

# SHOPER

**kupuj**

E-commerce / IT

poprzednia rekomendacja: akumuluj

Cena\*: 39,0

Cena docelowa: 51,9

## W okresie przejściowym

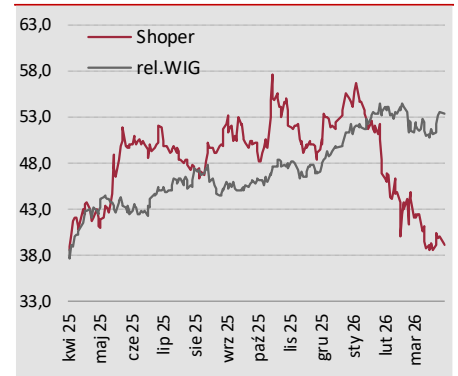
Po przejęciu przez cyber\_Folks przed rokiem Shoper znajduje się obecnie w fazie przejściowej – od solidnej platformy e-commerce dla sprzedawców, w której prawie połowę przychodów stanowiła dosprzedaż usług marketingowych, do skalowalnej platformy skupionej na rozwoju technologii, wykorzystaniu AI, poprawie doświadczenia merchanta oraz – w wymiarze finansowym – na wykorzystaniu dźwigni operacyjnej typowej dla biznesów SaaS. Bieżący rok, a w szczególności jego pierwsza połowa, mimo wszystko będzie jednak w naszej opinii ciągle okresem przejściowym, po którym oczekujemy przyspieszenia dynamiki GMV na skutek szybszego pozyskiwania klientów.

Shoper w 2H'25 osiągnął wzrost GMV nieco słabszy od naszych założeń, zredukował koszty wynagrodzeń, zmniejszył nacisk na sprzedaż niskomargowych usług SEO, co przełożyło się na niską dynamikę wzrostu take rate (choć lepszą marżę). W związku z tym zrewidowaliśmy prognozy finansowe. Od poprzedniej wyceny znacząco spadły również wskaźniki wyceny dla firm porównywalnych. W efekcie zmieniamy cenę docelową dla akcji Shopera z 57,6 PLN za akcję do 51,9 PLN za akcję. Mimo spadku ceny docelowej zmieniamy rekomendację z „akumuluj” do „kupuj”, co wynika ze znacznej korekty ceny akcji na GPW.

Poza dalszym wzrostem GMV, Shoper ma w naszej opinii również istotny potencjał wzrostu take rate poprzez podwyżki abonamentów oraz wzrost wykorzystania segmentu rozwiązań - płatności, logistyki czy Apilo. Ostatnia podwyżkę abonamentów w wysokości 20%, Shoper przeprowadził w lutym br. ale mimo to pozostaje jednym z najtańszych rozwiązań na rynku. Shopify będący najbliższym peerem zagranicznym generuje take rate w wysokości ok. 3% i to bez świadczenia usług marketingowych. W Shoperze take rate bez usług marketingowych to zaledwie ok. 1-1,1%

Obecnie Shoper nie ma potencjalnych celów akwizycyjnych, jednak powinien istotnie skorzystać na przejęciu przez głównego akcjonariusza tj. Grupę cyber\_Folks bardzo popularnego w Europie rozwiązania open-source: PrestaShop. Produktem Shopera, który powinien najszybciej skorzystać jest Apilo, które na kilka miesięcy przed ogłoszeniem transakcji było już przygotowywane do wejścia na jego marketplace. W dłuższym terminie opcją jest też wykorzystanie innych obszarów rozwoju Shopera. Planem spółki jest również migrowanie klientów działających na PrestaShop (ok. 20 tys. instalacji w Polsce) na Shopera. Nie oczekujemy tu jednak agresywnej polityki Grupy.

Nie oczekujemy istotnego negatywnego wpływu rewolucji AI na biznes i perspektywy rozwojowe Shopera. W naszej opinii, rewolucja AI może istotnie uderzyć w projekty SaaS mniejsze, w prostych zastosowaniach, a w duże złożone systemy, a takim jest Shoper, jedynie poprzez zmniejszenie jednej z barier wejścia tj. bariery w postaci posiadania dużych zespołów, wykwalifikowanych i dobrze opłacanych programistów.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	60,0 / 36,9	
Liczba akcji (mln)	28,1	
Kapitalizacja (mln PLN)	1 097	
EV (mln PLN)	1 071	
Free float (mln PLN)	495	
Średni obrót (mln PLN)	1,1	
Główny akcjonariusz	cyber_Folks S.A.	
% akcji, % głosów	49,9%; 49,9%	
	<b>1 m</b>	<b>3 m</b> <b>12 m</b>
Zmiana ceny	-7,4%	-27,8% 1,0%
Zmiana WIG	3,9%	4,3% 38,3%

**Seweryn Żołyniak, CFA**  
Doradca Inwestycyjny  
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV/EBITDA	ROE (%)
2025	218,0	54,2	75,2	53,3	43,1	1,53	2,29	3,18	25,47	12,28	2,6%	14,2	48,2%
2026p	246,1	67,0	90,1	67,1	54,3	1,93	2,75	4,05	20,20	9,62	3,1%	11,9	47,6%
2027p	291,5	90,7	114,6	91,4	74,1	2,63	3,48	4,93	14,81	7,91	5,0%	9,3	53,4%
2028p	344,3	117,1	143,1	118,5	96,0	3,41	4,34	5,89	11,43	6,62	6,8%	9,3	58,0%

p - prognozy skonsolidowane BM Banku Millennium, r/mn PLN

\* - cena rynkowa z dnia 07.04.2026 r., godz. 17:00

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dane dotyczące powiązań Banku Millennium S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe wymagane informacje umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

## Kluczowe wnioski

- ❑ Shoper osiągnął w 4Q'25 dość niską dynamikę wzrostu GMV w wysokości +7,7% r/r. Allegro w 4Q'25 w Polsce odnotowało wzrost GMV wyższy o 0,9 p.p. od dynamiki sklepów Shopera. Dynamika GMV w całym 2H'25 była nieco niższa od naszych założeń z poprzedniej rekomendacji (9% r/r vs. zakładane przez nas 10% r/r we wrześniu 2025).
- ❑ Take rate w 2H'25 był pod negatywnym wpływem zmniejszania nacisku na sprzedaż usług SEO, co jednak wygenerowało również oszczędności kosztowe. W połączeniu z restrukturyzacją zatrudnienia na stanowiskach korporacyjnych oraz ze zmniejszeniem pensji zarządu, Shoper w 2H'25 zredukował koszty wynagrodzeń o 18,8% r/r. Zatrudnienie w spółce spadło z 353 osób na koniec 2024 r. do 331 na koniec 2025 r. W 1H'26 zakładamy płaską dynamikę take rate i niewielki spadek wynagrodzeń ze względu na wysoką bazę. W 2H'26 baza wynikowa będzie już niższa w związku z czym spółka powinna powrócić do pozytywnej dynamiki take rate i wzrostu kosztów wynagrodzeń.
- ❑ W lutym Shoper przeprowadził podwyżkę abonamentów o 20%. Według zarządu reakcja merchantów była neutralna, a Shoper pozostaje jednym z najtańszych rozwiązań na rynku. Wzrost abonamentów przełoży się na wzrost przychodów segmentu abonamenty stopniowo w okresie 5-6 kwartałów. Szacujemy wpływ podwyżki na take rate w wysokości ok. +0,08 p.p.
- ❑ Zakładamy dalszy wzrost take rate również dzięki coraz większemu wykorzystaniu segmentu rozwiązań - płatności, logistyki i Apilo. Shopify będący najbliższym peersem zagranicznym dla Shopera generuje take rate w wysokości 3% i to bez świadczenia usług marketingowych. W Shoperze take rate bez usług marketingowych to ok. 1%.
- ❑ Spółka jest obecnie skupiona na rozwoju produktu - wprowadzane są nowe, darmowe szablony sklepów, udostępniono użytkownikom możliwość integracji z nowym kanałem sprzedaży od InPost, uruchomiono Shoper ONE – jeden system logowania dla klientów na wszystkie sklepy działające na Shoperze. Równocześnie budowany jest asystent sprzedawcy AI, który obecnie jest w fazie testów. Oczekujemy jego pełnego wdrożenia w bieżącym roku. Tworzone jest również rozwiązanie analogiczne do robo\_Folk, tj. asystent AI, który mógłby wprowadzać w sklepie techniczne zmiany, w tym wymagające specjalistycznej wiedzy IT.
- ❑ Istotnego pozytywnego wpływu budowanych rozwiązań na biznes Shopera oczekujemy w latach 2027-2028. Wraz z rozwojem produktu przyspieszyć powinno pozyskiwanie klientów, zmniejszyć powinien się churn, poprawiać powinna się monetyzacja. Wraz z rosnącymi przychodami spółka powinna doświadczać pozytywnego wpływu dźwigni operacyjnej, typowej dla biznesów SaaSowych.
- ❑ Obecnie Shoper nie ma potencjalnych celów akwizycyjnych. Grupa cyber\_Folks jest silnie skupiona operacyjnie na przejętym niedawno PrestaShop i Syliusie i organizacyjnie kolejne przejęcie byłoby problematyczne. Shoper powinien jednak skorzystać na wejściu w skład Grupy nowych rozwiązań open-source. Produktem Shopera, który powinien najszybciej skorzystać jest Apilo, które na kilka miesięcy przed ogłoszeniem transakcji było już przygotowywane do wejścia na marketplace'y nowych platform. Według zarządu, w dłuższym terminie opcją jest też wykorzystanie innych obszarów rozwoju Shopera: rozwijanych obecnie rozwiązań AI, analizy danych, kampanii reklamowych, automatyzacji marketingu. Planem spółki jest również migrowanie klientów działających na PrestaShop (ok. 20 tys. instalacji w Polsce) na Shopera. Nie oczekujemy tu jednak agresywnej polityki Grupy.
- ❑ Dynamiczny wzrost Apilo nie zatrzymuje się. Dzięki wejściu na marketplace PrestaShop i przetłumaczeniu aplikacji na nowe wersje językowe, Apilo ma szansę na dalszy dynamiczny wzrost GMV w najbliższych kwartałach, przy dalszej dobrej dynamice organicznego wzrostu w Polsce. W grudniu Apilo dokonało podwyżki cennika. Take rate rozwiązania jest bardzo niski - ok. 0,1-0,15%, jednak ma istotny potencjał dalszego wzrostu monetyzacji. Póki co priorytetem spółki pozostaje jednak wzrost.

## Wycena

Wycenę Shopera przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodą porównawczą.

Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 1 582 mln PLN, czyli 56,2 PLN na akcję. Z kolei przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 1 098 mln PLN (39,0 PLN na akcję). Zastosowaliśmy wagi odpowiednio 75% i 25%. Wycenie porównawczej przypisaliśmy niższą wagę ze względu na brak szerokiej grupy spółek porównawczych o zbliżonym profilu i działających w tym samym regionie geograficznym.

Ostatecznie uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 1 461 mln PLN, czyli 51,9 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną zmieniamy rekomendację dla Shopera z „akumuluj” do „kupuj”.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga
Wycena DCF	1 582	56,2	75%
Wycena porównawcza	1 098	39,0	25%
<b>Wycena</b>	<b>1 461</b>	<b>51,9</b>	

Źródło: BM Banku Millennium

## Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy jedną polską oraz dwanaście zagranicznych spółek, które działają w segmencie e-commerce. Siedem z nich to spółki oferujące rozwiązania w modelu SaaS, umożliwiające budowę własnego sklepu internetowego lub wspierające sprzedaż online. Pozostałych pięć to marketplace'y. W wycenie posłużyliśmy się wskaźnikiem P/E oraz EV/EBITDA.

Spółka	Ticker	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
			2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Shopify	SHOP	Kanada	63,5	49,1	35,5	55,4	42,5	30,7
Commerce	CMRC	USA	7,2	6,4	6,0	5,6	5,2	4,9
Wix.com	WIX	Izrael	12,1	9,7	8,3	11,6	9,6	7,3
SPS Commerce	SPSC	USA	13,0	11,5	9,9	7,8	6,9	6,0
VTEX	VTEX	UK	21,5	16,6	16,2	10,5	8,8	7,5
Salesforce	CRM	USA	15,5	13,9	12,3	10,1	9,5	8,7
Hubspot	HUB	USA	18,3	14,9	12,5	12,0	9,8	9,0
Servicenow	NOW	USA	24,1	20,0	16,7	16,5	13,7	11,6
Alibaba	BABA	Hong Kong	23,3	15,3	11,5	11,7	8,4	6,3
Amazon	AMZN	USA	23,4	19,7	16,6	11,2	9,1	7,5
Ebay	EBAY	USA	15,9	14,4	13,1	12,8	11,8	11,3
Mercadolibre	MELI	Urugwaj	34,1	24,6	17,7	19,1	14,3	10,9
Allegro	ALE	Polska	13,7	11,2	8,8	7,8	7,0	6,1
Mediana			18,3	14,9	12,5	11,6	9,5	7,5
Shoper zysk netto (mln PLN)			54,3	74,1	96,0			
Shoper EBITDA (mln PLN)						90,1	114,6	143,1
Wycena Shopera na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			994,6	1 104,0	1 198,4	1 068,4	1 120,4	1 104,2
Wycena			1 098,3					
Liczba akcji (mln)			28,1					
<b>Wycena na 1 akcję</b>			<b>39,0</b>					

Źródło: Bloomberg

Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2026-04-07 17:00

## Wycena DCF

(mln PLN)	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p	>2036p
Przychody	246,1	291,5	344,3	392,3	436,0	473,2	501,5	524,8	542,1	560,0	
EBIT*	66,4	90,1	116,4	139,6	159,7	176,0	186,7	195,0	200,0	205,4	
Stopa podatkowa (T)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
EBIT* x (1-T)	53,8	73,0	94,3	113,1	129,3	142,6	151,2	157,9	162,0	166,4	
Amortyzacja**	16,5	16,9	18,5	20,3	22,2	24,2	26,3	28,2	30,0	31,7	
NOPAT	70,3	89,9	112,8	133,4	151,6	166,8	177,5	186,1	192,1	198,1	
Zmiana w kapitale obrotowy m	4,9	7,1	8,1	7,3	6,6	5,6	4,3	3,5	3,5	3,5	
CAPEX	-26,5	-23,0	-29,1	-27,6	-30,0	-32,2	-34,1	-35,7	-36,8	-38,1	
FCFF	48,7	74,0	91,9	113,1	128,2	140,3	147,7	154,0	158,7	163,5	
zmiana FCF		51,9%	24,2%	23,1%	13,4%	9,4%	5,3%	4,3%	3,1%	3,0%	3,0%
Dług / Kapitał	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stopa wolna od ryzyka	3,7%	4,3%	4,5%	4,7%	4,9%	4,9%	5,1%	5,2%	5,4%	5,5%	5,5%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	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
Koszt długu	5,7%	6,3%	6,5%	6,7%	6,9%	6,9%	7,1%	7,2%	7,4%	7,5%	7,5%
Koszt kapitału własnego	8,7%	9,3%	9,5%	9,7%	9,9%	9,9%	10,1%	10,2%	10,4%	10,5%	10,5%
WACC	8,7%	9,3%	9,5%	9,7%	9,9%	9,9%	10,1%	10,2%	10,4%	10,5%	10,5%
PV (FCF)	45,8	63,4	71,8	80,1	82,1	81,8	77,3	72,5	67,1	62,1	852,3
Wartość DCF (mln PLN)	1556,3										
(Dług) Gotówka netto	26,0										
Wycena (mln PLN)	1582,3										
Liczba akcji (mln)	28,1										
<b>Wycena 1 akcji</b>	<b>56,2</b>										

Źródło: BM Banku Millennium

\* - w DCF EBIT pomniejszony o koszty finansowe z tyt. leasingu (wpływ MSSF16)

\*\* - amortyzacja z wyłączeniem amortyzacji praw do użytkowania (wpływ MSSF16)

### Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników na 10 lat tj. okres 2026 – 2035
- ❑ do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- ❑ długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,5%
- ❑ premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- ❑ współczynnik beta na poziomie 1,0
- ❑ stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2035 na poziomie 3%
- ❑ efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%

Ze względu na duży wpływ rezydualnej stopy wzrostu, rezydualnej stopy wolnej od ryzyka oraz założonego poziomu współczynnika beta na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

### Wrażliwość wyceny na przyjęte założenia

cena w PLN		wzrost rezydualny				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Stopa RF rezydualna	4,5%	55,9	58,2	60,9	64,0	67,7
	5,0%	54,1	56,1	58,4	61,1	64,2
	5,5%	52,4	54,2	56,2	58,6	61,2
	6,0%	50,9	52,5	54,3	56,4	58,7
	6,5%	49,6	51,1	52,7	54,5	56,5
	Beta nielewarowana	0,8	60,0	62,5	65,4	68,8
	1,0	52,4	54,2	56,2	58,6	61,2
	1,2	46,5	47,8	49,3	50,9	52,8

