

**Biuro maklerskie****mBank.pl**

wtorek, 24 sierpnia 2021 | raport analityczny

Shoper: trzymaj (nowa)

SHO PW; SHO1.WA | e-commerce, Polska

Stworzony do monetyzacji wzrostów e-commerce

Shoper jest liderem rynku rozwiązań SaaS IT dla małego i średniego e-commerce w Polsce. Spółka oferuje swoisty ekosystem relatywnie łatwych w obsłudze narzędzi pokrywających szeroki wachlarz potrzeb merchanta. Inwestycja w Shoper to dla inwestorów możliwość ekspozycji na najszybciej rosnącą część e-commerce w Polsce: małych i średnich merchantów, którzy dzięki Shoper zyskują możliwość prowadzenia najbardziej optymalnego z ich punktu widzenia modelu sprzedaży w sieci, tj. omnichannel (sklep własny + integracje z marketplace). Bardzo szybki wzrost wyników (CAGR przychodów ex. przejścia 2021-26 = 31%), wysoka rentowność oraz niska kapitałochłonność biznesu przekładają się na wysokie FCFEs. Spółka zadebiutowała na GPW w czerwcu'21, a jej notowania wzrosły od tego momentu o blisko 60%. Shoper przejął ostatnio Shoplo (trzeciego dostawcę IT dla e-sklepów w Polsce), co uwzględniamy w naszym modelu finansowym. Jedną akcję Shoper wyceniamy na 71,50 PLN, co implikuje zalecenie trzymaj. Szansą dla Shopera w najbliższych kwartałach będzie dalsza konsolidacja polskiego rynku SaaS dla merchantów internetowych.

Świetne value proposition dla merchanta

Shoper oferuje bardzo szeroki wachlarz usług dla merchantów, a dzięki Shoper Appstore (własny e-sklep z usługami dla merchantów) jego oferta wciąż rośnie. W efekcie ilość powiązań merchanta z Shoper jest olbrzymia. Biorąc pod uwagę ceny usług Shoper, uważamy że oferta spółki dla merchanta wypada lepiej niż u konkurencji zagranicznej.

Silna pozycja na polskim rynku

Shoper ma udział w rynku (pod względem ilości merchantów, po przejściu Shoplo) równy ok. 31% w 2020 r., co daje mu 1. miejsce. W zakresie rozwiązań SaaS jest zdecydowanym liderem. Z jego usług korzysta >27 tys. merchantów, co implikuje 66% udziału w tym subryнку (na koniec 1Q'21, z Shoplo).

Rosnąca baza klientów, niski churn i wzrost ARPU

W 2020 r. baza własnych merchantów Shoper wzrosła o blisko 20% r/r. Churn rozumiany jako odejście do innych platform jest bardzo niski. ARPU rośnie w tempie ok. 33% (CAGR 2018-20) dzięki wzrostowi GMV / merchant, większej penetracji bazy merchantów istniejącymi usługami, co roku ofercie nowych usług oraz przejściu z modelu flat fee na model pay-as-you-grow.

Korzystny dla klienta model dostarczania usługi, tj. SaaS

W SaaS merchant nie musi się więc koncentrować na kwestiach technicznych. Szereg udogodnień SaaS kreuje popyt na systemy w tym modelu. Widzimy obecnie proces wypierania rozwiązań OpenSource przez SaaS. W 2017 r. 38% polskich merchantów korzystało z SaaS (w 2020 r. 42%).

Wysoka konwersja wyników na gotówkę

CAGR przychodów Shoper w okresie 2018-20 wyniósł 51%, dzięki wzrostowi bazy merchantów, jak i wysokiej dynamice przychodów z powtarzalnej grupy klientów. Shoper generuje wysoką marżę EBITDA (43% w 2020 r.), dzięki pozytywnemu efektowi dźwigni operacyjnej. Relacja CFO/EBITDA jest wysoka i wyniosła 96-97% w okresie 2018-20.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	27,9	46,9	79,7	120,7	152,4
EBITDA	8,0	19,8	31,3	47,6	63,7
marża EBITDA	28,7%	42,2%	39,2%	39,4%	41,8%
EBIT	5,4	16,7	28,7	43,7	59,0
zysk netto	3,9	12,5	30,4	34,2	46,3
P/E	545,9	171,2	70,2*	62,5	46,2
P/S	76,8	45,5	26,8	17,7	14,0
P/BV	132,7	88,6	50,8	46,7	36,9
EV/EBITDA	267,2	107,0	67,8	44,5	33,1
DPS (PLN)	0,13	0,16	0,44	1,07	1,20
DYield	0,2%	0,2%	0,6%	1,4%	1,6%

*96,4x z wyłączeniem rozliczenia transakcji InSales RUS

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

cena bieżąca	74,98 PLN
cena docelowa	71,50 PLN
kapitalizacja	1,91 mld PLN
free float	0,53 mld PLN
średni dzienny obrót (20 dni)	5,4 mln PLN

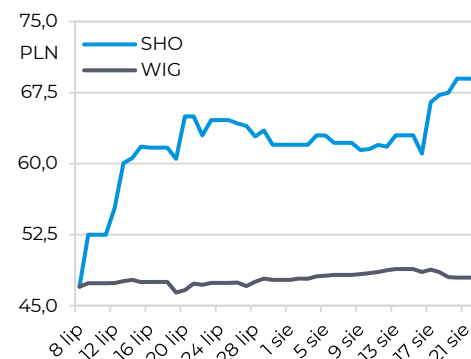
Struktura akcjonariatu

Krzysztof Krawczyk	12,0%
Rafał Krawczyk	12,0%
KFF S. a r.l.	12,0%
MODHAUS Sp. z o.o.	12,0%
V4C	24,9%
pozostali	27,1%

Profil spółki

Shoper jest producentem oprogramowania do prowadzenia sklepów internetowych w formule SaaS, skupiającym się na segmencie SME. Spółka zajmuje się także sprzedażą szeregu dodatkowych usług (w tym m.in. marketingowych, logistycznych i płatniczych) dla merchantów. Shoper prowadzi także sklep z aplikacjami dla e-sklepów.

Kurs akcji SHO na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Shoper	71,50	-	trzymaj	-

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
Shoper	74,98	71,50	-4,6%

Analitik:

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



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Sygnty. 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 stanowił 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, Sygnty, 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 świadczyć, 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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił funkcję podmiotu współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. współprowadził księgę popytu na akcje emitenta w ofercie publicznej. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 24 sierpnia 2021 o godzinie 08:02. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 24 sierpnia 2021 o godzinie 08:25.

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/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 Shoper S.A.

mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@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

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

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08
janusz.pieta@mbank.pl

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

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

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lemnicka-wilim@mbank.pl

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl