

Flash Note

CEE | Equity Research

Dadelo (Hold; PLN 68)

Wyniki 3Q25: przyrost NWC i lewara podnosi nieco profil ryzyka szybkiego wzrostu biznesu [neutralne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q 3Q25E	Cons.
Revenues	79.7	41.1	83.1	159.9	134.6	69%	-16%	134.2
EBITDA	8.0	-3.5	6.7	20.0	15.8	99%	-21%	14.3
EBIT	6.7	-4.9	5.1	18.1	13.4	100%	-26%	12.3
Net profit	5.4	-4.1	3.4	13.6	9.5	77%	-30%	9.1
Gross margin	32.6%	31.2%	30.5%	32.7%	31.9%	-0.8p.p.	-0.9p.p.	32.3%
SG&A ratio	24.1%	41.1%	24.4%	21.2%	22.0%	-2.1p.p.	1p.p.	23.0%
EBITDA margin	10.0%	-8.6%	8.1%	12.5%	11.8%	1.8p.p.	-1p.p.	10.7%
EBIT margin	8.4%	-12%	6.2%	11.3%	9.9%	1.6p.p.	-1p.p.	9.2%
Net profit margin	6.7%	-9.9%	4.1%	8.5%	7.1%	0.3p.p.	-1p.p.	6.8%
OCF	-9.4	-27.9	43.1	-20.4	-39.9	-	-	-19.4
Net debt	3.0	35.1	86.2	79.2	123.9	+	56%	127.6
P/E 12M trailing	53.7	61.6	54.8	38.9	31.7			
EV/EBITDA 12M trailing	33.1	37.1	34.9	25.3	21.3			

Source: Company, Trigon

Komentarz: Wyniki lekko powyżej naszych oczekiwań. EBITDA, EBIT oraz zysk netto odpowiednio 10%, 9% oraz 4% powyżej naszych założeń, za co na poziomie operacyjnym odpowiadała niższa ekspansja kosztów (wsk. SG&A 95bps niższy od oczekiwań) przy nieco niższej niż zakładaliśmy marży brutto (45bps niższa od oczekiwań). W efekcie marża EBIT ok 70bps wyższa od naszych założeń i jednocześnie lepsza o ponad 150bps niż przed rokiem.

Na mniejsze odchylenie wyników od oczekiwań na bottom line wpłynęły przede wszystkim głębsze ujemne saldo kosztów finansowych (wyższe wykorzystanie przyznaných limitów kredytowych finansujących budowę stock'u, NWC +132% r/r, +32% kw/kw), w mniejszym stopniu nieco wyższa ETR (19,3%).

#Pozycja gotówkowa. Zapasy na koniec 3Q wzrosły o ok. 90% r/r (dynamika zbliżona do poprzedniego kwartału) do 270mln PLN, co przy jednoczesnym znacznie szybszym wywiązywaniu się ze zobowiązań niż przed rokiem przełożyło się na dalszy dynamiczny wzrost NWC. Wciąż spółka jest przed osiągnięciem sezonowego szczytu zapasów, który następuje na przełomie 4Q i 1Q, dlatego ujemny OCF po 9M na poziomie 60mln PLN jeszcze się pogłębi, a FCF w całym roku wyniesie od -85 do -95mln PLN. Pomimo podwojenia EBITDA r/r lewar wzrósł na koniec 3Q do 3,2x EBITDA IFRS 16 LTM (vs 2.5x na koniec 1H).

Podsumowując, nadal mocne KPIs choć nie wymagające materialnej rewizji naszych całorocznych prognoz. Zapotrzebowanie na NWC odzwierciedla plan szybkiego skalowanie biznesu także w 2026, chociaż wydłużenie rotacji magazynu podnosi naszym zdaniem nieco profil ryzyka spółki i jednocześnie będzie odczuwalny na saldzie kosztów finansowych w kolejnych okresach. Zakładamy, że motywatorem agresywnego budowania zapasów pozostają atrakcyjne warunki handlowe, które dodatkowo mogą wykluczać możliwość korzystania z kredytu kupieckiego, tylko wymagają szybkich płatności za towary i finansowania długiem. Dadelo dynamicznie zwiększa udziały rynkowe i pozostaje największym disruptorem w branży, wierzymy w skalowanie omnichannelowego modelu biznesowego, który obecnie jest już bardzo rentowny, co stanowi przeciwwagę dla wyższego profilu ryzyka związanego z tempem powiększania stock'u. Jeśli przyjęta taktyka zarządu pozwoli na szybsze niż zakładamy tempo budowania udziałów rynkowych powinniśmy uwolnić się pewien jeszcze upside do naszych średnioterminowych prognoz. **(Grzegorz Kujawski)**

PLNm	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	117.2	189.1	279.6	435.9	586.3	745.3
EBITDA	6.9	3.6	19.9	37.2	49.4	62.5
EBIT	4.4	0.3	15.1	29.4	37.3	46.9
Net profit	3.9	0.1	11.5	19.9	24.0	31.2
EPS (PLN)	0.3	0.0	1.0	1.7	2.1	2.7
P/E (x)	182.4	8,820.0	62.0	36.0	29.8	22.9
EV/EBITDA (x)	103.1	199.8	37.6	22.4	17.7	14.2
P/S (x)	6.1	3.8	2.5	1.6	1.2	1.0
P/BV (x)	6.7	6.7	6.1	5.2	4.4	3.7
DY(%)	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Source: Company, Trigon

TRIGON DOM MAKLESKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	<i>Head of Research</i>	Dominik Niszczyński, CFA TMT, E-commerce	<i>Senior Analyst</i>
Maciej Marciniowski 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>Analyst</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra FMCG, Defence, Deep tech	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	Volodymyr Shkuropat Retail, Airlines, Healthcare	<i>Analyst</i>
		Kacper Mazur	<i>Assistant Analyst</i>

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński	<i>Managing Director</i>
----------------------------	--------------------------

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

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogińska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieście w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Domu Maklerskiego S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Niniejsze opracowanie jest zgodne z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych wyników. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za jakiegokolwiek szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, ani nie zapewnia, że zawarte w opracowaniu stwierdzenia dotyczące przyszłości okażą się prawdziwe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikacja, rozpowszechnianie, kopiowanie lub jakiegokolwiek inne wykorzystanie części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.