Źródło: BM Banku Millennium

## Wyniki 4Q'25

### Skonsolidowane wyniki kwartalne Shoper

	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	zmiana r/r
<b>GMV sklepów</b>	<b>2 624</b>	<b>2 464</b>	<b>2 640</b>	<b>2 613</b>	<b>3 026</b>	<b>2 727</b>	<b>2 901</b>	<b>2 891</b>	<b>3 258</b>	<b>7,7%</b>
Take rate sklepów	1,66%	1,79%	1,75%	1,81%	1,81%	1,90%	1,85%	1,83%	1,83%	+0,02 p.p.
<b>GMV omnichannel</b>	<b>2 981</b>	<b>3 105</b>	<b>3 480</b>	<b>3 569</b>	<b>4 318</b>	<b>4 118</b>	<b>4 899</b>	<b>5 519</b>	<b>6 490</b>	<b>50,3%</b>
Take rate omnichannel	1,46%	1,42%	1,32%	1,33%	1,28%	1,26%	1,10%	0,96%	0,92%	-0,36 p.p.
<b>GMV pozostałe</b>	<b>357</b>	<b>641</b>	<b>840</b>	<b>956</b>	<b>1 292</b>	<b>1 391</b>	<b>1 998</b>	<b>2 628</b>	<b>3 232</b>	<b>150,2%</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>43,6</b>	<b>44,2</b>	<b>46,1</b>	<b>47,4</b>	<b>54,7</b>	<b>51,7</b>	<b>53,7</b>	<b>52,9</b>	<b>59,7</b>	<b>9,1%</b>
Abonamenty	9,2	9,8	10,3	10,6	11,1	11,2	11,2	11,3	11,4	2,8%
Rozwiązania	34,4	34,4	35,8	36,8	44,1	40,6	42,5	41,6	48,3	9,6%
Koszty działalności operacyjnej	-33,5	-34,1	-35,2	-36,8	-40,1	-38,9	-40,6	-39,8	-42,9	6,9%
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,7	-0,3	-1,3	-0,1	0,0	-104,1%
<b>Zysk z działalności operacyjnej (EBIT)</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>	<b>10,6</b>	<b>10,2</b>	<b>13,9</b>	<b>12,5</b>	<b>11,8</b>	<b>13,1</b>	<b>16,8</b>	<b>21,5%</b>
Marża EBIT	22,8%	22,5%	22,9%	21,5%	25,3%	24,2%	21,9%	24,7%	28,2%	+2,9 p.p.
<b>EBITDA</b>	<b>13,7</b>	<b>13,7</b>	<b>14,6</b>	<b>14,3</b>	<b>18,3</b>	<b>17,4</b>	<b>17,1</b>	<b>18,4</b>	<b>22,4</b>	<b>22,2%</b>
Marża EBITDA	31,4%	31,1%	31,7%	30,3%	33,5%	33,6%	31,9%	34,8%	37,5%	+4 p.p.
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>14,9</b>	<b>14,9</b>	<b>15,8</b>	<b>15,6</b>	<b>19,5</b>	<b>18,5</b>	<b>19,4</b>	<b>19,4</b>	<b>22,6</b>	<b>15,8%</b>
Marża EBITDA skorygowana	34,2%	33,8%	34,2%	32,8%	35,7%	35,8%	36,2%	36,7%	37,9%	+2,2 p.p.
<b>Zysk netto</b>	<b>8,9</b>	<b>7,8</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>13,6</b>	<b>9,8</b>	<b>9,3</b>	<b>10,4</b>	<b>13,6</b>	<b>0,0%</b>
Marża zysku netto	20,4%	17,6%	17,4%	16,6%	24,8%	19,0%	17,3%	19,7%	22,8%	-2 p.p.

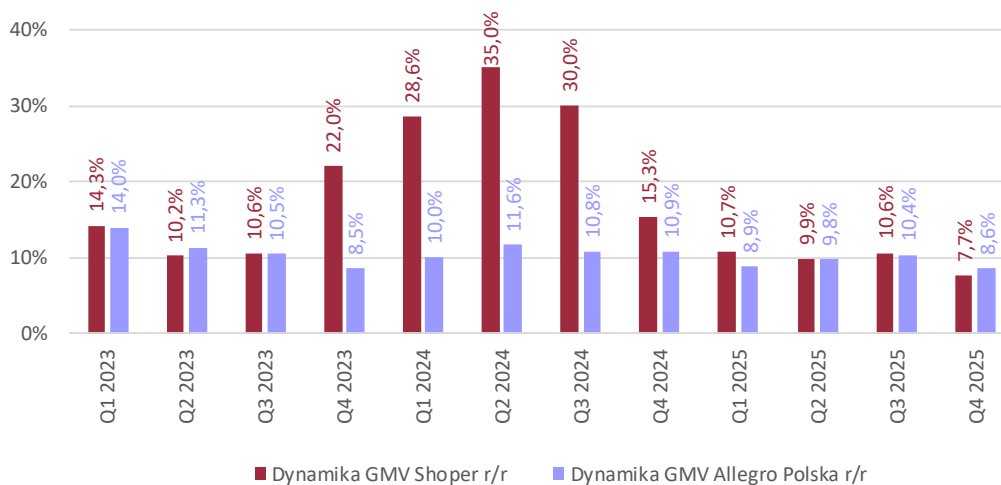
młn PLN

Źródło: Shoper, BM Banku Millennium

Wyniki Shopera za 4Q'25 były bliskie wstępnie zaraportowanym. Dynamika GMV sklepów w 4Q'25 ostatecznie wyniosła 7,7% r/r (vs. wstępnie zaraportowane i zaokrąglone: 8% r/r), a take rate sklepów wyniósł 1,83% (vs. wstępnie podane 1,84%). Ostatecznie zaraportowana EBITDA skorygowana i zysk netto były niższe od podanych wstępnie o 0,1 mln PLN (odpowiednio 22,6 mln PLN i 13,6 mln PLN).

Dynamika GMV w wysokości 7,7% r/r jest najniższa od wejścia spółki na GPW. Zarząd na konferencji tłumaczył to niskim wzrostem cen oraz ogólną słabością e-commerce w Polsce w 4Q'25. Odnotowujemy jednak fakt, że Allegro w 4Q'25 w Polsce odnotowało wzrost GMV w wysokości 8,6% r/r tj. wyższy o 0,9 p.p. od dynamiki sklepów Shopera. Spadek dynamiki GMV Allegro w Polsce w porównaniu do poprzedniego kwartału wyniósł 1,8 p.p. w porównaniu do spadku odnotowanego w Shoperze w wysokości 2,9 p.p.

### Dynamika GMV: Shoper vs. Allegro Polska



Źródło: Shoper, Allegro, BM Banku Millennium

w okresie Q4 2023- Q4 2024 dynamika Shoper pod wpływem przejścia klientów home.pl

W całym roku dynamika GMV sklepów Shopera wyniosła 9,6% r/r w porównaniu do dynamiki GMV Allegro w Polsce na poziomie 9,4% r/r.

Take rate sklepów wzrósł o 0,01 p.p. r/r do 1,83%, a take rate omnichannel spadł do 0,92% (-0,36 p.p. ze względu na niski take rate sprzedaży w innych kanałach, przy dynamicznym wzroście). Na poprawę take rate sklepów wpływa wzrost przychodów z usług dodatkowych i Apilo, jednak efekt ten jest niwelowany przez zmniejszenie nacisku na sprzedaż niskomarżowych usług SEO. Przychody segmentu abonentów wzrosły o 2,8% r/r, a niski wzrost wynika z braku wzrostu cennika i wolnego pozyskiwania nowych klientów. Przychody segmentu rozwiązań wzrosły o 9,6% r/r, a wzrost był ciągnięty przez wzrost przychodów z płatności, logistyki i Apilo.

Spółka kontynuowała poprawę marży skorygowanej EBITDA, która wyniosła 37,9%, a sam wynik wzrósł o 15,8% do 22,6 mln PLN. Zysk netto nie zmienił się w ujęciu r/r i wyniósł 13,6 mln PLN. Brak wzrostu zysku wynikał z zawyżonej bazy w 4Q'24 (w wyniku zmiany wyceny zobowiązań warunkowych z tytułu zakupu udziałów w Sempire i Apilo).

Po spowolnieniu wzrostu GMV w 4Q'25 Zarząd widzi odbicie w styczniu i lutym z dynamiką kilkunastoprocentową r/r. Zarząd na konferencji po 4Q'25 nie chciał jednak deklarować, czy taki trend się utrzyma.

## Podwyżka abonentów Shoper

W lutym Shoper przeprowadził podwyżkę abonentów o 20%. Według zarządu reakcja merchantów była neutralna, a Shoper pozostaje jednym z najtańszych rozwiązań na rynku.

Wzrost abonentów przełożył się na wzrost przychodów segmentu abonentów stopniowo w okresie 5-6 kwartałów. Większość klientów Shopera wykupuje abonamenty z góry na 1 rok, choć jest możliwość wykupienia abonamentu również na 2 lata.

Przy 45,0 mln PLN przychodów segmentu abonentów w 2025 r., 20% wzrost daje wzrost przychodów segmentu o ok. 9 mln PLN, a więc wpływ na take rate w wysokości ok. +0,08 p.p.

## Skupienie na rozwoju platformy Shoper

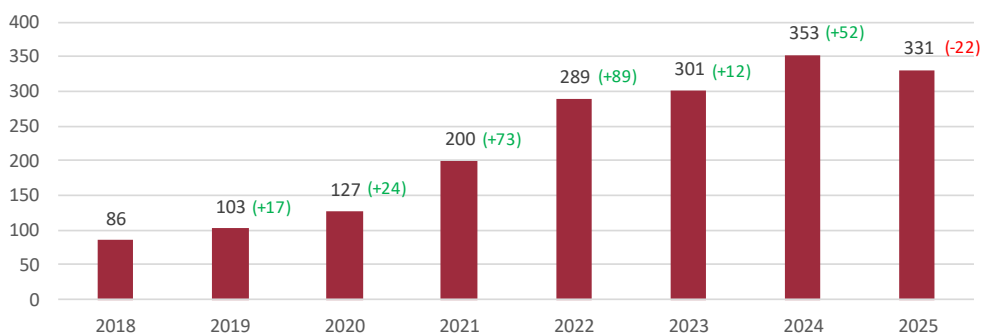
### Zmniejszenie nacisku na sprzedaż usług SEO

Po przejęciu Shopera przez cyber\_Folks nowy zarząd zapowiedział większe skupienie na rozwoju technologicznej strony biznesu tj. rozwój produktu Shoper i Apilo, a zmniejszenie nacisku na sprzedaż niskomarżowych usług SEO. Po roku od transakcji można potwierdzić, że zapowiedziany kierunek jest realizowany.

Efektom zmniejszenia nacisku na sprzedaż usług SEO jest słaba dynamika take rate w 2H'25 (niższe przychody z SEO), ale też restrukturyzacja zatrudnienia i spadek kosztów wynagrodzeń. Spółka zależna Sempire odpowiedzialna za usługi SEO rozwijana jest od połowy ubiegłego roku jako osobna usługa, bez pełnej integracji z Shoper. Znacznie mniejszy projekt Selium (doradztwo w zakresie prowadzenia sprzedaży na marketplace'ach) został natomiast w zamian za udział w przychodach przekazany do spółki Changelog wraz ze stroną internetową, marką i pracownikami.

Restrukturyzacja zatrudnienia objęła jednak nie tylko działy zajmujące się marketingiem, ale dotyczyła też zatrudnienia w obszarach korporacyjnych.

### Zatrudnienie w Grupie Shoper na koniec roku



Źródło: Shoper, BM Banku Millennium

Istotne zmniejszenie nacisku na sprzedaż usług SEO potwierdzają dane dotyczące zatrudnienia. Zatrudnienie w Grupie w ubiegłym roku spadło na koniec roku o 22 osoby. W jednostce dominującej tj. Shoper S.A. zatrudnienie spadło przy tym jedynie o 2 osoby - z 243 na koniec 2024 r. do 241 na koniec 2025. Zgodnie z danymi z KRS zatrudnienie w Apilo sp. z o.o. wzrosło natomiast z przeciętnie 16 osób w 2024 r. do przeciętnie 28 w 2025 r. Zredukowano zatem zatrudnienie w drugiej ze spółek zależnych tj. agencji marketingu internetowego Sempire (na Grupę Shoper składa się jednostka dominująca Shoper S.A. oraz spółki Apilo sp. z o.o. i Sempire Europe sp. z o.o.).

Zakładamy, że dynamika take rate sklepów będzie płaska w 1H'26 w efekcie zmniejszenia nacisku na sprzedaż usług SEO. Równocześnie nadal oczekujemy pozytywnego efektu w kosztach wynagrodzeń. W 2H'26 zakładamy powrót do pozytywnej dynamiki take rate sklepów oraz wzrostu wynagrodzeń ze względu na efekt niższej bazy.

### Rozwój funkcjonalności platformy

Po przejściu przez cyber\_Folks, nowy zarząd zapowiadał nacisk przede wszystkim na technologiczny rozwój platformy tj. na nowe funkcjonalności, poprawienie doświadczenia pracy z platformą, rozwój App Store, rozwój cross-border czy nowych szablonów.

W trakcie 4Q'25 i 1Q'26 Shoper wprowadził 11 nowych, darmowych szablonów sklepów i prawdopodobnie wprowadzane będą kolejne. Stworzona została nowa platforma analityczna dla merchantów, utworzony został dział Big Data budujący platformę analizy danych. Na konferencji po 3Q'25 przedstawiciele spółki zaprezentowali nowego asystenta sprzedawcy opartego na AI, który analizuje dane sklepu w czasie rzeczywistym i dostarcza sprzedawcom rekomendacje wspierające sprzedaż, marżowość i efektywność operacyjną. Asystent sam identyfikuje okazje wzrostu, wskazuje obszary wymagające optymalizacji i sugeruje działania marketingowe. Komunikacja z nim odbywa się w języku naturalnym. Docelowo asystent zostanie w pełni zintegrowany z panelem sklepu. Obecnie asystent jest w fazie testów z merchantami. Oczekujemy pełnego wdrożenia w bieżącym roku.

W Shoperze zaimplementowane ma zostać również rozwiązanie analogiczne do robo\_Folks, które w cyber\_Folks już dziś umożliwia w trybie konwersacyjnym nie tylko uzyskanie odpowiedzi dotyczącej usługi ale może też wprowadzać techniczne zmiany, w tym wymagające specjalistycznej wiedzy IT. W Shoperze rozwiązanie mogłoby więc prawdopodobnie wspomóc merchanta m.in. w konfiguracji sklepu.

### Wdrożenie Shoper ONE

W lutym Shoper sfinalizował wdrożenie Shoper ONE – systemu logowania (SSO), który umożliwia klientom zakupy w różnych sklepach działających na platformie przy użyciu jednego konta, bez konieczności każdorazowego zakładania nowego profilu dla różnych sklepów działających na Shoperze.

Usługa działa w modelu passwordless, opartym na jednorazowych kodach dostępu (OTP), co ogranicza ryzyka związane z przechowywaniem i zarządzaniem hasłami oraz upraszcza kwestie bezpieczeństwa po stronie platformy. Architektura rozwiązania umożliwia jednocześnie zagregowane zrozumienie zachowań użytkowników końcowych, przy zachowaniu niezależności sprzedawców oraz pełnej zgodności z obowiązującymi regulacjami.

Według założeń spółki, usługa powinna wspierać kluczowe wskaźniki e-commerce, takie jak konwersja, retencja i częstotliwość zakupów.

### Integracja z asystentem zakupowym AI od InPost

Shoper udostępnił użytkownikom możliwość integracji z nowym kanałem sprzedaży od InPost opartym na sztucznej inteligencji. Obecnie usługa jest w fazie testów, a szeroko ma zadebiutować w 2-3Q'26. Jak poinformowano, Shoper od połowy 2025 roku współpracował z zespołem InPost nad przygotowaniem infrastruktury, która umożliwi sprzedawcom szybkie wdrożenie nowej usługi. Integracja odbywać się będzie przez Apilo, a dokonać jej będą mogli wszyscy użytkownicy Apilo. Będzie to więc kolejny kanał sprzedaży w segmencie sprzedaży wielokanałowej obok Allegro, Amazona, eBay, OLX, Ceneo i innych.

## Wpływ na Shoper nabycia PrestaShop przez cyber\_Folks

18 lutego 2026 zamknięta została transakcja przejęcia PrestaShop przez cyber\_Pixel - spółkę zależną cyber\_Folks tj. głównego akcjonariusza Shopera. Cena za przejęty podmiot wyniosła 54 mln EUR. Do Grupy cyber\_Folks w zamian za 21% udziału w cyber\_Pixel wszedł również Sylius. Praca nad transakcją odbywała się od lipca 2025 r. Ostatecznie więc w skład Grupy cyber\_Folks weszły dwa nowe podmioty rozwijające rozwiązania open source dla e-commerce, które posiadają łącznie 240 tys. klientów, skupionych w Europie zachodniej (ok. 50%, głównie Francja, Hiszpania, Włochy), wschodniej (ok 20%), USA i Ameryce Łacińskiej. GMV (Gross Merchandise Value, wartość transakcji generowanych przez użytkowników) przejętych platform to ok. 29 mld EUR, a cyber\_Folks stał się jednym z największych europejskich podmiotów dostarczających narzędzi dla e-commerce.

Poza możliwością rozwoju biznesu PrestaShop i Sylius a jednym z głównych motywatorów do przejęcia było dla Grupy cyber\_Folks uzyskanie ogromnego rynku dla rozwiązań Grupy. Monetyzacja rozwiązań open source zachodzi głównie poprzez sprzedaż usług i produktów dookoła darmowego rdzenia open source (dodatki, subskrypcje, szablony, partnerstwa itd.). Planem jest promowanie wśród użytkowników PrestaShop i Sylius a dodatkowych, płatnych rozwiązań Grupy.

Produktem Shopera, który powinien najszybciej skorzystać z rozszerzenia Grupy cyber\_Folks jest Apilo, które na kilka miesięcy przed ogłoszeniem transakcji było już przygotowywane do wejścia na marketplace'y nowych platform. Produkt wydaje się mieć istotny potencjał sprzedaży na PrestaShop gdyż na platformie nie było do tej pory nie było podobnych rozwiązań.

Według zarządu, opcją jest też wykorzystanie innych obszarów rozwoju Shopera: rozwijanych obecnie rozwiązań AI, analizy danych, kampanii reklamowych, automatyzacji marketingu. Rozwój tych produktów w Shoperze odbywa się w sposób umożliwiający ich komercjalizację również poza Shoperem. Planem spółki jest również migrowanie klientów działających na PrestaShop (ok. 20 tys. instalacji w Polsce) na Shopera.

Przejęcie może też napędzić rozwój AppStore Shopera - nowe aplikacje tworzone przez zewnętrznych twórców będą mogły być wprowadzane równocześnie na wszystkie platformy cyber\_Folks (tj. Prestę, Sylius a i Shopera) co podwyższy opłacalność ich tworzenia. Wraz z przejęciem Presty i Sylius a, Cyber\_Folks, a wraz z nim Shoper, staje się dla wielu firm znacznie atrakcyjniejszym partnerem.

