

poniedziałek, 20 września 2021 | aktualizacja raportu

## Allegro: sprzedaj (podtrzymana)

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

### Spadek market share prawdopodobny

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

### Nadrepresztacja wolniej rosnących kategorii w GMV

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

### Wzrost presji od konkurentów zagranicznych

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

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

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

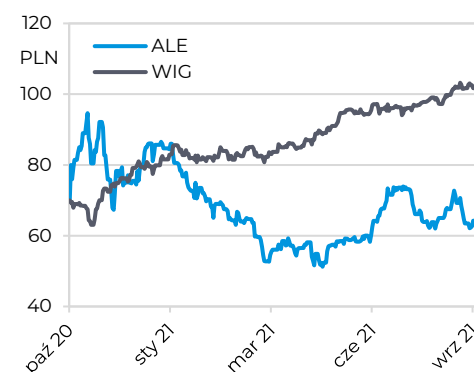
### Struktura akcjonariatu

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

### Profil spółki

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

### Kurs akcji ALE na tle WIG



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

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

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

### Analitik:

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
pawel.szpigiel@mbank.pl

## Kluczowe kwestie

### Czemu GMV Allegro rośnie wolniej niż rynek?

W 2020 roku tempo wzrostu GMV Allegro było istotnie szybsze niż rozwój rynku e-commerce (o blisko 19 p.p.). Wysoki wzrost był spowodowany naszym zdaniem:

- Bardzo szeroką ofertą Allegro dla konsumenta, jego dobrym przygotowaniem logistycznym i wygodą korzystania dla klientów (w ten sposób serwis zyskał dużą popularność w momencie wybuchu pandemii COVID-19 na polskim rynku)
- promocją programu SMART! (bazującym na darmowych wysyłkach powyżej określonych kwot zakupów, co było kluczowe dla wielu konsumentów),
- mocną pozycją Allegro w obszarze e-commerce „dom i ogród” (>30% GMV Allegro w 1H'20LTM), który był bardzo popularny po wybuchu pandemii
- wzrostem płatnego ruchu na Allegro (GMV generowane przez ruch płatny).

O ile tempo wzrostu GMV Allegro było zbliżone do wzrostu rynku w 1Q'21, w 2Q'21 nastąpił przełom: GMV wzrosło o 11%, tj. o ok. 7 p.p. wolniej niż rynek e-commerce w Polsce. Wzrost rynku szacujemy na podstawie danych dot. udziału e-commerce w handlu detalicznym od GUS (zwracamy na to uwagę, gdyż dane od GUS nie uwzględniają np. sprzedaży na amazon.de w 2020 roku, ale już w 2021 roku uwzględniają dane od amazon.pl – co zniekształca dynamiki w górę; dodatkowo dane są deklaracyjne i pochodzą od podmiotów zatrudniających >9 osób, co może je zniekształcać). Spółka podała guidance na wzrost GMV w lipcu. Wzrost jest wyższy niż w 2Q'21, jednak ciągle poniżej wzrostu rynku.

#### Wzrost GMV Allegro na tle e-commerce\*

	2020	1Q'21	2Q'21	lipiec'21
rynek	35%	51%	18%	25%
Allegro	54%	46%	11%	15%

\*dane rynkowe za 2020 – PWC, dane a 1Q'21, 2Q'21 oraz lipiec'21 – wyczenia mBanku na podstawie GUS

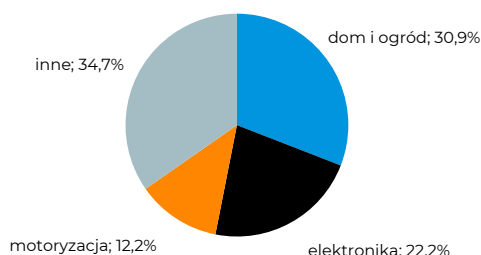
Niższa dynamika rozwoju GMV Allegro na tle polskiego rynku e-commerce wynika naszym zdaniem przede wszystkim z dwóch czynników:

- (1) braku efektu programu SMART! – od 2Q'21 jest już mocno widoczny w bazie sprzed roku,
- (2) znacznie mniejszego wzrostu kategorii „dom i ogród” w 2021 roku niż w poprzednim roku.

### Czemu kategoria „dom i ogród” ma dla nas tak duże znaczenie?

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

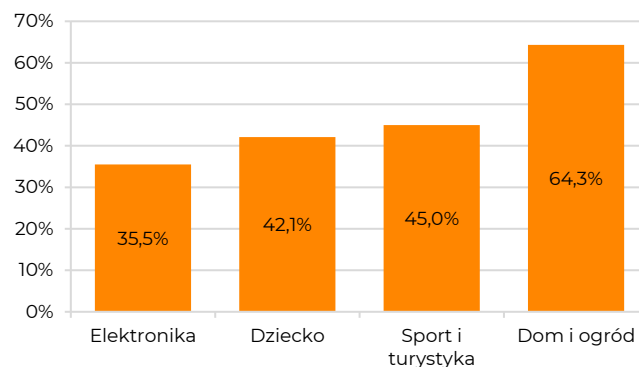
#### Podział GMV Allegro 2Q20'LTM



Źródło: Allegro, mBank

Dodatkowo, według naszych estymacji Allegro ma bardzo silną pozycję w „dom i ogród”. Szacujemy udział Allegro w handlu internetowym w tym obszarze na ok. 64% (stan na połowę 2020 roku), kiedy to estymujemy, że udział tej kategorii w całym rynku wynosi ok. 19%. Silną pozycję grupa posiada także w obszarach: dzieci, sport oraz elektronika.

#### Szacowany udział Allegro w handlu internetowym dla wybranych kategorii

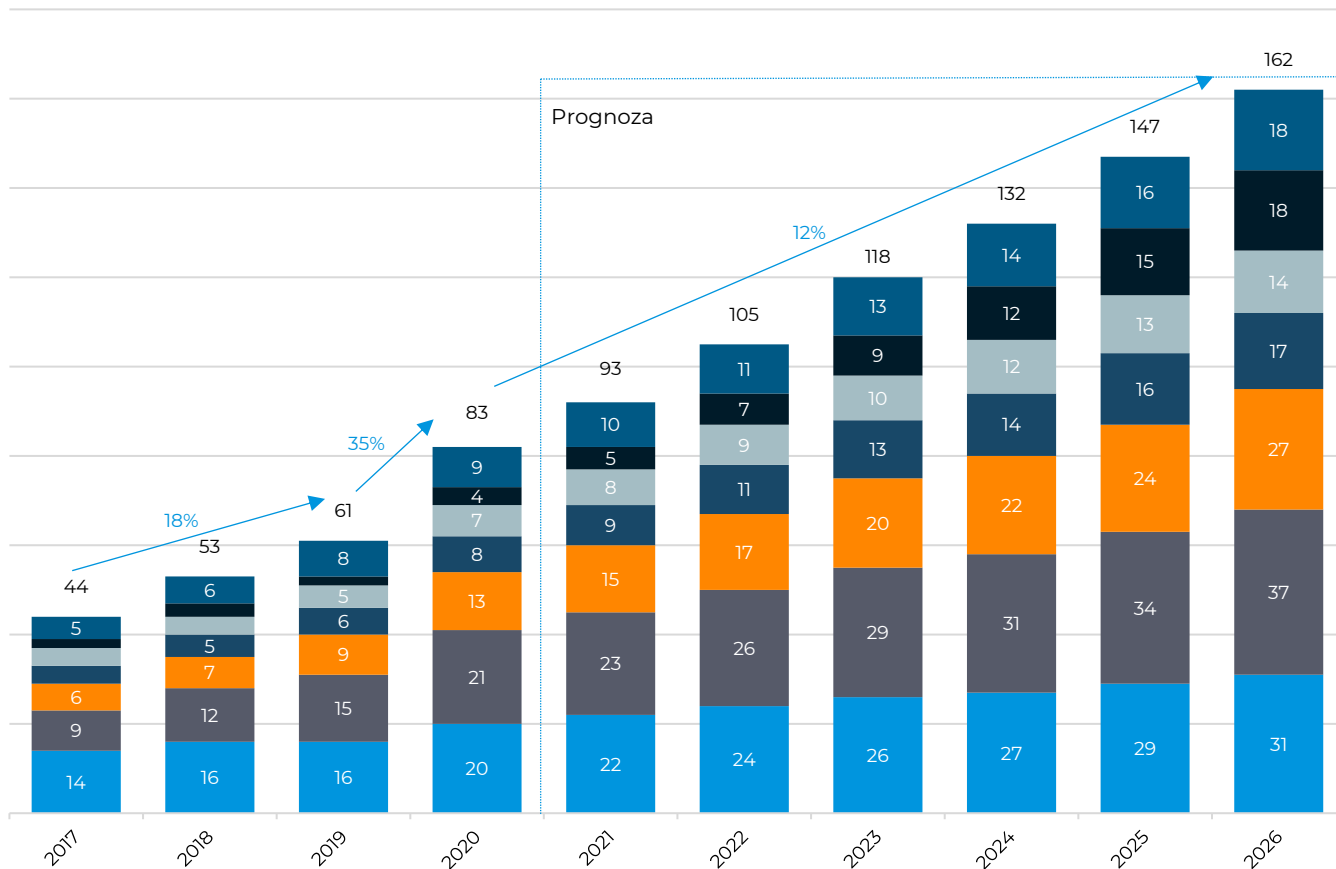


Źródło: Allegro, mBank

### Czy udział Allegro w rynku e-commerce będzie spadać? Argument nr 1

Uważamy, że tak i zmieniamy nasze podejście w tej kwestii. W naszym ostatnim raporcie analitycznym zakładaliśmy, że Allegro jest w stanie utrzymać pozycję rynkową na stabilnym poziomie. Obecnie zakładamy spadek udziału Allegro z >41% w 2020 roku do ok. 36% w 2026 roku, tj. o ok. 5 p.p. Kluczowym argumentem jest wysoka ekspozycja Allegro na kategorie rosnące w wolniejszym tempie.

**Wartość brutto sprzedaży dóbr online w Polsce, 2017-2026 (mld PLN)**



Zródło: PWC, mBank

CAGR (%)	2017-2019	2019-2020	2020-2026
Auto i inne	17,6%	15,7%	12,2%
Produkty spożywcze	15,2%	57,5%	28,7%
Zdrowie i uroda	15,0%	38,2%	12,5%
Zabawki i dziecko	18,3%	39,4%	14,0%
Odzież i obuwie	25,0%	46,1%	12,3%
Dom i ogród	26,3%	42,6%	9,7%
Elektronika i Media	9,1%	24,3%	7,1%

Zródło: PWC, mBank

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

**Czy udział Allegro w rynku e-commerce będzie spadać? Argument nr 2**

Drugim argumentem za spadającym udziałem rynkowym Allegro w długim terminie jest wzrost konkurencji międzynarodowej. Trzej gracze zagraniczni: **Amazon**, **Alibaba** i **Shopee** weszli już lub wyrazili chęć wejścia na polski rynek. Doświadczenie tych graczy oraz atrakcyjna oferta (choćby pod względem dostaw) spotka się naszym zdaniem z dużym zainteresowaniem polskiego konsumenta.

