

Asbis

Niemożliwe nie istnieje

Utrzymujemy rekomendację KUPUJ dla Asbis (ASB) oraz cenę docelową na poziomie PLN154.3, co implikuje ponad 30% potencjału wzrostowego. Nie zmieniamy naszych prognoz dla Asbis. W niniejszym raporcie komentujemy wyniki za 2Q26 oraz omawiamy średnioterminowe czynniki wpływające na wycenę spółki w dwóch najważniejszych segmentach działalności: sprzedaży serwerów AI oraz sprzedaży produktów Apple.

Segment sprzedaży serwerów AI. Segment sprzedaży serwerów AI w ostatnim czasie wyprzedził sprzedaż smartfonów i stał się największym źródłem przychodów Asbis. Kluczowymi produktami dystrybuowanymi przez spółkę w tym segmencie są pamięci NAND i DRAM oraz procesory (CPU). Asbis nie jest jeszcze bezpośrednim dystrybutorem procesorów graficznych (GPU) Nvidia, choć w wybranych kontraktach odsprzedaży kompletne serwery wyposażone w układy GPU Nvidia dostarczane przez Supermicro. W ciągu ostatnich kilku miesięcy ceny pamięci wzrosły 4x-5x, co w istotny sposób wsparło wzrost przychodów spółki w tym segmencie. Jednak na podstawie danych zaprezentowanych podczas Asbis Investor Days szacujemy, że Asbis notuje również silny wzrost wolumenów dystrybuowanych pamięci (oceniaamy, że sprzedaż produktów Micron mogła wzrosnąć o 70%-100% w 2025 pod względem wolumenów). Uważamy również, że najlepszy okres pod względem wzrostu przychodów może być jeszcze przed spółką. Po pierwsze, globalna rozbudowa fabryk AI może potrwać jeszcze kilka lat, napędzając popyt na procesory CPU, GPU oraz pamięci. Po drugie, Nvidia może być gotowa do zmiany swojej sieci dystrybucyjnej po ogłoszeniu linii serwerów DGX. Wraz z DGX Nvidia może ograniczyć marże swoich obecnych dystrybutorów (Dell, Lenovo i Supermicro), ponieważ będzie produkować kompletne serwery pod własną marką. Jednocześnie spółka może nadal potrzebować niezależnego dystrybutora dysponującego rozwiniętą siecią logistyczną na całym świecie, a Asbis mógłby być jednym z potencjalnych kandydatów do tej roli. Potencjalne wolumeny i przychody z kontraktów obejmujących dostawy GPU mogłyby być wielokrotnie wyższe niż w przypadku samej sprzedaży pamięci.

Sprzedaż produktów Apple. Wzrost cen pamięci może w przyszłości doprowadzić do istotnych zmian w zakresie polityki cenowej oraz udziałów rynkowych producentów smartfonów. Pamięci NAND i DRAM mogą stanowić nawet 50% kosztów produkcji smartfonów z niższego segmentu cenowego, a przy znaczącym wzroście cen pamięci producenci będą musieli istotnie podnieść ceny końcowych urządzeń, aby zrekompensować rosnące koszty. Producenci smartfonów z wyższego segmentu, tacy jak Apple czy Samsung, również będą zmuszeni do podwyżek cen, jednak różnica cenowa pomiędzy nimi a producentami z niższego segmentu powinna wyraźnie się zmniejszyć, co może umożliwić im istotny wzrost udziałów rynkowych w nadchodzących latach. Zgodnie z danymi zaprezentowanymi podczas Asbis Investor Days zjawisko to jest już widoczne na kluczowych rynkach Asbis. Dodatkowo, według szacunków WSJ, Apple musiałby podnieść ceny nowego iPhone'a 18 o około 25%, aby zrekompensować wzrost kosztów pamięci. Każdy wzrost cen dystrybuowanych produktów jest korzystny dla przychodów dystrybutora IT, który zazwyczaj nalicza stałą marżę od wartości sprzedawanych produktów.

Tabela 1. Asbis podsumowanie prognoz

USD m	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	3,061	3,009	3,863	6,532	7,362	7,849
EBITDA	120.2	102.9	120.8	280.9	301.3	302.8
EBIT	112.5	94.3	111.0	267.4	285.9	285.2
Zysk netto	53.0	54.4	60.6	177.4	196.9	197.3
EPS (USD)	0.96	0.98	1.09	3.20	3.55	3.55
DPS (USD)	0.45	0.50	0.50	0.55	0.80	0.85
stopa uFCF (%)	9.1%	4.7%	26.8%	-10.8%	5.9%	8.2%
EV/EBITDA (x)	3.9	4.5	3.9	6.9	6.2	5.9
P/E (x)	6.9	5.9	6.3	9.2	8.3	8.3

Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

KUPUJ

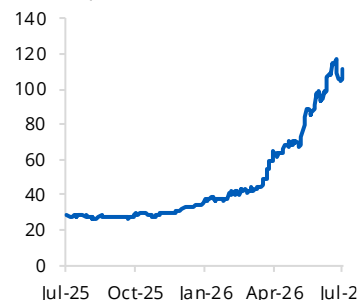
TP PLN 154.3 poprz. PLN 154.3

33% potencjał wzrostu

Cena z dnia 27 lipiec 2026 PLN 116.3

KUPUJ podtrzymane

Cena akcji



Źródło: Bloomberg

Recommendation	TP*	Date
KUPUJ	60.40	9.04.2026
KUPUJ	36.73	1.12.2025
KUPUJ	35.80	14.11.2025
KUPUJ	36.53	3.09.2025

*Do 20 lipca 2026, wyceny bazowały na metodologii wartości godziwej

Podstawowe informacje

Sektor	Dystrybucja IT
Liczba akcji (m)	55.50
Kapitalizacja (EUR m)	1 444
12M śr. dzienny wolumen (k)	169.7
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	2.3
12M max/min (PLN)	118.3 / 26.04
Waga w WIG (%)	0.6%
Reuters	ASB.WA
Bloomberg	ASB.PW

Stopa zwrotu

1M	8.6%
3M	69.4%
12M	282.6%

Akcjonariusze (% akcji)

KS Holdings Ltd	36.8%
Pozostali	63.2%

Analitik

Piotr Zielonka, CFA
piotr.zielonka@ipopema.pl
+48 694 198 765
Łukasz Kosiarski
lukasz.kosiarski@ipopema.pl
+ 48 882 108 382

Wskaźniki wyceny	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	6.9	5.9	6.3	9.2	8.4	8.4
P/E adj. (x)	6.9	5.9	6.3	9.2	8.4	8.4
EV/EBITDA (x)	3.9	4.5	3.9	6.9	6.3	5.9
EV/EBITDA adj. (x)	3.9	4.5	3.9	6.9	6.3	5.9
EV/Sales (x)	0.2	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2
P/BV (x)	1.3	1.1	1.1	3.4	2.6	2.1
Stopa FCF* (%)	7.6%	2.4%	35.3%	-8.2%	8.1%	10.4%
Stopa uFCF (%)	-5.4%	-6.6%	26.4%	-10.8%	5.8%	8.1%
DY (%)	6.8%	8.6%	7.3%	1.9%	2.7%	2.9%
Buyback yield (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Zmiana r/r (%)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	14%	-2%	28%	69%	13%	7%
EBITDA	3%	-14%	17%	133%	7%	0%
Skor. EBITDA	3%	-14%	17%	133%	7%	0%
EBIT	1%	-16%	18%	141%	7%	0%
Zysk netto	-30%	3%	11%	193%	10%	0%
Skor. zysk netto	-30%	3%	11%	193%	10%	0%

Na akcję	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Liczba akcji (m units)	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5
Liczba akcji bez własnych (m)	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5
EPS (PLN)	3.6	3.7	4.2	12.1	13.3	13.4
BVPS (PLN)	19.3	20.4	23.1	33.2	43.5	53.7
FCFPS* (PLN)	2.3	0.6	9.1	-9.9	9.1	11.6
DPS (PLN)	1.7	1.9	1.9	2.1	3.0	3.2

vs. BBG kons.	2026E	2027E	2028E
	IPOP Cons.	IPOP Cons.	IPOP Cons.
Przychody	6,532	5,647	7,362
EBITDA	281	-	301
EBIT	267	184	286
Zysk netto	177	134	195
	vs Cons.	vs Cons.	vs Cons.
Przychody	16%	9%	-
EBITDA	-	-	-
EBIT	46%	47%	-
Zysk netto	33%	25%	-

Zmiana prognoz	2026E	2027E	2028E
Przychody	34%	37%	37%
EBITDA	64%	67%	73%
EBIT	69%	73%	81%
Zysk netto	91%	92%	102%
CapEx	1%	0%	0%

KPI's	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	3,061	3,009	3,863	6,532	7,362	7,849
Byłe ZSRR	1,563	1,266	1,408	2,081	2,432	2,599
Europa Centralna	791	869	1,110	1,290	1,486	1,578
Śr. Wschód i Afryka	426	490	681	676	603	665
Zach. Europa	257	320	472	642	717	752
Pozostałe	24	63	193	1,843	2,123	2,254
Udział regionów						
Byłe ZSRR	51%	42%	36%	32%	33%	33%
Europa Centralna	26%	29%	29%	20%	20%	20%
Śr. Wschód i Afryka	14%	16%	18%	10%	8%	8%
Zach. Europa	8%	11%	12%	10%	10%	10%
Pozostałe	1%	2%	5%	28%	29%	29%
Udział produktów						
Smartfony	41%	42%	35%	22%	21%	20%
Procesory	10%	10%	10%	8%	7%	7%
Laptopy	8%	7%	7%	5%	4%	4%
Serwery	4%	5%	18%	17%	18%	19%
Pozostałe	37%	35%	30%	49%	50%	49%

RACHUNEK WYNIKÓW (USD r	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	3,061	3,009	3,863	6,532	7,362	7,849
Zysk brutto	252	240	279	518	567	588
Koszty sprzedaży i zarządu	-140	-146	-168	-251	-281	-303
Pozostała działalność operacyjna	0	0	0	0	0	0
EBITDA	120	103	121	281	301	303
Skor. EBITDA	120	103	121	281	301	303
EBIT	112	94	111	267	286	285
Przychody/koszty finansowe	-32	-30	-35	-42	-38	-37
JV	-15	0	1	0	0	0
Zysk brutto	65	65	77	225	248	248
Podatek	-12	-11	-16	-48	-53	-53
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	53	54	61	177	195	195
Skorygowany zysk netto	53	54	61	177	195	195
Marża brutto	8.2%	8.0%	7.2%	7.9%	7.7%	7.5%
Koszty sprzedaży i zarządu/przych	-4.6%	-4.8%	-4.3%	-3.8%	-3.8%	-3.9%
Marża EBITDA	3.9%	3.4%	3.1%	4.3%	4.1%	3.9%
Marża skor. EBITDA	3.9%	3.4%	3.1%	4.3%	4.1%	3.9%
Marża EBIT	3.7%	3.1%	2.9%	4.1%	3.9%	3.6%
Marża netto	1.7%	1.8%	1.6%	2.7%	2.6%	2.5%
Marża skor. netto	1.7%	1.8%	1.6%	2.7%	2.6%	2.5%
CapEx / przychody	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
ROE (%)	20.2%	18.8%	19.1%	43.1%	34.8%	27.5%
ROIC (%)	21.6%	19.4%	19.7%	17.4%	12.1%	12.5%
ROA (%)	5.1%	4.9%	4.5%	10.0%	8.9%	8.0%

BILANS (USD m)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Aktywa trwałe	81	88	127	157	174	190
Rzeczowe aktywa i WNI	67	73	107	123	139	153
Inwestycje	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	14	16	20	34	35	37
Aktywa obrotowe	931	1,113	1,373	1,887	2,154	2,363
Zapasy	414	517	545	829	935	997
Należności handlowe	346	397	529	956	1,078	1,149
Środki pieniężne i ekwiwalenty	108	105	207	9	49	124
Pozostałe aktywa obrotowe	63	94	92	92	92	92
Aktywa razem	1,012	1,201	1,500	2,044	2,329	2,553
Kapitał własny	281	298	338	485	635	784
Mniejszości	0	0	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania długoterm.	16	27	47	67	67	67
Kredyty i pożyczki	15	26	45	65	65	65
Zobowiązania leasingowe	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	1	1	1	1	1	1
Zobowiązania krótkoterminow	716	875	1,115	1,493	1,627	1,703
Zobowiązania handlowe	392	563	733	1,111	1,255	1,341
Kredyty i pożyczki	198	222	247	247	237	227
Zobowiązania leasingowe	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	126	90	135	135	135	135
Pasywa	1,012	1,201	1,500	2,044	2,329	2,553
Dług netto (PLN m)	104	143	86	303	253	168
Dług netto skor. (PLN m)	104	143	86	303	253	168
Dług netto / EBITDA	0.9	1.4	0.7	1.1	0.8	0.6
Dług netto skor. / EBITDA	0.9	1.4	0.7	1.1	0.8	0.6
Dług netto / Kapitały	0.4	0.5	0.3	0.6	0.4	0.2

PRZEPŁYWY PIEN. (USD m)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przepływy operacyjne	45	27	155	-101	166	203
Zysk netto	53	54	61	177	195	195
Amortyzacja	8	9	10	14	15	18
Zmiana kapitału obrotowego	21	17	6	-334	-83	-47
Pozostałe	-36	-54	79	42	38	37
Przepływy inwestycyjne	-12	-18	-23	-43	-33	-34
Capex	-18	-19	-20	-32	-33	-34
Pozostałe	6	1	-2	-11	0	0
Przepływy finansowe	-18	-12	-32	-53	-93	-94
Zmiana kapitału własnego	9	-9	8	0	0	0
Zmiana długu	-2	36	44	20	-10	-10
Odsetki	-48	-29	-34	-42	-38	-37
Platności leasingowe	0	0	0	0	0	0
Dywidenda	-25	-28	-28	-31	-44	-47
Skup akcji własnych	0	0	0	0	0	0
Dywidenda dla akc. mn.	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	48	19	-21	0	0	0
Zmiana stanu gotówki	16	-3	101	-197	40	75
Gotówka na koniec okresu	108	105	207	9	49	124
FCF*	28	8	135	-133	133	170
uFCF	-20	-21	101	-176	95	132
CapEx / D&A (bez leasingu)	325%	246%	237%	326%	241%	220%

*OCF + CapEx + Platności leasingowe

Źródło: Ipopema

Spis treści

Spis treści.....	3
Podsumowanie inwestycyjne	4
Analiza wyników 2Q26	10
Wycena	11
Wycena DCF	11
Wycena porównawcza	12
Czynniki ryzyka	13
Prognozy finansowe.....	15

Podsumowanie inwestycyjne

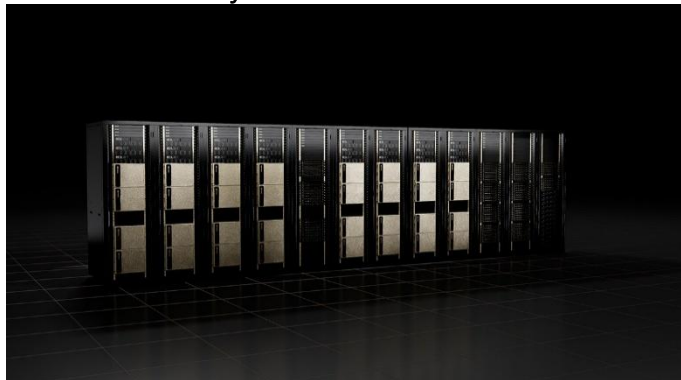
Sprzedaż serwerów AI oraz przychody ze sprzedaży produktów Apple stanowią dwa najważniejsze źródła przychodów Asbis. W tej części raportu szerzej omawiamy perspektywy obu kluczowych segmentów, jednak rozpoczynamy od naszego zdaniem największego długoterminowego potencjalnego pozytywnego zaskoczenia dla spółki – rozszerzenia współpracy z Nvidia.

I. Sprzedaż serwerów AI – potencjalna współpraca z Nvidia jako największy długoterminowy czynnik wzrostowy dla Asbis. Spółka pozostaje jedyną notowaną na GPW ekspozycją na globalny boom inwestycyjny związany z AI. Pomimo imponującego wzrostu przychodów uważamy, że Asbis mógłby osiągnąć poziomy sprzedaży wielokrotnie wyższe, gdyby udało mu się rozszerzyć współpracę z Nvidia i rozpocząć dystrybucję procesorów graficznych (GPU) tej spółki. GPU pozostają jedynym kluczowym produktem, którego brakuje obecnie w portfolio dystrybucyjnym Asbis, aby spółka mogła stać się kompleksowym dostawcą dla hyperscalerów, neocloudów oraz innych podmiotów zaangażowanych w budowę centrów danych. Podczas jednej z konferencji wynikowych zapytaliśmy zarząd Asbis o możliwość nawiązania współpracy z Nvidia. Odpowiedź zarządu brzmiała: „*impossible is nothing*”.

Obecnie układy Nvidia można nabywać wyłącznie za pośrednictwem producentów OEM (Original Equipment Manufacturers), takich jak Dell, Lenovo czy Supermicro (Asbis współpracuje przede wszystkim z Supermicro). Firmy te kupują układy Nvidia wraz z pamięciami oraz pozostałymi komponentami niezbędnymi do budowy kompletnego serwera (rack), a następnie samodzielnie przeprowadzają integrację systemów. Następnie sprzedają gotowe serwery pod własnymi markami, oferując również własne umowy serwisowe i osiągając – według naszych szacunków – marże brutto na poziomie 15-17 % z tytułu tych usług. Nie oczekujemy, aby Asbis rozpoczął bezpośrednią konkurencję z Dell, Lenovo czy Supermicro, ponieważ spółka nie dysponuje zapleczem produkcyjnym ani zespołem inżynierów niezbędnym do świadczenia tego typu usług. Naszym zdaniem może to jednak nie być konieczne, ponieważ uważamy, że Nvidia może przygotowywać się do zmiany modelu współpracy z partnerami dystrybucyjnymi.

Rewolucja AI może zmienić modele biznesowe wielu przedsiębiorstw, w tym również samych hyperscalerów. Nvidia była dotychczas przede wszystkim producentem układów scalonych, jednak model ten może ulegać zmianie. Niedawno spółka zaprezentowała DGX jako nową linię własnych serwerów AI. System DGX to nic innego jak procesory graficzne Nvidia (obecnie generacja B300, a w przyszłości Vera Rubin VR200) zintegrowane w kompletnym serwerze, obejmującym sieć, pamięć masową, system chłodzenia, pełny stos oprogramowania (CUDA oraz powiązane frameworki AI) oraz wsparcie techniczne Nvidia – wszystko oferowane jako jeden produkt. Tym samym Nvidia zaczyna konkurować ze swoimi dotychczasowymi partnerami dystrybucyjnymi, przejmując część ich marż. Tym, czego Nvidia wciąż wyraźnie brakuje, jest globalna sieć logistyczna. W naszej ocenie Asbis, dzięki swojej międzynarodowej sieci centrów dystrybucyjnych, może być naturalnym kandydatem do potencjalnego partnerstwa z Nvidia.

Obraz 1. Nvidia: DGX Systems



Źródło: Nvidia

Obraz 2. Nvidia DSX AI Factory Platform



Warto również wspomnieć, że Nvidia niedawno zaprezentowała DSX jako referencyjną architekturę do projektowania i budowy gigawatowych fabryk AI (*AI factories*), czyli określenia, którym Jensen Huang opisuje nowoczesne centra danych przeznaczone dla sztucznej inteligencji. Koncepcja została po raz pierwszy przedstawiona podczas konferencji GTC w Waszyngtonie w październiku 2025 jako Omniverse DSX Blueprint, a następnie rozwinięta podczas GTC w San Jose w marcu 2026 do postaci Vera Rubin DSX AI Factory reference design, dostosowanej do nadchodzącej generacji układów Vera Rubin.

DSX nie jest produktem sprzedawanym klientom przez Nvidia, lecz referencyjną architekturą określającą, w jaki sposób powinno zostać zaprojektowane i zbudowane centrum danych AI – od architektury szaf serwerowych i topologii sieci, przez dystrybucję energii oraz systemy chłodzenia cieczą, aż po integrację z siecią elektroenergetyczną.

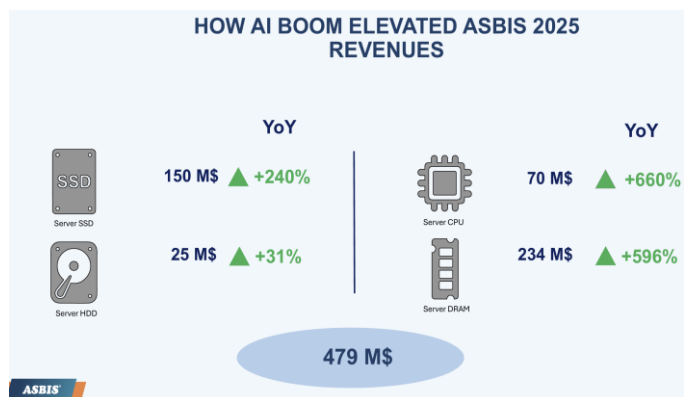
DGX VR200 jest promowany jako optymalna platforma obliczeniowa dla obiektów budowanych zgodnie z architekturą DSX. Nvidia pozycjonuje obecnie zarówno sprzęt, jak i architekturę centrum danych jako jeden, zintegrowany produkt, a nie dwa oddzielne elementy oferty. Jest to istotna zmiana strategii. Intensywniej promując systemy DGX jako domyślne rozwiązanie obliczeniowe dla centrów danych opartych na DSX, Nvidia de facto zachęca operatorów do pomijania kanału OEM i dokonywania zakupów bezpośrednio u producenta. Pozwala to spółce przejąć część marży, która wcześniej trafiała do Dell, Lenovo czy Supermicro. Jest to stopniowe, lecz świadome przesuwanie się Nvidia w górę łańcucha wartości, zgodne z szerszą strategią przejmowania kontroli nad kolejnymi warstwami infrastruktury AI. Jednocześnie, jak wskazywaliśmy wcześniej, Nvidia nadal nie dysponuje globalnym partnerem dystrybucyjnym odpowiedzialnym za logistykę.

Szacujemy, że taki partner mógłby uzyskiwać dodatkową marżę brutto na poziomie 1-3% ponad cenę Nvidia, jednak potencjalna skala przychodów mogłaby w pełni uzasadniać podjęcie takiego ryzyka. Według naszych szacunków wartość nakładów inwestycyjnych przypadających na 1 MW mocy brutto w ramach kontraktu pomiędzy Microsoft i Iren (jednym z neocloudów) dotyczącego budowy centrum danych Horizon wynosi około USD29.3m na 1 MW, z czego około USD19.3m przypada na wydatki związane z procesorami GPU (GB300). Gdyby dystrybutor uzyskał kontrakt obejmujący dostawę dla centrum danych o skali 1GW, wartość samych dostaw GPU mogłaby przekroczyć USD19bn (około 5x przychodów Asbis osiągniętych w 2025). Zakładając marżę brutto na poziomie 2%, zysk brutto z takiego kontraktu wyniósłby około USD386m, czyli około 40% więcej niż całkowity zysk brutto Asbis osiągnięty w 2025.

Należy podkreślić, że nasze prognozy dla Asbis nie uwzględniają scenariusza zakładającego rozszerzenie współpracy z Nvidia. Uważamy również, że prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza pozostaje stosunkowo niskie, ponieważ wymagałby on od Asbis zaangażowania znacznych środków finansowych w kapitał obrotowy. Przedstawione przez nas szacunki potencjalnych kontraktów mają wyłącznie charakter ilustracyjny i służą zobrazowaniu możliwej skali przychodów oraz zysków w przypadku materializacji takiego scenariusza. Gdyby jednak doszło do jego realizacji, imponujące tempo wzrostu Asbis obserwowane w ostatnich kwartałach mogłoby okazać się jedynie wstępem do dalszej, znacznie większej ekspansji.

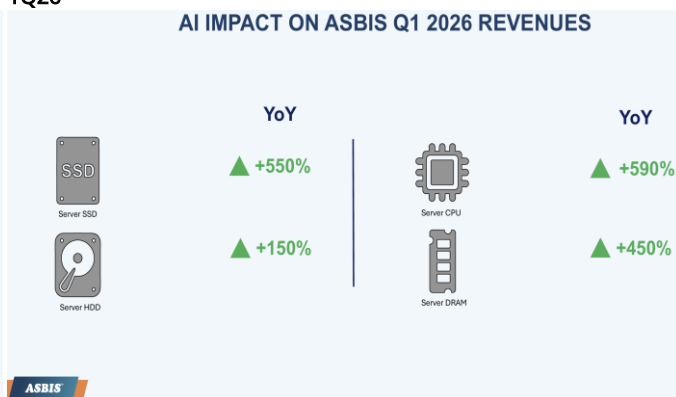
II. Sprzedaż serwerów AI – trendy na rynku pamięci i procesorów. Asbis ujawnił szczegółową strukturę przychodów segmentu sprzedaży serwerów AI podczas prezentacji wyników za 2025. Około 55% przychodów tego segmentu pochodziło ze sprzedaży pamięci DRAM, natomiast około 30% ze sprzedaży dysków SSD (wykorzystujących pamięci NAND). Procesory (CPU) odpowiadały za około 15% przychodów segmentu w 2025. Pod względem dynamiki wzrostu r/r zarówno procesory CPU, jak i pamięci DRAM odnotowały wzrost przychodów na poziomie około 600% w 2025. Bardzo wysokie tempo wzrostu utrzymało się również w 1Q26.

Obraz 3. Struktura przychodów z serwerów AI w 2025



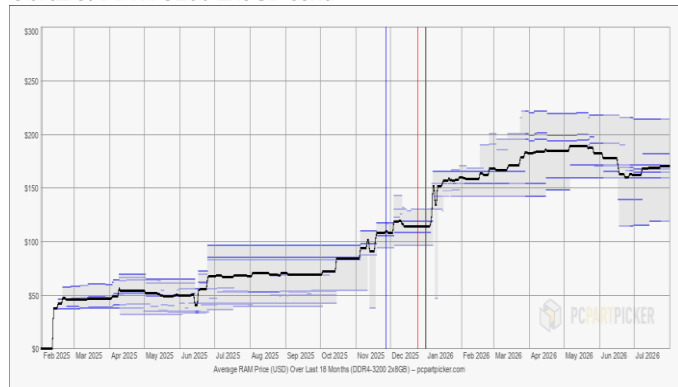
Źródło: Spółka

Obraz 4. Asbis – dynamika przychodów ze sprzedaży serwerów AI w 1Q26

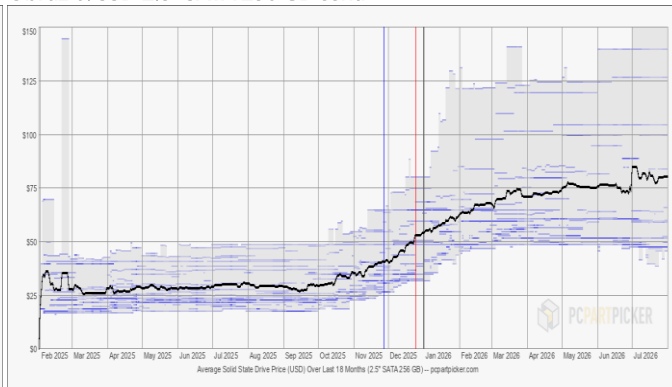


Jak widać na poniższych wykresach, ceny pamięci wzrosły 4x-5x w ciągu ostatnich kilku miesięcy, co w istotny sposób przyczyniło się do wzrostu przychodów Asbis w 2025 oraz 1H26. Jednocześnie Asbis poinformował, że przychody ze sprzedaży produktów Micron dystrybuowanych przez spółkę wzrosły o 700%, co oznacza, że wzrost przychodów wynikał nie tylko z silnego wzrostu cen, ale również ze znaczącego zwiększenia wolumenów sprzedaży (szacujemy, że wolumeny w ramach kontraktów z Micron mogły wzrosnąć o 70%-100% w 2025). Uważamy również, że Asbis mógł zwiększyć wolumeny sprzedaży w ramach współpracy z innymi producentami półprzewodników działającymi w łańcuchu dostaw dla AI, takimi jak WD, Sandisk, Seagate, Intel oraz AMD.

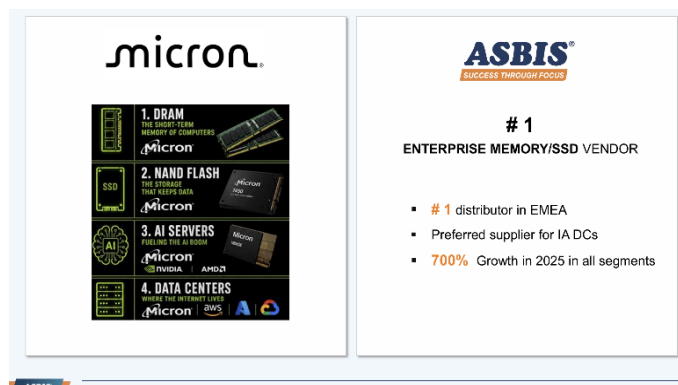
Obraz 5. DDR4-3200 2x8GB cena

Źródło: pcpartpicker.com/trends/price

Obraz 6. SSD 2.5" SATA 256 GB cena

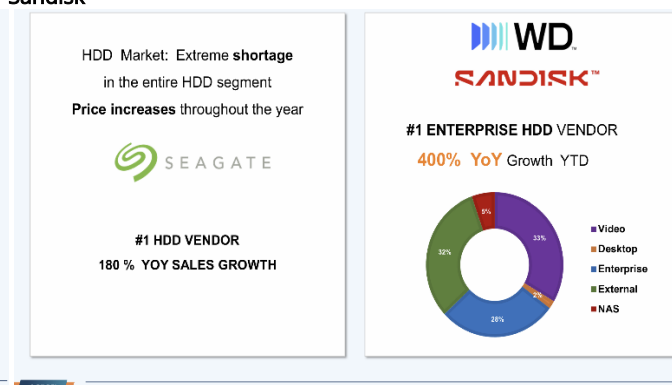


Obraz 7. Asbis: informacje dotyczące współpracy z firmą Micron



Źródło: Spółka

Obraz 8. Asbis: dane dotyczące współpracy z firmami Seagate, WD i Sandisk



Z punktu widzenia Asbis obecna sytuacja na rynku pamięci, charakteryzująca się znaczącymi niedoborami wynikającymi z ogromnego popytu ze strony podmiotów budujących fabryki AI,

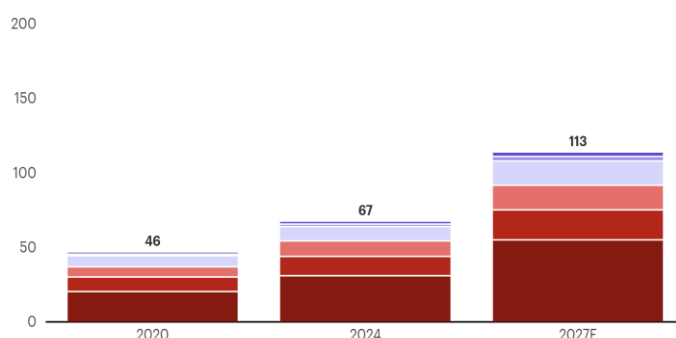
jest podwójnie korzystna. Dystrybutor IT może uzyskiwać nieco wyższe marże w otoczeniu rosnących cen i ograniczonej podaży. Ponadto wydaje się, że najwięksi uczestnicy rynku AI koncentrują współpracę z największymi dystrybutorami dysponującymi globalną siecią logistyczną, przekazując im większe wolumeny dostaw, podczas gdy lokalni gracze, tacy jak AB, znajdują się w mniej korzystnej pozycji konkurencyjnej.

Jednocześnie warto pamiętać, że rynek pamięci jest z perspektywy producentów działalnością o wyraźnie cyklicznym charakterze. W przeszłości obserwowaliśmy kilka tzw. supercykli popytowych związanych z gwałtownym wzrostem sprzedaży komputerów osobistych, dynamicznym rozwojem urządzeń mobilnych, niedoborami w okresie kryzysu zdrowotnego, a ostatnio z budową fabryk AI. W każdym z tych okresów ceny pamięci silnie rosły. Z biegiem czasu producenci zwiększali jednak podaż, co prowadziło do rozpoczęcia spadkowego trendu cenowego. Dla dystrybutora IT okres wzrostu cen jest wyjątkowo korzystny, ponieważ jednocześnie rosną wolumeny sprzedaży, a marże mogą przejściowo ulec poprawie. Z kolei w fazie spadku cen wpływ na marżę brutto może być negatywny, choć zazwyczaj jest on częściowo kompensowany przez wyższe wolumeny sprzedaży. W rezultacie oczekujemy, że segment pamięci powinien nadal pozostawać źródłem dodatniego wzrostu przychodów Asbis.

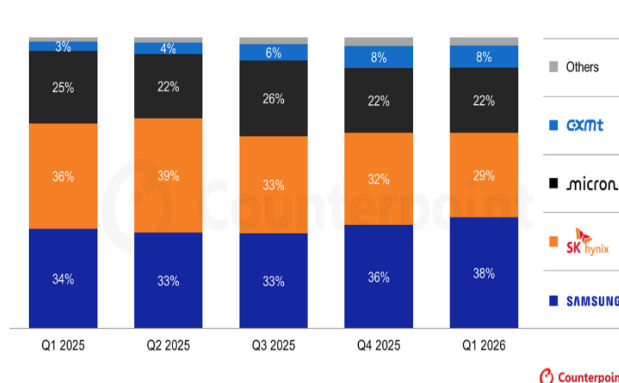
Perspektywy dla wolumenów i cen pamięci będą zależały przede wszystkim od dwóch czynników: 1) tempa wzrostu mocy obliczeniowych fabryk AI, mających zaspokoić rosnący popyt na trenowanie modeli AI oraz realizację zadań inferencyjnych przez zamknięte i otwartoźródłowe modele LLM, oraz 2) reakcji podażowej kluczowych producentów pamięci, a także nowych chińskich podmiotów planujących wejście na rynek. Według Bain globalny popyt na moce centrów danych w 2027F ma być o blisko 70% wyższy niż w 2024. Wzrost ten będzie koncentrował się przede wszystkim w fabrykach AI, gdzie rośnie gęstość upakowania szaf serwerowych (*rack density*, określająca ilość mocy elektrycznej wykorzystywanej przez pojedynczą szafę serwerową). Oznacza to jednocześnie wzrost nakładów inwestycyjnych przypadających na 1 MW mocy. Dla porównania, centra danych pierwszej generacji charakteryzowały się gęstością około 10kW na szafę, centra danych drugiej generacji (systemy chmurowe) około 20kW na szafę, natomiast nowoczesne fabryki AI osiągają obecnie około 100kW na szafę. Wraz z wprowadzeniem procesorów graficznych Vera Rubin od Nvidia parametr ten powinien nadal rosnąć.

Obraz 9. Globalna moc obliczeniowa centrów danych w podziale na regiony (GW) **Obraz 10. Asbis – dynamika przychodów ze sprzedaży serwerów AI w 1Q26**

■ North America ■ Europe ■ China ■ Rest of Asia-Pacific ■ Middle East & Africa ■ Latin America



Źródło: Bain, Counterpoint Research



Counterpoint

Z drugiej strony czołowi producenci pamięci, tacy jak Micron czy Samsung, ogłosili już plany dotyczące przyszłych nakładów inwestycyjnych na rozbudowę mocy produkcyjnych. Najwięksi światowi producenci deklarują jednak, że zamierzają zarządzać tempem uruchamiania nowych mocy w taki sposób, aby nie wywierać negatywnej presji na ceny, zwłaszcza że marże brutto w sektorze przekraczają obecnie rekordowy poziom 80%. „Dobra passa” na rynku pamięci może jednak zostać zakłócona przez nowych chińskich producentów, którzy dążą do zwiększenia udziałów rynkowych, w szczególności niedawno notowaną na giełdzie spółkę CXMT.

Pomimo starań Apple zmierzających do obniżenia kosztów pamięci poprzez potencjalne wykorzystanie CXMT jako dostawcy (o ile administracja USA wyraziłaby na to zgodę), naszym zdaniem jest jeszcze zbyt wcześnie, aby chińscy producenci mogli skutecznie konkurować z

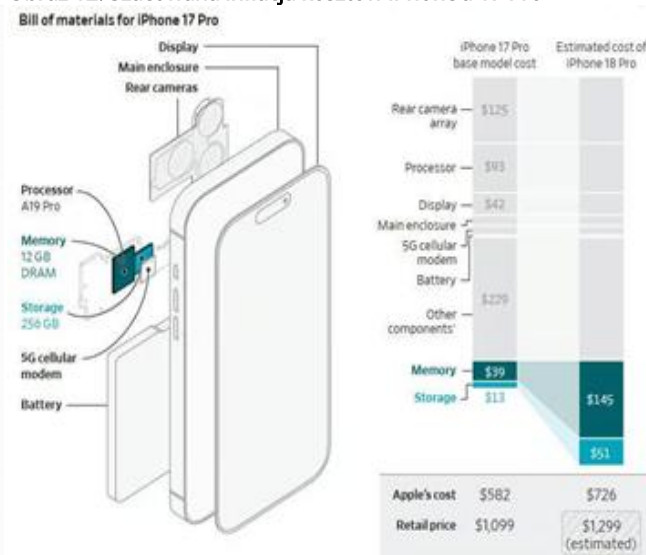
ugruntowanymi liderami rynku, takimi jak Samsung, Micron czy SK Hynix. CXMT może mieć trudności z rywalizacją z tymi spółkami bez dostępu do maszyn EUV produkowanych przez ASML. Dodatkowo, mimo wieloletniej produkcji pamięci DRAM, CXMT nadal nie oferuje pamięci HBM (High Bandwidth Memory), które składają się z wielu warstw pamięci DRAM i obecnie odpowiadają za największy wzrost popytu, głównie w zastosowaniach inferencyjnych w nowych fabrykach AI. W dłuższym terminie postęp technologiczny w obszarze pamięci u wszystkich producentów, w tym również chińskich, może jednak wywierać negatywną presję na ceny.

Obraz 11. Podstawowe cechy charakterystyczne typów pamięci

	NAND FLASH Non-Volatile Storage	DRAM Volatile Main Memory	HBM High Bandwidth Memory
			
	Used for long-term data storage. Retains data without power.	Used for working memory. Loses data when power is off.	Stacked DRAM for extremely high bandwidth and performance.
Purpose	Long-term storage for OS, apps, files, photos, videos, backups	Active memory for running applications and processes	High-performance computing, AI training, HPC workloads
Speed / Latency	Slower Read: ~50–200 MB/s Write: ~20–200 MB/s Latency: ~50–500 µs	Fast Data Rate: ~12–25+ GB/s per channel Latency: ~50–100 ns	Very Fast (Highest Bandwidth) Bandwidth: ~256 GB/s – 1 TB/s per stack Latency: ~10–20 ns (effective)
Capacity	Very High Up to several TB (e.g., 256GB – 8TB+ per chip)	Moderate Higher density than HBM (e.g., 8GB – 32GB+ per chip)	Lower (typical) Per stack: ~8GB – 24GB Lower density due to vertical stacking
Power Efficiency	High (Excellent for storage) Low power when idle, efficient for mass storage	Moderate Higher power per bit compared to NAND	High (Best Bandwidth per Watt) 3D stacking and short interconnects deliver excellent efficiency
Structure	Built with floating-gate or charge-trap transistors in 2D or 3D layers 	Built as a single die connected horizontally to a memory controller through PCB traces 	Built by vertically stacking DRAM dies and connecting them with TSVs (Through-Silicon Vias) to a base die 
Cost (Per GB)	Lowest Most cost-effective memory per GB	Moderate More expensive than NAND, cheaper than HBM	Highest Advanced 3D packaging makes it most expensive per GB
Volatility / Data Retention	Non-Volatile Data is retained for years without power	Volatile Data is lost when power is removed	Volatile Data is lost when power is removed
Typical Use Cases	- SSDs (SATA, NVMe) - Smartphones, tablets - Data centers (cold storage) - Embedded storage	- PCs, laptops, servers - General-purpose computing - Operating systems, applications - In-memory databases	- AI/ML accelerators (GPUs, TPUs) - High-performance computing (HPC) - Data centers (AI training, inference) - Workloads needing massive bandwidth
	NAND = Store Data Non-volatile, high capacity, low cost, slower. Best for long-term storage.	VS.	VS.
		DRAM = Work with Data Volatile, fast, moderate capacity. Best for general-purpose computing.	VS.
			HBM = Move Data Fast Volatile, extremely high bandwidth, lower capacity. Best for performance-critical workloads.

Źródło: Samsung, WSJ

Obraz 12. Szacowana inflacja kosztów iPhone'a 17 Pro



III. Sprzedaż smartfonów (pozycja rynkowa Apple). Według naszych szacunków przychody ze sprzedaży produktów Apple odpowiadały za około 50% całkowitych przychodów Asbis w latach 2021-24, na podstawie danych prezentowanych przez spółkę podczas spotkań z inwestorami. Tak wysoki udział w przychodach nie będzie już utrzymany ze względu na dynamiczny wzrost sprzedaży serwerów AI. Niemniej jednak oczekujemy, że produkty Apple pozostaną istotnym czynnikiem wspierającym wzrost przychodów Asbis z dwóch powodów.

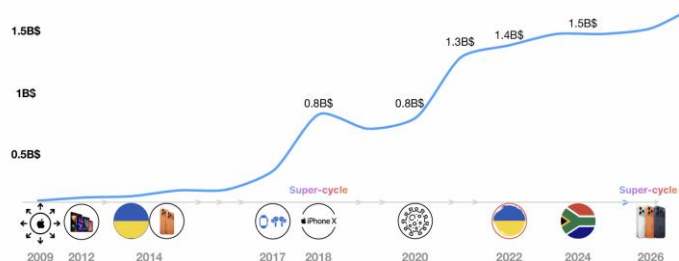
Po pierwsze, wzrost cen pamięci doprowadzi do podwyżek cen smartfonów u wszystkich producentów (w tym Apple), co jest korzystne dla dystrybutorów IT, którzy zazwyczaj uzyskują stabilną marżę naliczaną od wartości sprzedawanych produktów. Według wycień *Wall Street Journal*, aby utrzymać dotychczasową marżę brutto na smartfonach, Apple może być zmuszony podnieść cenę detaliczną modelu iPhone 18 Pro, którego premiera planowana jest na wrzesień, do USD1299 (z USD1099 w przypadku iPhone 17 Pro w ubiegłym roku). Dodatkowo cena mogłaby wzrosnąć do około USD1399, jeśli Apple zdecydowałaby się zastosować nowy system aparatów. Oznaczałoby to wzrost ceny przekraczający 25%, co – przy założeniu niezmiennych wolumenów sprzedaży – przełożyłoby się bezpośrednio na wzrost przychodów Asbis.

Po drugie, podwyżki cen smartfonów będą prawdopodobnie najbardziej odczuwalne w segmencie producentów urządzeń z niższej półki cenowej, gdzie pamięci mogą stanowić nawet 50% całkowitych kosztów produkcji. W efekcie producenci z segmentu premium, tacy jak Apple czy Samsung, staną się bardziej konkurencyjni, ponieważ różnica cenowa pomiędzy ich urządzeniami a produktami producentów z niższego segmentu ulegnie wyraźnemu zmniejszeniu. Wraz ze wzrostem dochodów konsumentów, wynikającym z rosnących wynagrodzeń, popyt na urządzenia z wyższej półki powinien stopniowo rosnąć. Zgodnie z

prezentacjami dla inwestorów Asbis proces ten jest już widoczny na kluczowych rynkach działalności spółki.

Obraz 13. Asbis – przychody ze sprzedaży produktów firmy Apple

We started with Apple in 2009 and kept growing ever since
... despite numerous headwinds



Źródło: Spółka

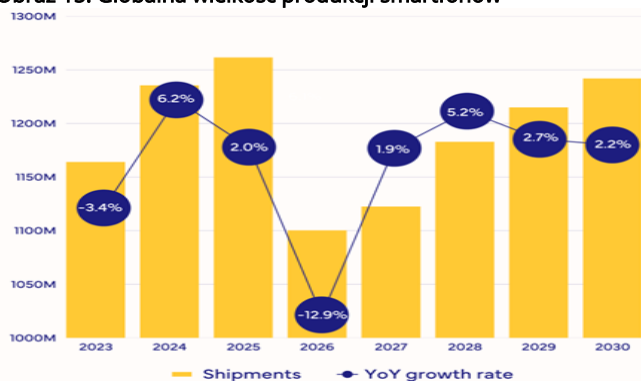
Figure 14. Apple zwiększa swój udział w rynku na rynkach obsługiwanych przez Asbis



Większym problemem dla producentów smartfonów jest fakt, że niektóre firmy badawcze, takie jak IDC (International Data Corporation), oczekują, iż niedobory pamięci wykorzystywanych do produkcji smartfonów przełożą się na znaczący spadek globalnych dostaw urządzeń w 2026 – nawet o 12.9%. IDC prognozuje również niewielki spadek dostaw komputerów osobistych w bieżącym roku. Uważamy jednak, że zjawisko to nie powinno istotnie dotknąć Apple jako największego producenta, lecz przede wszystkim mniejszych uczestników rynku.

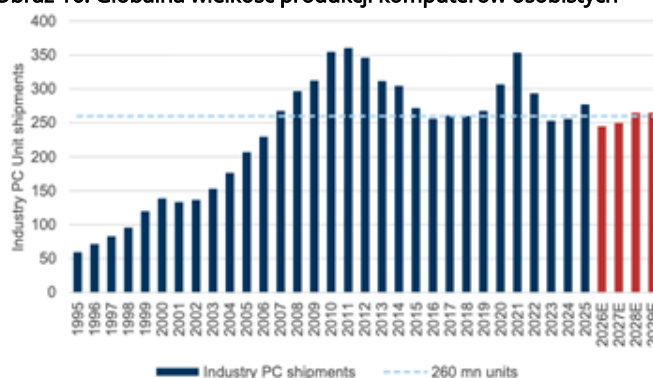
Producenci smartfonów potrzebują zarówno pamięci NAND wykorzystywanej do przechowywania danych, jak i pamięci DRAM. Szczególnym problemem staje się obecnie dostępność pamięci DRAM, ponieważ producenci pamięci przeznaczają coraz większą część swojej produkcji na pamięci HBM wykorzystywane w serwerach AI. W rezultacie producenci smartfonów mają ograniczone możliwości działania – muszą albo zaakceptować znacząco wyższe ceny pamięci, albo ograniczyć wolumen produkcji własnych urządzeń.

Obraz 15. Globalna wielkość produkcji smartfonów



Źródło: IDC

Obraz 16. Globalna wielkość produkcji komputerów osobistych



Analiza wyników 2Q26

Asbis opublikował dziś wyniki za 2 kwartał 2026 roku. Kluczowe punkty:

Przychody. Przychody grupy w 2Q26 wyniosły USD1697m (+79% r/r). Przychody w segmencie serwerów AI wyniosły USD723.4m (3.8 razy wyższe niż w 2Q25) ponownie przewyższając przychody ze sprzedaży smartfonów, które wyniosły USD526.5m (36% wzrostu r/r).

Marża Brutto na sprzedaży. Asbis wygenerował USD120m zysku Brutto na sprzedaży z marżą brutto wynoszącą 7.07% w tym kwartale. Marża Brutto na sprzedaży jest niższa niż nasze prognozy 7.7%. Drugikwartał roku jest zwykle sezonowo najsłabszy dla Asbis, jeśli chodzi o generację marży brutto na sprzedaży. Ponadto Asbis zaksięgował USD5m rezerw (według naszych szacunków na podstawie sprawozdania cash flow). Wyłączając rezerwy, Asbis przebiłby nasze oczekiwania.

EBITDA I zysk netto. Asbis zaraportował USD66.4m EBITDA i USD44.5m zysku netto w tym kwartale. Poziom EBITDA był nienznacznie poniżej naszych oczekiwań (USD68.6m), podczas gdy poziom zysku netto minimalnie przebił nasze oczekiwania (USD43.9m).

Operacyjny cash flow. Asbis ponownie zoskoczył pozytywnie w zakresie generacji gotówki z działalności operacyjnej biorąc pod uwagę skalę wzrostu przychodów i zapotrzebowanie na working capital w tradycyjnym biznesie dystrybucyjnym. Jednak braki na rynku pamięci pozwalają spółce oczekiwać przedpłat od zamawiających co znacząco poprawia profil cash flow. Spółka zaraportowała USD77.3m OCF w 1H26 w porównaniu do negatywnego OCF USD58.5m w 1H25 roku. Spadek zapasów i wzrost zobowiązań stanowiły największe zmiany w kapitale pracującym, które pozwoliły Asbis znacząco poprawić cash flow.

Tabela 2. Asbis: wyniki finansowe 2Q26

USD m	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	R/R	K/K	Kons. 2Q26	Rap. vs Kons.	Ipopema 2Q26P	Rap. vs Ipop.
Przychody	736.4	949.3	929.5	1,247.8	1,268.5	1,696.7	78.7%	33.8%	1,686.3	0.6%	1,665.1	1.9%
Wspólnota Niepodległych Państw	222.9	321.7	345.3	517.6	497.3	636.4	97.8%	28.0%	-	-	643.5	-1.1%
Europa Środkowo-Wschodnia	221.9	258.7	270.0	359.4	286.7	277.9	7.4%	-3.0%	-	-	310.4	-10.5%
Bliski Wschód i Afryka	187.9	180.8	144.5	167.8	143.3	207.2	14.6%	44.6%	-	-	144.7	43.2%
Europa Zachodnia	90.7	158.9	103.0	119.2	161.7	362.7	128.3%	124.4%	-	-	198.6	82.6%
Inne	12.9	29.2	66.7	83.7	179.6	212.4	627.8%	18.2%	-	-	367.9	-42.3%
Zysk brutto ze sprzedaży	51.6	63.6	65.3	98.3	109.4	119.9	88.7%	9.7%	-	-	128.1	-6.4%
Marża brutto na sprzedaży (%)	7.00%	6.69%	7.03%	7.88%	8.62%	7.07%	37 pb.	-155 pb.	-	-	7.69%	-63 bps
EBITDA	18.4	26.0	25.7	50.7	58.2	66.4	155.9%	14.2%	68.6	-3.1%	69.9	-5.1%
Marża EBITDA (%)	2.50%	2.73%	2.77%	4.06%	4.59%	3.91%	118 pb.	-67 pb.	4.07%	-15 pb.	4.20%	-29 bps
Amortyzacja	-2.1	-2.4	-2.4	-2.9	-3.7	-3.8	58.0%	5.0%	-	-	-3.7	5.0%
EBIT	16.4	23.5	23.3	47.8	54.5	62.6	166.0%	14.8%	64.8	-3.4%	66.3	-5.6%
Marża EBIT (%)	2.22%	2.48%	2.51%	3.83%	4.30%	3.69%	121 pb.	-61 pb.	3.84%	-15 pb.	3.98%	-29 bps
Koszty finansowe	-7.3	-8.6	-8.5	-10.4	-9.0	-8.1	-6.2%	-10.0%	-	-	-10.3	-21.8%
Zysk przed opodatkowaniem	9.2	15.1	14.6	37.8	45.6	54.9	263.5%	20.5%	-	-	55.9	-1.8%
Podatek	-1.9	-3.0	-2.9	-8.7	-9.3	-10.6	255.8%	14.9%	-	-	-12.0	-11.5%
Efektywna stopa opodatkowania %	20.2%	19.8%	20.2%	22.9%	20.3%	19.4%	-42 pb.	-94 pb.	-	-	21.5%	-212 bps
Zysk netto	7.4	12.1	11.9	29.3	36.5	44.5	266.8%	21.8%	42.7	4.1%	43.9	1.3%
Marża netto (%)	1.00%	1.28%	1.27%	2.35%	2.88%	2.62%	134 pb.	-26 pb.	2.53%	9 pb.	2.64%	-2 bps

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Wycena

Do wyceny grupy Asbis stosujemy dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenę porównawczą. Dla metody DCF przykładamy wagę 100% w wycenie.

Na podstawie naszych prognoz otrzymujemy wartość godziwą na poziomie PLN 154.3 na akcję, tj. 38% powyżej obecnej ceny rynkowej, co implikuje rekomendację KUPUJ.

Tabela 3. Asbis podsumowanie wyceny

I metoda: DCF	
Wycena	154.3
Waga	100%
II metoda: Porównawcza	
Wycena	140.9
Waga	0%
Wycena na akcje (PLN)	154.3

Źródło: IPOPEMA Research

Wycena DCF

Do wyceny grupy Asbis wykorzystujemy model DCF bazujący na naszych prognozach wolnych przepływów pieniężnych dla okresu 2026E-2031E. W naszych założeniach przyjęliśmy premię za ryzyko na poziomie 5.5%, stopę wolną od ryzyka na poziomie 5.5% 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 4. Asbis wycena DCF (mln USD)

USD m	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	Okres rezyd.
Przychody	6,532	7,362	7,849	8,218	8,564	8,923	9,101
NOPAT	210.5	225.1	224.5	230.1	237.3	244.6	249.5
+ Amortyzacja	13.5	15.3	17.6	19.9	22.3	24.8	36.8
+ Zmiana kapitału obrotowego	328.8	87.9	47.5	37.3	35.4	36.5	36.5
+ Wydatki inwestycyjne	32.1	32.7	33.6	34.6	35.7	36.8	36.8
Wolne przepływy pieniężne	584.9	361.0	323.3	321.9	330.7	342.7	359.6
WACC	10.8%	10.8%	10.9%	10.9%	11.0%	11.0%	10.0%
Zdyskontowane przepływy 2026E-2035E	428.2						
Wzrost po okresie prognozy	2.0%						
Zdyskontowana wartość rezydualna	1,532.8						
Wartość przedsiębiorstwa	1,961.1						
- Dług netto (na koniec 4Q25)	34.4						
- Wyplacone dywidendy	19.4						
- Mniejszości	-1.2						
Wartość kapitału własnego	1,908.4						
Liczba akcji (m)	55.5						
USD/PLN	3.81						
Wartość obecna na akcję (PLN)	139.2						
Cena docelowa (12M, PLN)	154.3						

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 5. Obliczenia średnioważonego kosztu kapitału (%)

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	Okres rezyd.
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	4.5%
Premia za ryzyko	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
Beta zalewarowana	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	11.6%	11.6%	11.4%	11.2%	11.1%	11.0%	10.0%
Premia długu	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Stopa podatkowa	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%
Koszt długu po podatku	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	4.3%
% długu	11.8%	12.2%	8.7%	5.0%	1.7%	0.0%	0.0%
% kapitału	88.2%	87.8%	91.3%	95.0%	98.3%	100.0%	100.0%
WACC	10.8%	10.8%	10.9%	10.9%	11.0%	11.0%	10.0%

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 6. Analiza wrażliwości wyceny DCF

		Wzrost w okresie rezydualnym				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC w okresie rezydualnym	11.8%	139.9	147.5	156.2	166.0	177.2
	11.3%	139.0	146.6	155.2	165.0	176.1
	10.8%	138.2	145.7	154.3	163.9	175.0
	10.3%	137.3	144.8	153.3	162.9	173.9
	9.8%	136.5	143.9	152.3	161.9	172.8

Źródło: IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

Tabela 7. Asbis wycena porównawcza

Wycena porównawcza	P/E			EV/EBITDA		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
ASBIS	12.0	10.9	8.5	8.4	7.7	6.9
Mediana	9.2	8.3	8.3	6.0	5.6	5.5
Premia/dyskonto(%)	-23%	-24%	-3%	-28%	-28%	-21%
Wycena						140.9

Źródło: IPOPEMA Research

Czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy główne czynniki ryzyka dla grupy Asbis.

Wojna na Ukrainie i w Iranie. 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. 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. Ostatnie miesiące przyniosły kolejny konflikt w obszarze na którym spółka działa, wojnę USA i Izraela z Iranem, gdzie zaatakowane zostały m.in. kraje Zatoki Perskiej w których prowadzi działalność Asbis. W tym wypadku widzimy małe zagrożenie dla działalności spółki, chociaż przeciągający się konflikt w regionie może wpłynąć negatywnie na gospodarki krajów takich jak ZEA stawiających w coraz większym stopniu na turystykę.

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 jest największym rynkiem dla grupy.

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 2025 roku 35% 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 odsprzedaż 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.

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.

Prognozy finansowe

Tabela 8. Asbis dane i prognozy finansowe 2023-2029E

RZIS (USD m)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Przychody	3,061.2	3,008.5	3,863.0	6,532.5	7,362.3	7,849.1	8,217.6
Koszt własny sprzedaży	2,809.0	2,768.3	3,584.3	6,014.0	6,795.7	7,260.7	7,601.7
Zysk brutto na sprzedaży	252.3	240.2	278.7	518.4	566.6	588.4	616.0
Koszty sprzedaży	-82.7	-86.2	-99.3	-159.4	-179.4	-191.1	-199.9
Koszty ogólnego zarządu	-57.0	-59.7	-68.5	-91.6	-101.2	-112.1	-123.8
Pozostałe przychody operacyjne, netto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	120.2	102.9	120.8	280.9	301.3	302.8	312.2
Zysk operacyjny	112.5	94.3	111.0	267.4	285.9	285.2	292.3
Koszty finansowe	-47.5	-29.3	-34.3	-42.1	-35.9	-34.6	-33.4
Zysk przed opodatkowaniem	65.0	65.0	76.7	225.3	250.1	250.6	258.9
Podatek dochodowy	-12.0	-10.8	-16.5	-47.9	-53.2	-53.3	-55.1
Udziały mniejszościowe	0.1	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	53.0	54.4	60.6	177.4	196.9	197.3	203.8
EPS (USD)	0.96	0.98	1.09	3.20	3.55	3.55	3.67
Marża EBITDA	3.9%	3.4%	3.1%	4.3%	4.1%	3.9%	3.8%
Marża EBIT	3.7%	3.1%	2.9%	4.1%	3.9%	3.6%	3.6%
Marża netto	1.7%	1.8%	1.6%	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%
ROE	20.2%	18.8%	19.1%	43.1%	35.1%	27.7%	24.3%
Bilans (USD m)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Aktywa obrotowe	931.2	1,112.7	1,372.7	1,867.2	2,136.2	2,346.5	2,490.6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	108.3	105.4	206.5	-10.9	31.2	108.4	151.7
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	346.1	396.9	528.8	956.5	1,078.0	1,149.3	1,203.2
Zapasy	413.8	516.8	545.1	829.5	934.8	996.6	1,043.4
Inne	63.0	93.5	92.2	92.2	92.2	92.2	92.2
Aktywa trwałe	81.3	88.2	127.2	157.0	174.4	190.5	205.2
Rzeczowe aktywa trwałe	66.9	72.6	106.8	123.4	138.9	153.3	166.4
Wartości niematerialne	1.7	2.8	4.4	6.4	8.2	10.0	11.6
Wartość firmy	0.6	0.6	2.3	13.7	13.7	13.7	13.7
Inne	12.0	12.1	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6
Aktywa ogółem	1,012.5	1,200.8	1,499.8	2,024.3	2,310.6	2,536.9	2,695.8
Kapitał własny	281.2	298.3	338.1	484.9	637.4	787.5	892.5
Udziały mniejszościowe	0.4	0.1	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
Zobowiązania długoterminowe	15.7	27.2	46.6	46.6	46.6	46.6	46.6
Zadłużenie długoterminowe	14.7	26.1	45.4	45.4	45.4	45.4	45.4
Inne zobowiązania długoterminowe	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Zobowiązania krótkoterminowe	715.5	875.3	1,115.1	1,492.7	1,626.6	1,702.8	1,756.6
Zadłużenie krótkoterminowe	197.7	222.4	246.7	246.7	236.7	226.7	216.7
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz inne zobowiązania	391.5	562.8	733.4	1,111.0	1,254.8	1,341.0	1,404.9
Inne zobowiązania krótkoterminowe	126.3	90.0	135.0	135.0	135.0	135.0	135.0
Pasywa ogółem	1,012.5	1,200.8	1,499.8	2,024.3	2,310.6	2,536.9	2,695.8
Zadłużenie netto	68.7	92.0	34.4	251.9	199.7	112.6	59.2
Zadłużenie netto/EBITDA (x)	0.6	0.9	0.3	0.9	0.7	0.4	0.2
Rachunek przepływów pieniężnych (USD m)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Przepływy operacyjne	45.4	26.7	155.3	-101.4	165.1	202.6	220.2
Zysk netto	53.0	54.4	60.6	177.4	196.9	197.3	203.8
Amortyzacja	7.7	8.6	9.8	13.5	15.3	17.6	19.9
Zmiana stanu kapitału obrotowego	20.8	17.2	5.6	-334.4	-83.0	-46.8	-36.9
Pozostałe	-36.1	-53.5	79.2	42.1	35.9	34.6	33.4
Przepływy inwestycyjne	-11.7	-18.1	-22.6	-43.4	-32.7	-33.6	-34.6
Przepływy finansowe	-17.7	-11.5	-31.5	-72.6	-90.3	-91.8	-142.2
Stan środków pieniężnych na początek okresu	92.4	108.3	105.4	206.5	-10.9	31.2	108.4
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	108.3	105.4	206.5	-10.9	31.2	108.4	151.7
DPS (USD)	0.45	0.50	0.50	0.55	0.80	0.85	1.78

Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Zastrzeżenia prawne

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 prognozami 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 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 rozpowszechniana 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.

W ciągu ostatnich dwunastu miesięcy IPOPEMA Securities S.A. była stroną umów dotyczących doradztwa dla przedsiębiorstw w zakresie struktury kapitałowej, strategii przedsiębiorstwa lub innych zagadnień związanych z taką strukturą lub strategią, a także oferowania instrumentów finansowych lub związanych z wyceną instrumentów finansowych wyemitowanych przez: AB S.A., Allegro.eu S.A., Captor Therapeutics S.A., Cognor Holding S.A., Huuuge, Inc., Murapol S.A., Rex Concepts S.A., Synektik S.A., Żabka Group S.A. IPOPEMA Securities S.A. otrzymała wynagrodzenie w związku ze świadczeniem wyżej wymienionych usług.

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., Medicalgorithmics 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/gpwa>.

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 przepływy 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 skupy 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 ryzyka. 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 modele DCF i DDM, wycenę bazującą na docelowym mnożniku, wycenę rynkową, lub inne metody, które łącznie są często korygowane o dodatkowe uznaniowe dyskonto (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 ciągu ostatnich dwunastu miesięcy IPOPEMA Securities S.A. nie sporządziła żadnej rekomendacji dotyczącej 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.

TP – cena docelowa - szacowana wartość godziwa instrumentu finansowego w 12-miesięcznej perspektywie inwestycyjnej licząc od daty publikacji raportu, ustalona na podstawie metod wyceny.

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, pomniejszony 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 TP IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji.

KUPUJ – różnica pomiędzy FV TP a ostatnią ceną jest równa i/lub przekracza +1020%.

AKUMULUJ - różnica pomiędzy TP a ostatnią ceną jest pomiędzy (nie włącznie) +10% oraz (nie włącznie) +20%.

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

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

Jeśli w danym momencie nie wydajemy rekomendacji dotyczących konkretnej spółki, spółka jest oznaczana jako „brak rekomendacji” lub „brak oceny”.

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 6 sierpnia 2026 o godzinie 07:05 CEST.

IPOPEMA Research - Rozkład ratingów (1 kwietnia 2026 – 30 czerwca 2026)	Liczba	%
KUPUJ	14	48%
TRZYMAJ	11	38%
SPRZEDAJ	4	14%
Razem	29	100%

Historia ratingów – Asbis

Data	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena z rekomendacji	Autor
03.09.2025	KUPUJ	PLN 36.53	PLN 26.54	Jakub Stebel, Łukasz Kosiarski
14.11.2025	KUPUJ	PLN 35.8 (adj.by DPS USD 0.20)	PLN 27.32	Jakub Stebel, Łukasz Kosiarski
01.12.2025	KUPUJ	PLN 36.73	PLN 29.90	Jakub Stebel, Łukasz Kosiarski
09.04.2026	KUPUJ	PLN 60.4	PLN 45.72	Łukasz Kosiarski
31.07.2026	KUPUJ	PLN 154.3	PLN 112.0	Łukasz Kosiarski
06.08.2026	KUPUJ	PLN 154.3	PLN 117.0	Piotr Zielonka, Łukasz Kosiarski