

środa, 18 listopada 2020 | raport analityczny

Allegro: sprzedaj (nowa)

ALE PW; ALEW.WA | E-commerce, Polska

Wejście Amazona, ryzyko logistyki i spadek rentowności

Allegro.pl jest najpopularniejszą w Polsce platformą e-commerce z 40% udziałem w rynku (2020P). Przez ostatnie lata Allegro przekształciło się z witryny aukcyjnej C2C na marketplace 3P z bardzo szeroką bazą ofert (164,2 mln PLN na 1H'20), dużą liczbą kupujących (12,3 mln) i sprzedawców (117 tys.). Jednak, z/w na wzrost notowań od debiutu (+58% do dziś) Allegro jest notowane na EV/EBITDA'22=29,6x oraz P/E'22=51,8x. Wysokie premie do hegemonów światowego e-commerce czyli Amazona i Alibaby są nieuzasadnione z/w na (1) niższy poziom wzrostu EBITDA Allegro oraz (2) niskie bariery wejścia na rynek, co jest typowe dla „light-asset” 3P marketplace, którym Allegro jest obecnie. Dodatkowo, (3) zaawansowanie logistyczne, (4) bogate systemy lojalnościowe i (5) międzynarodowa obecność czynią konkurentów Allegro bardziej atrakcyjnymi typami inwestycyjnymi. Inicjujemy pokrycie analityczne Allegro z wyceną 54,00 PLN/akcja i rekomendacją sprzedaż. Kluczowym elementem ryzyka dla Allegro jest konkurencja. W scenariuszu bazowym zakładamy wejście Amazona do Polski do końca przyszłego roku. Odpowiedzią Allegro będzie lojalizacja bazy kupujących poprzez program SMART!, co spowoduje spadek marży EBITDA (z 51,6% w 2019 r. do 40,0% w 2023 r.) i szerokie inwestycje we własną logistykę. To główna różnica naszego postrzegania spółki vs. konsensus rynkowy.

Wysoki udział w szybkorosnącym e-commerce

Ponad 40% udział Allegro w rynku czyni platformę dobrym typem inwestycyjnym do monetyzacji wzrostu polskiego rynku e-commerce, który cechuje się wyraźnie niższymi wskaźnikami penetracji vs. zagranicą (Polska 8% w 2019 r. vs. USA 15%, UK 18%, Chiny 27%). Spodziewamy się, że CAGR 19-23 polskiego e-commerce wyniesie 22,9%.

Wejście Amazona do Polski

Amazon posiada 9 centrum logistycznych w Polsce i jest prawie gotowe do obsługi rynku. Pomimo wyższych take rate Amazona vs. Allegro, jego value proposition dla kupujących (Amazon Prime, wachlarz produktów, dostawa tego samego/ następnego dnia), jak i sprzedawców (usługi fulfillment, dostęp do rynków globalnych) jest bogaty i spotka się z dużym popytem.

Spadek rentowności nieunikniony

W celu obrona udziału w rynku przed Amazon, Allegro będzie zmuszone do zaproponowania większego wachlarza opcji bezpłatnej dostawy, co spowoduje wzrost kosztów logistyki (zakładamy dofinansowanie SMART! na poziomie 2,5% GMV w 2024 r. vs. 1,2% w 2019 r.) oraz wzmoczoną aktywność w sieci (także poprzez większe zakupy ruchu).

Ryzyko InPost

InPost jest ważnym kontrahentem Allegro i jest obecnie w trakcie sprzedaży. Allegro ma prawo pierwokupu. Rezygnując z zakupu InPostu Allegro poniesie ryzyko zmiany warunków handlowych przez nowego właściciela. Lepszą sytuacją dla Allegro byłby naszemu zdaniem zakup znacznego pakietu i sprzedaż pozostałej części w IPO, co budzi ryzyko wydatków w przyszłości.

(mIn PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	1 978	2 592	3 877	4 663	5 775
EBITDA skorygowana	1 115	1 338	1 760	2 037	2 415
marża	56,4%	51,6%	45,4%	43,7%	41,8%
EBIT	676	886	1 119	1 503	1 800
Zysk netto	272	393	515	1 079	1 341
P/E	255,4	176,7	134,8	64,4	51,8
P/CE	100,1	83,5	69,1	44,2	37,6
P/BV	7,7	10,4	8,4	7,4	6,4
EV/EBITDA skor.	65,8	56,4	41,9	35,7	29,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	67,89 PLN
Cena docelowa	54,00 PLN
Kapitalizacja	69,5 mld PLN
Free float	21,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (20 dni)	788,3 mln PLN

Struktura akcjonariatu

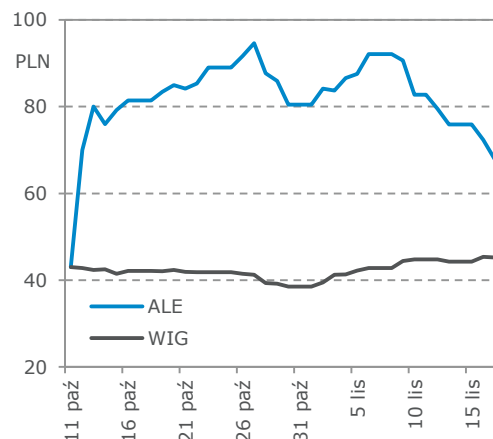
Cidinan S.à r.l.	31,39%
Permira VI Investment Platform Ltd	31,39%
Mepinan S.à r.l.	6,98%

Pozostali akcjonariusze 30,24%

Profil spółki

Grupa Allegro jest operatorem wiodącej platformy handlowej online w Polsce – Allegro.pl – oraz czołowej porównywarki cen online w Polsce – Ceneo.pl. W październiku 2020 r. Grupa Allegro miała szóstą pozycję w polskim Internecie z 20,8 mln realnych użytkowników i zasięgiem na poziomie 71,8%. W 2Q'20LTM grupa wygenerowała przychody na poziomie 3,2 mld PLN, z czego zdecydowana większość pochodziła z platformy handlowej (80,8%). Dość istotnym generatorem przychodów była także reklama (8,2%) oraz porównywarka cen (5,3%).

Kurs akcji Allegro na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Allegro	54,00	-	sprzedaż	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Allegro	67,89	54,00	-20,5%

Analitik:

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl

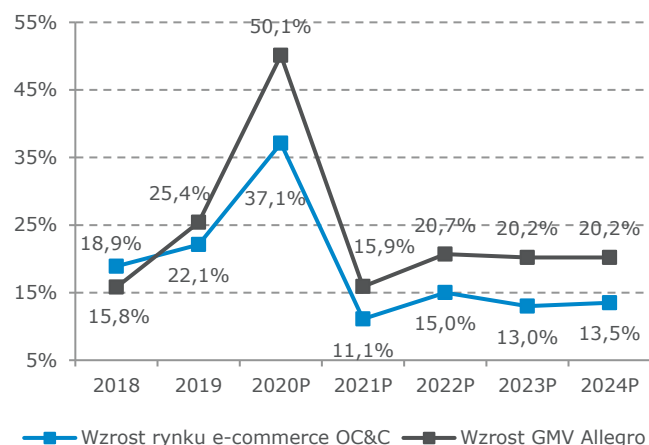
Kluczowe kwestie

Co powodowało szybszy niż rynek wzrost Allegro w ostatnich miesiącach?

W roku 2019 r. tempo wzrostu GMV Allegro było >3 p.p. szybsze niż rozwój rynku e-commerce, a w 2020 r. szacujemy, że GMV Allegro wzrośnie o >50%. tj. istotnie powyżej rynku. Uważamy, że wysoki wzrost jest spowodowany:

- szeroką ofertą Allegro dla konsumenta,
- promocją programu SMART! (bazującym na darmowych wysyłkach powyżej określonych kwot zakupów),
- mocną pozycją Allegro w popularnym w 2020 r. obszarze e-commerce „dom i ogród” (>30% GMV Allegro w 1H'20),
- wzrostem płatnego ruchu na Allegro.

Wzrost GMV Allegro na tle rynku e-commerce



Źródło: Allegro, mBank, OC&C

Czy Allegro utrzyma swoją dominującą pozycję w polskim e-commerce?

W przypadku dużych e-commerce najważniejsze są trzy punkty: „price, selection and convenience”:

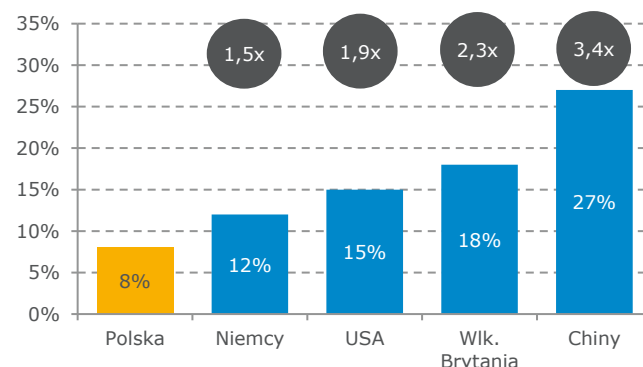
- Allegro jest kojarzone wśród konsumentów przez dbałość o niskie ceny (de facto poprzez zautomatyzowany system narzędzi, Allegro monitoruje około 135 tys. najlepiej sprzedających się SKU, aby zidentyfikować produkty, których cena nie jest konkurencyjna i zachęcić sprzedawcę do jej obniżenia).
- Allegro ma najszerszą ofertę na rynku (164,2 mln ofert od 117 tys. merchantów na koniec 2Q'20).
- Allegro dostarcza ok. 75% zamówień w ciągu dwóch dni roboczych, co dziś jest na polskim rynku dość konkurencyjnym poziomem.

Obecne value proposition dla polskich konsumentów jest naszym zdaniem atrakcyjne. **Stąd sądzimy, że spółka utrzyma dominującą pozycję w polskim e-commerce na poziomie 40-41% w kolejnych latach.**

Jak szybko będzie rozwijać się e-commerce w Polsce?

Jednym z głównych punktów czyniących Allegro interesującą spółką w oczach inwestorów jest ekspozycja na rosnący rynek e-commerce w Polsce. Rynek e-commerce rośnie w tempie ok 19% rocznie w okresie 2016-19, wyraźnie wyprzedzając dynamikę rynku handlowego ogółem. W ten sposób penetracja e-commerce (udział w rynku handlowym ogółem) wzrosła z 5,8% do 8,4% w 2019 r. Polski e-commerce w 2019 r. miał ciągle niższe wskaźniki penetracji w porównaniu z niektórymi krajami.

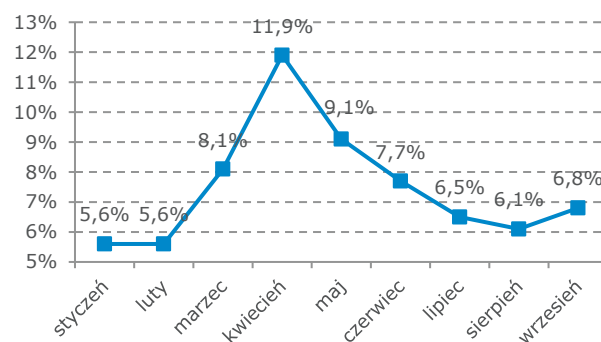
Penetracja e-commerce: Polska vs. wybrane kraje w 2019 r.



Źródło: OC&C, mBank

Kluczową kwestią pozostaje jak szybko wzrośnie penetracja e-commerce w Polsce. Dane GUS pokazują, że udział e-commerce w handlu w Polsce wzrósł istotnie w okresie marzec-maj'20, jednak potem spadł na poziom nieco wyższych niż przed pandemią.

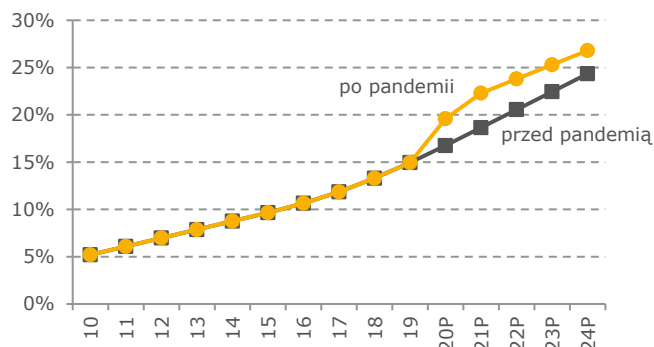
Udział e-commerce w sprzedaży detalicznej wg GUS w wybranych miesiącach 2020 r.



Źródło: GUS, mBank

Nie mamy wątpliwości, że sektor e-commerce będzie rozwijać się bardzo szybko. Jednak należy pamiętać o wyjątkowym charakterze 2020 r. z/w na COVID-19. Na kolejne lata szacujemy dojdzie do penetracji e-commerce rzędu 20% w 2024 r. (vs. 16,3% w 2020 r.), co jest i tak optymistycznym podejściem, gdyż oznacza to wzrost penetracji rynku o 8 p.p. w okresie 2020-24. Dla porównania, penetracja e-commerce w USA ma zwiększyć się w tym okresie o ok. 7 p.p.

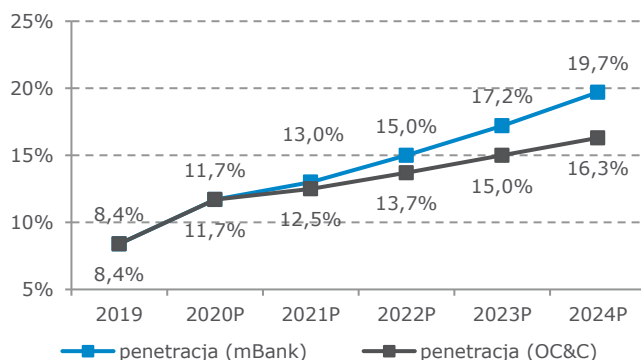
Penetracja e-commerce w USA



Źródło: U.S. Census Bureau, prognozy Prologis Research

Nasze prognozy penetracji są bardziej optymistyczne niż OC&C i odzwierciedlają naszą wiarę w rozwój rynku e-commerce i pozytywny wpływ pandemii COVID-19 na ten rozwój. Niemniej jednak osiągnięcie poziomu penetracji e-commerce z najbardziej rozwiniętego rynku chińskiego (tj. 27%) jest naszym zdaniem trudne do osiągnięcia w najbliższych latach z/w na zupełnie innych model rynku handlowego i użycia Internetu (zwłaszcza w formie mobilnej).

Penetracja e-commerce w Polsce

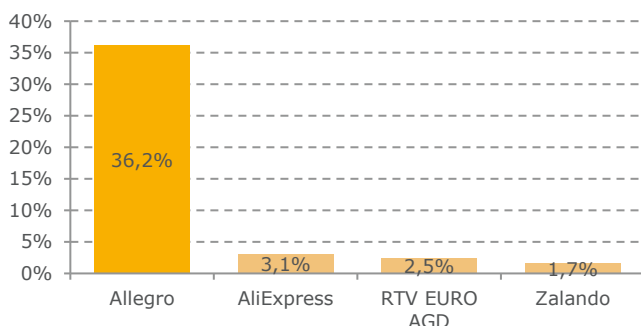


Źródło: mBank, OC&C

Czy Allegro może znacznie powiększać udziały w rynku?

Uważamy, że Allegro nie będzie znacznie zwiększać udziałów w rynku z/w na wzrost konkurencji. To pierwsza kwestia gdzie różnimy się od konsensusu rynkowego. Obecnie Allegro jest wyraźnym liderem w polskim e-commerce z pozycją 12x większą niż AliExpress.

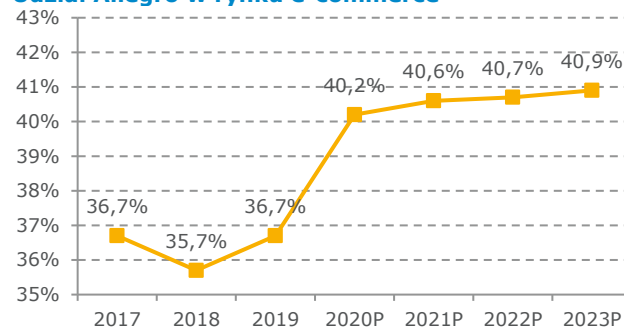
Udział Allegro w rynku e-commerce na tle konkurentów



Źródło: OC&C, mBank

Niemniej jednak zakładamy wejście Amazona na polski rynek do końca 2021 r. W dodatku Polska stała się jednym z trzech kluczowych rynków dla AliExpress w ostatnich miesiącach (źródło: Łukasz Dwulit, dyrektor ds. rozwoju strategicznego na region CEE w AliExpress). **Stąd uważamy, że znaczny wzrost udziału Allegro w polskim e-commerce jest założeniem zbyt optymistycznym.**

Udział Allegro w rynku e-commerce



Źródło: OC&C, mBank

Czy Amazon wejdzie na polski rynek i jak to wpłynie na Allegro?

W naszym scenariuszu bazowym przyjmujemy, że Amazon wejdzie do Polski do końca przyszłego roku. Amazon posiada 9 centrów logistycznych w Polsce i jest gotowy do obsługi rynku (po zwiększeniu zatrudnienia). Współpraca z InPost jest dowodem na duże zainteresowanie polskim rynkiem. Sukces Amazona w Polsce nie jest przesadzony, bowiem widzieliśmy przykłady krajów, w których Amazon pomimo wejścia na rynek nie osiągnął znacznej pozycji rynkowej. Wśród nich: Brazylia, Turcja i Chiny. Jednak na każdym z tych rynków istnieli już silni konkurenci w liczbie >1. Barierami okazały się też sieć logistyczna oraz duża rola systemów płatniczych w danym kraju (przykład: MercadoPago w Brazylii).

Niemniej jednak patrząc na:

- 1) duże możliwości szybkiej dystrybucji,
 - 2) bogatą ofertą produktową Amazona oraz
 - 3) dostęp do oferty Amazon Prime
- spodziewamy się dużego zainteresowania kupujących ofertą amerykańskiego gracza.

Aby bronić udziału w rynku i wzmocnić lojalizację swoich kupujących, Allegro będzie zmuszone naszym zdaniem do zaproponowania większego wachlarza opcji bezpłatnej dostawy, co spowoduje wzrost kosztów logistyki.

Możliwe są także:

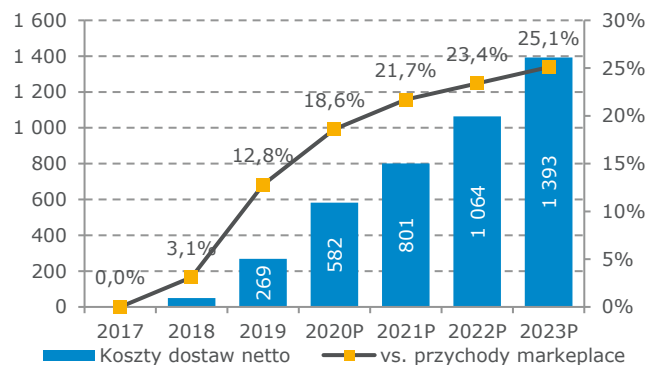
- 1) większe niż zapowiada to na tym etapie Allegro inwestycje w rozwój własnej bazy logistycznej i usługi Fulfillment,
- 2) zawieranie partnerstw strategicznych z dostawcami usług audio i video,
- 3) wzmocniona aktywność w sieci (także poprzez większe zakupy ruchu).

Jednocześnie zakładamy, że Amazon nie obniży stawek take rate dla merchantów w średnim i długim okresie. Stawka wynosi obecnie średnio 12-15% w Amazon (vs. 9% w Allegro). Merchant płaci także za fulfillment. **Jednak value proposition Amazon dla merchanta oraz dostęp do międzynarodowych rynków skłaniają nas do stanowiska, że oferta Amazona może cieszyć się powodzeniem wśród polskich sprzedawców.**

Czy Allegro utrzyma rentowość EBITDA w najbliższych latach?

Naszym zdaniem Allegro nie utrzyma rentowności wyniku EBITDA w najbliższych latach, co wynika głównie ze wzrostu kosztów logistyki i ruchu niebezpośredniego. Wpływ lojalizacji klientów w ramach programu SMART! na wyniki Allegro był istotny w ostatnim czasie: w 2019 spółka zaksięgowała blisko 270 mln (tj. 13% sprzedaży marketplace i 10% sprzedaży ogółem) w ramach kosztów przesyłek (net cost of delivery – spółka księguje tutaj koszty bezpłatnej dostawy dla kupujących w ramach abonamentu SMART!). Wysokość tej grupy kosztowej będzie rosła z/w na wzrost bazy SMART! oraz z/w na nacisk na zachowanie silnej pozycji rynkowej Allegro na polskim rynku e-commerce.

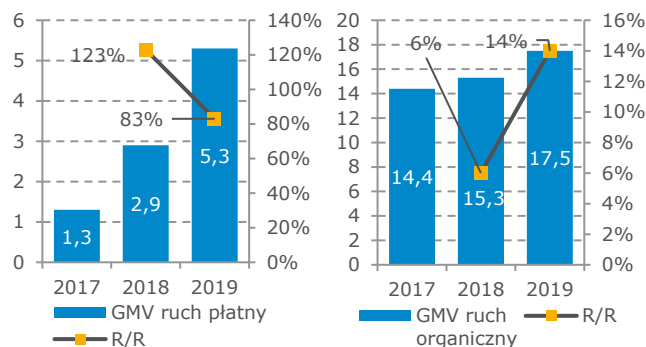
Koszty dostaw netto (mln PLN) vs. przychody marketplace



Źródło: Allegro, mBank

Drugim czynnikiem rzutującym na rentowność Allegro jest wzrost kosztów marketingu. W ostatnim czasie dużą część wzrostu GMV pochodzi z ruchu płatnego (>50% wzrostu GMV w 2019 r. pochodziło z płatnego ruchu).

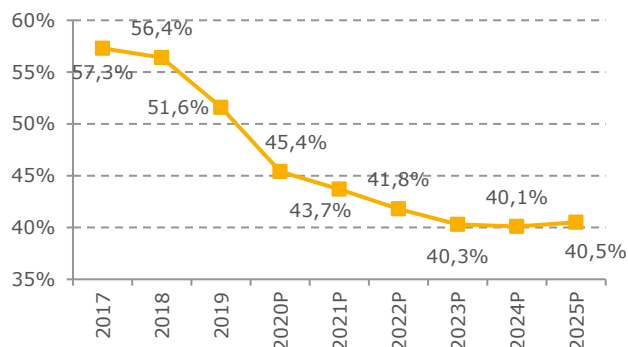
GMV generowane przez ruch płatny (L) i organiczny (P)



Źródło: Allegro, mBank

W tym miejscu podkreślamy, że wysoka rentowność jest typowa dla modelu marketplace 3P (jak Ebay czy w dużej mierze Alibaba). Stąd zakładamy, że nawet w długim terminie marża EBITDA będzie wysoka (szacujemy 40% w okresie od 2023 r.).

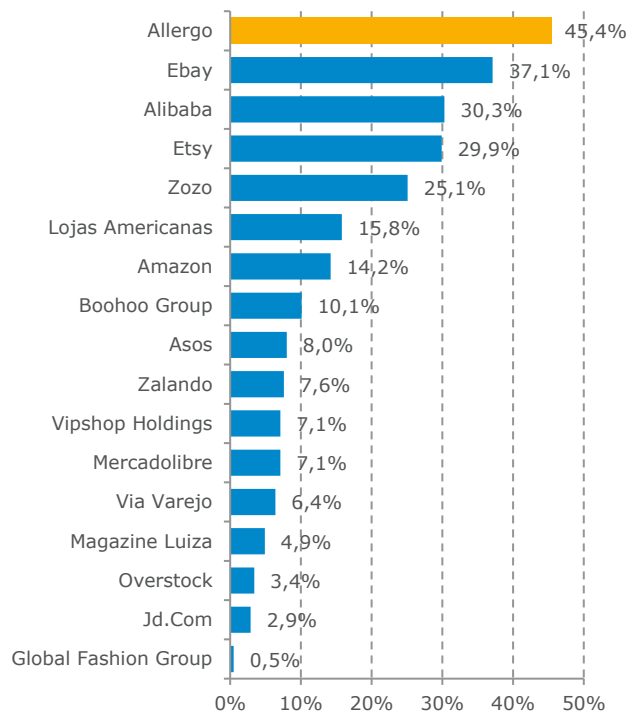
Marża EBITDA Skorygowana



Źródło: Allegro, mBank

Zwracamy jednak uwagę inwestorów, że nawet poziom 40% będzie wysoki vs. spółki e-commerce działające na całym świecie. Sądzymy, że tak wysoki poziom rentowności Allegro wiąże się z jego bardzo silną pozycją rynkową.

Marża EBITDA'20 w Allegro i spółkach porównywalnych



Źródło: Bloomberg, mBank

Jakie znaczenie ma InPost dla Allegro?

Allegro nie podaje informacji ile dostaw obsługuje InPost, jednak naszym zdaniem ten gracz pełni ważną rolę w Allegro (za zakupy >40 PLN dostawa do paczkomatu lub punktu odbioru jest darmowa w ramach SMART!). We wrześniu obie firmy podpisały umowę ramową na 7 lat. Allegro ma prawo pierwokupu InPostu.

Allegro rezygnując z zakupu InPostu poniesie ryzyko zmiany warunków handlowych przez nowego właściciela. Lepszą sytuacją dla Allegro byłby naszym zdaniem zakup znacznego pakietu i sprzedaż pozostałej części w ramach IPO, co budzi ryzyko większych niż zapowiadane wydatków w przyszłości.

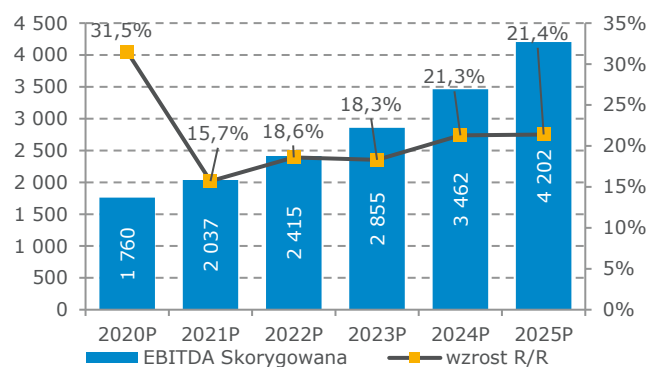
Czy szerokie inwestycje w logistykę są prawdopodobne?

Jesteśmy przekonani, że Allegro powinno zwiększyć kontrolę nad swoim zapleczem logistycznym oraz częściowo uniezależnić się od kurierów. Kroki takie poczyniła w ostatnich latach Alibaba. W 2013 r. jej dostawy opierały się na współpracy z kurierami. Kiedy w 2013 r. Alibaba zakładała Cainiao, ramię logistyczne było wspólnym przedsięwzięciem z grupą chińskich firm i tylko ciekawą opcją rozwoju. Wkrótce Alibaba zdała sobie sprawę z kluczowej roli dostaw w swoim modelu biznesowym. Dzisiaj Alibaba, na wzór Amazona, zamierza zbudować własną platformę dostawczą, przejmować udziały w firmach kurierskich, prowadzić sieć magazynów i instalować 40 tys. skrzynek w całym Chinach, aby klienci mogli odbierać swoje przesyłki. Po części Alibaba została zmuszona do usprawnienia dostaw przez swojego rywala JD.com, który od lat oferuje dostawę tego samego dnia w niektórych chińskich miastach. Alibaba przejęła do tej pory udziały mniejszościowe w czterech głównych firmach kurierskich. Spółka zapłaciła w 2018 r. 1,38 mld USD za 10% ZTO Express, kuriera notowanego na giełdzie w Nowym Jorku. Niespełna rok minął też odkąd Alibaba zwiększyła udziały w Cainiao, płacąc 3,3 mld USD za 12% dodatkowego pakietu akcji, co zwiększyło jej udział do 63%. Alibaba nie ukrywa, że chce mieć kontrolę nad dostawami. Historia chińskiej spółki powinna zainspirować inwestorów do spojrzenia na kwestię logistyki w Allegro.

Jak szybko będą rosnąć wyniki Allegro w najbliższych latach?

Spodziewamy się, że skorygowana EBITDA Allegro wyniesie w 2020 r. 1,760 mld PLN, co implikuje 31,5% wzrostu. W kolejnych latach zakładamy wzrost rzędu: 15,7% w 2021 r. oraz ok. 20% /rocznie w okresie 2021-25.

EBITDA skorygowana w Allegro (mln PLN)



Źródło: Allegro, mBank

Czy obecne wskaźniki wyceny Allegro są wygórowane?

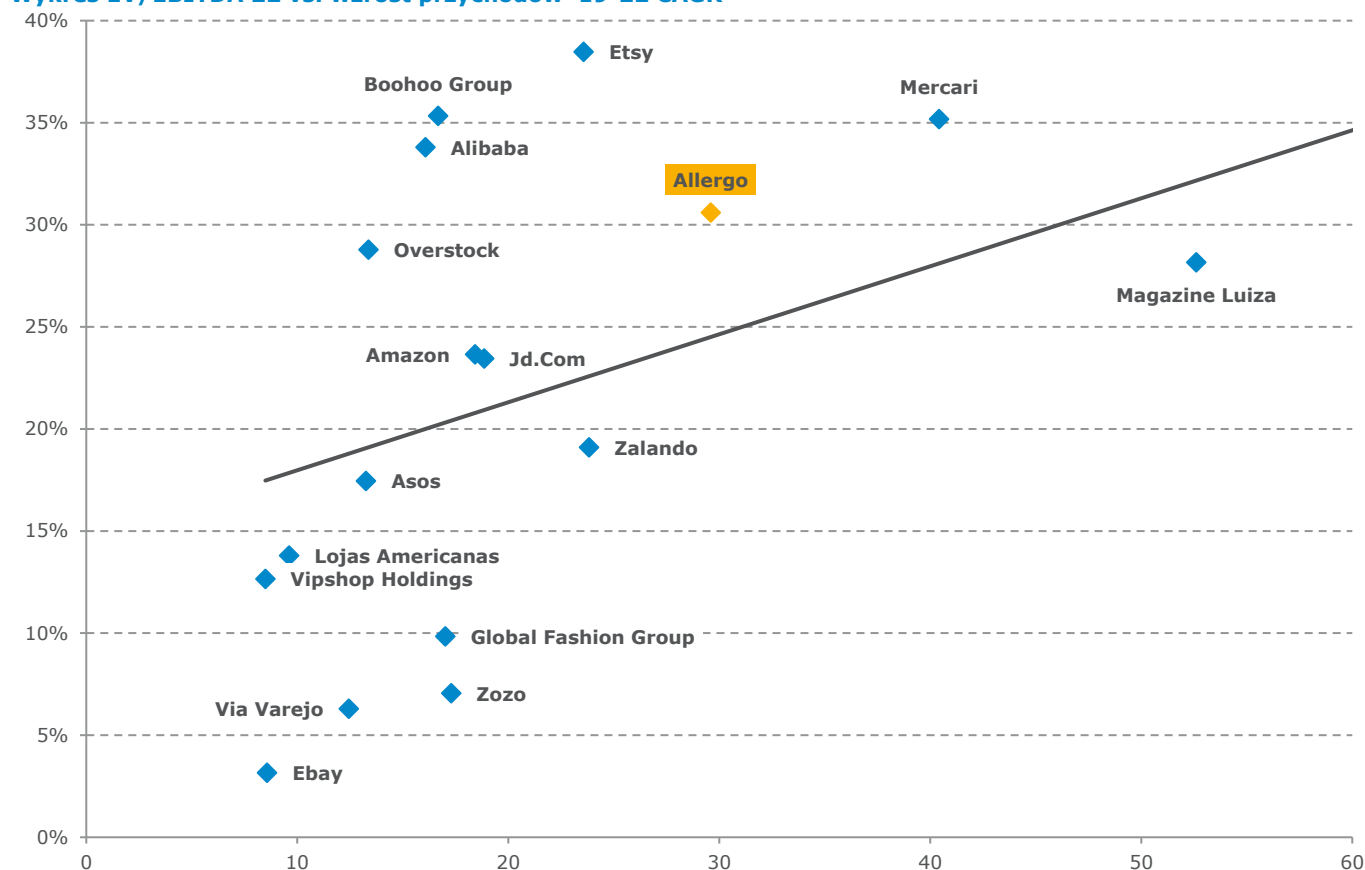
Przy obecnych poziomach wyceny rynkowej, wskaźniki P/S'22, EV/EBITDA'22 i P/E'22 dla Allegro są na poziomach odpowiednio: 12,0x, 29,0x oraz 51,8x. Nawet patrząc na 2022 r. wskaźniki wydają się dość wysokie. **Allegro porównujemy do Amazona i Alibaby.** To dwie najbardziej rozpoznawalne spółki e-commerce na świecie. Obie oferują zaawansowane technologicznie usługi, mają bogatsze zaplecze logistyczne oraz rozwinięte systemy lojalnościowe. Ich wzrost nie odbiega od wzrostu Allegro. **Uważamy, że wskaźniki wyceny dla Allegro nie powinny być znacząco wyższe niż dla tych dwóch podmiotów. W tym porównaniu zwracamy także uwagę na czynniki ryzyka Allegro takie jak: niskie bariery wejścia, zależność od firm logistycznych, brak bogatego systemu lojalnościowego oraz brak oferty międzynarodowej dla merchantów.**

Porównanie wyceny Allegro do Amazona i Alibaby

	P/S	EV/EBITDA	P/E	Wzrost przych. 19-22 CAGR	Wzrost EBITDA 19-22 CAGR
Allegro	12,0	29,6	51,8	30,6%	21,7%
Alibaba	5,1	16,1	21,5	33,8%	29,9%
dyskonto do Allegro	-57,7%	-45,7%	-58,5%		
Amazon	3,0	18,4	40,8	23,7%	27,2%
dyskonto do Allegro	-75,1%	-37,7%	-21,3%		

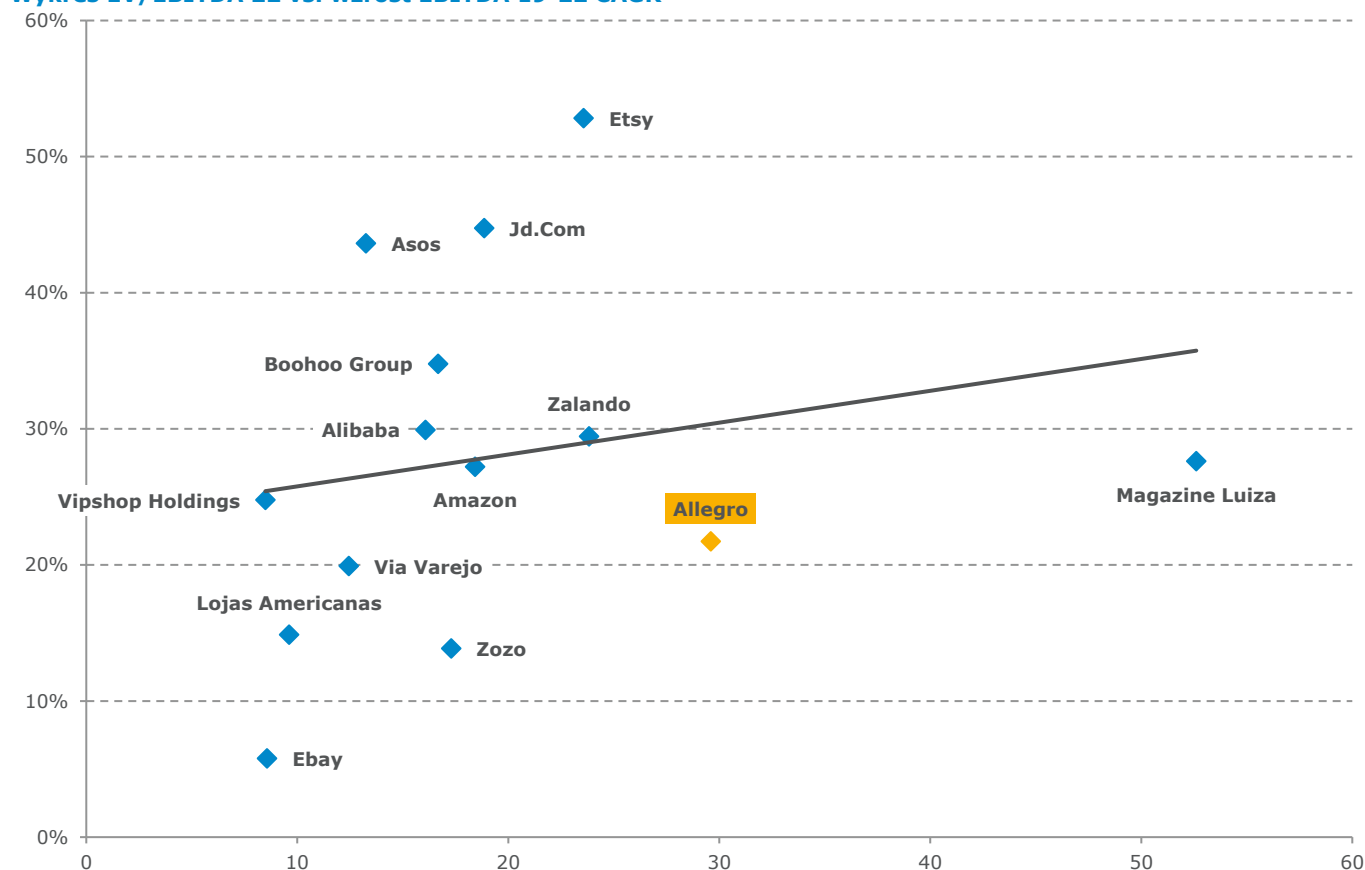
Źródło: mBank, Bloomberg

Wykres EV/EBITDA'22 vs. wzrost przychodów 19-22 CAGR



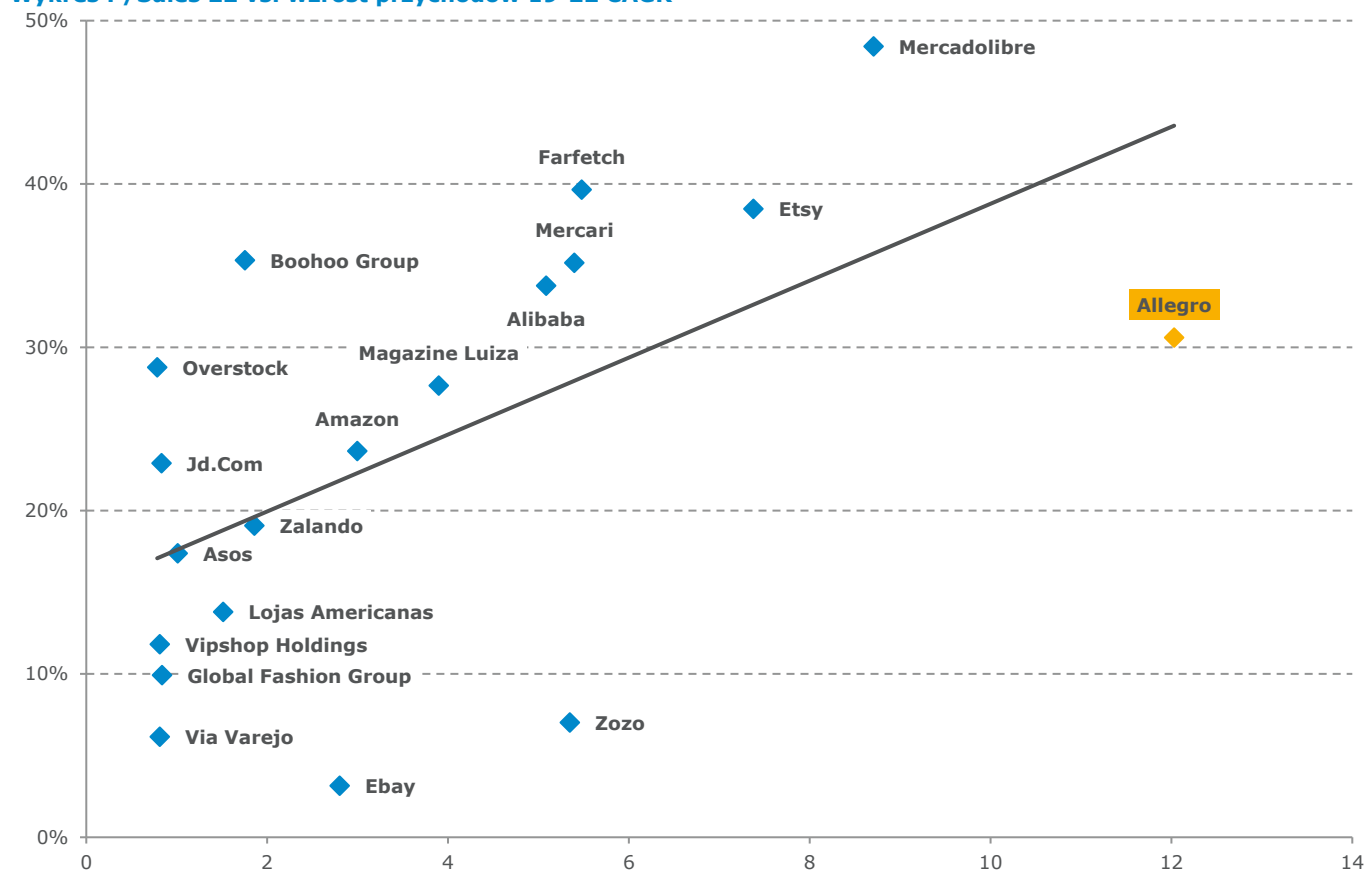
Źródło: Bloomberg, mBank

Wykres EV/EBITDA'22 vs. wzrost EBITDA 19-22 CAGR*



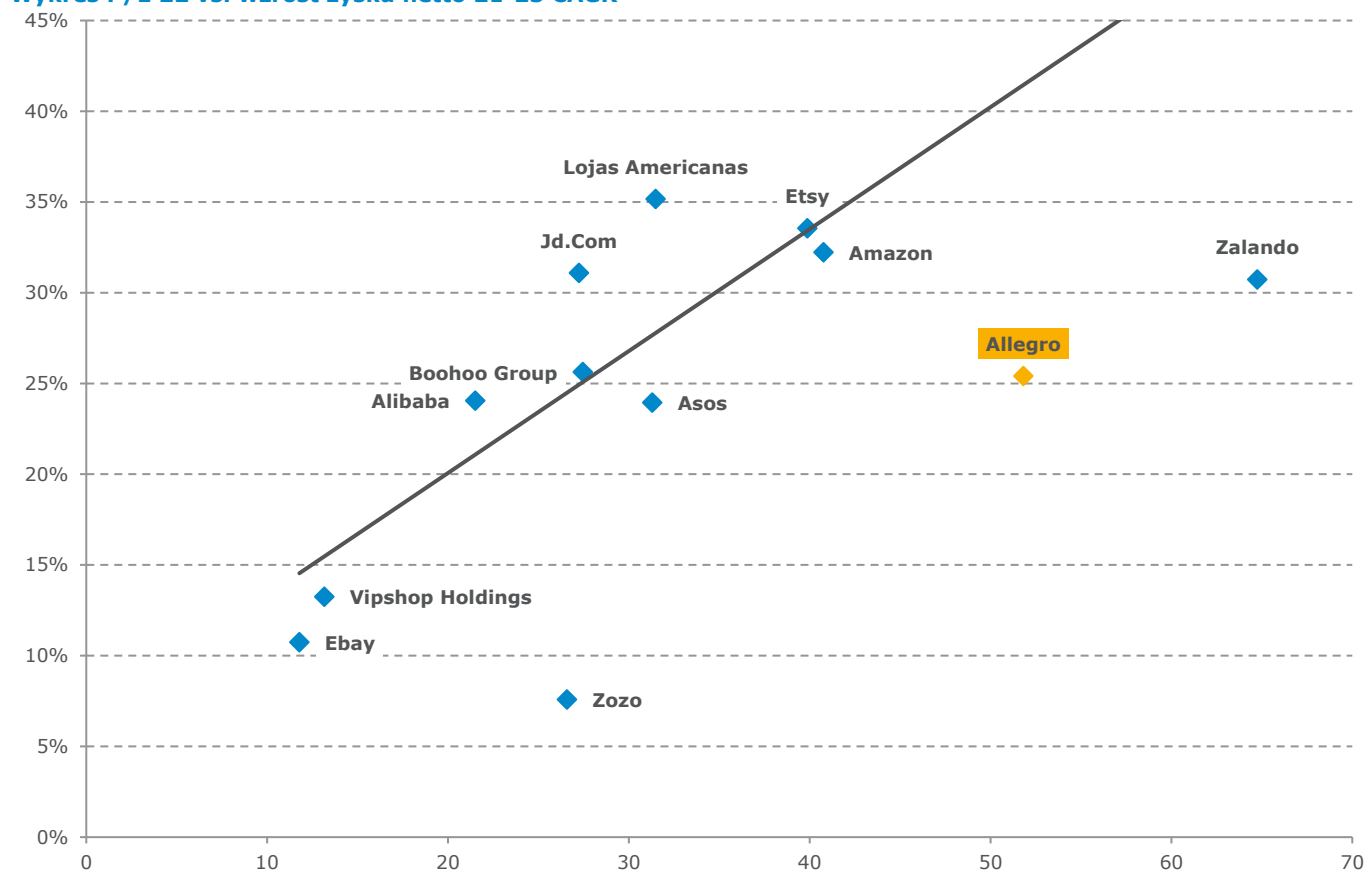
Źródło: Bloomberg, mBank, *Skorygowana EBITDA dla Allegro

Wykres P/Sales'22 vs. wzrost przychodów 19-22 CAGR



Źródło: Bloomberg, mBank

Wykres P/E'22 vs. wzrost zysku netto 21-23 CAGR



Źródło: Bloomberg, mBank

Ryzyka

Ryzyko konkurencji

Światowe spółki e-commerce (jak Amazon czy Alibaba) mogą dążyć do rozszerzenia swojej obecności i inwestycji w Polsce. Konkurenci Allegro mają większe zasoby, doświadczenie na świecie, dłuższą historię, więcej użytkowników i / lub większą rozpoznawalność marki niż Allegro i mogą uzyskać lepsze warunki od dostawców, przyjmując bardziej agresywne ceny i poświęcić więcej zasobów niż Allegro. De facto, zakładamy, że Amazon wejdzie na rynek polski i wykorzysta swoją infrastrukturę logistyczną (która już istnieje w Polsce), aby skrócić terminy dostaw i przyciągnąć merchantów. Podano, spodziewamy się, że Amazon wdroży swój program lojalnościowy w celu budowy relacji z kupującymi i wdroży agresywny marketing w celu budowy pozycji na rynku. Spodziewamy się, że powyższe działania Amazona przełożą się na perspektywę wzrostu Allegro oraz koszty prowadzonej działalności.

UOKiK

W związku z bardzo silną pozycją rynkową (estymujemy ok. 40% udziału Allegro w rynku e-commerce w 2020 r.) spółka ponosi ryzyko związane z urzędem antymonopolowym. De facto, obecnie prowadzone są dwa postępowania przeciwko Allegro przez polski Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów (z gru'19 w sprawie domniemanego nadużywania pozycji dominującej oraz z wrze'20 dotyczące zmian w regulaminie Allegro dotyczących prowizji od sprzedaży). Za stosowanie praktyk ograniczających konkurencję grozi kara finansowa do 10% obrotów w roku budżetowy poprzedzający decyzję. Kary w przeszłości w sprawach dotyczących nadużycia pozycji dominującej przez duże polskie firmy wahały się od 0,01% do 1,1% rocznych obrotów.

Niskie bariery wejście

Allegro prowadzi model biznesu 3P marketplace, który wyróżnia się niską bazą aktywów i dość niskimi nakładami kapitałowymi. Bariery wejścia na rynek Allegro oceniamy jako niskie. Główną barierą jest wysoka pozycja rynkowa spółki oraz olbrzymia baza kupujących i sprzedawców.

Zmiany podatkowe

W polskim Ministerstwie Finansów trwają prace nad projektem nowelizacji ustawy o VAT, która ma wdrożyć unijne przepisy dot. opodatkowania e-commerce. Nowe przepisy mają wejść w życie 1 lipca 2021 r. i mają na celu zwalczanie oszustw związanych z VAT i uszczelnienie poboru VAT w tym obszarze. Wśród wielu projektowanych zmian znalazła się m.in. likwidacja zwolnienia z VAT dla importu towarów w przesyłkach o wartości nieprzekraczającej 22 EUR. Co ważniejsze, podatnik umożliwiający nawiązanie kontaktu pomiędzy nabywcą a dostawcą za pośrednictwem interfejsu elektronicznego (jak Allegro) może zostać uznany za podmiot dokonujący ich dostawy i w efekcie będzie zobowiązany do pobrania podatku od dostawców spoza UE oraz wpłacenia go, co niesie duże ryzyko prawne.

Zależność od firm logistycznych i płatnościowych

Logistyką towarów zakupionych na Allegro zajmują się zewnętrzni dostawcy. Zmiany warunków i kosztów wysyłki lub niepowodzenie w dostarczeniu pewnych produktów w bezpieczny i terminowy sposób, mogą potencjalnie zaszkodzić reputacji Allegro i wpłynąć na wzrost ponoszonych przez spółkę kosztów.

W zakresie płatności grupa współpracuje z Przelewy24 i PayU, które łącznie przetwarzają zdecydowaną większość płatności na platformie Allegro. Wszelkie zakłócenia w dostępności ich usług mogą wpłynąć na możliwość realizacji sprzedaży przez klientów. Zmiana warunków handlowych pomiędzy Allegro a wspomnianymi podmiotami niesie ryzyko presji kosztowej.

Ryzyko IT

Przerwy w działaniu systemu IT Allegro, spowodowane awariami technologicznymi, awariami dostawców zewnętrznych czy też celowymi atakami (patrzy: przykład Ebay) mogą spowodować zmniejszenie wolumenu transakcji, spowodować utratę danych osobowych lub w inny sposób zaszkodzić reputacji Allegro. Spółka ponosi także ryzyko braku zdolności systemów informatycznych do obsługi zapotrzebowania na nieoczekiwany wzrost ruchu na stronach internetowych Allegro.

Ryzyko reputacyjne

Grupa jest narażona na ryzyko działań oszustów na swojej platformie (do najpopularniejszych należą sprzedaż podrabianych towarów, niedostarczanie towarów po dokonaniu płatności oraz korzystanie z przechowywanych informacji o karcie kredytowej i płatności na kontach, które zostały naruszone, w celu dokonania zakupów). Powyższe niesie za sobą istotne ryzyko reputacyjne dla Allegro.

Ryzyko zewnętrznych dostawców IT

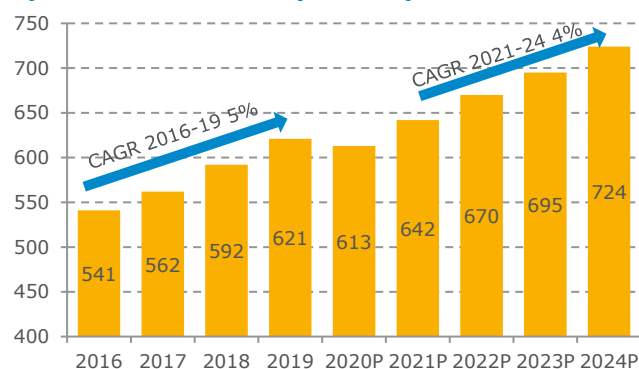
Grupa jest zależna od zewnętrznych dostawców oprogramowania, którego używa do prowadzenia swojej działalności (przykład: Allegro używa usług Google). Spółka korzysta również z serwisów społecznościowych i usług przesyłania wiadomości w celu komunikowania się ze swoimi użytkownikami. Zmiany warunków handlowych dla usług może ograniczyć możliwości promocyjne Allegro, a korzystanie z takich usług sieci społecznościowych przez kupujących może zmniejszyć się.

Rynek

Rynek handlu w Polsce

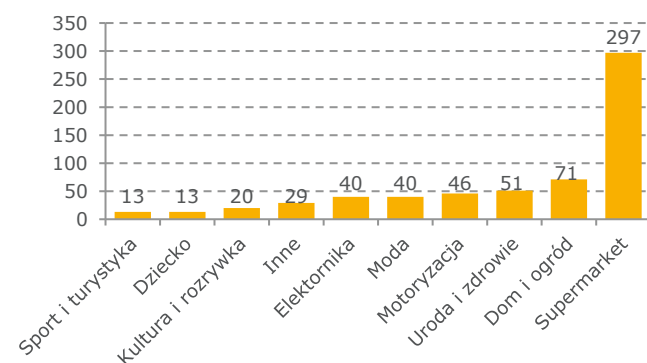
Allegro prowadzi działalność na rynku e-commerce oraz reklamy internetowej. E-commerce jest częścią polskiego rynku handlu. Wartość rynku handlowego w Polsce wyniosła 621 mld PLN (OC&C), po wzroście w średniorocznym tempie ok. 4,7% w latach 2016-19. Oczekuje się, że rynek handlu skurczy się o ok. 1% w 2020 r. do poziomu 613 mld PLN, z/w na skutki gospodarcze pandemii COVID-19, a w 2021 r. nastąpi wzrost wartości rynku o ok. 4,7%. OC&C oczekuje wzrostu rynku handlowego w Polsce w latach 2021-24 w średniorocznym tempie 4,1%, głównie dzięki poprawie warunków makroekonomicznych.

Rynek handlu w Polsce (mld PLN)



Największym segmentem rynku handlowego jest handel spożywczy (297 mln PLN w 2019 r., tj. 48%). Dość dużą kategorią jest także dom i ogród (71 mln PLN, tj. 11%).

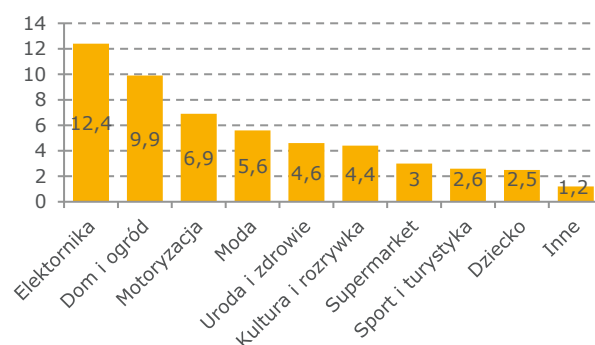
Podział rynku handlowego w Polsce (mld PLN)



Polski rynek e-commerce

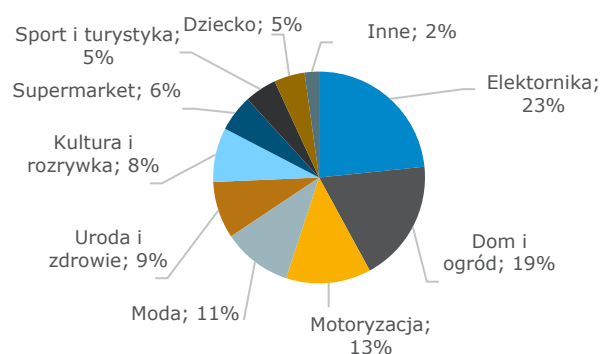
Wartość polskiego rynku e-commerce w 2019 r. wyniosła 52 mld PLN. Największą kategorią e-commerce była w 2019 r. elektronika, która była odpowiedzialna za 12,4 mld PLN obrotów (ok. 23%). Dość dużymi kategoriami były także: dom i ogród (19%) oraz samochody (13%) i odzież (11%).

Kategorie rynku e-commerce w 2019 r. (mld PLN)



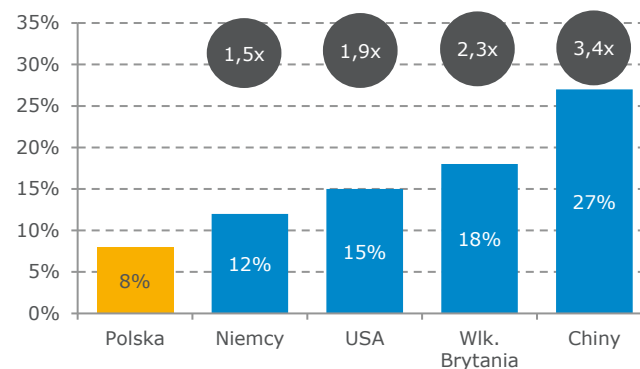
Źródło: OC&C, mBank

Struktura rynku e-commerce w Polsce



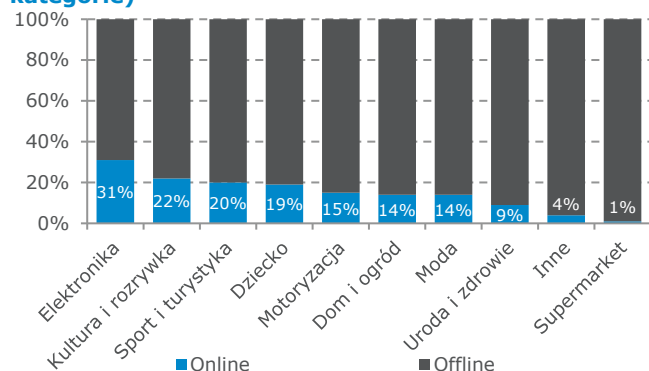
Rynek e-commerce rośnie w tempie ok. 19% rocznie w okresie 2016-19, wyraźnie wyprzedzając dynamikę rynku handlowego ogółem. W ten sposób penetracja e-commerce (udział w rynku handlowym ogółem) wzrosła z 5,8% do 8,4% w 2019 r. Polski e-commerce w 2019 r. miał ciągle niższe wskaźniki penetracji w porównaniu z niektórymi krajami.

Penetracja e-commerce: Polska vs. wybrane kraje



Penetracja e-commerce różniła się w zależności od kategorii. Największa była w elektronice (31%), najniższa w artykułach spożywczych (zaledwie 1%).

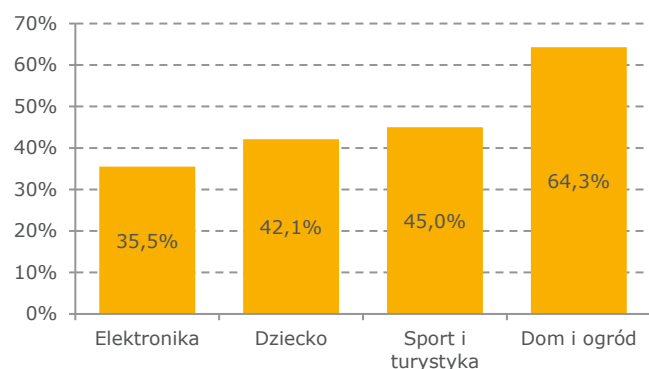
Penetracja e-commerce w Polsce (rozbicie na kategorie)



Źródło: OC&C, mBank

Według naszych estymacji Allegro ma bardzo silną pozycję w „dom i ogród”. Szacujemy udział Allegro w handlu internetowym w tym obszarze na ok. 64%. Silną pozycję grupa posiada także w obszarach: dzieci, sport oraz elektronika.

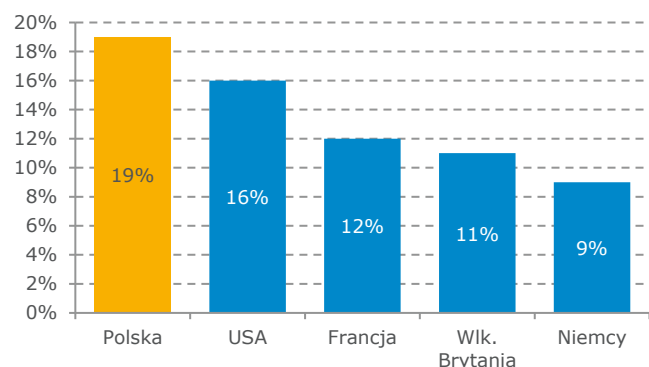
Udział Allegro w handlu internetowym dla wybranych kategorii



Źródło: Allegro, mBank

Wzrost rynku e-commerce w Polsce był w latach 2016-19 szybszy niż w USA (CAGR w Polsce = +19%) czy w krajach Europy Zachodniej, jak Niemcy, Francja czy Wlk. Brytania.

Porównanie wzrostu e-commerce (16-19) w Polsce do innych krajów



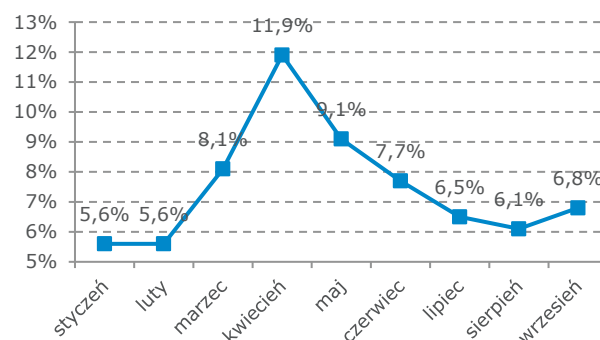
Źródło: OC&C, mBank

Wpływ COVID-19 na rynek

Pandemia koronawirusa z jednej strony spowolniła gospodarkę, z drugiej stała się katalizatorem rozwoju e-commerce. Według danych GUS, w kwietniu 2020 r. sprzedaż detaliczna przez Internet (11,9%) wzrosła prawie dwukrotnie w porównaniu do stycznia 2020 r. (5,6% - GUS szacuje penetrację na innym poziomie niż OC&C). GUS podał, że wzrost udziału sprzedaży przez Internet w kluczowym miesiącu kwietniu'20 wykazały m.in. przedsiębiorstwa zaklasyfikowane do grupy „tekstylia, odzież, obuwie” z 35,6% w marcu'20 do 61,3% w kwietniu'20, a także podmioty z grup „prasa, książki, pozostała sprzedaż w wyspecjalizowanych sklepach” (odpowiednio z 26,2% do 39,9%) oraz „meble, rtv, agd” (z 24,5% do 28,6%).