**Amazon**

W styczniu 2021 roku na polski rynek Amazon uruchomił polski serwis (wcześniej działał w polskojęzycznej odsłonie niemieckiej wersji). Polska wersja Amazona wystartowała skromnie, bez dużego echa wśród polskich konsumentów. W pierwszych tygodniach wystąpiły problemy z błędami językowymi, w oczy rzucała się relatywnie mała oferta serwisu. Niemniej jednak dyrektor regionalny ds. operacji Amazon w Europie środkowo-wschodniej w wywiadzie na początku września 2021 roku podkreślił, że Amazon zamierza inwestować w rozwój działalności w Polsce i widzi dobre perspektywy dla polskiego e-commerce.

**Alibaba**

Dyrektor generalny Alibaby na Europę środkowo-wschodnią wyraził chęć poprawy łańcuch logistycznego w Polsce i podkreślił, że polski rynek jest bardzo ważny dla chińskiej grupy. Alibaba chce zagwarantować dostawę w ciągu 15 dni w przypadku zamówień z Chin o wartości powyżej 5 USD.

## Shopee

Zainteresowanie polskim rynkiem wyraziło także Shopee z Singapuru. Wejście na polski rynek ma przebiegać jednak inaczej niż w przypadku Amazona. W miejsce stopniowego zdobywania market share, Shopee chce od momentu polskiego startu mocno zaznaczyć obecność na rynku. W tym celu grupa Shopee ogłosiła, że przez pierwsze 6 miesięcy działania platformy, nie będzie pobierało prowizji od sprzedawców oraz udzieli bony rabatowe dla klientów sprzedawców oferujących promocje. Dodatkowo, Shopee ma zamiar zagwarantować bezpłatną dostawę bez względu na wysokość zamówienia. Shopee podpisał już umowy z InPostem i DPD.

## Comarch

Polskim e-commerce zainteresowanie wyraził także Comarch. Spółka chce uruchomić platformę sprzedażową w nowej odsłonie na początku 2022 roku. Obecnie Comarch zwiększa zatrudnienie o kilkadziesiąt osób, które zajmowałyby się wyłącznie rozwijaniem tego projektu. Firma prowadzi też rozmowy z firmami kurierskimi. Wiceprezes Comarchu wskazał, że z systemów Comarch ERP korzysta obecnie około 100 tys. firm, które mogą być naturalnymi klientami w nowym przedsięwzięciu. Comarch chce zaferować sprzedawcom zerowe prowizje od transakcji, a także darmową możliwość dodawania nielimitowanej liczby produktów we wszystkich kategoriach. Firma zakłada, że zarabiać będziemy na sprzedaży oprogramowania ERP dla merchantów, chcemy w ciągu 5 lat zbudować masę i wskazuje wprost, że zyski na tym etapie są sprawą drugorzędną.

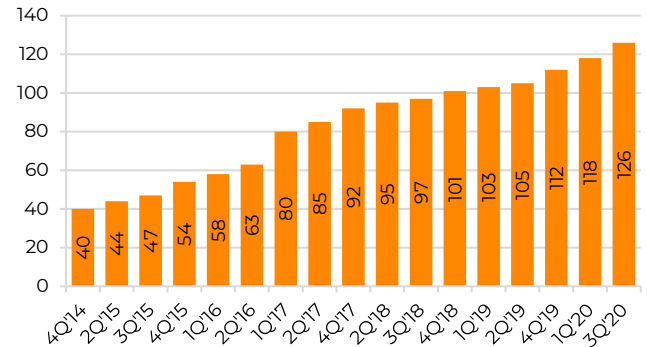
## Czy rzeczywiście Amazon nie zagraża pozycji Allegro?

Amazon zaskoczył polski rynek powolnym tempem rozwoju. Jedną wg agencji mediowej Mindshare **Amazon celowo w Polsce rozwija się stopniowo i metodycznie**, analizując sytuację na rynku, dobierając produkty do promocji i pracując nad spełnieniem komunikowanej na wszystkich rynkach obietnicy doskonałej obsługi klienta. Po kilkumiesięcznej obecności, Amazon do niedawna nie wykorzystywał swoich dwóch głównych zalet: (1) **taniej logistyki** – zmiana oferty nastąpiła dopiero na początku września 2021 roku, (2) programu lojalnościowego **Amazon Prime**.

Amazon znacznie obniżył pułap darmowej przesyłki. Wcześniej, by skorzystać z darmowej dostawy, w koszyku musiały się znajdować produkty na sumę o wartości co najmniej 100 PLN. Obecnie próg wynosi 40 PLN. Zmiana pozwala na zakup pojedynczych produktów i powinna być doceniona przez polskiego konsumenta. Oferta Amazona jest obecnie konkurencyjna dla Allegro SMART!, gdzie darmową dostawę do paczkomatów konsument mógł zrealizować przy zakupach powyżej 40 PLN od jednego sprzedawcy (kurierem od 80 PLN).

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 znacznie się zwiększyła.

## Abonenci Amazon Prime w USA (mln)



Źródło: Consumer Intelligence Research Partners, mBank

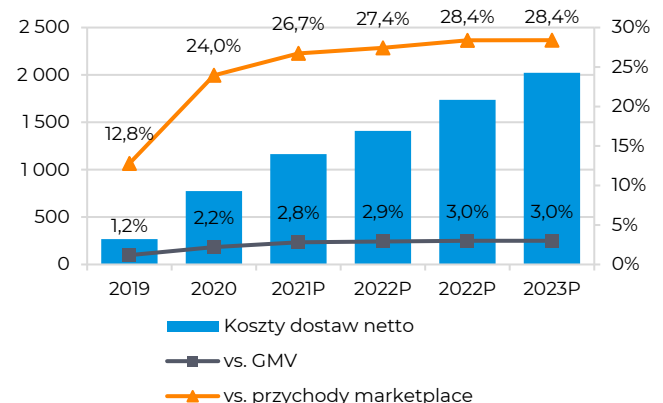
Podkreślamy, że Allegro SMART! to program oparty głównie wokół oszczędności na dostawie. Z kolei Amazon Prime to bardzo bogaty program lojalnościowy, który ma długą listę potencjalnych benefitów w tym głównie:

- szybką darmową przesyłkę,
- dostęp do ofert promocyjnych,
- serwis streamingowy Prime Video,
- serwis streamingowy Prime Music.

## Jaka będzie reakcja Allegro na spadający market share?

**Kluczową kwestią dla Allegro jest utrzymanie pozycji rynkowej i wykazanie wysokiego tempa wzrostu przychodów.** Uważamy, że spółka jest w stanie poświęcić rentowność EBITDA, aby dopiąć tego celu. Skuteczną bronią w walce o polskiego konsumenta jest program SMART! oferujący opcje dogodnej, taniej przesyłki. Choć Allegro ponosi istotne koszty dofinansowywania programu (985 mln PLN w 2Q'21 LTM, tj. aż 25,5% obrotów z marketplace Allegro w tym czasie), uważamy że firma będzie dalej rozszerzać program. Niezależnie od tego czy Amazon, Alibaba, Shopee i Comarch zbudują z sukcesem pozycję na polskim rynku, Allegro będzie zdeterminowane do obrony swojego udziału. Tania przesyłka to podstawowe narzędzie lojalizujące polskiego konsumenta. Zakładamy dalszy wzrost kosztów dostaw netto w Allegro i w wyniku tego **spadek rentowności** (choć ze względu na ich obecną skalę przyjmujemy, że ich wzrost vs. GMV oraz vs. przychody marketplace będzie niższy niż w ostatnich kwartałach). Na tym etapie przyjmujemy, że Allegro będzie się starało znaleźć konsensu pomiędzy spadkiem market share a spadkiem marży. **Jeśli grupa zdecyduje się na utrzymanie pozycji rynkowej, koszty dostaw netto mogą wzrosnąć w tempie wyższym niż obecnie zakładamy.**

## Koszty dostaw netto w Allegro (mln PLN)



Źródło: Allegro, mBank

## Jak zmieniły się nasze prognozy wyników dla Allegro?

Przedłużenie pandemii COVID-19 na 1Q'21 wpłynęło pozytywnie na rozwój polskiego e-commerce. Zrewidowaliśmy nasze prognozy przychodów na okres 2021-2025 w górę. W przeciwieństwie do poprzedniej iteracji prognoz **zakładamy spadek pozycji rynkowej Allegro** o ok. 5 p.p. w latach 2020-2026.

### Zmiana prognozy przychodów

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
stara prognoza	4,66	5,78	7,08	8,63	10,39
nowa prognoza	5,33	6,33	7,55	8,81	10,12
różnica	14,3%	9,6%	6,7%	2,1%	-2,6%

Źródło: mBank

### Zmiana prognozy EBITDA skor.

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
stara prognoza	2,04	2,41	2,86	3,46	4,20
nowa prognoza	2,14	2,46	2,86	3,31	3,77
różnica	5,3%	1,7%	0,2%	-4,4%	-10,2%

Źródło: mBank

### Zmiana prognozy marży EBITDA skor.

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
stara prognoza	43,7%	41,8%	40,3%	40,1%	40,5%
nowa prognoza	40,2%	38,8%	37,9%	37,6%	37,3%
różnica	-3,4%	-3,0%	-2,5%	-2,5%	-3,2%

Źródło: mBank

## Czy obecne wskaźniki wyceny Allegro są wygórowane?

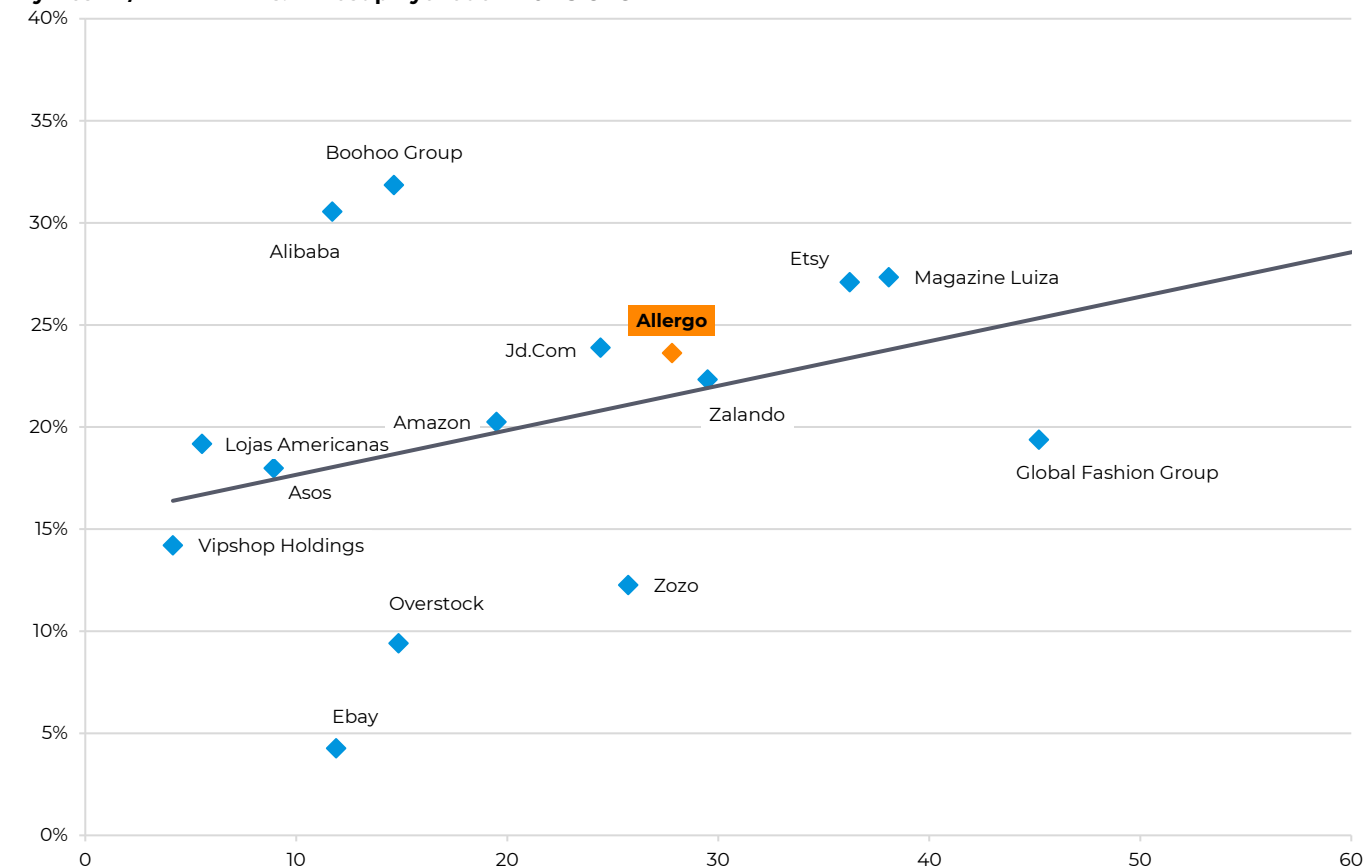
Przy obecnych poziomach wyceny rynkowej, wskaźniki P/S'22, EV/EBITDA'22 i P/E'22 dla Allegro są na poziomach odpowiednio: 10,4x, 27,7x oraz 49,0x. Allegro porównujemy do Amazona i Alibaby. To dwie najbardziej rozpoznawalne spółki e-commerce na świecie. Obie oferują zaawansowane technologicznie usługi, mają bogatsze zaplecze logistyczne oraz rozwinięte systemy lojalnościowe. **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'22	EV/ EBITDA'22	P/E'22	Wzrost przych. 20-23 CAGR	Wzrost EBITDA 20-23 CAGR
<b>Allegro</b>	<b>10,4</b>	<b>27,7</b>	<b>49,0</b>	<b>23,6%</b>	<b>17,8%</b>
Alibaba	3,0	11,7	16,3	30,5%	17,0%
dyskonto do Allegro	-71,2%	-57,8%	-66,7%		
Amazon	3,1	19,5	42,4	20,2%	27,2%
dyskonto do Allegro	-70,2%	-29,6%	-13,5%		

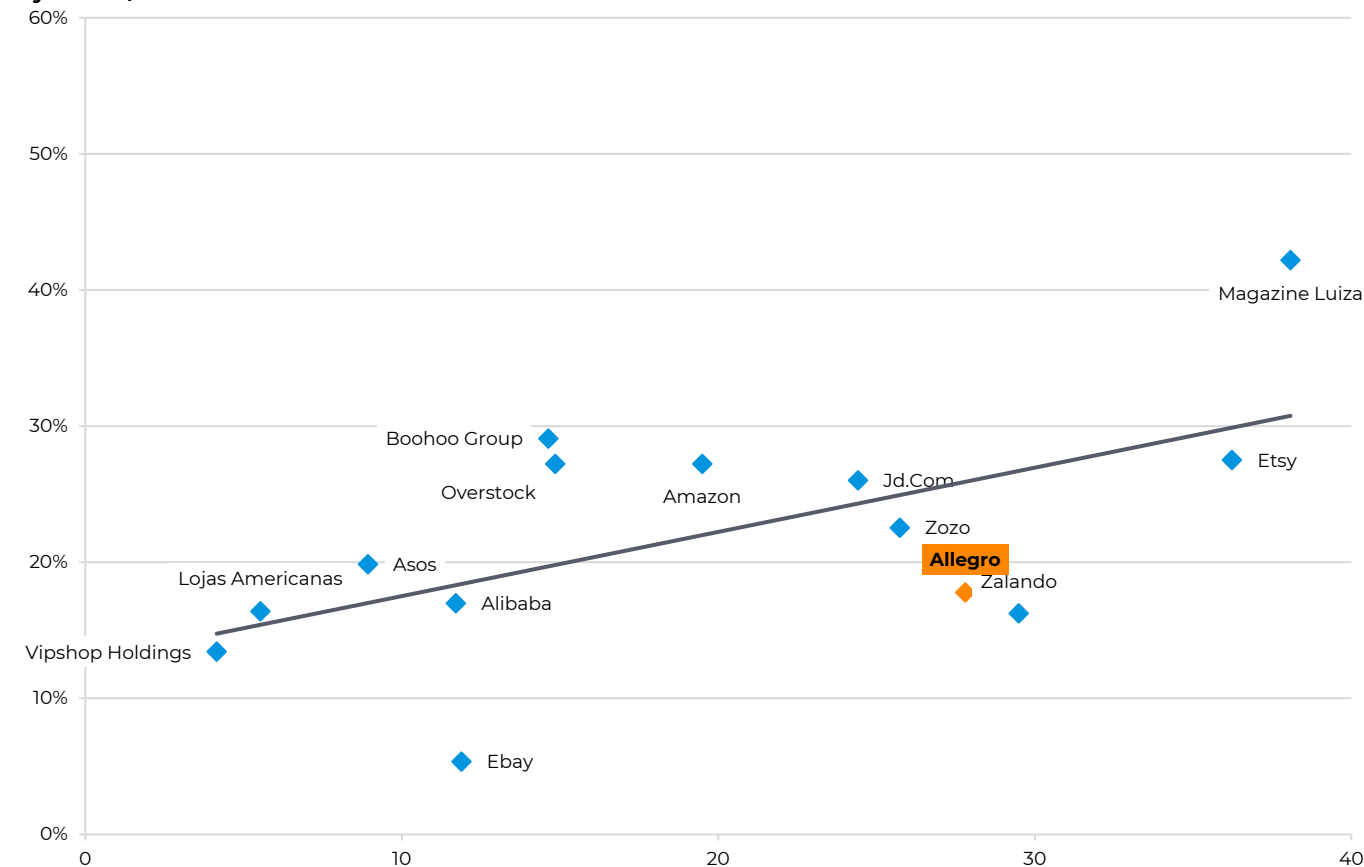
Źródło: mBank, Bloomberg

**Wykres EV/EBITDA'22 vs. wzrost przychodów 20-23 CAGR**



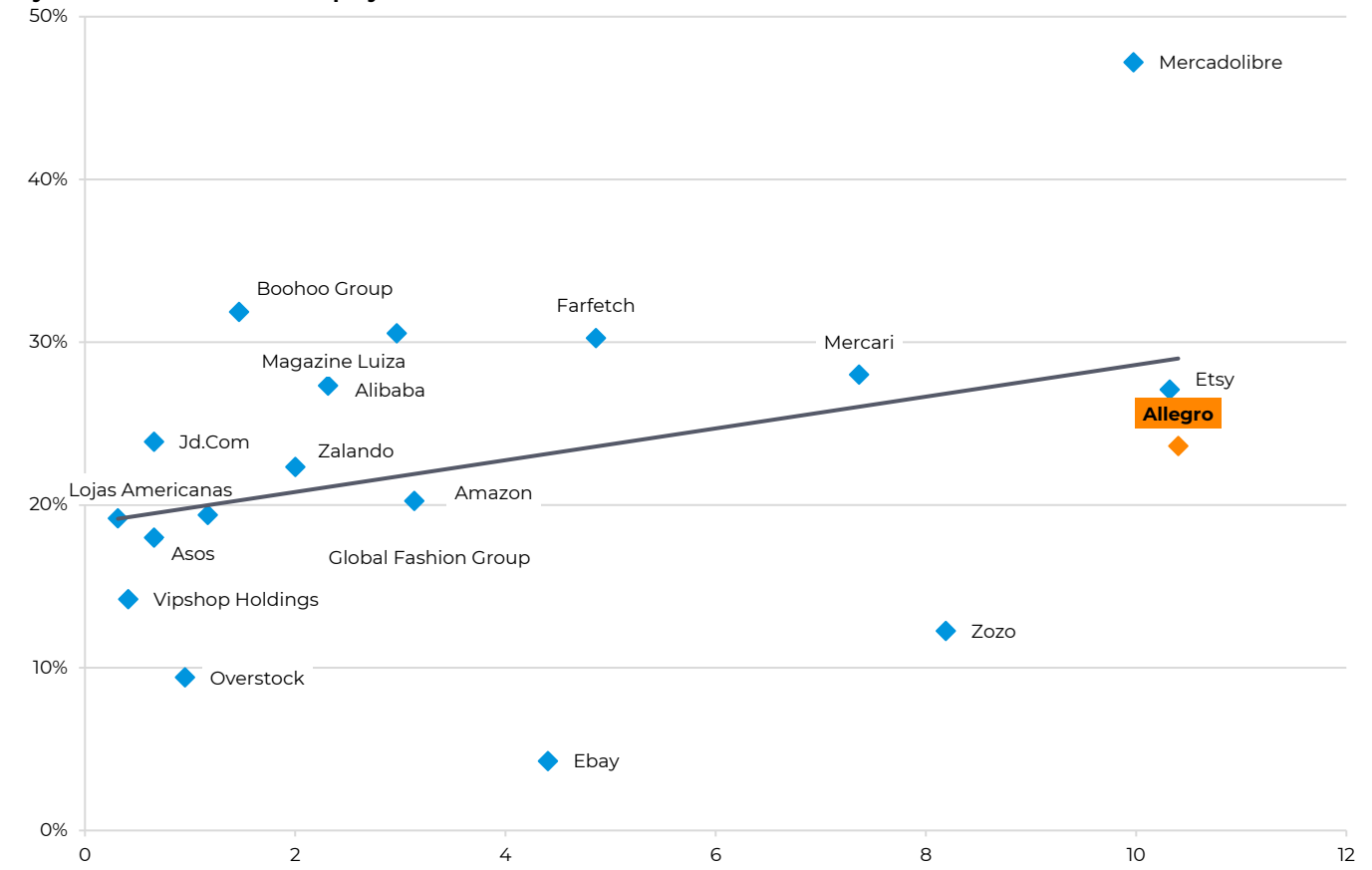
Źródło: Bloomberg, mBank

**Wykres EV/EBITDA'22 vs. wzrost EBITDA 20-23 CAGR\***



Źródło: Bloomberg, mBank, \*Skorygowana EBITDA dla Allegro

Wykres P/Sales'22 vs. wzrost przychodów 20-23 CAGR



Źródło: Bloomberg, mBank

## Wycena

Wartość spółki Allegro szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9 miesięcy wynosi 52,40 PLN

### Podsumowanie wyceny spółki

(PLN)	waga	cena
wycena porównawcza	50%	43,67
wycena DCF	50%	54,80
	cena wynikowa	49,26
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>52,40</b>

Źródło: mBank

## Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2021-2023r. Wagi dla poszczególnych lat są równe. Do wskaźników przykładamy odpowiednio zysk netto i skorygowany wynik EBITDA.

### Wycena porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
ALIBABA GROUP	11,7	11,7	9,5	15,4	16,3	13,9
AMAZON.COM	24,2	19,5	15,7	50,8	42,4	31,9
EBAY	12,7	11,9	11,3	19,1	16,7	15,2
MERCADOLIBRE	172,6	118,1	70,3	990,2	321,1	156,3
JD.COM	45,3	24,4	15,4	58,4	37,5	24,5
VIPSHOP HOLDINGS	4,8	4,2	3,7	8,3	7,4	6,5
ZOZO	29,7	25,7	23,0	44,7	37,8	33,8
BOOHOO GROUP	17,6	14,6	11,3	30,2	24,3	19,5
ASOS	10,0	8,9	7,4	20,2	19,8	16,2
ZALANDO	34,5	29,5	23,7	91,1	78,7	59,5
GLOBAL FASHION GROUP	160,8	45,2	25,7	-	-	-
ETSY	44,7	36,2	28,0	61,1	55,8	44,7
OVERSTOCK.COM	18,4	14,8	14,1	30,3	25,3	28,7
MAGAZINE LUIZA	51,6	38,1	27,1	154,4	101,7	68,8
LOJAS AMERICANAS	8,2	5,5	4,9	23,5	21,5	27,4
VIA VAREJO	-	-	-	-	-	-
maksimum	172,6	118,1	70,3	990,2	321,1	156,3
minimum	4,8	4,2	3,7	8,3	7,4	6,5
<b>mediana</b>	<b>24,2</b>	<b>19,5</b>	<b>15,4</b>	<b>37,5</b>	<b>31,4</b>	<b>28,0</b>
Allegro	31,4	27,0	22,7	57,3	47,7	38,5
premia (dyskonto)	29,9%	38,4%	47,0%	52,6%	52,2%	37,4%

### Implikowana wycena

mediana	24,2	19,5	15,4	37,5	31,4	28,0
waga wskaźnika		50%			50%	
waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>43,7</b>					

Źródło: mBank



## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę sporządziliśmy w oparciu o prognozy FCF w latach 2021-2030.
- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec września 2021 roku. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2020 roku 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+
<b>przychody ze sprzedaży</b>	<b>5 329</b>	<b>6 330</b>	<b>7 554</b>	<b>8 807</b>	<b>10 119</b>	<b>11 410</b>	<b>12 781</b>	<b>14 103</b>	<b>15 363</b>	<b>16 669</b>	
zmiana	33,3%	18,8%	19,3%	16,6%	14,9%	12,8%	12,0%	10,3%	8,9%	8,5%	
<b>EBIT</b>	<b>1 613</b>	<b>1 851</b>	<b>2 209</b>	<b>2 609</b>	<b>3 065</b>	<b>3 471</b>	<b>3 874</b>	<b>4 245</b>	<b>4 566</b>	<b>4 837</b>	
marża EBIT	30,3%	29,2%	29,2%	29,6%	30,3%	30,4%	30,3%	30,1%	29,7%	29,0%	
opodatkowane EBIT	307	352	420	496	582	659	736	807	868	919	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
<b>NOPLAT</b>	<b>1 307</b>	<b>1 499</b>	<b>1 789</b>	<b>2 113</b>	<b>2 482</b>	<b>2 811</b>	<b>3 138</b>	<b>3 438</b>	<b>3 698</b>	<b>3 918</b>	
amortyzacja	491	506	551	601	609	675	799	922	1 042	1 213	
CAPEX	-500	-800	-900	-572	-658	-742	-831	-917	-999	-1 083	
kapitał obrotowy	-52	-13	-30	-27	-21	-17	-16	-9	-3	1	
<b>FCF</b>	<b>1 246</b>	<b>1 192</b>	<b>1 410</b>	<b>2 116</b>	<b>2 412</b>	<b>2 728</b>	<b>3 090</b>	<b>3 434</b>	<b>3 739</b>	<b>4 049</b>	<b>4 211</b>
WACC	8,30%	8,34%	8,43%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	
współczynnik dyskonta	0,98	0,91	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,56	0,51	0,47	
PV FCF	1 224	1 080	1 179	1 630	1 713	1 785	1 864	1 909	1 916	1 912	
<b>WACC</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>
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	4,9%	3,3%	1,4%	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)	93 579
zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	44 193
zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	16 211
wartość firmy (EV)	60 404
Dług netto (koniec 2020)	4 326
inne aktywa nieoperacyjne	0
udziałowcy mniejszościowi	0
wartość firmy	56 078
liczba akcji (mld)	1,02
<b>wartość firmy na akcję</b>	<b>54,80</b>
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,38%
<b>cena docelowa (PLN)</b>	<b>58,30</b>

EV/EBITDA ('21) dla ceny docelowej	27,9
P/E ('21) dla ceny docelowej	48,6
udział TV w EV	72,8%

Źródło: mBank

### Analiza wrażliwości

	wzrost FCF w nieskończoności				
	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	40,80	43,38	46,44	50,10	54,57
WACC +0,5 p.p.	44,82	47,98	51,77	56,40	62,19
WACC	49,58	53,50	<b>58,30</b>	64,29	71,99
WACC -0,5 p.p.	55,30	60,27	66,47	74,44	85,07
WACC -1,0 p.p.	62,31	68,73	76,98	87,99	103,39

