

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 sprzedaj. 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 postrzeżenia spółki vs. konsensus rynkowy.

Wysoki udział w szybko rosnącym 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

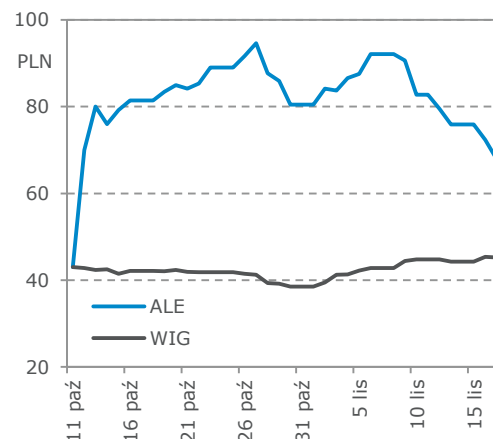
Struktura akcjonariatu

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	-	sprzedaj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Allegro	67,89	54,00

Analitik:

Paweł Szpigieli
+48 22 438 24 06
pawel.szpigieli@mbank.pl

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 księgową
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 księgową) – 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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

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

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

mBank S.A., 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 Biurze maklerskim 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 Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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.poniatowski@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