Po spadku wskaźnika do poziomu 6,1% w sierpniu'20, we wrześniu'20 znów wykazano wzrost, do 6,8%. Wzrost udziału sprzedaży przez Internet we wrześniu'20 wykazały m.in. przedsiębiorstwa zaklasyfikowane do grupy 'prasa, książki, pozostała sprzedaż w wyspecjalizowanych sklepach' (odpowiednio z 19,3% do 22,5%), a także podmioty z grup 'tekstylia, odzież, obuwie' (z 15,7% przed miesiącem do 18,2%) oraz 'meble, rtv, agd' (z 10,9% do 11,8%).

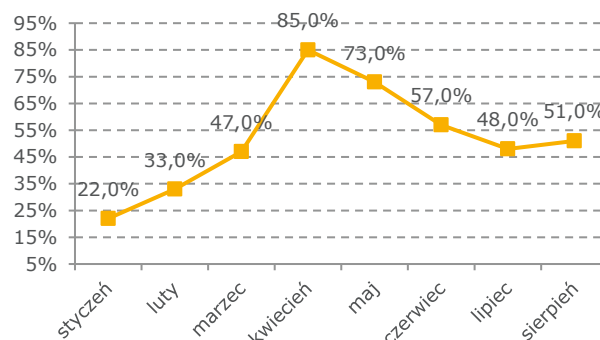
Udział e-commerce w sprzedaży detalicznej wg GUS w wybranych miesiącach 2020 r.



Źródło: GUS, mBank

Wzrost popytu na handel internetowy widoczny jest również na danych Allegro.

Wzrost R/R GMV w Allegro w trakcie 2020 r.

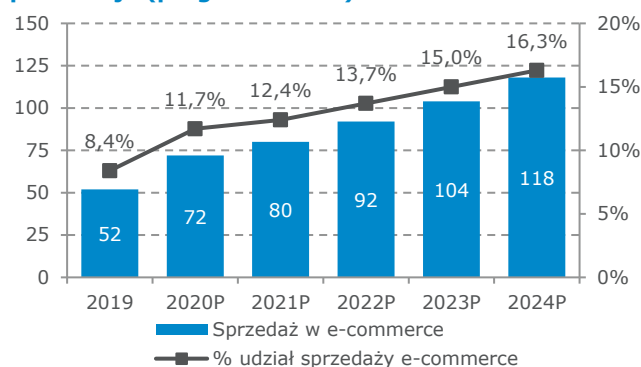


Źródło: Allegro, mBank

Przyszłość polskiego e-commerce

Według OC&C polski segment e-commerce w nadchodzących latach będzie kontynuował silny wzrost. OC&C prognozuje, że penetracja handlu elektronicznego w Polsce wzrośnie do około 12% w 2021 r., a do 2024 r. osiągnie pułap 16%. Grupa Allegro uważa, że rzeczywisty wzrost rynku może przekroczyć te prognozy.

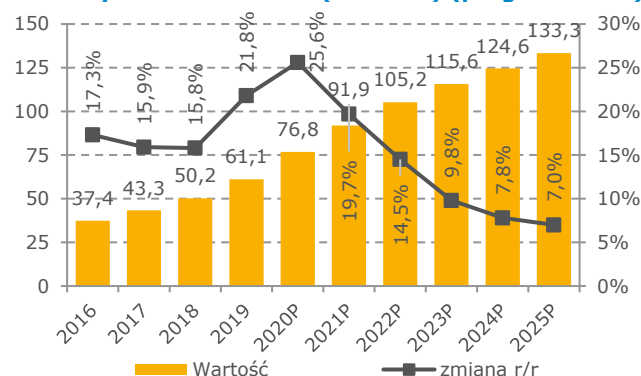
Polski rynek e-commerce (mld PLN) i jego penetracja (prognoza OC&C)



Źródło: OC&C, mBank

Według szacunków PMR, rynek handlu internetowego w Polsce w 2019 r. wart był ponad 61 mld PLN. Stanowił prawie 11% całego rynku handlu detalicznego. W efekcie pandemii, w 2020 r. rynek e-commerce w Polsce odnotuje najwyższy wzrost od kilkunastu lat (prawie 26% r/r). PMR szacuje, że w 2025 r. penetracja e-commerce sięgnie prawie 20%.

Polski rynek e-commerce (mld PLN) (prognoza PMR)



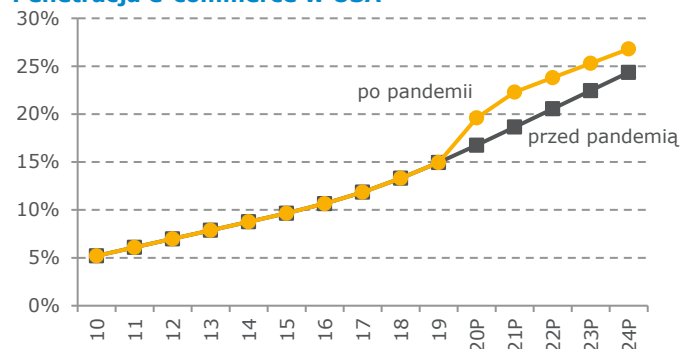
Źródło: PMR, mBank

PMR przewiduje, że koronawirus będzie miał długoterminowy pozytywny wpływ na sektor e-commerce i spodziewa się, że wśród najszybciej rosnących kategorii handlu internetowego będą art. spożywcze oraz art. dla dzieci. Wolniejszy wzrost będzie dotyczyć elektroniki.

Prognozy dla rynku e-commerce przedstawiło także Unity Group, które szacuje wartość handlu elektronicznego w Polsce może przekroczyć 100 mld PLN w 2020 r., a do 2025 r. będzie rosła co najmniej o 20%.

Nie mamy wątpliwości, że sektor e-commerce będzie rozwijać się bardzo szybko. Jednak należy pamiętać o wyjątkowym charakterze 2020 r. z/w na COVID-19. Na kolejne lata szacujemy dojdzie do penetracji e-commerce rzędu 20% w 2024 r. (vs. 16,3% w 2020 r.), co jest i tak optymistycznym podejściem, gdyż oznacza to wzrost penetracji rynku o 8 p.p. w okresie 2020-24. Dla porównania, penetracja e-commerce w USA ma zwiększyć się w tym okresie o ok. 7 p.p.

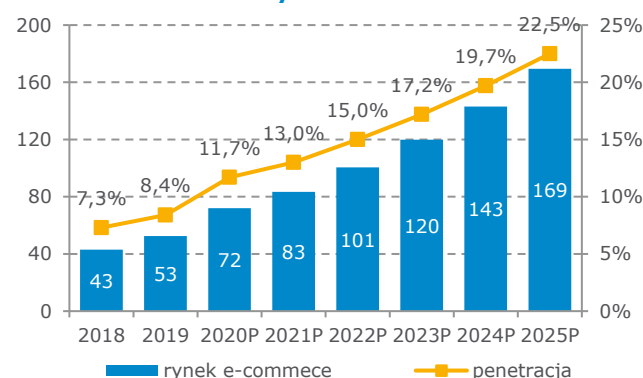
Penetracja e-commerce w USA



Źródło: U.S. Census Bureau, prognozy Prologis Research, mBank

Nasze prognozy penetracji są bardziej optymistyczne niż OC&C i odzwierciedlają naszą wiarę w rozwój rynku e-commerce i pozytywny wpływ pandemii COVID-19 na ten rozwój. Niemniej jednak poziom penetracji e-commerce w Chinach jest naszym zdaniem trudny do osiągnięcia w najbliższych latach z/w na zupełnie innych model rynku handlowego i użycia Internetu (zwłaszcza w formie mobilnej).

Nasze założenia dot. rynku e-commerce w Polsce



Źródło: OC&C (dane historyczne i prognoza na 2020 r.), mBank

Pozycja Allegro w polskim Internecie

W paź'20 Grupa Allegro miała szóstą pozycję w polskim Internecie z 20,8 mln realnych użytkowników i zasięgiem na poziomie 71,8%.

10 największych grup wydawców internetowych

Grupy wydawców internetowych	Październik 2020	
Media channel	Użytkownicy	Zasięg
Grupa Google	28 270 296	97,5%
Grupa YouTube	25 763 832	88,9%
Grupa Wirtualna Polska	21 779 928	75,1%
Grupa RAS Polska	21 730 032	75,0%
Facebook.com	21 673 656	74,8%
Grupa Allegro	20 814 408	71,8%
Grupa Polsat-Interia	19 761 408	68,2%
Grupa Polska Press	18 329 328	63,2%
Grupa Gazeta.pl	17 917 200	61,8%
Grupa OLX	17 558 208	60,6%

Źródło: Megapanel, mBank

Z kolei witryna allegro.pl miała w paź'20 18,6 mln użytkowników i zasięg 64,0%, co oznacza że nieznacznie wyprzedziła onet.pl (18,5 mln) i wp.pl (18,2 mln). Witryna ceneo.pl miała 12,3 mln realnych użytkowników (dla porównania OLX.pl miało 13,4 mln odwiedzających, a interia.pl 13,3 mln).

10 najczęściej odwiedzanych stron internetowych

Grupy wydawców internetowych		Październik 2020
Media channel	Użytkownicy	Zasięg
google.com	27 246 456	94,0%
facebook.com	21 673 656	74,8%
youtube.com	20 823 480	71,8%
allegro.pl	18 552 240	64,0%
onet.pl	18 482 904	63,8%
wp.pl	18 202 320	62,8%
wikipedia.org	15 181 992	52,4%
olx.pl	13 421 376	46,3%
interia.pl	13 300 848	45,9%
ceneo.pl	12 249 792	42,3%

Źródło: Megapanel, mBank

Allegro miało wysoką pozycję zarówno w kategorii desktop, jak i mobile.

10 najczęściej odwiedzanych stron internetowych na PC

Grupy wydawców internetowych		Październik 2020
Media channel	Użytkownicy	Zasięg
google.com	21 731 328	75,0%
youtube.com	15 793 056	54,5%
facebook.com	15 708 816	54,2%
allegro.pl	11 796 840	49,7%
wp.pl	10 535 184	36,3%
onet.pl	10 083 529	34,8%
google.pl	9 868 392	34,0%
wikipedia.org	8 077 320	27,9%
olx.pl	6 472 224	22,3%
microsoft.com	6 010 848	20,7%

Źródło: Megapanel, mBank

10 najczęściej odwiedzanych stron internetowych na smartfonach

Grupy wydawców internetowych		Październik 2020
Media channel	Użytkownicy	Zasięg
google.com	22 895 136	79,0%
onet.pl	16 022 448	55,3%
wp.pl	15 143 760	52,2%
facebook.com	14 874 192	51,3%
allegro.pl	14 409 576	49,7%
youtube.com	13 485 528	46,5%
wikipedia.org	11 759 904	40,6%
olx.pl	11 465 064	39,6%
radiozet.pl	11 388 600	39,3%
interia.pl	11 303 064	39,0%

Źródło: Megapanel, mBank

Aplikacja Allegro była na pierwszy miejscu w paź'20 z liczbą realnych użytkowników 6,5 mln.

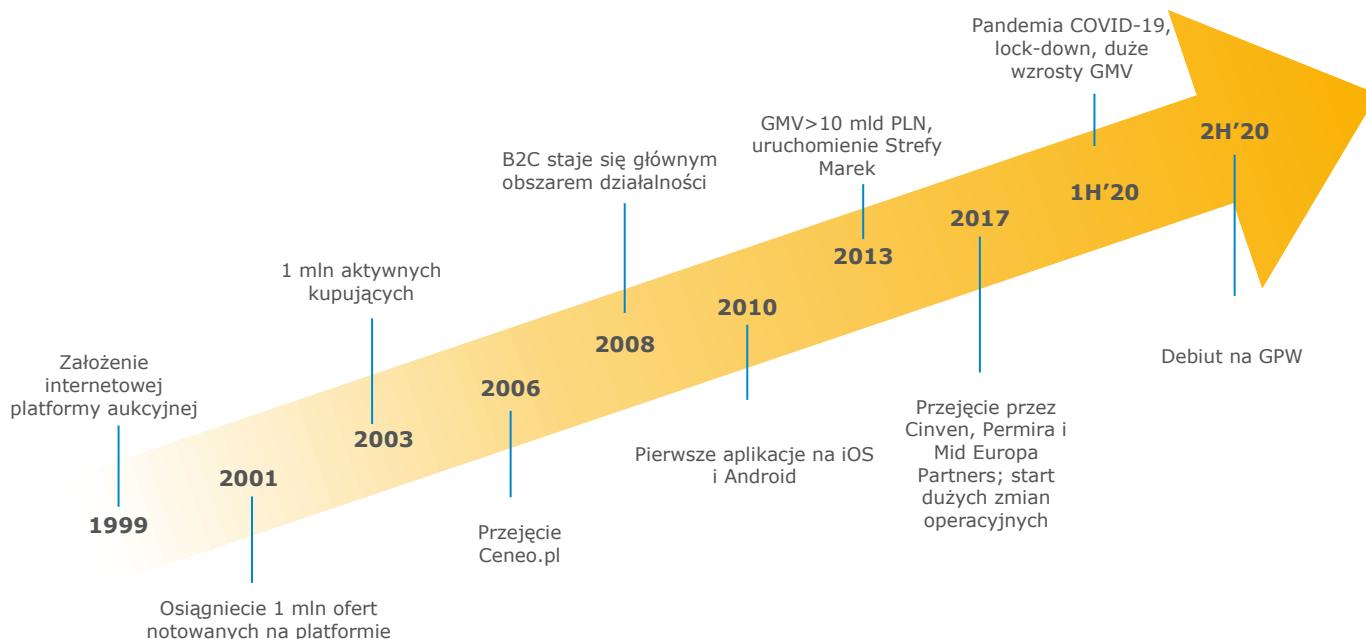
10 najczęściej wykorzystywanych aplikacji

Grupy wydawców internetowych		Październik 2020
Media channel	Użytkownicy	Zasięg
Aplikacja Allegro	6 456 024	22,3%
Aplikacja OLX.pl	5 031 072	17,4%
Aplikacja Player	1 710 720	5,9%
Aplikacja JakDojade	1 074 384	3,7%
Aplikacja WP Poczta	1 012 824	3,5%
Aplikacja Nowa Poczta Interia	886 464	3,1%
Aplikacja Ipla mobile	844 344	2,9%
Aplikacja poczta_o2	767 880	2,7%
Aplikacja Onet Poczta	677 808	2,3%
Aplikacja OpenFM mobile	654 480	2,3%

Źródło: Megapanel, mBank

Historia spółki

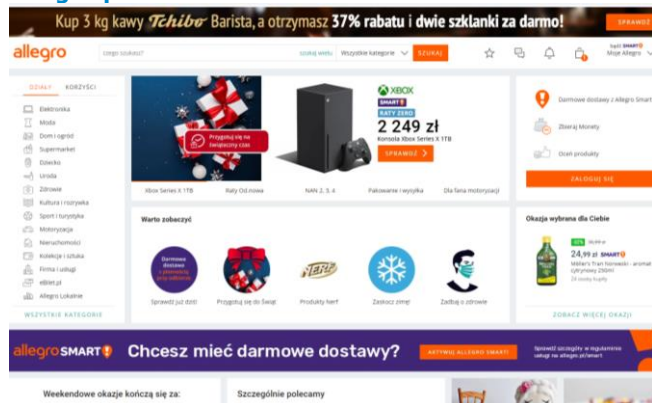
Najważniejsze wydarzenia z historii Spółki



Źródło: Allegro, mBank

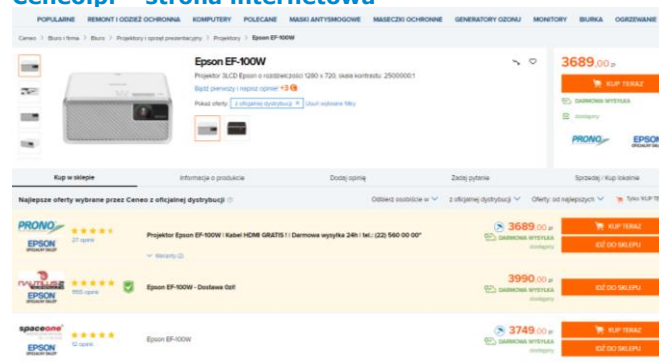
Allegro zostało założone w 1999 roku w Poznaniu, jako internetowa platforma aukcyjna dla konsumentów (C2C). Allegro osiągnęło milion ofert notowanych na swojej platformie do 2001 roku, a w 2003 r. miało już milionów aktywnych kupujących. W 2006 roku Grupa przejęła największą w Polsce porównywarke cenową Ceneo.pl. W 2008 r. oferty dla klientów indywidualnych B2C wyprzedziły oferty C2C, stając się głównym obszarem działalności grupy. W 2010 roku grupa uruchomiła aplikacje na systemy iOS i Android, które były jednymi z pierwszymi aplikacjami do zakupów online w Polsce. W 2013 r. Allegro osiągnęło wartość GMV równą 10 mld PLN i uruchomiło dedykowaną „Strefę Marek”, dostarczając producentom i autoryzowanym sprzedawcom znanych polskich i międzynarodowych marek dedykowaną sekcję e-commerce.

Allegro.pl – strona internetowa



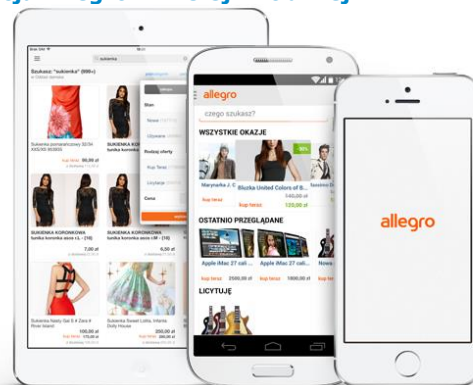
Źródło: Allegro

Ceneo.pl – strona internetowa



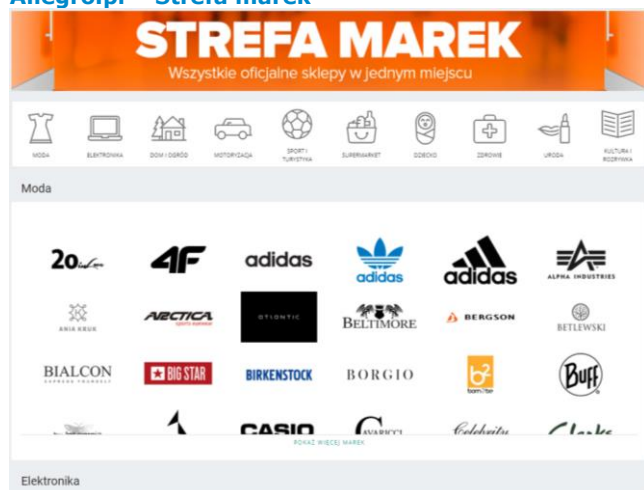
Źródło: ceneo.pl

Aplikacja Allegro w wersji mobilnej



Źródło: Allegro

Allegro.pl – Strefa marek



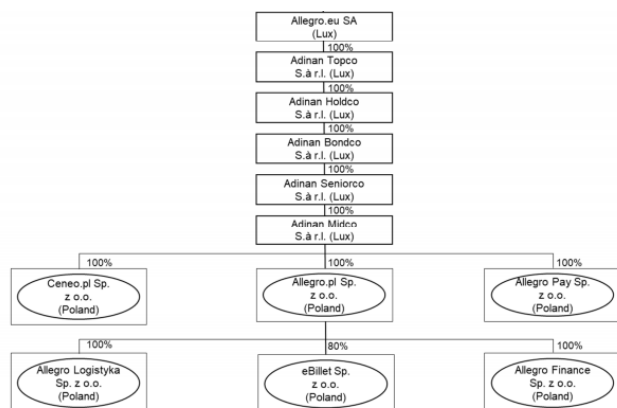
Źródło: mBank

W latach 2008-2016 Allegro było w posiadaniu funduszu Naspers. W sty'17 konsorcjum funduszy private equity (Cinven, Permira i Mid Europa Partners) przejęło grupę Allegro. Nowi właściciele wzmocnili zespół zarządzający grupą oraz wdrożyli szereg zmian operacyjnych i inicjatyw rozwojowych, nastawionych na wzmocnienie zaangażowania kupującego (jak program lojalnościowy SMART!). Zespół zarządzający rozwinął aplikację mobilną i zainwestował w rozwiązania logistyczne (przede wszystkim przekształcono dostawę z zarządzanej przez sprzedawcę na zarządzaną przez Allegro i zintegrowano sieć dostaw 3P) i narzędzia cenowe. Takie działania doprowadziły do znacznego wzrostu GMV, które w okresie 2Q'20LTM sięgnęło 28 mln PLN. Od 2017 r. dokonano także dwóch przejęć: eBilet, polskiego lidera w sprzedaży biletów rozrywkowych online, oraz FinAi, firmy prowadzącej działalność w obszarze FinTech. Grupa Allegro odnotowała przyspieszenie wzrostu GMV podczas blokady wynikającej z COVID-19 w okresie od mar'20 do czer'20.

