

Research

Poland | Equity Research

Research Department

research@trigon.pl

www.trigon.pl

Dadelo

Strong cadence uphill

Po dwóch ostatnich latach przeskalowania się popytu w branży rowerowej, bieżący rok jest trudniejszy. Globalnie potwierdza to guidance Shimano, które oczekuje w tym roku spadku przychodów w segmencie osprzętu rowerowego o ~25% r/r (LINK), chociaż wciąż przewyższają one wciąż istotnie 2019. Jednocześnie obecne bolączki rynku dobrze oddają KPIs Bike24 (LINK, LINK) – słabsza rotacja towarów wymuszająca głębsze wsparcie sprzedaży, będąca konsekwencją znaczącej erozji MBNS oraz wzrostu kosztów performance marketingu. Presja kosztowa po stronie wynagrodzeń i logistyki. Dolny przedział tegorocznego guidance zakłada płaską sprzedaż r/r i brak dodatniej EBITDA. Na tym tle nasze założenia dla DAD wyglądają bardzo solidnie - spółka nie zwalnia tempa, powiększając udziały rynkowe, chociaż wdrażanie strategii ciąży obecnie niższym linio. Względem ostatniej rekomendacji podnosimy trajektorię wzrostu wyników DAD (+3 PLN do wyceny), obniżamy również RFR (+1 PLN do wyceny). Powyższe zmiany implikują łącznie wzrost TP do 19 PLN. Tym samym **podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne Kupuj**.

Omnichannel zwiększy przewagi rynkowe, ale w najbliższych latach będzie ciężał wynikiem. Otwarcie pierwszego wielkopowierzchniowego salonu z kompleksową ofertą dla cyklistów (m.in. bike fitting, profesjonalne doradztwo) wniosło na mapę stolicy nową jakość usług dla klientów. Projekt budowy nowego kanału sprzedaży i jego rozwój w kolejnych największych miastach w PL będzie ciężał rentowności, szczególnie w tym roku. W kanale stacjonarnym oczekujemy w '23 18mln PLN przychodów, 2mln PLN straty EBIT oraz dodatkowych kosztów marketingu. Niemniej jednak DAD znacząco w ten sposób wzmocni pozycję rynkową oraz negocjacyjną z dostawcami, czego owoce będą wspierać trajektorię wzrostu przychodów i rentowności w średnim terminie.

Wyniki 2023. Po wyższych od oczekiwań przychodach w 1Q podtrzymujemy, że tegoroczna dynamika sprzedaży powinna sięgnąć 45%. Jednocześnie guidance CEO wspiera nasze założenie dotyczące MBNS (30%), która w obecnym otoczeniu rynkowym i wyższym udziale rowerów w mixie byłaby bardzo dobrym wynikiem w obecnym otoczeniu rynkowym, również na tle konkurencji. Ponadto prowadzone projekty rozwojowe, pozyskana z początkiem roku, nowa powierzchnia magazynowa oraz otwarcie sklepu stacjonarnego, któremu towarzyszył dodatkowy marketing, wpłyną na wzrost wskaźnika SG&A o 0,5p.p. r/r. W rezultacie tegoroczny EBIT będzie porównywalny r/r, a powrotu na ścieżkę wzrostu oczekujemy dopiero w przyszłym roku. Zakładamy ponadto dalszy rozwój oferty odzwierciedlony w ponad 20% wzroście zapasów r/r do ~100mln PLN na koniec roku. FCF pozostanie ujemny, ale mając na uwadze relatywnie długi cykl konwersji gotówki i skalę wzrostu biznesu generacja wolnej gotówki schodzi na dalszy plan.

Wspierające mega trendy dla branży rowerowej. Podtrzymujemy tezę z IPO, że branża będzie korzystać na: (1) wzmocnionego przez pandemię postrzeganiu jazdy rowerem jako prozdrowotnego sposobu rekreacji, (2) rosnącym znaczeniu roweru jako ekologicznego środka komunikacji miejskiej, wspartego inwestycjami infrastrukturalnymi i zachętami samorządowymi; (3) innowacjach i premiumizacji, które podnoszą punkty cenowe na rynku, (4) rosnącym zainteresowaniu rowerami elektrycznymi i dedykowanymi komponentami, których znacznie wyższe ceny powinny wspierać wartość rynku, co obserwujemy w WE.

