

Asbis

Na fali nowych rynków oraz AI

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Asbis z zaleceniem KUPUJ i wyceną wartości godziwej na poziomie PLN 36.53 na akcję (38% potencjał wzrostu względem obecnej ceny). Przychody grupy rosną w każdym z raportowanych regionów, zwłaszcza w państwach Bliskiego Wschodu i Afryki, a od kilku miesięcy Asbis jest beneficjentem zamówień związanych z infrastrukturą AI. Co więcej, sprzedaż smartfonów osiągnęła w 2Q25 rekordową wartość, a rentowność spółki wspiera segment kilku marek własnych. Oczekujemy, że po kilku słabszych kwartałach i trudnościach w realizacji prognoz, dynamika wyników przyspieszy. Zakładamy zysk netto w 2025E na poziomie USD 56.7m (+4% r/r).

Długoterminowy potencjał wzrostu przychodów w krajach EŚW oraz Bliskiego Wschodu i Afryki. W długim terminie oczekujemy wzrostu przychodów, dzięki ekspozycji spółki na kraje, w których PKB per capita PPP i standard życia relatywnie szybko rosną oraz dzięki wchodzeniu na nowe rynki. Zakładamy wzrost udziału w sprzedaży krajów Bliskiego Wschodu i Afryki z 16% w 2024 roku do 24% w 2025E oraz CAGR przychodów na poziomie 8.5% dla lat 2025E-2034E. CAGR dla regionu EŚW w tym samym okresie zakładamy na poziomie 6.4%. Tempo wzrostu konsumpcji w powyższych regionach, rozpoczęcie sprzedaży w nowych krajach, niższe nasycenie rynku elektroniką niż w krajach Europy Zachodniej oraz mniejszy udział iPhone'ów powinny wspierać solidny wzrost przychodów w długim terminie.

Rosnący popyt na centra danych w regionie EMEA. W średnim terminie Asbis jest znacznym beneficjentem inwestycji w centra danych w regionie EMEA. Udział serwerów w sprzedaży grupy wyniósł 20% w 2Q25 z dynamiką na poziomie aż 457% r/r. W 1H25 przychody w segmencie serwerów rosły w związku z projektami w ZEA, Azji Centralnej i Holandii, a spółka już zawiera nowe kontrakty m.in. w Polsce i Słowacji. Przykładowo, analizy PwC zakładają potrojenie mocy potrzebnej do zasilania centrów danych na Bliskim Wschodzie w najbliższych 5 latach. Marże na serwerach z obecnych 3-4% powinny z czasem rosnąć wraz z rozwojem sprzedaży usług posprzedażowych i produktów dodatkowych.

Poprawa wyników w Kazachstanie. Asbis korzysta na poprawie sytuacji w Kazachstanie, co jest związane z obowiązkiem rejestracji przez konsumentów numerów IMEI swoich smartfonów, co osłabia nielegalną konkurencję. Już w 2Q25 sprzedaż w Kazachstanie wzrosła o 59% r/r.

Dywidenda i mnożniki. Asbis posiada politykę dywidendową wypłaty do 50% zysku netto. Oczekujemy poprawy w generowaniu przepływów pieniężnych oraz DY na poziomie 6.9%/7.0%/9.1% w latach 2025E/2026E/2027E. Zakładamy ujemną stopę uFCF w 2025-26E z powodu inwestycji w kapitał obrotowy, a następnie oczekujemy dodatnich stóp 4.7%/9.3%/10.6% w 2027E/2028E/2029E. Obecna wycena implikuje relatywnie niskie mnożniki P/E i EV/EBITDA, które wynoszą 7.1x i 5.0x w 2025E oraz 5.5x i 5.1x w 2026E, przez co uważamy, że istnieje potencjał do wzrostu kursu.

Tabela 1. Asbis podsumowanie prognoz

USD m	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	2,690.0	3,061.2	3,008.5	3,682.5	3,897.6	4,143.6
EBITDA	116.4	120.2	102.9	109.5	114.8	122.3
EBIT	110.9	112.5	94.3	100.7	103.8	109.5
Zysk netto	75.8	53.0	54.4	56.7	72.8	76.6
EPS (USD)	1.37	0.96	0.98	1.02	1.31	1.38
DPS (USD)	0.30	0.45	0.50	0.50	0.51	0.66
stopa uFCF (%)	-22.0%	9.1%	4.7%	-5.4%	-4.3%	4.7%
EV/EBITDA (x)	3.3	3.9	3.3	5.0	5.1	5.0
P/E (x)	4.0	7.6	4.6	7.1	5.5	5.3

Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Dystrybutor IT

Asbis

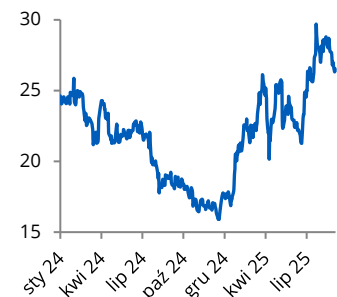
KUPUJ

FV PLN 36.53

38% potencjał wzrostu

Cena z dnia 2 września 2025 PLN 26.54

Raport inicjujący



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	55.5
Kapitalizacja (EUR m)	345.4
12M śr. dzienny wolumen (k)	126.5
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.7
12M max/min (PLN)	29.80/15.60
Waga w WIG (%)	0.17%
Reuters	ASBP.WA
Bloomberg	ASB PW

Stopa zwrotu

1M	-5.9%
3M	15.9%
12M	39.5%

Akcjonariusze (% akcji)

KS Holdings Ltd	36.8%
Zbigniew Juroszek	5.5%
Pozostali	57.7%

Analitycy

Jakub Stebel
jakub.stebel@ipopema.pl
+48 697 810 026
Łukasz Kosiarski
lukasz.kosiarski@ipopema.pl
+ 48 882 108 382

ASBIS

KUPUJ

FV PLN 36.53

Kapitalizacja EUR 345m

Potencjał wzrostu: +38%

Mnożniki wyceny	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	7.6	4.6	7.1	5.5	5.3
EV/EBITDA (x)	3.9	3.3	5.0	5.1	5.0
EV/Przychody (x)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
P/BV (x)	1.4	0.8	1.2	1.1	1.0
Stopa uFCF (%)	9.1%	4.7%	-5.4%	-4.3%	4.7%
Stopa dywidendy (%)	6.2%	11.2%	6.9%	7.0%	9.1%

Na akcję	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Liczba akcji (m)	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5
EPS (USD)	1.0	1.0	1.0	1.3	1.4
BVPS (USD)	5.1	5.4	5.9	6.7	7.4
uFCFPS (USD)	0.7	0.2	-0.4	-0.3	0.3
DPS (USD)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.7

Zmiana r/r (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	13.8%	-1.7%	22.4%	5.8%	6.3%
EBITDA	3.3%	-14.4%	6.4%	4.9%	6.6%
EBIT	1.4%	-16.2%	6.8%	3.1%	5.4%
Zysk netto	-30.0%	2.6%	4.2%	28.3%	5.2%

Wskaźniki	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Marża EBITDA (%)	3.9%	3.4%	3.0%	2.9%	3.0%
Marża EBIT (%)	3.7%	3.1%	2.7%	2.7%	2.6%
Marża netto (%)	1.7%	1.8%	1.5%	1.9%	1.8%
Dług netto / EBITDA (x)	0.6	0.9	1.3	1.6	1.7
Dług netto / Kapitał własny	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
Dług netto / Aktywa (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE (%)	20.2%	18.8%	18.1%	20.8%	19.5%
ROA (%)	5.1%	4.9%	4.4%	5.2%	5.1%

Założenia (KPIs)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	3,061	3,009	3,682	3,898	4,144
WNP	1,563	1,266	1,246	1,282	1,339
CEE	791	869	1,033	1,106	1,181
MEA	426	490	897	976	1,062
Europa Zachodnia	257	320	430	451	473
Inne	24	63	77	82	88
Udział regionów					
WNP	51%	42%	34%	33%	32%
CEE	26%	29%	28%	28%	29%
MEA	14%	16%	24%	25%	26%
Europa Zachodnia	8%	11%	12%	12%	11%
Inne	1%	2%	2%	2%	2%
Udział produktów					
Smartfony	41%	42%	38%	37%	37%
Procesory (CPU)	10%	10%	9%	9%	9%
Laptopy	8%	7%	6%	6%	7%
Serwery	4%	5%	15%	15%	16%
Inne	37%	35%	32%	32%	32%

RZIS (USDm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	2,690.0	3,061.2	3,008.5	3,682.5	3,897.6	4,143.6
Koszt własny sprzedaży	-2,462.3	-2,809.0	-2,768.3	-3,424.5	-3,624.6	-3,853.4
Zysk brutto na sprzedaży	227.8	252.3	240.2	257.9	273.0	290.3
Koszty sprzedaży	-69.2	-82.7	-86.2	-93.8	-99.2	-105.3
Koszty ogólnego zarządu	-47.6	-57.0	-59.7	-63.4	-70.0	-75.5
EBITDA	116.4	120.2	102.9	109.5	114.8	122.3
EBIT	110.9	112.5	94.3	100.7	103.8	109.5
Przychody (koszty) finansowe netto	-20.7	-32.2	-29.5	-31.9	-13.9	-14.9
Zysk przed opodatkowaniem	90.2	80.3	64.8	68.8	89.9	94.5
Podatek dochodowy	-15.2	-12.0	-10.8	-12.5	-17.1	-18.0
Udziały mniejszościowe	0.0	0.1	0.3	0.1	0.0	0.0
Zysk netto	75.8	53.0	54.4	56.7	72.8	76.6

BILANS (USDm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa trwałe	59.6	81.3	88.2	102.7	115.7	127.5
Rzeczowe aktywa trwałe	50.3	66.9	72.6	86.2	98.2	109.0
Wartość firmy	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Wartości niematerialne	1.1	1.7	2.8	3.8	4.8	5.8
Pozostałe aktywa trwałe	7.8	12.0	12.1	12.1	12.1	12.1
Aktywa obrotowe	1,003.9	931.2	1,112.7	1,254.7	1,331.4	1,408.6
Zapasy	514.8	413.8	516.8	613.7	669.1	711.3
Należności handlowe	328.9	346.1	396.9	471.4	518.4	551.1
Środki pieniężne	92.4	108.3	105.4	76.1	50.4	52.6
Pozostałe aktywa obrotowe	67.8	63.0	93.5	93.5	93.5	93.5
Aktywa ogółem	1,063.5	1,012.5	1,200.8	1,357.4	1,447.1	1,536.1
Kapitał własny	244.2	281.2	298.3	327.3	371.8	411.7
Udziały mniejszościowe	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
Zobowiązania długoter.	10.2	15.7	27.2	27.2	27.2	27.2
Kredyty i pożyczki	9.2	14.7	26.1	26.1	26.1	26.1
Inne zobowiązania długoter.	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Zobowiązania krótkoter.	809.2	715.5	875.3	1,002.9	1,048.1	1,097.2
Zobowiązania handlowe	436.0	391.5	562.8	670.5	695.6	724.7
Kredyty i pożyczki	205.6	197.7	222.4	242.4	262.4	282.4
Inne zobowiązania krótkoter.	167.6	126.3	90.0	90.0	90.0	90.0
Pasywa ogółem	1,063.5	1,012.5	1,200.8	1,357.4	1,447.1	1,536.1
Cykl konwersji gotówki (w dniach)	47.0	33.7	46.6	48.5	50.5	49.0
Dług brutto (USD PLN)	214.7	212.4	248.6	268.6	288.6	308.6
Dług netto (USD PLN)	79.7	68.7	92.0	141.3	187.0	204.7

RACHUNEK PRZEPŁ. (USDm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przepływy operacyjne	-56.0	45.4	26.7	33.7	20.5	58.5
Zysk netto	75.8	53.0	54.4	56.7	72.8	76.6
Amortyzacja	5.4	7.7	8.6	8.7	11.0	12.9
Zmiana kapitału obrotowego	-149.2	20.8	17.2	-63.8	-77.2	-45.9
Inne	11.9	-36.1	-53.5	31.9	13.9	14.9
Przepływy inwestycyjne	-11.1	-11.7	-18.1	-23.3	-24.0	-24.7
CAPEX	-11.5	-17.7	-18.9	-23.3	-24.0	-24.7
Inne	0.4	6.0	0.8	-0.1	0.0	0.0
Przepływy finansowe	8.6	-17.7	-11.5	-39.7	-22.2	-31.6
Zmiana kapitału własnego	-4.7	9.2	-9.3	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	30.6	-2.4	36.2	20.0	20.0	20.0
Dywidenda	-16.6	-25.0	-27.7	-27.8	-28.3	-36.6
Odsetki	-20.7	-32.2	-29.5	-31.9	-13.9	-14.9
Inne	19.9	32.6	18.8	0.0	0.0	0.0
Zmiana stanu gotówki	-58.6	16.0	-2.9	-29.3	-25.7	2.2
Gotówka na koniec okresu	92.4	108.3	105.4	76.1	50.4	52.6

Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Spis treści

Spis treści.....	3
Wycena	4
Wycena DCF	4
Wycena DDM.....	5
IPOPEMA vs konsensus.....	6
Analiza modelu biznesowego	7
Silny i niezwykle zróżnicowany geograficznie rynek	7
Ważne wydarzenia w ostatnich latach – wojna na Ukrainie i pandemia Covid 19	11
Szeroka gama produktów.....	12
Skokowy wzrost przychodów w 2Q25.....	15
Wpływ rozszerzenia opłaty reprograficznej w Polsce	16
Marki własne jako sposób na poprawę rentowności	16
Potencjał rynku na którym działa grupa	18
Sezonowość przychodów	21
Koszty w spółce.....	22
Osiągane marże	22
Kapitał obrotowy i cykl konwersji gotówki	23
Czynniki ryzyka.....	26
Akcjonariat.....	28
Prognozy finansowe.....	29

Wycena

Do wyceny grupy Asbis stosujemy dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz model zdyskontowanych dywidend (DDM). Do obu metod przyjmujemy wagę 50%. Spółka regularnie wypłaca dywidendy zgodnie z polityką dywidendową wypłaty do 50% zysku netto. Uważamy, że Asbis utrzyma tę politykę w okresie 2025E-2027E, a następnie od 2028E, gdy zmniejszy się wielkość inwestycji w kapitał obrotowy, spółka będzie wypłacać 70% zysku netto, co wynika z oczekiwanej przez nas generacji gotówki.

Na podstawie naszych prognoz otrzymujemy wartość godziwą na poziomie PLN 36.53 na akcję, tj. 38% powyżej obecnej ceny rynkowej, co implikuje rekomendację KUPUJ.

Tabela 2. Asbis podsumowanie wyceny

I metoda: DCF	
Wycena	39.82
Waga	50%
II metoda: DDM	
Wycena	33.23
Waga	50%
Wycena na akcje (PLN)	36.53

Źródło: IPOPEMA Research

Wycena DCF

Do wyceny grupy Asbis wykorzystujemy model DCF bazujący na naszych prognozach wolnych przepływów pieniężnych dla okresu 2025E-2034E. W naszych założeniach przyjęliśmy premię za ryzyko na poziomie 5.5%, stopę wolną od ryzyka na poziomie 5.0% oraz 1.0% premii za ryzyko długu, aby odzwierciedlić efektywne średnie koszty finansowania długoterminowego. Zakładamy standardową nielewarowaną betę na poziomie 1.0x i stopę wzrostu 2.0% w okresie rezydualnym.

