

piątek, 3 czerwca 2022 | aktualizacja raportu

Allegro: kupuj (podtrzymana)

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

Najgorsze za nami

Notowania Allegro spadły od początku roku o 39% (-21 p.p. vs. WIG). W ostatnich miesiącach działania Zarządu Allegro koncentrowały się na obronie miejsca nr 1 w polskim e-commerce: istotnie obniżono poziom MOV (darmowy kurier od 40 PLN) i wzmocniono widoczność marki poprzez liczne kampanie wizerunkowe. Po kilku miesiącach walki, widzimy że pozycja lidera pozostaje mocna i trudno będzie to zmienić w krótkim i średnim terminie. Naszym zdaniem spółka jest gotowa na mniej agresywną obronę udziału rynkowego, a Zarząd będzie podejmować w najbliższych miesiącach działania hamujące erozję rentowności. De facto, sądzimy że presja ze strony rosnących kosztów dostaw będzie od 2Q'22 zmniejszać się. Tym samym po bardzo słabym 1Q'22 (-14% R/R), dynamika na linii EBITDA powinna ulec poprawie (spodziewamy się stabilizacji w 2Q'22 i wzrostów w 3Q'22 i 4Q'22). Allegro jest notowane na $EV/EBITDA'22^* = 12,4x$, tj. z 19% dyskontem do spółek porównywalnych, co jest nieuzasadnione, gdyż zarówno wzrost przychodów jak i EBITDA w 2022 roku są istotnie wyższe niż mediana dla peer grupy (odpowiednio +24% vs. +12% i +10% vs. -2%). Nowy poziom ceny docelowej wyznaczmy na 32,30 PLN, co implikuje 36% potencjał wzrostu. Obecnie przyjmujemy stabilizację marży EBITDA po 2023 r. na poziomie ok. 29%.

Walka z konkurencją

Amazon ponad rok temu uruchomił polską wersję serwisu. W tym czasie zaferował program lojalnościowy gwarantujący prawie darmową, szybką dostawę. Niemniej jednak bardzo szeroki wybór i niska cena pozostają kluczowymi przewagami konkurencyjnymi Allegro. Po kilkunastu miesiącach od wejścia zagranicznych graczy, platforma pozostaje marketplace pierwszego wyboru dla kupujących, co doceniają merchanti. Sądzimy, że Zarząd znacznie teraz bardziej koncentrować się na rentowności wyników. Zapowiadany wzrost take rate jest naszym zdaniem prawdopodobny.

Koszty dostaw netto vs rentowność

Znaczne obniżenie MOV (ze 100 PLN w sty'21 do 40 PLN we wrz'21) i wynikającą z niego wzrost kosztów dostaw netto były głównym powodem spadku rentowności Allegro (-11,0 p.p. R/R w 1Q'22 do poziomu 33,2%). Wzrost użycia kuriera w mix wysyłek wzrósł w 1Q'22 R/R o 21,1 p.p., jednak Q/Q tylko o 2,8 p.p. Stąd sądzimy, że dalsza presja kosztów dostaw netto będzie niższa.

Czy Inpost podwyższy istotnie ceny usług?

InPost zapowiedział już, że od początku lis'22 wprowadzi dwucyfrową podwyżkę cen usług dla Allegro. Naszym zdaniem, podwyżka faktycznie nastąpi, jednak jej skala nie jest przesądzona. Zgodnie z warunkami obowiązującej umowy, Allegro jest zobowiązane dostarczać pewne wolumeny do mar'25, nie do końca trwania umowy (list'27), co jest ważnym argumentem negocjacyjnym. W naszym modelu zakładamy negatywny wpływ podwyżki cen (koszty dostaw netto rosną w 2023 r. o +24% R/R vs. +16% wzrost GMV).

(mIn PLN)*	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody	3 997,8	5 352,9	6 620,7	7 867,2	9 218,5
EBITDA skor.	1 750,0	2 068,5	2 266,8	2 502,0	2 819,4
marża	43,8%	38,6%	34,2%	31,8%	30,6%
EBIT	1 122,9	1 472,9	1 634,3	1 842,0	2 096,7
zysk netto	418,5	1 089,6	1 089,4	1 283,9	1 603,1
P/E	60,1	23,1	23,1	19,6	15,7
P/S	6,3	4,7	3,8	3,2	2,7
P/BV	3,1	2,7	2,4	2,1	1,8
EV/EBITDA skor.	16,8	13,9	12,4**	10,9	9,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*z wyłączeniem wpływu Mall Group (2022 z Mall Group Przychody/EBITDA Skor/zysk netto odpowiednio 8 971 / 2 167 / 895 mln PLN), ** 14,4x z Mall Group

Informacje podmiotu z Grupy mBank - objęte ochroną | mBank Group's entity information - protected

cena bieżąca	23,78 PLN
cena docelowa	32,30 PLN
kapitalizacja	25,1 mld PLN
free float	10,0 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	209,1 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Cidinan S.à r.l.	27,1%
Permira VI Investment Platform Ltd	27,1%
Mepinan S.à r.l.	6,0%

pozostali akcjonariusze 39,7%

Profil spółki

Grupa Allegro jest operatorem wiodącej platformy handlowej online w Polsce – Allegro.pl – oraz czołowej porównywarki cen online w Polsce – Ceneo.pl. W listopadzie 2021 roku Grupa Allegro miała czwartą pozycję w polskim Internecie z 22,5 mln realnych użytkowników i zasięgiem na poziomie 75,4%. W 2021 roku grupa wygenerowała przychody na poziomie 5,3 mld PLN, z czego zdecydowana większość pochodziła z platformy handlowej (80,7%). Dość istotnym generatorem przychodów była także reklama (8,9%) oraz porównywarka cen (3,4%).

Kurs akcji ALE na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Allegro	32,30	39,40	kupuj	kupuj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Allegro	23,78	32,30	+35,8%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
przychody		+3,7%	+4,6%	+6,1%
EBITDA skor.		-1,3%	-4,3%	-3,5%
zysk netto		-9,0%	-11,0%	-4,7%

Analitik:

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
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 ekwiwalenty; **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, Compreum, 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_rynek/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, Compreum, 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. Wylimitowanie 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.

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

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 3 czerwca 2022 o godzinie 10:08.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 czerwca 2022 o godzinie 10:30.

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_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_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 (Paweł Szpigiel)**

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2022-04-07	2022-03-03	2022-01-17	2021-12-16	2021-11-05	2021-09-20
cena docelowa (PLN)	39,40	44,50	44,50	42,50	52,40	52,40
kurs z dnia rekomendacji	30,16	29,26	43,24	34,77	44,50	64,25

mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Antoni Chęciński
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
antoni.kania@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Michał Konarski
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marżena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl