

poniedziałek, 20 września 2021 | aktualizacja raportu

## Allegro: sprzedaj (podtrzymana)

ALE.PW; ALE.WA | e-commerce, Polska

### Spadek market share prawdopodobny

Notowania Allegro spadły od wydania naszej rekomendacji w listopadzie 2020 roku o blisko 6%. Tym samym walory Allegro były słabsze od szerokiego rynku o >32%! Pomimo tego podtrzymujemy nasze niekonsensusowe, negatywne podejście do spółki. Kluczowym argumentem jest spadek pozycji rynkowej Allegro, który zakładamy w kolejnych latach. Allegro będzie beneficjentem rozwoju handlu elektronicznego w Polsce, jednak wzrost obrotów wyższy niż rynek jest mało prawdopodobny z/w na (1) strukturę sprzedaży generowanej przez Allegro oraz (2) powiększającą się presję konkurencyjną od zagranicznych graczy. Tym samym stoimy w opozycji do konsensusu zakładającego wzrost market share Allegro w polskim e-commerce. Dane za 2Q'21 przekonują nas do tej tezy. GMV grupy wzrosło o 11%, tj. ok. 7 p.p. poniżej rynku (vs. estymacja wzrostu rynku na podstawie danych GUS). Allegro będzie zdeterminowane do utrzymania pozycji rynkowej i w tym celu prawdopodobnie zdecyduje się na rozszerzenie programu SMART!, zwłaszcza że Amazon znacznie obniżył pułap darmowej przesyłki w ostatnich dniach. To z kolei przeloży się na dalszy spadek rentowności EBITDA. Aktualizujemy nasz model finansowy (lock down i dobre otoczenie w 2021 roku + niższe tempo wzrostu przychodów w długim terminie + presja na marże). Nasza nowa prognoza skor. EBITDA jest 9% niższa niż konsensus Bloomberg. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 52,40 PLN, co implikuje zalecenie sprzedaj. Allegro jest notowana na EV/EBITDA'22 = 27,7x, tj. z dużą premią do peer grupy (+137% vs. Alibaba, +42% vs. Amazon), co naszym zdaniem nie jest uzasadnione.

### Nadrepzentacja wolniej rosnących kategorii w GMV

Według PWC rynek e-commerce będzie rosł w średnim tempie ok. 12% w okresie 2020-2026. PWC wskazuje, że dwie najwolniej rozwijające się kategorie to właśnie „dom i ogród” oraz „elektronika i media” (wzrost 2020-2026 o odpowiednio 9,7% oraz 7,1%). Te dwie kategorie stanowiły >53% GMV Allegro w 2Q'20 LTM (podejrzewamy nawet że struktura w całym 2020 roku przesunęła się jeszcze bardziej w stronę kategorii „dom i ogród”). Tym samym wnioskujemy, że rozwój Allegro w tempie szybszym bądź równym niż cały rynek e-commerce w Polsce jest mało prawdopodobny.

### Wzrost presji od konkurentów zagranicznych

Trzej gracze zagraniczni: Amazon, Alibaba i Shopee weszli już lub wyrazili chęć wejścia na polski rynek. W ostatnim czasie Amazon zmienił ofertę wysyłki darmowa od 40 PLN), co pozwala na zakup pojedynczych produktów. Liczymy także na uruchomienie programu lojalnościowego Amazon Prime w najbliższych miesiącach. Ponadto singapurski Shopee zapowiedział zainteresowanie polskim rynkiem. Firma od momentu polskiego startu chce mocno zaznaczyć obecność na rynku. Przez pierwsze 6 miesięcy działania platformy, Shopee nie będzie pobierało prowizji od sprzedawców, a dodatkowo firma ma zamiar zagwarantować bezpłatną dostawę bez względu na wysokość zamówienia.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	2 592,3	3 997,8	5 328,6	6 329,6	7 553,9
EBITDA skor.	1 338,1	1 750,0	2 144,3	2 456,2	2 859,8
marża	51,6%	43,8%	40,2%	38,8%	37,9%
EBIT	886,1	1 122,9	1 613,4	1 850,7	2 209,0
zysk netto	393,1	418,5	1 118,5	1 341,1	1 661,7
P/E	167,2	157,1	58,8	49,0	39,6
P/S	25,4	16,4	12,3	10,4	8,7
P/BV	9,9	8,1	7,1	6,2	5,3
EV/EBITDA skor.	53,6	40,0	32,2	27,7	23,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

cena bieżąca	64,25 PLN
cena docelowa	52,40 PLN
kapitalizacja	65,7 mld PLN
free float	24,7 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	162,9 mln PLN

### Struktura akcjonariatu

Cidinan S.à r.l.	28,0%
Permira VI Investment Platform Ltd	28,0%
Mepinan S.à r.l.	6,2%
pozostali akcjonariusze	37,7%

### Profil spółki

Grupa Allegro jest operatorem wiodącej platformy handlowej online w Polsce – Allegro.pl – oraz czołowej porównywarki cen online w Polsce – Ceneo.pl. W lipcu 2021 roku Grupa Allegro miała szóstą pozycję w polskim Internecie z 20,6 mln realnych użytkowników i zasięgiem na poziomie 71,3%. W 2Q'21LTM grupa wygenerowała przychody na poziomie 4,7 mld PLN, z czego zdecydowana większość pochodziła z platformy handlowej (81,4%). Dość istotnym generatorem przychodów była także reklama (8,7%) oraz porównywarka cen (4,0%).

### Kurs akcji ALE na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Allegro	52,40	54,00	sprzedaj	sprzedaj

  

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
Allegro	64,25	52,40	-18,4%

  

zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P		
	2021P	2022P	2023P
przychody	+14,3%	+9,6%	+6,7%
EBITDA skor.	+5,4%	+2,2%	+0,5%
zysk netto	+3,7%	+0,1%	-2,1%

### Analitik:

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV:** wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Pozbud, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem:

[https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynnek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek Cognor Holding, Pozbud, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 20 września 2021 o godzinie 08:35.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 września 2021 o godzinie 08:45.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

[http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynnek/analizy\\_i\\_rekomendacje/fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/analizy_i_rekomendacje/fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branż pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę Klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:****Allegro**

rekomendacja	sprzedaj
data wydania	2020-11-18
cena docelowa (PLN)	54,00
kurs z dnia rekomendacji	67,89

## mBank S.A.

Prosta 18  
00-850 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

### Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Antoni Kania  
[antoni.kania@mbank.pl](mailto:antoni.kania@mbank.pl)  
przemysł

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Janusz Pięta  
+48 22 438 24 08  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Łukasz Płaska  
+48 22 697 47 90  
[lukasz.plaska@mbank.pl](mailto:lukasz.plaska@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-wilim@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Piotr Brożyna  
+48 22 697 48 47  
[piotr.brozyna@mbank.pl](mailto:piotr.brozyna@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)