Tabela 3. Asbis wycena DCF (mln USD)

USD m	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Okres rezyd.
Przychody	3682.5	3897.6	4143.6	4396.6	4656.2	4922.3	5201.5	5494.2	5800.9	6122.3	6244.7
Dynamika przychodów r/r	22.4%	5.8%	6.3%	6.1%	5.9%	5.7%	5.7%	5.6%	5.6%	5.5%	2.0%
Marża brutto na sprzedaży	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
EBITDA	109.5	114.8	122.3	130.6	139.0	147.6	156.6	166.0	175.9	186.2	190.0
Marża EBITDA	3.0%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
NOPAT	82.5	84.1	88.7	94.1	99.6	105.2	111.1	117.2	123.7	130.5	129.3
+ Amortyzacja	8.7	11.0	12.9	14.4	16.1	17.7	19.5	21.3	23.1	25.1	30.3
+ Zmiana kapitału obrotowego	-63.2	-77.3	-46.5	-33.3	-33.9	-34.8	-36.4	-38.2	-40.0	-42.0	-42.0
+ Wydatki inwestycyjne	-23.3	-24.0	-24.7	-25.4	-26.2	-27.0	-27.8	-28.6	-29.5	-30.3	-30.3
Wolne przepływy pieniężne	4.8	-6.2	30.3	49.8	55.6	61.2	66.3	71.7	77.4	83.3	87.3
WACC	10.2%	10.2%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Zdyskontowane przepływy 2025E-2034E	255.9										
Wzrost po okresie prognozy	2.0%										
Zdyskontowana wartość rezydualna	417.4										
Wartość przedsiębiorstwa	673.3										
- Dług netto (na koniec 4Q24)	92.0										
- Wypłacone dywidendy	16.7										
- Mniejszości	0.1										
Wartość kapitału własnego	564.6										
Liczba akcji (m)	55.5										
USD/PLN	3.66										
Wycena DCF na akcje (PLN)	39.8										

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 4. Obliczenia średnioważonego kosztu kapitału (%)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Okres rezyd.
Stopa wolna od ryzyka	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta nielewarowana	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Beta zalewarowana	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
Koszt kapitału własnego	12.1%	12.3%	12.7%	12.9%	13.0%	13.2%	13.3%	13.4%	13.6%	13.6%	13.7%
Premia długu	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
% długu	26.4%	29.0%	32.7%	34.6%	36.2%	37.6%	38.8%	39.8%	40.7%	41.4%	42.0%
% kapitału	73.6%	71.0%	67.3%	65.4%	63.8%	62.4%	61.2%	60.2%	59.3%	58.6%	58.0%
WACC	10.2%	10.2%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 5. Analiza wrażliwości wyceny DCF

		WACC w okresie rezydualnym				
		8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%
Wzrost w okresie rezydualnym	1.0%	43.4	39.3	36.1	33.5	31.4
	1.5%	46.3	41.5	37.9	35.0	32.6
	2.0%	49.6	44.0	39.8	36.6	33.9
	2.5%	53.5	46.9	42.1	38.3	35.4
	3.0%	58.3	50.3	44.6	40.3	37.0

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 6. Analiza wrażliwości wyceny DCF

		Marża EBITDA w okresie rezydualnym				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Wzrost w okresie rezydualnym	1.0%	21.1	28.6	36.1	43.6	51.1
	1.5%	21.9	29.9	37.9	45.8	53.8
	2.0%	22.8	31.3	39.8	48.3	56.9
	2.5%	23.8	32.9	42.1	51.2	60.3
	3.0%	24.9	34.8	44.6	54.4	64.3

Źródło: IPOPEMA Research

Wycena DDM

W modelu DDM przyjmujemy te same założenia dotyczące kosztu kapitału, co w naszym modelu DCF (premia za ryzyko na poziomie 5.5%, stopa wolna od ryzyka na poziomie 5.0% oraz nielewarowany parametr beta na poziomie 1.0x).

Polityka dywidendowa spółki zakłada wypłatę do 50% zysku netto i takie założenie przyjmujemy w okresie prognozy dla lat 2025E-2027E. Uważamy, że od 2028E grupa będzie mogła wypłacać 70% zysku netto. Wynika to z mniejszego zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Taka proporcja wypłaty do zysku netto pozwoli utrzymać stosunek długu netto do kapitału własnego na poziomie zbliżonym do wartości 0.5x. Asbis wypłaca dwie dywidendy w roku (zaliczkową i finalną) i utrzymujemy taki podział w okresie prognozy. Zakładamy ex-date dywidendy zaliczkowej na 20 listopada, a ex-date dywidendy finalnej na 1 czerwca w okresie prognozy (zazwyczaj w tym czasie był ex-date dywidendy od 2019 roku). Zakładamy również, że dywidenda zaliczkowa będzie wynosić w okresie prognozy stałą wartość USD 0.20 na akcję, a pozostała część dywidendy w danym roku zostanie wypłacona jako dywidenda finalna. W tabeli dla 2025E prezentujemy tylko tę część dywidendy, która pozostała do wypłaty w tym roku. Na ten moment zarząd spółki nie zarekomendował wysokości dywidendy ani ex-date dywidendy za 2025E. W okresie rezydualnym szacujemy powtarzalną wartość dywidendy na USD 1.44 na akcję i stopę wzrostu na poziomie 2.0%.

Tabela 7. Asbis wycena DDM

DDM	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Okres rezyd.
DPS (USD ps)	0.20*	0.51	0.66	0.97	1.03	1.09	1.16	1.22	1.30	1.37	1.44
Stopa wolna od ryzyka	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta nielewarowana	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Beta zalewarowana	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
Koszt kapitału własnego	12.1%	12.3%	12.7%	12.9%	13.0%	13.2%	13.3%	13.4%	13.6%	13.6%	
Czynnik dyskontowy	0.98	0.90	0.80	0.71	0.62	0.55	0.48	0.42	0.37	0.32	
Zdyskontowany DPS (USD ps)	0.20	0.46	0.53	0.69	0.64	0.60	0.56	0.52	0.48	0.44	
Suma zdyskontowanych DPS (USD ps)											5.11
Wzrost w okresie rezydualnym											2.0%
Zdyskontowana wartość rezydualnego DPS (USD ps)											3.96
USD/PLN											3.66
Wycena DDM na akcje (PLN)											33.23

Źródło: IPOPEMA Research, *część pozostała do wypłaty w 2025E

IPOPEMA vs konsensus

Tabela 8. Prognozy IPOPEMA vs konsensus Bloomberg

	2025E			2026E			2027E		
	IPOPEMA	Konsensus	Różnica	IPOPEMA	Konsensus	Różnica	IPOPEMA	Konsensus	Różnica
Przychody	3,682.5	3,522.0	4.6%	3,897.6	3,745.0	4.1%	4,143.6	3,833.0	8.1%
EBITDA	109.5	102.5	6.8%	114.8	109.8	4.6%	122.3	114.0	7.3%
EBIT	100.7	91.3	10.4%	103.8	100.7	3.1%	109.5	102.9	6.4%
Zysk netto	56.7	50.1	13.3%	72.8	61.3	18.9%	76.6	64.7	18.3%

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Analiza modelu biznesowego

Asbis jest jednym z głównych dystrybutorów produktów IT i elektroniki użytkowej w krajach byłego Związku Radzieckiego, Europy Środkowo-Wschodniej, Bliskiego Wschodu oraz Afryki. Grupa rozpoczęła działalność w 1990 roku, a od 1995 roku jej główna siedziba znajduje się na Cyprze. Obecnie centrala wspiera i nadzoruje działalność sieci placówek, składającej się z 31 magazynów w 34 krajach, a produkty są dystrybuowane do ponad 20 tysięcy klientów w ok. 60 krajach.

Spółka jest dystrybutorem komponentów komputerowych (dla podmiotów zajmujących się montażem sprzętu, integratorów systemów, właścicieli marek lokalnych i sprzedawców detalicznych) oraz produktów gotowych, takich jak smartfony, komputery stacjonarne, laptopy, serwery i urządzenia sieciowe dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz dla sprzedawców detalicznych. Asbis współpracuje z międzynarodowymi producentami, takimi jak: Apple, Intel, Advanced Micro Devices („AMD”), Seagate, Western Digital, Samsung, Microsoft, Toshiba, Dell, Acer, Lenovo i Hitachi.

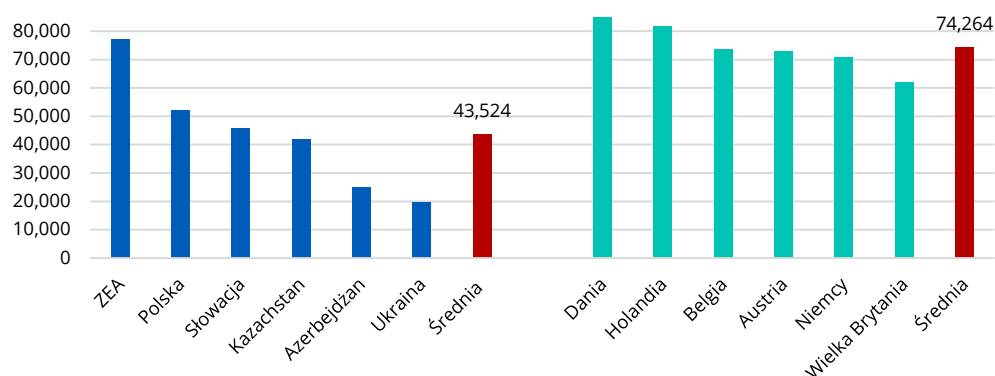
Grupa rozwija się w regionie EMEA. W 2023 roku firma otworzyła nowe spółki zależne na wielu nowych, rozwijających się rynkach, w tym w Armenii, Azerbejdżanie, Gruzji, Mołdawii, Maroku i RPA. Asbis jest również oficjalnym dystrybutorem produktów Apple w RPA oraz 10 krajach byłego Związku Radzieckiego, z wyłączeniem Rosji i Białorusi.

Firma generuje również przychody ze sprzedaży produktów marek własnych, w tym Prestigio (tablety, USB, urządzenia GPS, kamery samochodowe itp.) i Canyon (power banki, produkty sieciowe i inne urządzenia peryferyjne), z kilkoma nowymi markami, które niedawno zostały wprowadzone na rynek. Dzięki sprzedaży produktów pod własnymi markami, spółka może uzyskiwać wyższe marże zysku brutto na sprzedaży.

Silny i niezwykle zróżnicowany geograficznie rynek

Grupa działa na rynku głównie państw rozwijających się i korzystających z efektu konwergencji, co oznacza wyższe oczekiwane tempo wzrostu PKB niż w gospodarkach krajów rozwiniętych, wzrost konsumpcji oraz wyższe tempo wzrostu rynku elektroniki użytkowej. W części rynków nasycenie elektroniką jest niskie, co pozytywnie wpływa na potencjał i dynamiki sprzedaży.

Wykres 1. Porównanie wskaźnika PKB per capita PPP w 2024 roku w najważniejszych krajach sprzedaży grupy Asbis oraz w wybranych krajach Europy Zachodniej (USD)

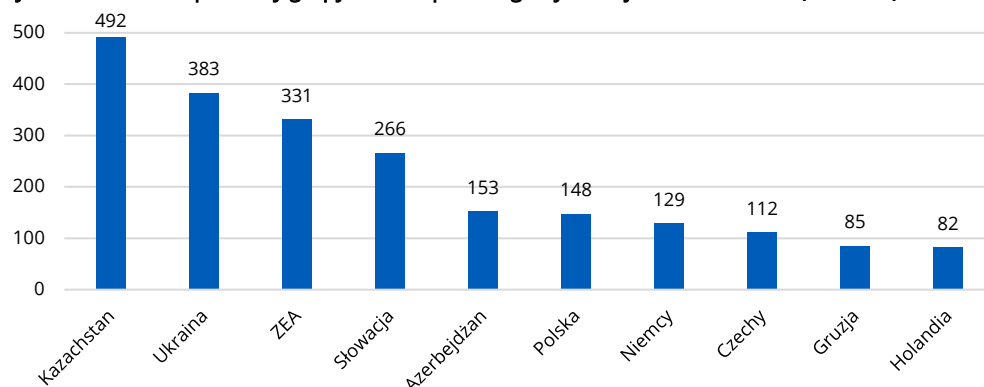


Źródło: MFW, IPOPEMA Research

Głównymi rynkami, na których Asbis operuje, są kraje wchodzące w skład byłego Związku Radzieckiego (WNP) oraz Europa Środkowo-Wschodnia. Udział tych dwóch rynków w 2024 roku wyniósł 70.1% w całej sprzedaży, a w 2023 wynosił on 76.9%. W ostatnich kilku latach spada udział krajów byłych Republiki Radzieckich. Jeszcze w 2021 roku wynosił on 57.7%, a w 2024 już tylko 42.1%. Po wybuchu wojny na Ukrainie grupa zaprzestała swojej działalności w Rosji, która była najważniejszym rynkiem do 2021 roku z wartością sprzedaży wynoszącą wtedy USD 575.6m i udziałem na poziomie 18.7% (choć większość sprzedaży stanowił handel

komponentami) oraz na Białorusi, która stanowiła szósty rynek w 2021 roku, a rozwinęła się w Kazachstanie. W 1Q25 udział krajów WNP wyniósł 30.3% w porównaniu do 46.3% w 1Q24, a w 2Q25 wyniósł 33.9%, w porównaniu do 37.6% w 2Q24. Głównym powodem spadku udziału sprzedaży w regionie WNP są trudne warunki rynkowe na wiodącym rynku w Kazachstanie (szary rynek), a także trwająca wojna na Ukrainie, która również negatywnie wpływa na zdolność do realizacji strategii i działań operacyjnych.

Wykres 2. Wartość sprzedaży grupy Asbis w poszczególnych krajach w 2024 roku (mln USD)



Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

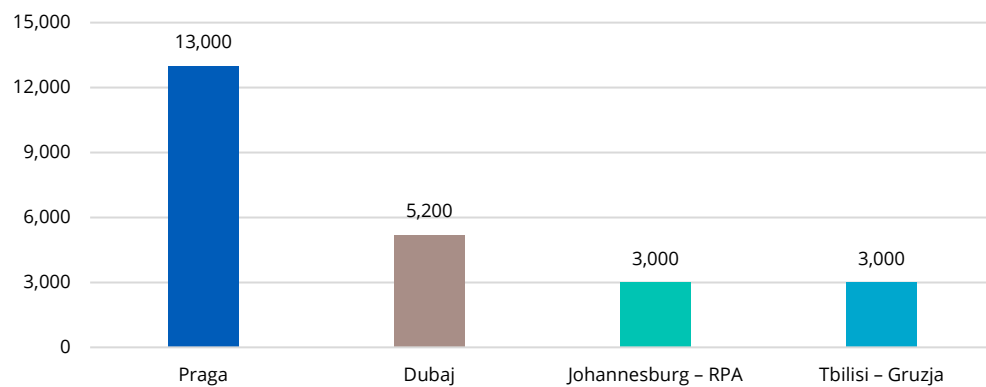
Drugim regionem, w którym operuje spółka jest Europa Środkowo-Wschodnia. Jej udział z roku na rok systematycznie i powoli rośnie. W 2024 roku wyniósł on 28.9%, w porównaniu do 25.8% w 2023. W tej części Europy warto podkreślić znaczną rolę Słowacji, w której Asbis jest liderem dystrybucji produktów IT. Słowacja odpowiadała w 2024 za 30.7% sprzedaży w krajach EŚW i 8.9% w całej grupie. Na drugim miejscu znalazła się Polska z udziałem 17.0% w sprzedaży w krajach EŚW. W 1Q25 udział krajów EŚW wyniósł 30.1% w porównaniu do 26.2% w 1Q24, a w 2Q25 wyniósł 27.2%, w porównaniu do 28.7% w 2Q24.

Trzecim, silnie zróżnicowanym, obszarem na którym obecna jest grupa to region Bliskiego Wschodu i krajów Afryki. Główną rolę pełnią tutaj centra dystrybucji w Dubaju i Johannesburgu. Region ten, z uwagi na efekt konwergencji, wysokie wskaźniki wzrostu gospodarczego oraz niski wskaźnik nasycenia rynku produktami IT i elektroniką (głównie Afryka) bardzo szybko zwiększa swój udział w całej sprzedaży. W 2024 roku udział wspomnianego regionu w przychodach wyniósł 16.3%, w porównaniu z 13.9% w 2023. W 1Q25 udział krajów Bliskiego Wschodu i Afryki wyniósł 25.5% w porównaniu do 17.0% w 1Q24, a w 2Q25 wyniósł 19.0%, w porównaniu do 17.6% w 2Q24. Zjednoczone Emiraty Arabskie są najważniejszym rynkiem zbytu w tym regionie, a ich udział w 2Q25 w sprzedaży całej grupy wyniósł 13.0% (+50.5% r/r). Przychody pochodzące z RPA bardzo szybko rosną od podpisania umowy dystrybucyjnej z Apple w kwietniu 2024 roku. Sprzedaż w RPA stanowi już 2.8% sprzedaży całej grupy.

Ostatnim dużym obszarem, na którym działa Asbis są kraje Europy Zachodniej. Region ten odpowiadał w 2024 roku za 10.6% sprzedaży grupy wobec 8.4% w 2023. W 1Q25 udział krajów Europy Zachodniej wyniósł 12.3% w porównaniu do 9.6% w 1Q24, a w 2Q25 wyniósł 16.7%, w porównaniu do 13.9% w 2Q24. Najważniejszym krajem są Niemcy, których udział w przychodach z tego regionu wyniósł w 2024 roku 40.5%.

Grupa posiada scentralizowaną platformę dystrybucyjną IT4Profit, dzięki której rośnie efektywność kosztowa dystrybucji i logistyki poprzez połączenie platformy IT4Profit z systemem magazynów w Pradze i Dubaju. Platforma działa w technologii B2B i umożliwia automatyzację na każdym etapie realizacji zamówienia, od złożenia zlecenia do jego dostarczenia. W 2022 roku firma otworzyła regionalne centra dystrybucyjne w Tbilisi w Gruzji i Johannesburgu w RPA. W 2024 roku rozpoczęto budowę nowego magazynu w Kazachstanie, co umożliwi spółce konsolidację wszystkich punktów magazynowych w tym kraju. Dzięki nowemu magazynowi całkowita powierzchnia magazynowa grupy Asbis, wliczając główne, regionalne i lokalne centra dystrybucyjne, wyniesie około 83,000 m², co oznacza wzrost powierzchni magazynowej o około 38%, z obecnych 60,000 m².

Wykres 3. Powierzchnia magazynowa najważniejszych centrów dystrybucyjnych Asbis w 2024 roku (m2)



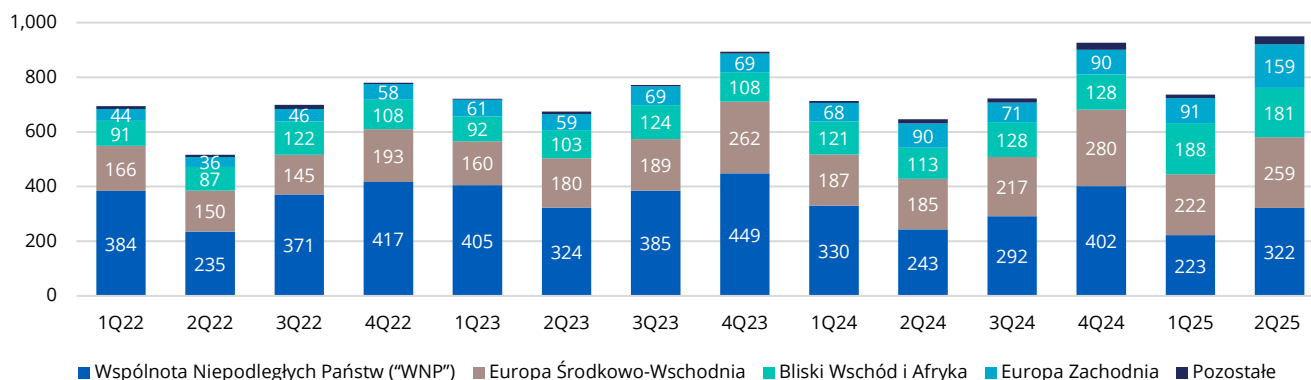
Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Obraz 1. Kraje w których działa Asbis i centra dystrybucyjne (ciemniejszym kolorem)



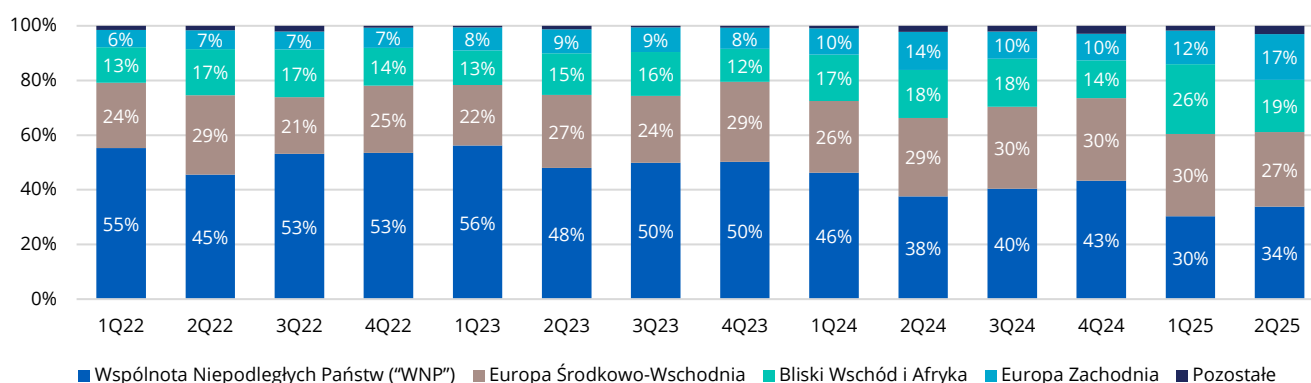
Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Wykres 4. Przychody Asbis według regionów od 2022 roku (mln USD)



Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Wykres 5. Udział poszczególnych regionów w sprzedaży

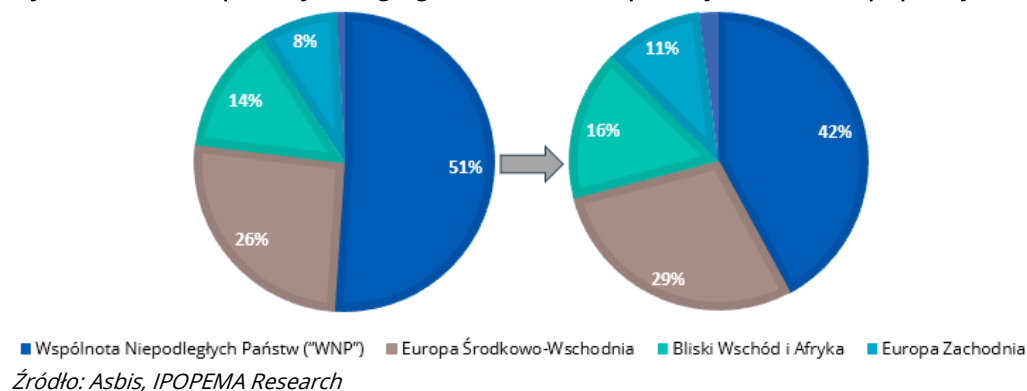


Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Powyższe wykresy pokazują coraz mniejszą rolę państw byłego Związku Radzieckiego w przychodach grupy. Asbis mierzy się w Kazachstanie z nielegalnym handlem, który często jest powiązany z chińską konkurencją oraz z niekorzystnymi regulacjami kredytowymi wprowadzonymi przez rząd, które mają na celu kontrolę kredytu konsumenckiego, co znacznie utrudnia sprzedaż. Jednakże, w ostatnim czasie, rząd Kazachstanu stara się przeciwdziałać nielegalnemu handlowi produktami IT i elektroniką poprzez wprowadzenie systemu rejestracji numerów IMEI w smartfonach. Nowe przepisy, wprowadzone 24 marca 2025 oraz opracowane przez Ministerstwo Rozwoju Cyfrowego, Innowacji i Przemysłu, mają na celu zwalczanie obrotu nielegalnie importowanymi lub nielegalnie zarejestrowanymi urządzeniami. Kluczowym elementem reformy jest wprowadzenie systemu trzech list (białej, szarej i czarnej), który będzie klasyfikował telefony na podstawie ich prawnego pochodzenia, oraz obowiązkowej weryfikacji IMEI dla wszystkich nowych urządzeń wprowadzanych na rynek po tej dacie. Dzięki tym przepisom, sytuacja na rynku kazachskim (odpowiadającym za 13.8% sprzedaży grupy w 2Q25) może ulec poprawie w kolejnych kwartałach.

Drugim rynkiem w tym regionie jest Ukraina, w której cały czas trwa wojna, co bardzo negatywnie wpływa na nawiązywanie nowych relacji biznesowych. Na skutek powyższych czynników udział krajów WNP zmniejszył się z 51% w 2023 roku do 42% w 2024 roku. Na poniższym wykresie można zobaczyć spadającą rolę państw byłego Związku Radzieckiego oraz rosnącą rolę EŚW, Bliskiego Wschodu, Afryki oraz Europy Zachodniej.

Wykres 6. Struktura sprzedaży według regionów w 2023 roku (po lewej) i w 2024 roku (po prawej)

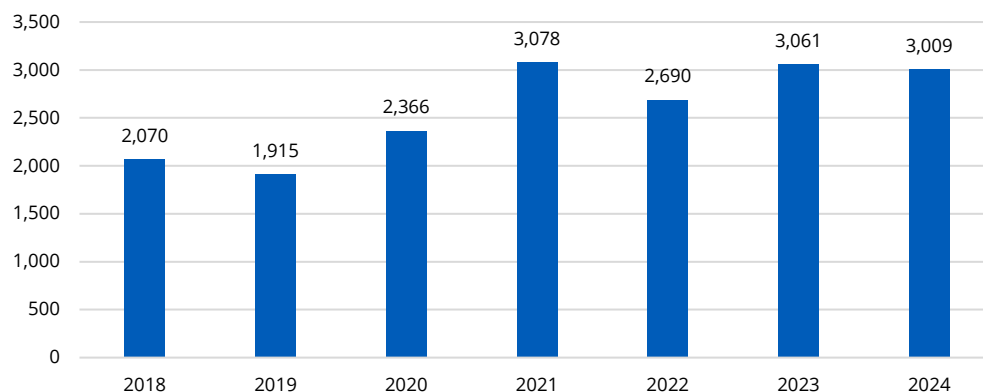


Ważne wydarzenia w ostatnich latach – wojna na Ukrainie i pandemia Covid 19

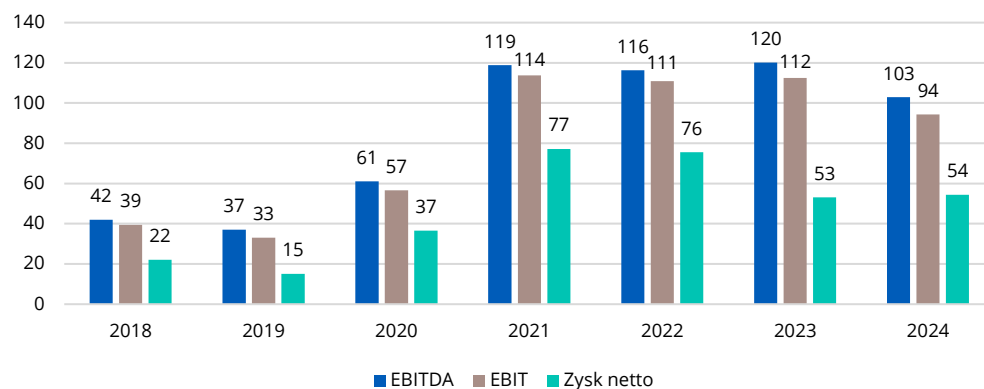
Działalność grupy Asbis znacznie zmieniła się w ostatnich latach przez wybuch pandemii Covid 19 oraz agresję Rosji na Ukrainę. Na spółkę wpłynął zwłaszcza wzrost popytu na elektronikę i sprzęt IT podczas pandemii oraz zmiany geograficzne w sprzedaży związane z zakończeniem działalności w Rosji po wybuchu wojny na Ukrainie.

Pandemia Covid 19 wywołała niespotykany wzrost popytu na elektronikę oraz sprzęt IT. Praca zdalna oraz nauka online stały się codziennością, za czym szło zapotrzebowanie na sprzęt komputerowy w postaci laptopów, kamer internetowych, słuchawek i monitorów. Pomiędzy 2019 a 2021 rokiem przychody grupy wzrosły o 61%, EBITDA o 220%, EBIT o 244%, a zysk netto aż o 410%. Poniższe wykresy obrazują przychody i zyski grupy, które znacznie się zwiększyły podczas pandemii.

Wykres 7. Przychody grupy Asbis w latach 2018-2024 (mln USD)

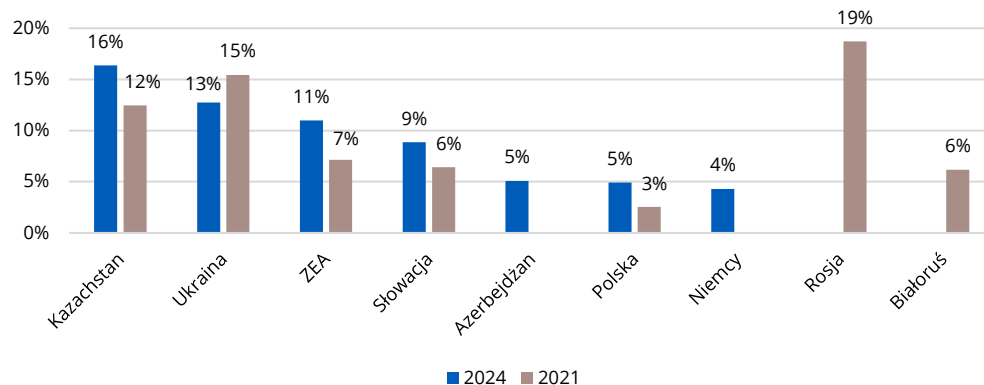


Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Wykres 8. EBITDA, EBIT i zysk netto grupy Asbis w latach 2018-2024 (mln USD)

Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Drugim, niezwykle ważnym wydarzeniem, dla była agresja Rosji na Ukrainę, która zmieniła strukturę geograficzną przychodów spółki. W 2022 roku sprzedaż w krajach WNP spadła o - 20.7% r/r. Sprzedaż w Rosji spadła z USD 576m w 2021 roku do USD 135m w 2022. Podobnie na Ukrainie sprzedaż w 2021 roku wynosiła USD 475m, a w 2022 USD 326m. Asbis oficjalnie zaprzestał działalności w Rosji 2 lutego 2024 roku, zbywając całkowicie swoje spółki zależne w tym kraju. Proces wyjścia był czasochłonny, a spółka musiała odpisać z tego tytułu ok. USD 25m. Od wybuchu konfliktu na Ukrainie spółka znacznie zwiększyła swoją obecność w Kazachstanie. Odbiło się to poprzez ekspansję sprzedaży produktów Apple i swoich marek oraz przez budowę infrastruktury logistycznej. To posunięcie pomogło zachować dynamikę wzrostu, zrekompenzować spadek przychodów z Ukrainy i Rosji oraz zbudować silną pozycję w regionie Azji Centralnej. Poniższy wykres pokazuje jak zmienił się udział najważniejszych państw w sprzedaży grupy Asbis pomiędzy 2021 a 2024 rokiem.

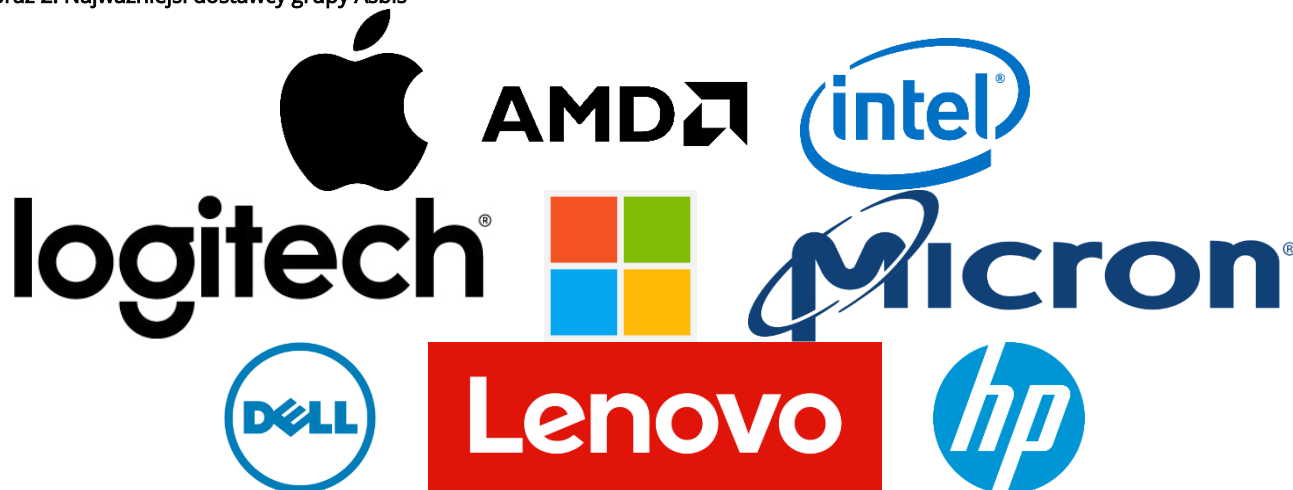
Wykres 9. Udział najważniejszych państw w sprzedaży grupy Asbis w 2024 i 2021 roku

Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Szeroka gama produktów

Podstawowa działalność całej grupy skupia się na dystrybucji produktów IT i elektroniki. Głównymi dostawcami są takie firmy, jak: Apple, AMD, Intel, Micron, Logitech, Dell, Lenovo, Seagate, HP, Microsoft, IBM, Bang&Olufsen i ASUS. Spółka, w marcu 2025 roku, zawarła również umowę z firmą iLera, która kontroluje około 65% rynku ochrony ekranów iPhone'ów. Ogólna liczba dystrybuowanych produktów wynosi około 110 tys., a ich sprzedaż jest prowadzona w około 60 krajach.

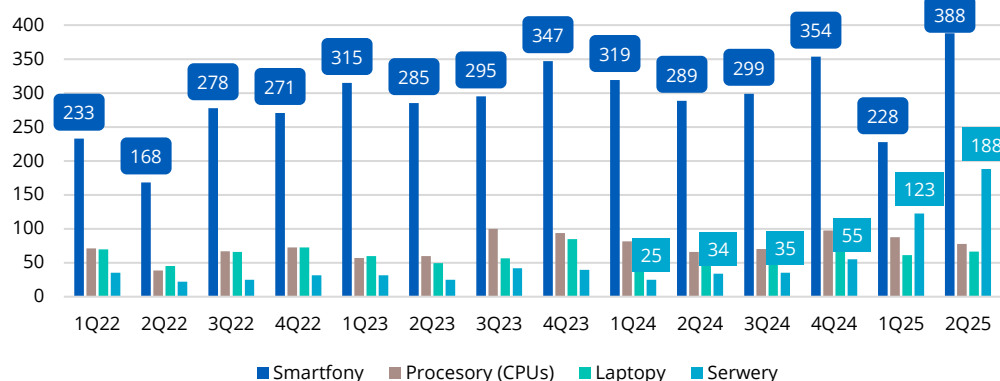
Obraz 2. Najważniejsi dostawcy grupy Asbis



Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

W 2024 roku największy udział w sprzedaży miały smartfony, procesory, laptopy oraz serwery. Kontrybucja smartfonów do sprzedaży była historycznie w spółce największa. Ich udział w 2024 roku wyniósł 41.9% w porównaniu do 40.6% w 2023 roku. Jednakże ich udział w 1Q25 spadł do poziomu 30.9% porównaniu do 44.7% w 1Q24, a dynamika sprzedaży była negatywna i wyniosła -28.7% r/r. Było to spowodowane wysoką bazą w 1Q24 oraz konkurencją ze strony szarej strefy w Kazachstanie i zaostrzeniem działań wojennych na Ukrainie, gdzie odnotowano popyt niższy od oczekiwań. W 2Q25 udział smartfonów wyniósł 40.9% w porównaniu do 44.7% w 2Q24.

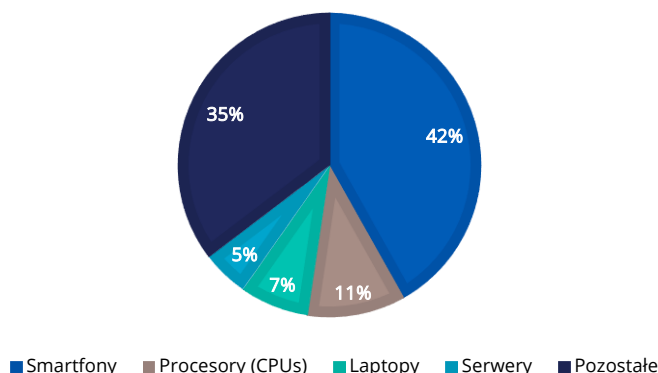
Wykres 10. Kwartalna sprzedaż według najważniejszych grup produktowych od 1Q22 do 2Q25 (mln USD)



Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

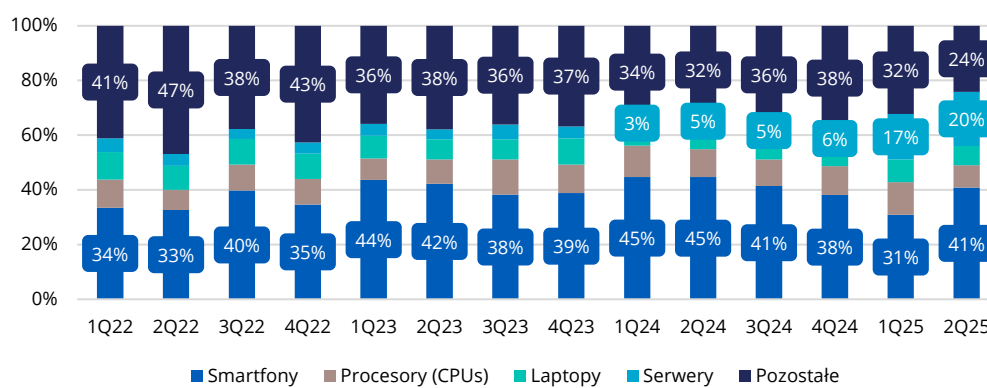
Na drugim miejscu w 2024 roku znalazły się procesory (CPUs) z udziałem na poziomie 10.5%, w porównaniu do 10.1% w 2023 roku. W 1Q25 procesory znalazły się na trzecim miejscu z udziałem 11.9%. Ich kontrybucja do sprzedaży jest na stabilnym poziomie, ponieważ w 1Q24 ich udział stanowił 11.4%. W 2Q25 ich udział wyniósł 8.2%, w porównaniu do 10.0% w 2Q24. Na kolejnym miejscu w 2024 roku uplasowały się laptopy z udziałem na poziomie 7.4% w porównaniu do 8.2% w 2023 roku. W przychodach za 1Q25 laptopy znalazły się na czwartym miejscu z udziałem 8.3%. W 2Q25 ich udział wyniósł 7.0%, w porównaniu do 7.6% w 2Q24. Szybko rozwijającą się linią produktową są serwery. W 2024 roku ich udział stanowił 5.0%, a w 1Q25 już nawet 16.6% z dynamiką na poziomie 216.4% r/r. W 2Q25 ich udział wyniósł 19.8%, a dynamika wyniosła aż 456.8% r/r. Spółka jest beneficjentem postępującej cyfryzacji oraz budowy centrów danych, które są związane z rozwojem sztucznej inteligencji. Udział sprzedaży pozostałych grup produktowych, w skład których wchodzi: urządzenia peryferyjne, audio, produkty sieciowe, monitory, komputery stacjonarne, dyski twarde (SSD i HDD), tablety, akcesoria oraz karty graficzne wyniósł w 2024 roku 35.4%.

Wykres 11. Struktura sprzedaży z podziałem na najważniejsze grupy produktowe w 2024 roku



Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

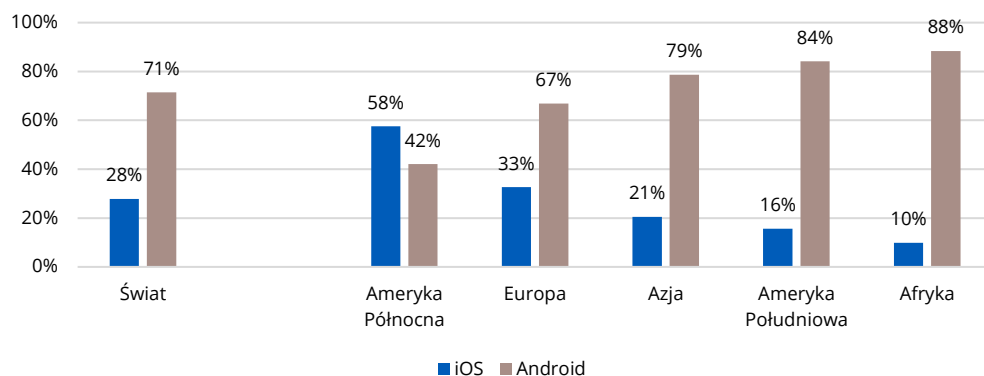
Wykres 12. Udział poszczególnych grup produktowych w sprzedaży od 1Q22 do 2Q25



Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

W sprzedaży smartfonów, które mają największy udział w przychodach grupy najważniejsza umowa to dystrybucja produktów Apple. Według naszych szacunków sprzedaż iPhone'ów odpowiada za 90-95% łącznej sprzedaży smartfonów, gdyż Asbis nie ma w portfolio innego istotnego dostawcy tego typu urządzeń. Asbis jest obecnie oficjalnym dystrybutorem marki iPhone w następujących krajach: Armenia, Azerbejdżan, Białoruś, Gruzja, Kazachstan, Kirgistan, Mołdawia, RPA, Tadżykistan, Turkmenistan, Ukraina oraz Uzbekistan. Zgodnie z zakładanym przez nas kierunkiem rozwoju spółki, lista ta może się rozszerzyć o część krajów Zatoki Perskiej oraz Afryki, gdzie Asbis staje się coraz ważniejszym graczem. Są to kraje (zarówno kraje byłego ZSRR, jak i kraje regionu MEA), w których udział telefonów z systemem iOS jest niższy niż w krajach rozwiniętych. Zgodnie z danymi pochodzącymi z badań bloga Designveloper, średni udział iPhone'ów na świecie stanowi 28%, w Europie 33%, a w Afryce tylko 10%, głównie dlatego, że smartfony z iOS są droższe niż telefony z Androidem. Tak niskie na nasycenie rynku w porównaniu do krajów rozwiniętych wspiera nasze prognozy, ponieważ zakładamy, że wraz z rozwojem krajów Azji Centralnej, Europy Wschodniej, Bliskiego Wschodu i Afryki, udział iPhone'ów będzie rósł w miarę poprawy majątności społeczeństwa. Poniżej prezentujemy wykres przedstawiający udziały rynkowe telefonów z systemami iOS oraz Android na poszczególnych kontynentach. Dane pokazują, że udział smartfonów z systemem iOS jest wyższy na kontynentach, gdzie jest więcej krajów rozwiniętych (Ameryka Północna, Europa) niż w innych częściach świata.

Wykres 13. Udział telefonów z systemem iOS oraz Android



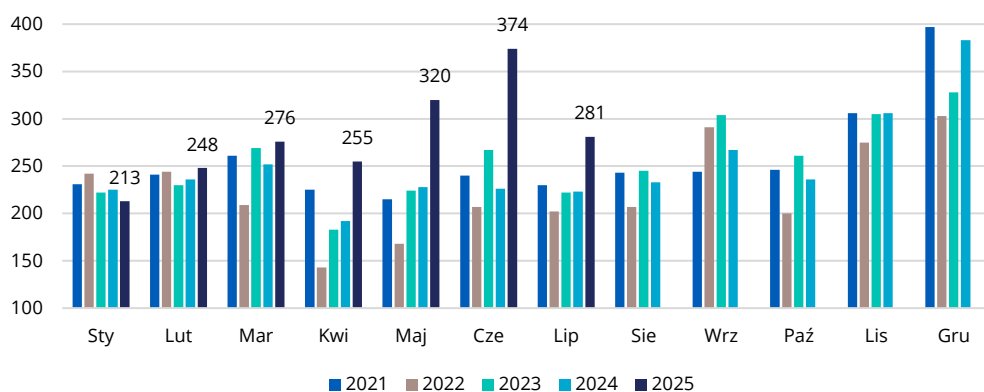
Źródło: Designveloper.com, IPOPEMA Research

Dodatkowo sprzedaż iPhonów mogą wspierać nowe modele iPhonów. Debiut iPhone'a 17 jest planowany na 9 września 2025. Seria iPhone'ów 18 ma być znaczącym odejściem od dotychczasowych strategii wprowadzania nowych produktów na rynek. Istnieje możliwość, że w 2026 roku pojawi się iPhone z ekranem składanym, a harmonogram wprowadzania nowych produktów zostanie podzielony, co może oznaczać, że iPhone 18 i iPhone 18e pojawią się na początku 2027 roku. Szacujemy marżę uzyskiwane na iPhonach (wraz z akcesoriami) na ok. 7%.

Skokowy wzrost przychodów w 2Q25

W 2Q25 wystąpił znaczny wzrost poziomu sprzedaży miesięcznej raportowanej przez Asbis. Po przeciętnym 1Q25 który przyniósł wzrost o 3% r/r, w kwietniu spółka zanotowała 33% wzrost r/r, w maju 40% r/r, a w czerwcu rekordowy 65% wzrost r/r. Łączna sprzedaż w 2Q25 wzrosła o 47% r/r. Uważamy, że ten nagły wzrost wynikał z pojawienia się dodatkowych możliwości sprzedaży ze względu na korzystne kursy walutowe. Ten mechanizm dotyczy jedynie wybranych grup produktowych, głównie wśród komponentów, i nie obejmuje np. dystrybucji produktów Apple. Potwierdza to również zmiana mixu geograficznego w sprzedaży. Przykładowo, udział Holandii wzrósł z poziomu 3.6% w 2Q24 do poziomu 6.8% w 2Q25. Dynamika wzrostu przychodów nie jest, naszym zdaniem, możliwa do utrzymania w dłuższym okresie i najprawdopodobniej spadnie wraz ze zmianą kursów walutowych lub ustaleniem nowych cenników na poszczególnych rynkach przez producentów. Jednakże, spółka zyskała nowych odbiorców i część tej podwyższonej sprzedaży może zostać utrzymana. Dodatkowo taka działalność, pomimo zdecydowanego wzrostu sprzedaży, zmniejsza marżę całej grupy, co widzimy po poziomach marży brutto na sprzedaży, która w 1Q25 wyniosła 7.00%, a w 2Q25 już tylko 6.69%.

Wykres 14. Sprzedaż w kolejnych miesiącach w latach 2021-2025 (mln USD)



Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Wpływ rozszerzenia opłaty reprograficznej w Polsce

W lipcu 2025 polskie Ministerstwo Kultury i Dziedzictwa Narodowego rozpoczęło konsultacje dotyczące rozszerzenia opłaty reprograficznej. Nową opłatą mają zostać objęte m.in. smartfony, tablety, telewizory i dekodery. Polska pozostaje jednym z ostatnich państw UE, w którym smartfony i tablety nie są objęte opłatami reprograficznymi. Nowelizacja wprowadza dla wszystkich nowych urządzeń opłatę w wysokości 1% od ceny sprzedaży brutto, a dla pozostałych obniża ją do maksymalnie 2%. Łączne wpływy z daniny, które mają trafić do artystów, wykonawców, producentów muzyki oraz stowarzyszeń, są szacowane na ok. PLN 150-200m. Sprzedaż grupy Asbis w Polsce wyniosła w 2024 roku USD 148m i stanowiła 5% sprzedaży grupy. Nowa opłata ma zacząć obowiązywać od 1 stycznia 2026. Pomimo ogólnego negatywnego wydźwięku, zakładamy neutralny i znikomy wpływ na wyniki grupy. Asbis nie sprzedaje w Polsce wielu smartfonów i tabletów, a koszty najprawdopodobniej zostaną przerzucone na konsumentów.

Marki własne jako sposób na poprawę rentowności

Marki własne grupy Asbis, zapewniają spółce wyższe marże w porównaniu do czystej działalności dystrybucyjnej. W celu optymalnej alokacji zasobów Asbis prowadzi badania rynku elektroniki konsumenckiej. Po wykonaniu badań i zaadresowaniu potencjalnego klienta grupa nawiązuje współpracę z fabrykami i dostawcami komponentów na Dalekim Wschodzie, zwłaszcza w Chinach. Spółka podkreśla, że każdy produkt przechodzi rygorystyczne kontrole jakości, a wszystkie produkty marki Asbis posiadają wymagane certyfikaty zgodności z międzynarodowymi standardami jakości. Celem optymalnego zarządzania powstałymi markami powołano trzech odrębnych dyrektorów do następujących marek: Aeno, Canyon i Lorgar. Zakładamy, że marża brutto osiągnięta na markach własnych wynosi kilkanaście %, w porównaniu do kilku % osiągniętych na działalności handlowej. Jednakże uważamy, że ich udział w całej sprzedaży jest niewielki.

Pierwszą marką własną jest Canyon, w którego ofercie znajduje się ponad 250 produktów, które obejmują akcesoria do telefonów komórkowych i komputerów PC, a także inteligentne zegarki i rejestratory samochodowe. Pod marką Canyon Gaming grupa rozwija rozwiązania dla graczy, w tym myszy, klawiatury i inne akcesoria komputerowe dostosowane do potrzeb początkujących graczy. Seria Canyon Gaming oferuje specjalne funkcje zorientowane na gry, takie jak programowalne przyciski i wbudowane moduły pamięci. Według raportu GFK z 2023 roku, Canyon ma znaczny udział w rynku różnych kategorii produktów w wielu krajach, w tym 25% w przypadku inteligentnych zegarków dla dzieci w Rumunii, 3% w przypadku myszy bezprzewodowych w Czechach, 8% w przypadku inteligentnych zegarków dla dzieci i 4% u myszy bezprzewodowych na Ukrainie. Produkty Canyon są obecnie dostępne w ponad 30 krajach, a w planach jest dalsza ekspansja w Europie Zachodniej, na Bliskim Wschodzie i w Afryce poprzez współpracę z głównymi dystrybutorami. Strategia marki Canyon na 2025 rok obejmuje rozwój linii produktów o unikalnych wzorach, które obejmują smartwatche, ładowarki bezprzewodowe, zestawy słuchawkowe TWS i głośniki Bluetooth.

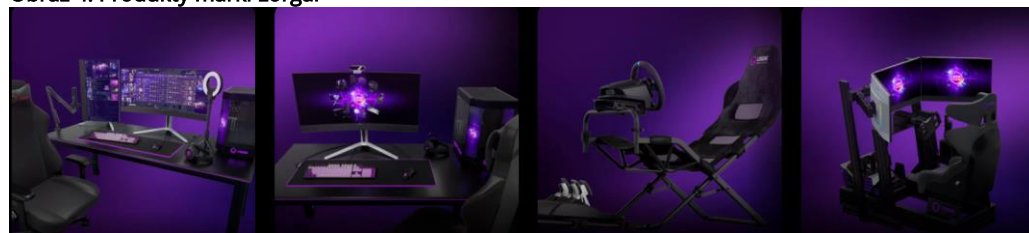
Obraz 3. Smartwatch dla dzieci marki Canyon oraz mysz komputerowa marki Canyon Gaming



Źródło: Canyon, IPOPEMA Research

Drugą marką własną grupy Asbis jest marka Lorgar, która oferuje rozwiązania poprawiające wrażenia z gier i jakość rozgrywki poprzez analizę statystyczną wydajności gier. Produkt jest uzupełniony oprogramowaniem o nazwie WP Platform, które zapewnia dostęp do zaawansowanych ustawień, dedykowaną społeczność oraz moduł statystyk. Dodatkowo, marka dostarcza rozwiązania w popularnych kategoriach, m.in. myszy, klawiatury, zestawy słuchawkowe, podkładki pod mysz, kamery internetowe, mikrofony oraz fotele gamingowe. Pierwsza prezentacja marki odbyła się na europejskiej wystawie IFA 2022 w Berlinie. Marka uruchomiła również „Lorgar Cup”, mistrzostwa e-sportu, które zgromadziły ponad 1,000 graczy z 5 krajów. Obecnie produkty marki Lorgar można kupić w około 200 sklepach, przede wszystkim w Europie i Azji Centralnej, a sieć sprzedaży B2B tworzy około 500 partnerów.

Obraz 4. Produkty marki Lorgar



Źródło: Lorgar, IPOPEMA Research

Jedną z nowszych marek własnych jest marka Aeno, która powstała w 2022 roku i koncentruje się na inteligentnych urządzeniach AGD. W portfolio produktów znajdują się urządzenia czyszczące i kuchenne: oczyszczacze powietrza, grzejniki, mopy parowe, odkurzacze, parownice do odzieży, czajniki, blendery, piekarniki elektryczne, zgrzewarki próżniowe i szczoteczki do zębów. Urządzenia marki Aeno współpracują ze sobą w jednym ekosystemie, który zapewnia dostęp do indywidualnych ustawień. Aplikacja Aeno pozwala konsumentom sterować wszystkimi urządzeniami gospodarstwa domowego za pomocą smartfonów, ręcznie lub za pomocą asystentów głosowych. Marka weszła na rynek Ukrainy i krajów bałtyckich na początku 2022 roku, a w 2Q22 do Rumunii, Polski, Słowacji, Czech i Bułgarii. Następnie rozszerzyła swój zasięg na Europę Zachodnią i nawiązała współpracę z głównymi dystrybutorami w Niemczech, Szwajcarii i Hiszpanii. W 2023 roku marka zwiększyła udział ekologicznych inteligentnych urządzeń w portfolio produktów oraz weszła na rynek Grecji, Węgier i Kazachstanu. W ostatnim czasie Aeno skupia się na wejściu na szybko rosnące rynki w Afryce.

Obraz 5. Robot kuchenny marki Aeno



Źródło: Aeno, IPOPEMA Research

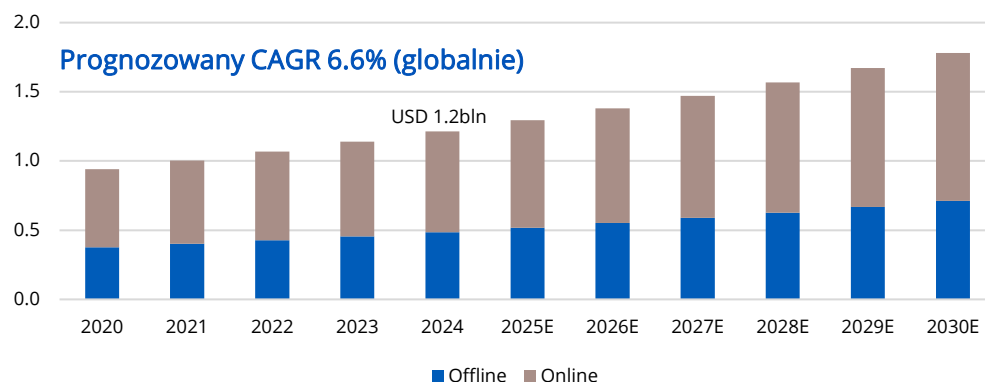
Ostatnie dwie marki własne grupy Asbis to Prestigio oraz Prestigio Solutions. Pierwsza z nich koncentruje się na oferowaniu elektroniki użytkowej dla domu, szkół oraz biur i jest obecna w 27 krajach. Druga marka oferuje rozwiązania technologiczne dla biznesu i edukacji. Prestigio Solutions pomaga firmom modernizować, automatyzować i upraszczać procesy biznesowe. Jej rozwój rozpoczął się w 2013 roku pod marką Prestigio od interaktywnego panelu Multiboard. W 2021 roku Prestigio Solutions stało się niezależną marką, oferującą gamę rozwiązań informatycznych dla segmentów B2B i B2G. Marka posiada zakłady produkcyjne, projektowe i techniczne w Europie i Chinach. Przez ostatnie lata linia marki Prestigio Solutions obejmowała interaktywne panele MultiBoard, rozwiązania Digital Signage AV, systemy videokonferencyjne, oprogramowanie biznesowe i edukacyjne oraz różne akcesoria. W 2024 roku Prestigio Solutions rozszerzyło portfolio produktów o najnowsze panele Multiboard i nowe kategorie produktów, takie jak tablety PC i odtwarzacze multimedialnych cyfrowych. Marki własne grupy Asbis często działają w niszach produktowych i oferują wyższą marżowość od tradycyjnej działalności dystrybucyjnej. Niestety spółka nie raportuje jaki udział w całej sprzedaży mają marki własne oraz nie publikuje ich kontrybucji do skonsolidowanego wyniku netto.

Potencjał rynku na którym działa grupa

Asbis działa na rynku szeroko rozumianej dystrybucji sprzętu IT oraz elektroniki. Ogólna liczba dystrybuowanych produktów wynosi około 110 tys., a ich sprzedaż jest prowadzona w około 60 krajach. Najważniejszymi komponentami sprzedaży są: smartfony, procesory, laptopy oraz serwery.

Zgodnie z raportami Grand View Research, renomowanej amerykańskiej firmy zajmującej się badaniami rynku, globalny rynek elektroniki użytkowej był wart USD 1.2 bln w 2024 roku, a średnioroczna prognoza wzrostu na tym rynku (CAGR) do 2030 roku wynosi 6.6%, przy czym w Europie prognozowany CAGR wynosi nieco ponad 3%. Postęp technologiczny jest głównym motorem wzrostu rynku, a innowacje takie jak sztuczna inteligencja (AI), Internet Rzeczy (IoT) i 5G zmieniają możliwości urządzeń konsumenckich. Technologie te umożliwiają tworzenie inteligentniejszych, szybszych i bardziej zintegrowanych produktów, poprawiają doświadczenia użytkowników i zapewniają płynną integrację wielu urządzeń.

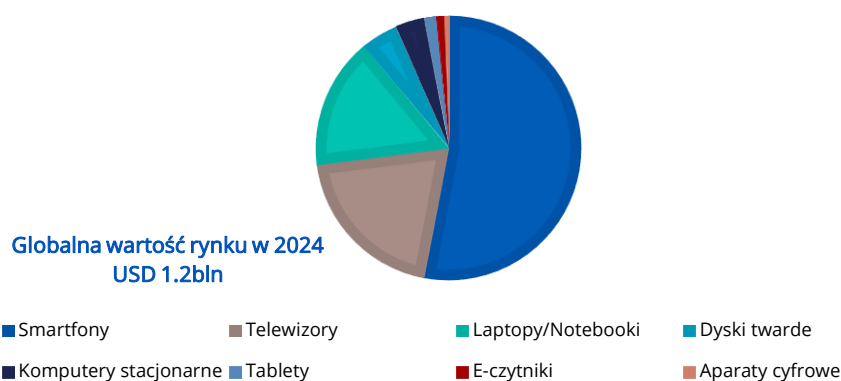
Wykres 15. Wartość rynku elektroniki użytkowej oraz prognozowany CAGR do 2030 roku (bln USD)



Źródło: Grand View Research, IPOPEMA Research

Patrząc z perspektywy podziału na poszczególne grupy produktowe, wydaje się, że globalny mix produktowy na tym rynku jest dość podobny do struktury sprzedaży grupy Asbis, zwłaszcza w kontekście udziału smartfonów i laptopów.

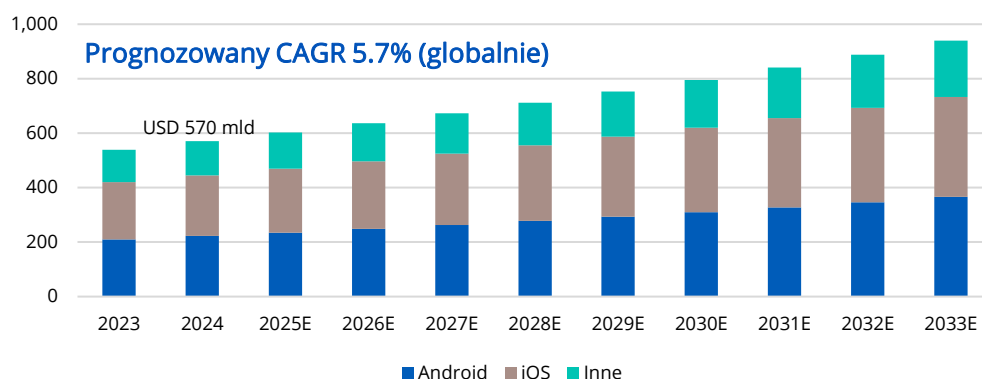
Wykres 16. Udziały poszczególnych grup produktowych na rynku elektroniki użytkowej w 2024 roku



Źródło: Grand View Research, IPOPEMA Research

Smartfony są najważniejszą grupą produktową, której udział w sprzedaży w 2024 roku wyniósł 42%. Zgodnie z badaniami firmy Market.us prognozowany CAGR tego rynku do 2033 roku wynosi 5.7%. Wydaje się jednak, że średnioroczny wzrost sprzedaży smartfonów może być nieco wyższy dla spółki Asbis z powodu mocnej koncentracji sprzedaży grupy w regionach skupiających państwa rozwijające się.

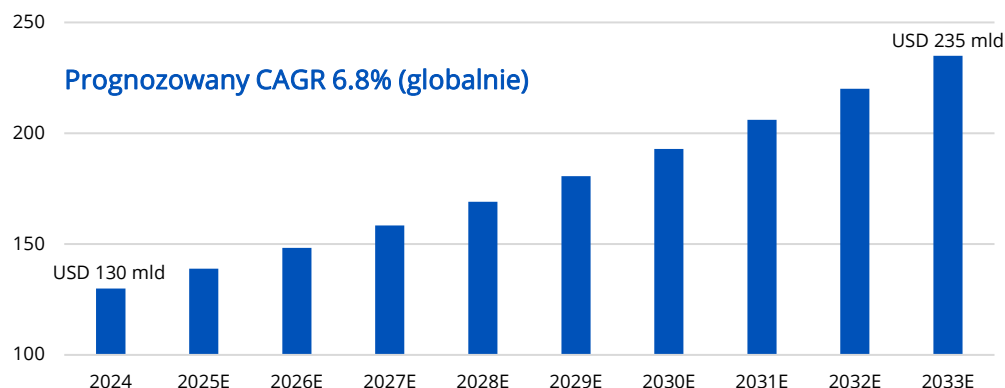
Wykres 17. Prognoza firmy Market.us dla globalnego rynku smartfonów do 2033 roku (mld USD)



Źródło: Market.us, IPOPEMA Research

Drugą z kolei grupą produktową w 2024 roku były procesory, których udział w sprzedaży wyniósł około 11%. Zgodnie z raportem Business Research Insights, hinduskiej firmy zajmującej się badaniami rynku, prognozowany CAGR do 2033 roku wyniesie 6.8%, a jego wartość z USD 130 mld wzrośnie do USD 220 mld.

Wykres 18. Prognoza firmy Business Research Insights dla globalnego rynku procesorów CPU (mld USD)

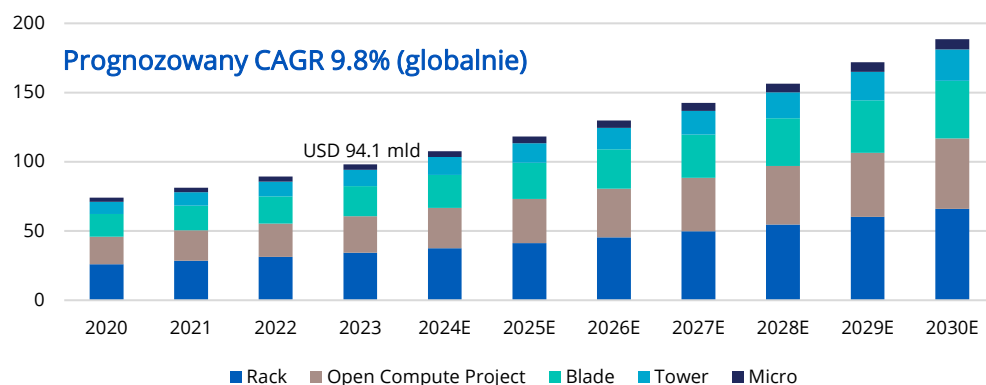


Źródło: Business Research Insights, IPOPEMA Research

Kolejną grupą produktową, której udział w sprzedaży w 2024 roku wyniósł 7% były laptopy. Prognozy CAGR, wspomnianej już firmy Grand View Research, dla tego rynku do 2030 roku wynoszą 6.9%. Wzrost wynika tutaj głównie ze wzrostu znaczenia pracy zdalnej, potrzeb edukacyjnych oraz rozwoju laptopów gamingowych i biznesowych.

Ostatnią, niezwykle ważną grupą produktową, której udział w sprzedaży grupy w 2024 roku wyniósł 5%, a w 2Q25 prawie 20%, są serwery. Prognoza CAGR, firmy Grand View Research, dla globalnego rynku serwerów dla lat 2024-2030 wynosi 9.8%, co daje temu rynkowi status najszybciej rosnącego rynku sprzedaży w grupie Asbis. Rosnące inwestycje w infrastrukturę IT w regionie EMEA to duża szansa dla spółki, z powodu wzrostu znaczenia centrów danych oraz digitalizacji przedsiębiorstw.

Wykres 19. Prognoza firmy Grand View Research dla globalnego rynku serwerów dla lat 2024-2030 (mld USD)



Źródło: Grand View Research, IPOPEMA Research

W ujęciu geograficznym występują pewne rozbieżności w prognozowanym wzroście rynku pomiędzy regionami na których działa Asbis. Zgodnie z prognozami portalu Statista rynek elektroniki użytkowej na dwóch najważniejszych rynkach grupy: ZEA i Kazachstanie, będzie średniorocznie rósł odpowiednio w tempie 5.7% i 2.9%. Tymczasem firma Grand View Research podaje prognozowany CAGR dla regionu Bliskiego Wschodu i Afryki (MEA) na poziomie 6.3% do 2030 roku.

Trzeba pamiętać, że rynek dystrybucji produktów IT jest rynkiem silnie konkurencyjnym, zwłaszcza pod względem asortymentu, jakości produktów, poziomu zapasów, cen, zakresu usług dla klientów oraz dostępności kredytu kupieckiego. Jednocześnie na rynku funkcjonuje wiele podmiotów, wśród których można wymienić m.in.:

- dystrybutorów międzynarodowych IT i CE,
- dystrybutorów regionalnych IT i CE,
- dystrybutorów lokalnych skoncentrowanych na pojedynczych rynkach,
- pośredników międzynarodowych IT i telefonów komórkowych, którzy prowadzą sprzedaż oportunistyczną w dowolnym regionie czy kraju (smartfony stanowią duży udział w przychodach dystrybutorów IT).

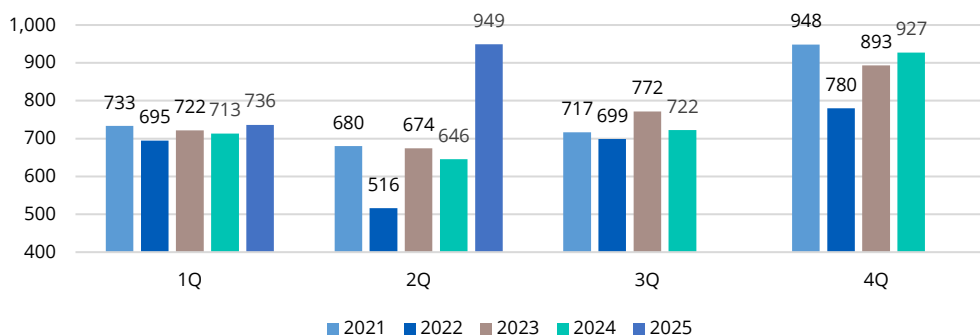
Dystrybutorzy są uważani za podstawowy składnik rynku, jako że główni dostawcy technologii wolą raczej korzystać z dystrybucji niż własnych wewnątrzkrajowych inwestycji operacyjnych. Dotyczy to w szczególności obszarów EŚW, Bliskiego Wschodu i Afryki, gdzie utrudnienia stanowią m.in. różnorodność stosowanych praktyk handlowych, różnice kulturowe i językowe, różne waluty, różny stopień zaawansowania rozwoju gospodarczego, regulacje prawne dotyczące importu, czy okresowe zakłócenia stabilności politycznej i gospodarczej.

Najważniejszymi konkurentami grupy Asbis, którzy działają na poziomie globalnym są: Ingram Micro, Tech Data oraz ALSO Holding. W regionie Bliskiego Wschodu oraz Afryki, Asbis mierzy się również z firmami takimi jak Redington Gulf oraz Mindware. W krajach byłego Związku Radzieckiego głównym konkurentem jest spółka Marvel Distribution, a w krajach EŚW: AB oraz ALSO Holding.

Sezonowość przychodów

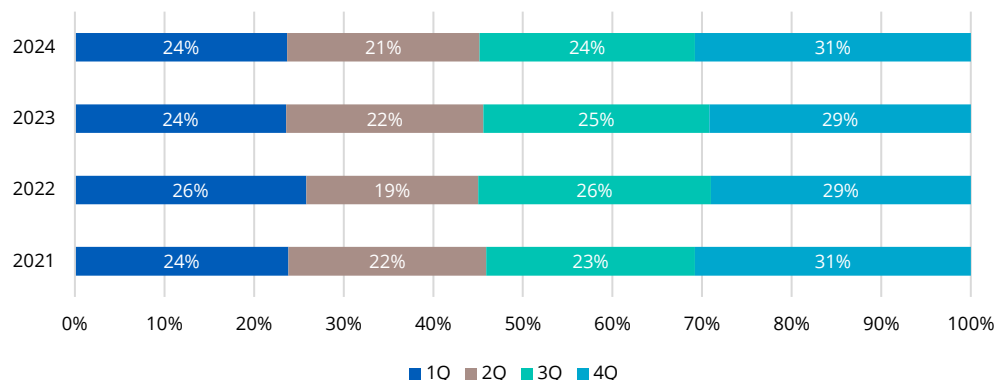
Branża dystrybucji elektroniki konsumenckiej oraz IT charakteryzuje się dość przewidywalną sezonowością. Największe zamówienia są realizowane w okresie świątecznym i noworocznym, a najmniejsze (zazwyczaj) mają miejsce w miesiącach poprzedzających wakacje letnie. Przychody spółki Asbis są tego doskonałym odzwierciedleniem. W latach 2021-2024 najniższa sprzedaż miała miejsce w drugim kwartale, a najwyższa w czwartym kwartale roku (rok obrotowy pokrywa się w grupie z rokiem kalendarzowym). Średni spadek sprzedaży, w tych latach, pomiędzy pierwszym a drugim kwartałem wyniósł -12%, a średni wzrost sprzedaży pomiędzy drugim a czwartym kwartałem roku wyniósł +42%. Wyżej wymieniona sezonowość została zaprezentowana na poniższych wykresach. Pierwszy z nich przedstawia przychody spółki w kolejnych kwartałach lat 2021-2025, a drugi porównuje udział sprzedaży kwartalnej w sprzedaży rocznej.

Wykres 20. Porównanie sprzedaży pomiędzy kwartałami w latach 2021-2025 (mln USD)



Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Wykres 21. Udział przychodów w poszczególnych kwartałach w rocznych przychodach w latach 2021-2024



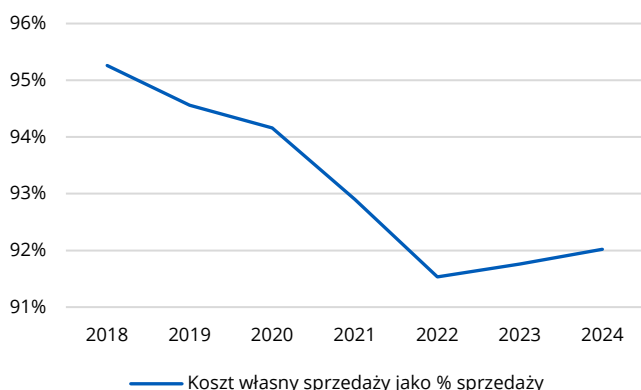
Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Koszty w spółce

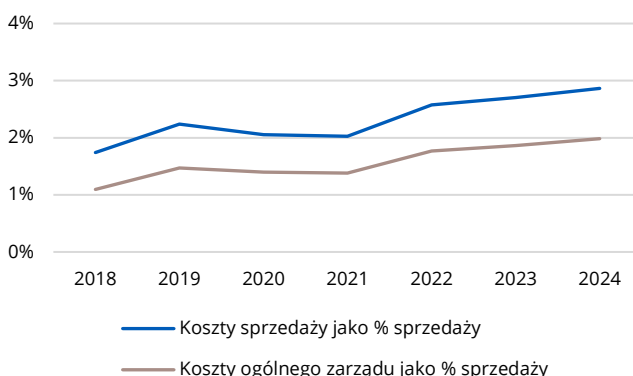
Najważniejszym rodzajem kosztów w spółce jest koszt własny sprzedaży towarów (ang. COGS). Oznacza on koszty bezpośrednio związane z zakupem i sprzedażą towarów lub usług. W działalności dystrybucyjnej są to koszty hurtowego zakupu elektroniki i sprzętu IT od producenta np. Apple. Spadek stosunku tego rodzaju kosztów do sprzedaży w latach 2018-2022 wynikał ze wzrostu udziału bardziej marżowych produktów (laptopy, procesory, inne sprzęty IT) w mixie sprzedażowym. Było to po części związane z popularyzacją pracy zdalnej podczas pandemii Covid 19. Udział kosztu własnego sprzedaży towarów wynosił średnio w latach 2022-2024 około 91.8% wartości sprzedaży. Kolejnym rodzajem kosztów są koszty samej sprzedaży. W ich skład wchodziły koszty, takie jak: koszt transportu z magazynu do odbiorcy, prowizje dla sprzedawców, koszt gwarancji, koszty utrzymania działu sprzedaży oraz działalność marketingowa. Ich średni stosunek do sprzedaży w latach 2022-2024 wyniósł 2.7%. Trzecim rodzajem kosztów są koszty ogólnego zarządu. Ich przeciętny stosunek do sprzedaży w latach 2022-2024 wyniósł 1.9%. Z danych można wywnioskować, że wraz z rozwojem całej grupy, zarówno na poziomie geograficznym, jak i produktowym, można zauważyć stopniowy wzrost znaczenia kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu.

Poniższy wykres pokazuje udział kosztu własnego sprzedaży, kosztów samej sprzedaży oraz kosztów ogólnego zarządu w porównaniu do samej sprzedaży w latach 2018-2024.

Wykres 22. Koszt własny sprzedaży jako % sprzedaży



Wykres 23. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu jako % sprzedaży



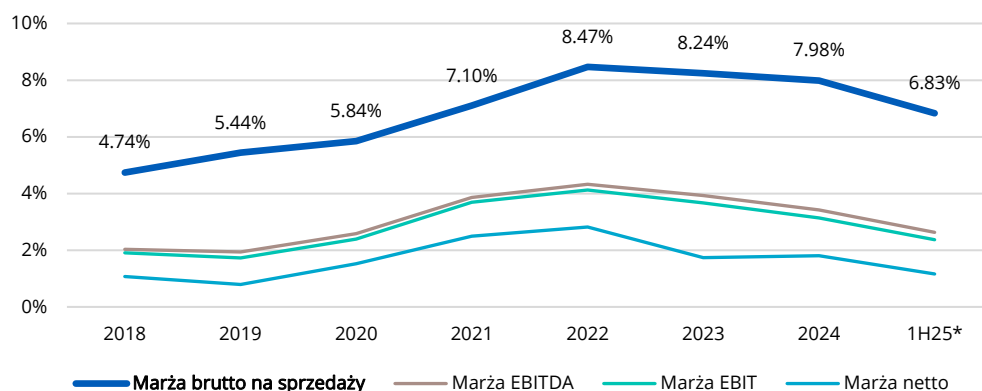
Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Osiągane marże

Jedną z najważniejszych miar oceny efektywności działania grupy jest marża brutto na sprzedaży. Pokazuje ona jaki procent wartości sprzedaży spółka uzyskuje na podstawowej działalności dystrybucyjnej. W ujęciu długoterminowym jej obraz jest dość pozytywny. Od 2018 do 2024 wzrosła z poziomu 4.74% do 7.98%. Wynika to w dużej części ze zmiany mixu

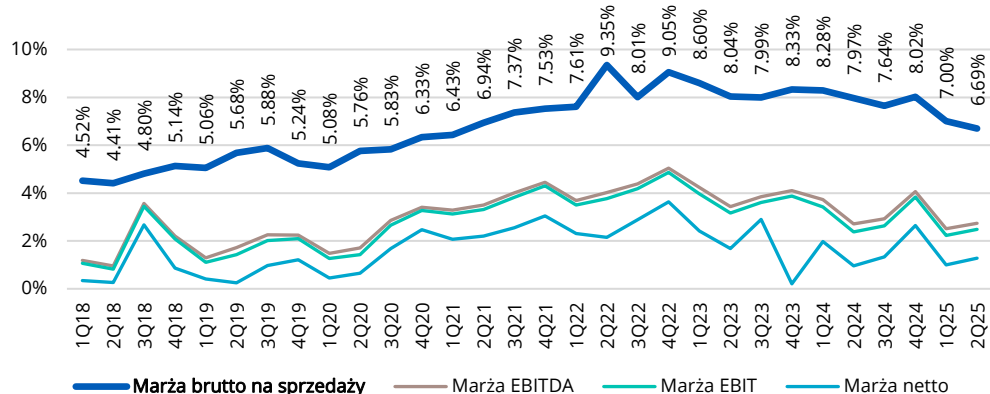
produkтового i geograficznego, który był spowodowany pandemią Covid 19 i agresją Rosji na Ukrainę. Pandemia Covid 19 zmieniła mix produktowy spółki, sprawiając, że zwiększył się udział elektroniki związanej z pracą i nauką zdalną, a spółka osiągała na tej działalności wyższe marże niż na sprzedaży smartfonów, gdzie, według naszych szacunków, oscylują one w granicach 5-7%. Sprzedaż akcesoriów do smartfonów również zwiększa uzyskiwaną marżę. Dodatkowo malejące znacznie Rosji w przychodach spółki, gdzie Asbis osiągał dość niskie marże, również miało wpływ na poprawę marż. Jednakże, spółka zaczęła mieć pewne problemy z wysokością marży, która w 2022 roku osiągnęła szczyt i od tego czasu powoli spada. Najwyższą wartość zanotowano na poziomie 9.35% w 2Q22 i od tego czasu do 2Q25 zmniejszyła się ona do poziomu 6.69%. Spadek marży w ostatnim kwartale wynika z działalności handlowej spółki, która wykorzystwała korzystne kursy walutowe do handlu niskomargiowymi komponentami i serwerami pomiędzy różnymi krajami. Wynika to również z silnej konkurencji ceną na jednym z najważniejszych rynków – Kazachstanie, gdzie spółka zmagą się z nielegalnym handlem elektroniką i smartfonami. Poniższe wykresy obrazują jak zmieniły się poszczególne rodzaje marż w latach 2018-2024, w 1H25 oraz kwartalnie od 1Q18 do 2Q25. Pogrubiona została marża brutto na sprzedaży, która obrazuje efektywność działalności dystrybucyjnej grupy.

Wykres 24. Marże spółki w latach 2018-2024 i w 1H25



Źródło: Asbis, IPOPEMA Research, *Marża brutto na sprzedaży w 1H25

Wykres 25. Marże spółki od 1Q18 do 2Q25

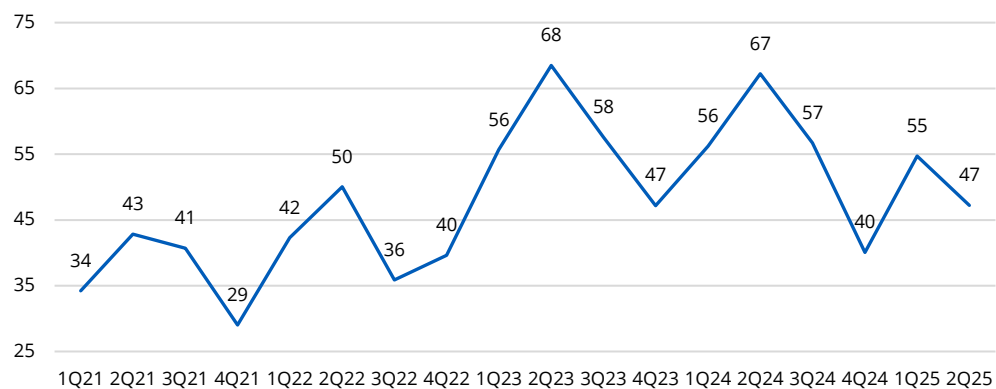


Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Kapitał obrotowy i cykl konwersji gotówki

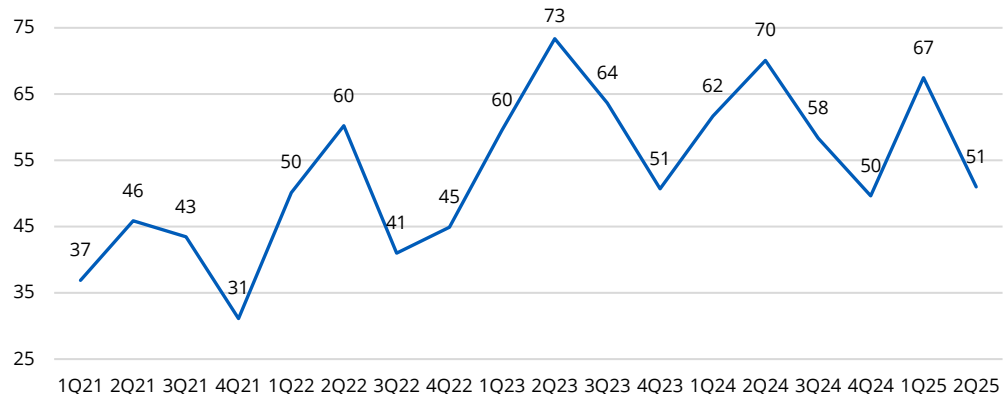
Działalność dystrybucyjna grupy Asbis charakteryzuje się wysokim zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy. Spółka, by zrealizować planowaną sprzedaż najpierw zwiększa swój stan zapasów, a następnie może prowadzić dystrybucję posiadanych towarów. Średni poziom stosunku kapitału obrotowego netto do kwartalnej sprzedaży w okresie od 1Q21 do 2Q25 wyniósł 13%, a na koniec roku wynosił on średnio 10%. Poniższe wykresy obrazują cykl konwersji gotówki, zapasów, należności i zobowiązań w spółce.

Wykres 26. Cykl konwersji gotówki w dniach od 1Q21 do 2Q25



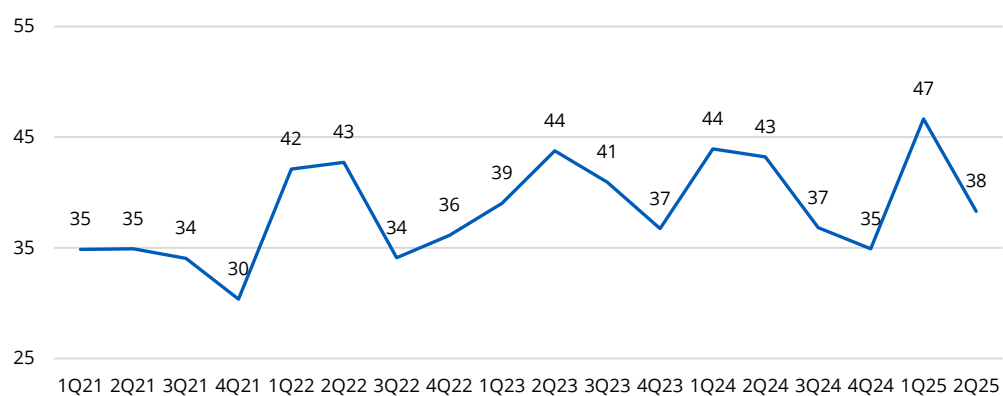
Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Wykres 27. Cykl konwersji zapasów w dniach od 1Q21 do 2Q25



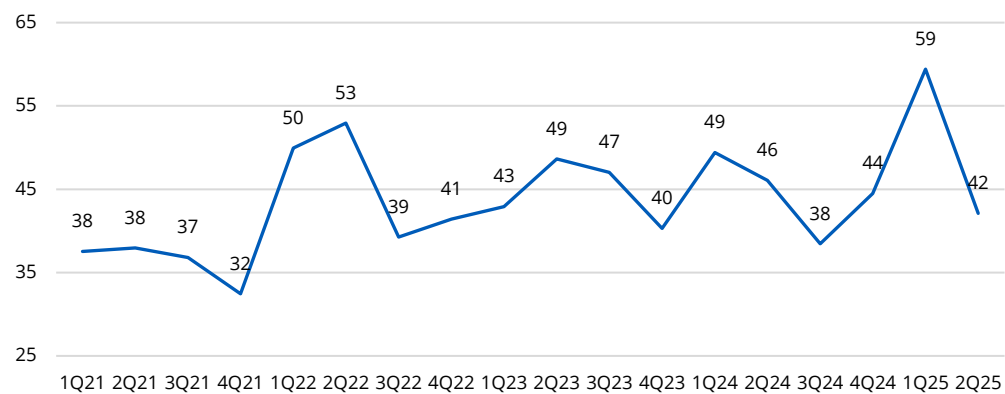
Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Wykres 28. Cykl konwersji należności w dniach od 1Q21 do 2Q25



Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Wykres 29. Cykl konwersji zobowiązań w dniach od 1Q21 do 2Q25



Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy główne czynniki ryzyka dla grupy Asbis.

Wojna na Ukrainie. Konflikt na Ukrainie to jeden z głównych czynników wpływających na działalność operacyjną spółki, nie tylko w samej Ukrainie, ale też w regionach sąsiednich. Ukraina to trzeci co do wielkości rynek grupy Asbis. W całym 2024 roku jej udział w sprzedaży wyniósł 12.7% w porównaniu do 15.4% w 2021 roku. Spółka musi stosować się do zaleceń UE, które uniemożliwiają sprzedaż wielu produktów do podmiotów, które zostały objęte sankcjami. Dodatkowo, w wyniku trwającej wojny, nasiliła się konkurencja ze strony nielegalnych handlarzy. Asbis w ostatnich latach rozbudował swoją ofertę w krajach ościennych Rosji, co implikuje ryzyko zmian geograficznych sprzedaży w razie zniesienia sankcji. Obecnie to ryzyko jest dość trudne do oszacowania.

Nieuczciwa konkurencja. Nieautoryzowani sprzedawcy są dużym zagrożeniem dla wyników grupy. Nielegalny import, a następnie sprzedaż produktów na rynkach, na których działa Asbis, znacznie obniża osiąganą marżę poprzez konkurencję cenową. To ryzyko dotyczy zwłaszcza Kazachstanu, który w 2024 roku był najważniejszym rynkiem dla grupy z udziałem w sprzedaży na poziomie 16.4%.

Uzależnienie od kluczowych dostawców. Asbis ma podpisane umowy dystrybucyjne z producentami smartfonów, elektroniki, sprzętu IT itd. Najważniejsza umowa to dystrybucja iPhone'ów od firmy Apple. Smartfony stanowiły w 2024 roku 42% sprzedaży, a udział iPhone'ów w tej sprzedaży szacujemy na 90-95%. W razie zerwania kontraktu z Apple, Asbis straciłby najważniejszego dostawcę, co oznacza spore ryzyko koncentracji.

Uzależnienie od kluczowych rynków. Przychody i wyniki grupy są uzależnione od sytuacji wewnętrznej głównych rynków zbytu. W razie wybuchu kryzysu wewnętrznego w kraju z dużym udziałem w sprzedaży, przychody spółki znacznie się zmniejszą. W ostatnim czasie spółka próbuje minimalizować to ryzyko poprzez dywersyfikację sprzedaży w kierunku krajów EŚW, Bliskiego Wschodu oraz Afryki.

Ryzyko walutowe. Przychody grupy denominowane są w wielu walutach, do których należą m. in. dolar amerykański, euro, kazachski tenge, ukraińska hrywna oraz wiele innych. Większość zobowiązań z tyt. dostaw i usług (ok. 90%) denominowanych jest w USD, podobnie jak ok. 50% kosztów operacyjnych. Reszta kosztów denominowana jest głównie w EUR i innych walutach powiązanych z EUR. Spółka w pewnym stopniu wykorzystuje zabezpieczenie przed zmianą walut w postaci instrumentów pochodnych. Zmiany kursów walut wpływają na raportowane wyniki finansowe. W szczególności wzmocnienie USD wobec EUR i innych walut, historycznie skutkowało zmniejszeniem przychodów i zysków raportowanych w USD, a osłabienie USD oznaczało wzrost zysków.

Konkurencja i presja cenowa. Spółka mierzy się z silną konkurencją obecną na rynku produktów IT. Szczególnie ważne są: szerokość asortymentu, jakość produktów, oferowane ceny, zakres usług dodatkowych oraz dostępność kredytu konsumenckiego. W związku z tym występuje znaczna presja na marżę. Głównymi konkurentami grupy Asbis są: dystrybutorzy międzynarodowi IT i CE, dystrybutorzy regionalni oraz pośrednicy. Presja konkurencji może zmniejszyć udział rynkowy w poszczególnych krajach oraz obniżyć osiąganą marżę.

Starzenie się zapasów. Spółka nabywa komponenty i produkty gotowe zgodnie z przewidywanymi wymaganiami klientów. Rynek gotowych produktów i komponentów IT charakteryzuje się szybkimi zmianami technologii i krótkimi cyklami życia produktów, co powoduje, że zapasy mogą szybko stać się przestarzałe. Spółka, by sprostać wymaganiom klientów, utworzyła bufory zapasowe, które, w razie szybkiej zmiany technologii, mogą znacznie stracić na wartości, co będzie miało wpływ na wyniki finansowe.

Ryzyko kredytowe. Spółka nabywa komponenty i sprzęt IT od dostawców na własny rachunek i odsprzedaje je swoim klientom. Grupa ma obowiązek regulować swoje zobowiązania niezależnie od ściągalności należności od klientów. Długość kredytu kupieckiego, który Asbis udziela klientom, waha się zazwyczaj od 7 do 90 dni. Większość należności grupy jest ubezpieczona, poza należnościami od klientów na Ukrainie i Białorusi.

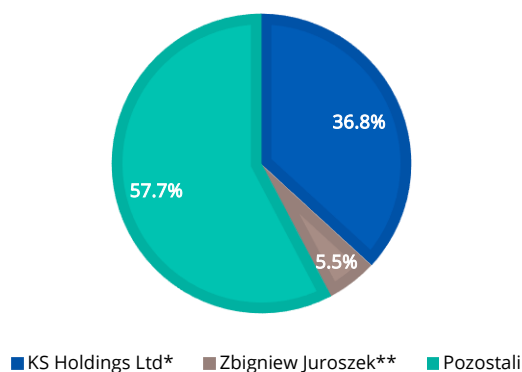
Koszt długu. Biznes dystrybucyjny charakteryzuje się wysokim zapotrzebowaniem na środki pieniężne, potrzebne do utrzymania odpowiedniego poziomu kapitału obrotowego. Średni ważony koszt długu w 1H25 wyniósł 8.3%, wobec 9.9% w całym 2024.

Zmiany klimatyczne. Zmiany prawne i przejście na gospodarkę niskoemisyjną może wymusić zmiany technologii w produktach IT, co będzie oznaczało wyższe ceny oraz niższy popyt ze strony konsumentów. Dodatkowo, magazyny grupy oraz fabryki dostawców mogą być narażone na takie zjawiska pogodowe, takie jak powódź lub pożar.

Akcjonariat

Kapitał zakładowy grupy Asbis jest podzielony na 55,500,000 akcji. Głównym akcjonariuszem jest KS Holdings Ltd, która należy do założyciela i obecnego CEO grupy Pana Siarheia Kostevitcha. Posiada on obecnie 20,448,127 akcji, co oznacza udział na poziomie 36.84% w kapitale. Drugim udziałowcem grupy Asbis jest Pan Zbigniew Juroszek z podmiotami powiązanymi, który posiada łącznie 3,028,640 akcji (5.46% kapitału). Reszta to akcje pozostające w wolnym obrocie, z których część należy do polskich OFE oraz TFI.

Wykres 30. Akcjonariat grupy Asbis



Źródło: Asbis, IPOPEMA Research, *należąca do CEO Siarheia Kostevitcha, **z podmiotami powiązanymi

Prognozy finansowe

Tabela 9. Asbis dane i prognozy finansowe 2022-2028E

RZIS (USD m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody	2,690.0	3,061.2	3,008.5	3,682.5	3,897.6	4,143.6	4,396.6
Koszt własny sprzedaży	-2,462.3	2,809.0	2,768.3	3,424.5	3,624.6	3,853.4	4,088.6
Zysk brutto na sprzedaży	227.8	252.3	240.2	257.9	273.0	290.3	308.0
Koszty sprzedaży	-69.2	-82.7	-86.2	-93.8	-99.2	-105.3	-111.7
Koszty ogólnego zarządu	-47.6	-57.0	-59.7	-63.4	-70.0	-75.5	-80.1
Pozostałe przychody operacyjne, netto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	116.4	120.2	102.9	109.5	114.8	122.3	130.6
Zysk operacyjny	110.9	112.5	94.3	100.7	103.8	109.5	116.2
Koszty finansowe	-20.7	-32.2	-29.5	-31.9	-13.9	-14.9	-15.7
Zysk przed opodatkowaniem	90.2	80.3	64.8	68.8	89.9	94.5	100.4
Podatek dochodowy	-15.2	-12.0	-10.8	-12.5	-17.1	-18.0	-19.1
Udziały mniejszościowe	0.0	0.1	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	75.8	53.0	54.4	56.7	72.8	76.6	81.3
EPS (USD)	1.37	0.96	0.98	1.02	1.31	1.38	1.47
Marża EBITDA	4.3%	3.9%	3.4%	3.0%	2.9%	3.0%	3.0%
Marża EBIT	4.1%	3.7%	3.1%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%
Marża netto	2.8%	1.7%	1.8%	1.5%	1.9%	1.8%	1.9%
ROE	35.0%	20.2%	18.8%	18.1%	20.8%	19.5%	19.1%
Bilans (USD m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Aktywa obrotowe	1,003.9	931.2	1,112.7	1,254.7	1,331.4	1,408.6	1,481.3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	92.4	108.3	105.4	76.1	50.4	52.6	48.2
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	328.9	346.1	396.9	471.4	518.4	551.1	584.8
Zapasy	514.8	413.8	516.8	613.7	669.1	711.3	754.7
Inne	67.8	63.0	93.5	93.5	93.5	93.5	93.5
Aktywa trwałe	59.6	81.3	88.2	102.7	115.7	127.5	138.5
Rzeczowe aktywa trwałe	50.3	66.9	72.6	86.2	98.2	109.0	119.0
Wartości niematerialne	1.1	1.7	2.8	3.8	4.8	5.8	6.7
Wartość firmy	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Inne	7.8	12.0	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
Aktywa ogółem	1,063.5	1,012.5	1,200.8	1,357.4	1,447.1	1,536.1	1,619.7
Kapitał własny	244.2	281.2	298.3	327.3	371.8	411.7	439.3
Udziały mniejszościowe	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Zobowiązania długoterminowe	10.2	15.7	27.2	27.2	27.2	27.2	27.2
Zadłużenie długoterminowe	9.2	14.7	26.1	26.1	26.1	26.1	26.1
Inne zobowiązania długoterminowe	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Zobowiązania krótkoterminowe	809.2	715.5	875.3	1,002.9	1,048.1	1,097.2	1,153.3
Zadłużenie krótkoterminowe	205.6	197.7	222.4	242.4	262.4	282.4	294.4
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz inne zobowiązania	436.0	391.5	562.8	670.5	695.6	724.7	768.8
Inne zobowiązania krótkoterminowe	167.6	126.3	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0
Pasywa ogółem	1,063.5	1,012.5	1,200.8	1,357.4	1,447.1	1,536.1	1,619.7
Zadłużenie netto	79.7	68.7	92.0	141.3	187.0	204.7	221.1
Zadłużenie netto/EBITDA (x)	0.7	0.6	0.9	1.3	1.6	1.7	1.7
Rachunek przepływów pieniężnych (USD m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przepływy operacyjne	-56.0	45.4	26.7	33.7	20.5	58.5	78.6
Zysk netto	75.8	53.0	54.4	56.7	72.8	76.6	81.3
Amortyzacja	5.4	7.7	8.6	8.7	11.0	12.9	14.4
Zmiana stanu kapitału obrotowego	-149.2	20.8	17.2	-63.8	-77.2	-45.9	-33.0
Pozostałe	11.9	-36.1	-53.5	31.9	13.9	14.9	15.7
Przepływy inwestycyjne	-11.1	-11.7	-18.1	-23.3	-24.0	-24.7	-25.4
Przepływy finansowe	8.6	-17.7	-11.5	-39.7	-22.2	-31.6	-57.6
Stan środków pieniężnych na początek okresu	150.9	92.4	108.3	105.4	76.1	50.4	52.6
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	92.4	108.3	105.4	76.1	50.4	52.6	48.2
DPS (USD)	0.30	0.45	0.50	0.50	0.51	0.66	0.97

Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki, o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognoząmi IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Serbii lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje,p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

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

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ASBISc Enterprises PLC, Izostal S.A., Medialgorithmics S.A., P.A. NOVA S.A., Scope Fluidics S.A., VIGO Photonics S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), modeli zdyskontowanych dywidend (DDM), metody porównawczej, ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV), wartości aktywów netto (NAV), sumy części (SoTP), lub wariantów tych metod, lub innych metod uznanych za właściwe. W powyższych wycenach są uwzględnione opinie autora lub autorów raportu, w tym prognozy finansowe dla spółki lub spółek. Subiektywne założenia autora/autorów raportu są oparte o wiedzę i doświadczenie i odgrywają istotną rolę w wycenie. Wykorzystywane są również założenia oparte o liczne zmienne ekonomiczne, w tym o stopy procentowe, inflację, kursy walutowe. Zmiana tych założeń może spowodować istotne różnice w opiniach autora/autorów oraz wycenie/wycenach.

Modele DCF przedstawiają oczekiwane kształtowanie się przepływów pieniężnych spółek i są powszechnie używane w sektorze finansowym. Modele DCF uwzględniają wiele uznaniowych założeń dotyczących modelu operacyjnego spółki, przyszłych wyników finansowych oraz otoczenia rynkowego. Modele DCF zazwyczaj prezentują tylko jeden wybrany wariant przyszłości, przez co do analizy różnych scenariuszy potrzebna jest analiza wrażliwości (dla założeń operacyjnych lub parametrów wyceny, lub obu tych obszarów jednocześnie). Słabe punkty metody DCF uwzględniają wrażliwość na zmiany poszczególnych założeń oraz fakt, że metoda DCF prezentuje tylko jeden wybrany uznaniowy scenariusz przyszłości.

Modele DDM opierają się na oczekiwanym poziomie dystrybucji środków do akcjonariuszy w postaci dywidend. Umożliwiają one wycenę efektywnego poziomu strumienia pieniędzy z perspektywy akcjonariuszy (tylko w przypadku dywidend, modele DDM mogą nie w pełni uwzględniać skupu akcji). Słabymi punktami modeli DDM są wrażliwość na zmiany poszczególnych założeń operacyjnych lub dotyczących wyceny, nieuchwycenie całości łącznej dystrybucji do akcjonariuszy jeśli spółka przeprowadza skup akcji własnych równoległe z wypłaceniem dywidendy, oraz kładzenie mniejszego nacisku na specyficzną sytuację finansową spółki.

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu mnożników wyceny z mnożnikami innych spółek z danego sektora. Mnożniki dla obecnego i przyszłych lat dla porównywanej spółki bazujące na przyszłych wynikach, wartości księgowej, wyniku operacyjnym czy przepływach pieniężnych uwzględniają prognozy autora/autorów raportu. Metoda porównawcza jest mniej zależna od indywidualnych ocen autora/autorów raportu odnoszących się do pojedynczych parametrów, podczas gdy jest bardziej zależna od składu grupy porównawczej spółek. Słabymi punktami metody porównawczej są jakość i podobieństwo grupy porównawczej (w tym różnice w modelach biznesowych, otoczeniu operacyjnym, fazie wzrostu, itd.), selekcji porównywalnych spółek, jakości konsensusu prognoz wyników dla spółek porównywanych, oraz praktyce porównywania mnożników do średniej/mediany zamiast do historycznych premii/dyskont.

Metoda rNPV uwzględnia prawdopodobieństwa przypisane przyszłym przepływom gotówkowym, co pozwala oszacować specyficzne ryzyko. rNPV jest powszechnie stosowana w wycenach innowacyjnych spółek, bądź w przypadkach gdy określone kamienie milowe muszą być osiągnięte przed momentem regularnego generowania gotówki. Słabe punkty metody rNPV to subiektywne przypisanie zastosowanych wag ryzyka / dyskonta oraz wrażliwość na zmiany przyjętych poszczególnych założeń.

Metody NAV i SoTP są często używane w przypadkach wyceny osobnych części biznesu spółki w celu otrzymania skonsolidowanej wartości. NAV i SoTP mogą uwzględniać różne metody wyceny dla wybranych aktywów, w tym modelem DCF i DDM, wycenę bazującą na docelowym mnożniku, wycenę rynkową, lub inne metody, które łącznie są często korygowane o dodatkowe uznaniowe dyskonta (jak na przykład dyskonto za strukturę holdingową). Słabe punkty metod NAV/SoTP uwzględniają specyficzne słabe strony użytych metod oraz wrażliwość na przyjęte uznaniowe korekty jak dyskonto za strukturę holdingową.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją. Niniejszy dokument został przygotowany zgodnie z opinią, założeniami i wiedzą autora/autorów.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządziła żadnej rekomendacji dotyczącej analizowanej spółki.

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

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

AGM/EGM – zwyczajne/nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy.

BVPS - wartość księgowa na akcję - wartość księgowa kapitału własnego spółki przypadająca akcjonariuszom dominującym podzielona przez liczbę istniejących akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

CAGR - łączna średnioroczna stopa wzrostu.

CFO – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej netto.

C/I (koszty/przychody) - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

D&A – amortyzacja.

DCF – zdyskontowany model przepływów pieniężnych – metoda wyceny bazująca na sumie zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych z właściwymi korektami (jak dług netto, itd., jeśli są potrzebne).

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend – metoda wyceny bazująca na sumie zdyskontowanych przyszłych dywidend.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę istniejących akcji na moment dystrybucji z wyłączeniem akcji własnych.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez cenę akcji.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami i amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę istniejących akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

EV – wartość przedsiębiorstwa – kapitalizacja skorygowana o akcje własne, plus dług brutto, pomniejszony o wartość środków pieniężnych i ekwiwalentów, pomniejszony o wartość spółek stowarzyszonych, plus wartość kapitałów mniejszości.

EV/EBITDA – EV podzielona przez EBITDA.

EV/S lub EV/przychody – EV podzielone przez przychody.

FCFE – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli kapitału własnego.

FCFF – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli firmy.

FV – wartość godziwa – wartość godziwa spółki obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.

ND – dług netto - dług brutto i wartość leasingów (w zależności od standardu rachunkowości) pomniejszona o wartość środków pieniężnych i ekwiwalentów.

Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

NII - wynik netto z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.

P/BV – wskaźnik ceny do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

P/E – wskaźnik ceny do zysku – cena podzielona przez EPS.

PEG – wskaźnik P/E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle przez dany okres.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny przypadający akcjonariuszom dominującym.

ROIC - zwrot z zainwestowanego kapitału - EBIT * (1 – stawka podatku) podzielona przez średni zainwestowany kapitał.

uFCF – underlying free cash flow – wskaźnik (obliczany przez IPOPEMA) odzwierciedlający wartość potencjalnej generacji gotówki możliwej do dystrybucji do akcjonariuszy przed wypływami na uznaniowe cele (takimi jak transfer do akcjonariuszy, nieogłoszone wcześniej przejęcia, aktywa finansowe, itd.), policzona następująco: przepływy operacyjne z operacji netto, pomniejszone o CAPEX na aktywa trwałe i niematerialne oraz ogłoszone przejęcia, pomniejszone o odsetki netto płatne na dług, pożyczkach i leasingach, pomniejszone o płatności leasingowe, pomniejszone o płatności dywidend do akcjonariuszy mniejszościowych, powiększone o otrzymane dywidendy, powiększone jeśli konieczne o inne wpływy/wypływy specyficzne dla spółki w zależności od jej specyfiki/prezentacji.

uFCFps – uFCF podzielone przez liczbę akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

WACC – średni ważony koszt kapitału.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji.

KUPUJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną przekracza +10%.

TRZYMAJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną jest pomiędzy i/lub równa -10% oraz +10%.

SPRZEDAJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną jest poniżej -10%.

Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu. Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Dokument został dystrybuowany w dniu 3 września 2025 o godzinie 07:30 CEST.

IPOPEMA Research - Rozkład ratingów (1 kwietnia 2025 – 30 czerwca 2025)		Liczba	%
KUPUJ		11	73%
TRZYMAJ		2	13%
SPRZEDAJ		2	13%
Razem		15	100%

Historia ratingów – Asbis				
Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
03/09/2025	KUPUJ	PLN 36.53	PLN 26.54	Jakub Stebel Łukasz Kosiarski