

# Flash Note

Poland | Equity Research

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

## DADELO (Kupuj, 11,5 PLN)

Results Review 3Q'22: wyniki przebiły oczekiwania, ale nie zmieniają obrazu spółki [neutralne]

mln PLN	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	Y/Y	Q/Q	3Q22P
Przychody	22,5	17,1	19,4	41,5	34,1	51%	-18%	35,3
EBITDA	1,9	0,9	0,6	3,0	2,7	43%	-12%	1,6
EBIT	1,6	0,5	0,0	2,4	2,1	29%	-	1,0
Zysk netto	1,5	0,3	0,1	2,0	1,8	19%	-12%	0,8
MBnS	31,2%	28,4%	29,8%	30,5%	30,1%	-1,1p.p.	-0,4p.p.	
Wsk. SG&A	23,4%	28,0%	29,8%	24,4%	24,1%	0,7p.p.	-0,3p.p.	
Marża EBITDA	8,3%	5,1%	3,0%	7,3%	7,8%	-0,4p.p.	0,5p.p.	4,4%
P/E 12M trailing	15,0	18,9	21,6	29,3	27,3			
EV/EBITDA 12M trailing	6,6	9,1	9,6	14,5	16,0			

Źródło: dane spółki, Trigon DM

- Zapasy na koniec 3Q'22 wyniosły 71mln PLN (+82% r/r, +7% kw/kw), NWC 75mln PLN (+29% r/r);
- Należności handlowe na koniec 3Q'22 wyniosły 11mln PLN, w tym 3,5mln PLN przedpłat za towary;
- OCF po 9 miesiącach -6 vs. -16mln PLN przed rokiem, gotówka netto na koniec 3Q'22 wyniosła 20 vs 25mln PLN w 2Q.

**Komentarz:** Wyniki istotnie przybyły nasze oczekiwania. Główne odchylenia względem naszych prognoz dotyczyły niższego OPEX (wsk. SG&A wyniósł 24,1% vs. 25,9% w naszej prognozie), co wiążemy z niższymi kosztami performance marketingu (w 3Q zakładaliśmy ponad 4mln PLN, a spółka mogła wydać 2,5-3mln PLN). Ponadto oczekiwaliśmy również nieco głębszej erozji MBNS w ujęciu rocznym jako konsekwencja przyspieszenia wzrostu dynamiki sprzedaży względem 2Q. W rezultacie erozja rentowności EBITDA w ujęciu rocznym była znacznie niższa niż raportowana przez wiele platform e-commerce w 3Q. **#Pozycja gotówkowa.** Sezonowo w 3Q kapitał obrotowy powinien się obniżyć, ale widać, że DAD dalej poszerza asortyment. W następstwie wzrostu zapasów o 7% kw/kw i spadku zobowiązań handlowych OCF był negatywny i przelożył się na spadek gotówki o 4mln PLN kw/kw. Zakładamy, że magazyn będzie jeszcze rósł do końca 1Q, a poziom gotówki obniży się wtedy do ~10mln PLN. **#Mało konserwatywna polityka w obszarze odpisów zapasów.** Zasady dokonywania odpisów w DAD trudno nazwać jako konserwatywne i pomimo wydłużenia rotacji spółka może przeszacowywać w ten sposób wartość odzyskiwalną magazynu, szczególnie w przypadku odzieży i obuwia. Spółka co do zasady stosuje 20% odpis dla towarów zalegających w magazynie powyżej 720 dni (nota 3.2.8 str. 27 raportu kwartalnego). **Podsumowując,** wyniki lepsze od oczekiwań, ale pytanie o trwałość stabilizacji rentowności. W kolejnych kwartałach presja na spadek MBNS może naszym zdaniem wzrosnąć, co odzwierciedlałoby focus na wzrost skali biznesu, słabsze makro i wysoką bazę wydatków na kategorię leisure w koszykach konsumentów. Jednocześnie baza kosztów SG&A wzrośnie, szczególnie, że DAD przenosi się do nowego magazynu, a w perspektywie pół roku planuje otwarcie dużego sklepu stacjonarnego w Warszawie. Wzrost wskaźnika S&A będzie również zależał od dynamiki wzrostu wartości koszyka, która w tym roku rozładnia koszty. Niepewność dotycząca rentowności i potencjalne dalsze wydłużenie rotacji zapasów, który zwiększa ryzyko negatywnego efektu FIFO, ciążyć będzie naszym zdaniem sentymentowi do spółki. Warto wspomnieć, że Azji, skąd pochodzi istotna część kolekcji obserwujemy obecnie lekką deflację producencką, która może się pogłębić w '23.

Grzegorz Kujawski

## Trigon Dom Maklerski S.A.

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

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

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



**NAGRODY  
PSIK**  
2017



### EQUITY RESEARCH TEAM

**Grzegorz Kujawski**, Head of Research  
*Konsument, Finanse* 22 433 83 69 [grzegorz.kujawski@trigon.pl](mailto:grzegorz.kujawski@trigon.pl)

**Maciej Marcinowski**, Deputy Head of Research  
*Strategia, Banki, Finanse* 22 433 83 75 [maciej.marcinowski@trigon.pl](mailto:maciej.marcinowski@trigon.pl)

**Kacper Kopron**  
*Gaming, TMT* 22 433 83 71 [kacper.kopron@trigon.pl](mailto:kacper.kopron@trigon.pl)

**Katarzyna Kosiorek**  
*Biotechnologia* 22 433 82 72 [katarzyna.kosiorek@trigon.pl](mailto:katarzyna.kosiorek@trigon.pl)

**Michał Kozak**  
*Paliwa, Chemia, Energetyka* 22 433 83 68 [michal.kozak@trigon.pl](mailto:michal.kozak@trigon.pl)

**Dominik Niszcz**  
*TMT* 22 433 83 90 [dominik.niszcz@trigon.pl](mailto:dominik.niszcz@trigon.pl)

**Łukasz Rudnik**  
*Przemysł, Wydobycie* 22 433 83 65 [lukasz.rudnik@trigon.pl](mailto:lukasz.rudnik@trigon.pl)

**David Sharma**  
*Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane* 22 433 83 49 [david.sharma@trigon.pl](mailto:david.sharma@trigon.pl)

### SALES & TRADING TEAM

**Paweł Szczepański**, Head of Sales 22 433 83 63 [pawel.szczepanski@trigon.pl](mailto:pawel.szczepanski@trigon.pl)

**Paweł Czupryński** 22 433 82 69 [pawel.czuprynski@trigon.pl](mailto:pawel.czuprynski@trigon.pl)

**Maciej Senderek** 22 433 83 93 [maciej.senderek@trigon.pl](mailto:maciej.senderek@trigon.pl)

**Michał Sopiński** 22 433 82 70 [michal.sopinski@trigon.pl](mailto:michal.sopinski@trigon.pl)

**Hubert Kwiecień** 22 433 83 61 [hubert.kwiecien@trigon.pl](mailto:hubert.kwiecien@trigon.pl)

### DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | ul. Mogilska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia w Krakowie XI Wydział Gospodarczy KRS | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i została przygotowana przez zespół analityczny Trigon Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów "Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje także dokładności ani kompletności opracowania, nie udziela również żadnego zapewnienia, że podane w opracowaniu twierdzenia dotyczące przyszłości sprawdzą się. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie lub wykorzystywanie w jakikolwiek inny sposób w części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.