Struktura organizacyjna, akcjonariat

W skład grupy kapitałowej Allegro wchodzi jednostka dominująca (Allegro.EU SA) zarejestrowana w Luxemburgu oraz 11 spółek zależnych, jak na wykresie poniżej. Siedziba Ceneo.pl sp. z o.o. oraz Allegro.pl sp. z o.o. zlokalizowana jest w Poznaniu.

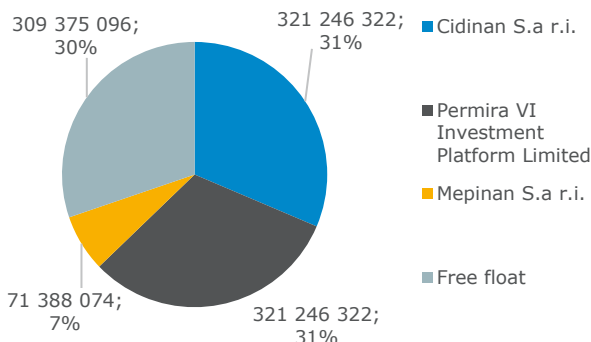
Struktura kapitałowa grupy Allegro



Źródło: Allegro

Po zakończeniu IPO, Allegro pozostaje pod kontrolą grupy trzech znanych funduszy private equity: Cinven (31%), Permira (31%) oraz Mid Europa Partners (7%). Free float stanowi 30% akcji spółki (w tym kadra zarządzająca posiada ok. 4% akcji Allegro poprzez zarejestrowaną w Luxemburgu specjalną spółkę komandytową Adiman SCSp. Liczba głosów na WZA odpowiada liczbie akcji Allegro.eu.

Struktura akcjonariatu kapitałowa grupy Allegro



Źródło: Allegro, mBank

Zarząd, program menedżerski

Organem zarządzającym grupą Allegro jest Rada Dyrektorów składająca się z 13 członków. Fundusze Cinven, Permira oraz Mid Europa Partners są reprezentowane przez odpowiednio trzech, trzech i dwóch członków Rady (razem kontrolują ok. 62% Rady). Funkcję CEO od sier'18 pełni Francois Nuyts, który wcześniej pełnił różne funkcje kierownicze w firmie Amazon w Europie Zachodniej (w tym w Anglii, Francji, Hiszpanii i we Włoszech), gdzie brał udział w szybkiej ekspansji grupy Amazon. Pan Nuyts ma ponad 20 lat doświadczenia w zarządzaniu i doradztwie strategicznym, w tym w Accenture i Kellogg's. Funkcję CFO pełni Jonathan Eastick, od lutego'18. Wcześniej był dyrektorem w Ernst & Young oraz przez ponad 16 lat piastował stanowisko CFO w Netii, Polskiej Telefonii Cyfrowej i Lucent Technologies Poland.

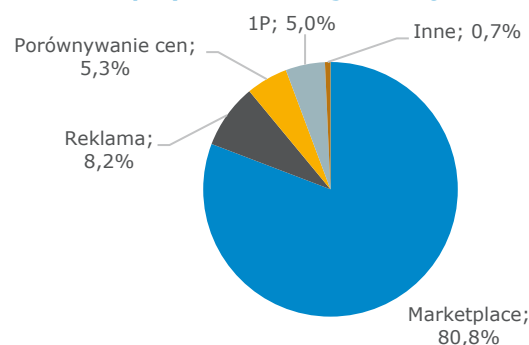
W trakcie IPO pracownikom Allegro przyznano akcje o wartości łącznej 25,5 mln PLN (okres nabycia uprawnień do akcji ustalono na 360 dni od debiutu). W Allegro obowiązuje program motywacyjny dla kadry zarządzającej i wybranych pracowników. Wynagrodzenie w ramach programu odbywa się w formie jednostek udziałowych zależnych od wyników (PSU) oraz warunkowych jednostek udziałowych (RSU), które dają uczestnikom prawo do otrzymania akcji Allegro.eu bez zapłaty po zakończeniu okresu nabywania uprawnień. Program motywacyjny przewiduje, że w okresie dziesięcioletnim nie więcej niż 10% wyemitowanego kapitału zakładowego ma zostać przeznaczone na potrzeby programu. Pierwsze nagrody mają zostać przyznane w kwietniu'21 (zakładamy wpływ ok. 40 mln PLN). W kolejnych latach założymy nagrody w wysokości 110 mln PLN na rok.

Opis działalności

Grupa Allegro jest operatorem wiodącej platformy handlowej online w Polsce – Allegro.pl – oraz czołowej porównywarki cen online w Polsce – Ceneo.pl. W paź'20 grupa Allegro miała szóstą pozycję w polskim Internecie z 20,8 mln realnych użytkowników i zasięgiem na poziomie 71,8%. Witryna allegro.pl miała w paź'20 18,6 mln użytkowników i zasięg 64,0%, co oznacza że nieznacznie wyprzedziła onet.pl (18,5 mln) i wp.pl (18,2 mln).

W 2Q'20LTM grupa wygenerowała przychody na poziomie 3,2 mld PLN, z czego zdecydowana większość pochodziła z platformy handlowej (80,8% w 2Q'20LTM). Dość istotnym generatorem przychodów była także reklama (8,2%) oraz porównywarka cen Ceneo.pl (5,3%). Inne dochody Allegro wynikają głównie z usług hostingowych.

Struktura przychodów Allegro w 2Q'20LTM



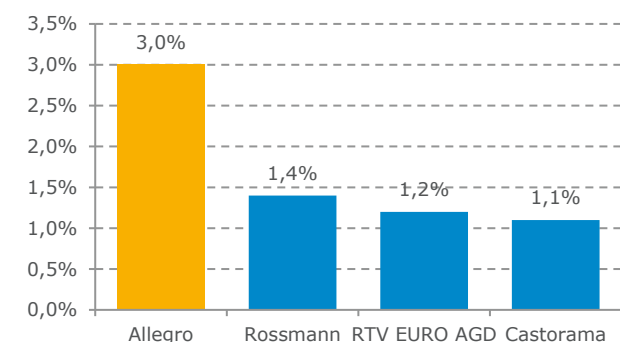
Źródło: Allegro, mBank

Platforma e-commerce

Allegro.pl jest jedną z dziesięciu największych na świecie stron internetowych e-commerce i znajduje się w pierwszej setce stron internetowych na świecie pod względem liczby odwiedzin miesięcznie (Źródło: SimilarWeb).

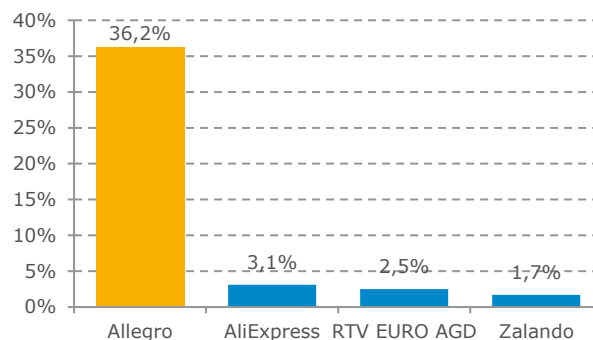
Allegro.pl jest najpopularniejszą w Polsce platformą e-commerce z 36% udziałem w rynku (2019 r.). Platforma zanotowała w 2019 r. GMV rzędu 22,8 mld PLN, gdzie ok. 15% stanowiła sprzedaż C2C, co implikuje sprzedaż B2B i B2C na poziomie łącznie 19,4 mld PLN. Ten wynik jest blisko 12x wyższy od GMV AliExpress, plasującego się na drugiej pozycji.

Udział Allegro w polskim rynku handlu (2019)



Źródło: OC&C, mBank

Udział Allegro w polskim rynku e-commerce (2019)



Źródło: OC&C, mBank

W 2Q'20LTM na platformie Allegro zawarto ok. 389,2 mln transakcji. Na koniec czer'20 platforma e-commerce należąca do grupy Allegro miała ok. 12,3 mln aktywnych kupujących oraz ok. 117 tys. sprzedawców, co skutkowało średnio 32 mln transakcji miesięcznie w 2Q'20LTM. W ofercie Allegro na koniec czer'20 było 164,2 mln produktów. Allegro.pl operuje głównie na rynku B2C, chociaż ok. 17% jego GMV to transakcje B2B.

W 2Q'20LTM ok. 55% GMV było generowany przez około 2,800 tys. merchantów z grupy „brand and retailers”, kolejne 23% przez 6,1 tys. innych wielkich sprzedawców, 16% przez ok. 105,8 MŚP, a 1% przez 2,4 tys. sprzedawców zagranicznych. Pozostałe 5% GMV było generowane przez 1,1 mln sprzedawców C2C.

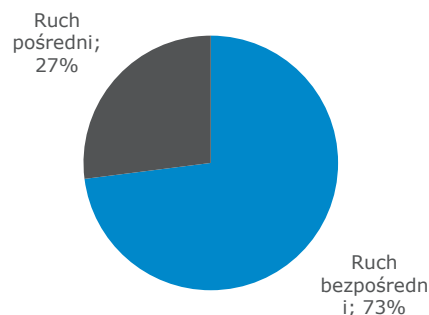
Podział merchantów w 2Q'20LTM

	Ilość merchantów (tys.)	% GMV	GMV / merchant (mln PLN)
brand and retailers	2,8	55%	5,59
inni wielcy sprzedawcy	6,1	23%	1,07
MŚP	105,8	16%	0,04
zagraniczni	2,4	1%	0,12
C2C	1 100	5%	0,001

Źródło: Allegro, mBank

W 2Q'20LTM 73% Allegro miało ruch bezpośredni, a 27% ruchu płatnego pochodzącego z wyszukiwarek, odesłań, sieci społecznościowych lub innych źródeł, podczas gdy 27% ruchu było płatne.

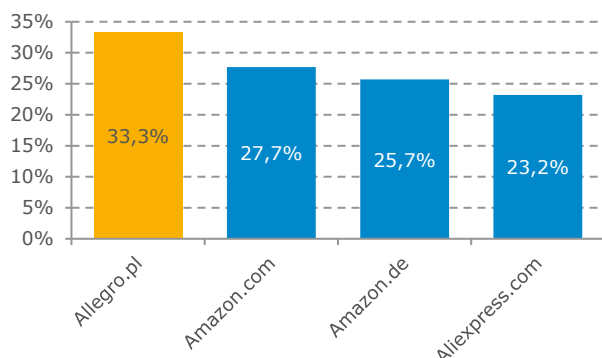
Struktura ruchu Allegro



Źródło: Allegro, mBank

Według danych SimilarWeb Allegro.pl cechuje się nieco większym odsetkiem ruchu z wyszukiwarek vs. Amazon.com, Amazon.de oraz Aliexpress.com, jak przedstawiliśmy na wykresie poniżej.

Ruch na witrynie z wyszukiwarek



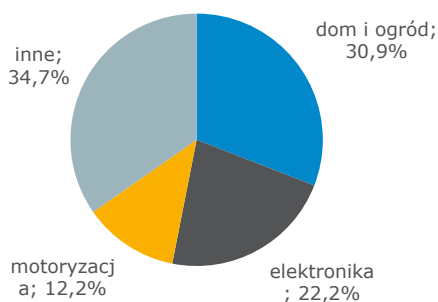
Źródło: SimilarWeb, mBank

Na platformie handlowej Allegro można wyróżnić dziewięć kluczowych kategorii, z których każda ma dedykowany zespół działu handlowego odpowiedzialny za jej rozwój. Kluczowe kategorie to:

- 1) motoryzacja;
- 2) dom i ogród;
- 3) książki, media, przedmioty kolekcjonerskie i dzieła sztuki;
- 4) moda i buty;
- 5) elektronika;
- 6) dzieci;
- 7) zdrowie i piękno;
- 8) sporty i wolny czas;
- 9) supermarket.

W 2Q'20LTM „dom i ogród” był największą kategorią wg GMV (8,78 mld PLN, czyli 30,9% całkowitego GMV Allegro). Odpowiednio druga i trzecia co do wielkości kategoria w tym okresie to „elektronika” (22,2%) oraz „motoryzacja” (12,2%).

Podział GMV 2Q'LTM



Źródło: Allegro, mBank

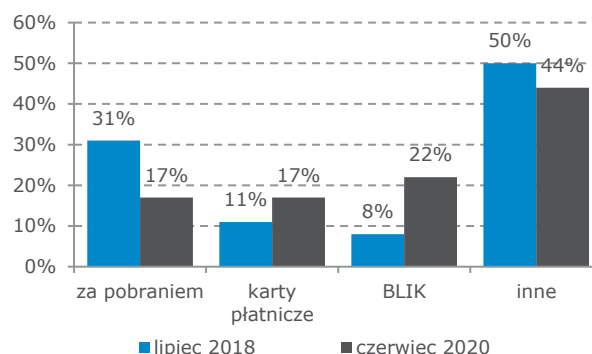
Z kolei najszybciej rozwijające się kategorie to „supermarket” (GMV + 116,0% R/R w 2Q'20LTM) oraz „zdrowie i uroda” (+90,6% R/R).

Poprzez zautomatyzowany system narzędzi, Allegro monitoruje około 135 tys. najlepiej sprzedających się SKU, aby zidentyfikować produkty, których cena nie jest konkurencyjna i zachęcić sprzedawcę do jej obniżenia. Jeśli sprzedawca nie może sprzedać danego SKU po nowej cenie Allegro obniża pobierany take rate lub rozważa sprzedaż samego produktu o niższej cenie dzięki ofercie detalicznej 1P grupy. Te świadome działania mają na celu zapewnienie kupującym że Allegro jest najtańszą opcją. Platforma Allegro oferowała niższe ceny niż jej konkurenci w Polsce na ponad 80% produktów wskazanych w tzw. „indeksie najpopularniejszego wyboru”. Aby wygenerować dodatkowe

GMV, Allegro zachęca merchantów do promocji w sezonowych szczytach sprzedaży (jak Black Week w listopadzie).

Platforma Allegro zapewnia kupującym szereg funkcji płatności: standardowe karty płatnicze, przelewy, Apple Pay, Google Pay i BLIK. W okresie lip'18-czer'20 udział płatności za pobraniem spadł z 31% do 17%, a płatności kartami płatniczymi i BLIKIEM wzrosły z odpowiednio 11% do 17% i z 8% do 22%.

Zmiana użycia form płatności na platformie Allegro

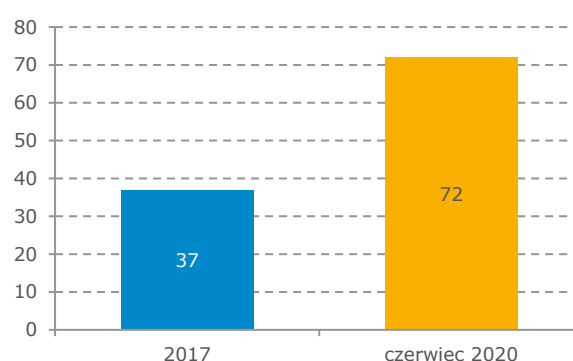


Źródło: Allegro, mBank

Ponadto, kupujący na Allegro mają dostęp do elastycznych opcji finansowania (obecnie dostarczanych przez zewnętrznych dostawców) w tym do pożyczek ratalne 0% i opcji opóźnionej płatności (30 dni bezpłatnego kredytu kwalifikującym się kupującym, z dodatkowymi opłatami naliczanymi po wygaśnięciu tego okresu).

Kupujący odnoszą dość duże zadowolenie z korzystania z serwisu Allegro. Wskaźnik NPS nabywców Allegro systematycznie wzrastał z +37 w 2017 r. do +72 w czer'20 2020 r. Według badań Allegro, ponad ośmiu na dziesięciu kupujących poleciłoby Allegro członkom swojej rodziny i znajomym.

Net Promotor Score dla kupujących na Allegro



Źródło: Allegro, mBank

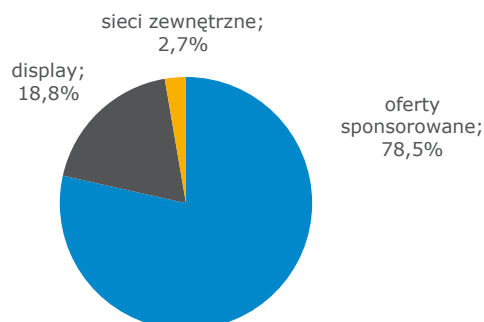
Reklama

Allegro Ads oferuje trzy główne formaty reklam:

- oferty sponsorowane, które pozwalają merchantom na pozycjonowanie wybranych ofert na jednym z dwóch pierwszych wyników wyszukiwania;
- display, który wyświetla baner, w tym wybrane logo sprzedawcy i tekst nad wynikami wyszukiwania;
- zewnętrzne reklamy sieciowe, które wyświetlają oferty dla Allegro marketplace na platformach Facebook i Google.

Oferty sponsorowane, display i reklamy w sieci zewnętrznej generowały odpowiednio 78,5%, 18,8% i 2,7% przychodów z reklam brutto (z wyłączeniem przychodów reklamowych Ceneo) w 2019 r.

Struktura przychodów reklamowych Allegro



Źródło: Allegro, mBank

W 2Q'20LTM ok. 45 tys. sprzedawców (39% aktywnych handlowców B2C) korzystało z Allegro Ads, a blisko 1500 marek reklamowanych było na platformie Allegro.

Ceneo.pl

Ceneo jest najpopularniejszą w Polsce i jedną z najpopularniejszych porównywarek w Europie pod względem odwiedzin witryn (źródło: SimilarWeb). Ceneo gromadzi informacje o produktach z platformy Allegro oraz z >18 tys. sklepów internetowych i pokazuje kupującym porównanie cen, recenzje produktów i sprzedawców oraz opcje dostawy wraz z linkami do zakupu danego produktu. W przypadku niektórych produktów Ceneo oferuje możliwość bezpośredniego zakupu, korzystając z opcji „Kup teraz”. Ceneo zapewnia również konsumentom ranking Trusted Stores oparty na milionach ankiet wypełnionych online kupujących.

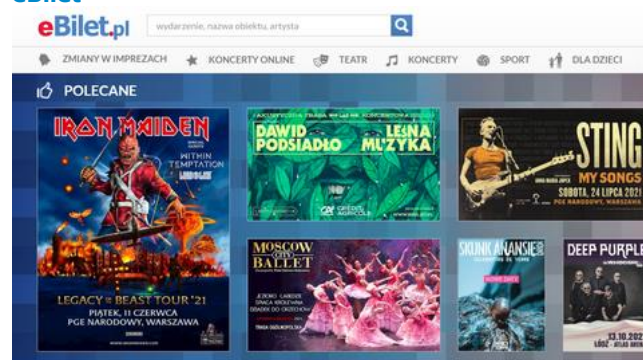
Ceneo generuje przychody z przekierowań na stronę sprzedawcy (per click), niezależnie od tego, czy użytkownik zdecyduje się dokonać zakupu lub z prowizji w przypadku zakupu bezpośredniego. Sprzedawcy mogą również licytować zajęcie wyższych pozycji na liście zarezerwowanej dla ofert promowanych, co stanowi źródło dodatkowego przychodu. Dodatkowo, Ceneo generują także przychód z działalności reklamowej (ok. 45,5 mln PLN w 2019, tj. 21% przychodów Ceneo).

Na podstawie danych Google Analytics średnia miesięczna liczba wizyt Ceneo wzrosła z 51 mln w 2018 do 60 mln w 2019 r., co czyni porównywarę jedną z najpopularniejszych w Europie. Ceneo ma relatywnie wysoki współczynnik CTR, który wynosi ok. 40%. Ceneo zmonetyzowała zakupy dla blisko 11 tys. merchantów w 2019 r. Dodatkowo, w 2019 r. Ceneo skierowało konsumentów na platformę Allegro ok. 35 mln razy, co zaowocowało dodatkowym GMV w wysokości 445 mln PLN.

Inne generatory przychodów

Allegro jest również operatorem serwisu eBilet, czołowej polskiej strony oferującej sprzedaż „wejściówek”. W 2019 r. za pośrednictwem eBilet sprzedano ok. 2,3 mln biletów. eBilet współpracuje z największymi polskimi i międzynarodowymi partnerami eventowymi. Allegro nabyło 80% serwisu eBilet w kwiet'19, a we wrześ'20 zawarło umowę dotyczącą nabycia pakietu pozostałych 20%.

eBilet



Źródło: eBilet.pl

Allegro prowadzi ograniczoną działalność handlową 1P, która spełnia dwie główne funkcje:

- wspiera konkurencyjność cenową na platformie Allegro
 - oraz zamyka luki w wyborze i dostawach.
- Zapasy w ramach działalności 1P są magazynowane w Błoniach. Oferta 1P ma ważną rolę w promocjach sezonowych. Sprzedaż produktów własnych stanowiła ok. 5% wszystkich przychodów w 2Q'20LTM.

Allegro Pay

Historycznie, Allegro polegało na modelu usług finansowych 3P, obejmującym połączenie partnerów bankowych i FinTech, aby zapewnić kupującym rozwiązania płatnicze. Takimi partnerami są PayU i Przelewy24 (e-płatności), BNP Paribas, PayPo i PayU (kredyt konsumencki), mBank (kredyt kupiecki) i PZU (ubezpieczenie produktu). Kupujący Allegro mają do wyboru także usługi: oprocentowania 0%, płatności ratalne i opcje płatności później. Allegro widzi jednak, że integracja usług finansowych z platformą ma duży potencjał wzrostu.

Inne wiodące rynki międzynarodowe pokazały znaczenie oferty FinTech i pokazały, że jest to naturalne rozszerzenie ich platformy. W szczególności dla Allegro rynek FinTech stanowi znaczącą szansę, gdyż jego wartość jest estymowana na ok. 300 mld PLN, a wzrost na +6% R/R (źródło: OC&C).

Allegro uruchomiło nową inicjatywę consumer finance, Allegro Pay (obecnie przeprowadzane są beta-testy, mają potrwać do końca 2020 r.). Podstawowy produktem Allegro Pay będzie system umożliwiający robienie w ciągu miesiąca wielu zakupów na Allegro i płaćenie za nie jednorazowo na koniec miesiąca. Dodatkowo płatność za większe zakupy można będzie rozbić na raty. Pod kątem działania całość przypominać więc będzie kartę kredytową. Na obecnym etapie maksymalna wartość puli środków do płatności wynosi 4 tys. PLN.

Technologia

Grupa Allegro posiada i rozwija własne oprogramowanie. Allegro postawiło na skalowalną i modułową platformę technologiczną, która jest ukierunkowana na biznes, łatwa do wdrożenia i utrzymania. Główna witryna marketplace ma zaawansowane funkcje front-end i możliwości językowe. Platforma umożliwia jej rozszerzenie poprzez API (interfejs programowania aplikacji), co umożliwia użytkownikom korzystanie z zewnętrznych narzędzi lub systemów wspierających sprzedaż na platformie Grupy. Allegro zatrudnia > 850 inżynierów IT w pięciu centrach technologicznych w całej Polsce.

Allegro wykorzystuje dwa nowoczesne, wynajmowane centra danych: w Poznaniu i w Skawinie pod Krakowem. W centrach danych znajduje się 190 szaf ze sprzętem, w których jest podłączonych prawie 6000 urządzeń. Pomimo rosnącego ruchu liczba urządzeń maleje dzięki coraz większemu wykorzystaniu chmury publicznej. Oba centra danych są połączone za pośrednictwem dostawców publicznych (np. Orange Polska, Telia Carrier i Century Link), punktów wymiany danych internetowych (np. ThinX, POZIX i EPIX) oraz poprzez peering (np. Google i Netia). Rozproszona konfiguracja umożliwia dostarczanie treści z największą szybkością dzięki bliskości użytkowników końcowych.

Grupa obecnie przeprowadza około 32 miliony wyszukiwań dziennie, przy 36 Gbps maksymalnego ruchu wychodzącego. Platforma technologiczna Grupy podlega ciągłemu doskonaleniu, a każdego dnia przeprowadza się średnio 110 wydań produkcyjnych i 1490 testów integracyjnych.

Grupa Allegro została uznana za najlepszą wyszukiwarke produktów w Polsce przez Baymard Institute, niezależny instytut badawczy.

Polcom Data Center (centrum danych Allegro koło Krakowa)



Źródło: Allegro

Zatrudnienie

Na koniec czer'20 grupa Allegro zatrudniała > 2,2 tys. pracowników zarówno na czas określony, jak i nieokreślony. Liczba zatrudnionych wzrasta w średnim tempie 17%/rok od 2017. Na koniec 2019 r. kobiety zajmowały 41,2% stanowisk kierowniczych w grupie.

Zatrudnienie w grupie Allegro

	2017	2018	2019	2020*
Allegro	1 365	1 642	1 872	2 074
Ceneo	141	158	169	168
eBilet	-	-	51	51
Other	-	-	-	4
Razem	1 506	1 800	2 092	2 297

Źródło: Allegro, mBank; *zatrudnienie podane na koniec czerwca 2020

Program SMART

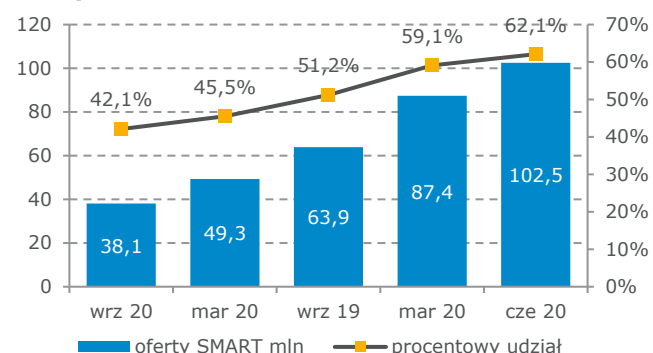
Program SMART! to abonamentowy program lojalnościowy w wysokości 49 PLN rocznie (lub 8,99 PLN miesięcznie) uruchomiony w sier'18. Program umożliwia:

- nieograniczoną liczbę dostaw do paczkomatów oraz punktów odbioru / dostaw realizowanych przez kurierów na terenie Polski,
- bezpłatne zwroty do wskazanych paczkomatów lub punktów odbioru,

- dostęp do specjalnych ofert, które wyróżniają się niższą ceną lub możliwością zakupu w przedsprzedaży (tzw. Smart! Okazje)
- priorytetową obsługę w programie ochrony kupujących.

Warunkiem skorzystania z Allegro Smart jest zakup produktów, od jednego sprzedającego na kwotę minimum 40 PLN / 100 PLN. Po osiągnięciu tego progu, dostawa zostanie zrealizowana bezpłatnie, odpowiednio do paczkomatu lub punktu odbioru / przez firmę kurierską. Program SMART! cieszy się popularnością wśród merchantów. Udział aktywnych ofert na portalu Allegro w ramach programu SMART! do całości ofert wyniosła 62,1% na koniec czer'20 (vs. 51,2% na koniec 2019 r.). Zanotowano znaczną poprawę wskaźnika NPS merchantów z +6 koniec'18 do +31 na koniec czer'20.

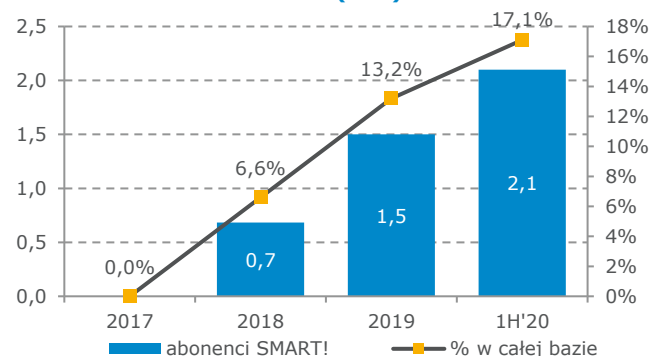
Oferty SMART!



Źródło: Allegro, mBank

Program SMART! szybko zyskał popularność wśród kupujących na Allegro. Na koniec 2018 r. z programu korzystało 0,68 mln kupujących. Z kolei na koniec czer'20 ich liczba wyniosła ok. 2,1 mln (>17% bazy aktywnych użytkowników), po wzroście o ok. 0,55 mln (+37%) vs. koniec 2019. Warto jednak podkreślić, że Allegro podjęło decyzję o bezpłatnej subskrypcji SMART! dla każdego kupującego na okres 3 miesięcy (od połowy marca'20).

Liczba abonentów SMART! (mln)



Źródło: Allegro, mBank

Abonenci SMART! są bardziej zaangażowani: realizują 1,4x więcej odwiedzin w witrynie i składają 2,5x więcej zamówienia niż kupujący nie objęci programem. Allegro notuje wzrost GMV/ kupujący o 55% po przystąpieniu do programu SMART! Z kolei merchanti uczestniczący w SMART! odnotowali 5x wyższy wzrost GMV w 2Q'20LTM vs. nieuczestniczący w programie.

Patrząc na wyniki programu SMART! należy go uznać za sukces Allegro. Program poprawia zaangażowanie kupujących, jak i wyniki osiągane przez sprzedawców (sytuacja win-win). Z punktu widzenia Allegro program ma jednak swoją cenę.

Od startu SMART! merchanti na ogół nie płacili żadnych dodatkowych opłat powyżej standardowych stawek Take Rates płaconych przez wszystkich sprzedawców. Zmieniło się to w kwietniu'20, kiedy to wprowadzono partycypację merchantów w kosztach niektórych przesyłek. Pomimo tego, Allegro odnotowuje wzrost kosztów programu SMART!

Koszty dostaw netto

	2017	2018	2019	1H'20
koszty dostawy	-	49,6	268,5	410,3
dodatkowe koszty marketingu	-	0,0	0,0	81,2
RAZEM	-	49,6	268,5	491,5
RAZEM vs. sales marketplace	-	-3,1%	-12,8%	-19,0%
Koszt jednostkowy programu SMART	-	145,0	245,9	312,1

Źródło: Allegro, mBank

Sądymy, że liczba użytkowników programu SMART! będzie w kolejnych latach wzrastać patrząc na „dofinansowanie” przesyłek proponowane przez Allegro.

Logistyka

Allegro prowadzi model platformą 3P. Model cechuje brak dużych zasobów infrastruktury logistycznej („asset light”), typowej dla graczy jak amerykański Amazon czy chiński JD. Allegro jest nastawione jednak na możliwie jak najbliższe odwzorowanie modelu 1P (w tym modelu podmioty posiadają swoje magazyny i zapasy, co przekłada się na szybkość dostaw) pod względem efektywności. Allegro dokonało w ostatnich latach znacznej poprawy w zakresie jakości i szybkości dostaw. W przeszłości sprzedawcy współpracowali bezpośrednio z przewoźnikami (bez udziału Allegro) w zakresie logistyki, co skutkowało dużymi różnicami w terminach i cenach dostaw. Jeszcze w 2017 r. usługi śledzenia były dostępne tylko w przypadku 17% paczek, a liczba lokalizacji odbioru wynosiła 2500.

W ciągu trzech ostatnich lat Allegro Grupa przeszła na zarządzaną sieć dostaw 3P poprzez wprowadzenie autorskiej platformy logistycznej „HUB” do centralnego zarządzania dostawami dla Grupy. Platforma łączy merchantów z szeregiem czołowych przewoźników logistycznych (w tym między innymi InPost, DPD, UPS i Poczta Polska) oraz zarządza wszystkimi aspektami procesu dostawy dla wygenerowania wysokiej jakości dostaw. Ten wystandaryzowany model logistyki dotyczył w cze'20 70% wielkości dostaw (vs. 10-15% w 2017 r.).

Allegro poinformowało, że ok. 30% produktów sprzedawanych na platformie jest dostarczane następnego dnia roboczego, a ok. 75% zamówień w ciągu dwóch dni roboczych. W czer'20 ok. 53% zamówień było dostarczonych bezpłatnie (dzięki modelowi SMART!), co stanowi wzrost z około 12% w 2017.

Na koniec czer'20 92% aktywnych ofert Grupy było objętych przyrzeczeniem dostawy, a 91% wszystkich paczek i 98% paczek w ramach programu SMART! było dostarczanych z możliwością śledzenia. W ostatnich latach gęstość sieci punktów odbioru dostępnych dla kupujących Allegro istotnie wzrosła, do 25 tys. lokalizacji w Polsce. Obecnie, większość zamówień SMART! jest dostarczane do skrytek i innych punktów odbioru.

Polska branża KEP (kurierska, ekspresowa i paczkowa) jest jedną z najszybciej rozwijających się i najciekawszych w Europie. W latach 2016-2019 liczba paczek w naszym kraju zwiększała się średnio o ok. 17% rocznie. W tym roku spodziewamy się ponad 710 mln przesyłek – to ok. 22% więcej niż w ubiegłym roku. Coraz większą rolę odgrywa opcja dostawy „poza domem” (OOH), tj. punkty odbiorów i nadeń (PUDO) oraz automaty paczkowe (APM). Dostawy w te miejsca stanowiły w ubiegłym roku ok. 26% wszystkich dostaw branży KEP, a w tym roku szacujemy, że osiągną ok. 33%.

Według Last Mail Experts obecnie istnieje ok. 330 tys. punktów PUDO. W Polsce unikalnych punktów jest 28 tys. Szybko rozwija się **sieć automatów paczkowych. W Europie w sumie jest ich prawie 40 tys. Najwięcej jest w Polsce – ponad 9,2 tys.** Od czerwca 2019 roku ich liczba zwiększyła się o 100%. Ponad 9 tys. automatów należy do InPostu.

Punkty PUDO i Automaty w Polsce

Operator	PUDO	Automat
Poczta Polska	13 600	240
InPost	1 730	9 000
DHL Parcel	9 830	170
Ruch	4 180	
DPD	2 860	170
GLS	1 300	
UPS	1 530	
FedEx	600	

Źródło: Last Mile Experts, mBank

Poniżej przedstawiliśmy porównanie wybranych ofert standardowych dostaw dla kilku graczy na polskim rynku. Czas dostaw w Allegro plasuje się za Inditexem (standardowa dostawa następnego dnia, jeśli zamówienie złożone do 19:00), jest porównywalny do większości graczy i istotnie wyprzedza AliExpress czy reserved.pl.

Porównanie wybrane standardowych ofert dostawy dostępnych na polskim rynku*

	Przewidywany czas dostawy	Koszty przy przedpłacie
eobuwie.pl	do 24 h na przygotowanie i do 24h na dostawę,	0,0 PLN
reserved.pl	3-6 dni	9,9 PLN
Zara	następny dzień jeśli zamówienie do 19h, opcja zamówień "ten sam dzień"	darmowy przy zamówieniu >200 PLN
Zalando	2-5 dni roboczych	0,0 PLN
H&M	2-3 dni	9,9 PLN
Amazon.de	zazwyczaj 1-3 dni	0,0 PLN dla zamówień powyżej 39 EUR
Aliexpress	do 60 dni, w praktyce 5-15 dni	często darmowy

Źródło: mBank na podstawie stron internetowych poszczególnych graczy. * opcja zamówień "ten sam dzień" jest dostępna za dopłatą u niektórych graczy

Nie mamy wątpliwości, że szybkość dostaw jest jednym z kluczowych zmiennych przy wyborze platformy e-commerce i będzie stawać się coraz ważniejszym czynnikiem (45% amerykańskich klientów oczekuje dostawy następnego dnia).

InPost

Allegro nie podaje ile dostaw obsługuje InPost, jednak naszym zdaniem ten gracz pełni ważną rolę w Allegro (za zakupy >40 PLN dostawa do paczkomatu lub punktu odbioru jest darmowa w ramach SMART!). We wrześniu obie firmy podpisały umowę ramową na 7 lat. Allegro ma prawo pierwokupu InPostu. Według doniesień Bloomberga InPost może być wyceniany na 2 mld EUR. Allegro rezygnując z zakupu InPostu poniesie ryzyko zmiany warunków handlowych przez nowego właściciela. Lepszą sytuacją dla Allegro byłby naszym zdaniem zakup znacznego pakietu i sprzedaż pozostałej części w ramach IPO, co może implikować większe niż zapowiadane poziomy wydatków w kolejnych latach.

Własna sieć paczkomatów

Business Insider poinformował, że Allegro rozważa postawienie własnych automatów do odbioru paczek. Firma rozpoczęła już rekrutację na stanowiska związane z budową własnej sieci. Uważamy, że logistyka jest kluczowym filarem biznesu marketplace 3D. Allegro powinno zamierzać zwiększyć kontrolę nad swoim zapleczem logistycznym oraz częściowo uniezależnić się od kurierów.

W tym miejscu warto przyrzeć się przykładowi Alibaby z Chin. Kiedy w 2013 r. Alibaba zakładała Cainiao (wcześniej znana jako China Smart Logistics Network), ramię logistyczne było wspólnym przedsięwzięciem z grupą chińskich firm i ciekawą opcją rozwoju, a logistyka Alibaby była skupiona na siatce współpracy z kurierami. Wkrótce Alibaba zdała sobie sprawę z kluczowej roli dostaw w swoim modelu biznesowym. Dzisiaj Alibaba, na wzór Amazona, zamierza zbudować własną platformę dostawczą, przejmować udziały w firmach kurierskich, prowadzić sieć magazynów i instalować 40 tys. skrzynek w całym Chinach, aby klienci mogli odbierać swoje przesyłki. Po części Alibaba została zmuszona do usprawnienia dostaw przez swojego rywala JD.com, który od lat oferuje dostawę tego samego dnia w niektórych chińskich miastach. Z drugiej strony kupujący skarżyli się, że produkty kupione na platformach Alibaba Tmall i Taobao mogą utknąć w transporcie przez wiele dni i zostać zniszczone.

Alibaba przejęła do tej pory udziały mniejszościowe w czterech głównych firmach kurierskich. Spółka zapłaciła w 2018 r. 1,38 mld USD za 10% ZTO Express, kuriera notowanego na giełdzie w Nowym Jorku. Niespełna rok minął też odkąd Alibaba zwiększyła udziały w Cainiao, płacąc 3,3 mld USD za 12% dodatkowego pakietu akcji, co zwiększyło jej udział do 63%. Alibaba nie ukrywa, że chce mieć kontrolę nad dostawami. Historia chińskiej spółki powinna zainspirować inwestorów do spojrzenia na Allegro w szerszym kontekście. Nawet jeśli flagowane przez Business Insider przejęcie paczkomatów jest blefem negocjacyjnym w ramach zakupu InPostu to jednak ten news wyraźnie wskazuje na rolę logistyki w Allegro. Inwestycje w dostawy mogą być naszym zdaniem być kluczowym obszarem rozwoju Allegro w najbliższych latach.

Allegro Fulfillment

Allegro zamierza rozwijać obszar logistyki i dlatego planuje uruchomienie usług Allegro Fulfillment. Grupa zamierza wykorzystać istniejący magazyn Warszawa-Błonie do uruchomienia tej usługi.

Allegro Fulfillment będzie polegać na tym, że handlowcy będą lokowali swoje towary w centrum dystrybucyjnym zarządzanym przez Allegro i płacili grupie opłaty za kompletowanie i wysyłanie paczek.

Grupa oczekuje, że Allegro Fulfillment przyniesie szereg kluczowych korzyści na rynku e-commerce Grupy:

- 1) Po pierwsze, ten model operacyjny pozwoli na znaczny wzrost szybkich dostaw tego samego i następnego dnia.
- 2) Ponadto przesyłki masowe do centrów dostaw powinny obniżyć średnie koszty dostawy.
- 3) Ponadto kolokacja zapasów zwiększa prawdopodobieństwo, że kupujący zamówi dwa produkty z tej samej lokalizacji logistycznej, umożliwiając wysyłkę zamówienia w jednej paczce i dodatkowo obniżając koszty dostawy.

Grupa przewiduje, że nakłady inwestycyjne na Allegro Fulfillment osiągną szczyt w ciągu dwóch lat i konieczne będą dalsze, ograniczone, bieżące nakłady inwestycyjne. Allegro oczekuje, że przychody z realizacji Allegro będą stanowić stosunkowo niewielką część całkowitych przychodów grupy w średnim okresie.

Amazon w Polsce?

Duże zatrudnienie i 9 centrów logistycznych

Amazon jest obecny w Polsce od 2014 r., a obecnie zapewnia 18 tys. stałych miejsc pracy w dziewięciu centrach logistyki: w Sadach koło Poznania, Sosnowcu, Kołbaskowie koło Szczecina, Bielaniech Wrocławskich (dwa obiekty firmy), Łodzi, Pawlikowicach koło Łodzi, Okmianach koło Bolesławca i w Gliwicach. Amazon posiada także biuro korporacyjne, oddział Amazon Web Services w Warszawie oraz Centrum Rozwoju Technologii Amazon w Gdańsku.

Amazon w Polsce



Źródło: Amazon

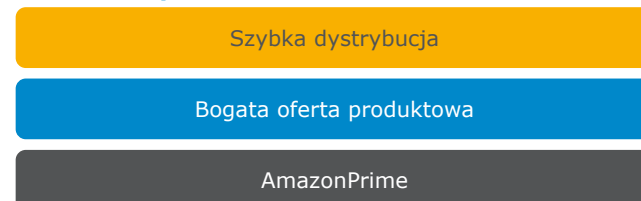
O wejściu Amazona do Polski spekuluje się od pewnego czasu. Sądzymy jednak, że wejście do Polski w najbliższych miesiącach jest bardzo prawdopodobne i zakładamy to jako scenariusz bazowy. Kwestie, które naszym zdaniem wskazują na bliski start amazon.pl to:

- 1) Duża baza logistyczna w Polsce
- 2) Amazon Prime Video w wersji polskiej (dużo kontentu dostępnego z polskim tłumaczeniem)
- 3) Współpraca z Poczta Polska bliska rozpoczęcia (wg doniesień Gazety Wyborczej z lutego'20 Poczta Polska przesłała testy jakościowe),
- 4) Podpisanie umowy z InPost (wg Pulsu Biznesu z list'20 współpraca InPostu z Amazonem nie została jeszcze oficjalnie ogłoszona, jednak na niemieckiej stronie Amazona, dostępnej także w języku polskim, po wpisaniu krajowego kodu pocztowego jako domyślna opcja dostawy figurują paczkomaty InPostu,
- 5) Poszukiwanie przez Amazon pracowników (Amazon w paź'20 ogłosił rekrutację ponad 10 tys. sezonowych pracowników do centrum logistycznych w Polsce; spółka ma już 18 tys. pracowników w Polsce)
- 6) Fakt, że Polska jest dużym rynkiem z regionu CEE (ostatnio Amazon wszedł do Szwecji z PKB = 531 mld USD vs. Polska 590 mld USD; gęstość zaludnienia = 121 vs. Szwecja 23; wskaźnik urbanizacji = 61% Polska vs. Szwecja 86%).

Sukces Amazon w Polsce nie jest przesądzony, bowiem widzieliśmy przykłady krajów, w których Amazon pomimo wejścia na rynek nie osiągnął znacznej pozycji rynkowej. Wśród nich: Brazylia, Turcja i Chiny. Jednak na każdym z tych rynków istnieli już silni konkurenci w liczbie >1. Barrierami okazała się też sieć logistyczna oraz duża rola systemów płatniczych w danym kraju (przykład: MercadoPago w Brazylii).

Niemniej jednak patrząc na: (1) duże możliwości szybkiej dystrybucji, (2) bogatą ofertą produktową Amazona, (3) dostęp do oferty Amazon Prime, spodziewamy się dużego zainteresowania kupujących ofertą amerykańskiego gracza.

Kluczowe czynniki sukcesu w Polsce

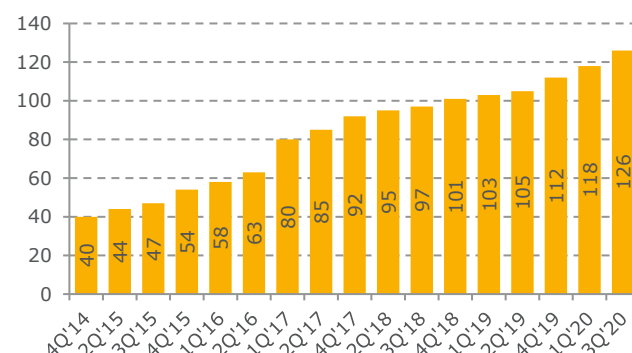


Źródło: mBank

W lutym'20, po 4 latach, Netflix miał zasięg 18,1% w Polsce przy 4,9 mln użytkowników, co pokazuje zainteresowanie polskich konsumentów, zagranicznymi serwisami VOD. Jednak Amazon Prime to nie tylko serwis video.

Na przykładzie rynku amerykańskiego, podkreślamy dużą rolę programów lojalnościowych w e-commerce. Penetracja bazy kupujących programem lojalnościowym Amazona (Amazon Prime) wynosi w USA obecnie 65%, a liczba uczestników programu zwiększyła się z 40 mln na koniec 2014 r. do 126 mln na koniec 3Q'20.

Abonenci Amazon Prime w USA



Źródło: Consumer Intelligence Research Partners, mBank

Podkreślamy, że Allegro SMART! to program oparty głównie wokół oszczędności na dostawie (zakładając średni koszty dostawy 12 PLN, Allegro SMART! zwraca się od 4 dostawy powyżej 100PLN od merchanta). Z kolei Amazon Prime to bardzo bogaty program lojalnościowy, który ma długą listę potencjalnych benefitów w tym głównie:

- szybką darmową przesyłkę,
- dostęp do oferty promocyjnych,
- serwisu streamingowego Prime Video,
- serwisu streamingowego Prime Music.

Serwis creditcards.com obliczył wartość programu Prime na ok. 990 USD, co przy rocznej opłacie 119 USD za program oznacza oszczędności na >850 USD.

Korzyści z Amazon Prime

Główne korzyści	Szacowana wartość
Bezpłatna wysyłka	300 \$
5% rabatu na zakupy w Amazon	65 \$
5% rabatu na zakupy w Whole Foods	69 \$
20% rabatu na pieluchy i inne zakupy rodzinne	28 \$
Bezpłatne strumieniowe, przesyłanie filmów i programów telewizyjnych	108 \$
Darmowe strumieniowe przesyłanie muzyki	120 \$
Nieograniczone miejsce na zdjęcia	60 \$
Dostawa artykułów spożywczych z Amazon Fresh	150 \$
Nielimitowany dostęp do książek, prasy i audiobooków*	92 \$
Razem	992 \$

Zródło: creditcards.com, mBank; *12 książek na rok

Naszym zdaniem Amazon podejmie następujące kroki po wejściu do Polski:

- 1) Korzystając z istniejącej już w Polsce infrastruktury logistycznej skróci czas dostawy, co zachęci kupujących, jak i merchantów do firmy
- 2) Wdroży program lojalnościowy Amazon Prime (z opcją darmowej przesyłki) do przywiązania polskich kupujących
- 3) Zastosuje agresywny marketing by zbudować znajomość swojej marki
- 4) Poniesie koszty marketingu w Internecie by szybko zwiększyć ruch na platformie (w początkowym etapie, później spółka będzie chciała dążyć do maksimum ruchu organicznego).

Aby bronić udziału w rynku i wzmocnić lojalizację swoich kupujących, Allegro będzie zmuszone naszym zdaniem do zaproponowania większego wachlarza opcji bezpłatnej dostawy, co spowoduje wzrost kosztów logistyki. Możliwe są także: (1) większe niż zapowiada to na tym etapie Allegro inwestycje w rozwój własnej bazy logistycznej i usługi Fulfillment, (2) zawieranie partnerstw strategicznych z dostawcami usług audio i video, (3) wzmocniona aktywność w sieci (także poprzez większe zakupy ruchu).

Jednocześnie zakładamy, że Amazon nie obniży stawek take rate dla merchantów w średnim i długim okresie. Stawka wynosi obecnie średnio 12-15% w Amazon (vs. 9% w Allegro). Merchant płaci także za fulfillment. Jednak value proposition Amazon dla merchanta (zwłaszcza w zakresie logistyki) oraz dostęp do międzynarodowych rynków skłaniają nas do stanowiska, że oferta Amazona może cieszyć się powodzeniem wśród sprzedawców.

UOKiK

Obecnie prowadzone są dwa postępowania przeciwko Allegro przez polski Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów.

W gru'19 Prezes UOKiK wszczął przeciwko Allegro postępowanie antymonopolowe w sprawie domniemanego nadużywania pozycji dominującej przez Allegro.pl na polskim rynku B2C online. UOKiK podejrzewa, że Allegro mogło wykorzystywać informacje na temat funkcjonowania platformy, w tym dotyczące algorytmu trafności, niedostępne dla pozostałych sprzedawców, do lepszego pozycjonowania i wyświetlania własnych ofert w wynikach wyszukiwania według kryterium trafności. Po drugie, niektóre funkcje sprzedażowe lub promocyjne były dostępne tylko dla oficjalnego sklepu Allegro, a pozostali sprzedawcy nie mieli możliwości ich używania. Właściciel platformy miał też możliwość wyłącznego korzystania ze specjalnych banerów promocyjnych, które zwiększały ruch jego własnych ofert na platformie.

We wrz'20 UOKiK wszczął postępowanie wyjaśniające dotyczące zmian w regulaminie Allegro dotyczących pobierania prowizji od sprzedaży. Zgodnie z nowymi zasadami prowizją objęta jest cała transakcja: cena oraz koszty przesyłki opłacone przez kupującego. Zmiany te spowodowały wzrost pobieranych przez Allegro prowizji oraz spotkały się z negatywnymi reakcjami sprzedających i licznymi skargami kierowanymi do UOKiK. Urząd przygląda się także zasadom zwrotów pobranych prowizji (naliczaniu tzw. rabatów transakcyjnych) w sytuacji, w której kupujący odstępuje od umowy zawartej za pośrednictwem oraz analizuje zasady funkcjonowania usługi Allegro Smart.

Za stosowanie praktyk ograniczających konkurencję grozi kara finansowa do 10% obrotów w roku budżetowy poprzedzający decyzję. Kary w przeszłości w sprawach dotyczących nadużycia pozycji dominującej przez duże polskie firmy wahały się od 0,01% do 1,1% rocznych obrotów.

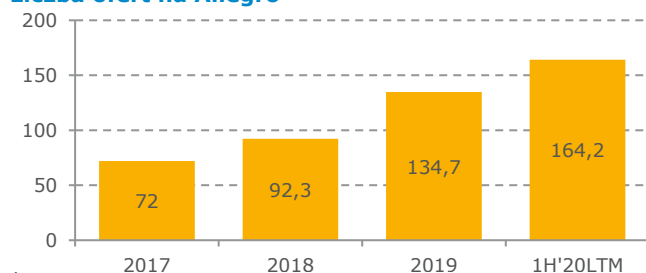
Na tym etapie nie możemy oszacować najbardziej prawdopodobnego wyniku obu spraw. Postępowania trwają.

Opis finansów

Wzrost Allegro w okresie 2017-1H'20

Liczba ofert wyniosła na koniec 1H'20 164,2 mln vs. 72,0 mln na koniec 2017 r., w tym samym czasie liczba merchantów wzrosła ze 100,0 tys. do 117,0 tys. Wzrost widoczny był także w przypadku GMV/ merchant z 219 tys. PLN w 2018 r. do 241 tys. PLN w 2020 r.

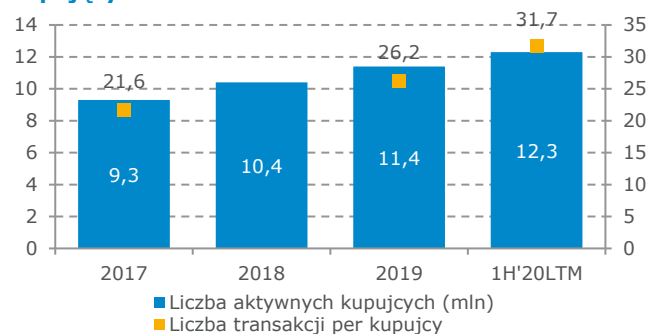
Liczba ofert na Allegro



Źródło: Allegro

W okresie 2017-1H'20 liczba aktywnych kupujących wzrosła z 9,3 mln do 12,3 mln, a dodatkowo liczba transakcji per kupujący wzrosła ze średnio 21,6 w 2017 r. do 31,7 w 2Q'20TLM. Wzrost widoczny był także w przypadku GMV/ aktywny kupujący z 1 741 PLN w 2018 r. do 2 295 PLN w 2020 r.

Liczba aktywnych kupujących i ilość transakcji per kupujący

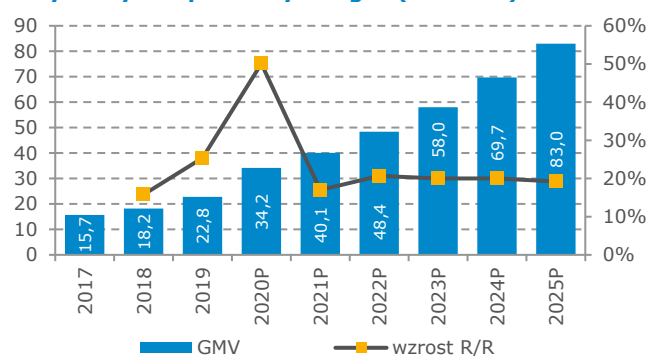


Źródło: Allegro

Przychody

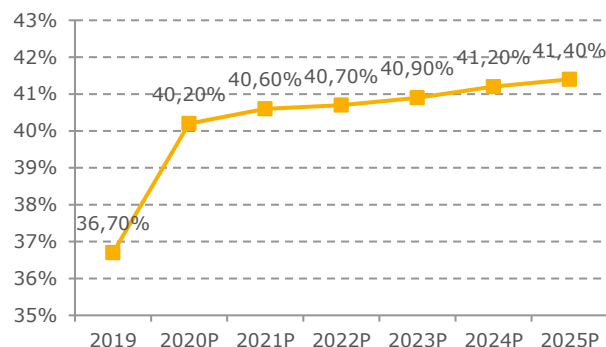
GMV Allegro wyniosło w 2017 r. 15,7 mld PLN i wzrosło do 2019 r. do 22,8 mld PLN (w średnim tempie >20%). W 2Q'20TLM wyniosło 28,4 mld PLN. Szacujemy, że w latach 2020-25 GMV Allegro będzie wzrastać w tempie ok. 19,4%. Allegro będzie utrzymywać stabilne udziały w rynku e-commerce w Polsce na poziomie 40-41% w tym okresie.

Przychody ze sprzedaży Allegro (mln PLN)



Źródło: Allegro, mBank

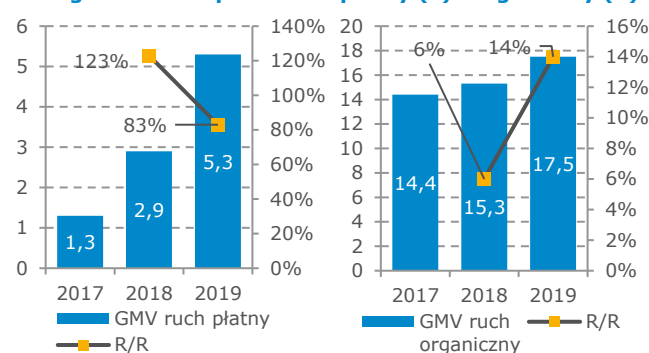
Udział Allegro w rynku e-commerce



Źródło: Allegro, mBank, OC&C

Zwracamy uwagę na kompozycję wzrostu Allegro. GMV z ruchu płatnego w okresie 2Q'20TLM wyniosło 7,7 mld, co implikuje 20,7 mld PLN z ruchu organicznego. Dla roku 2019 liczby te wynoszą odpowiednio 5,3 mln PLN i 17,5 mln PLN. W latach 2018 i 2019 wzrost R/R GMV z ruchu płatnego był istotnie wyższy niż z ruchu bezpośredniego. Sytuacja w przyszłości może być podobna. Allegro by wygenerować wzrost GMV będzie musiało jakoby „kupić ruch” (podejrzewamy, że głównie z wyszukiwarek).

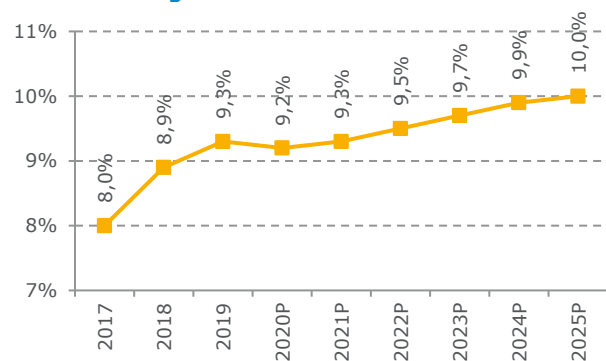
GMV generowane przez ruch płatny (L) i organiczny (P)



Źródło: Allegro, mBank

Zakładamy wzrost take rate dla Allegro z 9,3% w 2019 r. do 10,0% w 2025 r., zgodnie z guidance spółki. Sądymy, że silna pozycja rynkowa pozwoli serwisowi na wzrost stawek. Tym samym wzrost przychodów market place szacujemy na >21,2% (szybszy niż GMV – zgodnie z guidance Zarządu).

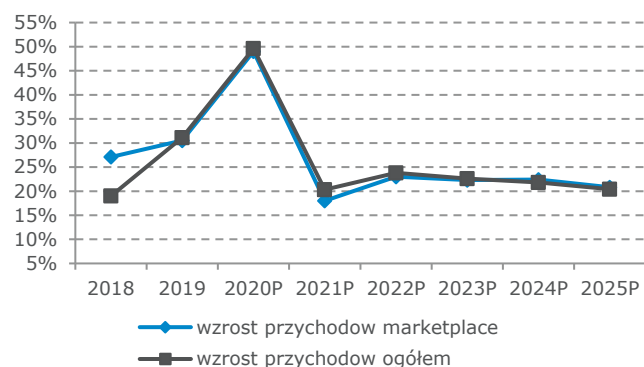
Take Rate Allegro w latach 2017-2025P



Źródło: Allegro, mBank

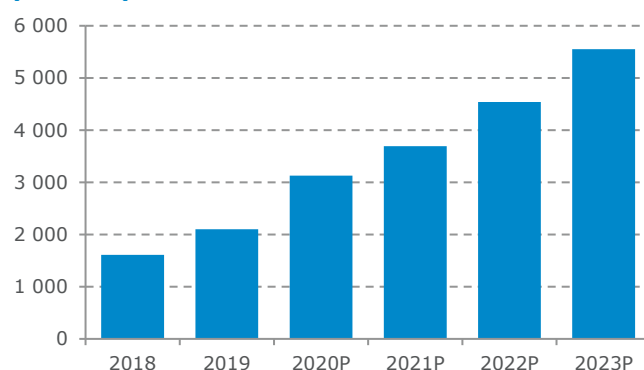
Przychody Allegro ogółem powinny wzrastać w tempie nieco wyższym niż przychody z marketplace z/w na szybki wzrost przychodów z reklamy i przychodów z działalności 1P.

Wzrost przychodów marketplace i ogółem w Allegro

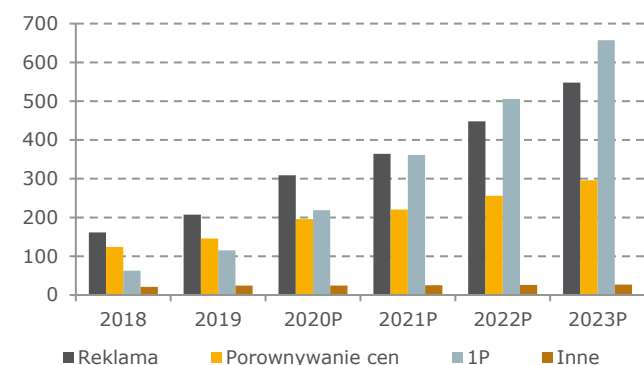


Źródło: Allegro, mBank

Przychody marketplace Allegro w latach 2018-2023 (mln PLN)



Pozostałe grupy przychodów Allegro w latach 2018-2023 (mln PLN)

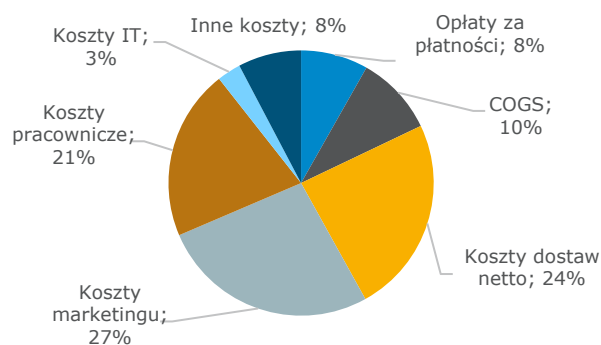


Źródło: Allegro, mBank

Koszty operacyjne i marża EBITDA

Na bazę kosztową Allegro największy wpływ mają koszty netto dostaw – wynikający z dofinansowania logistyki użytkownikom programu SMART! (24% w 2Q'20LTM) oraz koszty marketingu (27%) i pracownicze (21%).