Oddalają się negatywne scenariusze marko, sentyment do sektora dodatkowo wspierają obietnice wyborcze. Dynamika PKB za 1Q przebiła oczekiwania i oddala całkowicie pesymistyczne scenariusze makro, w tym ważne dla konsumpcji dotyczące wzrostu bezrobocia. Tym samym w nadchodzących kwartałach gospodarstwa domowe powinny stopniowo wychodzić z najbardziej wymagającego otoczenia. Dodatkowo w ostatnich dniach obserwujemy wyraźne przyspieszenie kampanii wyborczej. Poza zapowiadaną waloryzacją programu 500+ do 800 PLN, która oznacza dodatkowy transfer do gospodarstw domowych 24mld PLN w skali roku, główna partia opozycyjna zaproponowała podniesienie kwoty wolnej od podatku z 30 do 60tyś PLN. Oznaczałoby to pozostawienie w kieszeniach podatników kolejnych kilkudziesięciu mld PLN. Łącznie tylko te dwie propozycje wyborcze stanowią ~4% konsumpcji prywatnej, a stół wyborczy zapewne będzie wypełniał się kolejnymi obietnicami. Wspiera to naszym zdaniem sentyment dla spółek konsumenckich, szczególnie że trend spadku udziału żywności w strukturze konsumpcji prywatnej powróci wraz z miarę spowolnienia wzrostu cen, na czym korzystać powinny pozostałe kategorie konsumpcji towarów.

Wycena i rekomendacja. Wycenę w 100% opieramy na metodzie DCF. Na bazie rewizji założeń modelowych podnosimy 12M TP dla akcji DAD z 15 PLN do 19 PLN oraz podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ.

Kluczowymi specyficznymi czynnikami ryzyka dla DAD: (1) niższa od zakładanej dynamika sprzedaży omnichannel, (2) słabsza od oczekiwań MBNS (m.in. polityka zakupowa, trendy modowe, konkurencja), (3) wyższy wskaźnik SG&A (głównie w obszarze performance marketingu, zewnętrznej usługi logistycznej), (4) dłuższy okres zwrotu z inwestycji w sklepy stacjonarne, w ramach realizacji strategii omnichannel, (5) gorsza od założeń ścieżka normalizacji cyklu konwersji gotówki, głównie z racji słabszej rotacji zapasów i w rezultacie wyższy wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy.

mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	65	83	117	168	222	291
EBITDA	7	9	7	9	14	18
EBIT	6	7	4	4	8	12
Zysk netto	5	6	4	3	6	9
EPS (PLN)	0	1	0	0	1	1
P/E (x)	31,4	26,5	40,7	48,2	26,1	16,9
EV/EBITDA (x)	22,3	15,0	22,3	19,1	12,7	9,9
P/BV (x)	9,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3
DY (%)	0,0%	0,0%	1,1%	0,2%	0,8%	1,5%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Kupuj

Poprzednia: Kupuj 15 PLN

Cena docelowa: 19 PLN

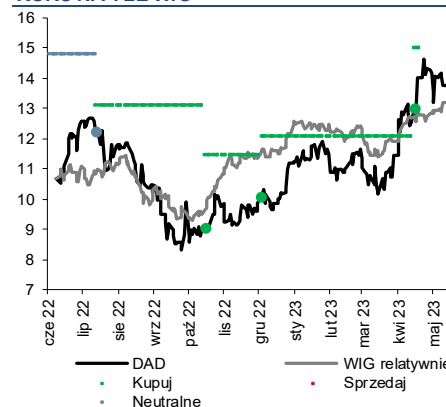
(z dnia: 22.05.2023)

Potencjał wzrostu: 38%

DANE SPÓŁKI

Ticker	DAD		
Sektor	E-commerce		
Kurs (PLN)	13,8		
52 tyg. min/max (PLN)	8,32 / 18,15		
Liczba akcji (mln szt.)	11,60		
Kapitalizacja (mln PLN)	160		
Free-float	0,3		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,1		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-2,4%	-8,6%	-38,5%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	15,0
Kupuj	12.12.2022	12,1
Kupuj	24.10.2022	11,5
Trzymaj	21.07.2022	13,1
Trzymaj	22.04.2022	14,8
Trzymaj	17.02.2022	17,0

AKCJONARIAT

	Udział %
Oponeo.pl	59,2%
Santander TFI	6,2%
Generali OFE	5,7%

WAŻNE DATY

Raport 1Q'23	24.05.2023
Raport 2Q'23	17.08.2023
Raport 3Q'23	08.11.2023

ANALITYK

Grzegorz Kujawski

DADELO

Bloomberg ticker

Rekomendacja

Cena docelowa (PLN)

Kurs (PLN)

Potencjał wzrostu

Liczba akcji (mln)

Kapitalizacja (mln PLN)

EV (mln PLN)

Grzegorz Kujawski

+48 (22) 433 83 69

grzegorz.kujawski@trigon.pl

DAD PW

Kupuj

19

13,8

38%

11,6

160

163

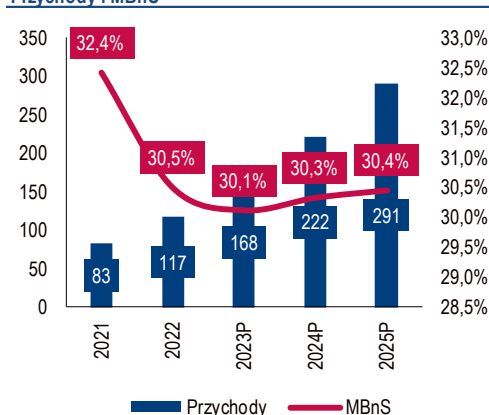
Wskaźniki rynkowe

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	26,5	40,7	48,2	26,1	16,9
P/E skor. (x)	26,5	40,7	48,2	26,1	16,9
P/BV (x)	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA (x)	15,0	22,3	19,1	12,7	9,9
EV/EBITDA skor. (x)	15,0	22,3	19,1	12,7	9,9
EV/Sprzedaż (x)	1,3	1,1	0,8	0,7	0,5
FCF Yield (%)	-24,0%	-10,5%	-5,9%	-4,5%	0,4%
DY (%)	0,0%	1,1%	0,2%	0,8%	1,5%

Wskaźniki finansowe

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,5	0,3	0,3	0,5	0,8
EPS skor. (PLN)	0,5	0,3	0,3	0,5	0,8
DPS (PLN)	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2
BVPS (PLN)	9,0	9,1	9,3	9,7	10,3
Liczba akcji (mln)	11,54	11,60	11,67	11,67	11,67
Kapitalizacja (mln PLN)	160	160	160	160	160
EV (mln PLN)	134	153	163	172	174

Przychody i MBnS



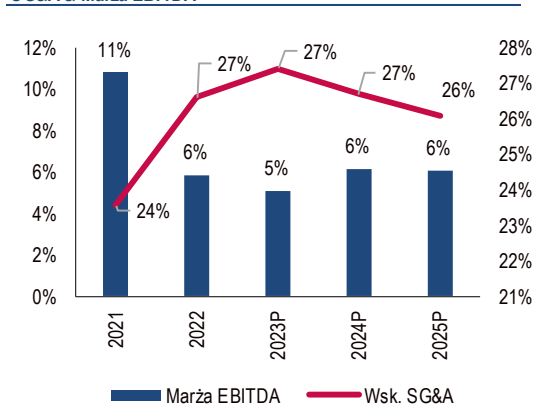
Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	82,8	117,2	167,8	221,6	291,2
Koszty wytworzenia	56,0	81,5	117,2	154,4	202,5
Zysk brutto ze sprzedaży	26,8	35,7	50,5	67,2	88,7
EBITDA	8,9	6,9	8,5	13,6	17,6
EBITDA skor.	8,9	6,9	8,5	13,6	17,6
Amortyzacja	1,8	2,4	4,5	6,1	6,0
EBIT	7,1	4,4	4,1	7,6	11,7
Zysk brutto	7,5	4,9	4,1	7,6	11,7
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	6,0	3,9	3,3	6,1	9,4
Zysk netto skor.	6,0	3,9	3,3	6,1	9,4

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przeplwy z działalności operacyjnej	-27,7	-13,3	-3,3	-4,7	3,9
Przeplwy z działalności inwestycyjnej	-17,0	-2,8	-6,4	-3,0	-3,3
CAPEX	-4,4	-2,8	-6,4	-3,0	-3,3
Przeplwy z działalności finansowej	72,4	-2,4	10,8	3,7	-2,4
Dywidenda	0,0	-1,7	-0,4	-1,3	-2,4
FCF	-32,1	-16,1	-9,7	-7,7	0,6
Przeplwy pieniężne netto	28	-19	1	-4	-2

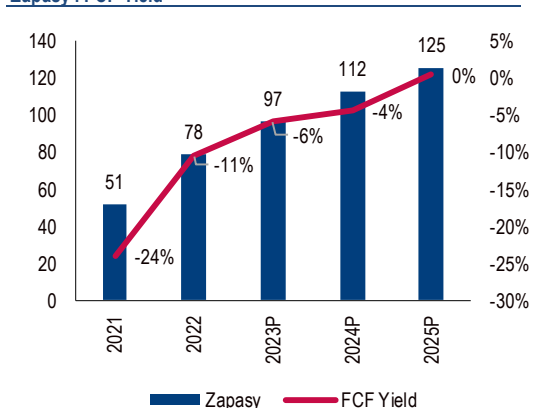
SG&A & Marża EBITDA



Bilans (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa	110	120	138	152	163
Rzeczowe aktywa trwałe	6	9	12	10	8
Wartości niematerialne i prawne	7	6	5	4	3
Zapasy	51	78	97	112	125
Gotówka	29	10	11	7	6
Pasywa	110	120	138	152	163
Kapitał własny	104	106	109	114	121
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0
Zobowiązania oprocentowane	3	4	15	20	20
Dług netto	-26	-7	4	13	14
Kapitał obrotowy netto	64	84	95	112	123

Zapasy i FCF Yield



Wskaźniki operacyjne

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
wzrost sprzedaży (%)	28%	42%	43%	32%	31%
wzrost EPS (%)	-	-35%	-16%	85%	54%
marża brutto na sprzedaży (%)	32,4%	30,5%	30,1%	30,3%	30,4%
marża EBITDA (%)	10,8%	5,9%	5,1%	6,1%	6,0%
marża EBIT (%)	8,6%	3,8%	2,4%	3,4%	4,0%
marża netto (%)	7,3%	3,3%	2,0%	2,8%	3,2%
ROE (%)	5,8%	3,7%	3,0%	5,4%	7,8%
ROA (%)	5,5%	3,3%	2,4%	4,0%	5,8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	5,3%	2,4%	3,8%	1,4%	1,1%
CAPEX/Amortyzacja (x)	2,4	1,2	1,4	0,5	0,6
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	-2,9	-0,9	0,4	0,9	0,8
Cykl konwersji gotówki (dni)	386	354	281	250	209
Cykl rotacji zapasów (dni)	335	351	301	266	226
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	70	46	30	32	29
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	20	44	50	48	46

Zródło: dane spółki, Trigon DM

Wycena

DCF

Główne założenia prognoz:

- (1) RFR 6,0%, RP 7,5%, współczynnik beta nielewarowana 1,0x;
- (2) Rezydualna stopa wzrostu FCF 3%;
- (3) Efektywna stopa podatkowa 19%;

ND (mln PLN)	2022
Zadłużenie	4
Leasing MSSF 16	0
Faktoring odwrócony	0
Gotówka	10
Dług netto	-7

DCF (mln PLN)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	>2032P
EBIT	4	8	12	17	24	32	41	49	54	58	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	3	6	9	13	19	26	33	40	44	47	
Amortyzacja	4	6	6	5	5	5	5	5	5	4	
CAPEX	-6	-3	-3	-4	-4	-8	-4	-4	-4	-4	
Zmiana NWC	-11	-17	-11	-16	-17	-18	-15	-13	-8	-5	
FCF	-10	-8	1	-1	4	5	18	27	36	42	44
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	4,5%
Premia rynkowa	7,5%	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	1,0
Koszt kapitału (CAPM)	13,3%	13,5%	13,6%	13,6%	13,7%	13,7%	13,7%	13,6%	13,4%	13,2%	11,7%
Koszt długu po podatku	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	4,9%
Dług(Dług/Kapitał)	1%	5%	6%	6%	8%	8%	8%	6%	3%	0%	0%
WACC	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	11,7%
DFCF	-9	-6	0	-1	2	3	8	11	12	13	
Wartość bieżąca FCF 2023-32	33										
Stopa wzrostu FCF po '32	3,0%										
Wartość rezydualna	501										
Zdyskontowana TV	152										
EV	185										
Dług netto	-7										
Wartość Spółki (mln PLN)	191										
Liczba akcji*	12										
Wartość 1 akcji 22/05/2023 (PLN)	16,6										
Cena docelowa 12M (PLN)	19,0										
Upside	41%										

		WACC				
		12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%
β	2,0%	21,1	19,3	17,8	16,4	15,2
	2,5%	21,8	20,0	18,3	16,9	15,6
	3,0%	22,7	20,7	19,0	17,4	16,0
	3,5%	23,7	21,5	19,6	18,0	16,5
	4,0%	24,8	22,5	20,4	18,6	17,1

Źródło: Trigon DM, *uwzględnia pełną realizację PM

Wycena porównawcza

Ograniczenia podejścia porównawczego do wyceny. (1) Najbliższą profilem działalności spółką do Dadelo jest Bike24. Spółka od momentu IPO w 2021 straciła ponad 80% kapitalizacji. Z pozyskanych 97mln EUR środków nic już nie zostało, a spółka dodatkowo pociągnęła w 2022 39mln EUR kredytów. Dając jednocześnie na ten rok słaby guidance. W rezultacie inwestorzy podchodzą z dużą rezerwą do odzwierciedlonej w mnożnikach skokowej poprawy wyników w 2024 (4-krotny wzrost EBITDA r/r, 2-krotny wzrost vs. 2022), szczególnie że bazuje ona na prognozie jednego brokera. W rezultacie grupę porównawczą poglądowo rozszerzyliśmy o spółki, które są właścicielami platform ecommerce. (2) Spółka na tle tak skonstruowanej grupy porównawczej wyróżnia się profilem wzrostu przychodów. Niemniej jednak **efekty realizowanej strategii rozwoju DAD będą ciężać wynikom najbliższych lat, dlatego użyteczność podejścia porównawczego do wyceny jest bardzo ograniczona. W rezultacie wycenę Dadelo w 100% opieramy na podejściu dochodowym, techniką DCF.**

Wycena porównawcza

WYCENA PORÓWNAWCZA	MC (EUR)	P/E			EV/EBITDA			Marża EBITDA			CAGR	CAGR
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	Przychodów	EBITDA
Dadelo SA	35	48,2	26,1	16,9	19,1	12,7	9,9	5,1%	6,1%	6,0%	32%	44%
e-commerce / Dobra dyskrecjonalne												
Etsy Inc	10 155	21,0	20,9	18,8	15,7	12,7	10,9	27,3%	28,2%	28,7%	11%	14%
Zalando SE	8 173	52,4	31,4	21,2	12,6	9,7	7,8	5,9%	6,8%	7,8%	10%	26%
Wayfair Inc	3 662	-	-	-	128,7	23,1	14,6	0,4%	2,1%	3,0%	8%	191%
About You Holding SE	859	-	-	-	-	35,4	11,8	-1,2%	1,0%	2,7%	12%	-
Boozt AB	704	32,3	24,6	21,0	12,8	10,5	9,1	7,6%	8,0%	8,2%	12%	16%
boohoo Group PLC	627	-	85,9	21,5	9,3	6,8	5,4	3,7%	4,9%	5,6%	8%	33%
ASOS PLC	514	-	17,8	7,9	5,1	3,7	3,0	3,9%	5,3%	6,1%	6%	33%
Answear.com SA	142	24,6	16,1	12,1	12,4	9,7	8,3	5,3%	5,6%	5,5%	21%	24%
Oponeo.pl SA	137	16,6	14,9	10,9	7,2	6,7	5,9	4,5%	4,3%	4,4%	10%	8%
Bike24 Holding AG	123	-	-	17,5	33,8	10,2	4,8	1,6%	4,5%	8,0%	13%	155%
Mediana		24,6	20,9	18,1	12,6	10,0	8,0	4,2%	5,1%	5,8%	10%	26%
Dadelo premia/(dyskonto)		96%	25%	-7%	52%	27%	23%					
Implikowana wartość 1 akcji (PLN)		7,0	11,0	14,8	8,9	10,6	10,9					
waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%					
waga wskaźnika			50%			50%						
Wartość 1 akcji (PLN)		10,5										

Źródło: Trigon DM, Bloomberg

Rachunek wyników (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	64,5	82,8	117,2	167,8	221,6	291,2
KWS	45,6	56,0	81,5	117,2	154,4	202,5
Zysk brutto ze sprzedaży	18,9	26,8	35,7	50,5	67,2	88,7
SG&A	12,7	19,5	31,2	46,0	59,2	76,0
Koszty marketingu	5,29	6,56	14,31	18,08	23,02	28,31
Performance marketing	3,4	3,6	6,2	7,9	10,3	13,2
Pozostały marketing	0,7	0,9	4,9	6,5	8,4	11,1
Koszty własne marketingu	1,3	2,0	3,2	3,7	4,3	4,1
Koszty logistyki	5,3	9,8	11,5	14,5	19,2	36,8
Koszty wysyłki i inne koszty sprzedaży	2,7	3,2	5,2	7,2	10,0	12,8
Koszty własne logistyki	2,6	6,6	6,3	7,3	9,3	14,6
Koszty sprzedaży	10,6	16,3	27,1	38,8	50,3	65,1
Koszty ogólnego zarządu	2,0	3,2	4,0	7,2	8,9	10,9
Zysk ze sprzedaży	6,3	7,3	4,6	4,5	8,0	12,7
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-1,0
EBITDA	7,1	8,9	6,9	8,5	13,6	17,6
EBITDA skor.	7,1	8,9	6,9	8,5	13,6	17,6
Amortyzacja	0,8	1,8	2,4	4,5	6,1	6,0
EBIT	6,3	7,1	4,4	4,1	7,6	11,7
Wynik na działalności finansowej	-0,1	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	6,2	7,5	4,9	4,1	7,6	11,7
Podatek dochodowy	1,1	1,5	0,9	0,8	1,4	2,2
Zyski mniejszości	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0
Zysk netto	5,1	6,0	3,9	3,3	6,1	9,4
Zysk netto skor.	5,1	6,0	3,9	3,3	6,1	9,4

marża brutto ze sprzedaży	29,4%	32,4%	30,5%	30,1%	30,3%	30,4%
marża EBITDA skor.	11,0%	10,8%	5,9%	5,1%	6,1%	6,0%
marża EBIT	9,7%	8,6%	3,8%	2,4%	3,4%	4,0%
marża netto skor.	7,9%	7,3%	3,3%	2,0%	2,8%	3,2%

zmiana przychodów r./r.	93,3%	28,4%	41,5%	43,1%	32,1%	31,4%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	128,7%	41,7%	33,1%	41,4%	33,0%	31,9%
zmiana EBITDA skor. r./r.	560,6%	25,5%	-23,2%	24,6%	59,2%	29,4%
zmiana EBIT r./r.	+	14,0%	-37,9%	-7,9%	84,9%	54,4%
zmiana zysku netto skor. r./r.	+	18,6%	-35,0%	-15,5%	84,9%	54,4%

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P
Przychody	17,1	19,4	41,5	34,1	22,3	28,3
KWS	12,2	13,6	28,8	23,8	15,2	19,8
Zysk brutto ze sprzedaży	4,9	5,8	12,6	10,3	7,1	8,5
Koszty sprzedaży	3,6	4,9	9,2	7,3	5,8	6,8
Koszty ogólnego zarządu	1,1	0,8	1,0	1,0	1,3	1,2
Zysk ze sprzedaży	0,1	0,0	2,5	2,0	0,0	0,4
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
EBITDA	1,1	0,6	3,0	2,7	0,6	1,4
EBITDA skor.	1,1	0,6	3,0	2,7	0,6	1,4
Amortyzacja	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	1,1
EBIT	0,5	0,0	2,4	2,1	-0,1	0,3
Wynik na działalności finansowej	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0
Zysk brutto	0,3	0,1	2,5	2,2	0,0	0,3
Podatek dochodowy	0,0	0,1	0,4	0,5	0,0	0,1
Zyski mniejszości	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0
Zysk netto	0,3	0,1	2,0	1,8	0,0	0,3
Zysk netto skor.	0,3	0,1	2,0	1,8	0,0	0,3

marża brutto ze sprzedaży	28,4%	29,8%	30,5%	30,1%	31,7%	30,0%
marża EBITDA skor.	6,4%	3,0%	7,3%	7,8%	2,6%	5,1%
marża EBIT	2,8%	-	5,9%	6,1%	-	1,1%
marża netto skor.	1,6%	0,4%	4,9%	5,2%	0,1%	0,9%

zmiana przychodów r./r.	93,8%	13,6%	113,7%	-17,8%	-34,6%	27,1%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	138,8%	19,1%	118,5%	-18,8%	-31,2%	20,2%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-	-	-	-12,2%	-77,8%	143,9%
zmiana EBIT r./r.	-	-	-	-15,7%	-103,3%	-574,8%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	-	-	-12,8%	-98,5%	868,5%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	5,2	13,7	15,9	17,8	14,7	12,1
Rzeczowe aktywa trwałe	1,6	6,2	9,0	12,3	10,2	8,2
Wartości niematerialne i prawne	3,5	7,2	6,4	5,1	4,1	3,5
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Aktywa obrotowe	20,1	96,3	103,8	119,8	136,9	151,2
Zapasy	17,8	51,4	78,5	96,5	112,3	125,1
Należności handlowe	0,7	16,0	14,9	11,7	17,1	20,4
Pozostałe	0,4	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Gotówka	1,2	28,9	10,3	11,5	7,4	5,6
Aktywa	25,3	110,0	119,7	137,6	151,7	163,3
Kapitał własny	16,8	103,7	106,0	108,9	113,7	120,7
Kapitał zakładowy	1,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Pozostałe	10,9	92,7	97,0	103,2	105,2	108,9
Zysk (strata) netto	4,6	8,8	6,7	3,3	6,1	9,4
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	0,3	2,4	2,7	3,8	6,0	6,0
Zobowiązania oprocentowane	0,0	2,2	2,7	3,8	6,0	6,0
Pozostałe	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	8,2	3,8	11,0	25,0	32,0	36,7
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,7	1,1	11,3	14,0	14,0
Zobowiązania handlowe	8,1	3,0	9,8	13,6	17,9	22,5
Pozostałe	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Pasywa	25,3	110,0	119,7	137,6	151,7	163,3
Kapitał obrotowy netto	10	64	84	95	112	123
Dług netto	-1	-26	-7	4	13	14
Dług netto skor.	-1	-26	-7	4	13	14
Dług netto/EBITDA (x)	-0,2	-2,9	-0,9	0,4	0,9	0,8
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1
ROE (%)	30%	6%	4%	3%	5%	8%
ROA (%)	20%	5%	3%	2%	4%	6%
Cykl konwersji gotówki (dni)	82	386	354	281	250	209
Cykl rotacji zapasów (dni)	143	335	351	301	266	226
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	4	70	46	30	32	29
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	65	20	44	50	48	46

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	-1,8	-27,7	-13,3	-3,3	-4,7	3,9
Zysk (strata) netto	4,6	5,9	3,7	3,3	6,1	9,4
Amortyzacja	0,8	1,8	2,4	4,5	6,1	6,0
Zmiany w kapitale obrotowym	-7,0	-35,7	-19,6	-11,0	-16,9	-11,5
Zmiana zapasów	-6,6	-35,7	-27,0	-18,1	-15,8	-12,8
Zmiana należności handlowych	-0,1	-0,2	0,9	3,2	-5,4	-3,3
Zmiana zobowiązań handlowych	-0,3	0,3	6,4	3,8	4,3	4,6
Pozostałe	-0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,0	-17,0	-2,8	-6,4	-3,0	-3,3
CAPEX	-1,1	-4,4	-2,8	-6,4	-3,0	-3,3
Pozostałe	0,0	-12,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	4,0	72,4	-2,4	10,8	3,7	-2,4
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	4,0	-5,0	0,0	11,2	5,0	0,0
Wpływy z emisji akcji	0,0	78,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	-1,7	-0,4	-1,3	-2,4
Pozostałe	0,0	-1,4	-0,7	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto	1,1	27,7	-18,6	1,1	-4,1	-1,8
Środki pieniężne na początek okresu	0,1	1,2	28,9	10,3	11,5	7,4
Środki pieniężne na koniec okresu	1,2	28,9	10,3	11,5	7,4	5,6

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

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



**NAGRÓDY
PSIK**
2022



EQUITY RESEARCH TEAM

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 Niszczyński
TMT

Łukasz Rudnik
Przemysł, Wydobycie

David Sharma
Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane

Piotr Rychlicki
Junior Analyst

Piotr Chodyra
Junior Analyst

SALES & TRADING TEAM

Paweł Szczepański, Head of Sales

Michał Sopiński, Deputy Head of Sales

Paweł Czupryński

Maciej Senderek

Hubert Kwiecień

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF – cash flow, przepływy pieniężne
CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe
OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa
FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale
NWC – kapitał obrotowy netto
Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – Dadelo S.A.
KUPUJ – 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 sporządził: 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 metod i przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto DCF.
Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.
Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

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 otrzymał od Emitenta dywidendę. 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 określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, 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 zapoznana 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: 22 maja 2023r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 22 maja 2023r. godz.: 12:20