## Dynamiczny rozwój Apilo

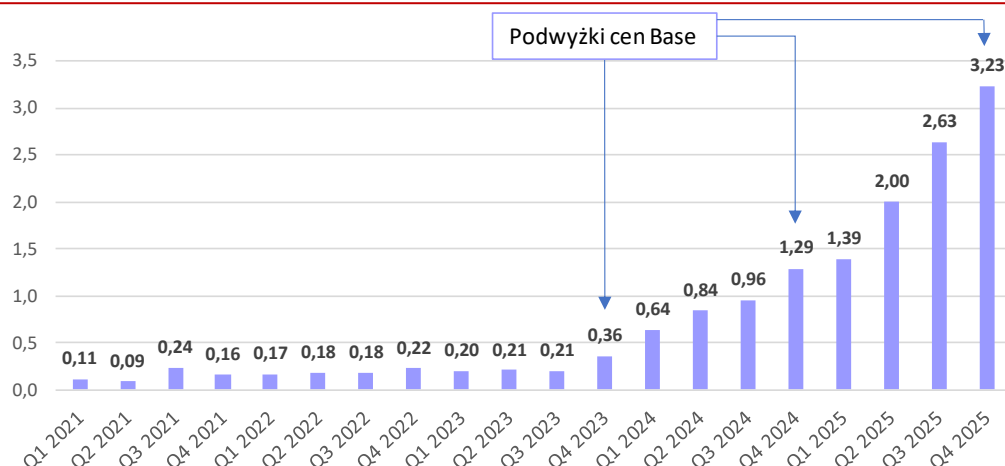
Dynamiczny wzrost Apilo nie zatrzymuje się. W 2H'25 dynamika GMV Apilo (+161% r/r) pomimo bardziej wymagającej bazy przyspieszyła w porównaniu z pierwszą połową roku (+129% r/r). Głównym powodem nagłego wybuchu popularności Apilo były duże podwyżki cen lidera rynku w tym segmencie tj. Base, które weszły w życie w grudniu 2023 r. i w grudniu 2024 r. Base kolejną podwyżkę wprowadził od stycznia 2026. Dzięki wejściu na marketplace PrestaShop i Sylius a i przetłumaczeniu aplikacji na nowe wersje językowe Apilo na ma szansę na dalszy dynamiczny wzrost GMV w najbliższych kwartałach, przy dalszej dobrej dynamice organicznego wzrostu w Polsce (choć zakładamy, że niższej niż w poprzednich kwartałach).

Apilo wyrosło w Polsce na silny numer 2 na rynku systemów OMS (Order Management System) po Base. Take Rate Apilo pozostaje przy tym bardzo niski tj. na poziomie ok. 0,10-0,15%, w porównaniu do take rate Base prawdopodobnie w okolicy 1%. Należy jednak przyznać, że Base jest rozwiązaniem bardziej zaawansowanym, o większej liczbie integracji.

Pakiet	cena przed podwyżką	cena po podwyżce	wzrost
Starter	29	29	0%
Basic	129	169	31%
Professional	249	349	40%
Advanced	499	699	40%

W grudniu Apilo dokonało podwyżki cennika. Nie zmieniła się cena miesięczna najniższego pakietu Starter (do 100 zamówień), o 31% wzrosła cena pakietu Basic (do 500) i 40% wzrosły ceny pakietów Professional (do 1500) i Advanced (do 10 tys.).

Źródło: Apilo, BM Banku Millennium

**GMV pozostałe platformy (mld PLN)**

Źródło: Shoper, BM Banku Millennium

Mimo to w dłuższym horyzoncie nadal widzimy istotny potencjał dalszego wzrostu monetyzacji. Póki co priorytetem spółki pozostaje jednak wzrost, w związku z czym zakładamy że w krótkim i średnim horyzoncie take rate pozostanie niski - na poziomie poniżej 0,2%.

Przychody Apilo wyniosły w 2025 roku 12,8 mln PLN, a EBITDA 5,5 mln PLN. Projekt pozostaje więc relatywnie mały w skali Grupy - przychody Apilo stanowiły w 2025 r. 5,9% przychodów Grupy Shoper, a EBITDA 7,3%. Dalszy wzrost GMV Apilo, a w dłuższym terminie również wskaźnika take rate, daje jednak w naszej opinii potencjał znacznego wzrostu udziału Apilo w wynikach Shopera.

Zatrudnienie Apilo wzrosło w 2025 r. do średnio 28 pracowników z 16 w roku poprzednim (przeciętne zatrudnienie w roku obrotowym według sprawozdania w KRS). W tej liczbie nie ma osób współpracujących na umowie B2B.

## Obecnie brak planów akwizycji

Po przejściu Shopera przez cyber\_Folks nowy zarząd informował o planach akwizycyjnych. Shoper, przy dobrych wynikach operacyjnych, nie posiada zadłużenia odsetkowego, dzięki czemu jego potencjał wydatków na przejścia według zarządu sięgał nawet kilkuset milionów złotych.

Obecnie spółka nie ma jednak potencjalnych celów akwizycyjnych. Grupa cyber\_Folks jest obecnie silnie skupiona operacyjnie na przejętym PrestaShop i organizacyjnie kolejne przejście byłoby problematyczne. Spółka nie wyklucza jednak transakcji jeśli pojawią się okazje.

Warto przypomnieć, że zarząd w przeszłości przyznawał, że właściwym miejscem dla SellIntegro w Grupie cyber\_Folks jest Shoper (obecnie w cyber\_Folks S.A.). Przejęcie SellIntegro przez Shopera, pozostaje więc cały czas możliwe.

## Zagrożenie ze strony AI

Wyceny spółek typu SaaS na świecie w ostatnich tygodniach znacząco ucierpiały ze względu na zagrożenie dla nich ze strony rozwoju AI, które umożliwia znaczne przyspieszenie procesu powstawania kodu oraz które mogłoby przejąć część pracy wykonywanej do tej pory przez klasyczny software. Rynek zaczął wyceniać, że rewolucja może po pierwsze osłabić klasyczny model licencyjny (klienci będą sobie sami tworzyć rozwiązania ze wsparciem AI lub przenosić pracę do AI), jak i doprowadzić do znacznego wzrostu konkurencji dla spółek SaaS ze względu na spadek bariery wejścia konkurentów.

AI nie jest i naszym zdaniem nie będzie w stanie stworzyć klientowi produktu analogicznego do produktu Shopera, gdyż przeciętny merchant potrzebuje rozbudowanego interfejsu, stabilności, aktualizacji, integracji, hostingu, zgodności z regulacjami i wielu innych. Shoper to cały ekosystem, który składa się nie tylko z software ale też zarządzania procesami, sieci partnerstw i integracji, które wymagają audytowanych procesów certyfikacji. Aplikacje zewnętrznych twórców,

które trafiają na AppStore wymagają weryfikacji. Przeciętny merchant, a w Shoperze to głównie małe i średnie sklepy, w naszej ocenie nie będzie nawet próbował stworzyć sklepu samodzielnie bo nie w tym leży istota jego biznesu. Od platformy sprzedażowej oczekuje on przede wszystkim stabilności i przewidywalności. Dzięki skali działalności i wielu lat na rynku, Shoper posiada ogromną ilość danych.

Revolucja AI może w naszej opinii istotnie uderzyć w projekty SaaS mniejsze, w prostych zastosowaniach, a w duże złożone systemy, a takim jest Shoper, jedynie poprzez zmniejszenie jednej z barier wejścia tj. bariery w posiadania rozbudowanych zespołów, wykwalifikowanych i dobrze opłacanych programistów.

Jest to więc pewne zagrożenie dla Shopera, choć przyznajemy, że sam kod jest tylko jedną z wielu barier. W związku z tym, w naszej opinii, potencjalna nowa konkurencja, która może powstać w średnim i długim terminie, ma potencjał zdobywania klientów jedynie wśród nowo wchodzących na rynek merchantów, a w dodatku przede wszystkim tych najmniejszych. Ewentualny negatywny wpływ rewolucji w kodowaniu będzie rozciągnięty w czasie oraz w naszej opinii nie powinien być dla Shopera istotny.

Obecna pozycja Shopera jako dostawcy platformy jest dla obecnych klientów ciężka do podważenia, gdyż potencjalne koszty migracji są bardzo wysokie, a sklepy które są poważnymi biznesami nie będą rozważać migracji do rozwiązań niesprawdzonych, tym bardziej że dzisiejsza cena Shopera nie jest wygórowana. Do tego, Shoper korzysta i w naszej ocenie będzie korzystać z wyrobionej na rynku marki i pozycji.

## Pozostałe wydarzenia

### Rozszerzenie zarządu

W 4Q'25 skład do dwuosobowego dotychczas zarządu Shopera w składzie Jakub Dwernicki i Robert Stasik (będący członkami Zarządu również w cyber\_Folks) dołączyli Patryk Pawlikowski oraz Paweł Lewkowicz. Obaj nowi członkowie Zarządu dołączyli do Shopera w 2025 roku, po przejęciu spółki przez cyber\_Folks. W naszej ocenie życiorys i role nowych członków zarządu, potwierdzają skupienie się spółki na rozwoju produktowym.

Patryk Pawlikowski, który objął stanowisko CPO (Chief Product Officer), jest ekspertem w dziedzinie e-commerce, płatności cyfrowych oraz rozwoju produktów cyfrowych. W latach 2009-2019 pełnił on funkcję Prezesa zarządu Shoplo (które w 2021 r. zostało przejęte przez Shopera), w latach 2019-2022 odpowiadał za rozwój e-commerce w SumUp GmbH (dostawca terminali płatniczych i rozwiązań fintech), a w latach 2022-2025 odpowiadał za globalną strategię płatności oraz skalowanie rozwiązań FinTech w Docplanner Group.

Paweł Lewkowicz objął stanowisko CRO (Chief Revenue Officer). Jest ekspertem w dziedzinie e-commerce, rozwoju produktów cyfrowych oraz strategii omnichannel. W latach 2014-2021 odpowiadał za skalowanie biznesu, marketing i rozwój produktów w Grupie Domodi. W latach 2021-2022 odpowiadał za strategię wzrostu marketplace'u, roadmapę produktową oraz optymalizację lejków sprzedażowych w LokalnyRolnik.pl. W latach 2022-2025 związany był z Modivo, gdzie odpowiadał z kreowanie wizji produktowej, rozwój technologiczny aplikacji mobilnych oraz wdrażanie rozwiązań z zakresu sztucznej inteligencji.

### Program motywacyjny

Shoper pracuje nad wprowadzeniem nowego programu motywacyjnego, jednak póki co zarząd nie chciał mówić o jego szczegółach.

Zakładamy, że podobnie do programów obowiązujących w cyber\_Folks i Vercom, program będzie oparty o cele wynikowe. W cyber\_Folks program ustanowiono na lata 2023-2027 i przy spełnieniu celów wynikowych (cel EBITDA w każdym roku programu) przewiduje możliwość przyznania uprawnionym akcji stanowiących łącznie 1,11% kapitału zakładowego. W Vercom program obowiązuje w latach 2025-2028 i oparty jest również o cele EBITDA dla każdego roku. Przewiduje możliwość przyznania uprawnionym akcji stanowiących łącznie 0,9% kapitału zakładowego.

## Potencjalne połączenie cyber\_Folks i Shopera

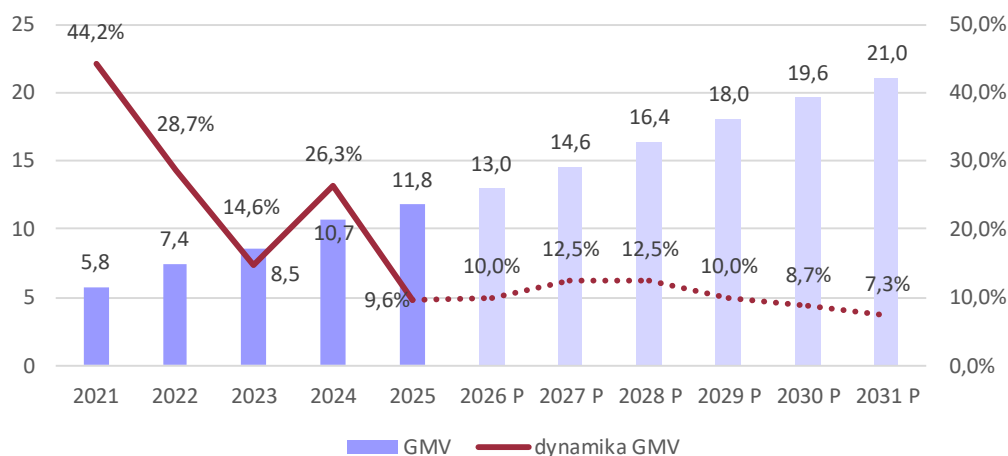
W grudniu zarząd przyznał, że grupa jest na wczesnym etapie analizy połączenia cyber\_Folks i Shopera. Oznaczałoby to konieczność skupienia z GPW 50,1% akcji Shopera, które dziś nie należą do cyber\_Folks.

Prawdopodobnie podstawową możliwością sfinansowania transakcji byłaby emisja akcji przez cyber\_Folks. Jak przyznał w wywiadzie Jakub Dwernicki (wspólny Prezes cyber\_Folks i Shopera) taka opcja jest jednak problematyczna ze względu na otwarcie się na ryzyko wrogich przejęć (spadłby udział założycieli spadłby poniżej 40%). Finansowanie długiem prawdopodobnie nie byłoby obecnie możliwe ze względu na zbyt istotną wartość transakcji.

## Nasze założenia na kolejne okresy

- Shoper zdecydował o zmniejszeniu nacisku na sprzedaż niskomargowych usług SEO w połowie 2025 r. Skutkiem tego ruchu była niska dynamika wzrostu take rate w 2H'25 i zmniejszenie kosztów segmentu co widoczne było w niskiej dynamice kosztów wynagrodzeń. Na zmniejszenie wynagrodzeń wpływ miała również restrukturyzacja na stanowiskach korporacyjnych i zmniejszenie pensji zarządu. W 1H'26 zakładamy płaską dynamikę wzrostu take rate r/r (w 1Q'26 możliwy spadek r/r) przy kontynuacji redukcji kosztów wynagrodzeń w ujęciu r/r. Od 3Q'25 zakładamy przyspieszenie dynamiki r/r zarówno take rate, jak i wynagrodzeń.
- Na konferencji po 4Q'25 zarząd Shopera podzielił się informacją, że skumulowany wzrost GMV w styczniu i lutym wyniósł powyżej 10%. Zarząd na początku roku widzi pozytywne trendy w e-commerce. Założenie numeru 1 w Polskim e-commerce tj. Allegro dla wzrostu GMV w Polsce w 2026 r. to 9-11%. Podobną dynamikę w 2026 r. zakładamy dla Shopera (10%).

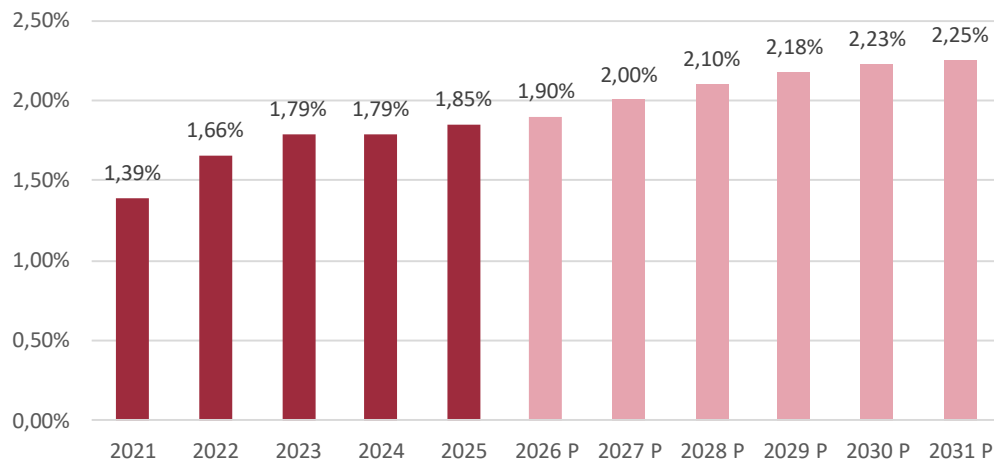
## GMV (mld PLN) i dynamika GMV



Źródło: Shoper, BM Banku Millennium

- W latach 2027-2028 zakładamy przyspieszenie dynamiki GMV Shopera do 12,5% rocznie przy rosnącym take rate i marży EBITDA. Zakładamy, że duża liczba inicjatyw produktowych, synergie w Grupie, wzrost wykorzystania rozwiązań płatniczych, logistycznych oraz rozwój Apilo powinny przełożyć się na solidny wzrost, przy poprawiających się marżach. Wraz z rozwojem produktu przyspieszyć powinno pozyskiwanie klientów, zmniejszyć powinien się churn, poprawiać powinna się monetyzacja. Z rosnącymi przychodami spółka powinna doświadczać pozytywnego wpływu dźwigni operacyjnej, typowej dla biznesów SaaSowych.

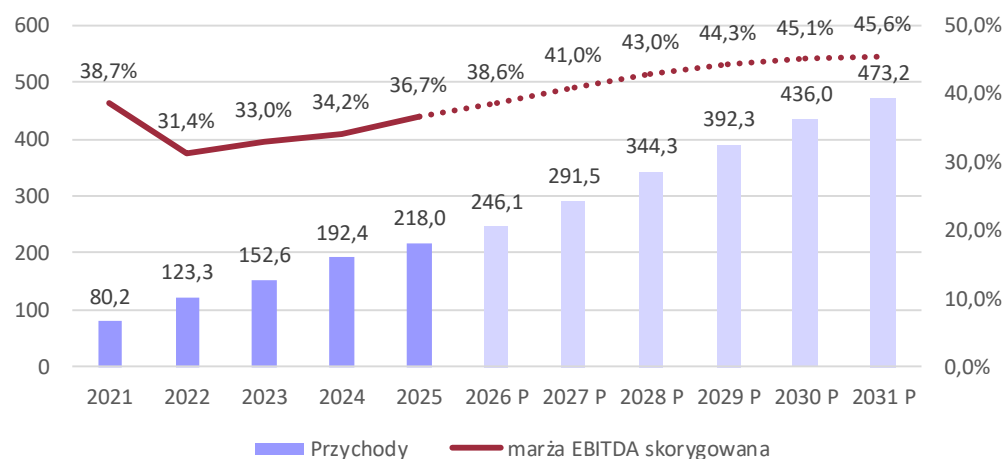
## Take rate sklepów Shoper



Źródło: Shoper, BM Banku Millennium

- Shopify będący najbliższym peersem zagranicznym dla Shopera generuje take rate w wysokości 3% i to bez świadczenia usług marketingowych, choć z własną bramką płatniczą. W Shoperze take rate bez usług marketingowych to ok. 1%. Pokazuje to, że Shoper ma w długim terminie istotny potencjał do zwiększania monetyzacji. Nie zakładamy jednak dościa do poziomu Shopify. Zakładamy, że Shoper pozostanie rozwiązaniem mniej zaawansowanym, w związku z czym poziom monetyzacji pozostanie niższy.
- Poprawa take rate w kolejnych latach będzie zachodzić zarówno dzięki wyższej sprzedaży segmentu rozwiązań, jak i dzięki podwyżce abonamentów. Ostatnia z podwyżek (+20%) miała miejsce w lutym bieżącego roku. Podwyżka powinna zwiększyć przychody segmentu abonamentów o ok. 9 mln PLN rocznie po pełnym zrolowaniu umów co będzie zachodzić stopniowo przez ok. 5-6 kwartałów. Jej wpływ na take rate to ok. +0,08 p.p.

## Przychody i marża skorygowanej EBITDA



Źródło: Shoper, BM Banku Millennium

**Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku**

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
<b>przychody ze sprzedaży</b>	<b>152,6</b>	<b>192,4</b>	<b>218,0</b>	<b>246,1</b>	<b>291,5</b>	<b>344,3</b>	<b>392,3</b>	<b>436,0</b>
koszty działalności operacyjnej	-120,7	-146,2	-162,1	-177,7	-199,1	-225,2	-249,7	-273,1
amortyzacja	-13,9	-16,4	-21,0	-23,0	-23,9	-26,0	-28,4	-30,9
<b>EBIT</b>	<b>31,4</b>	<b>44,6</b>	<b>54,2</b>	<b>67,0</b>	<b>90,7</b>	<b>117,1</b>	<b>140,3</b>	<b>160,4</b>
marża EBIT	20,6%	23,2%	24,9%	27,2%	31,1%	34,0%	35,8%	36,8%
<b>EBITDA</b>	<b>45,3</b>	<b>61,0</b>	<b>75,2</b>	<b>90,1</b>	<b>114,6</b>	<b>143,1</b>	<b>168,7</b>	<b>191,3</b>
marża EBITDA	29,7%	31,7%	34,5%	36,6%	39,3%	41,6%	43,0%	43,9%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>50,4</b>	<b>65,8</b>	<b>80,0</b>	<b>94,9</b>	<b>119,5</b>	<b>148,2</b>	<b>173,8</b>	<b>196,6</b>
marża EBITDA skorygowana	33,0%	34,2%	36,7%	38,6%	41,0%	43,0%	44,3%	45,1%
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>30,7</b>	<b>46,6</b>	<b>53,3</b>	<b>67,1</b>	<b>91,4</b>	<b>118,5</b>	<b>142,1</b>	<b>162,5</b>
podatek dochodowy	-4,8	-9,4	-10,2	-12,7	-17,4	-22,5	-27,0	-30,9
<b>zysk netto</b>	<b>25,9</b>	<b>37,2</b>	<b>43,1</b>	<b>54,3</b>	<b>74,1</b>	<b>96,0</b>	<b>115,1</b>	<b>131,6</b>
marża zysku netto	17,0%	19,3%	19,8%	22,1%	25,4%	27,9%	29,3%	30,2%
liczba akcji zwykłych (mln)	<b>28,1</b>	<b>28,1</b>	<b>28,1</b>	<b>28,1</b>	<b>28,1</b>	<b>28,1</b>	<b>28,1</b>	<b>28,1</b>
EPS	0,92	1,32	1,53	1,93	2,63	3,41	4,09	4,68

Źródło: Shoper, prognozy BM Banku Millennium

**Skonsolidowane sprawozdanie z sytuacji finansowej**

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>97,2</b>	<b>99,8</b>	<b>103,7</b>	<b>112,8</b>	<b>120,5</b>	<b>128,8</b>	<b>137,9</b>	<b>147,7</b>
rzeczowe aktywa trwałe i w wartości niematerialne	70,2	72,2	75,6	84,7	92,4	100,7	109,9	119,6
pozostałe	27,1	27,6	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>29,9</b>	<b>54,4</b>	<b>63,2</b>	<b>85,2</b>	<b>114,5</b>	<b>143,1</b>	<b>170,8</b>	<b>194,6</b>
należności z tyt. dostaw i usług i pozostałe	10,2	14,3	12,8	14,8	17,5	20,7	23,5	26,2
środki pieniężne i ich ekwiwalenty	17,2	37,2	47,8	67,5	93,5	118,3	142,6	163,3
pozostałe	2,5	2,9	2,6	2,9	3,5	4,1	4,7	5,2
<b>aktywa razem</b>	<b>127,2</b>	<b>154,2</b>	<b>166,9</b>	<b>198,0</b>	<b>235,0</b>	<b>271,9</b>	<b>308,8</b>	<b>342,4</b>
<b>kapitał własny</b>	<b>55,1</b>	<b>72,8</b>	<b>89,4</b>	<b>114,0</b>	<b>138,7</b>	<b>165,7</b>	<b>189,9</b>	<b>211,7</b>
<b>zobowiązania i rezerwy</b>								
zobowiązania długoterminowe	35,4	21,4	22,1	24,0	22,1	23,7	25,4	27,1
zobowiązania z tytułu leasingu	14,8	13,8	15,8	17,0	18,1	19,4	20,8	22,2
pozostałe	20,6	7,7	6,3	7,0	4,0	4,3	4,6	4,9
zobowiązania krótkoterminowe	36,2	59,9	55,4	60,0	74,2	82,5	93,5	103,6
zobowiązania z tytułu leasingu	4,3	4,7	5,9	6,4	6,8	7,3	7,8	8,3
kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	12,7	15,5	16,6	18,7	22,2	26,2	29,8	33,1
pozostałe	19,2	39,7	32,9	34,9	45,2	49,1	55,9	62,1
<b>pasywa razem</b>	<b>127,2</b>	<b>154,2</b>	<b>166,9</b>	<b>198,0</b>	<b>235,0</b>	<b>271,9</b>	<b>308,8</b>	<b>342,4</b>
BVPS	2,0	2,6	3,2	4,1	4,9	5,9	6,8	7,5
Dług / (gotówka) netto	1,9	-18,7	-26,0	-44,2	-68,6	-91,7	-114,1	-132,7

Źródło: Shoper, prognozy BM Banku Millennium

**Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych**

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
Zysk przed opodatkowaniem	30,7	46,6	53,3	67,1	91,4	118,5	142,1	162,5
amortyzacja	13,9	16,4	21,4	23,0	23,9	26,0	28,4	30,9
zmiana kapitału obrotowego	5,6	0,2	5,4	4,9	7,1	8,1	7,3	6,6
<b>przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>45,8</b>	<b>60,6</b>	<b>75,8</b>	<b>87,9</b>	<b>110,9</b>	<b>136,1</b>	<b>156,6</b>	<b>175,2</b>
nabycie WNIP oraz aktywów rzeczowych	-11,7	-14,5	-15,4	-24,0	-23,0	-25,1	-27,6	-30,0
pozostałe	-4,6	-2,4	-14,6	-2,5	0,0	-4,0	0,0	0,0
<b>przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-16,3</b>	<b>-16,9</b>	<b>-30,0</b>	<b>-26,5</b>	<b>-23,0</b>	<b>-29,1</b>	<b>-27,6</b>	<b>-30,0</b>
dywidendy	-12,9	-18,9	-29,0	-34,5	-54,3	-74,1	-96,0	-115,1
pozostałe	-11,1	-4,9	-6,2	-7,2	-7,6	-8,2	-8,8	-9,4
<b>przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-24,1</b>	<b>-23,7</b>	<b>-35,2</b>	<b>-41,7</b>	<b>-61,9</b>	<b>-82,2</b>	<b>-104,8</b>	<b>-124,5</b>
<b>zmiana gotówki netto</b>	<b>5,4</b>	<b>20,0</b>	<b>10,5</b>	<b>19,7</b>	<b>26,0</b>	<b>24,8</b>	<b>24,3</b>	<b>20,7</b>
DPS*	0,01	0,67	1,03	1,23	1,93	2,63	3,41	4,09
CEPS	1,41	1,91	2,29	2,75	3,48	4,34	5,10	5,78
FCFPS	1,06	1,25	0,00	1,73	2,63	3,26	4,02	4,56

Źródło: Shoper, prognozy BM Banku Millennium

\* DPS na akcję zwykłą

**Wskaźniki**

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
zmiana sprzedaży	23,8%	26,1%	13,3%	12,9%	18,4%	18,1%	13,9%	11,2%
zmiana EBITDA	30,3%	34,5%	23,4%	19,8%	27,2%	24,9%	17,8%	13,4%
zmiana EBIT	25,0%	41,8%	21,6%	23,7%	35,3%	29,0%	19,8%	14,4%
zmiana zysku netto	44,2%	43,7%	15,8%	26,1%	36,3%	29,6%	19,9%	14,3%
marża EBITDA	29,7%	31,7%	34,5%	36,6%	39,3%	41,6%	43,0%	43,9%
marża EBIT	20,6%	23,2%	24,9%	27,2%	31,1%	34,0%	35,8%	36,8%
marża zysku netto	17,0%	19,3%	19,8%	22,1%	25,4%	27,9%	29,3%	30,2%
sprzedaż/aktywa (x)	1,20	1,25	1,31	1,24	1,24	1,27	1,27	1,27
stopa podatkowa	15,7%	20,2%	19,1%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	46,9%	51,1%	48,2%	47,6%	53,4%	58,0%	60,6%	62,2%
ROA	20,4%	24,1%	25,8%	27,4%	31,5%	35,3%	37,3%	38,4%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	1,9	-18,7	-26,0	-44,2	-68,6	-91,7	-114,1	-132,7

Źródło: Shoper, prognozy BM Banku Millennium

## Czynniki ryzyka

- ❑ **Konkurencja** - rynek platform SaaS i open-source dla własnych sklepów e-commerce oraz marketplace'ów jest wysoce konkurencyjny i widzimy istotne ryzyko, że konkurencja będzie się zaostrzać. W szczególności zagrożeniem dla Shopera jest potencjalny rozwój Shopify w Polsce, który mógłby obejmować mocniejsze skupienie się tego gracza na rynku CEE poprzez kolejne integracje lokalne, czy uruchomienie biura obsługi w Polsce. Drugim największym graczem jest IdoSell, którego plany rozwoju po przejęciu przez fundusz Montagu nie są znane. Możliwe jest również pojawienie się nowych mocnych graczy lub przyspieszenie rozwoju już obecnych na rynku mniejszych platform. Ryzyko to jest wzmacniane przez dynamiczny rozwój narzędzi AI, które znacząco przyspieszają proces kodowania co zmniejsza barierę wejścia do branży.
- ❑ **Niepowodzenie transformacji produktu** - spółka zapowiada istotny rozwój produktu skupiony na poprawieniu możliwości i doświadczenia pracy na platformie, mocno stawia na poprawę strony wizualnej oraz implementację rozwiązań AI. Będą to kosztowne działania, które mogą nie zostać przez klientów odebrane pozytywnie, a w pesymistycznym scenariuszu mogą wpływać na zahamowanie lub wręcz odływ klientów zamiast zakładanego wzrostu.
- ❑ **Brak zakładanych synergii** - cyber\_Folks chce eksploatować synergie pomiędzy Shoperem, a spółkami z grupy cyber\_Folks, wśród których główne to: wykorzystanie bazy klientów i sprzedaży łączonej, wymiana kompetencji, wspólne inicjatywy marketingowe i produktowe. Widzimy ryzyko, że oczekiwane synergie nie zaistnieją.
- ❑ **Nieudane przejęcia** - zarząd Shopera nie wyklucza przejęć. Grupa cyber\_Folks ma w tej materii istotne doświadczenie, jednak transakcje M&A zawsze generują istotne ryzyko przepłacenia za przejmowane aktywa. Dodatkowo, duże przejęcie skutkowałoby zapewne istotnym wzrostem zadłużenia Shopera.
- ❑ **Nieudane wyjście za granicę** - wśród potencjalnych celów przejęć Zarząd wymieniał przede wszystkim spółki z regionu CEE. Shoper właściwie nie ma doświadczenia poza granicami Polski, a uwarunkowania lokalne prowadzenia biznesu (integracje, kultura, zachowania i oczekiwania konsumenta), mogą się istotnie różnić od uwarunkowań w Polsce.
- ❑ **Ryzyko związane z zaprzestaniem współpracy z głównymi partnerami** — brak kontynuowania współpracy z obecnymi partnerami biznesowymi i technologicznymi Grupy lub nawiązania współpracy z nowymi podmiotami może negatywnie wpływać na działalność, sytuację finansową, perspektywy rozwoju oraz wyniki.
- ❑ **Ryzyko ataku typu DDoS** (tj. rozproszonej odmowy usługi) lub innego naruszenia bezpieczeństwa, które mogą opóźnić lub przerwać usługi dla użytkowników platformy Shoper i ich klientów, zaszkodzić reputacji oraz spowodować odpowiedzialność prawną Shopera.
- ❑ **Ryzyko wycieku danych z systemów lub inne naruszenie przez osoby trzecie informacji poufnych** lub danych osobowych użytkowników i użytkowników odwiedzających strony internetowe. Ze względu na charakter działalności, platforma Shoper przetwarza dane osobowe i inne wrażliwe dane dotyczące użytkowników platform Grupy Shoper oraz klientów odwiedzających sklepy internetowe prowadzone za pomocą platformy. Potencjalny wyciek mógłby narazić spółkę na odływ klientów, odpowiedzialność cywilną, kary i odszkodowania.
- ❑ **Ryzyko związane z odpływem kadry menedżerskiej i kluczowych pracowników** - Grupa Shoper rozwija swoją działalność dzięki wysoko wykwalifikowanej kadry menedżerów i specjalistów. Ewentualny odpływ kadry menedżerskiej i kluczowych pracowników, w tym w szczególności do podmiotów konkurencyjnych względem Grupy, może w negatywny sposób wpłynąć na realizację jej strategii, działalność operacyjną oraz rozwój platform Grupy Shoper i usług dodatkowych.

**Rekomendacje BM Banku Millennium w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
IFIRMA	Akumuluj	9 kw i 25	22,90	25,40	Seweryn Żołyński
IMS	Kupuj	21 maj 25	3,75	4,60	Łukasz Bugaj
IFIRMA	Akumuluj	29 maj 25	26,35	29,70	Seweryn Żołyński
Ambra	Akumuluj	29 maj 25	20,90	24,90	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	11 cze 25	3,73	4,50	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	18 cze 25	5,96	7,60	Adam Zajler
VRG	Kupuj	12 wrz 25	4,45	5,57	Seweryn Żołyński
Shoper	Akumuluj	15 wrz 25	52,00	57,60	Seweryn Żołyński
11 bit studios	Akumuluj	12 wrz 25	179,50	213,50	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	30 wrz 25	6,25	8,40	Adam Zajler
IMS	Kupuj	7 paź 25	2,97	4,00	Łukasz Bugaj
Ambra	Akumuluj	7 paź 25	19,74	22,30	Grzegorz Gawkowski
VRG	Kupuj	4 gru 25	5,00	6,27	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	16 mar 26	19,20	23,50	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	1 kw i 25	5,71	9,50	Adam Zajler
Shoper	Kupuj	8 kw i 25	39,00	51,90	Seweryn Żołyński

Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Mostostal Zabrze, IMS, VRG, Shoper i 11 bit studios uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, a IFIRMA uczestniczyła w programie do 30 czerwca 2025 r. i z tego tytułu BM Banku Millennium otrzymuje lub otrzymywało wynagrodzenie od GPW.

**Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy**

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	10	63%
Akumuluj	6	38%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

**Struktura rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\***

Nie w dano rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których BM Banku Millennium pełni funkcję animatora

## Biuro Analiz

**Marcin Materna, CFA** Dyrektor  
Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 82  
marcin.materna@bankmillennium.pl  
banki, ubezpieczenia

**Adam Zajler** Analityk  
+48 22 598 26 88  
adam.zajler@bankmillennium.pl  
przemysł, technologie, media

**Łukasz Bugaj, CFA** Analityk  
Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 59  
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl  
fundusze inwestycyjne

**Grzegorz Gawkowski** Analityk  
+48 22 598 26 05  
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl  
fundusze inwestycyjne

**Seweryn Żołyński, CFA** Analityk  
Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 71  
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl  
handel, deweloperzy

## Departament Sprzedaży

**Radosław Zawadzki** Dyrektor  
+48 22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

**Arkadiusz Szumilak**  
+48 22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

**Jarosław Oldakowski**  
+48 22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

**Leszek Iwaniec**  
+48 22 598 26 90  
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

**Marek Pszczółkowski**  
+48 22 598 26 60  
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

**Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.**  
**ul. Żaryna 2A, Millennium Park Ip**  
**02-593 Warszawa Polska**

## Ważne informacje

Informacje zawarte w niniejszym raporcie stanowią rekomendację inwestycyjną w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stop procentowych, ryzykiem wyeliminowania jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy i nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Biurem Maklerskim Banku Millennium S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

**Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie**

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - zysk netto i amortyzacja na akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

**Skala rekomendacji stosowana w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.**

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu

NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%

Rekomendacje wydawane przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

**Stosowane metody wyceny**

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepszej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniająca właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

**Powiązania Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu**

Jest możliwe, że Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. lub Bank Millennium S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej lub usług bankowych świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występują) znajdują się poniżej.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Selena FM, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy bądź tworzyło materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze, IFIRMA, IMS, VRG, Shoper, 11Bit Studios i z tego tytułu pobiera bądź pobierało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzenia niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, nie posiadają akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

**Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:**

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 8 kwietnia 2026 r. o godzinie 15:30 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest 8 kwietnia 2026 r. godzina 15:45

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.