

Research

CEE | Equity Research

Dadelo

Bet on inventory build paying off

Wyniki sprzedażowe za 1Q nadal potwierdzają dynamiczny wzrost udziałów rynkowych spółki, które w tym roku powinny przekroczyć 10%. Stawiamy tezę, że spółka nie przyplaci tego pogorszeniem marży, korzystając z okazji rynkowych wynikających z utrzymującego się procesu destockingu w Europie. Jednocześnie agresywny wzrost zapasów w 2025 roku oraz szybkie regulowanie zobowiązań handlowych przełożyły się na istotne zapotrzebowanie na NWC, co znalazło odzwierciedlenie w ujemnych przepływach pieniężnych na koniec 2025 roku. W konsekwencji spółka naruszyła kowenanty zawarte w obligacjach. Sam fakt tego zdarzenia oceniamy negatywnie. Niemniej jednak podjęta decyzja biznesowa zapewnia obecnie spółce rentę marży, która naszym zdaniem zostanie częściowo reinwestowana w tempo wzrostu. Zakładamy przy tym, że spółka zwiększy adj. EPS o ponad 50% w tym roku, a lewar na koniec roku obniży się w okolice 3,3x EBITDA LTM pomimo intensywnego budżetu inwestycyjnego wspierającego rozwój omnichannel. Większej erozji marży oczekujemy w przyszłym roku, obserwując inflacyjne otoczenie w łańcuchu dostaw. W tej sytuacji Dadelo, mimo wciąż wydłużonej, choć poprawiającej się rotacji zapasów, powinno nadal dynamicznie przejmować udziały rynkowe.

W naszych zrewidowanych prognozach zakładamy 2,5-krotny wzrost sprzedaży w 2028E względem ubiegłego roku, podnosząc w każdym roku tego okresu ścieżkę wzrostu przychodów o ponad 10 p.p. Jednocześnie przyjmujemy bardziej konserwatywną ścieżkę marży brutto, częściowo kompensowaną przez większy pozytywny efekt dźwigni operacyjnej. W wyniku rewizji prognoz podnosimy TP względem naszej ostatniej rekomendacji o 17%, do PLN 82, co implikuje 12% upside, przy jednoczesnym obniżeniu zalecenia inwestycyjnego do Hold.

Wzrost cen w łańcuchu dostaw w branży rowerowej daje premię Dadelo, wpłynie na presję na marżę w 2027 oraz będzie sprzyjać dalszej konsolidacji rynku. Po okresie redukcji zapasów w branży, który – zgodnie z komunikacją spółek – dobiegł końca, w 2026 oczekiwane jest wejście w fazę odbudowy zapasów. Patrząc na ceny surowców (aluminium, tworzywa sztuczne, włókna syntetyczne, kauczuk syntetyczny), koszty frachtu oraz potencjalną presję na wzrost cen energii i kosztów produkcji w Azji w następstwie konfliktu na Bliskim Wschodzie, proces odbudowy zapasów będzie odbywać się przy wyższych kosztach jednostkowych. Z uwagi na mechanizmy hedgingowe efekt ten będzie bardziej widoczny w zamówieniach kolekcji na 2027, co – naszym zdaniem – przełoży się na presję na rentowność w branży. Jednocześnie spółki z mocniejszym bilansem oraz dłuższą rotacją zapasów powinny w takich warunkach uzyskiwać premię rynkową. Powyższe założenia stanowią podstawę naszej tezy o erozji rentowności w 2027 w Dadelo, przy czym 2026 powinien pozostać relatywnie mocny pod tym względem. Spółka powinna dalej umacniać pozycję rynkową uczestnicząc w konsolidacji rynku – mniejsi gracze będą nadal wypadać z rynku.

Rynek w Europie wciąż nie wykazuje wyraźnych oznak ożywienia. Tegoroczny guidance Shimano (10.02.2026) zakłada porównywalną r/r sprzedaż komponentów rowerowych w Europie, jednak biorąc pod uwagę ok. 10% osłabienie JPY względem EUR r/r, sprzedaż w ujęciu kursów stałych będzie niższa r/r. Oznacza to, że w ujęciu wolumenowym spadek sprzedaży Shimano może przekroczyć 10%. Pomimo osłabienia lokalnej waluty, które dla eksportera jest co do zasady korzystne z perspektywy rentowności, Shimano prognozuje w tym roku spadek marży operacyjnej w segmencie rowerowym o 90bps r/r. Na brak ożywienia popytu zwracał również uwagę Thule podczas ostatniej konferencji wynikowej, odnosząc się do swoich rozwiązań dla branży rowerowej.

Wycena & główne czynniki ryzyka. Naszą wycenę Dadelo opieramy w 100% na podejściu dochodowym, metodzie DCF, która implikuje 12-miesięczny TP 1 akcji DAD na poziomie 82 PLN (Hold, upside +12%). Wycena porównawcza zwraca bieżącą wartość 1 akcji na poziomie 43.5 PLN. Niemniej jednak Dadelo wyróżnia się na tle peersów profilem wzrostu, co istotnie wpływa na mnożniki i powinno być odzwierciedlone w premii wycenowej. Spółka korzysta z umacniającej się pozycji rynkowej, skutecznie realizując przyjętą strategię ekspansji w modelu omnichannel, jednocześnie działając na rynku wspieranym przez sprzyjające trendy. Specyficzne dla spółki czynniki ryzyka zostały omówione na str. 10.

PLNm	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenues	189	280	444	665	854	1,033
adj. EBITDA	4	20	41	67	78	92
adj. EBIT	0	15	32	50	55	63
adj. Net profit	0	12	21	33	36	43
Net profit	0	12	15	27	32	43
adj. EPS (PLN)	0.0	1.0	1.8	2.8	3.1	3.6
adj. P/E (x)	10,578.2	74.3	40.4	26.2	23.6	20.1
adj. EV/EBITDA (x)	239.3	44.8	25.5	15.7	13.8	11.6
FCFF Yield (%)	-1.2%	-3.1%	-13.5%	1.6%	0.1%	2.7%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Source: Company, Trigon

Raport przygotowany w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Analitycznego

Research Department research@trigon.pl www.trigon.pl

Hold

(Previous: Buy)

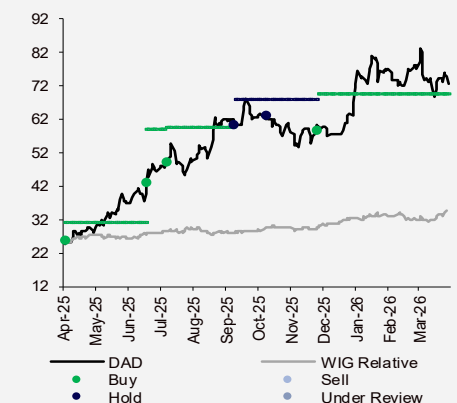
Target price: PLN 82

Upside: 12%

FACT SHEET

Ticker	DAD		
Sector	E-commerce		
Price (PLN)	73.4		
52W range (PLN)	19,2 / 55		
Shares outstanding (m)	11.7		
Market Cap (PLNm)	857		
Free-float	41%		
3M Avg. Vol. (PLNm)	0.9		
Price performance	1M	3M	1Y
	11.9%	50.8%	173%

RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



RECOMMENDATIONS	DATE	TP
Buy	10.12.2025	70.0
Hold	23.10.2025	68.0
Hold	23.09.2025	68.0
Buy	21.07.2025	60.0
Buy	02.07.2025	59.0
Buy	17.04.2025	31.5

SHAREHOLDERS	Share %
Oponeo.pl S.A.	58.8%
Ryszard Zawieruszynski	6.0%
OFE Generali	5.6%

INVESTOR CALENDAR

1Q26 Results	20.05.2026
1H26 Results	18.08.2026
3Q26 Results	17.11.2026

ANALYST

Grzegorz Kujawski g.kujawski@trigon.pl

Valuation	Current		Previous		Change
DCF	82.0	100%	70	100%	17%
Multiples	43.5	0%	40	0%	10%

Estimates chng	2026E			2027E			2028E			
	PLNm	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.
Revenues	665	586	13%	854	745	15%	1,033	937	10%	
adj. EBITDA	67	51	32%	78	64	21%	92	83	10%	
margin	10.1%	8.6%	1.4pp	9.1%	8.6%	0.5pp	8.9%	8.9%	0.0pp	
adj. EBIT	50	39	30%	55	49	14%	63	63	-1%	
margin	7.6%	6.6%	0.9pp	6.5%	6.5%	-0.1pp	6.1%	6.8%	-0.7pp	
adj. Net profit	33	25	32%	36	32	12%	43	44	-3%	
margin	4.9%	4.2%	0.7pp	4.3%	4.3%	-0.1pp	4.1%	4.7%	-0.6pp	

Trigon vs. cons	2026E			2027E			2028E			
	PLNm	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.
Revenues	665	-	-	854	-	-	1,033	-	-	
adj. EBITDA	67	-	-	78	-	-	92	-	-	
margin	10.1%	-	-	9.1%	-	-	8.9%	-	-	
adj. EBIT	50	-	-	55	-	-	63	-	-	
margin	7.6%	-	-	6.5%	-	-	6.1%	-	-	
adj. Net profit	33	-	-	36	-	-	43	-	-	
margin	4.9%	-	-	4.3%	-	-	4.1%	-	-	

KPIs (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	CAGR
Shares outstanding	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	0%
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
adj. EPS (PLN)	0.0	1.0	1.8	2.8	3.1	3.6	250%
BVPS (PLN)	9.1	10.1	12.0	14.3	17.0	20.7	18%
ND / EBITDA (x)	1.8	1.8	5.8	3.3	3.0	2.3	-
ND / Equity (x)	0.1	0.3	1.4	1.2	1.1	0.9	-
FCFF	-10	-27	-142	17	1	29	-
NWC	86	117	272	270	289	292	-
Net Debt	7	35	197	199	218	207	-
Minorities & other EV adj.	0	0	0	0	0	0	-
adj. Net Debt	7	35	197	199	218	207	-

Ratios	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	Avg.
adj. EBITDA yoy	-	452%	107%	62%	16%	18%	1.311
EBIT yoy	-93%	+	67%	72%	15%	26%	0.175
adj. EPS yoy	-	+	84%	54%	11%	17%	0.416
Gross margin	27.4%	31.9%	31.7%	31.1%	29.9%	29.8%	30.3%
adj. EBITDA margin	1.9%	7.1%	9.3%	10.1%	9.1%	8.9%	7.7%
EBIT margin	0.2%	5.4%	5.7%	6.5%	5.8%	6.1%	4.9%
adj. Net profit margin	0.0%	4.1%	4.8%	4.9%	4.3%	4.1%	3.7%
ROE (%)	0%	10%	11%	16%	16%	18%	12%
ROA (%)	0%	5%	4%	5%	5%	6%	4%

Company specific KPIs	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	CAGR
Revenues	189	280	444	665	854	1,033	40%
yoy	61%	48%	58%	50%	28%	21%	-
Online	169	209	325	403	483	532	26%
yoy	44%	24%	55%	24%	20%	10%	-
Share in total revenues	89%	75%	73%	61%	57%	52%	-
Stores	21	71	119	262	371	501	-
yoy	-	-	68%	119%	42%	35%	-
Gross margin	27.4%	31.9%	31.7%	31.1%	29.9%	29.8%	-
yoy (bps)	-304	441	-13	-61	-125	-10	-
SG&A ratio	27.2%	26.1%	25.9%	24.6%	23.9%	23.5%	-
yoy (bps)	57	-112	-14	-136	-71	-38	-
Cash conv. cycle (days)	221	215	320	194	160	134	-

Source: Company, Trigon

Multiples at PLN 73.4	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	10,578	74.3	55.6	31.8	26.8	20.1
adj. P/E (x)	10,578	74.3	40.4	26.2	23.6	20.1
EV/EBITDA (x)	239.3	44.8	30.8	17.6	14.9	11.6
adj. EV/EBITDA (x)	239.3	44.8	25.5	15.7	13.8	11.6
P/BV (x)	8.1	7.3	6.1	5.1	4.3	3.5
FCFF Yield (%)	-1.2%	-3.1%	-13.5%	1.6%	0.1%	2.7%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Multiples at Target Price	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	11,818	83.1	62.1	35.5	30.0	22.5
adj. P/E (x)	11,818	83.1	45.2	29.3	26.4	22.5
EV/EBITDA (x)	267.1	49.8	33.8	19.3	16.3	12.7
adj. EV/EBITDA (x)	267.1	49.8	27.9	17.2	15.1	12.7
P/BV (x)	9.0	8.1	6.8	5.7	4.8	4.0
FCFF Yield (%)	-1.1%	-2.8%	-12.3%	1%	0.1%	2.5%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

P&L Statement (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenues	189	280	444	665	854	1,033
COGS	137	191	303	458	599	726
Gross Profit	52	89	141	207	255	307
Selling costs	46	66	100	146	184	221
G&A costs	5	7	15	17	20	22
Other operating items, net	0	-1	-1	0	-2	-2
EBITDA	4	20	34	60	72	92
adj. EBITDA	4	20	41	67	78	92
D&A	3	5	9	17	23	29
EBIT	0	15	25	43	50	63
adj. EBIT	0	15	32	50	55	63
Net financial costs	0	-1	-6	-10	-10	-10
EBT	1	14	19	33	39	53
Minority interest	0	0	0	0	0	0
Net profit	0	12	15	27	32	43
adj. net profit	0	12	21	33	36	43

Balance Sheet (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Non-current Assets	25	36	67	98	130	159
Current Assets	116	201	341	400	469	516
Inventories	103	173	320	365	425	463
Receivables	12	13	19	20	24	28
Cash and cash equivalents	1	13	0	14	19	23
Assets	142	237	408	498	599	675
Equity	106	118	140	167	199	242
Non-current Liabilities	5	6	70	72	83	85
Long-term borrowings	0	0	50	45	49	45
Current Liabilities	31	113	198	259	317	348
Short-term borrowings	2	40	124	135	146	135
Payables	28	70	67	115	159	200
Equity and Liabilities	142	237	408	498	599	675

CF Statement (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Operating CF	0	-13	-120	56	45	80
Change in NWC	-4	-30	-153	2	-19	-2
D&A	3	5	9	17	23	29
Investing CF	-8	-12	-18	-30	-34	-37
CAPEX	-9	-12	-18	-30	-34	-37
Financing CF	-2	37	125	-12	-6	-39
Lease payments	-2	-2	-4	-8	-11	-14
Dividend/Buy-back	0	0	0	0	0	0
Net change in cash	-9	12	-13	13	6	4

Podsumowanie inwestycyjne

1Q26E oznacza się kontynuacją wysokiej dynamiki sprzedaży, nacisk w komunikacji CEO na atrakcyjne zakupy kolekcji, może oznaczać naszym zdaniem poprawę rentowności r/r. Zgodnie z trading update spółki przychody w 1Q wyniosą ok 140mln PLN (+67% r/r). Szacujemy, że wsparciem będzie 2-krotny wzrost sprzedaży sklepów stacjonarnych r/r, napędzany wygrzewaniem istniejących oraz kontrybucją nowych salonów. Tym samym kanał ten powinien odpowiadać za ok. 1/3 obrotów omnichannel. W ecommerce napędzany wolumenem transakcji i rosnącą wartością koszyka (wzrost udziału sprzedaży rowerów) dynamika sprzedaży będzie naszym zdaniem zbliżona do 50% r/r. W odniesieniu do marży brutto na uwadze mamy kilka czynników, które naszym zdaniem przeważą na poprawie rentowności r/r. Po pierwsze 1Q jest sezonowo słaby, co ogranicza wpływ inwestycji w ceny na sprzedaż i nie zakładamy scenariusza, w którym wysoka dynamika jest pochodną agresywnej polityki cenowej. Po drugie z przekazu CEO wynika, że wzrost ma być zdrowy, co również wyklucza naszym zdaniem przeceny w tym okresie. Po trzecie, CEO w ostatnim przekazu podkreśla atrakcyjność dokonanych zakupów kolekcji uzasadniając decyzję o przekroczeniu kowenantów. Mając na uwadze powyższe w 1Q oczekujemy poprawy marży brutto o 70-80bps do ponad 31%. Dodatkowo wysoka dynamika sprzedaży powinna wspierać efekt dźwigni operacyjnej pomimo wzrostu kosztów związanych z rozwojem sieci salonów i zatrudnienia w organizacji. Będzie to odzwierciedlone w poprawie marży EBIT. Na bottom line z kolei będą widoczne znacznie wyższe koszty finansowe związane z rosnącym magazynem i szybszym regulowaniem zobowiązań handlowych. Oba te czynniki płynęły na obserwowane znaczące wydłużenie cyklu konwersji gotówki w ostatnich kwartałach, które powinien się istotnie skrócić po szczycie tegorocznego wysokiego sezonu.

1Q26E Results preview

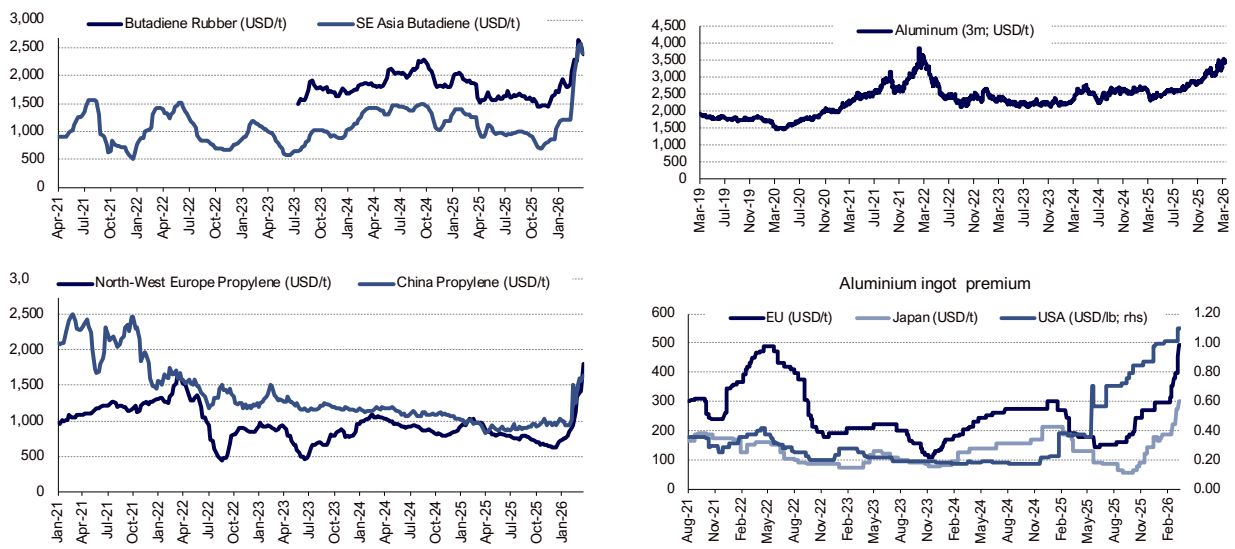
PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	Y/Y	Q/Q
Revenues	83.1	159.9	134.6	66.4	139.0	67%	109%
EBITDA	6.8	20.0	15.8	-8.5	15.8	133%	-
Adj. EBITDA	6.8	20.0	15.8	-1.4	15.8	133%	-
EBIT	5.1	18.1	13.4	-11.4	11.7	128%	-
Adj. EBIT	5.1	18.1	13.4	-4.3	11.7	128%	-
Net profit	3.4	13.6	9.5	-11.1	7.3	117%	-
Adj. Net profit	3.4	13.6	9.5	-5.3	7.3	117%	-
Gross margin	30.5%	32.7%	31.9%	30.5%	31.2%	0.7p.p.	1p.p.
SG&A ratio	24.4%	21.2%	22.0%	47.0%	22.9%	-1.6p.p.	-24p.p.
Adj. EBITDA margin	8.2%	12.5%	11.8%	-12.8%	11.4%	3.2p.p.	24p.p.
Adj. EBIT margin	7.5%	14.6%	14.9%	-10.2%	8.4%	0.9p.p.	19p.p.
Adj. Net profit margin	4.1%	8.5%	7.1%	-8.0%	5.3%	1.2p.p.	13p.p.
OCF	43.1	-20.4	-39.9	-102.4		-	-
Net debt	86.2	79.2	123.9	196.7	189.9	441%	53%
Adj. P/E12M trailing	66.1	46.9	38.3	40.4	34.1		
Adj. EV/EBITDA 12M trailing	41.5	30.1	25.2	25.5	20.8		

Source: Company, Trigon

Wzrost cen w łańcuchu dostaw w branży rowerowej daje premię Dadelo, wpłynie na presję na marże w 2027 oraz będzie sprzyjać dalszej konsolidacji rynku. Po okresie redukcji zapasów w branży, który – zgodnie z komunikacją spółek – dobiegł końca, w 2026 oczekiwane jest wejście w fazę odbudowy zapasów. Patrząc na ceny surowców (aluminium, tworzywa sztuczne, włókna syntetyczne, kauczuk syntetyczny), koszty frachtu oraz potencjalną presję na wzrost cen energii i kosztów produkcji w Azji w następstwie konfliktu na Bliskim Wschodzie, proces odbudowy zapasów będzie odbywać się przy wyższych kosztach jednostkowych. Z uwagi na mechanizmy hedgingowe efekt ten będzie bardziej widoczny w zamówieniach kolekcji na 2027, co – naszym zdaniem – przełoży się na

presję na rentowność w branży. Jednocześnie spółki z mocniejszym bilansem oraz dłuższą rotacją zapasów powinny w takich warunkach uzyskiwać premię rynkową. Powyższe założenia stanowią podstawę naszej tezy o erozji rentowności w 2027 w Dadelo, przy czym 2026 powinien pozostać relatywnie mocny pod tym względem. Spółka powinna dalej umacniać pozycję rynkową uczestnicząc w konsolidacji rynku – mniejsi gracze będą nadal wypadać z rynku.

Ceny wybranych surowców wrażliwych dla branży rowerowej



Source: Bloomberg

Rynek w Europie bez wyraźnych oznak ożywienia. Tegoroczny guidance Shimano (10.02.2026 [LINK](#)) wskazuje na porównywalną r/r sprzedaż komponentów rowerowych w Europie, ale mając na uwadze ok. 10% osłabienie JPY względem EUR r/r, wartość sprzedaży przy kursach stałych będzie gorsza r/r, a w ujęciu wolumenowym spadek sprzedaży Shimano może być jeszcze nieco głębszy. Pomimo osłabienia lokalnej waluty, co dla eksportera jest co do zasady pozytywne pod kątem rentowności, Shimano prognozuje w tym roku spadek marży operacyjnej w segmencie rowerowym o 90bps r/r. Również Thule podczas ostatniej konferencji wynikowej wskazywał na brak ożywienia u klientów w obszarze swoich rozwiązań dla branży rowerowej. CEO Thule: „Podobnie jak mówiliśmy w Q3, nadal obserwujemy ostrożne podejście detalistów, szczególnie w zakresie budowania zapasów produktów sezonowych, co wpływa w zasadzie na wszystkie kategorie związane z rowerami i negatywnie oddziałuje na tę kategorię...” (transkrypt z 10.02.2026 [LINK](#)). Na wyzwania dla biznesu rowerowego w Europie wskazuje wciąż hGears, spółka zajmująca się w produkcji komponentów do napędów e-bikes. Spółka mierzyła się w 2025 ze słabym rynkiem, wynikającym z redukcji zapasów w całym łańcuchu dostaw (prezentacja po wynikach za 4Q25 [LINK](#)). Trochę natomiast optymizmu napłynęło z przekazu CEO MIPS po 4Q25, który wskazał, że po raz pierwszy od wielu kwartałów rynek rowerowy wzrósł wolumenowo, co interpretowane jest uzupełnieniem stanów magazynowych. Przekaz ten naszym zdaniem bardziej dotyczył USA, gdzie w 2025 wprowadzono cła, niż Europy.

Ostatnie wydarzenia w otoczeniu spółki:

(1) Trading update za 1Q26. Szacunkowe przychody ze sprzedaży w 1Q26 na poziomie 139mln PLN, +67,3% r/r. „Głównymi czynnikami wzrostu są: rosnąca oferta sklepu internetowego, popularność marki Centrumrowerowe.pl oraz otwarcie nowych sklepów stacjonarnych (Rzeszów i Zabrze)”.

Komentarz: Dynamika 1Q znacznie powyżej naszych oczekiwań, osiągnięta

w warunkach niesprzyjającej pogody. Nie zakładamy natomiast, żeby była osiągnięta w warunkach erozji rentowności pomimo znaczącego przyrostu zapasów. CEO wcześniej komunikował, że wysoko ocenia jakość kolekcji i jej upływnianie nie będzie wymagało poświęcenia marży szczególnie, że dla spółki sezon się jeszcze nie rozpoczął. W efekcie wstępnie zakładamy, że dynamika EPS nie będzie naszym zdaniem istotnie odbiegać od dynamiki przychodów pomimo znacznie wyższych kosztów finansowych, wspierana pozytywnym efektem dźwigni operacyjnej.

(2) Przekroczenie kowenantów emisji obligacji, zwołanie zgromadzenia obligatariuszy na 7 maja. Spółka przekroczyła dwa opisane w warunkach emisji obligacji wskaźniki – equity/aktywa oraz zadłużenie finansowe netto do EBITDA, które na koniec 4Q25 odpowiednio wyniosły 0,34x (kowenant: min 0,35x) oraz 4,27x (kowenant: max 3,75x). CEO w komunikacji wskazuje, że niespełnienie kowenantów miało miejsce w wyniku zakupu znacznej ilości towaru po bardzo atrakcyjnych cenach, którego sprzedaż Spółka będzie realizowała w roku 2026. W wyniku niespełnienia kowenantów po stronie obligatariuszy zaktualizowało się prawo do złożenia żądania wykupu obligacji zgodnie z warunkami dokonanej emisji. Niezależnie od powyższego, wskazane wyżej przekroczenie kowenantów, w sytuacji niezgłoszenia żądania wykupu, dla obligatariuszy będzie oznaczać zwiększenie za kolejny okres odsetkowy, marży o 0,5 pkt procentowych. Rzecznik KNF w wywiadzie dla prasy skomentował, że analizowany jest sposób informowania o naruszeniu kowenantów i transakcje znaczących akcjonariuszy.

Komentarz: 7 maja 2026 roku odbędzie się zgromadzenie obligatariuszy Dadelo. Głównym przedmiotem głosowania będą: uchwała w sprawie nieuznawania naruszenia wskaźników (EBITDA i kapitałowego) na koniec 1Q26 za tzw. „event default” oraz zmiana warunków emisji, w tym skrócenie terminu wykupu obligacji. Z komunikacji CEO wynika, że spółka będzie dążyła do wykupu obligacji przed terminem. Mając na uwadze sezonowość przepływów pieniężnych, pozycja gotówkowa skokowo poprawi się w 2Q26.

(3) Zejście przez Allianz TFI poniżej progu 5% w głosach na WZA, dalszy zakup akcji przez insidera

(4) Wyniki za 4Q25.

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25E	Cons.
Revenues	41.1	83.1	159.9	134.6	66.4	62%	-51%	65.0	-
EBITDA	-3.5	6.7	20.0	15.8	-8.4	-	-	-	-
Adj. EBITDA	-3.5	6.7	20.0	15.8	-2.7	-	-	-2.6	-
EBIT	-4.9	5.1	18.1	13.4	-11.4	-	-	-	-
Adj. EBIT	-4.9	5.1	18.1	13.4	-5.6	-	-	-5.4	-
Net profit	-4.1	3.4	13.6	9.5	-11.1	-	-	-	-
Adj. Net profit	-4.1	3.4	13.6	9.5	-5.3	-	-	-5.8	-
Gross margin	31.2%	30.5%	32.7%	31.9%	30.5%	-0.7p.p.	-1p.p.	31.6%	-
SG&A ratio	41.1%	24.4%	21.2%	22.0%	47.0%	5.9p.p.	25p.p.	39.2%	-
Adj. EBITDA margin	-8.6%	8.1%	12.5%	11.8%	-4.0%	4.6p.p.	-16p.p.	-4.0%	-
Adj. EBIT margin	-12%	6.2%	11.3%	9.9%	-8.5%	3.6p.p.	-18p.p.	-8.3%	-
Adj. Net profit margin	-9.9%	4.1%	8.5%	7.1%	-8.0%	1.9p.p.	-15p.p.	-8.9%	-
OCF	-27.9	43.1	-20.4	-39.9	-102.4	-	-	-	-
Net debt	35.1	86.2	79.2	123.9	197.8	+	150%	-	-
Adj. P/E12M trailing	83.0	73.8	52.4	42.7	45.2	-	-	-	-
Adj. EV/EBITDA 12M trz	49.4	45.7	33.2	27.7	28.9	-	-	-	-

Source: Company, Trigon

Komentarz:

#Wynik operacyjny skorygowany o koszty ESOP (7,1mln PLN) zbliżony do naszych oczekiwań. Spółka w ciężar 4Q25 rozpoznała koszty wyceny 1 transzy 3-letniego programu motywacyjnego. Wycena kolejnych transz

przypadnie na rok 2026 i 2027 – zakładamy, że w obu przypadkach spółka osiągnie kryterium przychodowe przydziału akcji (2026 519mln PLN, 2027 681mln PLN). Łączne rozwodnienie z tytułu przydziału wszystkich akcji bonusowych wyniesie ok. 3% i ten efekt był już uwzględniony w naszej wycenie.

#Marża brutto była nieco słabsza niż przed rokiem i zgodna z komunikacją położenia większego akcentu na tempo sprzedaży. Jednocześnie wsk. SG&A skor. o koszty ESOP (38,3%) dalej wskazywał na pozytywny efekt dźwigni operacyjnej. Dalszy dynamiczny wzrost NWC odzwierciedlał przyrost kosztów finansowych r/r. Adjustowana strata w 4Q25 była zbliżona do naszych oczekiwań.

#Pozycja gotówkowa. Zapasy na koniec 4Q wzrosły o ok. 85% r/r oraz 30% kw/kw do 320mln PLN, co oznaczało dynamikę zbliżoną do poprzedniego kwartału) do 270mln PLN. W połączeniu ze znacznie szybszym tempem wywiązywania się ze zobowiązań niż przed rokiem przełożyło się to na dalszy dynamiczny wzrost NWC (ponad 2-krotny r/r). Spółka poza dynamicznym wzrostem skali biznesu, sezonowo na przełomie 4Q i 1Q posiada najwyższe stany magazynowe przygotowując się na nadchodzący sezon. Niemniej jednak poziom zapasów na koniec 4Q w relacji do prognozowanych w przez nas przychodów w 2026 wzrósł przekroczył 50% vs. 40% przed rokiem. Zestawiając dłuższą rotację zapasów z krótszą rotacją zobowiązań znacząco wydłużył się cykl konwersji gotówki, co miało odzwierciedlenie w ujemnym OCF w całym roku (-120 vs. -13mln PLN przed rokiem). CEO komentując wyniki 3Q wskazywał na wysoką jakość zapasów i atrakcyjne ceny zakupu kolekcji, co nabiera dodatkowe znaczenia w kontekście presji inflacyjnej w wyniku eskalacji konfliktu w ME. Jednocześnie znacząco podniósł guidance tempa otwarć sklepów na najbliższe lata i przez ten pryzmat również należy oceniać poziom zapasów. Jednocześnie szybsza regulacja zobowiązań zapewne związana jest z atrakcyjnym poziomem skonta za wcześniejszy termin płatności, co o ile odbija się na kosztach finansowych, powinno równolegle wspierać marżę brutto w kolejnych okresach. ND/Adj. EBITDA wzrosła na koniec 4Q do ok. 5x. Szacujemy, że w 1Q26 ten parametr powinien być zbliżony kw/kw i obniżyć się w kierunku 3,5x EBITDA pomiędzy 2Q a 3Q.

#Podsumowując, mając na uwadze dynamiczny wzrost NWC kluczowe jest obecnie utrzymanie przez spółkę mocnych KPIs sprzedażowych w obu kanałach. Podtrzymujemy tezę, że motywacją do agresywnego budowania zapasów obok atrakcyjnych warunków handlowych, pozostaje diagnoza zarządu dotycząca otoczenia konkurencyjnego oraz założeń w odniesieniu do dynamiki rynku. Dadelo dynamicznie zwiększa udziały rynkowe i pozostaje największym disruptorem w branży, który obecnie generuje już solidną rentowność pomimo rozwoju sieci salonów, które wciąż się wygrzewają.

Założenia modelowe

DAD: Estymacja wartości rynku rowerowego w Polsce

mIn PLN	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Bicycle & Accessories market	3,545	3,999	4,355	4,629	4,904	5,136	5,486	5,874	6,309	6,717
y/y		12.8%	8.9%	6.3%	5.9%	4.7%	6.8%	7.1%	7.4%	6.5%
Dadelo revenues	65	83	117	189	280	444	665	854	1,033	1,246
Implied Dadelo market share	1.8%	2.1%	2.7%	4.1%	5.7%	8.6%	12.1%	14.5%	16.4%	18.6%

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

DAD: Model assumptions

PLNm	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenues	117.2	189.1	280.5	444.0	665.0	854.0	1033.3
y/y	42%	61%	48%	58%	50%	28%	21%
Online	113.7	183.4	209.5	324.5	403.0	482.9	532.2
y/y	42%	61%	14%	55%	24%	20%	10%
% of revenues	97%	97%	75%	73%	61%	57%	52%
Offline	0.0	20.5	71.0	119.5	262.0	371.2	501.1
y/y	-	-	246%	68%	119%	42%	35%
% of revenues	3%	3%	25%	27%	39%	43%	48%
Gross margin	30.5%	27.4%	31.9%	31.7%	31.1%	29.9%	29.8%
y/y	-1.9p.p.	-3.0p.p.	4.4p.p.	-0.1p.p.	-0.6p.p.	-1.3p.p.	-0.1p.p.
SG&A costs	31.2	51.4	73.1	115.1	163.3	203.7	242.6
SG&A ratio	26.6%	27.2%	26.1%	25.9%	24.6%	23.9%	23.5%
EBITDA	6.9	3.6	19.9	34.2	59.9	72.3	91.9
y/y	-23%	-47%	452%	72%	75%	21%	27%
EBITDA margin	5.9%	1.9%	7.1%	7.7%	9.0%	8.5%	8.9%
y/y	-4.9p.p.	-3.9p.p.	5.2p.p.	0.6p.p.	1.3p.p.	-0.5p.p.	0.4p.p.
EBIT	4.4	0.3	15.1	25.2	43.3	49.7	62.8
y/y	-38%	-93%	4668%	67%	72%	15%	26%
EBIT margin	3.8%	0.2%	5.4%	5.7%	6.5%	5.8%	6.1%
y/y	-4.8p.p.	-3.6p.p.	5.2p.p.	0.3p.p.	0.8p.p.	-0.7p.p.	0.3p.p.
OCF	-13.3	0.3	-13.3	-119.6	55.6	45.4	79.5
CAPEX	-2.8	-9.1	-11.7	-18.3	-30.4	-33.6	-36.6
FCF	-16.1	-8.8	-27.4	-141.8	17.2	1.0	29.1
ND/EBITDA (x)	-0.9	0.2	1.8	5.8	3.3	3.0	2.3
Inventory turnover (days)	351	274	331	386	291	259	233
Receivables turnover (days)	46	22	17	15	13	12	11
Payables turnover (days)	44	76	133	81	110	110	110
Cash conversion cycle (days)	354	221	215	320	194	160	134

Source: Company data, Trigon

DAD: Forecasts' changes vs. last recommendation

Estimates chng PLNm	2026E			2027E			2028E		
	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.
Revenues	665	586	13%	854	745	15%	1,033	937	10%
adj. EBITDA	67	51	32%	78	64	21%	92	83	10%
margin	10.1%	8.6%	1.4pp	9.1%	8.6%	0.5pp	8.9%	8.9%	0.0pp
adj. EBIT	50	39	30%	55	49	14%	63	63	-1%
margin	7.6%	6.6%	0.9pp	6.5%	6.5%	-0.1pp	6.1%	6.8%	-0.7pp
adj. Net profit	33	25	32%	36	32	12%	43	44	-3%
margin	4.9%	4.2%	0.7pp	4.3%	4.3%	-0.1pp	4.1%	4.7%	-0.6pp

Wycena

Podsumowanie wyceny. Nasza cena docelowa akcji Dadelo oparta jest w 100% na podejściu dochodowym, metodzie DCF, która implikuje wartość 12-miesięczny TP 1 akcji na poziomie 82 PLN (Hold, +12% upside).

DCF

Główne techniczne założenia wyceny:

(1) stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,5% (4,5% w kalkulacji wartości rezydualnej); premia rynkowa 6,0%, współczynnik beta nielewarowana 1,0x,

(2) rezydualna stopa wzrostu FCF 2,5%, rezydualny cykl konwersji gotówki na poziomie 60 dni;

(3) liczba akcji uwzględnia pełne rozwodnienie z tytułu ESOP na lata 2025-27 (360tys. akcji, ok. 3% rozwodnienie), obejmowanych po cenie nominalnej.

DCF (mIn PLN)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	>2035E
adj. EBIT	50	55	63	82	104	127	147	165	179	187	
adj. EBIT margin (%)	7.6%	6.5%	6.1%	6.6%	7.0%	7.3%	7.4%	7.5%	7.6%	7.6%	
Tax rate	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	41	45	51	66	84	103	119	134	145	152	
D&A	17	23	29	33	38	42	45	48	50	53	
Lease payments	-8	-11	-14	-17	-19	-22	-24	-25	-26	-27	
CAPEX	-30	-34	-37	-23	-24	-24	-25	-25	-26	-26	
Change in NWC	2	-19	-2	-9	0	2	4	2	-19	-17	
FCF	21	3	27	51	79	101	121	133	125	135	144
Risk-free rate	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	4.50%
Market premium	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Releveraged Beta	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of equity (CAPM)	12.3%	12.2%	12.2%	12.0%	11.8%	11.7%	11.4%	11.7%	11.6%	11.6%	10.7%
Cost of debt after tax	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	4.9%
Debt (Debt/Equity)	19%	17%	16%	14%	11%	9%	2%	8%	7%	7%	7%
WACC	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	10.4%
DFCF	20	3	20	34	48	55	59	59	49	48	
Present value FCF 2026-35E	395										
FCF growth rate after '35	2.5%										
Terminal value	1835										
Discounted TV	652										
EV	1046										
Net debt	173										
Equity value (PLN m)	873										
Shares outstanding* (m)	12.0										
Value of 1 share (PLN)	72.5										
Target price 12M (PLN)	82.0										
Upside	12%										

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

DAD: Sensitivity analysis

		WACC				
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
g chng	-1.0%	91.1	83.2	76.3	70.1	64.5
	-0.5%	95.0	86.4	78.9	72.3	66.5
	0.0%	99.4	90.1	82.0	74.9	68.6
	0.5%	104.5	94.2	85.4	77.7	71.0
	1.0%	110.4	99.0	89.3	80.9	73.7

		EBIT margin in TV chng				
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
g chng	-1.0%	68.0	70.2	72.6	75.4	78.6
	-0.5%	72.1	74.6	77.3	80.4	84.0
	0.0%	76.3	78.9	82.0	85.4	89.3
	0.5%	80.4	83.3	86.6	90.4	94.7
	1.0%	84.6	87.7	91.3	95.4	100.0

Wycena porównawcza

Company	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			EBIT margin			CAGR EBIT '25-28
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
Dadelo*	26.2	23.6	20.3	15.6	13.6	11.5	20.8	19.2	16.8	7.6%	6.5%	6.1%	30.5%
E-commerce discretionary	11.0	8.6	10.5	5.1	4.5	4.0	11.3	9.5	7.4	4.3%	5.0%	5.2%	20.3%
Zalando SE	18.9	12.9	10.5	4.3	3.4	2.7	7.0	5.4	4.1	4.8%	5.2%	5.8%	33.9%
Etsy Inc	7.7	8.2	8.3	7.2	6.8	6.2	12.9	11.8	10.0	15.8%	16.5%	17.5%	10.5%
Wayfair Inc	23.2	17.3	13.7	12.4	9.9	7.9	19.2	14.5	11.6	4.2%	4.8%	5.2%	97.9%
Halfords Group PLC	9.1	7.8	6.7	3.0	2.6	2.5	10.7	8.5	7.4	2.9%	3.2%	3.5%	14.8%
Oponeo.pl SA	11.0	8.2	7.1	5.1	4.4	4.0	7.0	6.1	5.3	5.4%	5.2%	5.3%	27.8%
Answer.com SA	28.2	16.4	12.8	10.2	8.5	7.3	14.7	11.8	10.3	3.4%	3.8%	3.6%	20.3%
Pierce Group AB	10.2	8.6	7.2	4.3	3.3	2.4	6.7	4.9	3.4	4.4%	5.1%	5.8%	48.3%
Bike24 Holding AG	56.8	17.2	11.0	7.1	5.2	4.0	23.7	11.3	7.3	2.0%	3.6%	4.6%	-282.9%
Delticom AG	8.3	7.1	10.9	5.1	4.5	5.0	11.3	9.5	13.9	1.9%	2.1%	1.5%	-21.5%
Manufacturers of Bicycle products	15.5	13.0	11.7	10.5	8.8	8.1	12.6	11.1	10.3	9.2%	10.6%	11.8%	13.6%
Shimano Inc	29.7	23.7	19.8	12.4	10.4	8.8	18.9	15.0	12.2	11.1%	13.4%	15.3%	13.7%
Thule Group AB	19.0	16.8	15.0	12.8	11.4	10.3	15.5	13.7	12.2	16.9%	17.9%	18.8%	11.3%
Giant Manufacturing Co Ltd	12.0	9.3	8.4	4.7	3.9	4.4	8.8	6.4	8.4	5.0%	6.2%	6.1%	61.5%
Merida Industry Co Ltd	10.3	8.4	6.2	8.7	7.2	7.4	9.7	8.5	7.6	7.4%	7.9%	8.2%	13.6%
Manufacturers of Sports goods	27.7	21.4	16.6	14.5	11.7	9.9	19.5	14.2	10.5	13.7%	14.3%	15.0%	10.9%
Amer Sports Inc	30.5	24.5	20.0	14.5	11.7	9.9	19.5	15.7	12.8	13.7%	14.3%	15.0%	20.2%
Technogym SpA	29.0	25.5	23.1	15.3	13.5	12.5	20.3	17.6	15.8	16.3%	17.0%	17.7%	10.9%
Yonex Co Ltd	20.9	21.4	16.6	12.3	11.1	9.2	14.0	13.6	10.5	10.7%	9.4%	10.7%	10.3%
Mizuno Corp	16.5	14.6	13.3	8.9	8.2	8.1	10.3	9.8	9.1	9.1%	8.8%	9.5%	4.1%
MIPS AB	27.7	18.4	13.9	20.0	13.5	10.0	22.0	14.2	10.4	38.3%	44.8%	47.4%	58.2%
Median	18.9	15.5	11.9	8.8	7.7	7.3	13.4	11.5	10.1	7.4%	7.9%	8.2%	14.3%
DAD premium/discount	38%	52%	71%	78%	77%	56%	55%	66%	66%				
Implied value of 1 share (PLN)	53.0	48.3	43.0	34.1	34.1	40.8	41.5	37.4	37.6				
weight of the year	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%				
partial value per share (PLN)		48.1			36.4			38.8					
weight of the coefficient		50%			0%			50%					
Value of 1 share (PLN)	43.5												

Source: Trigon, Bloomberg; *based on Trigon forecasts

Czynniki ryzyka

Specyficznymi dla spółki czynnikami ryzyka są:

- (1) niższa od zakładanej ścieżka wzrostu skali biznesu w modelu omnichannelowym (niższa od założeń ewolucja średniego koszyka tzw. AOV, gorszy od założeń ruch na platformie i niższa konwersja);
- (2) słabsza od założeń marża brutto na sprzedaży (większy niż zakładamy focus na wzrost udziałów rynkowych kosztem marży, większa presja konkurencyjna, pogorszenie rotacji magazynu skutkujące głębszymi promocjami);
- (3) nietrafione decyzje w obszarze rozszerzania oferty skutkujące odpisami zapasów co w następstwie potencjalnej presji na rentowność odbiłoby się na wzroście lewara i ryzyku przekroczenia kowenantów finansowanych;
- (4) wyższy wskaźnik SG&A (większe wsparcie sprzedaży aktywnością po stronie performance marketingu i marketingu ATL, szybsza ekspansja sieci salonów stacjonarnych, wyższy wskaźnik zwrotów ciążący kosztem zewnętrznej logistyki);
- (5) dłuższy okres zwrotu z inwestycji w sklepy stacjonarne, w ramach realizacji strategii omnichannel;
- (6) gorsza od założeń ścieżka normalizacji cyklu konwersji gotówki, głównie z racji słabszej rotacji zapasów oraz słabszej poprawy warunków handlowych u dostawców, w rezultacie wyższy wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz wyższy poziom lewara finansowego;
- (7) słabsze postrzeganie corporate governance w związku z naruszeniem kowenantów może potencjalnie obniżyć zaufanie inwestorów i wpływać na sentyment do spółki.

TRIGON DOM MAKLERSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepca@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	<i>Head of Research</i>	Dominik Niszczyński, CFA TMT, E-commerce	<i>Senior Analyst</i>
Maciej Marcinowski Strategy, Banks, Financials	<i>Deputy Head of Research</i>	Łukasz Rudnik Strategy, Foreign Markets, Industrials	<i>Senior Analyst</i>
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	<i>Senior Analyst</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra Aerospace & Defence, Deep tech, Consumer	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	Kacper Mazur	<i>Assistant Analyst</i>

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński *Managing Director*

SALES TRADING

Paweł Szczepański	<i>Head of Sales</i>	Paweł Czupryński	<i>Senior Sales Trader</i>
Michał Sopiński, CFA	<i>Deputy Head of Sales</i>	Hubert Kwiecień	<i>Sales Trader</i>

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
 OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa
 FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów
 ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
 ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
 ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale
 NWC – kapitał obrotowy netto
 Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.
 Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
 EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
 EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
 DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji
 RFR - stopa wolna od ryzyka
 WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – DADELO S.A.
 KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 15%
 TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 15%
 SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: Grzegorz Kujawski

Stosowane metody wyceny

Metoda DCF (Discounted Cash Flow) wycenia przedsiębiorstwo poprzez szacowanie jego przyszłych przepływów pieniężnych i dyskontowanie ich do wartości bieżącej.

- zalety: skoncentrowana na przyszłości, elastyczność co do założeń modelowych, odzwierciedla rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa, powszechnie akceptowana.

- wady: wrażliwość na założenia, złożoność, subiektywność, nie uwzględnia sentymentu rynkowego ani krótkoterminowych fluktuacji.

Metoda porównawcza polega na zestawieniu podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych.

- zalety: prostota, transparentność, zapewnia benchmark wyceny, odzwierciedla aktualne wyceny rynkowe i sentyment inwestorów.

- wady: brak specyfiki, ograniczone porównanie, wrażliwość na wahania rynkowe, pomijanie różnic fundamentalnych.

SOTP - metoda sumy części wyceny wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki.

zalety: możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych, przydatna do oceny wartości firmy np. w scenariuszu przejęcia lub restrukturyzacji.

wady: często niewielka liczba spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych, metoda nie uwzględnia synergii między poszczególnymi segmentami.

rNPV (*risk-adjusted net present value*)- metoda wyceny ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto

zalety: uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu, szczególnie dla spółek innowacyjnych.

wady: subiektywizm przy przyjmowaniu stopy dyskonta, duża ilość założeń, wysoki poziom skomplikowania obliczeń oraz pominięcie czynników jakościowych w wycenie.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)

zalety: oparcie wyceny na nadwyżce zysku nad skorygowanym o ryzyko kosztem alternatywnym dla właścicieli kapitału, może być wykorzystywana w przypadku firm, które nie wypłacają dywidend lub nie generują dodatnich wolnych przepływów pieniężnych

wady: ilość subiektywnych parametrów i założeń, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)

zalety: uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego, model ten najlepiej sprawdza się w przypadku spółek z długą historią dywidend

wady: ograniczony tylko do spółek płacących dywidendę, nie jest odpowiedni dla spółek krótką historią dywidend

Metoda wartości aktywów netto (NAV)

zalety: przydatność dla spółek holdingowych o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych, stosunkowa łatwość przeprowadzenia wyceny

wady: podejście nie uwzględnia wzrostu przychodów lub zysków netto i może nie wyceniać prawidłowo wartości aktywów niematerialnych i prawnych

Mnożnik docelowy

zalety: możliwość zastosowania jej do dowolnej spółki

wady: metoda ta jest bardzo subiektywna

Metoda wartości odtworzeniowej - określa koszty, jakie należy ponieść, aby odtworzyć majątek wycenianego przedsiębiorstwa

zalety: przydatność dla spółek o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki, reputacja firmy oraz jej rynkowy potencjał

Metoda wartości likwidacyjnej - suma cen, jakie można byłoby uzyskać na rynku ze sprzedaży poszczególnych składników przedsiębiorstwa

zalety: dzięki tej metodzie możliwe jest oszacowanie najniższego progu wartości przedsiębiorstwa

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki

[Jako podstawy wyceny lub metody lub przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto: DCF](#)

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

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

Sporządzający rekomendacje Zespół Analityczny bazuje jedynie na źródłach zweryfikowanych, publicznie dostępnych w ramach komercyjnych baz wiedzy i danych (raporty okresowe Emitentów, Bloomberg, Reuters, GUS), a także na opracowaniach własnych

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl/zestawienie-rekomendacji.

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 Dokumentcie 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 Dokumentcie.

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 Dokumentcie 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 Dokumentcie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji w szczególności aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Dział zgodności.

Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w Domu Maklerskim jest „Polityka zarządzania konfliktami interesów w Trigon Domu Maklerskim S.A.” Szczegółowe informacje odnośnie niniejszej Polityki znajdują się na stronie www.trigon.pl.

Dom Maklerski stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w Domu Maklerskim lub innymi osobami.

W szczególności Zespół Analityczny stanowi wyodrębnioną organizacyjnie, funkcjonalnie oraz fizycznie, samodzielną komórkę organizacyjną Domu Maklerskiego.

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii Domu Maklerskiego zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Na datę sporządzenia Dokumentu:

między Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów

Dom Maklerski posiada akcje Emitenta

Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora rynku

Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem

sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta

oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu

nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego

nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe

z zastrzeżeniem, iż Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług

wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta; jeden z autorów dokumentu posiada znikomy pakiet akcji Emitenta, co pozostaje bez wpływu dla rzetelności sporządzonego Dokumentu

członkowie władz Emitentów ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A.

żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitentów, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy.

Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji:

nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego 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

nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumentcie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumentcie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej, reklamy ani oferty, zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data i godzina zakończenia sporządzania rekomendacji: 15.04.2026 08:30

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 15.04.2026 08:40