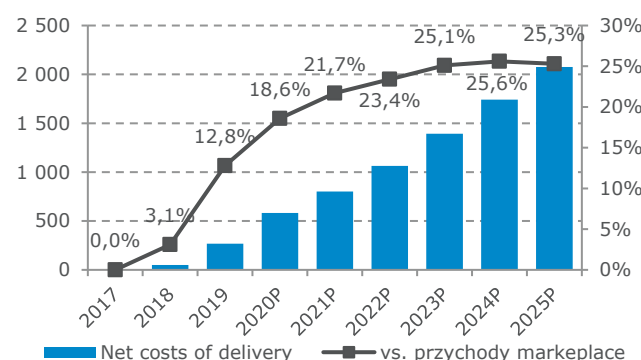
Podział kosztów operacyjnych Allegro



Źródło: Allegro, mBank

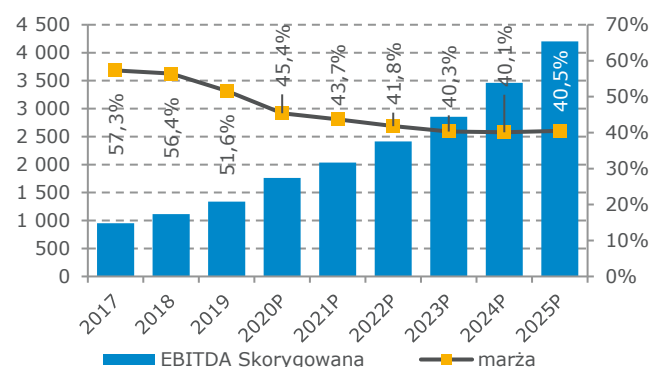
Marża skorygowanego wyniku EBITDA w okresie 2017-19 spadła o 5,7 p.p., głównie z/w na wzrost kosztów netto dostaw. Spodziewamy się, że trend ten będzie kontynuowany. Zakładamy, że do 2024 r. koszty netto dostaw vs. GMV wzrosną z poziomu 1,4% (1,7% jeśli włączyć koszt promocji programu SMART w czasie pierwszej fali pandemii COVID-19, które Allegro zaksięgoowało jako koszty marketingu) w 2Q'20LTM do 2,5%.

Koszty dostaw netto na tle przychodów marketplace



Źródło: Allegro, mBank

EBITDA skorygowana (mln PLN) w Allegro i jej rentowność

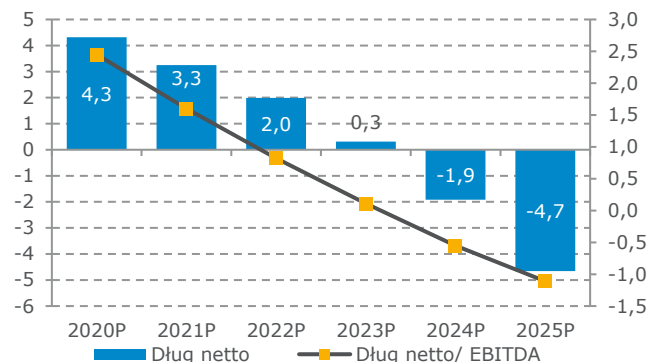


Źródło: Allegro, mBank

Bilans i cash flow

Po przeznaczeniu 1,0 mld PLN środków z emisji w ramach IPO na odlewarowanie, szacujemy że dług netto Allegro wyniesie 4,3 mln PLN na koniec 2020 r., a wskaźnik dług netto/ EBITDA wyniesie 2,45x. Ze względu na brak dywidendy i wysokie strumienie pieniężne oczekujemy całkowitego odlewarowania Allegro do końca 2024r.

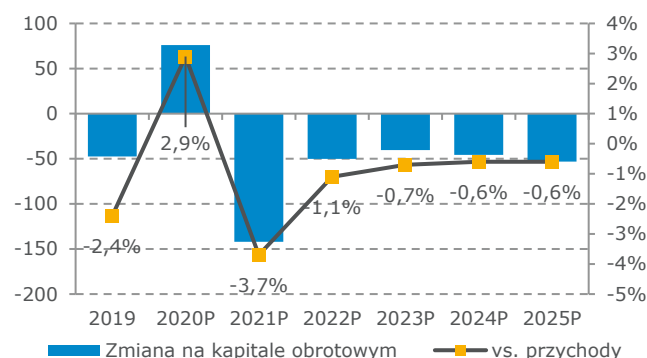
Dług netto i zalewarowanie Allegro



Źródło: Allegro, mBank

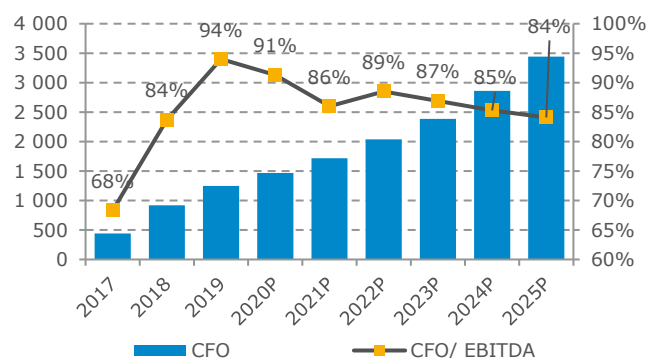
Allegro powinno generować rosnące CFO ze względu na poprawę EBITDA oraz dość nieznaczne zmiany na kapitale obrotowym.

Zmiany w kapitale obrotowym i kap. obrotowy vs. przychody



Źródło: Allegro, mBank

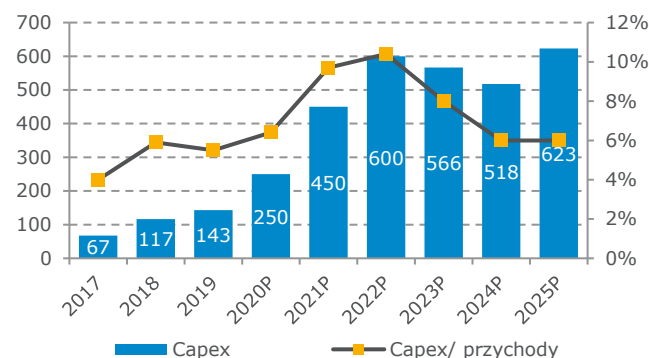
Wykres CFO i konwersja



Źródło: Allegro, mBank

CAPEX w latach 2020-2022 szacujemy razem na 1,3 mld PLN (w środku prognoz spółki). Po tym okresie przyjmujemy CAPEX/przychody na poziomie ok. 6%, będąc bardziej konserwatywni niż Zarząd (guidance spółki to 5%).

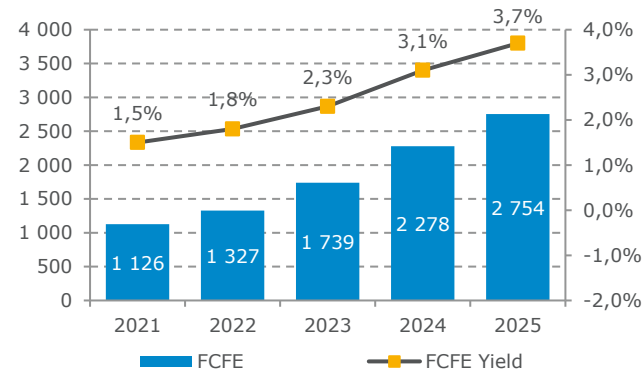
Nakłady inwestycyjne w Allegro (mln PLN)



Źródło: Allegro, mBank

Allegro ma duży potencjał do generowania gotówki. Spółka nie zakłada wypłat dywidendy w najbliższym czasie, co założyliśmy w naszym modelu finansowym, jednak przy wypłacie całego generowanego FCFE, Allegro mogłoby osiągnąć DYield rzędu 3-4% w 2024-25.

FCFE i FCFE Yield w Allegro



Źródło: Allegro, mBank

mBank vs. konsensus Bloomberg

Nasze prognozy są nieco niższe w zakresie wzrostu przychodów Allegro w 2021 r. vs. konsensus. Nie różnimy się w zakresie rentowności EBITDA w 2021 r. z rynkiem. Większe koszty logistyki na Allegro przyjmujemy po 2021 r., stąd różnimy się na rentowności wyniku EBITDA z konsensem w kolejnych latach.

Porównanie prognoz mBanku i konsensusu dla Allegro

(mln PLN)	2020	2021
Przychody		
mBank	3 877	4 663
konsensus	3 945	4 891
Wzrost przychodów R/R		
mBank		20,3%
konsensus		24,0%
EBITDA		
mBank	1 609	1 997
konsensus	1 651	2 056
Wzrost EBITDA R/R		
mBank		24,1%
konsensus		24,5%
Marża EBITDA		
mBank	41,5%	42,8%
konsensus	41,9%	42,0%

Źródło: mBank, Bloomberg

Wycena

Wartość spółki Allegro szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Allegro szacujemy w perspektywie 9 miesięcy na poziomie 54,00 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	40,09
Wycena DCF	50%	61,35
cena wynikowa		50,77
cena docelowa za 9 m-cy		54,00

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę sporządziliśmy w oparciu o prognozy FCF w latach 2021-30 (pomijamy 2020 r. z/w na dużą ilość zdarzeń jednorazowych).
- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec października 2020 roku. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia

2020 r. wraz z leasingami wg MSSF16 (58 mln PLN).

- W roku 2030 amortyzacja jest równa CAPEX.
- Po roku 2030 zakładamy wzrost FCF na poziomie 4,0%.
- Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5% i współczynnik Beta = 1,0x.

Model DCF

(mln PLN)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2030+
Przychody ze sprzedaży	4 663	5 775	7 080	8 626	10 385	12 093	13 738	15 238	16 808	18 452	
zmiana	20,3%	23,8%	22,6%	21,8%	20,4%	16,4%	13,6%	10,9%	10,3%	9,8%	
EBITDA	1 997	2 305	2 745	3 352	4 092	4 758	5 437	6 048	6 688	7 375	
marża EBITDA	42,8%	39,9%	38,8%	38,9%	39,4%	39,3%	39,6%	39,7%	39,8%	40,0%	
Amortyzacja	494	505	529	547	556	622	744	869	994	1 173	
EBIT	1 503	1 800	2 216	2 805	3 536	4 137	4 693	5 179	5 694	6 202	
marża EBIT	32,2%	31,2%	31,3%	32,5%	34,1%	34,2%	34,2%	34,0%	33,9%	33,6%	
Opodatkowanie EBIT	286	342	421	533	672	786	892	984	1 082	1 178	
NOPLAT	1 217	1 458	1 795	2 272	2 864	3 351	3 801	4 195	4 612	5 024	
CAPEX	-450	-600	-566	-518	-623	-726	-824	-914	-1 008	-1 107	
Kapitał obrotowy	-50	-40	-46	-53	-59	-73	-66	-51	-50	-48	
FCF	1 211	1 322	1 712	2 249	2 738	3 174	3 656	4 099	4 548	5 042	5 244
WACC	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	92,0%	84,9%	78,3%	72,1%	66,5%	61,3%	56,5%	52,0%	48,0%	44,2%	
PV FCF	1 114	1 122	1 340	1 622	1 820	1 945	2 064	2 133	2 182	2 229	
WACC	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	4,2%	2,6%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	4,0%
Wartość rezydualna (TV)	113 334
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	49 805
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	17 287
Dług netto (koniec 2020 r.)	4 317
Udziały w spółkach	0
Wartość firmy	62 776
Liczba akcji skorygowana (mln)	1,02
Ostateczna wartość firmy na akcję	61,35
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa (PLN)	65,26

EV/EBITDA ('21) dla ceny docelowej	33,6
P/E('21) dla ceny docelowej	58,2
Udział TV w EV	74,2%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	45,2	48,0	51,5	55,6	60,6
WACC +0,5 p.p.	49,9	53,4	57,7	62,9	69,4
WACC	55,4	59,9	65,3	72,0	80,7
WACC -0,5 p.p.	62,1	67,8	74,8	83,8	95,8
WACC -1,0 p.p.	70,4	77,7	87,0	99,5	117,1

Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2020-2022 (dla roku 2020 r. przyjęliśmy o koszty IPO). Wagi dla poszczególnych lat są na poziomie: 0%, 50%, 50% (z/w na dużą ilość zdarzeń jednorazowych w 2020 r.). Do wskaźników przykładamy odpowiednio zysk netto i skorygowany wynik EBITDA.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
ALIBABA GROUP HOLDING-SP ADR	27,7	20,6	16,1	34,1	26,4	21,5
AMAZON.COM INC	29,3	23,1	18,4	66,6	54,1	40,8
EBAY INC	9,7	9,3	8,6	14,2	13,2	11,8
MERCADOLIBRE INC	234,4	178,8	95,0	967,8	440,0	177,8
JD.COM INC-ADR	37,7	25,8	18,9	52,6	37,4	27,2
VIPSHOP HOLDINGS LTD - ADR	13,4	10,6	8,5	18,6	15,3	13,2
ZOZO INC	25,0	18,7	17,3	40,4	28,6	26,6
BOOHOO GROUP PLC	27,1	20,7	16,7	51,1	35,1	27,5
ASOS PLC	17,0	16,1	13,3	38,5	39,8	31,3
ZALANDO SE	32,9	29,9	23,8	92,0	86,3	64,7
GLOBAL FASHION GROUP SA	162,7	28,1	17,0	-	-	-
ETSY INC	32,2	30,4	23,6	51,4	52,4	39,9
OVERSTOCK.COM INC	23,6	22,2	13,4	51,1	55,8	26,5
MAGAZINE LUIZA SA	120,7	74,4	52,6	432,1	185,6	122,8
LOJAS AMERICANAS SA-PREF	13,6	11,2	9,6	74,8	38,2	31,5
VIA VAREJO SA	24,0	15,6	12,4	88,2	45,7	34,2
Mediana	27,4	21,5	16,8	51,4	39,8	31,3
ALLEGRO	41,9	35,7	29,6	134,8	64,4	51,8
premia / dyskonto	52,9%	66,4%	75,7%	162,2%	61,7%	65,5%

Implikowana wycena						
Wycena 1 akcji (PLN)	42,9	39,5	37,8	25,9	42,0	41,0
Waga wskaźnika	0,0%	50,0%	50,0%	0,0%	50,0%	50,0%
Wartość firmy na akcję (PLN)	40,1					

Rachunek wyników

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	1 978	2 592	3 877	4 663	5 775	7 080	8 626
zmiana	19,0%	31,1%	49,6%	20,3%	23,8%	22,6%	21,8%
Marketplace	1 609	2 100	3 129	3 692	4 539	5 553	6 797
Reklama	162	207	309	364	448	548	670
Porównywanie cen	124	146	196	220	256	296	342
1P	63	115	219	361	506	657	789
Inne	21	25	25	25	26	27	28
EBITDA	1 098	1 325	1 609	1 997	2 305	2 745	3 352
Korekty	17	13	151	40	110	110	110
EBITDA Skorygowana	1 115	1 338	1 760	2 037	2 415	2 855	3 462
marża	56,4%	51,6%	45,4%	43,7%	41,8%	40,3%	40,1%
Amortyzacja	422	439	490	494	505	529	547
EBIT	676	886	1 119	1 503	1 800	2 216	2 805
marża	34,2%	34,2%	28,9%	32,2%	31,2%	31,3%	32,5%
Zysk brutto	360	513	652	1 349	1 676	2 122	2 741
Podatek dochodowy	-88	-120	-137	-270	-335	-424	-548
Zysk netto	272	393	515	1 079	1 341	1 697	2 193
zmiana	4672%	45%	31%	109%	24%	27%	29%
marża	13,8%	15,2%	13,3%	23,1%	23,2%	24,0%	25,4%
Liczba akcji na koniec roku skor. (mld)	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02
EPS	0,27	0,38	0,50	1,05	1,31	1,66	2,14
CEPS	0,68	0,81	0,98	1,54	1,80	2,18	2,68
ROAE	3,0%	5,9%	6,2%	11,4%	12,3%	13,4%	14,7%
ROAA	1,8%	2,8%	3,4%	7,0%	8,3%	10,0%	11,8%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
AKTYWA	14 762	14 278	15 245	15 469	16 070	17 051	18 561
Majątek trwały	13 614	13 426	13 213	13 207	13 345	13 424	13 433
Wartość firmy	8 582	8 631	8 631	8 631	8 631	8 631	8 631
Rzeczowe aktywa trwałe	164	148	143	148	158	164	166
Wartości niematerialne i prawne	4 845	4 627	4 420	4 408	4 536	4 609	4 617
Pozostałe aktywa trwałe	23	19	19	19	19	19	19
Majątek obrotowy	1 149	853	2 032	2 262	2 725	3 628	5 128
Zapasy	8	20	60	72	90	110	134
Należności krótkoterminowe	340	424	700	845	1 020	1 225	1 470
Pozostałe aktywa obrotowe	6	5	5	5	5	5	5
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	794	404	1 267	1 339	1 610	2 288	3 520

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
PASYWA	14 762	14 278	15 245	15 469	16 070	17 051	18 561
Kapitał własny	9 057	6 670	8 316	9 426	10 867	12 665	14 958
Kapitał akcyjny	830	434	434	434	434	434	434
Pozostałe kapitały własne	8 227	6 236	7 881	8 992	10 433	12 231	14 524
Kapitał mniejszości	0	13	0	0	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe	5 227	6 785	5 948	4 948	3 948	2 948	1 948
Pożyczki i kredyty	4 416	6 001	5 164	4 164	3 164	2 164	1 164
Podatek odroczony	675	644	644	644	644	644	644
Pozostałe	136	140	140	140	140	140	140
Zobowiązania krótkoterminowe	479	809	982	1 095	1 254	1 438	1 655
Pożyczki i kredyty	210	336	336	336	336	336	336
Zobowiązania handlowe	212	349	523	631	783	961	1 177
Pozostałe	58	125	123	128	136	141	142
Dług	4 733	6 423	5 584	4 590	3 597	2 602	1 604
Dług netto	3 939	6 019	4 317	3 250	1 987	314	-1 917
(Dług netto / Kapitał własny)	0,4	0,9	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,1
(Dług netto / Skor. EBITDA)	3,5	4,5	2,5	1,6	0,8	0,1	-0,6
BVPS	8,85	6,52	8,13	9,21	10,62	12,38	14,62

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	919	1 247	1 469	1 717	2 039	2 385	2 861
Zysk brutto	360	513	652	1 349	1 676	2 122	2 741
Amortyzacja	422	439	490	494	505	529	547
Kapitał obrotowy	-37	72	-142	-50	-40	-46	-53
Podatek	-31	-149	-163	-137	-270	-335	-424
Pozostałe	204	371	631	61	168	115	50
Przepływy inwestycyjne	-112	-203	-263	-450	-600	-566	-518
CAPEX	-117	-143	-250	-450	-600	-566	-518
Pozostałe	5	-60	-13	0	0	0	0
Przepływy finansowe	-369	-1 434	-342	-1 194	-1 168	-1 141	-1 111
Emisja akcji	0	0	1 000	0	0	0	0
Dług	-46	1 744	-837	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000
Dywidenda (buy-back)	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	-324	-3 178	-505	-194	-168	-141	-111
Zmiana stanu środków pieniężnych	438	-390	863	72	271	678	1 232
Środki pieniężne na koniec okresu	794	404	1 267	1 339	1 610	2 288	3 520
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCFE	301	849	1 037	1 126	1 327	1 739	2 278
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	5,9%	5,5%	6,4%	9,7%	10,4%	8,0%	6,0%

Wskaźniki rynkowe

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	255,4	176,7	134,8	64,4	51,8	40,9	31,7
P/CE	100,1	83,5	69,1	44,2	37,6	31,2	25,4
P/BV	7,7	10,4	8,4	7,4	6,4	5,5	4,6
P/S	35,1	26,8	17,9	14,9	12,0	9,8	8,1
FCFE Yield	0,4%	1,2%	1,5%	1,6%	1,9%	2,5%	3,3%
EV/EBITDA Skor.	65,8	56,4	41,9	35,7	29,6	24,4	19,5
EV/EBIT	108,5	85,2	65,9	48,4	39,7	31,5	24,1
EV/S	37,1	29,1	19,0	15,6	12,4	9,9	7,8
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	67,89	67,89	67,89	67,89	67,89	67,89	67,89
Liczba akcji na koniec roku skor. (mld)	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02
MC (mln PLN)	69 469	69 469	69 469	69 469	69 469	69 469	69 469
EV (mln PLN)	73 408	75 487	73 785	72 719	71 456	69 783	67 552

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgowa**WNDB** – wynik na działalności bankowej**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**PRZEWAGAŻENIE (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**NIEDOWAGAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacja 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, Comarch, Sygnty, VRG. 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, Comarch, Sygnty, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

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 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 18 listopada 2020 o godzinie 08:30.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 18 listopada 2020 o godzinie 08:30.

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

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, 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 branych 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.**mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Allegro.**



mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniakowski@mbank.pl
przemysł

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

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

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl