

Flash Note

CEE | Equity Research

Dadelo (DAD PW; BUY; TP PLN 70)

Wyniki 4Q25: dalszy silny przyrost NWC, wycena ESOP ciąży raportowanym wynikiom [neutralne]

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/E 12M trailing	83.0	73.8	52.4	42.7	45.2	-	-	-	-
Adj. EV/EBITDA 12M trailing	49.4	45.7	33.2	27.7	28.9	-	-	-	-

Source: Company, Trigon

#Zdarzenia jednorazowe

- Koszty wyceny 1 transzy programu motywacyjnego na lata 2025-27, które zostały rozpoznane w 4Q25 (5,8mln PLN);

#Guidance 2026

- „Zakładamy, iż rok 2026 okaże się rekordowy pod względem przychodów oraz wyniku netto Spółki”.

Komentarz: Wyniki skorygowane o koszty ESOP zbliżone 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. 5% i ten efekt był już uwzględniony w naszej wycenie.

Wyniki 4Q dotyczą niskiego sezonu. 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. Nie widzimy obecnie potrzeby rewizji naszych prognoz skorygowanych o koszty ESOP. Jednocześnie profil ryzyka operacyjnego spółki rośnie. (Grzegorz Kujawski)

PLNm	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Revenues	117.2	189.1	280.5	444.0	586.0	745.3
adj. EBITDA	6.9	3.6	19.9	40.0	50.7	64.2
adj. EBIT	4.4	0.3	15.1	31.0	38.9	48.6
adj. Net profit	3.9	0.1	11.5	21.2	24.9	32.3
adj. EPS (PLN)	0.3	0.0	1.0	1.8	2.1	2.8
adj. P/E (x)	244.4	11,817.6	83.1	45.2	38.5	29.6
adj. EV/EBITDA (x)	138.5	267.1	49.8	27.0	22.0	17.6
P/BV (x)	8.9	8.8	8.0	6.8	5.8	4.8
DY(%)	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Source: Company, Trigon

TRIGON DOM MAKLERSKI 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 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>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>	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.