

SHOPER

akumuluj

E-commerce / IT

poprzednia rekomendacja: -

Cena: 52,0*

Cena docelowa: 57,6

Nowy rozdział w historii spółki

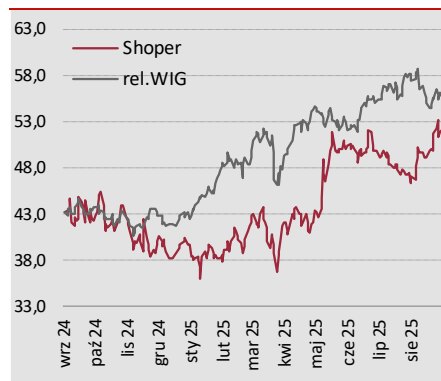
Shoper jest największym w Polsce dostawcą oprogramowania do prowadzenia sklepów internetowych w modelu SaaS. Oferuje przedsiębiorcom kompleksową infrastrukturę do handlu internetowego - od platformy do prowadzenia sklepu pod marką Shoper oraz platformy do zarządzania sprzedażą wielokanałową pod marką Apilo, po zintegrowane usługi wspierające sprzedaż jak płatności internetowe, reklama cyfrowa i usługi logistyczne, które realizowane są we współpracy z partnerami. Przejęcie spółki przez cyber_Folks otwiera nowy rozdział w historii spółki - skupiony na rozwoju możliwości platformy, estetyce, zastosowaniu rozwiązań AI i synergii z innymi spółkami z Grupy cyber_Folks. Uważamy, że Shoper ma ugruntowaną pozycję w Polsce wśród działających lokalnie małych i średnich sprzedawców, a jednocześnie podejmuje działania, by przyciągać większe sklepy i chce rozwijać sprzedaż cross-border. Oczekujemy dalszego rozwoju spółki, który może zostać wsparty przez zapowiadane przez Zarząd przejęcia. Głównym ryzykiem jest w naszej ocenie mocno rozwijająca się konkurencja.

W związku z powyższym, rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Shopera od „akumuluj” z ceną docelową 57,6 PLN za akcję, co oznacza potencjał wzrostu kursu o 10,7%*.

Po przejęciu przez cyber_Folks Shoper wszedł w fazę transformacji. Wspomniane zmiany na platformie powinny poprawić doświadczenie użytkownika, zwiększyć satysfakcję klientów i ograniczyć churn, co daje potencjał do zwiększania cennika i take rate. Aby dokonać zapowiadanego technologicznego i estetycznego przeskoku konieczny będzie jednak wzrost wydatków R&D i wzrost zespołów produktowych. Zdaniem Zarządu Shoper osiągnął już najlepszych w swoich dziedzinach fachowców. Jednocześnie nowy zarząd przeprowadził restrukturyzację zatrudnienia w obszarach korporacyjnych, co już przynosi oszczędności kosztowe.

Zarząd Shopera zdaje się być zdeterminowany do przejęć. Shoper nie posiada zadłużenia odsetkowego, co daje mu przestrzeń do przejęć o potencjalnie wartości nawet kilkaset milionów złotych. Cele akwizycyjne mają znajdować się głównie za granicą, w regionie CEE. Spółka nie planuje organicznej ekspansji zagranicznej, ponieważ obecna platforma jest silnie dostosowana do polskiego rynku.

Dodatkowym źródłem wartości Grupy jest rozwijana od lat platforma Apilo, służąca do sprzedaży wielokanałowej. Po podwyżkach cen przez BaseLinker, Apilo notuje skokowy wzrost sprzedaży i choć obecnie nie generuje jeszcze istotnych przychodów i zysków, to w perspektywie kilku lat może zacząć istotnie dokładać się do wyniku Grupy.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	54,4 / 35,6		
Liczba akcji (mln)	28,1		
Kapitalizacja (mln PLN)	1 463		
EV (mln PLN)	1 450		
Free float (mln PLN)	660		
Średni obrót (mln PLN)	1,0		
Główny akcjonariusz	cyber_Folks S.A.		
% akcji, % głosów	49,9%; 49,9%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	9,5%	4,0%	20,4%
Zmiana WIG	-3,9%	5,5%	29,3%

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 (%)
2024	192,8	45,0	61,3	47,0	37,5	1,33	1,92	2,63	39,01	19,78	1,3%	23,6	50,7%
2025p	222,6	56,1	77,2	55,7	44,8	1,59	2,32	3,27	32,67	15,89	2,0%	18,8	48,6%
2026p	265,0	73,3	95,4	73,6	59,6	2,12	2,90	4,29	24,53	12,12	2,4%	15,2	49,4%
2027p	324,8	101,9	126,0	102,8	83,3	2,96	3,82	5,73	17,57	9,08	3,3%	11,5	51,7%

p - prognozy skonsolidowane BM Banku Millennium mln PLN

* - cena rynkowa z dnia 12.09.2025 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 jest liderem rynku wśród platform e-commerce SaaS na polskim rynku pod względem liczby sprzedawców, szczególnie popularnym wśród sprzedawców małych i średnich. Platforma zarabia na abonamentach i usługach dodatkowych tj. usługach marketingu internetowego, płatnościach i usługach logistycznych, co w większości odbywa się we współpracy z partnerami.
- ❑ Na polskim rynku spółka ma dwóch silnych konkurentów i wielu mniejszych. Pierwszym jest popularny wśród większych sprzedawców IdoSell, który ma opinię platformy nieco przestarzałej, bardziej skomplikowanej, jednak również bardziej elastycznej i dającej większe możliwości. Drugim istotnym graczem jest globalny gigant Shopify, który uchodzi za rozwiązanie bardzo dobre, wyznaczające standardy dla innych platform, jednak brakuje mu integracji i rozwiązań specyficznych dla polskiego rynku (m.in. płatności BLIK).
- ❑ Shoper ma więc silną pozycję na rynku i wydaje się platformą pierwszego wyboru dla sklepów działających lokalnie małych i średnich. Spółka podejmuje jednak działania w celu pozyskania średnich i dużych sklepów oraz chce jednak rozwijać sprzedaż cross-border.
- ❑ Obecnie po przejęciu Shopera przez cyber_Folks, spółka zapowiada istotny rozwój produktu skupiony na poprawieniu możliwości i doświadczenia pracy na platformie, mocno stawia na poprawę strony wizualnej oraz rozwiązania AI - zarówno jako funkcjonalności produktu, jak i w wewnętrznych procesach. W dłuższym terminie powinno to podnosić zadowolenie klientów, przyciągać nowych sprzedawców, zmniejszać churn i dawać potencjał do zwiększania cennika i take rate. Zarząd chce zmniejszać udział usług SEO w przychodach Grupy, ze względu na ich niską dochodowość.
- ❑ Aby dokonać zapowiadanego technologicznego i estetycznego przeskoku konieczny będzie jednak wzrost wydatków R&D. Zdaniem Zarządu, Shoper ściągnął już najlepszych w swoich dziedzinach fachowców produktowych. Równocześnie jednak nowy Zarząd był w stanie przeprowadzić już restrukturyzację zatrudnienia, „odchudzając” organizację w obszarach korporacyjnych, co już przynosi wymierne oszczędności kosztowe.
- ❑ W nowym podejściu w większym stopniu powinien być widoczny efekt dźwigni operacyjnej, charakterystycznej dla SaaS. Take rate powinien rosnąć dzięki wyższemu wykorzystaniu usług dodatkowych oraz możliwym podwyżkom cennika. Według Zarządu, Shoper jest w stanie nie tylko utrzymać, ale nawet przyspieszyć tempo wzrostu zysku netto i EBITDA, które obecnie wynosi ponad 20% r/r.
- ❑ Grupa 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 produktowe i marketingowe. Spółki wymieniają się już know-how i kompetencjami w zakresie AI, które od lat są budowane w Cyber_Folks, a które obecnie będą wykorzystywane w Shoperze.
- ❑ Nowy Zarząd jest zdeterminowany do przejęć. Shoper, przy dobrych wynikach operacyjnych, nie posiada zadłużenia odsetkowego, dzięki czemu jego potencjał wydatków na przejęcia sięga kilkuset milionów złotych. Potencjalne cele są prawdopodobnie głównie za granicą, w regionie CEE. Zarząd nie ma w planach organicznego wzrostu za granicą, gdyż obecny Shoper jest rozwiązaniem stworzonym pod polski rynek (o czym decydują integracje i rozwiązania typowe dla polskiego rynku).
- ❑ Opcją rozwoju i potencjalnie istotnego strumienia cash flow w przyszłości, jest druga platforma rozwijana przez spółkę - służące do sprzedaży wielokanałowej Apilo, które notuje spektakularny wzrost po podwyżce cen przez BaseLinker. Obecnie, rozwiązanie nie generuje istotnych przychodów i wyników, ale w dłuższym terminie widzimy szansę na poprawę take rate i wyników siostrzanej platformy.
- ❑ Według Strategy& GMV całego e-commerce w Polsce będzie rósł do 2028 r. w tempie 8% rocznie. Historycznie wzrost Shopera był szybszy od rynku i zakładamy, że spółka nadal będzie w stanie zyskiwać udziały rynkowe. Biorąc pod uwagę plany rozwoju platformy, spółka ma szansę na zbudowanie przewagi nad lokalnymi konkurentami.

Spis treści

Podsumowanie wyceny	4
Wycena porównawcza	4
Wycena DCF	5
Wprowadzenie.....	6
Historia	7
Grupa Shoper	7
Model biznesowy i strategia	8
Rozwój przez przejęcia	12
Przejęcie przez Cyber_Folks: nowy rozdział w historii spółki	13
Konkurencja	17
Rynek e-commerce w Polsce.....	19
Polityka dywidendowa	20
Akcjonariat.....	20
ESG	21
Wyniki finansowe i ich prognozy	22
Czynniki ryzyka	24
Rekomendacje BM Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy	25

Wycena

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

Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 1 694 mln PLN, czyli 60,2 PLN na akcję. Z kolei przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 1 396 mln PLN (49,6 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 1 619 mln PLN, czyli 57,6 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną zaczynamy pokrycie Shopera od rekomendacji „akumuluj”.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga
Wycena DCF	1 694	60,2	75%
Wycena porównawcza	1 396	49,6	25%
Wycena Shopera	1 619	57,6	

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 wskaźnikami P/E oraz EV/EBITDA.

Spółka	Ticker	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
			2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Shopify	SHOP	Kanada	99,5	80,1	61,3	96,5	73,4	54,6
Commerce	CMRC	USA	26,6	17,4	12,6	15,9	12,6	9,7
Wix.com	WIX	Izrael	24,5	21,8	17,5	21,1	17,4	14,0
SPS Commerce	SPSC	USA	27,8	24,5	20,8	17,9	15,6	13,3
VTEX	VTEX	UK	33,1	22,2	15,3	16,6	11,4	8,4
Salesforce	CRM	USA	24,5	21,7	19,4	15,5	13,7	12,5
Hubspot	HUB	USA	52,2	43,5	35,5	36,1	29,8	23,8
Servicenow	NOW	USA	55,3	47,1	39,2	41,5	34,3	27,9
Alibaba	BABA	Hong Kong	16,9	20,1	15,0	10,6	12,1	9,2
Amazon	AMZN	USA	27,7	25,3	21,0	15,1	12,8	10,8
Ebay	EBAY	USA	16,9	15,4	14,0	13,6	12,7	11,9
Mercadolibre	MELI	Urugwaj	50,2	35,1	26,1	28,0	20,9	16,0
Allegro	ALE	Polska	21,9	17,2	14,2	12,0	10,4	9,0
Mediana			27,7	22,2	19,4	16,6	13,7	12,5
Shoper zysk netto (mln PLN)			44,8	59,6	83,3			
Shoper EBITDA (mln PLN)						77,2	95,4	126,0
Wycena Shopera na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			1 238,9	1 321,2	1 618,5	1 295,2	1 318,1	1 584,1
Wycena			1 396,0					
Liczba akcji (mln)			28,1					
Wycena na 1 akcję			49,6					

Źródło: Bloomberg

Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2025-09-12 17:00

Wycena DCF

(mln PLN)	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	>2034p
Przychody	222,6	265,0	324,8	384,0	439,2	489,1	530,8	561,6	586,3	603,9	
EBIT	56,1	73,3	101,9	125,0	146,7	166,7	183,8	196,8	210,8	217,1	
Stopa podatkowa (T)	19,6%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	0,0%
EBIT x (1-T)	45,1	59,4	82,6	101,2	118,8	135,0	148,8	159,4	170,8	175,9	
Amortyzacja	20,4	22,0	24,1	26,0	28,2	30,6	33,2	35,8	36,4	37,5	
Zmiana w kapitale obrotowym	3,0	4,5	6,0	6,3	5,8	5,2	4,3	3,1	2,0	2,0	
CAPEX	-34,1	-24,0	-23,0	-25,8	-28,3	-30,8	-33,0	-34,9	-36,4	-37,5	
FCFF	34,3	61,9	89,6	107,7	124,4	140,0	153,3	163,4	172,8	177,9	
zmiana FCF		80,4%	44,8%	20,1%	15,6%	12,5%	9,5%	6,6%	5,8%	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	4,6%	3,7%	4,3%	4,4%	4,7%	4,9%	4,9%	5,1%	5,2%	5,3%	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	6,6%	5,7%	6,3%	6,4%	6,7%	6,9%	6,9%	7,1%	7,2%	7,3%	7,5%
Koszt kapitału własnego	9,6%	8,7%	9,3%	9,4%	9,7%	9,9%	9,9%	10,1%	10,2%	10,3%	10,5%
WACC	9,6%	8,7%	9,3%	9,4%	9,7%	9,9%	9,9%	10,1%	10,2%	10,3%	10,5%
PV (FCF)	33,4	55,6	73,1	80,0	83,7	85,1	84,9	81,2	77,1	71,3	978,9
Wartość DCF (mln PLN)	1704,3										
(Dług) Gotówka netto	18,7										
- wypłacone dywidendy	29,0										
Wycena (mln PLN)	1694,0										
Liczba akcji (mln)	28,1										
Wycena 1 akcji	60,2										

Źródło: BM Banku Millennium

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników na 10 lat tj. okres 2025 – 2034
- ❑ 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 nielewarowana na poziomie 1,0
- ❑ stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2034 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

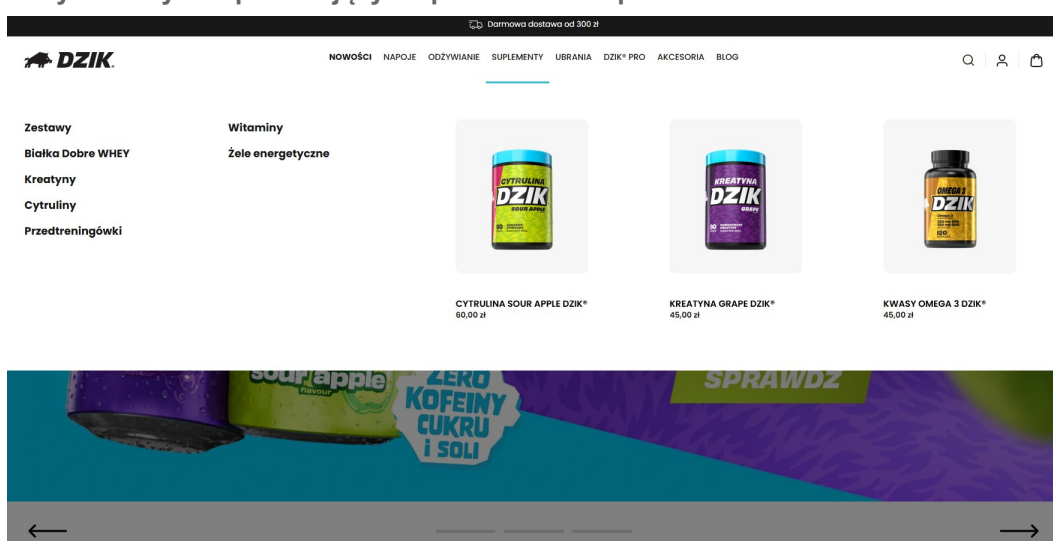
cena w PLN		wzrost rezydualny					
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
Stopa RF rezydualna	4,5%	59,9	62,5	65,6	69,1	73,3	
	5,0%	57,7	60,0	62,7	65,8	69,3	
	5,5%	55,8	57,9	60,2	62,9	66,0	
	6,0%	54,1	56,0	58,0	60,4	63,1	
	6,5%	52,6	54,3	56,1	58,2	60,5	
Beta nielewarowana	0,8	64,2	67,0	70,4	74,2	78,8	
	1,0	55,8	57,9	60,2	62,9	66,0	
	1,2	49,3	50,8	52,5	54,4	56,6	

Źródło: BM Banku Millennium

Wprowadzenie

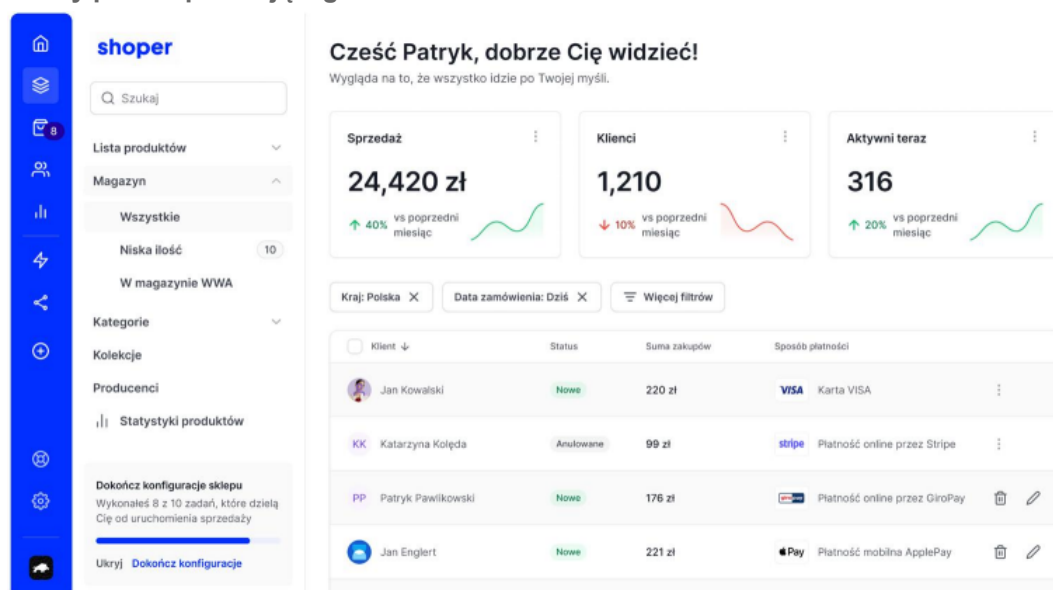
Shoper jest obecnie największym w Polsce dostawcą oprogramowania do prowadzenia sklepów internetowych w modelu SaaS („Software As A Service”, tj. w modelu płatności abonamentowych i z dostępem w chmurze, bez konieczności instalowania na własnym sprzęcie). Oferuje przedsiębiorcom kompleksową infrastrukturę do handlu internetowego - od platformy do prowadzenia sklepu pod marką Shoper i aplikacji do zarządzania sprzedażą wielokanałową pod marką Apilo, po zintegrowane usługi wspierające sprzedaż jak płatności internetowe, reklama cyfrowa, usługi logistyczne i finansowanie biznesu. Rozwiązanie Shopera pozwala szybko, przy pomocy szablonów, uruchomić sklep internetowy, nawet bez konieczności angażowania specjalistów od IT i budowania jakichkolwiek własnych narzędzi. Na platformie działają głównie małe i średnie sklepy oferujące wąski, często własnej produkcji asortyment. Klientami spółki są takie marki jak m.in. Gym Glamour, Pancernik, Pasieki Sadowski, WK Dzik, czy Kruger&Matz. Liczba sklepów działających na oprogramowaniu Shoper przekracza 20 tys.

Przykładowy sklep działający na platformie Shoper



Źródło: wkdzik.pl

Nowy panel sprzedającego



Źródło: Shoper

Historia

Historia Shopera rozpoczęła się w 2005 r., kiedy Krzysztof Krawczyk i Rafał Krawczyk założyli spółkę pod firmą Devarea s.c. Pomysł na biznes wynikał z własnej potrzeby - bracia chcieli otworzyć sklep internetowy, jednak na rynku brakowało gotowego oprogramowania, w związku z czym stworzyli własne. Rozwiązanie okazało się na tyle dobre, że wyszli z nim na rynek, a już 3 lata później liczba sprzedanych licencji przekroczyła 3 tys. Pierwsza wersja oprogramowania wymagała każdorazowej instalacji na platformach hostingowych zewnętrznych dostawców. W 2010 r. spółka wprowadziła na rynek oprogramowanie w modelu SaaS.

W 2011 r. założona została spółka jawna, która następnie została przekształcona w Dreamcommerce S.A. i w takiej formie prawnej funkcjonowała do 2021 roku tj. do roku debiutu na GPW, kiedy nazwa została zmieniona na Shoper S.A.

Po 2010 r. kiedy spółka udostępniła oprogramowanie w modelu SaaS, stopniowo rozszerzała ofertę dla klientów. W latach 2015-2018 wprowadzone zostały do oferty usługi stanowiące dziś największe źródło przychodów tj. kompleksową obsługę płatności internetowych, automatyczną realizację kampanii reklamowych i pozyskiwanie ruchu, ofertą usług logistycznych oraz App Store. Usługi są rozwijane i rozszerzane do dziś poprzez kolejne funkcje, integracje czy rozszerzanie listy partnerów.

Początkowo Shoper był wykorzystywany przez sprzedawców małych. W 2017 r. Spółka wprowadziła do oferty usługę abonamentową Shoper Premium przeznaczoną dla większych podmiotów.

Shoper rozwijał się zarówno organicznie, jak i przez przejęcia konkurentów oraz firm oferujących usługi komplementarne. W 2015 r. przejął konkurenta iStore, a w 2021 r. platformę Shoplo, których klienci zostali zmigrowani na Shopera. W 2021 r. doszło do przejęcia spółki rozwijającej oprogramowanie do obsługi sprzedaży wielokanałowej funkcjonujące dziś pod nazwą Apilo, a w 2022 r. agencję marketingową Sempire oraz agencję Selium.

Właścicielami spółki do 2019 r. były osoby fizyczne, w tym założyciele. Tego roku część należącego do nich pakietu odkupił fundusz V4C. W debiucie na GPW w 2021 r. sprzedawane były istniejące akcje - wszyscy akcjonariusze sprzedali po 27,5% posiadanych akcji, przy wycenie 1,34 mld PLN.

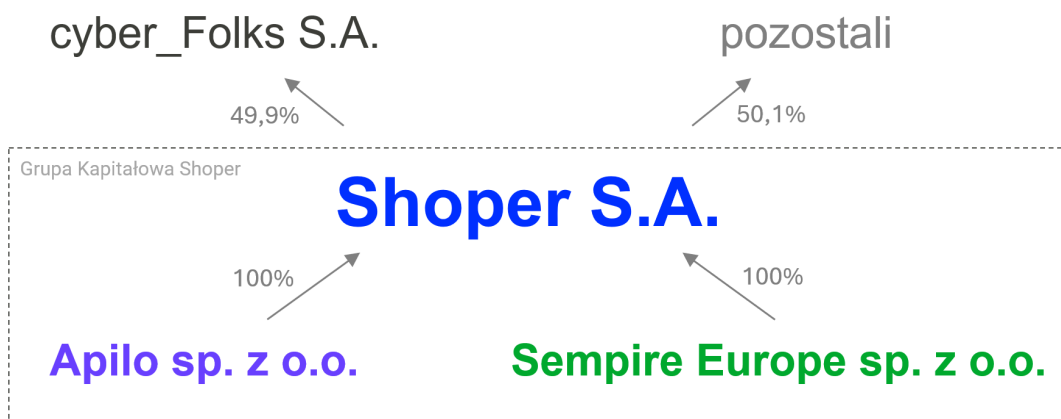
Nowym, rozdziałem w historii Shopera jest przejęcie pakietu 49,9% spółki przez giełdową Grupę cyber_Folks co miało miejsce w lutym bieżącego roku. Czterech ze „starych” akcjonariuszy (wszyscy z wyłączeniem Modhaus) sprzedało pozostały im pakiet dający 18,9% udziału w kapitale zakładowym w ramach procesu ABB. Tym samym założyciele i wieloletni Zarząd pożegnali się ze spółką, a Shoper wszedł w skład większej Grupy technologicznej.

Grupa Shoper

Na Grupę Kapitałową Shoper składają się **spółka dominująca Shoper S.A.** oraz:

- ❑ **Apilo sp. z o.o.** - spółka przejęta w 2021 r. w której Shoper S.A. posiada 100% udziałów. Apilo oferuje system do zarządzania sprzedażą w wielu kanałach jednocześnie (np. sklep własny, Allegro, Amazon, eBay, Empik, olx itd.). Pozwala na centralne zarządzanie ofertami, stanami magazynowymi, zamówieniami, wysyłkami, oferuje integracje z systemami ERP, kurierami czy hurtowniami.
- ❑ **Sempire Europe sp. z o.o.** - spółka przejęta w 2022 r., Shoper S.A. posiada 100% udziałów. Sempire jest agencją marketingu internetowego dla rynku e-commerce świadczącą usługi pozycjonowania sklepów internetowych i serwisów www (SEO), prowadzenia kampanii reklamowych w Internecie (SEM) oraz zarządzania profilami w mediach społecznościowych.

Jednostka Dominująca tj. Shoper S.A. w 2024 r. odpowiadała za 91% generowanych w Grupie przychodów, 87,1% wyniku EBITDA i 91% zysku netto.



Model biznesowy i strategia

Grupa dzieli swoją działalność na 2 podstawowe segmenty: Abonamenty i Rozwiązania.

Abonamenty

W ramach segmentu „Abonamenty” Grupa wykazuje przychody i koszty związane z wykupywanymi przez klientów abonamentami na dostęp do funkcjonalności tworzenia sklepu internetowego. Abonamenty są sprzedawane w wersjach:

- ❑ **Starter** - dla sklepów zaczynających, z niską ceną bazową (169 PLN miesięcznie), ale z limitem 60 oferowanych produktów i 60 dokonanych zamówień, wysoką prowizją od płatności (1,98%),
- ❑ **Standard** - abonament dla szerokiego grona sklepów, o uniwersalnych funkcjonalnościach, w cenie bazowej 249 PLN miesięcznie i prowizją od płatności w wysokości 1,58%,
- ❑ **Premium** - wersja rozszerzona, z rozbudowanymi funkcjonalnościami, indywidualnym opiekunem skierowana do większych sprzedawców, którzy posiadają rozbudowaną ofertę towarów i usług oraz obsługują dużą liczbę zamówień. Cena bazowa to 599 PLN miesięcznie. Prowizja od płatności w wysokości od 1,38%
- ❑ **Pro** - najwyższy pakiet, z indywidualną wyceną prowizji od płatności, w technologii obsługującej tysiące klientów jednocześnie, w cenie od 1199 PLN miesięcznie.

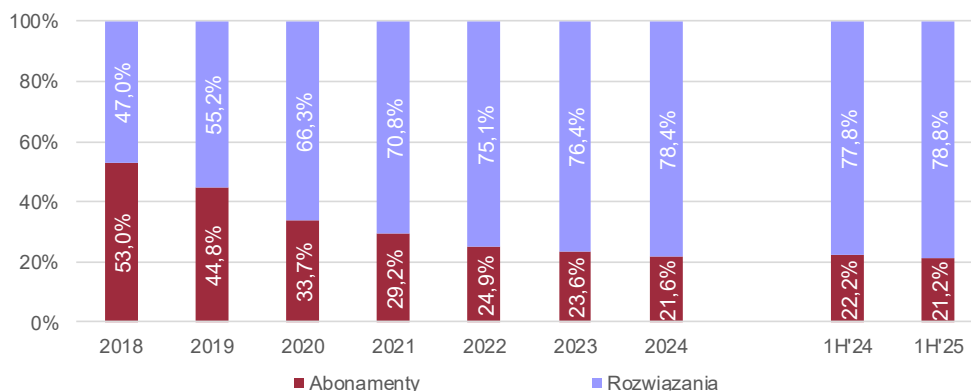
Abonamenty są sprzedawane na okresy 1 i 12 miesięczne w oparciu o przedpłatę.

W okresie pierwszego roku od uruchomienia abonamentu, Shoper oferuje zniżki sięgające nawet 86% w celu przyciągnięcia klienta. Jest to strategia stosowana też przez konkurentów, ponieważ zmiana dostawcy oprogramowania do prowadzenia sklepu jest dla sklepów wymagającą operacją. Tzw. „churn”, czyli wskaźnik rezygnacji, wynika częściej z upadłości sklepów, niż zmiany platformy.

Przeciętny wzrost przychodów segmentu w okresie 2018-2024 r. wyniósł 25,1% rocznie (CAGR), a od 2021 r. tj. wejścia na GPW wynosił średnio 15,5% rocznie i wynikał z coraz wyższego wykorzystania usług dodatkowych, wzrostu wartości transakcji na platformie (wzrostu biznesów sprzedawców), wzrostu cennika, przejść klientów z abonamentów standard na premium. Liczba sklepów korzystających z Shopera regularnie rosła do 2021 r. (kiedy osiągnęła 25,7 tys. bez modelu „Private Label”¹). Od tego roku nie jest przez spółkę podawana, jednak obecnie jest ich „powyżej 20 tys.” (informacja z konferencji wynikowej po 1Q’25), co oznacza, że od 2021 r. liczba klientów raczej nie rosła, a jeśli rosła, to nieznacznie. Liczba klientów nie jest jednak najistotniejszym KPI, gdyż ważniejsze jest jakie obroty oni generują i jak chętnie korzystają z usług dodatkowych. Udział abonamentów w przychodach Grupy regularnie spada z ponad 50% w 2018 r. do 21,6% w 2024 r.

¹ - model Private Label polega na sprzedaży platformy Shopera przez partnerów bez „logo” Shopera. Według dostępnych informacji na koniec 2021 r. liczba klientów wynosiła 7,3 tys. jednak po zmigrowaniu klientów home.pl na Shoper w 2023 r. liczba klientów na Private Label prawdopodobnie jest nieistotna

Udział segmentów w przychodach Grupy



Źródło: Shoper, BM Banku Millennium

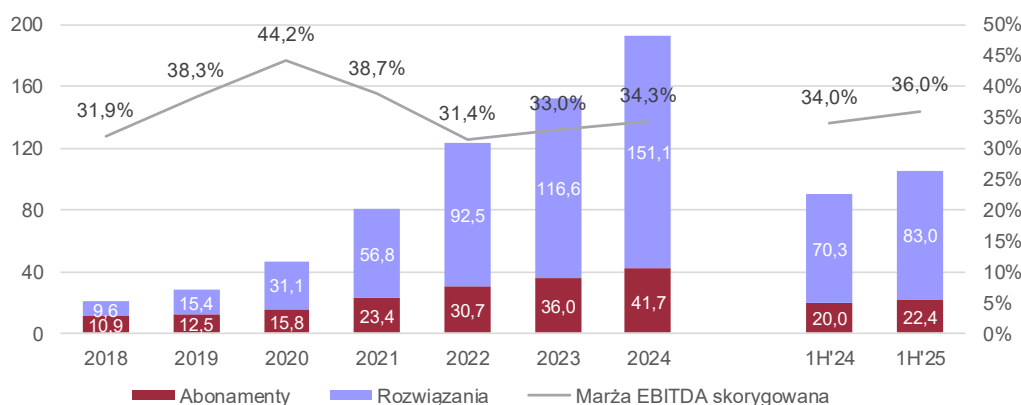
Rozwiązania

W ramach drugiego segmentu Grupa świadczy dodatkowe usługi dla właścicieli sklepów internetowych pomagające w prowadzeniu biznesu oraz zwiększające efektywność prowadzonej działalności handlowej. Są to między innymi:

- ❑ **usługi płatności i finansowania** - obsługa płatności Internetowych poprzez partnerów z wykorzystaniem najpopularniejszych metod takich jak Blik, płatności kartowe, przelewy ekspresowe. Spektrum usług związanych z finansowaniem działalności sprzedawców oraz ich klientów, w tym produkty z grupy „kup teraz zapłać później” (również przez partnerów). Przychody tego obszaru wynikają z prowizji i w 2024 r. wzrosły o **+29%**,
- ❑ **reklama cyfrowa** - usługa prowadzenia kampanii reklamowych w Internecie zorientowanych na pozyskanie zamówień do własnych sklepów internetowych (partnerstwa m.in. z Allegro, Facebook, Google, Microsoft). Shoper oferuje też SEO, czyli optymalizowanie strony internetowej w celu zwiększenia jej widoczności w wyszukiwarkach internetowych. Dynamika przychodów tego obszaru w 2024 r. wyniosła **+23%**,
- ❑ **logistyka** - Shoper oferuje integracje z popularnymi dostawcami usług kurierskich oraz brokerami usług kurierskich. Oferuje też program do fakturowania i obsługi magazynu. Partnerstwa z popularnymi przewoźnikami jak InPost, DPD, DHL czy Orlen Paczka. Dynamika przychodów tego obszaru w 2024 r. wyniosła: **+166%**.

Poza powyższymi głównymi usługami Shoper oferuje też sprzedaż grafik, regulaminów i polityk, systemy rekomendacji produktowych, usługi prawne i inne. Przychody z tego segmentu oparte są w istotnej mierze o liczbę lub wartość zamówień dokonywanych w sklepach internetowych

Przychody i marża EBITDA skorygowana (mln PLN)



Źródło: Shoper, BM Banku Millennium

prowadzonych na platformie, choć są oferowane również klientom bez abonamentu na sklep internetowy. Największy udział w przychodach segmentu rozwiązania mają usługi finansowe i reklama cyfrowa.

Segment rozwiązania rośnie znacznie dynamiczniej od abonamentów co oznacza coraz większą sprzedaż usług dodatkowych na klienta. Wzrost przychodów segmentu w okresie 2018-2024 r. wyniósł średnio 45,3% rocznie, a od 2021 r. (wejście na GPW) wyniósł średnio 24,5% rocznie.

ARPU

Średnie przychody na klienta (tzw. ARPU tj. Average revenue per user), są dla klientów Premium ok. 6-krotnie wyższe niż dla klientów Standard. Ostatnie dane ARPU Shopera ujawnił za rok 2023 r. i wskazywały one ARPU roczne klienta Standard na poziomie 4,7 tys. PLN, a klienta Premium na poziomie 29,4 tys. PLN. Różnica, poza abonamentem, wynika ze znacznie wyższego poziomu sprzedaży (tzw. GMV - Gross Merchandise Value) klientów większych, a co za tym idzie z wyższego wykorzystania usług dodatkowych (marketing, pośrednictwo w płatnościach i logistyce).

GMV sklepów i take rate sklepów

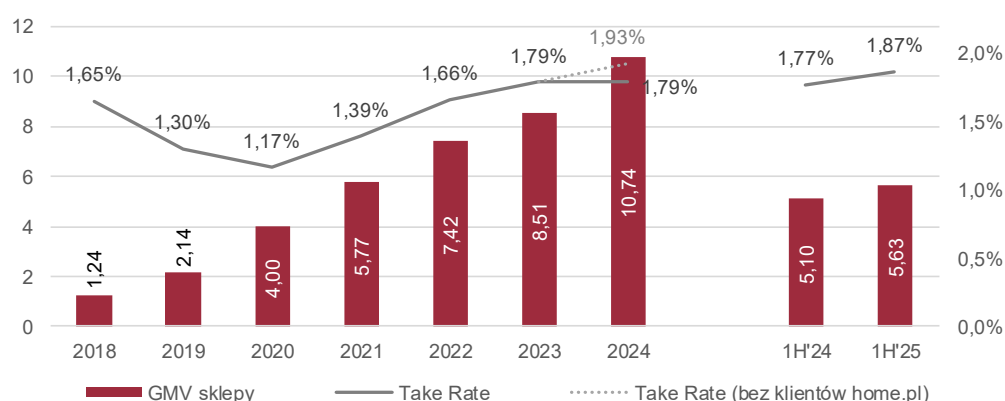
Jak już pisaliśmy liczba klientów nie jest najistotniejszym KPI Shopera. Podstawowym „paliwem” do wzrostu przychodów jest sprzedaż sklepów (GMV), gdyż rosnąca sprzedaż przynosi przychody z usług dodatkowych - prowizje od płatności, reklamy, logistyki, czy AppStore.

GMV Shopera od debiutu na GPW w 2021 r. rośnie w średnim tempie 23% rocznie (CAGR), a więc wyraźnie szybciej od wzrostu rynku e-commerce (CAGR 2021-2024: 12,2%). Wzrost wynika zarówno z organicznego rozwoju Shopera i sklepów na nim działających jak i z transakcji M&A oraz przejścia bazy 3 tys. klientów home.pl w 2023 r. (ok. 1 mld PLN GMV).

Take rate sklepów¹ po debiucie na GPW istotnie wzrósł. W 2021 r. wskaźnik wynosił 1,39%, a w 1H'25 już 1,87%. Take rate sklepów pomiędzy 2023 i 02024 pozostał na tym samym poziomie co wynikało z przejścia klientów home.pl (o czym więcej piszemy w dalszej części raportu). Z wyłączeniem tego efektu wskaźnik wzrósłby do 1,93%. W planach spółki take rate ma nadal rosnąć.

Shopify czyli gigant na rynku międzynarodowym, o bardzo zbliżonym modelu biznesowym do Shopera, miał w 2024 r. take rate na poziomie 3,03%. Nie jest to jednak raczej poziom osiągalny przez Shopera, ze względu na bardzo duże prowizje od płatności jakie Shopify realizuje na rynku amerykańskim.

GMV sklepów (mld PLN) i take rate sklepów*



Źródło: Shoper, BM Banku Millennium

¹ take rate sklepów = przychody całej Grupy / GMV sklepów. Zwracamy uwagę, że do wskaźnika Take rate sklepów spółka wlicza całe przychody Grupy tj. uwzględniając też przychody które generowane na GMV pozostałych platform. Przychody generowane na sprzedaży w innych kanałach są jednak mało istotne. Przychody Apilo obsługujące sprzedaż w kanałach niż Shoper w 2024 r. wyniosły 5,7 mln PLN. Odliczenie ich od take rate zmniejszyłoby wskaźnik w 2024 r. o 0,05 p.p.

Apilo

Za „GMV pozostałych platform” odpowiada sprzedaż obsługiwana przez drugi z systemów jaki oferuje Grupa Shoper tj. system Apilo. Organizacyjnie właścicielem Apilo jest spółka-córka Shoper S.A. - Apilo sp. z o.o. - która została przejęta przez Shoper w 2021 r. (wtedy pod nazwą Web-Com Group sp. z o.o.). Apilo jest systemem OMS (Order Management System) tj. platformą do zarządzania sprzedażą w wielu kanałach takich jak własne sklepy internetowe i marketplace'y (Allegro, Amazon, eBay, Modivo, Aliexpress, OLX itp.). System umożliwia m.in. wystawianie aukcji i ofert masowo, z jednego miejsca, aktualizowanie stanów magazynowych i cen pomiędzy różnymi platformami, czy obsługę zamówień w jednym panelu. Dla klientów Shopera wykupienie Apilo jest niezbędne do obsługi sprzedaży na marketplace'ach. W przypadku niektórych konkurentów (np. IdoSell), część integracji jest dostępna bezpośrednio z poziomu platformy.

System jest sprzedawany zarówno klientom platformy Shoper, jak i jako rozwiązanie niezależne. Oferuje ponad 600 integracji, w tym z marketplace'ami, systemami ERP (księgowość), systemami WMS (zarządzanie magazynem).

Cena Apilo wynosi od 29 PLN miesięcznie za pakiet Starter, 129 PLN za Basic, 249 PLN za Professional i 499 PLN za Advanced. Powyżej 10 tys. zamówień miesięcznie wycena usługi jest indywidualna. Droższe pakiety umożliwiają obsługę większej ilości ofert i zamówień, umożliwiają obsługę na większej liczbie stanowisk, a więc są dedykowane dla większych sprzedawców. Cena jest niezależna od GMV sklepów, a jedyną opłatą jest stała opłata miesięczna.

Take rate platformy, ze względu na charakter działalności, jest znacząco niższy niż Shopera. Firma w 2024 r. przy GMV pozostałych platform w wysokości 3,7 mld PLN odnotowała przychody netto ze sprzedaży w wysokości 5,7 mln PLN, co daje take rate równy ok. 0,15%. W 2024 roku spółka po raz pierwszy od przejścia odnotowała dodatni EBIT (1,2 mln PLN) i EBITDA (1,7 mln PLN).

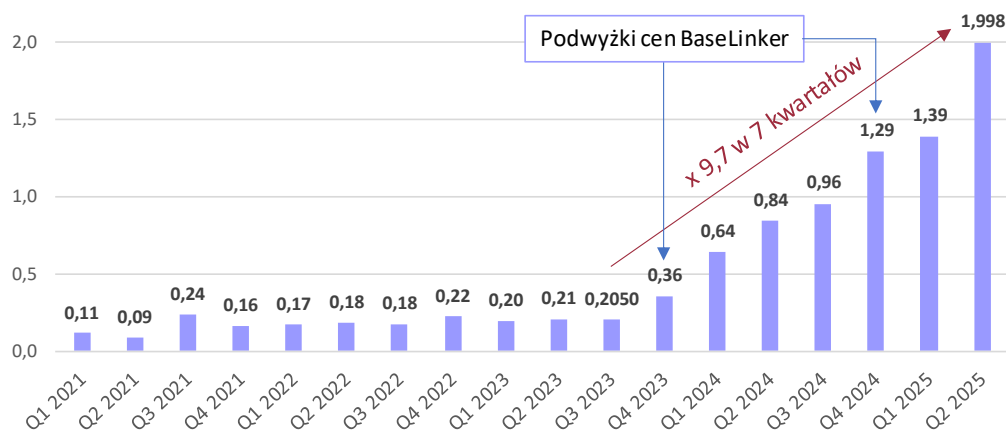
Zatrudnienie Apilo wzrosło w 2024 r. do 16 pracowników z 11 w roku poprzednim (przeciętne zatrudnienie w roku obrotowym według sprawozdania w KRS). W tej liczbie nie ma osób współpracujących na umowie B2B.

Wyniki Apilo, mimo istotnego GMV nie wydają się więc imponujące, jednak zwracamy uwagę na bardzo dobre dalsze perspektywy rozwoju biznesu. Zakładamy dalszy istotny wzrost GMV, a w przyszłości nie wykluczamy podniesienia cennika.

Nagły wzrost GMV Apilo

GMV Apilo rośnie bardzo dynamicznie od 3Q'23. Od tego czasu jego kwartalne GMV wzrosło niemal 10-krotnie - z 205 mln PLN w 3Q'23 do 1998 mln PLN w 2'Q'25. Wzrost GMV Apilo tylko w 2024 r. wyniósł 286%.

GMV pozostałe platformy (mld PLN)



Źródło: Shoper, BM Banku Millennium

W naszej opinii głównym powodem nagłego wybuchu popularności Apilo są duże podwyżki cen lidera rynku w tym segmencie tj. BaseLinkera (obecnie „Base”), które weszły w życie w grudniu 2023 r. i w grudniu 2024 r. Zmianą, która wywołała duże poruszenie w branży, było powiązanie wysokości opłaty z wielkością obrotów i zmniejszenie liczby zamówień od której wymagane jest wykupienie najwyższego pakietu - Enterprise. Koszt dla części klientów, szczególnie dużych, wzrósł nawet kilkukrotnie.

Naturalnym korzystającym z tej sytuacji stało się Apilo, które jest numerem 2 na rynku, choć według opinii w sieci jest systemem mniej zaawansowanym od Base, mniej intuicyjnym i o mniejszej liczbie integracji. W efekcie znaczącego wzrostu liczby użytkowników i GMV, Shoper rozwija funkcjonalności Apilo.

Rozwój przez przejęcia

Podstawą dotychczasowego rozwoju Shopera był wzrost organiczny, choć spółka dokonała wielu przejęć, przy czym relatywnie małych. Po przeprowadzeniu czterech transakcji w latach 2021-2022, Shoper w kolejnych latach regularnie komunikował, że prowadzi rozmowy w zakresie kolejnych przejęć, również w celu zaistnienia zagranicą. Do żadnych transakcji jednak nie doszło.

Duży apetyt i determinację do przejęć wykazuje nowy Zarząd Shopera, a spółka jest potencjalnie w stanie wydać nawet kilkaset milionów złotych. Możliwa skala przejęć jest więc wyraźnie większa od tych realizowanych w przeszłości. Po transakcji przejęcia IdoSell przez Montagu (transakcją zainteresowana była prawdopodobnie również Grupa cyber_Folks), najbardziej prawdopodobne wydają się przejęcia podmiotów zagranicznych, aby w ten sposób wyjść poza polski rynek. Grupa potencjalnie widzi możliwość zaistnienia na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej. Europa Zachodnia wydaje się mało prawdopodobna ze względu na silną konkurencję, gdzie głównym graczem jest Shopify.

Przejęcia zrealizowane przez Shoper w latach 2015-2022

iStore	2015	W 2015 roku Shoper nabył udziały w dwóch platformach oferujących oprogramowanie do prowadzenia sklepu internetowego od firmy Naspers. Wartość transakcji nie była ujawniona. Głównym jej celem było przejęcie klientów firmy iStore działającej na terenie Polski. Razem z nią Shoper kupił również rosyjską firmę InSales Rus co było efektem ustaleń biznesowych ze sprzedającym i warunkiem przez niego wymaganym przy sprzedaży udziałów w iStore. Shoper zbył udziały w InSales Rus. w 2019 r.
ErpBox (Apilo)	2021	W kwietniu 2021 r. Shoper za 3,5 mln PLN nabył 60% udziałów w Web-Com Group, która była właścicielem platformy do zarządzania sprzedażą elektroniczną ErpBox (później zmiana nazwy na Apilo). Po dwóch latach Shoper nabył dodatkowe 20% za 2,4 mln PLN, co było wykonaniem zapisów umowy z 2021 r. W końcu, w marcu 2024 r. Shoper odkupił ostatnie 20% za 2,4 mln PLN z wynagrodzeniem dodatkowym w kwocie maksymalnej 8 mln PLN (rozliczenie po wynikach za 2025 i 2027).
Shoplo	2021	W sierpniu 2021 r. za 17,5 mln PLN Shoper przejął Shoplo, które na dzień przejęcia było trzecim pod względem popularności dostawcą sklepów internetowych w modelu SaaS dla segmentu małych i średnich przedsiębiorstw działającym na polskim rynku, z udziałem w liczbie klientów szacowanym na 9%. Dzięki transakcji Shoper przejął ok. 4,7 tys. klientów prowadzących sklepy internetowe.

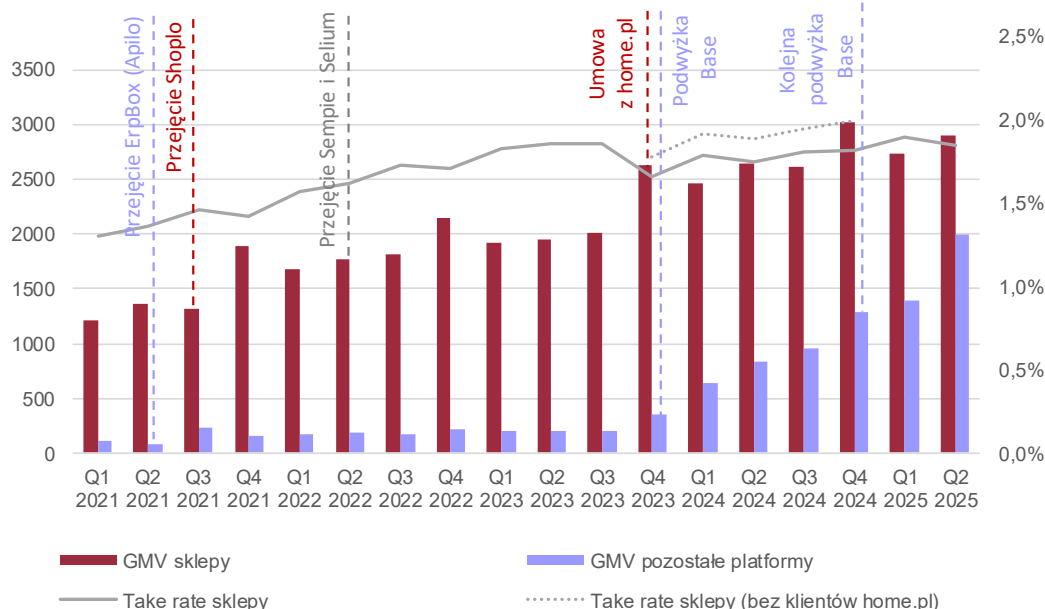
Sempire	2022	W maju 2022 r. Shoper przejął za 15 mln PLN 60% udziałów w Sempire - agencji marketingu internetowego dla rynku e-commerce, świadczącej usługi pozycjonowania sklepów internetowych i serwisów www (SEO), prowadzenia kampanii reklamowych w Internecie (SEM) oraz zarządzania profilami w mediach społecznościowych. Pozostałe 40% udziałów zgodnie z zapisami umowy Shoper miał nabyć w terminie do 3 lat za kwotę między 15 mln PLN a 30 mln PLN, w zależności od określonych w umowie celów finansowych. Ostatecznie Shoper nabył pakiet za 15 mln PLN, a więc całe przejęcie kosztowało spółkę 30 mln PLN.
Selium	2022	Również w maju 2022 Shoper za 1,65 mln PLN przejął Selium - agencję omnichannel (sprzedaż wielokanałowa), wyspecjalizowaną we wsparciu sprzedaży głównie na zagranicznych marketplace.

Źródło: BM Millennium, na podstawie informacji z raportów Shoper

Historycznie przejęcia istotnie przyspieszały dynamikę wzrostu i take rate. W 2021 r. przejęcie Shoplo i ErpBox wyraźnie podwyższyło dynamikę GMV. Z kolei przejęcie Sempire i Selium w 2022 r. pozytywnie wpłynęło na take rate (agencja marketingu i wsparcia sprzedaży wielokanałowej generują przychody, a nie generują GMV).

Poza transakcjami przejęć, na dynamikę wzrostu GMV i wyniki wyraźnie wpłynęła umowa z home.pl podpisana w październiku 2023 r., na mocy której doszło do przeniesienia na platformę Shoper około 3 tysięcy sklepów internetowych użytkowanych przez klientów home.pl w modelu Private Label¹. Roczne GMV tych klientów wynosiło ok. 1 mld PLN. Rozliczenia za klientów z home.pl zmieniły się z płatności za licencje na rozliczenie wg udziału w przychodach. W efekcie raportowane przez Shopera GMV skokowo wzrosło w okresie 4Q'23-4Q'24, co jednak również obniżyło take rate sklepów. Take rate na klientach przejętych od home.pl był wyraźnie niższy ze względu na brak dosprzedaży usług dodatkowych segmentu rozwiązania. W założeniach Shopera take rate z klientów przejętych od home.pl ma docelowo dojść do tego notowanego na klientach własnych.

GMV (mld PLN) i Take Rate (%), a przejęcia



Źródło: Shoper, BM Banku Millennium

¹ - model Private Label polega na sprzedaży platformy Shopera przez partnerów bez „logo” Shopera. Po zmigrowaniu klientów home.pl na Shoper w 2023 r. liczba klientów na Private Label prawdopodobnie jest nieistotna

Przejęcie przez cyber_Folks: nowy rozdział w historii spółki

Nowym rozdziałem w historii Shopera jest przejęcie pakietu 49,9% spółki przez giełdową Grupę cyber_Folks, które miało miejsce w lutym 2025. Tym samym Shoper wszedł w skład większej grupy technologicznej, kierującej swoje usługi w istotnej mierze do podmiotów działających w e-commerce, posiadającym w tym segmencie bardzo dużą bazę klientów. Dla cyber_Folks transakcja była przejęciem potencjalnego konkurenta, ponieważ spółka rozwijała własną platformę dla e-commerce pod nazwą _Stores, której rozwój po przejęciu został wstrzymany.

Czterech z pięciu „starych” akcjonariuszy, w tym pierwotni założyciele, sprzedało pozostały im po transakcji pakiet 18,9% udziału w kapitale zakładowym Shopera w procesie ABB. Tym samym założyciele spółki i wieloletni Prezes przestali być jej akcjonariuszami. Doszło również do wymiany całego Zarządu i Rady Nadzorczej. W skład Zarządu po zmianie wchodzi: na stanowisku Prezesa Jakub Dwernicki, a na stanowisku Wiceprezesa Robert Stasik. Obaj te same funkcje piastują w cyber_Folks. Marcin Kuśmierz - były Prezes Shopera - objął natomiast stanowisko Prezesa Allegro.

Synergie

Nowy właściciel widzi w przejęciu Shopera wiele synergii. W Grupie cyber_Folks jest szerokie spektrum produktów i usług dla e-commerce, w związku z czym istnieje duży potencjał w bazie klientów i sprzedaży łączonej. Spółki zakończyły rywalizację o tych samych klientów gdyż cyber_Folks wstrzymał inwestycję w _Stores, a jej klienci są przenoszani na Shopera. Spółki zaczęły podejmować wspólne inicjatywy marketingowe, wymieniają się już know-how i kompetencjami w zakresie AI, które od lat są budowane w Cyber_Folks, a które obecnie według Zarządu są bardzo potrzebne w Shoperze.

Oferta Shopera i Apilo pojawiła się na stronach Cyber_Folks i tym kanałem już pozyskiwanych jest kilkudziesięciu klientów miesięcznie (mechanizm rozliczeń z Cyber_Folks w modelu udziału w przychodach, podobnie jak z home.pl). Dla nowych klientów Shopera podpinane są domeny Cyber_Folks.

Synergie między Shoper i spółkami z Grupy cyber_Folks



Źródło: cyber_Folks

Vercom (również Grupa cyber_Folks) i jego narzędzia MailerLite oraz MessageFlow staną się natomiast domyślnymi narzędziami do komunikacji dla klientów Shopera. Vercom jest w trakcie integracji, która umożliwi przysyłanie automatycznych powiadomień generowanych przez system Shopera - np. o porzuconych koszykach, czy potwierdzenia płatności. Planowane zakończenie prac nad integracją to przełom III i IV kwartału.

Rozwój produktowy

Zarząd zapowiada też mocny rozwój produktowy, skupiony na produktach wysokomarżowych. W planie jest poprawienie doświadczenia z pracą na platformie zarówno dla klienta (sprzedawcy, który korzysta z Shoper) jak i dla kupujących na ich sklepach, rozwój aplikacji rozszerzających możliwości sklepu (App Store), rozwój sprzedaży zagranicznej (cross-border) oraz narzędzi AI.

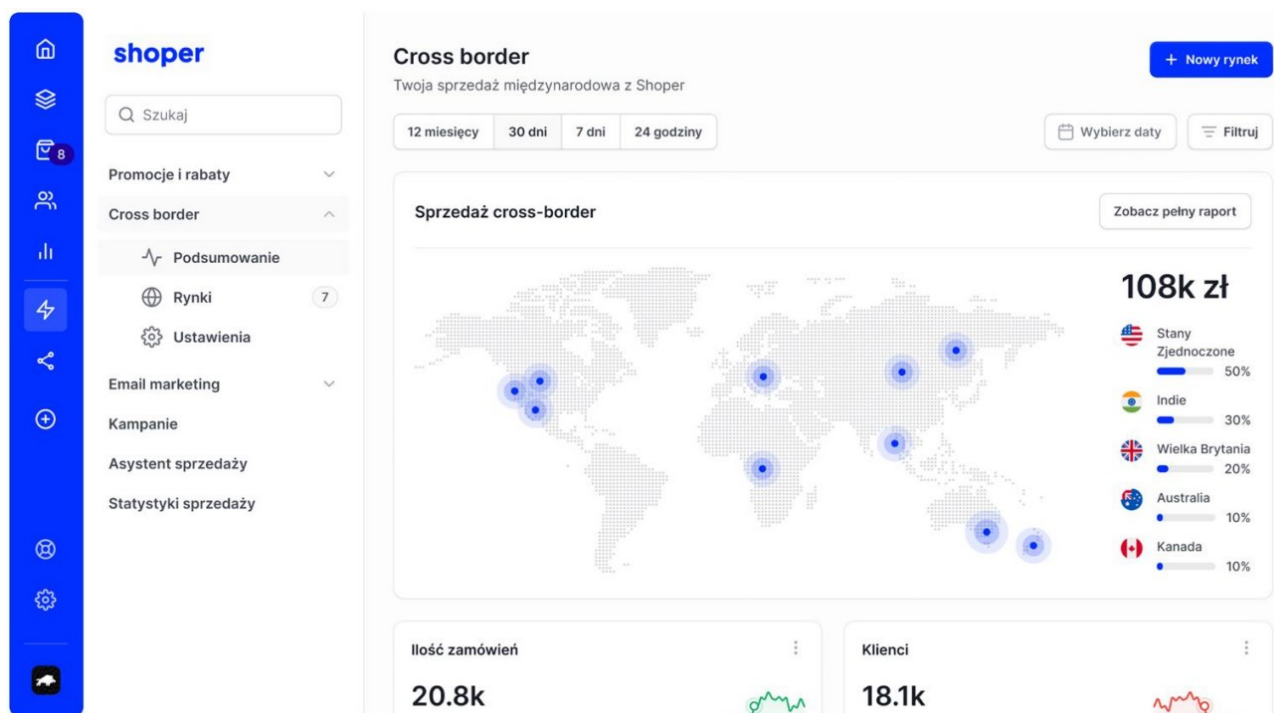
Jedną z kluczowych zmian, która już jest wprowadzana jest metamorfoza wizualna z perspektywy kupującego. We współpracy z agencją z San Francisco, pracującą dotychczas dla Shopify, wprowadzonych zostanie od 10 do 20 nowych szablonów sklepów, które w opinii Shopera mają wyznaczyć nowy standard jakości na polskim rynku. Szablony będą wprowadzane pod koniec bieżącego kwartału i przez cały kolejny.

Zmienia się też proces finalizacji zamówienia (tj. proces wpisania danych kupującego, płatności itd.), który do tej pory był osadzony w szablonie sklepu. Spółka obecnie pracuje nad ujednoliceniem procesu, zoptymalizowaniem go, co ma wpływać na wzrost konwersji, a proces będzie spójny wizualnie z nowymi szablonami. Możliwość skonfigurowania własnej ścieżki pozostanie jednak możliwy dla klientów premium.

Shoper ma się zmienić również z perspektywy sprzedawczego (właściciela sklepu internetowego). Nowy panel sprzedawcy jest projektowany od zera, z priorytetem na użyteczność platformy oraz wysoką jakość wizualną interfejsu. Wprowadzana jest już nowa odsłona edytora szablonów.

Dużymi projektami są też rozwój narzędzia do sprzedaży zagranicznej (cross-border) oraz analityki i raportów z wykorzystaniem AI i narzędzi BigData.

Nowy panel Cross-Border



Źródło: Shoper

Shoper planuje szerokie wykorzystanie AI, zarówno w produkcji, jak i wewnątrz. Przykładową planowaną funkcją Shopera, która powinna pojawić się za 2-3 kwartały ma być możliwość skonfigurowania usługi w trybie konwersacyjnym z AI - np. konfiguracji produktu, kampani czy zarządzania rabatami. Spółka widzi też potencjał m.in. w analizie danych transakcyjnych i opartych na AI podpowiedziach dla sprzedawców (np. dotyczące trendów, sezonowości, efektywności itp.). Shoper wprowadza też funkcjonalność automatycznego wypełniania treścią i zdjęciami szablonów sklepów. Wewnątrz spółka widzi potencjał wzrostu efektywności zespołów zajmujących się obsługą klienta.

Powyższe działania powinny poprawić postrzeganie Shopera w oczach klientów, obniżyć churn (odsetek klientów rezygnujących z usługi), poprawić wyniki sprzedażowe klientów. Są to usługi wysokomarżowe i skalowalne, które w dłuższym terminie powinny podnosić zadowolenie klientów, przyciągać nowych sprzedawców, zmniejszać churn i dają potencjał do zwiększania cennika i take rate. Według Zarządu, Shoper jest w stanie nie tylko utrzymać ale nawet przyspieszyć tempo wzrostu zysku netto i EBITDA, który obecnie wynosi ponad 20% r/r.

Aby tego dokonać zakładamy jednak wzrost wydatków R&D, zwiększenie zespołów zajmujących się technologią i produktem. Zdaniem Zarządu, Shoper był w stanie ściągnąć najlepszych w swoich dziedzinach fachowców produktowych.

Historycznie istotną częścią oferty i przychodów Shopera były usługi wsparcia marketingu online, z której przychody stanowiły prawdopodobnie niecałą połowę przychodów. W celu wzmocnienia kompetencji i zespołów w tym zakresie, Shoper między innymi w 2022 r. dokonał dwóch przejęć - agencji Sempire i Selium (pisaliśmy o nich na poprzednich stronach). Obecnie, nowy Zarząd, podjął decyzję o dalszym rozwoju Sempire jako osobna usługa, bez pełnej integracji z Shoperem i planuje zmniejszać udział usług SEO w przychodach Grupy. Znacznie mniejszy projekt Selium (doradztwo w zakresie prowadzenia sprzedaży na marketplace'ach) został natomiast przekazany w maju 2025 r. do spółki Changelog wraz ze stroną internetową, marką i pracownikami, w zamian za udział w przychodach.

Potencjalne przejęcia i wyjście za granicę

Nowy Zarząd widzi istotny potencjał do przejęć, w których zarówno cyber_Folks, jak i sam Shoper ma duże doświadczenie. Shoper, przy dobrych wynikach operacyjnych, nie posiada zadłużenia odsetkowego, dzięki czemu jego potencjał wydatków na przejęcia sięga nawet kilkuset milionów złotych.

Grupa cyber_Folks komunikowała w ostatnich miesiącach, że była zainteresowana przejęciem dużego podmiotu w branży, jednak wycofała się z transakcji, ze względu na zbyt wygórowaną cenę. Nie ma wątpliwości, że chodziło o spółkę IAI rozwijającą IdoSell, którego 51% pakiet należy obecnie do MCI Capital. W lipcu MCI i pozostali udziałowcy podpisali umowę przedwstępną sprzedaży całej spółki z globalnym funduszem Montagu za kwotę niecałego 1 mld PLN. Przejęcie IdoSell przez Grupę cyber_Folks, byłoby oczywiście ciekawą opcją rozwoju, jednak wycofanie się z licytacji oceniamy pozytywnie i jest według nas przejawem zdrowego rozsądku i chłodnego podejścia do przejęć ze strony Zarządu (wspólnego dla Shopera i cyber_Folks).

Niemniej transakcje M&A dalej są na stole. Shoper chce umacniać pozycję lidera w Polsce, choć obecnie w kraju może brakować potencjalnych celów. Bardziej prawdopodobne są przejęcia podmiotów zagranicznych, a potencjalnie w grę wchodzi rynki Europy Środkowo-Wschodniej.

We wrześniu dominujący akcjonariusz Shopera, cyber_Folks, przeprowadził emisję akcji, z których pozyskał 204 mln PLN. Jak poinformowano, Grupa analizuje obecnie pięć potencjalnych celów akwizycyjnych, których wartość jednostkowa mieści się w przedziale od 15 do 150 mln euro, a w perspektywie kolejnych dwunastu miesięcy możliwe jest przeprowadzenie transakcji o łącznej wartości do 1 mld PLN, przy czym finansowanie może być uzupełnione kredytem bankowym. W naszej ocenie jest wysoce prawdopodobne, że Shoper będzie uczestniczył w tych transakcjach.

Konkurencja

Istnieją 3 ścieżki na które można oprzeć platformę sklepu internetowego:

SaaS	Open Source	Rozwiązania dedykowane
Oprogramowanie w modelu SaaS pozwala na szybkie uruchomienie sklepu, nawet przez osoby bez kompetencji IT. Odpowiedzialność za hosting, aktualizacje, bezpieczeństwo czy zgodność z regulacjami przerzucona jest na dostawcę. Dostawcy oprogramowania SaaS oferują ekosystem integracji płatności, dostaw, narzędzi do automatyzacji. Wariant standardowo wybierany przez sklepy małe i średnie. Koszty są cykliczne i zazwyczaj mieszczą się w granicach do maksymalnie kilkuset złotych miesięcznie za abonament plus opłaty za usługi dodatkowe - płatności, logistykę, rozszerzenia, czy inne.	Open source to samodzielnie hostowany silnik sklepu na własnym serwerze lub w chmurze, co daje kontrolę nad kodem, danymi i infrastrukturą oraz dużą swobodę. Nie występuje opłata licencyjna, jednak występują koszty wdrożenia i utrzymania - programistów, testów, administracji, aktualizacji itp. Dostawca platformy zarabia na płatnych modułach, prowizjach od płatności, pakietach premium. Rozwiązanie atrakcyjne gdy ma się kompetencje IT wewnątrz organizacji, wymaga się customizacji, z reguły droższe od SaaS. Wyberany zarówno przez sklepy małe, średnie jak i duże.	Dają pełną kontrolę i customizację, jednak wymaga bardzo dużej inwestycji na starcie, a następnie generuje istotne koszty utrzymania. Wybierany przez największe organizacje. Kiedyś wybierany częściej, jednak wraz z rozwojem oprogramowania SaaS i Open Source jego popularność spadła.
Plusy: + szybkość uruchomienia + niskie koszty + nie wymaga kompetencji IT	Plusy: + większe możliwości customizacji + większa kontrola	Plusy: + nieograniczona customizacja + pełna kontrola
Minusy: - uzależnienie od możliwości platformy - mniejsza elastyczność platformy od pozostałych rozwiązań - uzależnienie od jednego	Minusy: - z reguły wyższe koszty - wymaga wiedzy i kompetencji IT	Minusy: - bardzo duże koszty wdrożenia i utrzymania - wymaga utrzymania wysokich kompetencji IT

W praktyce zdecydowana większość sklepów internetowych wybiera opcję SaaS lub Open Source, dlatego przy analizie konkurencji pominiemy opcję rozwiązań dedykowanych.

Zaznaczamy, że przy poniższych wnioskach kierowaliśmy się własnym researchem na podstawie dostępnych w sieci artykułów prasowych, nagrań video, opinii użytkowników, dostępnych danych.

Konkurencja SaaS

- ❑ **IdoSell** - rozbudowana i droższa platforma, z bardzo dużą liczbą funkcjonalności i umożliwiającą dużą customizację. Ma opinię rozwiązania raczej dla średnich i dużych sprzedawców, nieco przestarzałego pod kątem User Experience, mocno nastawionego na obsługę dużych wolumenów, integracje i sprzedaż wielokanałową, wysoce stabilnego i wydajnego. Spółka obecna również na Węgrzech przez przejętą spółkę ShopRenter. GMV wedle informacji ze strony IdoSell wynosi ponad 16,5 mld PLN (w porównaniu do 14,4 mld PLN GMV omnichannel w Shoprze w 2024 r.), a na oprogramowaniu pracuje około 8 tys. aktywnych sklepów. 51% pakiet spółki IAI rozwijającego IdoSell należy obecnie do MCI Capital, choć w lipcu MCI i pozostali udziałowcy podpisali umowę

przedwstępną sprzedaż całej spółki z globalnym funduszem Montagu za kwotę niecałego 1 mld PLN. Zakupem był prawdopodobnie zainteresowany również Cyber_Folks, jednak cena okazała się zbyt wygórowana. Zamiary nowego właściciela co do rozwoju platformy nie są znane.

- ❑ **Shopify** - światowy gigant e-commerce notowany na NASDAQ z siedzibą w Kanadzie o kapitalizacji 192 mld USD i GMV w 2024 r. w wysokości 292 mld USD. Obecny w 175 krajach, używa go ponad 5 mln sklepów. Globalnie bardzo silnie rosnący - GMV Shopify w 2024 r. wzrosło o 24%, a w 2025 r. spółka zapowiadała nawet nieco wyższy wzrost. Produkt skierowany zarówno do małych, średnich jak i dużych podmiotów. Z perspektywy użytkownika ma opinię bardzo przyjaznego, intuicyjnego, oferującego duże możliwości customizacji, bardzo dobry design strony, silne wsparcie sprzedaży międzynarodowej, tysiące aplikacji rozszerzających możliwości platformy, własną bramkę płatności. Do niedawna mało popularny w Polsce ze względu na brak lokalnych integracji (kurierzy, systemy ERP popularne w Polsce, systemy płatności), co się jednak zmienia, a liczba aktywnych sklepów to prawdopodobnie już kilka tysięcy. Ciągłe brakuje mu jednak integracji i rozwiązań specyficznych dla polskiego rynku (m.in. płatności BLIK), nie ma obsługi po polsku. Uchodzi za rozwiązanie dobre dla sklepów chcących sprzedawać za granicą oraz dla których design sklepu jest priorytetem. Jest to rozwiązanie istotnie droższe od Shopera i ma własną bramkę płatności. Jego globalny take rate w 2024 r. wyniósł 3,03%.
- ❑ **Sky-Shop** - istotnie mniejszy od Shopera, IdoSell i prawdopodobnie również Shopify w Polsce. Skierowany raczej do startujących i małych sprzedawców, uchodzi za system dobry do dropshippingu. Korzysta z niego prawdopodobnie kilka tysięcy sprzedawców.
- ❑ **Pozostałe** - jest wielu innych konkurentów, ale wedle naszego researchu żaden nie osiągnął w Polsce skali aby uznać go za szczególnie istotnego. Są to np.: Redcard, Selly, Atomstore, ShopGold, Comarch e-Sklep, WIX.

Konkurencja Open Source

- ❑ **WooCommerce** - najpopularniejszy i tani w użytkowaniu open source, będący wtyczką do WordPress, dzięki czemu dla osób znających ten system jest łatwy do uruchomienia. W prostych zastosowaniach może być nawet tańszy od SaaS, jednak przy rozbudowie i wzroście wymagań może stać się drogi w utrzymaniu. Jest to najpopularniejszy w Polsce system dla e-commerce, używany raczej przez mikro i małe sklepy.
- ❑ **PrestaShop** - bardziej wymagający od WooCommerce, jednak dający większą elastyczność. W prostych zastosowaniach tani, choć wymaga bardziej zaawansowanego hostingu i konfiguracji, większej wiedzy technicznej, wdrażany jest raczej przez agencje. W Polsce popularny dla bardziej rozbudowanych sklepów z zapleczem IT.
- ❑ **Magento** - jeszcze bardziej wymagająca platforma, wymagająca wydajnego hostingu, profesjonalnej obsługi technicznej, z wysokim kosztem wejścia i utrzymania, choć dająca duże możliwości, skalowalna, stabilna przy dużym ruchu i dużej liczbie produktów. W Polsce popularna dla średnich i dużych sklepów.

Liczba sklepów na rozwiązaniach open source jest w Polsce znacząca, jednak zakładamy, że zyskiwać będzie segment SaaS, który ma nad nim wiele przewag.

Shoper jest platformą SaaS najpopularniejszą w Polsce pod kątem liczby sklepów, ma opinię dobrego systemu dla małych i średnich sprzedawców oraz dużych ale niewymagających istotnej customizacji. W odróżnieniu od konkurentów, którzy dostarczają właściwie wyłącznie technologię, Shoper stał się firmą mocno kojarzoną z usługami dodatkowymi jak marketing. Nowy Zarząd zapowiada jednak zmianę w tym podejściu i mocniejsze skupienie się na technologicznej stronie biznesu.

W bazowym scenariuszu zakładamy, że Shopify, który wydaje się być istotną konkurencją, nie będzie w stanie zdominować polskiego rynku, ze względu na istotnie wyższy cennik i brak lokalnego podejścia (brak struktur w Polsce, brak niektórych integracji, czy polskiej obsługi). Spółka może jednak wzmacniać pozycję w Polsce.

Rynek e-commerce w Polsce

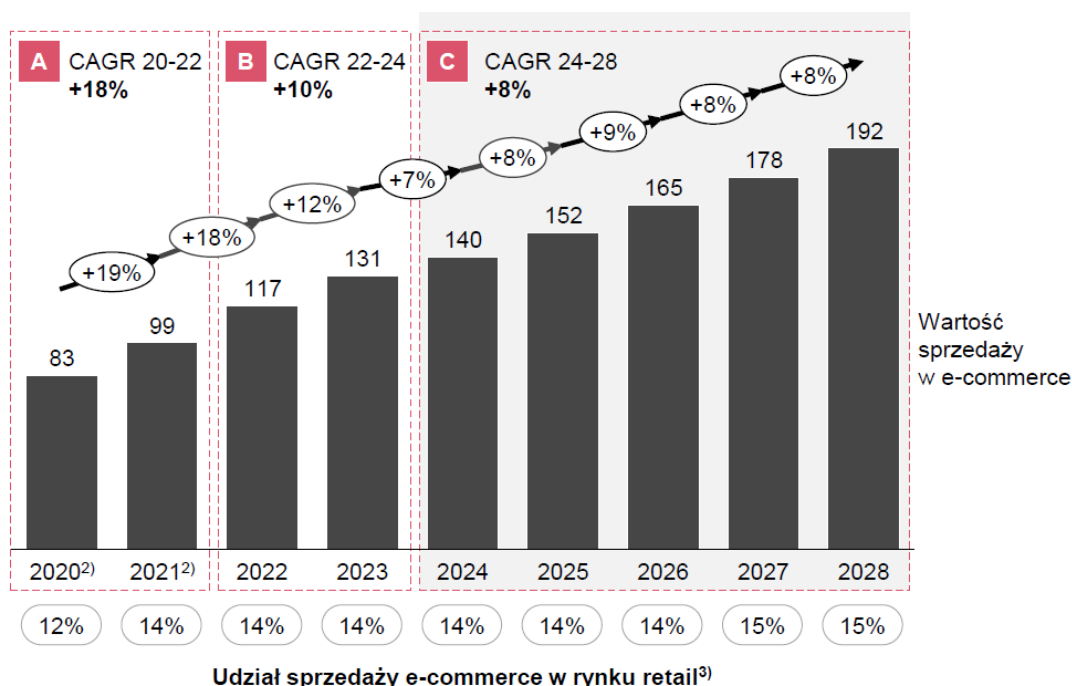
Według raportu Strategy& z 2024 r. („E-commerce w Polsce: konkurencja i rosnące oczekiwania napędzają rozwój”), wartość rynku e-commerce w 2028 r. w Polsce wyniesie 192 mld PLN, a tempo wzrostu rynku wyniesie średnio 8% rocznie. Polska ma dążyć do zrównania się z Zachodem pod kątem liczby użytkowników i wielkości koszyka zakupowego.

Według Strategy&, od początku pandemii liczba internautów oraz osób robiących zakupy online w Polsce nieznacznie wzrosła, co wskazuje na dojrzałość rynku. Niewielki przyrost użytkowników e-commerce nie musi jednak oznaczać spowolnienia sprzedaży – część z nich zaczyna kupować w nowych kategoriach, co przekłada się na większą częstotliwość zakupów.

Jak podaje Strategy&, polscy konsumenci, korzystający z wygodnych rozwiązań płatniczych (np. BLIK) oraz logistycznych (np. gęsta sieć automatów paczkowych, także w mniejszych miejscowościach), zmieniają swoje nawyki zakupowe – kupują częściej i wydają więcej. Wzrost średniej wartości koszyka wynika częściowo również z inflacji.

Elektronika, AGD, dom i ogród oraz moda to największe segmenty e-commerce, odpowiadające łącznie za ok. 60% wartości rynku. Według Strategy& ich udział nieznacznie spadnie do 2028 roku, ponieważ tempo wzrostu w tych kategoriach będzie hamowane przez nasycenie i dojrzałość rynku. Duży potencjał rozwoju ma natomiast e-grocery. Segment modowy - jeden z najistotniejszych w Shopperze - ma rosnąć w tempie 10% rocznie.

Wielkość rynku e-commerce w Polsce



³⁾ - rynek retail w Polsce z wyłączeniem motoryzacji w handlu offline

Źródło: Strategy& „E-commerce w Polsce: konkurencja i rosnące oczekiwania napędzają rozwój”) 2024

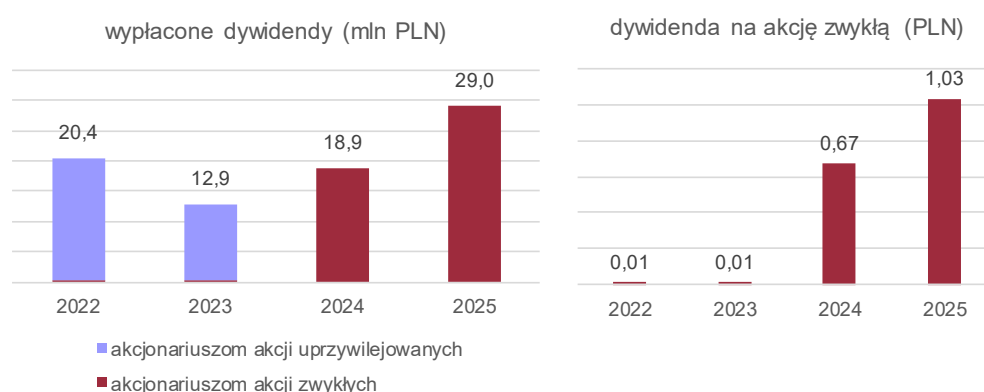
W naszej opinii rynek w scenariuszu dalszego mocnego wzrostu wspierać będzie mocne otoczenie makroekonomiczne. Konsumenta w Polsce wspierać będzie niska inflacja, wzrost zarobków, dobra sytuacja na rynku pracy i spadające stopy procentowe.

Polityka dywidendowa

Shoper nie ma sformalizowanej polityki dywidendowej, jednak od lat wypłaca w formie dywidendy większość zysku.

W latach 2020-2023 prawie całość dywidendy przyznawana była jednak akcjonariuszom akcji uprzywilejowanych (akcje uprzywilejowane dawały dywidendę 5000x wyższą od akcji zwykłych). Akcje uprzywilejowane co do dywidendy zostały wyemitowane jeszcze przed debiutem na GPW i były zapewne skutkiem wejścia funduszu V4C w 2019 r. Uprzywilejowanie akcji wygasło w 2023 r. po wypłacie dywidendy za 2022 r., a akcje uprzywilejowane uległy umorzeniu. Od tego momentu wszystkie wyemitowane akcje są akcjami zwykłymi, a akcjonariusze na równi uczestniczą w dywidendzie.

Dywidendy od debiutu na GPW



Źródło: Shoper, BM Banku Millennium

Intencją Zarządu jest wypłacanie dywidendy z wysoką dynamiką wzrostu. Jej wielkość uzależniamy jednak od potencjalnych przejęć, których realizacja obniżałaby potencjał wypłat.

Akcjonariat

W momencie debiutu spółki na GPW w 2021 r. akcjonariat spółki obejmował założycieli spółki tj. Krzysztofa Krawczyka (16,4% w kapitale zakładowym) i Rafała Krawczyka (16,4%), jak również podmioty: Modhaus sp. z o.o. (16,4%, spółka powiązana z Jaromirem Łycińskim), KFF S.à r.l. (16,4%, spółka powiązana z Marcinem Kuśmierzem) oraz fundusz V4C (34,3%), który do akcjonariatu dołączył w roku 2019 poprzez odkupienie pakietu akcji od pozostałych akcjonariuszy.

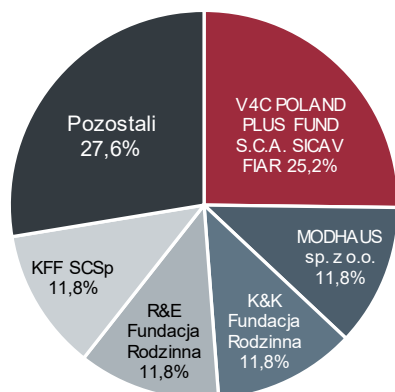
W debiucie na GPW wszyscy akcjonariusze sprzedali po 27,5% posiadanych akcji, przy wycenie 1,34 mld PLN. Jak na swojej stronie internetowej informuje V4C, na częściowym wyjściu zrealizował 2,2-krotny zwrot z kapitału.

W lutym 2025 pięciu głównych akcjonariuszy Shopera sprzedało akcje stanowiące łącznie 49,9% w kapitale zakładowym i głosach, za cenę 39 PLN za akcję (cena rynkowa na moment podpisania umowy przedwstępnej) Grupie cyber_Folks. Łączna wartość transakcji wyniosła 547,5 mln PLN. Czterech ze „starych” akcjonariuszy (wszyscy z wyłączeniem Modhaus) sprzedało pozostały im pakiet dający 18,9% udziału w kapitale zakładowym w ramach procesu ABB również po cenie 39 PLN za akcję.

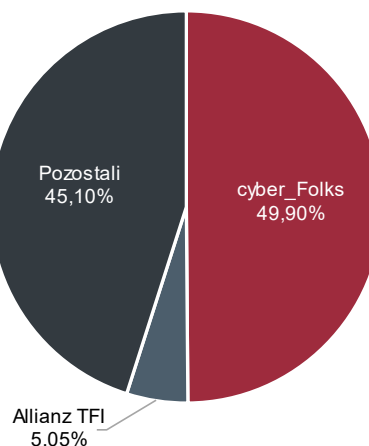
Tym sposobem ze spółką pożegnali się wieloletni akcjonariusze i osoby zakładające spółkę 20 lat temu. Po transakcji dokonano wymiany całego Zarządu i Rady Nadzorczej.

Akcjonariat przed i po wejściu cyber_Folks

akcjonariat przed wejściem cyber_Folks
(listopad 2024)



akcjonariat obecnie



Źródło: Shoper, BM Banku Millennium

K&K Fundacja Rodzinna - podmiot zależny od Krzysztofa Krawczyka - jednego z założycieli Shopera

R&E Fundacja Rodzinna - podmiot zależny od Rafała Krawczyka - drugiego z założycieli Shopera

KFF SCSp - podmiot zależny od Marcina Kuśmiera - byłego Prezesa spółki

Modhaus sp.z o.o. - podmiot zależny od Jaromira Łycińskiego

ESG

Shoper jest spółką komunikującą swoje zaangażowanie w zrównoważony rozwój, realizując liczne inicjatywy w obszarach ESG. Firma traktuje ten temat jako istotny element swojej strategii.

W zakresie środowiskowym Shoper utrzymuje usługi klientów na serwerach o zerowej emisji CO₂, angażuje się w edukację ekologiczną we współpracy z uczelniami, organizuje warsztaty o recyklingu oraz akcje edukacyjne. Firma promuje ekologiczne formy transportu.

W obszarze społecznym spółka publikuje raporty i materiały edukacyjne o e-commerce i zrównoważonym biznesie, wspiera kulturę organizacyjną opartą na otwartości i zdrowym stylu życia – m.in. poprzez rowerowe przejazdy pracowników. Shoper wspiera również fundacje charytatywne, przekazując środki na wyprawki szkolne dla dzieci oraz na WOŚP.

W zakresie ładu korporacyjnego firma wdraża narzędzia do liczenia emisji CO₂. Implementowane są polityki zrównoważonego rozwoju, które mają na celu dalsze ograniczanie wpływu firmy na środowisko.

Firma przygotowuje się do raportowania ESG za rok 2025.

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p
przychody ze sprzedaży	123,3	152,6	192,8	222,6	265,0	324,8	384,0	439,2
koszty działalności operacyjnej	-97,2	-120,7	-146,3	-164,3	-190,2	-220,9	-256,9	-290,0
amortyzacja	-9,6	-13,9	-16,4	-20,4	-22,0	-24,1	-26,0	-28,2
EBIT	25,2	31,4	45,0	56,1	73,3	101,9	125,0	146,7
marża EBIT	20,4%	20,6%	23,3%	25,2%	27,7%	31,4%	32,5%	33,4%
EBITDA	34,8	45,3	61,3	77,2	95,4	126,0	150,9	174,9
marża EBITDA	28,2%	29,7%	31,8%	34,7%	36,0%	38,8%	39,3%	39,8%
EBITDA skorygowana	38,7	50,4	66,1	80,7	100,2	130,9	156,0	180,0
marża EBITDA skorygowana	31,4%	33,0%	34,3%	36,3%	37,8%	40,3%	40,6%	41,0%
zysk przed opodatkowaniem	23,3	30,7	47,0	55,7	73,6	102,8	126,6	148,6
podatek dochodowy	-5,3	-4,8	-9,5	-10,9	-14,0	-19,5	-24,0	-28,2
zysk netto	18,0	25,9	37,5	44,8	59,6	83,3	102,5	120,4
marża zysku netto	14,6%	17,0%	19,5%	20,1%	22,5%	25,6%	26,7%	27,4%
liczba akcji zwykłych (mln)	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1
EPS	0,64	0,92	1,33	1,59	2,12	2,96	3,64	4,28

Źródło: Shoper, prognozy BM Banku Millennium

Skonsolidowane sprawozdanie z sytuacji finansowej

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p
aktywa trwałe	95,1	97,0	99,5	104,4	113,4	119,9	127,8	136,6
rzeczowe aktywa trwałe i w wartości niematerialne	67,6	70,2	72,2	77,1	86,2	92,6	100,5	109,3
pozostałe	27,5	26,8	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3
aktywa obrotowe	20,5	29,4	53,9	58,3	85,5	132,8	158,7	185,2
należności z tyt. dostaw i usług i pozostałe	7,6	10,1	14,3	16,5	19,6	24,1	28,5	32,6
środki pieniężne i ich ekwiwalenty	11,8	17,2	37,2	38,7	62,2	104,2	124,9	146,6
pozostałe	1,1	2,1	2,4	3,0	3,6	4,4	5,3	6,0
aktywa razem	115,6	126,4	153,4	162,7	198,9	252,6	286,4	321,8
kapitał własny	37,8	55,8	74,0	92,1	120,7	161,2	185,4	208,5
zobowiązania i rezerwy								
zobowiązania długoterminowe	34,0	35,3	21,4	22,7	22,0	23,8	21,7	23,2
zobowiązania z tytułu leasingu	15,5	14,8	13,8	14,4	15,5	16,5	17,7	18,9
pozostałe	18,5	20,6	7,6	8,4	6,5	7,3	4,0	4,3
zobowiązania krótkoterminowe	43,3	34,9	58,1	47,9	56,3	67,7	79,3	90,1
zobowiązania z tytułu leasingu	3,8	4,3	4,7	4,9	5,3	5,7	6,1	6,5
kredyty i pożyczki	6,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	10,9	12,7	15,5	17,8	21,2	26,0	30,7	35,1
pozostałe	28,6	17,9	37,8	25,1	29,8	36,0	42,5	48,5
pasywa razem	115,6	126,4	153,4	162,7	198,9	252,6	286,4	321,8
BVPS	1,3	2,0	2,6	3,3	4,3	5,7	6,6	7,4
Dług / (gotówka) netto	14,1	1,9	-18,7	-19,4	-41,5	-82,0	-101,2	-121,2

Źródło: Shoper, prognozy BM Banku Millennium

Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p
Zysk przed opodatkowaniem	23,3	30,7	47,0	55,7	73,6	102,8	126,6	148,6
amortyzacja	9,6	13,9	16,4	20,4	22,0	24,1	26,0	28,2
zmiana kapitału obrotowego	4,9	5,6	-0,2	3,0	4,5	6,0	6,3	5,8
przepływy z działalności operacyjnej	34,0	45,8	60,6	70,5	89,4	119,2	136,8	160,1
nabycie WNIP oraz aktywów rzeczowych	-11,4	-11,7	-14,5	-19,1	-24,0	-23,0	-25,8	-28,3
pozostałe	-18,2	-4,6	-2,4	-15,0	0,0	0,0	0,0	0,0
przepływy z działalności inwestycyjnej	-29,6	-16,3	-16,9	-34,1	-24,0	-23,0	-25,8	-28,3
dywidendy	-20,4	-12,9	-18,9	-29,0	-35,8	-47,7	-83,3	-102,5
pozostałe	3,6	-11,1	-4,9	-5,9	-6,1	-6,5	-7,0	-7,5
przepływy z działalności finansowej	-16,8	-24,1	-23,7	-34,9	-41,9	-54,2	-90,3	-110,0
zmiana gotówki netto								
DPS*	0,0	0,0	0,7	1,0	1,3	1,7	3,0	3,6
CEPS	1,0	1,4	1,9	2,3	2,9	3,8	4,6	5,3
FCFPS	0,2	1,1	1,3	1,2	2,2	3,2	3,8	4,4

Źródło: Shoper, prognozy BM Banku Millennium

* DPS na akcję zwykłą

Wskaźniki

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p
zmiana sprzedaży	53,7%	23,8%	26,3%	15,4%	19,1%	22,6%	18,3%	14,4%
zmiana EBITDA	30,3%	30,3%	35,3%	25,9%	23,5%	32,1%	19,8%	15,9%
zmiana EBIT	16,4%	25,0%	43,0%	24,8%	30,7%	39,0%	22,6%	17,4%
zmiana zysku netto	-28,9%	44,2%	44,9%	19,4%	33,2%	39,6%	23,1%	17,4%
marża EBITDA	28,2%	29,7%	31,8%	34,7%	36,0%	38,8%	39,3%	39,8%
marża EBIT	20,4%	20,6%	23,3%	25,2%	27,7%	31,4%	32,5%	33,4%
marża zysku netto	14,6%	17,0%	19,5%	20,1%	22,5%	25,6%	26,7%	27,4%
sprzedaż/aktywa (x)	1,07	1,21	1,26	1,37	1,33	1,29	1,34	1,36
stopa podatkowa	22,9%	15,7%	20,1%	19,6%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	47,5%	46,4%	50,7%	48,6%	49,4%	51,7%	55,3%	57,8%
ROA	15,5%	20,5%	24,5%	27,5%	30,0%	33,0%	35,8%	37,4%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	14,1	1,9	-18,7	-19,4	-41,5	-82,0	-101,2	-121,2

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.
- ❑ **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 odpływ 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** - obecny Zarząd Shopera jest zdeterminowany do przejęć, których rozmiar może być dla Shopera istotny. 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 wymienia 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 odpływ klientów, odpowiedzialność cywilną, kary i odszkodowania.
- ❑ **Ryzyko związane z odpływem kadry menedżerskiej i kluczowych pracowników** - Grupa Shoper rozwija swoją działalność dzięki wysoko wykwalifikowanej kadrze 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	Neutralnie	24 wrz 24	22,80	20,80	Seweryn Żołtyński
Ambra	Akumuluj	1 paź 24	26,10	30,40	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	7 paź 24	3,54	4,50	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	6 gru 24	5,10	6,10	Adam Zajler
Ambra	Akumuluj	12 mar 25	22,70	25,90	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	27 mar 25	5,68	6,80	Adam Zajler
IFIRMA	Akumuluj	9 kw i 25	22,90	25,40	Seweryn Żołtyński
IMS	Kupuj	21 maj 25	3,75	4,60	Łukasz Bugaj
IFIRMA	Akumuluj	29 maj 25	26,35	29,70	Seweryn Żołtyński
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 Żołtyński
Shoper	Akumuluj	15 wrz 25	52,00	57,60	Seweryn Żołtyński

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, IFIRMA, IMS, VRG, Shoper i 11Bit Studios uczestniczą w programie GPW w wsparcia analitycznego, a Agora i Korporacja KGL uczestniczyły w programie do 30 czerwca 2023 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	7	50%
Akumuluj	6	43%
Neutralnie	1	7%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

Nie w ydano 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 Doradca inwestycyjny +48 22 598 26 82 marcin.materna@bankmillennium.pl	Dyrektor banki, ubezpieczenia
Adam Zajler +48 22 598 26 88 adam.zajler@bankmillennium.pl	Analityk przemysł, technologie, media
Łukasz Bugaj, CFA Doradca inwestycyjny +48 22 598 26 59 lukasz.bugaj@bankmillennium.pl	Analityk fundusze inwestycyjne
Grzegorz Gawkowski +48 22 598 26 05 grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl	Analityk fundusze inwestycyjne
Seweryn Żołyniak, CFA Doradca inwestycyjny +48 22 598 26 71 seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl	Analityk handel, deweloperzy

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki +48 22 598 26 34 radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl	Dyrektor
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 partykularnych 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 nieprawidłowe. 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 między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stop procentowych, których wyeliminowanie 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) - lepiej 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 uzależniający 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 świadczyć, 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 występuje) 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 i 11 Bit 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 sporządzania 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. uzupełniającym 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 partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

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 osiągniętych 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 15 września 2025r. o godzinie 15:30, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 15 września 2025r. 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.