**RZiS**

(mIn PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>przychody</b>	<b>2 592,3</b>	<b>3 997,8</b>	<b>5 328,6</b>	<b>6 329,6</b>	<b>7 553,9</b>
r/r	31,1%	54,2%	33,3%	18,8%	19,3%
Marketplace	2 099,7	3 231,0	4 355,2	5 139,4	6 119,9
Reklama	207,1	337,8	470,6	576,5	697,5
Porównywanie cen	145,8	190,0	193,8	218,2	247,4
1P	115,2	216,6	285,9	371,7	464,6
inne	24,5	22,4	23,1	23,8	24,5
EBITDA	1 325,4	1 586,7	2 104,3	2 356,2	2 759,8
<b>EBITDA skor.</b>	<b>1 338,1</b>	<b>1 750,0</b>	<b>2 144,3</b>	<b>2 456,2</b>	<b>2 859,8</b>
marża	<b>51,6%</b>	<b>43,8%</b>	<b>40,2%</b>	<b>38,8%</b>	<b>37,9%</b>
EBIT	886,1	1 122,9	1 613,4	1 850,7	2 209,0
zysk brutto	513,1	616,6	1 398,1	1 676,4	2 077,1
podatek	-120,0	-198,1	-279,6	-335,3	-415,4
<b>zysk netto</b>	<b>393,1</b>	<b>418,5</b>	<b>1 118,5</b>	<b>1 341,1</b>	<b>1 661,7</b>

**Bilans**

(mIn PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>aktywa trwałe</b>	<b>13 425,5</b>	<b>13 202,5</b>	<b>13 258,7</b>	<b>13 595,7</b>	<b>13 987,9</b>
wartość firmy	8 631,3	8 639,2	8 639,2	8 639,2	8 639,2
inne	4 794,2	4 563,2	4 619,4	4 956,5	5 348,7
<b>aktywa obrot.</b>	<b>852,5</b>	<b>1 945,4</b>	<b>2 309,8</b>	<b>2 543,0</b>	<b>3 071,8</b>
należności	396,8	646,4	877,2	1 025,6	1 221,8
gotówka	403,9	1 185,1	1 310,5	1 389,0	1 714,1
pozostałe	51,8	114,0	122,2	128,3	135,9
<b>kapitały wł.</b>	<b>6 670,2</b>	<b>8 089,6</b>	<b>9 231,8</b>	<b>10 656,4</b>	<b>12 401,3</b>
mniejszości	13,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>zob. długo.</b>	<b>6 785,0</b>	<b>6 168,2</b>	<b>5 230,4</b>	<b>4 230,4</b>	<b>3 230,4</b>
kredyty	6 001,2	5 437,2	4 499,4	3 499,4	2 499,4
pozostałe	783,8	731,0	731,0	731,0	731,0
<b>zob. krótko.</b>	<b>809,4</b>	<b>890,1</b>	<b>1 106,2</b>	<b>1 251,9</b>	<b>1 427,9</b>
zob. handlowe	349,2	557,6	744,7	886,4	1 060,0
pozostałe	460,2	332,4	361,5	365,5	368,0
<b>dług netto</b>	<b>6 018,6</b>	<b>4 326,0</b>	<b>3 291,9</b>	<b>2 217,3</b>	<b>894,7</b>
DN/EBITDA skor.	4,5	2,5	1,5	0,9	0,3

Źródło: mBank

**Rachunek CF**

(mIn PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>CF oper.</b>	<b>1 246,5</b>	<b>1 509,9</b>	<b>1 812,9</b>	<b>2 108,0</b>	<b>2 414,3</b>
kapitał obrot.	72,3	17,0	-51,8	-13,0	-30,1
<b>CF inv.</b>	<b>-203,1</b>	<b>-218,2</b>	<b>-500,0</b>	<b>-800,0</b>	<b>-900,0</b>
CAPEX	-143,0	-230,5	-500,0	-800,0	-900,0
<b>CF fin.</b>	<b>-1 433,8</b>	<b>-510,5</b>	<b>-1 199,8</b>	<b>-1 222,8</b>	<b>-1 181,5</b>
dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>CF</b>	<b>-390,4</b>	<b>781,2</b>	<b>113,1</b>	<b>85,1</b>	<b>332,7</b>
CFO/EBITDA	94%	95%	86%	89%	87%
FCFF	1 103,5	1 279,3	1 312,9	1 308,0	1 514,3
<b>FCFF/EV</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,3%</b>
FCFE	707,1	1 003,5	1 097,6	1 133,7	1 382,4
<b>FCFE/MCAP</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,2%</b>
ROIC	5,7%	7,2%	10,5%	11,8%	13,7%
ROCE	6,6%	8,1%	11,2%	12,6%	14,5%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
wsk. wypłaty	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>DYield</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>

**Wskaźniki**

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E	167,2	157,1	58,8	49,0	39,6
<b>EV/EBITDA skor.</b>	<b>53,6</b>	<b>40,0</b>	<b>32,2</b>	<b>27,7</b>	<b>23,3</b>
P/S	25,4	16,4	12,3	10,4	8,7
P/BV	9,9	8,1	7,1	6,2	5,3
P/CF	79,0	74,5	40,8	35,6	29,7
P/FCFE	93,0	65,5	59,9	58,0	47,6
<b>marża EBITDA</b>	<b>51,1%</b>	<b>39,7%</b>	<b>39,5%</b>	<b>37,2%</b>	<b>36,5%</b>
zm. EBITDA r/r	20,7%	19,7%	32,6%	12,0%	17,1%
marża netto	15,2%	10,5%	21,0%	21,2%	22,0%
<b>zm. EPS r/r</b>	<b>44,5%</b>	<b>6,5%</b>	<b>167,3%</b>	<b>19,9%</b>	<b>23,9%</b>
cena (PLN)	64,25	64,25	64,25	64,25	64,25
l. akcji (mIn)	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02
MCap	65,7	65,7	65,7	65,7	65,7
EV	71,8	70,1	69,0	68,0	66,6

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

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

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

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

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Pozbud, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](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, Pozbud, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

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

[http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



## mBank S.A.

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

### Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

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

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

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

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

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

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

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

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

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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