy od budżetowego do premium. Strategia ta jest wspierana rozwojem oferty pod markami własnymi UNITY (rowery) i EYEN (akcesoria). Obecny udział Spółki w rynku rowerowym w PL szacowany jest na ~2%, a w kanale online tego rynku na 10%.

Oferta Spółki w pigułce

| | | | |
|---|---|---|--|
|  | <p>Rowery i hulajnogi</p> <p>464 SKU 29 marek 26,5% przychodów</p> | <p>Części</p> <p>3 133 SKU 85 marek 27,3% przychodów</p> |  |
|  | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Górskie ✓ Składane ✓ Miejskie ✓ Szosowe ✓ Na zwir ✓ Wyczynowe ✓ Trekkingowe ✓ Przetajowe ✓ Elektryczne ✓ Dziecięce | <p>Akcesoria</p> <p>3 286 SKU 120 marek 27,6% przychodów</p> |  |
| <p>Oferta rowerów wspierana przez markę własną unity</p> | <p>BIKE24 >265 tys. SKU vs Centrum 12 tys. SKU</p> | <p>Odzież</p> <p>4 575 SKU 43 marki 17,2% przychodów</p> |  |
| | | <p>Marka własna akcesoriów EYEN</p> | |

Źródło: Spółka

Model biznesowy Dadelo ze znaczącymi przewagami nad stacjonarnymi sklepami specjalistycznymi, innymi esklepami i sieciami sklepów sportowych. Sklep specjalistyczny w PL generuje większość przychodów na sprzedaży rowerów, a tylko ~30% na sprzedaży akcesoriów. Tym samym jego oferta różni się od struktury rynku w PL, a jeszcze bardziej od specyfiki dojrzałego rynku np. w DE czy w UK, gdzie udział akcesoriów rowerowych, włączając odzież i obuwie stanowi 55-65% rynku rowerowego. Ograniczone zasoby kapitałowe sklepów w PL spowodowały, że rynek akcesoriów zagospodarowały sklepy sportowe (Decathlon, Martes Sport, Go Sport, Intersport) oraz platformy marketplace. Zakładamy, że **oferta Dadelo wzrośnie z 12tys. SKU na koniec '19 do 21tys. SKU w 4Q'21** i tym samym znacznie się uatrakcyjni, względem konkurencji, nie tylko sklepów specjalistycznych, innych esklepów (**drugi gracz na rynku – bikester.pl posiada 1/3 ruchu głównej platformy Dadelo - centrumrowerowe.pl**), ale również sieci sklepów sportowych. Powinno to być również dodatkowym elementem wsparcia budowy ruchu oraz poprawy jego konwersji. Obecnie **wizyty na centrumrowerowe.pl stanowią 1/4 ruchu na platformie decathlon.pl**, której oferta obejmuje znacznie więcej kategorii. Dodatkowo zmniejsza się różnica w ruchu pomiędzy obiema platformami na korzyść esklepu Dadelo. Ponadto sieć ta sprzedaje głównie marki własne (>80% oferty), tym samym stanowi konkurencję dla Dadelo głównie w segmencie entry price. Więcej informacji nt. KPIs głównych konkurentów w rozdziale poświęconym

otoczeniu konkurencyjnymu (str. 22)

Sprzyjające otoczenie rynkowe... W PL przypada obecnie 320 rowerów na 1000 mieszkańców tj. 3-krotnie mniej niż w DE, a wartość rynku w DE w '19 była 9-krotnie większa niż w PL, dodatkowo napędzana rosnącym udziałem rowerów elektrycznych w zakupach. Korzystają na tym również lokalne esklepy, w tym Bike24.de, którego średnia wartość koszyka jest ~2-krotnie wyższa niż w Dadelo. Paliwem do wzrostu rynku w PL (CAGR'20-24 na poziomie 9%) powinny być również korzystne dla branży trendy lifestylowe, a dla kanału e-commerce dodatkowo niższa na tle całego handlu ex grocery penetracja online rynku (~14%). W rezultacie zakładamy, że udział Dadelo w rynku wzrośnie z ~2% w '20 do ponad 4% w '24, a udział w kanale ecommerce wzrośnie w tym okresie z 10% do ponad 20%.

Pozytywny crossread analizy rynku DE... Wartość całego rynku rowerów w Niemczech bez segmentu akcesoriów w '19 wyniosła ~19mld PLN (dane ZIV). Dynamiczny wzrost rynku w '17-19 związany był przede wszystkim ze znaczącym wzrostem sprzedaży EPAC (w '19 1,4mln szt, +39% r./r.), które stanowiły 32% wolumenu sprzedanych rowerów w '19. Podczas gdy sprzedaż rowerów konwencjonalnych pozostała stabilna (~3mln szt.). Wzrost udziału sprzedaży EPAC przekłada się również na dynamiczny wzrost średniej ceny sprzedawanego roweru w DE (982 vs 706 EUR w '17). Zmiana struktury sprzedaży będzie naszym zdaniem w średnim terminie również wspierająca dla dynamiki rynku rowerów w PL. Więcej informacji o rynku rowerów w DE znajduje się w prezentacji organizacji ZIV, pod linkiem <https://bit.ly/35WS2j5>.

Czy platformy marketplace mają istotny wpływ na realizację strategii Spółki? Naszym zdaniem nie. Oferta sprzedawców na platformie Allegro w kategorii „Rowery i akcesoria nowe” obejmuje łącznie ~650tys. rekordów (w tym 33tys. rekordów rowerów). Niemniej jednak istotną część rekordów stanowią identyczne towary u różnych sprzedawców. Ponadto znacząca część oferty obejmuje niski i średni segment cenowy rynku, często ograniczony do mniej popularnych marek. Wynika to ze strategii właścicieli części, szczególnie dobrze rozpoznawalnych marek zagranicznych z segmentu commercial oraz premium, którzy mają szereg oczekiwań dotyczących ekspozycji swoich produktów, obsługi sprzedażowej, w przypadku rowerów dodatkowo wymagają dostosowania ich pod konkretnego użytkownika. Dadelo zamierza adresować większość swojej oferty dla potrzeb klientów w średnim, średnio-wyższym segmencie cenowym oraz w segmencie premium. W celu pozyskania części marek rozważa strategię omnichannel (posiadanie showroomów), ale inwestycje w tym obszarze nie są uwzględnione w naszym scenariuszu bazowym. Zdobywając klienta sklepów specjalistycznych, których udział w rynku stanowi ~45%. Jednocześnie Dadelo zamierza rozwijać marki własne, pod którymi będą oferowane szybko rotujące, wyselekcjonowane pod względem jakości produkty z niskiego i średniego segmentu cenowego na rynku, co powinno uatrakcyjnić ofertę względem sprzedawców Allegro czy sieci sklepów sportowych, których udział w rynku szacowany jest odpowiednio na ~7% i ~33% rynku.

Raport Shimano za 1H'21 potwierdza nierównowagę popytowo-podażową na globalnym rynku. Shimano, największy producent osprzętu rowerowego na świecie, jest jednocześnie największym dostawcą Spółki (~20% zakupów w '20). Zrewidowana w górę w lipcu prognoza wyników koncernu na '21 zakłada 32% wzrost przychodów w segmencie rowerowym oraz poprawę marży EBIT w grupie o 3p.p. (dla porównania w samym segmencie rowerowym w '20 wzrosła ona o 3p.p. r./r., w tym 2p.p. na poziomie

MBnS, <https://bit.ly/3DS1pkw>). Tegoroczna prognoza koncernu potwierdza: znaczący wzrost globalnego rynku rowerowego oraz wzrost cen i jednocześnie rozszerzenie marży producenta. Ponadto w wynikach za 1H'21 zwraca również uwagę spadek CAPEX o 50% r./r. (do 2,6% w relacji do przychodów vs. 6,5% w '19), co naszym zdaniem może opóźniać równowagę popytowo-podażową rynku, czego spółka była dotychczas beneficjentem. Raport Shimano potwierdza komunikację DAD dotyczącą inflacji cen u dostawców, a Spółka znacznie zwiększając preordery r./r. pomimo opóźnień powinna z tego tytułu osiągać lepsze marże również w '22.

Wybrane KPI Shimano, prognoza na '21

| Shimano (mld JPY) | 2018 | 2019 | 2020 | r./r. | 2021P* | 2021P** | r./r. |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|----------------|
| Przychody | 348,0 | 363,2 | 378,0 | 4% | 445,5 | 500,0 | 32% |
| Europa | 140,0 | 150,1 | 148,7 | -1% | | | |
| Azja | 115,2 | 120,0 | 127,9 | 7% | | | |
| Japonia | 41,2 | 40,7 | 45,0 | 10% | | | |
| Ameryka Płn. | 35,9 | 36,7 | 39,9 | 9% | | | |
| MBnS | 39,2% | 38,7% | 40,5% | 1,8p.p. | | | |
| Wsk. SG&A | 20,4% | 20,0% | 18,6% | -1,4p.p. | | | |
| EBIT | 65,7 | 68,0 | 82,7 | 22% | 105,0 | 124,5 | 51% |
| marża EBIT | 18,9% | 18,7% | 21,9% | 3,2p.p. | 23,6% | 24,9% | 3,0p.p. |

Segment części rowerowych

| | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|-----------|
| Przychody | 277,2 | 290,0 | 297,8 | 3% |
| Capex | 16,1 | 17,0 | 23,3 | 37% |
| Capex (% amortyzacji) | 111% | 113% | 152% | 39p.p. |

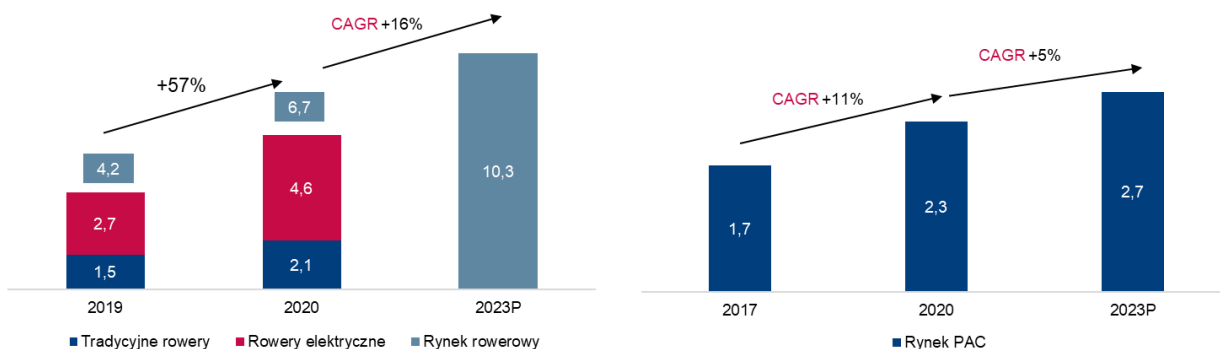
Źródło: Shimano, Trigon DM, *z dnia 27 kwietnia '21, *z dnia 27 lipca '21

IPO Bike24 potwierdza tezę dużego potencjału wzrostu rynku rowerowego w Europie... Prezentacja z okresu IPO spółki (<https://bit.ly/2VioxqG>) potwierdziła znaczący wzrost rynku rowerowego w Niemczech w '20 (+57% r./r.), pomimo jednych z najwyższych wydatków na rowery i PAC per capita w Europie (74 EUR). Jednocześnie zakłada ona utrzymanie relatywnie wysokiego wzrostu rynku w najbliższych latach (CAGR'20-23 odpowiednio 16% dla rowerów oraz 5% dla PAC). Penetracja online w rynku PAC w Niemczech w tym roku ma wzrosnąć z 37% do 40%, co oznacza że będzie ponad 2-krotnie większa niż w Polsce, co wspiera nasze długoterminowe założenia wzrostu przychodów w Dadelo. Jednocześnie udział Bike24 w segmencie online tego rynku w '20 wyniósł ~15% i jest zbliżony do naszego średnioterminowego celu w Dadelo, przy czym w przypadku polskiej spółki bierzemy pod uwagę również rynek rowerów, co jest pewnym downside risk (niemiecka spółka ma 2-krotnie niższy udział przychodów ze sprzedaży rowerów względem Dadelo, tj. ~12% w '20).

...bardzo dobry sentyment do branży. Bike24 jest obecnie notowany na P/E'22 54x oraz EV/EBITDA'22 28x (dla DAD odpowiednio 29x i 12x) i nie uzasadnia tego naszym zdaniem spread pomiędzy prognozowanym wzrostem kluczowych parametrów finansowych obu spółek (np. CAGR'21-23 EBITDA 24% w Bike24 na bazie Bloomberg'a vs. 20% w DAD), szczególnie że tegoroczne wyniki spółki uwzględniają koszty IPO (~3,5mln EUR w P&L za 1H'21), a na poprawę wyniku netto ma wpływ dodatkowo spłata kredytów ze środków pozyskanych w IPO (~98mln EUR). Potwierdza to bardzo mocny sentyment do branży Sport&Leisure. Warto również wspomnieć, że wśród rynków, na których Bike24 planuje ekspansję nie jest wymieniana Polska tylko kraje WE (Hiszpania, Francja, Włochy), co powinno utrzymać dotychczasowe przewagi DAD w obszarze kosztów logistyki oraz kosztów dostaw i zwrotów dla klientów, nad konkurentem

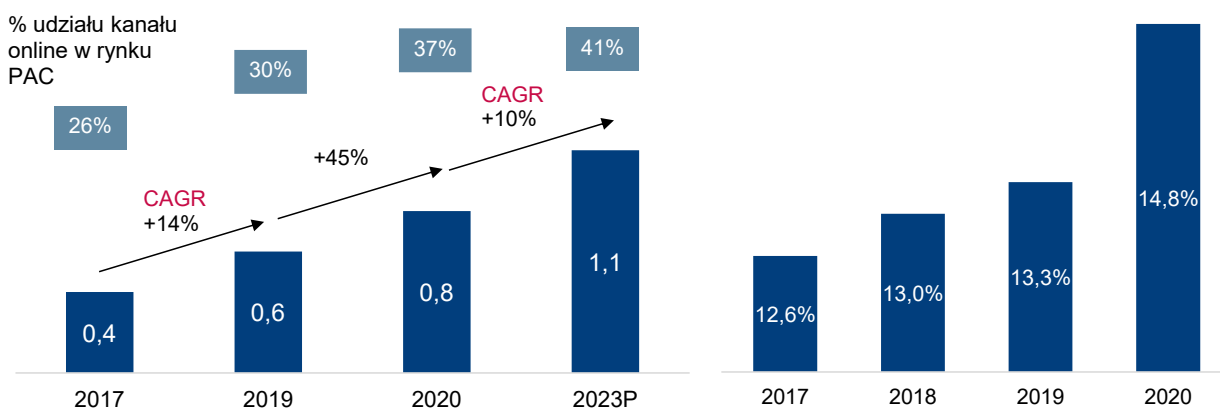
obsługującym zamówienia bezpośrednio z Niemiec.

Niemiecki rynek rowerowy oraz części i akcesoriów rowerowych (tzw. PAC, mld EUR)



Źródło: Prezentacja Bike24

Niemiecki rynek online PAC (l.w., mld EUR), udział Bike24 w rynku PAC (p.w.)



Źródło: Prezentacja Bike24

Obniżenie prognozy przychodów w '21-'22 zrekompensowane wyższą marżą. Względem ostatnich naszych prognoz lekko obniżamy oczekiwania wzrostu przychodów w najbliższych latach, co w okresie '21-'22 będzie naszym zdaniem zrekompensowane wyższym poziomem MBnS (poza korzyściami związanymi z efektem skali gorsza dostępność towarów powinna wspierać marżę również w '22, chociaż Spółce bardziej zależec będzie na wroście). Poprawa marży jest widoczna również w Bike24 (w sezonowo najlepszym 2Q'21 wzrosła ona o 5p.p. do 35,4% vs. 34,9% w DAD, <https://bit.ly/3n4BwI9>). Bike24 podobnie jak DAD wydłuża również rotację magazynu reagując w ten sposób na opóźnienia w łańcuchach dostaw.

Zmiany prognoz DAD

| Zmiany prognoz mIn PLN | 2021P | | | 2022P | | | 2023P | | |
|---------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| | Nowa | Stara | Zmiana | Nowa | Stara | Zmiana | Nowa | Stara | Zmiana |
| Przychody | 85 | 88 | -2,9% | 122 | 128 | -5,1% | 168 | 174 | -3,7% |
| EBITDA | 9,3 | 8,8 | 5,2% | 11,3 | 10,8 | 4,8% | 14,6 | 14,6 | -0,3% |
| EBIT | 7,8 | 7,6 | 3,3% | 9,8 | 9,4 | 3,9% | 12,8 | 12,9 | -0,5% |
| Zysk netto skor. | 6,5 | 6,4 | 1,4% | 7,9 | 7,6 | 4,1% | 10,4 | 10,4 | 0,0% |
| P/E (x) | 35,1 | 40,8 | | 28,9 | 34,1 | | 22,1 | 24,8 | |
| EV/EBITDA (x) | 17,7 | 20,9 | | 13,8 | 17,3 | | 11,2 | 13,0 | |
| P/BV (x) | 2,2 | 2,5 | | 2,1 | 2,4 | | 2,0 | 2,2 | |
| DY (%) | 0,0% | 0,0% | | 1,9% | 0,0% | | 2,3% | 0,0% | |

Źródło: Trigon DM

Wycena

#Model prognozy rynku rowerowego w PL

Główne założenia modelu rynku

| Rynek rowerów w Polsce | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Wartość rynku rowerowego w Polsce | 2 418 | 2 856 | 3 250 | 3 568 | 3 879 |
| <i>r./r.</i> | | 18,1% | 13,8% | 9,8% | 8,7% |
| Wartość rynku rowerów zwykłych w Polsce | 2 248 | 2 621 | 2 945 | 3 186 | 3 428 |
| <i>r./r.</i> | | 16,6% | 12,4% | 8,2% | 7,6% |
| Średnia cena roweru zwykłego | 1 550 | 1 674 | 1 774 | 1 828 | 1 873 |
| <i>r./r.</i> | | 8,0% | 6,0% | 3,0% | 2,5% |
| Wartość rynku E-bikes | 170 | 234 | 305 | 382 | 451 |
| <i>r./r.</i> | | 37,8% | 30,0% | 25,6% | 17,9% |
| Średnia cena E-bikes | 4 250 | 4 505 | 4 685 | 4 802 | 4 922 |
| <i>r./r.</i> | | 6,0% | 4,0% | 2,5% | 2,5% |
| Wolumenowy udział E-bikes w sprzedaży | 3% | 3% | 4% | 4% | 5% |
| <i>r./r.</i> | | 0,5% | 0,6% | 0,6% | 0,4% |
| vs. Niemcy '19 (32% wolumenu) | -29% | -29% | -28% | -28% | -27% |
| Wartościowy udział E-bikes w sprzedaży | 7% | 8% | 9% | 11% | 12% |
| <i>r./r.</i> | | 1,2% | 1,2% | 1,3% | 0,9% |
| Średnia cena roweru | 1 622 | 1 765 | 1 884 | 1 958 | 2 019 |
| <i>r./r.</i> | | 8,8% | 6,8% | 3,9% | 3,1% |
| vs. Niemcy '19 (4600 PLN) | -65% | -62% | -59% | -57% | -56% |
| Park rowerowy w Polsce* (mln sztuk) | 12,2 | 13,1 | 14,0 | 15,0 | 16,0 |
| <i>r./r.</i> | | 6% | 7% | 7% | 7% |
| vs. Polska '19 (11,5 mln sztuk) | 6% | 15% | 23% | 32% | 41% |
| vs. Niemcy '19 (75mln sztuk) | -84% | -82% | -81% | -80% | -79% |
| Park rowerowy w Polsce* (rowery na 1000 mieszk.) | 321 | 345 | 369 | 395 | 422 |
| <i>r./r.</i> | | 0% | 7% | 7% | 7% |
| vs. Polska '19 (320 rowerów na 1000 mieszk.) | 0% | 8% | 15% | 23% | 32% |
| vs. Niemcy '19 (900 rowerów na 1000 mieszk.) | -64% | -62% | -59% | -56% | -53% |
| Zakupione rowery w Polsce na 1000 mieszk. | 39 | 43 | 45 | 48 | 51 |
| <i>r./r.</i> | | 9% | 9% | 7% | 6% |
| vs. Polska '19 (36 rowerów na 1000 mieszk.) | 9% | 18% | 26% | 33% | 40% |
| vs. Niemcy '19 (50 rowerów na 1000 mieszk.) | -22% | -15% | -9% | -4% | 1% |

Źródło: Trigon DM, *przyjmując stopę amortyzacji rowerów w parku na poziomie 6%

| Rynek rowerów, części i akcesoriów w Polsce | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Wartość rynku rowerowego w Polsce | 3 958 | 4 658 | 5 322 | 5 889 | 6 409 |
| <i>r./r.</i> | | 17,7% | 14,3% | 10,6% | 8,8% |
| Udział samych rowerów (w artosiowy) | 61% | 61% | 61% | 61% | 61% |
| <i>r./r.</i> | | 0,2% | -0,2% | -0,5% | -0,1% |
| Udział akcesoriów i części (w artosiowy) | 39% | 39% | 39% | 39% | 39% |
| <i>r./r.</i> | | -0,2% | 0,2% | 0,5% | 0,1% |
| Udział Dadelo w rynku rowerowym w Polsce | 1,6% | 1,8% | 2,3% | 2,8% | 3,3% |
| <i>r./r.</i> | | 0,2% | 0,4% | 0,6% | 0,4% |
| Udział Dadelo w rynku samych rowerów w Polsce | 0,7% | 1,0% | 1,2% | 1,5% | 1,7% |
| <i>r./r.</i> | | 0,3% | 0,2% | 0,3% | 0,2% |
| Penetracja e-commerce | 14,0% | 15,5% | 17,0% | 18,5% | 19,5% |
| <i>r./r.</i> | | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,0% |
| Wartość row erow ego rynku e-commerce | 554 | 722 | 905 | 1 089 | 1 250 |
| <i>r./r.</i> | | 30,3% | 25,3% | 20,4% | 14,7% |
| Udział Dadelo w rynku rowerowym online w Polsce | 11,6% | 11,8% | 13,4% | 15,4% | 16,8% |
| <i>r./r.</i> | | 0,2% | 1,6% | 1,9% | 1,4% |

Źródło: Trigon DM

#Główne założenia modelu prognostycznego

| młn PLN | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Liczba sesji na platformach (mln) | 8,2 | 8,0 | 16,7 | 20,4 | 25,9 | 31,8 | 37,8 |
| <i>r./r.</i> | | -2% | 109% | 22% | 27% | 23% | 19% |
| Współczynnik konwersji | 1,5% | 1,7% | 1,5% | 1,5% | 1,6% | 1,8% | 1,8% |
| <i>r./r.</i> | | 0,2p.p. | -0,2p.p. | 0,0p.p. | 0,1p.p. | 0,1p.p. | 0,0p.p. |
| Liczba zamówień (tys.) | 124,7 | 137,8 | 247,0 | 307,4 | 425,6 | 562,6 | 682,7 |
| <i>r./r.</i> | | 11% | 79% | 24% | 38% | 32% | 21% |
| Średnia wartość koszyka (PLN) | 230,6 | 242,2 | 261,2 | 277,8 | 285,5 | 297,8 | 307,3 |
| <i>r./r.</i> | | 5% | 8% | 6% | 3% | 4% | 3% |
| Zwroty | 2,5% | 2,5% | 4,6% | 3,5% | 6,5% | 7,1% | 7,6% |
| <i>r./r.</i> | | 0,0p.p. | 2,1p.p. | -1,1p.p. | 3,0p.p. | 0,6p.p. | 0,5p.p. |
| Przychody ze sprzedaży | 28,7 | 33,4 | 64,5 | 85,4 | 121,5 | 167,5 | 209,8 |
| <i>r./r.</i> | | 16% | 93% | 32% | 42% | 38% | 25% |
| Towary brandowe | | | 62,4 | 80,3 | 110,6 | 147,4 | 180,4 |
| <i>r./r.</i> | | | 90% | 29% | 38% | 33% | 22% |
| % przychodów | | | 97% | 94% | 91% | 88% | 86% |
| Marki własne | | | 2,1 | 5,1 | 10,9 | 20,1 | 29,4 |
| <i>r./r.</i> | | | 253% | 147% | 113% | 84% | 46% |
| % przychodów | | | 3% | 6% | 9% | 12% | 14% |
| Marża brutto na sprzedaży | 25,2% | 24,8% | 29,4% | 33,0% | 31,1% | 31,3% | 31,4% |
| <i>r./r.</i> | | -0,4p.p. | 4,5p.p. | 3,6p.p. | -1,8p.p. | 0,2p.p. | 0,1p.p. |
| Towary brandowe | | | 28,9% | 32,3% | 30,0% | 29,8% | 29,8% |
| <i>r./r.</i> | | | 4,4p.p. | 3,4p.p. | -2,3p.p. | -0,1p.p. | 0,0p.p. |
| Marki własne | | | 43,6% | 44,0% | 43,1% | 42,1% | 41,1% |
| <i>r./r.</i> | | | 18,3p.p. | 0,4p.p. | -0,9p.p. | -1,0p.p. | -1,1p.p. |
| Koszty marketingu | 3,4 | 3,2 | 5,3 | 7,3 | 10,8 | 15,6 | 21,1 |
| % przychodów | 11,7% | 9,5% | 8,2% | 8,5% | 8,9% | 9,3% | 10,0% |
| Koszt pozyskania zamówienia (PLN) | 27,0 | 23,0 | 21,4 | 23,6 | 25,3 | 27,8 | 30,9 |
| <i>zmiana r./r.</i> | | -14,7% | -6,9% | 10,3% | 7,3% | 9,6% | 11,2% |
| - Performance marketing per zamówienie (PLN) | 10,8 | 11,4 | 13,7 | 13,9 | 15,1 | 15,7 | 16,3 |
| <i>zmiana r./r.</i> | | 5,6% | 20,5% | 1,6% | 8,2% | 4,0% | 4,0% |
| Koszty logistyki i pozostałe | 3,0 | 3,2 | 5,3 | 8,8 | 11,2 | 14,8 | 18,1 |
| % przychodów | 10,3% | 9,7% | 8,1% | 10,3% | 9,2% | 8,8% | 8,6% |
| Koszt per zamówienie (PLN) | 23,8 | 23,4 | 21,3 | 28,7 | 26,2 | 26,3 | 26,5 |
| <i>zmiana r./r.</i> | | -1,8% | -9,2% | 35,0% | -8,6% | 0,1% | 0,9% |
| - Koszty wysyłki i trans. per zamówienie (PLN) | 10,6 | 10,5 | 10,8 | 11,1 | 11,5 | 11,9 | 12,3 |
| <i>zmiana r./r.</i> | | -0,9% | 3,1% | 2,7% | 3,8% | 3,5% | 3,0% |
| Koszty ogólne | 1,6 | 1,1 | 2,0 | 3,1 | 4,7 | 6,7 | 8,0 |
| EBITDA | -0,8 | 1,1 | 6,6 | 9,3 | 11,3 | 14,6 | 17,8 |
| <i>r./r.</i> | | - | 512% | 40% | 22% | 29% | 22% |
| marża EBITDA | -2,7% | 3,2% | 10,2% | 10,8% | 9,3% | 8,7% | 8,5% |
| <i>r./r.</i> | | 6,0p.p. | 7,0p.p. | 0,6p.p. | -1,5p.p. | -0,6p.p. | -0,2p.p. |
| EBIT | -1,6 | 0,3 | 5,7 | 7,8 | 9,8 | 12,8 | 15,5 |
| <i>r./r.</i> | | - | 1989% | 37% | 24% | 31% | 21% |
| marża EBIT | -5,6% | 0,8% | 8,9% | 9,2% | 8,0% | 7,7% | 7,4% |
| <i>r./r.</i> | | 6,4p.p. | 8,1p.p. | 0,3p.p. | -1,1p.p. | -0,4p.p. | -0,3p.p. |
| Rotacja zapasów (dni) | 122 | 163 | 143 | 157 | 152 | 147 | 144 |
| Rotacja należności (dni) | 2 | 6 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Rotacja zobowiązań (dni) | 17 | 36 | 65 | 45 | 43 | 41 | 39 |
| Cykl konwersji gotówki (dni) | 107 | 134 | 82 | 116 | 113 | 110 | 109 |

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Upside/downside risks założeń. Do głównych **upside risks** zaliczamy: 1) szybsze tempo ewolucji sprzedaży 2) wyższy udział marek własnych, które z racji asymetrii rentowności (brandy vs. marki własne) miałyby większy pozytywny impact na EBIT niż na przychody, 3) ekspansję na kolejne rynki, w szczególności o relatywnie niskiej penetracji online (region CEE). Do głównych **downside risks** zaliczamy: 1) większą presję konkurencyjną, która miałaby negatywny impact na dynamikę przychodów i/lub poziom MBnS, 2) szybszy wzrost kosztów wsparcia marketingowego wymaganego do osiągnięcia strategicznego udziału w rynku (np. z powodu większego zainteresowania promowaniem oferty online przez innych graczy), 3) gorszą rotację zapasów, która implikowałaby większe zapotrzebowanie na NWC w celu zakładanego poszerzenia oferty i większe ryzyko odpisów zapasów.

#DCF

Założenia wyceny DCF:

- 1) Stopa wolna od ryzyka na poziomie 2%;
- 2) Premia rynkowa 7,5%;
- 3) Współczynnik beta nielewarowana na poziomie 1,0x;
- 4) Rezydualna stopa wzrostu po okresie prognozy na poziomie 2,5%;
- 5) Dług netto na początek '21 uwzględnia środki pozyskanie w procesie IPO;
- 6) Liczba akcji uwzględnia również pełny przydział akcji w ramach programu motywacyjnego (0,2mln szt.), a ND wartość bieżącą wpływów do Spółki z tytułu ich objęcia;

Zakup oraz odsprzedaż nieruchomości inwestycyjnych w Bydgoszczy. W 1Q spółka nabyła od syndyka pakiet nieruchomości, które następnie odsprzedała (w prognozach przyjęliśmy neutralny wpływ całkowitego rozliczenia transakcji na wyniki DAD). Należności z tytułu zawarcia transakcji sprzedaży ww. nieruchomości na koniec 2Q'21 wyniosły ~27mln PLN, a harmonogram płatności zakłada ich spływ w wysokości 14,4mln PLN w '21 oraz 12,5mln PLN w '22. W podejściu do wyceny założyliśmy 100% prawdopodobieństwo spływu ww. należności i traktujemy je jako ekwiwalent gotówki.

| DCF (mIn PLN) | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | >2030P |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|
| EBIT | 8 | 10 | 13 | 15 | 19 | 22 | 25 | 28 | 30 | 31 | |
| Stopa podatkowa | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | |
| NOPLAT | 6 | 8 | 10 | 12 | 15 | 18 | 20 | 22 | 24 | 25 | |
| Amortyzacja | 1 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | |
| CAPEX | -3 | -2 | -6 | -2 | -3 | -3 | -3 | -7 | -3 | -3 | |
| Zmiana NWC | -9 | -9 | -9 | -8 | -11 | -10 | -9 | -8 | -6 | -4 | |
| FCF | -3 | -1 | -3 | 4 | 4 | 7 | 10 | 9 | 17 | 21 | 21 |
| Stopa wolna od ryzyka | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | |
| Premia rynkowa | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | |
| Beta relewarowana | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | |
| Koszt kapitału (CAPM) | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | |
| Koszt długu po podatku | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | |
| Dług (Dług/Kapitał) | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | |
| WACC | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | |
| DFCF | -3 | -1 | -2 | 3 | 3 | 5 | 6 | 5 | 8 | 9 | |
| Wartość bieżąca FCF 2021-30 | 31 | | | | | | | | | | |
| Stopa wzrostu FCF po '30 | 2,5% | | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna | 304 | | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana TV | 131 | | | | | | | | | | |
| EV | 162 | | | | | | | | | | |
| Dług netto | -79 | | | | | | | | | | |
| Wartość Spółki (mIn PLN) | 241 | | | | | | | | | | |
| Liczba akcji* | 11,7 | | | | | | | | | | |
| Wartość 1 akcji 06/09/2021 (PLN) | 20,7 | | | | | | | | | | |
| Cena docelowa 12M (PLN) | 22,6 | | | | | | | | | | |

| | | | | | |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 8,5% | 9,0% | 9,5% | 10,0% | 10,5% |
| 1,5% | 23,8 | 22,3 | 21,0 | 19,8 | 18,8 |
| 2,0% | 24,9 | 23,2 | 21,7 | 20,5 | 19,4 |
| 2,5% | 26,2 | 24,2 | 22,6 | 21,2 | 20,0 |
| 3,0% | 27,7 | 25,5 | 23,6 | 22,1 | 20,7 |
| 3,5% | 29,5 | 26,9 | 24,8 | 23,0 | 21,5 |

Źródło: Trigon DM, *uwzględnia pełną realizację PM

#Wycena porównawcza

Założenia wyceny porównawczej. Grupę porównawczą stanowią pure players operujący na różnych rynkach, których podzieliśmy na kilka grup (spółki oferujące dobra dyskrecjonalne, w tym Bike24, spółki fashion, platformy marketplace). Wycenę porównawczą opieramy na medianie wskaźników P/E, EVEBITDA oraz EV/EBIT na lata '21-'23 dla całej grupy porównawczej. Takie podejście implikuje przedział wycenowy pomiędzy 203-290mln PLN, a nadając równe wagi poszczególnym mnożnikom i okresom, wycenę na poziomie 254mln PLN.

PSR vs. MSSF – implikacje dla wskaźników. Sprawozdania Spółki sporządzane są zgodnie z PSR-ami, których podstawowe różnice w stosunku do MSSF-ów w przypadku Dadelo stanowią: 1) odpis amortyzujący goodwill (0,61mln PLN rocznie) zamiast testu na utratę wartości goodwill – negatywny impakt na EBIT i EPS, 2) prezentacja umów najmu w usługach obcych zamiast w amortyzacji i kosztach finansowych (MSSF 16, impakt na EBITDA 1,5mln PLN) oraz ND nie uwzględnia bieżącej wartości zobowiązań z tytułu opłat czynszowych (5 lat, NPV 7mln PLN), 4) odpis aktualizujący zapasy, który prezentowany jest w pozostałych kosztach operacyjnych – negatywny impakt na MBnS, w '20 niematerialny. Na potrzeby wyceny porównawczej dokonujemy przekształcenia wyników do MSSF-ów w odniesieniu do amortyzacji goodwillu.

Pełna grupa porównawcza: mnożniki i KPIs

| WYCENA PORÓWNAWCZA | MC (EUR) | P/E | | | EV/EBITDA | | | EV/EBIT | | | Marża EBITDA | | | CAGR Przychodów | CAGR EBITDA | CAGR Zysku netto |
|--|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|------------------|
| | | 2021P | 2022P | 2023P | 2021P | 2022P | 2023P | 2021P | 2022P | 2023P | 2021P | 2022P | 2023P | | | |
| Dadelo SA | 51 | 35,1 | 28,9 | 22,1 | 15,2 | 12,2 | 10,2 | 20,8 | 16,0 | 12,7 | 4,7% | 5,6% | 7,0% | 1% | 22% | 27% |
| e-commerce / Dobra dyskrecjonalne | 1 086 | 59,3 | 54,1 | 39,8 | 35,1 | 28,1 | 21,6 | 51,0 | 39,0 | 29,5 | 12,3% | 12,4% | 12,0% | 18% | 24% | 22% |
| Bike24 Holding AG | 1 086 | 104,6 | 60,7 | 47,3 | 35,1 | 28,1 | 23,3 | 51,9 | 39,9 | 32,5 | 12,4% | 12,4% | 12,0% | 26% | 24% | 48% |
| Elsy Inc | 23 195 | 59,3 | 54,1 | 43,4 | 42,4 | 33,3 | 24,8 | 51,0 | 39,0 | 29,5 | 27,5% | 28,1% | 29,7% | 21% | 26% | 22% |
| Wayfair Inc | 24 471 | 83,4 | 57,7 | 39,8 | 38,3 | 29,2 | 21,6 | 99,4 | 60,2 | 31,7 | 5,4% | 5,7% | 6,5% | 18% | 30% | 45% |
| PatMed Express Inc | 475 | 20,7 | 18,4 | 18,2 | 12,7 | 12,1 | 11,3 | 13,7 | 13,0 | 12,1 | 12,3% | 12,4% | 12,9% | 3% | 6% | 6% |
| Oponeo.pl SA | 186 | 16,9 | 16,4 | 15,0 | 9,6 | 8,8 | 8,0 | 11,3 | 10,4 | 9,0 | 5,5% | 5,2% | 5,1% | 10% | 5% | 6% |
| e-commerce / Fashion | 4 210 | 35,8 | 29,6 | 24,4 | 19,8 | 14,7 | 12,0 | 27,7 | 20,9 | 16,8 | 8,4% | 8,7% | 9,0% | 18% | 23% | 24% |
| Zalando SE | 25 017 | 93,2 | 80,2 | 59,6 | 34,1 | 28,9 | 23,3 | 53,5 | 47,4 | 36,0 | 6,8% | 6,7% | 7,0% | 19% | 21% | 25% |
| ASOS PLC | 4 341 | 24,6 | 23,4 | 19,5 | 10,4 | 8,9 | 7,1 | 17,1 | 15,5 | 11,9 | 8,5% | 8,1% | 8,4% | 16% | 16% | 12% |
| boohoo Group PLC | 4 079 | 25,9 | 20,8 | 17,8 | 15,8 | 11,9 | 9,5 | 19,9 | 15,0 | 12,3 | 9,2% | 9,5% | 9,5% | 23% | 25% | 22% |
| Boozt AB | 1 164 | 45,6 | 35,8 | 29,2 | 23,7 | 17,4 | 14,4 | 35,5 | 26,3 | 21,3 | 8,3% | 9,2% | 9,6% | 18% | 26% | 25% |
| e-commerce / Marketplace | 41 817 | 19,8 | 17,1 | 15,5 | 14,2 | 11,9 | 11,2 | 22,2 | 16,3 | 13,5 | 21,3% | 22,0% | 22,0% | 18% | 21% | 21% |
| Amazon.com Inc | 1 495 201 | 49,3 | 40,6 | 30,4 | 24,9 | 20,5 | 17,1 | 62,0 | 42,4 | 29,7 | 15,5% | 16,2% | 17,0% | 18% | 23% | 27% |
| Alibaba Group Holding Ltd | 407 062 | 18,6 | 15,5 | 13,0 | 14,2 | 10,9 | 8,6 | 22,2 | 16,3 | 11,6 | 21,3% | 22,0% | 22,0% | 21% | 23% | 21% |
| PayPal Holdings Inc | 285 719 | 61,1 | 48,9 | 39,3 | 43,9 | 35,2 | 27,5 | 50,3 | 38,9 | 30,9 | 29,3% | 29,5% | 30,7% | 22% | 25% | 25% |
| eBay Inc | 41 817 | 19,8 | 17,1 | 15,5 | 13,6 | 11,9 | 11,2 | 15,6 | 14,2 | 13,5 | 38,0% | 38,3% | 37,7% | 5% | 5% | 9% |
| Allegro.eu SA | 16 312 | 61,9 | 49,5 | 39,0 | 35,7 | 29,5 | 23,7 | 46,8 | 38,2 | 30,1 | 41,1% | 39,4% | 38,4% | 25% | 21% | 27% |
| Vipshop Holdings Ltd | 8 994 | 10,2 | 9,0 | 8,0 | 6,3 | 4,7 | 3,4 | 7,3 | 5,2 | 3,7 | 6,9% | 6,9% | 6,9% | 13% | 13% | 14% |
| Qurate Retail Inc | 3 777 | 4,9 | 4,8 | 4,7 | 4,5 | 4,1 | 3,7 | 6,1 | 5,6 | 5,5 | 15,3% | 15,4% | 15,3% | 1% | 1% | -1% |
| Mediana | | 35,8 | 29,6 | 24,4 | 19,8 | 14,8 | 12,9 | 28,8 | 21,3 | 17,4 | 12,4% | 12,4% | 12,4% | 17,8% | 22,0% | 22,0% |
| Dadelo premia/(dyskonto) | | -2% | -2% | -9% | -23% | -17% | -21% | -28% | -25% | -27% | | | | | | |
| Implikowana wartość kapitałów własnych (mIn PLN) | 232 | 234 | 253 | 276 | 223 | 203 | 290 | 281 | 290 | | | | | | | |
| waga roku | | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | | | | | | |
| waga w skaznika | | | 33% | | | 33% | | | 33% | | | | | | | |
| Wartość kapitałów własnych (mIn PLN) | | 254 | | | | | | | | | | | | | | |
| Wartość 1 akcji 06/09/2021 (PLN) | | 21,7 | | | | | | | | | | | | | | |

Źródło: Trigon DM, Bloomberg

#Podsumowanie wyceny

Podejście dochodowe i porównawcze implikuje wycenę Dadelo w przedziale 241-254mln PLN, tj. 20,6-21,7 PLN na akcję. Ponadto 12-miesięczną cenę docelową z racji braku notowanych spółek o zbliżonym profilu i skali działalności do DAD ustaliliśmy w oparciu o DCF na poziomie 22,6 PLN.

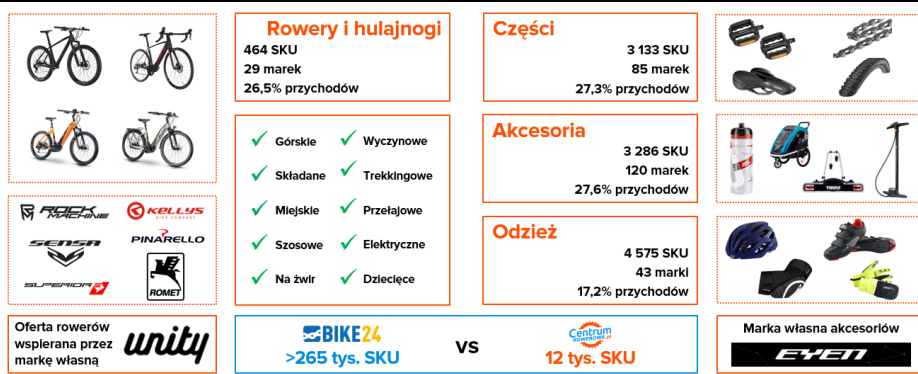
| Podsumowanie wycen | Wycena bieżąca | Wycena 12M | Waga | Target price (12M) | Upside |
|--------------------|----------------|------------|------|--------------------|--------|
| DCF (PLN) | 20,7 | 22,6 | 100% | 22,6 | 15% |
| Porównawcza (PLN) | 21,7 | 22,8 | 0% | | |

Źródło: Trigon DM, *uwzględnia pełną realizację PM

Profil Spółki

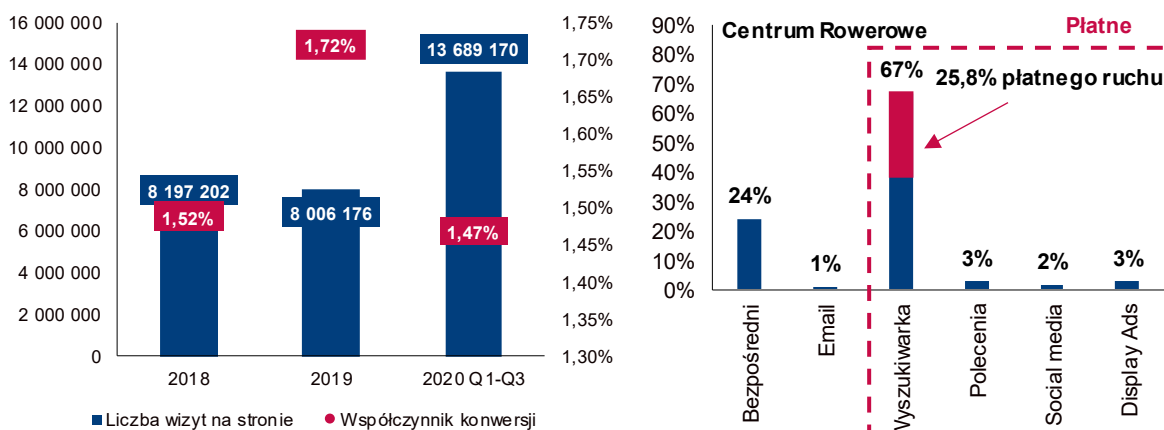
Największy specjalistyczny sklep rowerowy w PL. W ofercie Dadelo znajdują się wszystkie kategorie rowerów, począwszy od rowerów miejskich przez rowery górskie, crossowe, trekkingowe, szosowe, dziecięce kończąc na rowerach elektrycznych (dalej EPAC), które stanowią istotną część zakupów w WE (~30% w DE w '19) i powinny być rosnącą kategorią w PL. Dodatkowo, istotnym elementem oferty Spółki są szeroko rozumiane części, akcesoria i odzież rowerowa. Oferta Spółki przekracza obecnie 12 tys. SKU ponad 200 wiodących na rynku marek. Odbiorcami produktów są począwszy od sporadycznych użytkowników rowerów, przez zaawansowanych amatorów po profesjonalistów. Jednocześnie, rynek jest silnie rozdrobiony, a największymi graczami są sklepy mono-brandowe, których oferta jest ograniczona oraz sieci sklepów sportowych sprzedające głównie marki własne, najczęściej pozycjonujące się w segmencie entry price. Dadelo będące multi-brandem, oferuje asortyment w każdym z segmentów cenowych, począwszy od budżetowego do premium. Strategia ta jest wspierana rozwojem oferty pod markami własnymi UNITY (rowery) i EYEN (akcesoria). Obecny udział Spółki w rynku rowerowym w PL szacowany jest na ~2%, a w kanale online tego rynku na 10%.

Oferta Spółki w pigułce



Źródło: Spółka

Liczba wizyt na centrumrowerowe.pl (l.w.) oraz struktura ruchu na stronie* (p.w.)

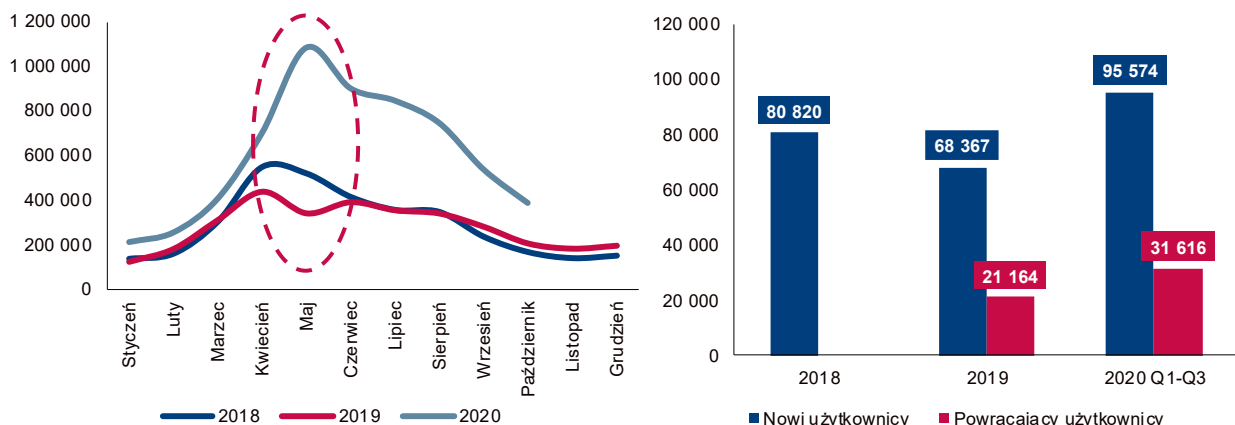


Źródło: Spółka, Trigon DM, *SimilarWeb

Rosnąca wartość koszyka. Średnia wartość koszyka w okresie 1-3Q'20 wyniosła 259 PLN i była wyższa o 9% r./r. Sukcesywne poszerzanie oferty asortymentowej Spółki

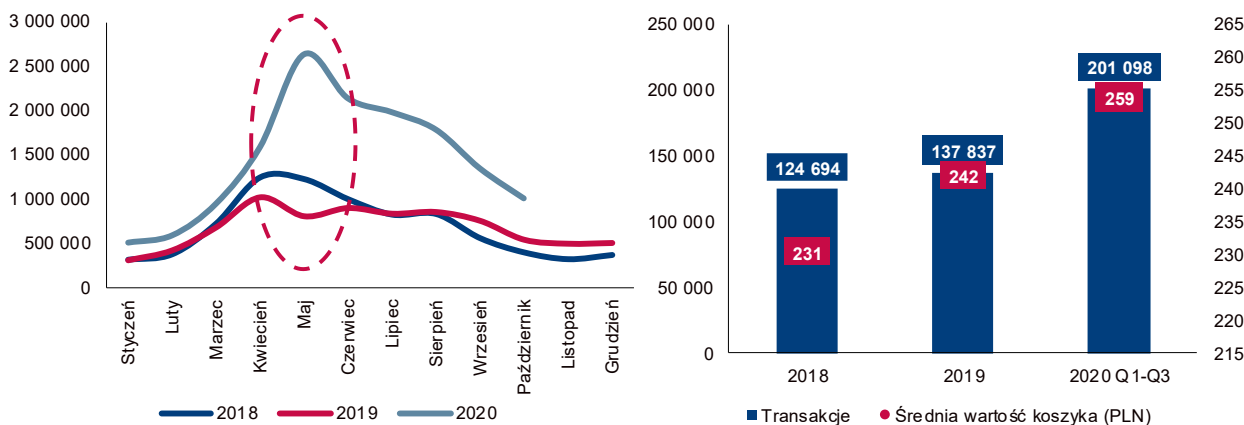
przełożyło się na ponad 2-krotny wzrost wartości średniego koszyka względem '17.

Liczba unikalnych użytkowników (l.w.) oraz liczba nowych i powracających użytkowników (p.w.)



Źródło: Spółka, Trigon DM

Liczba wizyt na centrumrowerowe.pl (l.w.) oraz zamówień i średnia wartość koszyka (p.w.)

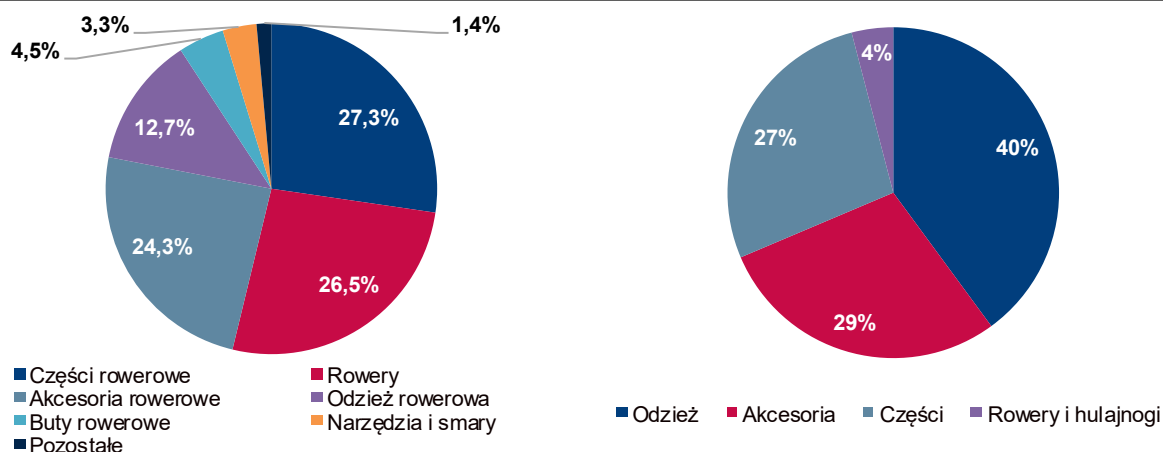


Źródło: Spółka, wartość koszyka netto po uwzględnieniu zwrotów

Transakcje powracających klientów stanowią 30% ogółu, którzy jednocześnie wydają coraz więcej. Bazując na analizie kohort ~70% klientów, to osoby, które dokonały w sklepie wyłącznie pojedynczej transakcji. Naszym zdaniem związane jest to z ich misją zakupową – zakup dodatkowego wyposażenie rowerowego wynikający z potrzeby sytuacji, jednocześnie mniejszą znacznie grupę klientów stanowią pasjonaci sportu rowerowego „inwestujący” co roku w dodatkowy sprzęt. W rezultacie ~30% transakcji na przestrzeni ostatnich 2 lat generowanych było przez powracających klientów. Co ciekawe kohorta klientów, którzy po raz pierwszy zrobili zakupy na platformie przed '19 wciąż jest silna – po 9m-cach '20 klienci zrealizowali mniejszą liczbę transakcji tylko o 15% r./r. Dobrze wygląda również wsk. repurchase rate (dynamika przychodów active users) - klienci, którzy dokonali zakupów w '18 i wrócili do esklepu w '19 zwiększyli wartość zakupów o 10%, natomiast klienci którzy dokonali zakupów w 1-3Q'18 i wrócili w ciągu 9 m-cy '20 na CR zwiększyli ich wartość o 45%.

Struktura klientów. Klientami Dadelo są głównie mieszkańcy największych polskich miast, a więc tych charakteryzujących się zarówno najwyższym poziomem dochodu rozporządzalnego jak i największą liczbą konsumentów robiących zakupy online. Analizując strukturę wiekową klientów Dadelo, widoczna jest przestrzeń do wzrostu penetracji online u kohort starszych internatów – obecnie klienci poniżej 45 roku życia stanowią prawie 80% całości.

Struktura produktowa: wg mixu sprzedażowego (l.w.) oraz wg SKU (p.w.)



Źródło: Spółka

Dadelo zostało założone w '15 przez spółkę CCR Sport. W '16 Oponeo i CCR zawarły umowę inwestycyjną, w wyniku której do Dadelo sp. z o.o. została wniesiona całość aktywów wykorzystywanych do obsługi sprzedaży internetowej, w szczególności platforma centrumrowerowe.pl. Oponeo objęło wtedy 50% udziałów w Spółce, natomiast w '17, Dadelo zostało przekształcone w spółkę akcyjną, a Oponeo przejęło całkowitą kontrolę nad Spółką. Obecnie główną platformą sprzedażową Spółki jest centrumrowerowe.pl, znacznie mniejszy ruch notowany jest na dadelo.pl, ale druga z tych platform nie jest wspierana działaniami w obszarze marketingu internetowego. Przejęcie całkowitej kontroli nad Spółką w trzech krokach kosztowało OPN łącznie 14mln PLN.

Doświadczenie zarządu. Członkowie zarządu posiadają wieloletnie doświadczenie - Pan Ryszard Zawieruszyński jest założycielem platform oponeo.pl, marketeo.com i narzedzia.pl (rotopino.pl). Pan Wojciech Topolewski od lat związany jest z oponeo.pl i narzedzia.pl (rotopino.pl), gdzie odpowiada m.in. za realizację strategii marketingowej. Pan Jacek Zieziulewicz pełnił funkcję wiceprezesa zarządu oraz dyrektora ds. sprzedaży i marketingu w spółce Kross S.A. (związany ze Spółką od '19). Jednocześnie, dzięki przynależności do Grupy Oponeo, Dadelo może korzystać z doświadczenia i kompetencji kadry akcjonariusza w zakresie budowania i zarządzania biznesem e-commerce na polskim rynku.

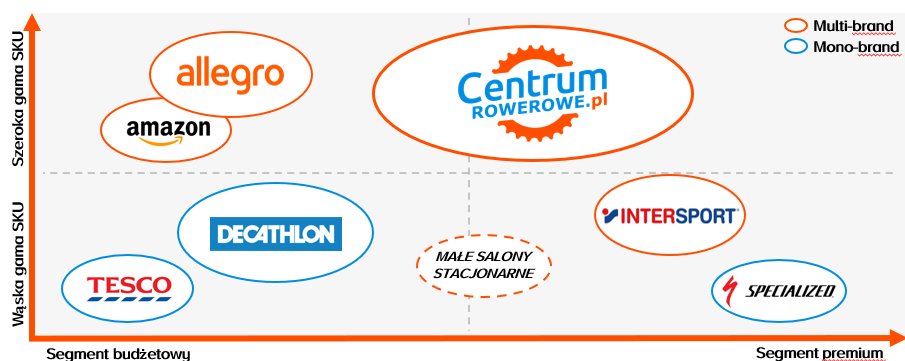
Program motywacyjny na lata '20-22. Program skierowany do kadry menadżerskiej zakłada emisję do 206tys. akcji serii B w ramach kapitału docelowego. Realizacja pierwszej transzy programu (69tys. akcji za '20) w przeciwieństwie do kolejnych transzy nie będzie uzależniona od spełnienia kryteriów ekonomicznych, które mają być przyjęte w regulaminie Programu. Zgodnie z uchwałą zarządu akcje motywacyjne będą emitowane po cenie nominalnej. Ponadto będą one objęte 12 miesięcznym lock-upem. Pełne wykonanie Programu (założenie modelowe) implikowałoby rozwodnienie EPS na poziomie ~2%.

Model biznesowy

#Produkt

Podstawowym celem strategicznym Dadelo jest posiadanie szerokiej oferty we wszystkich segmentach rynku wzorem peersów z WE. Dadelo jako multibrand, oferuje asortyment w każdym z segmentów cenowych, począwszy od budżetowego do premium. Strategia ta jest wspierana rozwojem oferty pod markami własnymi UNITY (rowery) i EYEN (akcesoria), które zostały wprowadzone do platform sprzedażowych od sezonu '19. Celem strategicznym Spółki jest zwiększenie udziału marek własnych do poziomu 15-20% sprzedaży w perspektywie 3-5 lat (w modelu zakładamy 15% udział w '24), w większym stopniu w obszarze akcesoriów niż rowerów. W ostatnich latach spełnienie minimum logistycznego ograniczało Spółkę w poszerzaniu oferty pod markami własnymi. Towary oferowane pod markami własnymi pozwalają na: 1) lepsze konkutowanie w segmencie budżetowym, w którym dominują duzi gracze, 2) wykorzystywanie nisz rynkowych i wprowadzanie na rynek produktów z nowymi funkcjonalnościami, 3) uatrakcyjnienie oferty o nisko wartościowe towary, których ekonomia sprzedaży pod marką własną w kanale online jest zadowalająca. Jednocześnie sprzedaż towarów marek własnych jest znacznie bardziej marżowa (~10p.p. spreadu w 1-3Q'20)

Pozycjonowanie platformy centrumrowerowe.pl



Źródło: Spółka

Łańcuch dostaw. Branża w relacjach z dostawcami co do zasady operuje na mechanizmie kontraktacji na kolejny sezon, która kończy się na przełomie września/października. Szybsze zamówienia w przypadku części dostawców premiowane są lepszymi warunkami handlowymi i dają gwarancję wyższej dostępności. Zamówienia wchodzi do magazynu począwszy od 4Q, ale najwięcej dostaw realizowanych jest na przełomie lutego/marca. Zarząd szacuje złożone pre-ordery (w cenach detalicznych) na sezon '21 na 100mln PLN (~3-krotnie więcej niż przed rokiem), co w zależności od realizacji powinno zwiększyć SKU w przedziale 40-50%. Ponadto Zarząd komunikuje, że duzi producenci mają już sprzedaną ofertę '21, a wiarygodność i niekorzystanie z odroczonej terminowości sprzyja pozycji negocjacyjnej Dadelo względem mniejszych graczy.

Ponadto część dostawców, z których korzysta Dadelo w celu poprawy komplekacji kolekcji, zbiera zamówienia na rynku przez cały rok. Udział 5 największych dostawców Spółki w przychodach w '20 wyniósł 35%, z których największym był Shimano. Rozszerzanie oferty powinno rozważać udział największych dostawców w kolejnych latach.

Rynki zaopatrzenia. Większość towarów nabywanych jest od lokalnych dystrybutorów bądź bezpośrednio od dostawców z Europy. Zakupy rozliczane są głównie w PLN, ale większość cen jest indeksowanych do EUR. W przypadku części dostawców, którzy stosują zróżnicowaną politykę cenową na rynkach EU Spółka rozważa powołanie przedstawicielstw celem poprawy warunków handlowych. Komplektacja kolekcji pod markami własnymi realizowana jest we współpracy z dostawcami z Azji. Spółka nie stosuje rachunkowości zabezpieczeń i nie ma przyjętej w tym obszarze polityki, co do zasady zabezpiecza część ekspozycji w EUR poprzez zakup kontraktów forward.

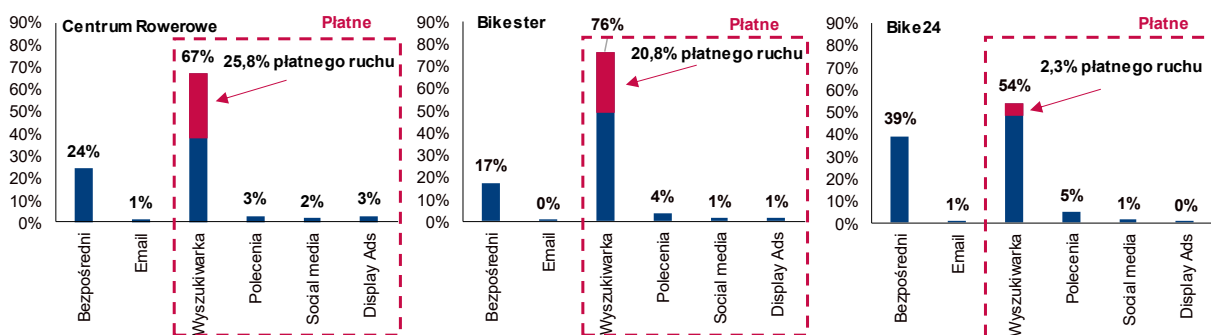
Finansowanie dostaw. Spółka jeszcze 2 lata temu mając ograniczone zasoby kapitałowe co do zasady korzystała z kredytu kupieckiego. W '20 pozyskała 30mln PLN limitu w rachunku bieżącym i korzysta ze skonta (~1-3% w zależności od dostawcy) oraz bonusów za zrealizowane pre-ordery (~1-2% w zależności od dostawcy). Ponadto zakupy w Azji (głównie z Chin) realizowane są obecnie na przedpłatach (zwykle 30%), a reszta płatności dokonywana jest w momencie odbioru towaru z danego portu w PL.

#Marketing

Marketing Dadelo w pigułce. Większość działań w obszarze marketingu realizowanych jest obecnie w kanale online. Koncentrują się one na tzw. SEM/ SEO, polegają na pozyskiwaniu ruchu i możliwie najlepszym pozycjonowaniu w wynikach wyszukiwania przy jednoczesnym utrzymaniu efektywności kosztowej. Powyższe działania nakierowane są szczególnie na performance marketing tj. wyświetlanie materiałów marketingowych w powiązaniu z właściwymi wyszukiwanymi przez użytkowników frazami (głównie Google Ads). Działania te dotyczą głównej platformy sprzedażowej centrumrowerowe.pl (~45% ruchu płatnego), natomiast na dadelo.pl ruch nie jest wspierany i w 100% bezpłatny. Spółka ponadto buduje rozpoznawalność marki i zwiększa zasięg potencjalnych klientów również w mediach społecznościowych (Facebook, Instagram, YouTube), a także angażuje się w akcje sponsoringowe imprez sportowych. Zakładamy, że wzrost skali biznesu pozwoli spółce w perspektywie 3-4 lat na szersze promowanie oferty również w kanale offline (kina, TV). Istotnym elementem strategii marketingowej jest również optymalizacja i doskonalenie głównej platformy sprzedażowej celem poprawy user experience i parametrów sklepu. W tym celu Spółka wykorzystuje testy A/B służące zasadności potencjalnych nowych wdrożeń elementów na platformie (rekordy testów przesyłane są do Google Optimize oraz Google Analytics, gdzie są porównywane pod kątem wskaźników ecommerce)

Focus na efektywności wydatków marketingowych, zrównoważony udział płatnego do bezpłatnego ruchu. Działania marketingowe Dadelo oparte są o procedurach i analizach zwrotu z inwestycji. W tym celu Spółka analizuje szereg mierników efektywności, w szczególności koszty performance marketingu per zamówienie, marżę po kosztach marketingu, ROAS (przychód wygenerowany z 1 PLN kosztu marketingu), CPC, CLV. Spółka analizuje również konwersję z ruchu płatnego, która jest niższa od konwersji z ruchu bezpłatnego obecnie o ~0,5p.p.. Najwyższa jest ona jednocześnie w przypadku osób, które wpisują w wyszukiwarce obok przedmiotu nazwę centrumrowerowe (~15% wejść na stronę). Bazując na danych Spółki centrumrowerowe.pl posiada ~45% ruchu płatnego. Istotnie więcej w stosunku do bikester.pl (21% ruchu płatnego), co powinno sprzyjać dalszemu wzrostowi udziału platformy Dadelo w rynku. Z kolei przykład bike24.de (<5% ruchu płatnego) pokazuje jak znacząco Spółka jest w stanie ograniczyć wydatki marketingowe w momencie posiadania najszerzej oferty na rynku i dużej rozpoznawalności platformy.

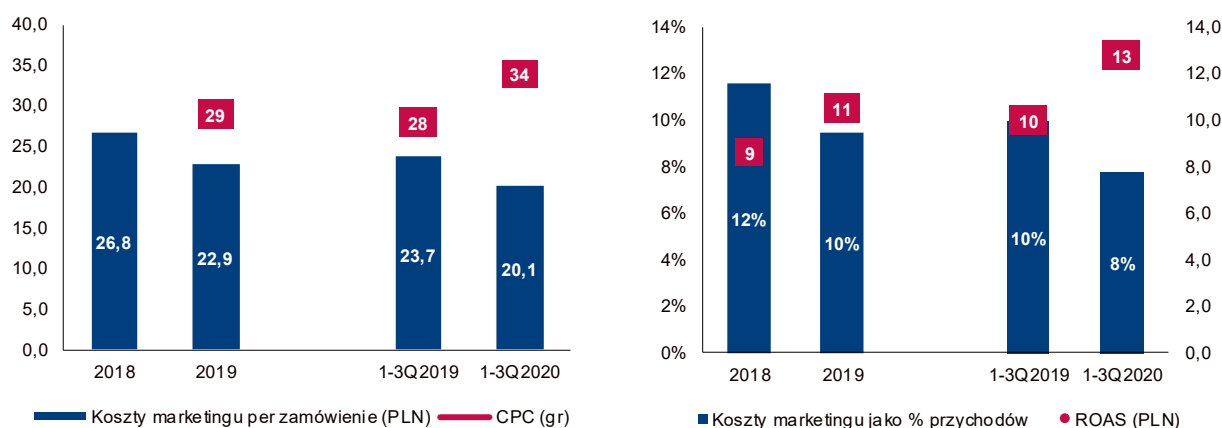
Źródło ruchu na stronach internetowych: Centrumrowerowe.pl, Bikester.pl, Bike24.de



Źródło: SimilarWeb, Trigon DM

Koszty marketingowe. Działania w kanale online generują obecnie 90 bezpośrednich wydatków marketingowych, z których większość dotyczy rozliczeń z Google (zakup płatnych linków od Google Ads w systemie aukcyjnym tzw. RTB). Brak wzmoczonych działań ze strony konkurentów powoduje, że CPC, który w 1-3Q'20 wyniósł 0,34 PLN jest relatywnie niższy niż w przypadku kupowania ruchu do promowania produktów w innych branżach (np. odzież i obuwiu, elektronika). W prognozach zakładamy kształtowanie się budżetu marketingowego w przedziale 9-10% przychodów. Niemniej jednak relacja ta jest bardziej skorelowana z generowaną marżą po kosztach logistyki niż ROAS (tj. czym wyższa rentowność danej kategorii towarów tym relatywnie większe w relacji do przychodów wsparcie marketingowe). W rezultacie pomimo wzrostu performance marketingu per zamówienie o 20% do 14 PLN w 1-3Q'20, dzięki wzrostowi koszyka, poprawie MBnS, a częściowo również ograniczeniu działań w przestrzeni fizycznej z powodu lockdownu, MBnS po kosztach marketingu wzrosła o 5p.p. r./r. do 20%, a ROAS z 10 PLN do 12,8 PLN.

Cost per click i koszty marketingu per zamówienie (l.w.) oraz koszty marketingu jako % przychodów i ROAS (p.w.)



Źródło: Spółka

Spółka ponadto sygnalizuje zamiar utrzymania obecnej proporcji ruchu płatnego vs. organicznego w kolejnych okresach. W prognozach zakładamy, że Spółka począwszy od '23 zaangażuje się w kampanie w kanale offline, co przełoży się na utrzymanie wydatków marketingowych w górnym zakresie ww. przedziału (9-10% przychodów).

Wzrost skali biznesu pozwoli na szersze wykorzystanie mechanizmów marketingowych. Wraz ze wzrostem oferty produktowej Spółka powinna korzystać m.in. na cross-sellingu (eksponowanie w koszyku lub na kartach produktu towarów komplementarnych do produktu głównego), oferowaniu klientom zestawów, czy zwiększyć zakres kampanii promocyjnych organizowanych we współpracy z

producentami i dystrybutorami. Działania te naszym zdaniem powinny wspierać wzrost wartości średniego koszyka i wspierać rentowność.

#Logistyka

Logistyka wewnętrzna Dadelo w pigułce. Spółka dysponuje obecnie magazynem o powierzchni 2tys. m² wynajmowanym od OPN. Dodatkowo z racji obsługi w okresie 1-3Q'20 2-krotnie większego wolumenu zleceń r./r. i prognozy dynamicznego wzrostu skali biznesu w kolejnych okresach w 4Q'20 zostanie wynajęte 4tys. m² powierzchni w parku logistycznym Panattoni w Bydgoszczy. Nowa powierzchnia będzie przeznaczona dla rowerów – poszerzenie ich oferty jest jednym z głównych elementów realizacji strategii w obszarze produktowym. Wyposażenie nowego magazynu w infrastrukturę będzie kosztowało Spółkę ~2mln PLN, co uwzględniamy w tegorocznym CAPEX. Oprócz zaplecza magazynowego Spółka wynajmuje od OPN również biura i miejsce siedziby. W '19 koszty wynajmu powierzchni magazynowej i biurowej w ramach grupy wyniosły 0,5mln PLN (~6,5% OPEX Dadelo). Leasing nowej powierzchni, wózków widłowych oraz personel zwiększą koszty stałe o ponad 1,2mln PLN rocznie, a uwzględniając amortyzację wyposażenia łącznie o ~1,6mln PLN rocznie od '21. Zarząd zakłada, że powiększona powierzchnia magazynowa pozwoli na przyjęcie towaru o wartości do 40-50mln PLN i zapewni komfort obsługi zamówień o wartości 200mln PLN w skali roku.

Serwisowe Punkty Odbioru (dalej SPO). Z puli wszystkich rowerów zamówionych przez klientów 23.5% trafia do serwisowych punktów odbioru (SPO), a 76.5% bezpośrednio do klientów. Spośród rowerów które trafiają bezpośrednio do klientów, 34% jest wstępnie montowanych przez Spółkę w magazynie, a 66% wysyłana jest w stanie do samodzielnego montażu przez klienta. W przypadku wyboru pierwszej opcji (montaż w SPO), a klient na bazie cennika, który jest prezentowany na platformie sprzedażowej, rozlicza dodatkową usługę bezpośrednio z serwisantem.

Szybkie i bezpłatne dostawy, płatne zwroty. Spółka zdaje sobie sprawę, że szybka realizacja dostaw poprawia customer experience i jest jednocześnie jednym z kluczowych elementów decyzji zakupowych oraz budowania przewag konkurencyjnych. Obecnie 90% wysyłek realizowanych w ciągu 24h od złożenia zamówienia, średni czas dostawy towaru dostępnego w magazynie do klienta nie przekracza 2 dni (średnia ~1,6 dnia). Porównanie czasu dostaw do konkurencji prezentujemy w rozdziale poświęconym otoczeniu konkurencyjnym (str. 22). Klienci ponadto mają 14 dni na zwrot towarów (ustawowy termin) i ponoszą jego koszt. Z racji specyfiki oferty udział zwrotów w latach '18-20 był relatywnie niski.

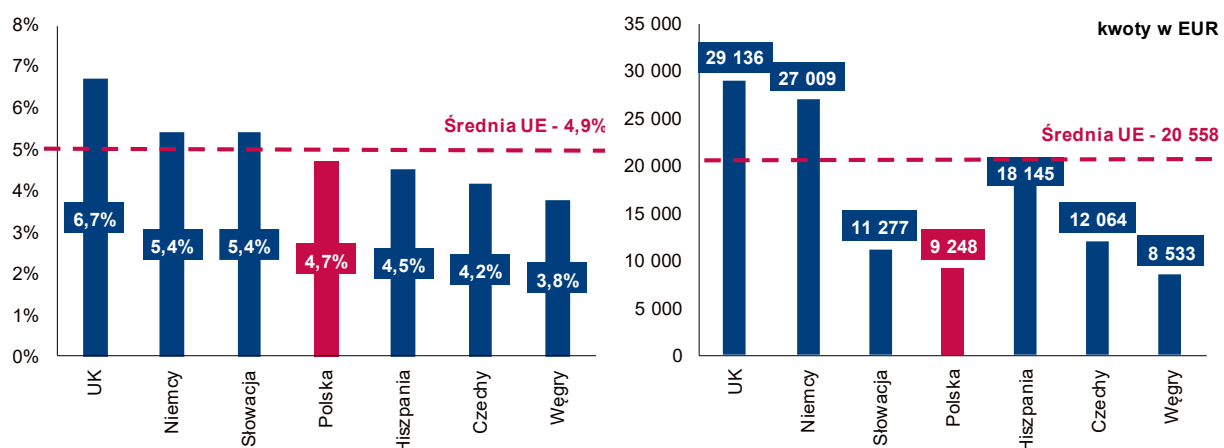
Otoczenie rynkowe i konkurencyjne

#Makro

Trendy wspierają rynek do którego adresowana jest oferta Dadelo. Wśród głównych trendów, na które eksponowana jest Spółka, identyfikujemy: 1) migracja gospodarki do kanału online i relatywnie szybszy wzrost ePKB; 2) wzrost świadomości społecznej i potrzeby aktywności; 3) promocja ekologii oraz rozwój wspierającej infrastruktury, 4) wzrost sprzedaży rowerów elektrycznych; 6) wzrost zamożności społeczeństwa w PL. Więcej informacji na temat pozytywnego wpływu globalnych trendów na rynek rowerów znajduje się na stronie federacji ECF, pod linkiem <https://bit.ly/385v78e>.

W EU gospodarstwa domowe przeznaczają średnio 4,9% dochodów na wydatki związane z rekreacją i z kulturą, w samych krajach WE 5,5%, ale ich siła nabywcza po uwzględnieniu PPP jest od 2 do 4-krotnie wyższa niż w PL. Udział ten pozostaje praktycznie niezmienny od 2007 roku, kiedy w skali EU wynosił 5,1%. Polska znajduje się w tym zestawieniu nieznacznie poniżej średniej unijnej, a zjawisko konwergencji było widoczne w ostatnich latach – w 2007 roku spread od średniej unijnej wynosił 0,7 p.p., a obecnie jest to 0,2 p.p. Jednocześnie, analizując państwa CEE, Polska znajduje się na drugim miejscu za Słowacją, ze znaczną przewagą nad Czechami czy Węgrami.

Wydatki na rekreację i kulturę jako % konsumpcji prywatnej w podziale na państwa (l.w.), nominalna konsumpcja prywatna na mieszkańca z uwzględnieniem PPP (p.w.)



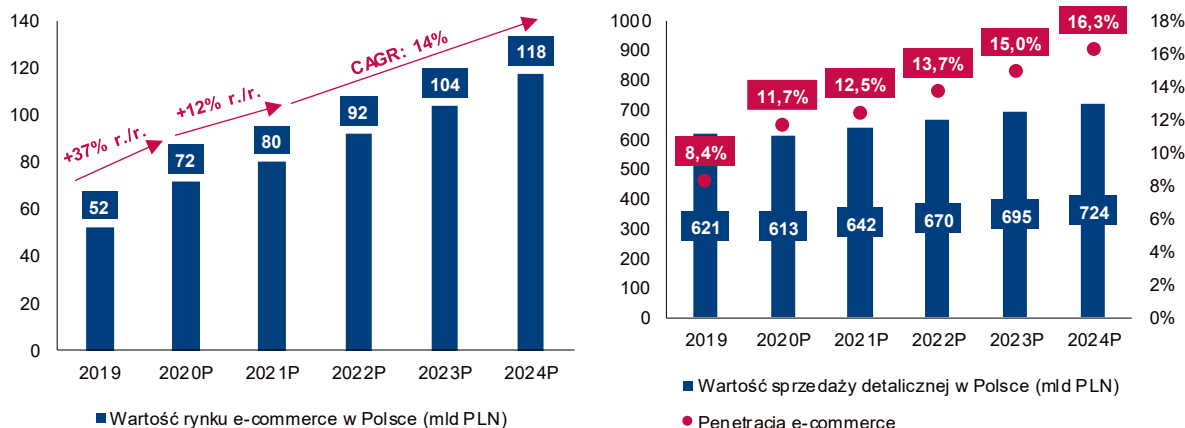
Źródło: Eurostat, Trigon DM

Premiumizacja rynku wzorem WE. Wzrost zamożności powinien sprzyjać konwergencji i wzrostowi udziału średnio-wyższemu segmentowi cenowemu oraz segmentowi premium w rynku. Bazując na price level index (Eurostat), który pozwala na analizę poziomu cen sprzedaży dóbr i usług pomiędzy krajami po uwzględnieniu PPP, ceny ogółem w PL stanowią 60% średniego w UE poziomu cen oraz 55% poziomu Strefy Euro. W przypadku odzieży i ubrań, index w PL stanowi 90% poziomu w UE, a w przypadku dóbr trwałych 75-90% (kategoria bliższa rowerom, niż cała konsumpcja - HFCE).

Spółka beneficjentem rosnącego ePKB, którego dodatkowym katalizatorem jest pandemia COVID-19. OC&C prognozuje, że w '20 sprzedaż w kanale e-commerce wzrosła o 40% r./r., a dynamika była w dużej mierze pochodną wybuchu pandemii COVID-19, która przyspieszyła cyfrową transformację i przeniesienie się konsumentów

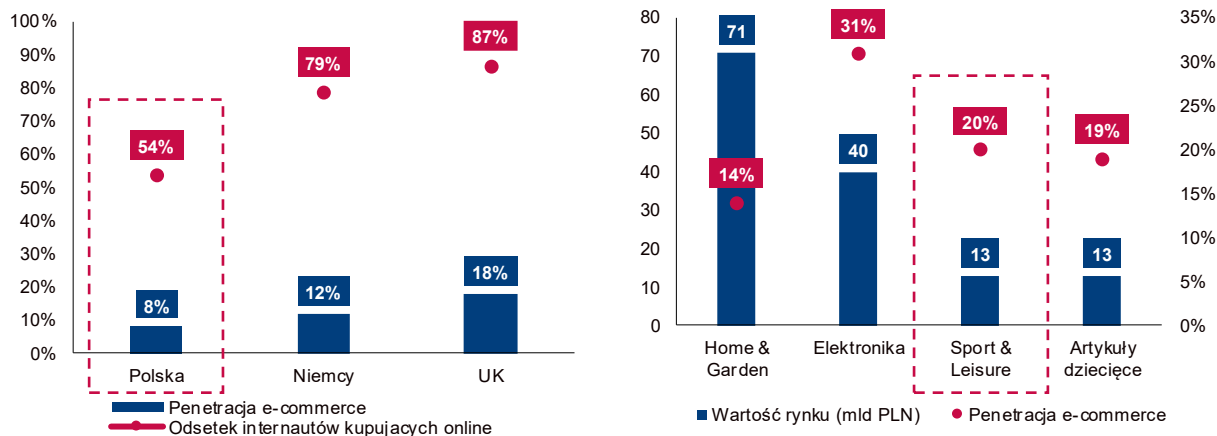
do Internetu. Jednocześnie, penetracja online znacząco różni się w zależności od segmentu rynku – w przypadku kategorii „sprzęt elektroniczny” wynosi ponad 30%, a w kategorii bliższej Dadelo „Sport&Leisure” 20%. Więcej informacji na temat penetracji online rynku rowerów w dalszej części tego rozdziału raportu. Ponadto OC&C prognozuje, że rynek e-commerce w PL powinien rosnąć w kolejnych latach średniorocznie o 18%. Biorąc pod uwagę, że jego wartość w '19 roku wyniosła 52mld PLN, oznacza to jego podwojenie się w ciągu 4 lat.

Wartość rynku e-commerce w Polsce (l.w.) oraz wartość sprzedaży detalicznej w Polsce (p.w.)



Źródło: OC&C, Trigon DM

Penetracja e-commerce w podziale na kraje (l.w.) oraz w podziale na segmenty rynku polskiego (p.w.)



Źródło: OC&C, Trigon DM

#Specyfika polskiego rynku rowerowego

~12mln rowerów PL, 300 rowerów na 1000 mieszkańców, 62% gospodarstw domowych w Polsce posiada rower. Park rowerowy w PL szacowany jest na ~12mln szt., podczas gdy w DE na 75mln szt. Na 1000 mieszkańców przypada w PL 300 rowerów, dla porównania w DE 900. W PL rocznie sprzedaje się 1,5mln rowerów, tj. 36 rowerów na 1000 mieszkańców, czyli 30% mniej niż w Niemczech. Statystyki te potwierdzają znaczące różnice w poziomie penetracji obu rynków, z kolei specyfika rynku w DE nie odbiega znacząco od innych krajów WE. Przegląd krajowych rynków rowerowych znajduje się w raporcie federacji CONEBI, pod linkiem <https://bit.ly/2GqbNXN>.

Sprzedaż rowerów w PL wzrosła z 1 do 1,5mln szt. rocznie w okresie '14- 19, a wartość rynku szacowana jest na ~4mld PLN. W latach '14-17 sprzedaż rowerów w PL wzrosła z 1,0 do 1,3mln szt. (dane GUS). W '19 sprzedaż sięgnęła 1,5mln szt. (dane IPC dla Magazynu Targów Rowerowych), a szacunki Zarządu wskazują na podobny wolumen sprzedanych rowerów w '20. W strukturze sprzedaży w PL dominują rowery z segmentu ekonomicznego, średnio Polak przeznaczył na zakup nowego roweru 1,9tys. PLN w '18 i 2tys. PLN w '19 (brutto). Zarząd szacuje, że wartość rynku rowerów, części zamiennych oraz akcesoriów rowerowych w '19 wyniosła ~4mld PLN, z czego 50% stanowiły wydatki na zakup rowerów

Dla porównania średnia wartość roweru w DE jest ponad 2-krotnie większa względem PL, rynek rowerowy, EPAC i PAC 6-krotnie większy. Dla porównania w Niemczech sprzedaje się 3-krotnie więcej rowerów niż w Polsce (3mln rowerów konwencjonalnych, 1,35mln EPAC w '19, dane ZIV), średnia wartość roweru wynosi 1tys. EUR, a rynek rowerów warty jest 6-krotnie więcej niż w PL (~20mld PLN). Ponadto uwzględniając PAC rynek w Niemczech jest 7-krotnie większy rynek niż w Polsce (~28mld PLN), a wydatki w tym obszarze per capita średnio 3-krotnie większe niż w Polsce.

Segment EPAC dodatkowym triggerem wzrostu rynku rowerowego w PL. Szacuje się, że w Polsce sprzedaż rowerów elektrycznych w '19 sięgnęła ~30tys. szt. i stanowiła ~2% rynku w ujęciu wolumenowym podczas gdy w Niemczech ~30%. Dodatkowo biorąc pod uwagę, że średnia cena sprzedaży roweru elektrycznego jest w Niemczech ponad 3-krotnie wyższa niż roweru konwencjonalnego, zmiana struktury rynku jest obok konwergencji gospodarki PL do krajów WE dodatkowym triggerem wzrostu rynku rowerowego w PL.

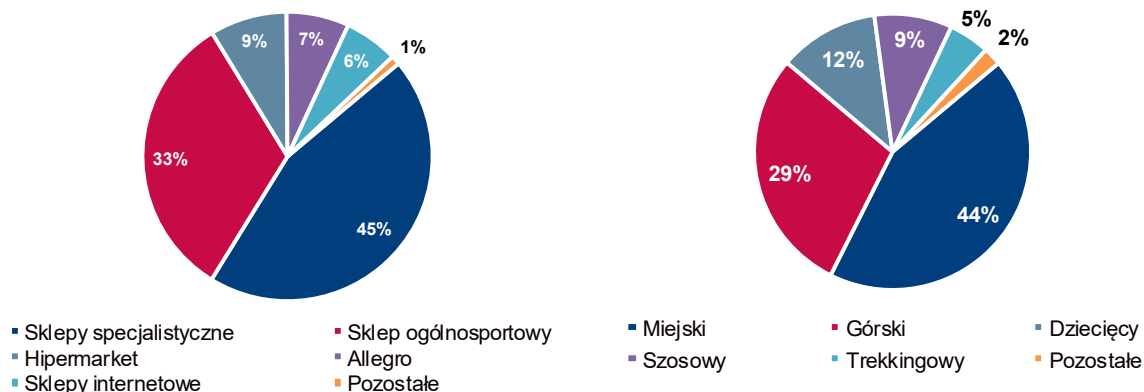
Ponad 40% rynku stanowią rowery miejskie, których cena jest relatywnie niższa niż roweru górskiego czy szosowego, struktura rynku w DE jest dodatkowym triggerem wzrostu rynku w PL. W PL dominuje sprzedaż rowerów miejskich (44% rynku), co z racji relatywnie niższej ich ceny względem rowerów, górskich czy szosowych obniża średnią cenę sprzedaży roweru. Ponadto dominuje segment entry price, choć najszybciej rośnie segment premium. Na dojrzałym rynku w DE, wyłączając segment e-bike'ów sprzedaje się 50% więcej rowerów per capita, a udział rowerów miejskich jest niższy, co jest dodatkowym elementem wzrostu średniej ceny roweru i potencjalnym dodatkowym triggerem wzrostu rynku w PL w średnim terminie.

Trendy rynkowe powinny sprzyjać penetracji online, czego znaczącym beneficjentem powinno być Dadelo. Penetracja online w rynku rowerów w PL szacowana jest obecnie na ~14%, podczas gdy wskaźnik dla całego handlu ex grocery w PL prognozowany jest na poziomie 15% w '20 (dane OC&C), w tym w kategorii „Sport&Leisure” 20%. W modelu zakładamy, że udział e-commerce w rynku rowerów będzie rósł w tempie ~1,5p.p. rocznie i w '24 wyniesie ~20%. Przyjmując, że beneficjentami premiumizacji rynku oraz wzrostu udziału EPAC w strukturze sprzedaży wzorem WE nie będą małe specjalistyczne sklepy (ograniczony kapitał obrotowy) tylko esklepy, w szczególności Dadelo, a także patrząc na penetrację online w rynku odzieży i obuwia (~20% w '20), która stanowi istotną część rynku rowerowego, nasz scenariusz bazowy dotyczący ewolucji penetracji rynku rowerowego wydaje się konserwatywny.

#Otoczenie konkurencyjne w PL

W PL dominują małe sklepy specjalistyczne i monobrandy – to bardzo sprzyjający ekosystem dla wzrostu udziału Dadelo w rynku. Bazując na danych instytutu IPC głównym kanałem sprzedaży rowerów są stacjonarne, specjalistyczne sklepy, sklepy monobrandowe (w obu przypadkach posiadające ~0,5-1tys. SKU) oraz sieci sklepów ogólnosportowych (m.in. Decathlon, Martes Sport, Go Sport, Intersport), których udział w rynku w '18 wyniósł odpowiednio 45% (sklepy oferujące kilka marek rowerów + monobrandy) i 33%. Jednocześnie specjalistyczne platformy internetowe, których jest ponad 100 w '18 odpowiadały za sprzedaż 1 na 10 rowerów w PL.

Kanały sprzedaży rowerów w 2018 (l.w.) oraz struktura* sprzedaży rowerów w Polsce w 2018 (p.w.)

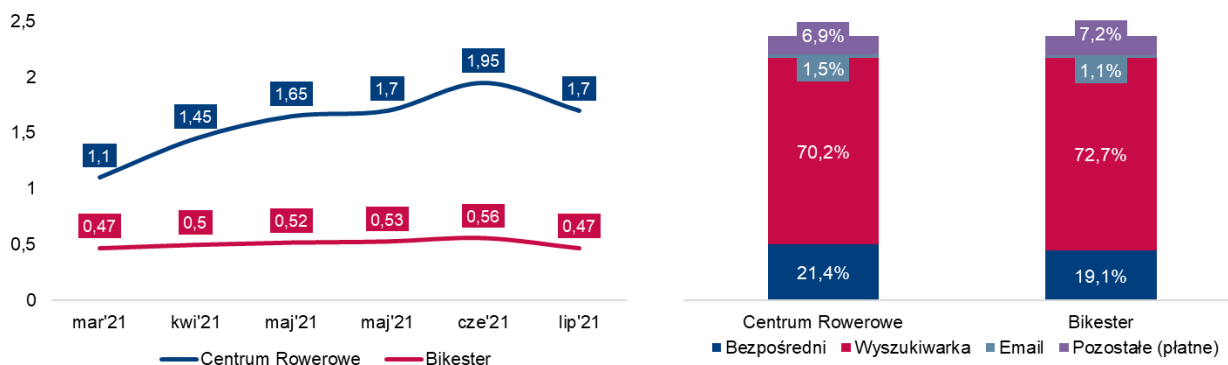


Źródło: IPC dla PSR, Trigon DM, *struktura w ujęciu wolumenowym

Podobnie jak w całym handlu spada udział hipermarketów w rynku, który w '18 sięgnął 9%. Jednocześnie w zakresie sprzedaży internetowej, liderem rynku jest platforma Allegro, której sprzedaż LTM na koniec 1H'20 szacowana była na 400mln PLN (w tym ~50% sprzedaż rowerów). W ofercie Allegro dominują produkty poniżej średnich cen rynkowych w swoich kategoriach. Dadelo jest natomiast największą specjalistyczną platformą (2 i 3 gracz notuje odpowiednio ponad 3 i 6-krotnie niższą liczbę wizyt na swoich platformach). Struktura rynku, w której dominują stacjonarne sklepy monobrandowe powinna sprzyjać dalszemu dynamicznemu wzrostowi udziału kanału online w sprzedaży rowerów i akcesoriów.

Najpopularniejszą kategorią w PL są rowery miejskie, odpowiadające za ~45% wszystkich sprzedanych rowerów w Polsce w '18. Dominujące w ofercie sklepów internetowych rowery górskie stanowiły 29% rynku rowerowego w Polsce, ponad dwukrotnie więcej niż rowery dziecięce i ponad trzykrotnie więcej niż rowery szosowe.

Centrumrowerowe.pl ma obecnie odpowiednio 3-krotnie i 5-krotnie większą odwiedzalność swojej platformy niż 2 i 3 największy esklep w PL. Konkurencja Dadelo ze strony innych platform sprzedażowych obecnych w PL jest bardzo ograniczona. Największe platformy (bikester.pl, rowertour.com) są znacznie mniejsze od CR, która dodatkowo obecnie skupia się na dynamicznym poszerzeniu oferty, co powinno stymulować ruch na stronie oraz wspierać konwersję ruchu (w Bike24 zgodnie informacjami rynkowymi wskaźnik ten szacowany jest na 2-3% vs, 1,5% w CR). Względem bikester.pl (platforma jest częścią niemieckiej grupy InternetStores) CR ma 3-krotnie większą odwiedzalność, dodatkowo większy udział ruchu organicznego, w tym bezpośredniego, ponadto na centrumrowerowe.pl przeciętny użytkownik spędza ponad 20% więcej czasu.

Wizyty na stronie internetowej (l.w., mln) oraz struktura ruchu na stronach internetowych (p.w.)


Źródło: SimilarWeb, Trigon DM

Dobre KPIs analizy tzw. zaangażowania klientów. CR ma o 30% dłuższy średni czas wizyty klienta na platformie (tzw. sesji) w stosunku do pozostałych specjalistycznych platform w PL. Jednocześnie dłuższe o 20% sesje w przypadku platform z WE wiążemy z relatywnie szerszą ofertą względem CR, która przekłada się na większą liczbę odwiedzanych stron. Wyższa w CR względem innych platform w PL jest również efektywność działań marketingowych online patrząc na bounce rate (wskaźnik odrzuceń, prezentujący odsetek osób, które opuszczają serwis po odwiedzeniu tylko jednej strony). W tabeli nie zaprezentowaliśmy KPIs Decatlona, gdyż jego oferta tylko częściowo dotyczy kategorii „rowery i akcesoria”, co zniekształca porównanie. Ponadto sieć ta sprzedaje głównie marki własne (~80% oferty), tym samym stanowi konkurencję dla Dadelo głównie w segmencie entry price.

Customer engagement na stronach internetowych

| | CR | Bikester | Rowertour | Bike24 | Wiggle | CRC |
|-------------------------------------|-------|----------|-----------|--------|--------|-------|
| Średnia długość w izyty (min) | 04:37 | 03:37 | 03:32 | 05:09 | 05:22 | 04:54 |
| Odwiedzone strony w trakcie w izyty | 4,28 | 3,33 | 3,79 | 6,64 | 5,95 | 5,55 |
| Bounce rate* | 48% | 53% | 59% | 47% | 44% | 44% |

Źródło: SimilarWeb, Trigon DM, *bounce rate rozumiany jako odsetek użytkowników opuszczających witrynę po odwiedzeniu tylko 1 strony

Czynniki ryzyka

Osiągnięcie gorszych od prognozowanych KPIs. Głównym celem strategicznym Dadelo jest dalszy dynamiczny wzrost udziałów Spółki w rynku. Priorytet ten może negatywnie wpływać na przyjęte przez nas pozostałe KPIs, w szczególności poziom MBnS oraz koszty marketingu per zamówienie. Ryzyko negatywnego odchylenia poziomów głównych KPIs przyjętych w prognozach od rzeczywistych danych jest naszym zdaniem istotne, szczególnie w krótkim i w średnim terminie (2-3 lat). Niemniej jednak szybsze niż prognozujemy tempo wzrostu udziałów rynkowych Dadelo może przynieść większe niż zakładamy korzyści z tego tytułu w długim terminie. Jednocześnie doświadczenie zarządu ogranicza naszym zdaniem ryzyko negatywnego wpływu ww. scenariusza na wartość Spółki.

Ryzyka związane z ewolucją strategii Dadelo. Właściciele części, szczególnie dobrze rozpoznawalnych marek zagranicznych z segmentu commercial i premium mają szereg oczekiwań dotyczących ekspozycji swoich produktów, obsługi sprzedażowej, w przypadku rowerów dodatkowo wymagają dostosowania ich pod konkretnego użytkownika. W celu pozyskania części marek Spółka może naszym zdaniem rozważać wprowadzenie strategii omnichannel (pozyskanie showroomów), chociaż inwestycje w tym obszarze nie są uwzględnione w naszym scenariuszu bazowym. Z potencjalną inwestycją wiąże się ryzyko obniżenia rentowności operacyjnej, ROIC, pogorszenia pozycji gotówkowej, ale jednocześnie może ona stanowić upside risk w postaci korzyści z dodatkowych udziałów w rynku.

Ryzyka związane z poszerzaniem oferty asortymentowej. W tym obszarze identyfikujemy kilka kluczowych czynników ryzyka: 1) wzrost udziału asortymentu (np. odzież, obuwie i pokrewne) podatnego na ryzyka typowe dla branży fashion np. zmieniające się trendy modowe, 2) konkurowanie z innymi formatami a sklepami odzieżowymi, sklepami z elektroniką, 3) pogorszenie jakości towarów pod marką własną. Powyższe zjawiska miałyby potencjalnie wpływ na wzrost wskaźnika odpisów zapasów i zwrotów, pogorszenie MBnS, wydłużenie CCC, pogorszenie FCF. Naszym zdaniem wpływ materializacji tego ryzyka na Spółkę będzie zależał od skali wzrostu udziału komplementarnego asortymentu. W naszych prognozach zakładamy, że udział akcesoriów, wśród których ww. ryzyko jest największe, nie przekroczy 30- 35%.

Wejście na rynek PL zagranicznych graczy. Konkurencja ze strony innych specjalistycznych platform sprzedażowych jest bardzo ograniczona i stanowi ją głównie esklep Bikester.pl będący częścią niemieckiej grupy InternetStores. W WE rynek jest znacznie bardziej konkurencyjny, funkcjonują na nich duże platformy takie jak np. [Bike24](#), [Fahrrad](#), [Wiggle](#), [CRC](#). Identyfikujemy ryzyko wejścia na rynek PL nowych graczy, szczególnie tych posiadających duże doświadczenie na dojrzałych rynkach WE, dla których rosnący rynek rowerowy w PL może wydawać się atrakcyjnym targetem. Naszym zdaniem wpływ materializacji tego ryzyka na Spółkę byłby istotny i potencjalnie miałby impakt na tempo wzrostu udziałów rynkowych i poziom kluczowych KPIs. Niemniej jednak nasz scenariusz bazowy zakłada wzrost udziałów Dadelo w rynku w perspektywie '24 do ~4%, a w kanale e-commerce do ~20%, tym samym zakłada on dużo miejsca do rozwoju innych graczy na rynku.

Ryzyko wzrostu presji konkurencyjnej ze strony platform marketplace, sieci sklepów sportowych i innych graczy obecnych już na rynku PL. W przypadku platform marketplace (np. Allegro, Amazon) znacząca część oferty obejmuje niski i średni segment cenowy rynku, często ograniczony do mniej popularnych marek. Ponadto w

przypadku platform pozycja negocjacyjna merchantów z dostawcami jest znacznie słabsza niż w Dadelo, a w modelu 1P platformy te oferują co do zasady marki własne. Z kolej sieci sklepów sportowych głównie skupiają się na sprzedaży towarów pod markami własnymi, również z powodu niższych marż w segmencie marek obcych, co w kontekście utrzymania sieci fizycznej sprzedaży ma istotne znaczenie. Biorąc pod uwagę, że Dadelo zamierza adresować większość swojej oferty dla potrzeb klientów w średnim, średnio-wyższym segmencie cenowym oraz w segmencie premium, a udział marki własnej w naszych prognozach nie przekroczy 15%, nie oceniamy tego czynnika ryzyka jako bardzo istotny.

Ryzyko tworzenia własnej dystrybucji w kanale online przez lokalnych producentów. PL jest czwartym największym w EU producentem rowerów, a lokalnymi liderami tego rynku są Kross oraz Romet. Istnieje ryzyko, że duzi lokalni producenci, którzy jednocześnie mają czołowe udziały w sprzedaży rowerów (łącznie udział ww. producentów w sprzedaży rowerów szacujemy na 30-35% rynku) mogą rozważyć inwestycję we własny kanał ecommerce. Naszym zdaniem wpływ materializacji tego ryzyka na Spółkę nie byłby znaczący: 1) głównym kanałem sprzedaży tych podmiotów pozostaje sieć dealerska, a inwestycja we własny ecommerce oznaczałaby kanibalizację obu kanałów sprzedaży, 2) taka decyzja miałaby również niekorzystny wpływ na politykę cenową firmy (ceny katalogowe), 3) Spółka ponadto dywersyfikuje dostawy i nie identyfikujemy trudności z pozyskaniem towarów innych producentów z tego segmentu cenowego.

Ryzyko kursowe. Większość towarów nabywanych jest od lokalnych dystrybutorów bądź bezpośrednio od dostawców z Europy. Zakupy rozliczane są głównie w PLN, ale większość cen jest indeksowanych do EUR. Przychody natomiast generowane są wyłącznie w PLN. Spółka posiada tym samym krótką pozycję walutową, nie stosuje rachunkowości zabezpieczeń i nie ma przyjętej w tym obszarze polityki, zabezpiecza część ekspozycji w EUR poprzez zakup kontraktów forward. Nie jest to ryzyko specyficzne Spółki tylko całej branży, a w związku z tym umocnienie EUR względem PLN co do zasady nie poprawia pozycji konkurencyjnej żadnego z graczy, a w takiej sytuacji powinno być przenoszone przez sprzedawców na klientów

Wyniki finansowe i prognozy

Rachunek wyników (mln PLN)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Przychody | 28,7 | 33,4 | 64,5 | 85,4 | 121,5 | 167,5 |
| KWS | 21,5 | 25,1 | 45,6 | 57,3 | 83,7 | 115,1 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 7,2 | 8,3 | 18,9 | 28,2 | 37,8 | 52,4 |
| SG&A | 7,9 | 7,5 | 12,6 | 19,4 | 26,7 | 37,1 |
| Koszty marketingu | - | - | - | 7,26 | 10,8 | 15,6 |
| Performance marketing | - | - | - | 4,3 | 6,4 | 8,8 |
| Pozostały marketing | - | - | - | 0,9 | 1,9 | 3,9 |
| Koszty własne marketingu | - | - | - | 2,0 | 2,4 | 2,9 |
| Koszty logistyki | - | - | - | 8,8 | 11,2 | 14,8 |
| Koszty wysyłki i inne koszty sprzedaży | - | - | - | 3,4 | 4,9 | 6,7 |
| Koszty własne logistyki | - | - | - | 5,4 | 6,3 | 8,1 |
| Koszty sprzedaży | 6,3 | 6,4 | 10,6 | - | - | - |
| Koszty ogólnego zarządu | 1,6 | 1,1 | 2,0 | 3,1 | 4,7 | 6,7 |
| Zysk ze sprzedaży | -0,7 | 0,8 | 6,4 | 8,7 | 11,1 | 15,3 |
| Wynik na pozostałej działalności operacyjnej | -0,9 | -0,5 | -0,6 | -0,9 | -1,4 | -2,5 |
| EBITDA | -0,8 | 1,1 | 6,6 | 9,3 | 11,3 | 14,6 |
| EBITDA skor. | -0,8 | 1,1 | 6,6 | 9,3 | 11,3 | 14,6 |
| Amortyzacja | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 1,4 | 1,6 | 1,7 |
| EBIT | -1,6 | 0,3 | 5,7 | 7,8 | 9,8 | 12,8 |
| Wynik na działalności finansowej | 0,0 | -0,1 | -0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk brutto | -1,7 | 0,2 | 5,7 | 8,1 | 9,8 | 12,8 |
| Podatek dochodowy | 0,0 | 0,0 | 1,1 | 1,6 | 1,9 | 2,4 |
| Zyski mniejszości | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk netto | -1,6 | 0,1 | 4,6 | 6,5 | 7,9 | 10,4 |
| Zysk netto skor. | -1,6 | 0,1 | 4,6 | 6,5 | 7,9 | 10,4 |

| | | | | | | |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| marża brutto ze sprzedaży | 25,2% | 24,8% | 29,4% | 33,0% | 31,1% | 31,3% |
| marża EBITDA skor. | - | 3,2% | 10,2% | 10,8% | 9,3% | 8,7% |
| marża EBIT | - | 0,8% | 8,9% | 9,2% | 8,0% | 7,7% |
| marża netto skor. | - | 0,4% | 7,1% | 7,6% | 6,5% | 6,2% |

| | | | | | | |
|---|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| zmiana przychodów r./r. | -7,0% | 16,1% | 93,3% | 32,4% | 42,2% | 37,9% |
| zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r. | -4,6% | 14,5% | 128,7% | 48,6% | 34,4% | 38,6% |
| zmiana EBITDA skor. r./r. | - | - | 511,8% | 40,4% | 22,4% | 28,6% |
| zmiana EBIT r./r. | - | - | 1989,5% | 36,6% | 24,5% | 31,4% |
| zmiana zysku netto skor. r./r. | - | - | 3098,6% | 42,5% | 22,0% | 31,4% |

| | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21P |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 24,2 | 19,1 | 12,5 | 13,0 | 30,2 | 25,9 |
| KWS | 16,6 | 13,6 | 8,5 | 8,6 | 19,7 | 17,7 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 7,5 | 5,4 | 4,0 | 4,4 | 10,5 | 8,3 |
| Koszty sprzedaży | 3,5 | 3,2 | 2,3 | 2,7 | 5,4 | 4,4 |
| Koszty ogólnego zarządu | 0,4 | 0,7 | 0,5 | 0,8 | 0,6 | 0,8 |
| Zysk ze sprzedaży | 3,7 | 1,5 | 1,1 | 0,9 | 4,6 | 3,0 |
| Wynik na pozostałej działalności operacyjnej | -0,2 | -0,2 | -0,1 | -0,2 | -0,3 | -0,2 |
| EBITDA | 3,7 | 1,6 | 1,2 | 1,1 | 4,7 | 3,1 |
| EBITDA skor. | 3,7 | 1,6 | 1,2 | 1,1 | 4,7 | 3,1 |
| Amortyzacja | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,4 |
| EBIT | 3,5 | 1,3 | 1,0 | 0,7 | 4,3 | 2,7 |
| Wynik na działalności finansowej | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk brutto | 3,5 | 1,4 | 1,0 | 1,0 | 4,3 | 2,7 |
| Podatek dochodowy | 0,3 | 0,4 | 0,2 | 0,2 | 0,9 | 0,5 |
| Zyski mniejszości | 1,0 | 2,0 | 3,0 | 4,0 | 5,0 | 6,0 |
| Zysk netto | 3,2 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 3,4 | 2,2 |
| Zysk netto skor. | 3,2 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 3,4 | 2,2 |

| | | | | | | |
|---------------------------|-------|-------|------|------|------|------|
| marża brutto ze sprzedaży | 26,2% | 16,3% | 6,1% | 5,2% | 8,7% | 4,9% |
| marża EBITDA skor. | 12,9% | 4,7% | 1,9% | 1,2% | 3,9% | 1,8% |
| marża EBIT | 12,1% | 4,0% | 1,6% | 0,9% | 3,6% | 1,6% |
| marża netto skor. | 11,2% | 2,8% | 1,2% | 0,9% | 2,8% | 1,3% |

| | | | | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| zmiana przychodów r./r. | 174,2% | -21,2% | -34,5% | 4,1% | 132,3% | -14,2% |
| zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r. | 270,6% | -28,0% | -27,2% | 11,5% | 139,2% | -21,7% |
| zmiana EBITDA skor. r./r. | - | - | -20,3% | -15,4% | 349,9% | -35,1% |
| zmiana EBIT r./r. | - | - | -24,5% | -26,4% | 476,5% | -37,2% |
| zmiana zysku netto skor. r./r. | - | - | -14,7% | 3,4% | 322,9% | -35,8% |

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa trwałe | 5,2 | 4,5 | 5,2 | 6,3 | 6,9 | 10,9 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 0,2 | 0,2 | 1,6 | 2,5 | 3,4 | 7,6 |
| Wartości niematerialne i prawne | 5,0 | 4,2 | 3,5 | 3,7 | 3,4 | 3,2 |
| Należności długoterminowe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostałe | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Aktywa obrotowe | 8,7 | 12,0 | 20,1 | 102,4 | 109,1 | 115,2 |
| Zapasy | 7,2 | 11,2 | 17,8 | 24,7 | 34,9 | 46,4 |
| Należności handlowe | 0,2 | 0,6 | 0,7 | 0,9 | 1,2 | 1,7 |
| Pozostałe | 0,1 | 0,1 | 0,4 | 12,9 | 0,4 | 0,4 |
| Gotówka | 1,3 | 0,1 | 1,2 | 64,0 | 72,7 | 66,7 |
| Aktywa | 13,9 | 16,4 | 25,3 | 108,7 | 116,0 | 126,1 |
| Kapitał własny | 12,1 | 12,3 | 16,8 | 102,1 | 107,4 | 114,7 |
| Kapitał zakładowy | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 |
| Pozostałe | 12,4 | 10,8 | 10,9 | 94,3 | 98,2 | 102,9 |
| Zysk (strata) netto | -1,6 | 0,1 | 4,6 | 6,5 | 7,9 | 10,4 |
| Kapitały mniejszości | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania długoterminowe | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Zobowiązania oprocentowane | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostałe | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 1,8 | 4,1 | 8,2 | 6,4 | 8,4 | 11,3 |
| Zobowiązania oprocentowane | 0,0 | 1,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania handlowe | 1,0 | 2,5 | 8,1 | 6,3 | 8,3 | 11,2 |
| Pozostałe | 0,7 | 0,7 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Pasywa | 13,9 | 16,4 | 25,3 | 108,7 | 116,0 | 126,1 |
| Kapitał obrotowy netto | 6 | 9 | 10 | 19 | 28 | 37 |
| Dług netto | -1 | 1 | -1 | -64 | -73 | -67 |
| Dług netto skor. | -1 | 1 | -1 | -64 | -73 | -67 |
| Dług netto/EBITDA (x) | 1,6 | 0,8 | -0,2 | -6,9 | -6,4 | -4,6 |
| Dług netto/kapitał własny (x) | -0,1 | 0,1 | -0,1 | -0,6 | -0,7 | -0,6 |
| ROE (%) | -13% | 1% | 27% | 6% | 7% | 9% |
| ROA (%) | -12% | 1% | 18% | 6% | 7% | 8% |
| Cykl konwersji gotówki (dni) | 107 | 134 | 82 | 116 | 113 | 110 |
| Cykl rotacji zapasów (dni) | 122 | 163 | 143 | 157 | 152 | 147 |
| Cykl rotacji należności handlowych (dni) | 2 | 6 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni) | 17 | 36 | 65 | 45 | 43 | 41 |

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | -0,1 | -2,0 | -1,8 | -0,8 | 0,9 | 3,0 |
| Zysk (strata) netto | -1,6 | 0,1 | 4,6 | 6,5 | 7,9 | 10,4 |
| Amortyzacja | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 1,4 | 1,6 | 1,7 |
| Zmiany w kapitale obrotowym | 1,0 | -3,0 | -7,0 | -8,7 | -8,6 | -9,1 |
| Zmiana zapasów | 0,7 | -4,1 | -6,6 | -6,8 | -10,2 | -11,5 |
| Zmiana należności handlowych | 0,6 | -0,4 | -0,1 | -0,1 | -0,3 | -0,5 |
| Zmiana zobowiązań handlowych | -0,3 | 1,4 | -0,3 | -1,8 | 2,0 | 2,9 |
| Pozostałe | -0,2 | 0,1 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | 0,8 | -0,1 | -1,0 | -15,0 | 10,4 | -5,8 |
| CAPEX | 0,0 | -0,1 | -1,1 | -2,5 | -2,2 | -5,8 |
| Pozostałe | 0,8 | 0,0 | 0,0 | -12,5 | 12,5 | 0,0 |
| Przepływy z działalności finansowej | -2,1 | 0,9 | 4,0 | 78,6 | -2,6 | -3,2 |
| Zmiana zobowiązań oprocentowanych | -2,1 | 1,0 | 4,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Wpływy z emisji akcji | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 78,8 | 0,0 | 0,0 |
| Dywidenda | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -2,6 | -3,2 |
| Pozostałe | 0,0 | -0,1 | 0,0 | -0,2 | 0,0 | 0,0 |
| Przepływ y pieniężne netto | -1,4 | -1,2 | 1,1 | 62,8 | 8,6 | -5,9 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 2,7 | 1,3 | 0,1 | 1,2 | 64,0 | 72,7 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 1,3 | 0,1 | 1,2 | 64,0 | 72,7 | 66,7 |

Źródło: dane spółki, 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

http://www.trigon.pl | E: recepcja@trigon.pl

Research:

Grzegorz Kujawski, Head of Research

Konsument, Finanse

Maciej Marcinowski, Deputy Head of Research

Strategia, Banki, Finanse

Kacper Koproń

Gaming, TMT

Katarzyna Kosiorek

Biotechnologia

Michał Kozak

Paliwa, Chemia, Energetyka

Dominik Niszcz

TMT

Łukasz Rudnik

Przemysł, Wydobycie

David Sharma

Budownictwo, Deweloperzy

Sales:

Paweł Szczepański, Head of Sales

Paweł Czupryński

Sebastian Kosakowski

Michał Sopiński

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 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

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
rentowność zysku brutto na sprzedaży - 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

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – Dadelo S.A.

KUPLIJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%

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 (data wskazana na wstępie dokumentu) 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 sporządziła: Grzegorz Kujawski

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metodę oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto podejście dochodowe, metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz wycenę porównawczą.

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

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

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.

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. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski posiada akcje Emitenta. 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. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. 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 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: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora 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. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. 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.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonych 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, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktem interesów znajdują się na stronie www.trigon.pl.

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.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. 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 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.doakcji.trigon.pl, 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 ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 6 września 2021 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 7 września 2021r. godz.: [08:15]