Asbis

Kontynuacja boomu na infrastrukturę AI

W tym raporcie aktualizujemy naszą rekomendację dla grupy Asbis po wynikach 3Q25. Podnosimy naszą wycenę wartości godziwej do PLN 36.73 na akcję i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z 23% potencjałem wzrostu. Fundamenty operacyjne spółki pozostają bardzo silne, co potwierdzają rekordowe wyniki za 3Q25, zarówno w ujęciu przychodowym, ponieważ przychody w tym kwartale wyniosły USD 929.5m (+29% r/r), jak i zyskowności. EBITDA wyniosła USD 25.6m (+21% r/r), EBIT USD 23.3m (+23% r/r), a zysk netto USD 11.9m (+23% r/r). Trzeba podkreślić, że spółka obroniła swoją marżę brutto na sprzedaży, ponieważ były obawy, że wraz ze wzrostem udziału serwerów w sprzedaży marża będzie się obniżać. Tymczasem marża na sprzedaży grupy Asbis wyniosła w 3Q25 7.03% (vs 6.69% w 2Q25). Oczekujemy kontynuacji pozytywnych wyników w 2026E. Przychody w 2026E szacujemy na USD 4,025m (+6% r/r), EBITDA na USD 120m (+4% r/r), EBIT na USD 109m (+2% r/r), a zysk netto na USD 66m (+9% r/r).

Kontynuacja boomu AI oraz ożywienie w segmencie smartfonów. Grupa Asbis dalej jest beneficjentem inwestycji w centra danych. Sprzedaż serwerów wyniosła w 3Q25 USD 184m (+186% r/r). Jest to efekt kontraktów realizowanych w różnych lokalizacjach. Przykładem mogą być projekty w Kazachstanie, w którym sprzedaż wzrosła w 3Q25 do USD 121m (+23% r/r) oraz na Tajwanie, gdzie sprzedaż wyniosła USD 32m i który pierwszy raz trafił na listę top 10 krajów w sprzedaży spółki. Co więcej, przychody są również wspierane przez segment smartfonów, których sprzedaż wyniosła w 3Q25 USD 308m (+3% r/r) i które powinny okazać się pozytywne w 4Q25E z powodu udanej premiery nowych modeli iPhone'a 17 oraz sezonowości. Grupa zaczyna się również otwierać na innych, oprócz Apple, producentów smartfonów, z których pierwszym będzie Samsung. Wisienką na torcie jest informacja o mocnej szacunkowej sprzedaży w październiku 2025, która wyniosła USD 330m (+40% r/r).

Rozwój Breezy i wzrost obecności na rynku detalicznym. W 3Q25 marka Breezy wraz z Orange Polska wprowadziła możliwość bezproblemowego procesu zwrotu urządzeń online i w sklepach stacjonarnych. Rozwiązanie obejmuje recykling urządzeń, które nie kwalifikują się do zwrotu ani renowacji. Ma to na celu wzmocnienie obecności Breezy na rynku polskim. Dodatkowo, Asbis zwiększa swoją obecność w segmencie detalicznym poprzez zakup 13 sklepów stacjonarnych Samsung Brand Store w Polsce oraz firmy CPT Praha, która jest dystrybutorem produktów audio klasy premium w Czechach. Te inicjatywy powinny mieć pozytywny wpływ na osiągane marże.

Dywidenda. Asbis deklaruje utrzymanie polityki wypłaty dywidend w wysokości do 50% zysku netto w dwóch transzach. Oczekujemy dalszej poprawy w generowaniu przepływów pieniężnych oraz DY na poziomie 6.7%/7.2%/10.7% w latach 2026E/2027E/2028E.

Tabela 1. Asbis podsumowanie prognoz

USD m	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	2,690.0	3,061.2	3,008.5	3,806.5	4,025.4	4,275.8
EBITDA	116.4	120.2	102.9	116.0	120.4	128.1
EBIT	110.9	112.5	94.3	107.2	109.4	115.2
Zysk netto	75.8	53.0	54.4	60.9	66.0	69.1
EPS (USD)	1.37	0.96	0.98	1.10	1.19	1.25
DPS (USD)	0.30	0.45	0.50	0.50	0.55	0.59
stopa uFCF (%)	-22.0%	9.1%	4.7%	-11.5%	0.1%	2.3%
EV/EBITDA (x)	3.3	3.9	3.3	5.4	5.4	5.3
P/E (x)	4.0	7.6	4.6	7.4	6.9	6.6

Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Dystrybutor IT

Asbis

KUPUJ

FV PLN 36.73 poprz PLN 35.80

23% potencjał wzrostu

Cena z dnia 28 listopada 2025 PLN 29.90

Rekomendacja podtrzymana

Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	55.5
Kapitalizacja (EUR m)	389.1
12M śr. dzienny wolumen (k)	130.8
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.7
12M max/min (PLN)	30.7/16.4
Waga w WIG (%)	0.17%
Reuters	ASBP.WA
Bloomberg	ASB PW

Stopa zwrotu

1M	5.1%
3M	13.6%
12M	83.8%

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 36.73**

Kapitalizacja EUR 389m Potencjał wzrostu: +23%

Mnożniki wyceny	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	7.6	4.6	7.4	6.9	6.6
EV/EBITDA (x)	3.9	3.3	5.4	5.4	5.3
EV/Przychody (x)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
P/BV (x)	1.4	0.8	1.4	1.2	1.1
Stopa uFCF (%)	9.1%	4.7%	-11.5%	0.1%	2.3%
Stopa dywidendy (%)	6.2%	11.2%	6.1%	6.7%	7.2%

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	1.1	1.2	1.2
BVPS (USD)	5.1	5.4	6.0	6.6	7.3
uFCFPS (USD)	0.7	0.2	-0.9	0.0	0.2
DPS (USD)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6

Zmiana r/r (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	13.8%	-1.7%	26.5%	5.8%	6.2%
EBITDA	3.3%	-14.4%	12.8%	3.7%	6.4%
EBIT	1.4%	-16.2%	13.7%	2.1%	5.3%
Zysk netto	-30.0%	2.6%	11.8%	8.5%	4.7%

Wskaźniki	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Marża EBITDA (%)	3.9%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
Marża EBIT (%)	3.7%	3.1%	2.8%	2.7%	2.7%
Marża netto (%)	1.7%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%
Dług netto / EBITDA (x)	0.6	0.9	1.5	1.7	1.8
Dług netto / Kapitał własn	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6
Dług netto / Aktywa (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE (%)	20.2%	18.8%	19.3%	18.9%	18.0%
ROA (%)	5.1%	4.9%	4.7%	4.5%	4.5%

Założenia (KPIs)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	**3,061**	**3,009**	**3,806**	**4,025**	**4,276**
WNP	1,563	1,266	1,300	1,337	1,396
CEE	791	869	1,059	1,133	1,210
MEA	426	490	780	849	924
Europa Zachodnia	257	320	454	477	500
Inne	24	63	214	229	245
Udział regionów					
WNP	51%	42%	34%	33%	33%
CEE	26%	29%	28%	28%	28%
MEA	14%	16%	20%	21%	22%
Europa Zachodnia	8%	11%	12%	12%	12%
Inne	1%	2%	6%	6%	6%
Udział produktów					
Smartfony	41%	42%	37%	36%	35%
Procesory (CPU)	10%	10%	9%	9%	9%
Laptopy	8%	7%	6%	6%	6%
Serwery	4%	5%	14%	15%	15%
Inne	37%	35%	34%	34%	34%

RZiS (USDm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	**2,690.0**	**3,061.2**	**3,008.5**	**3,806.5**	**4,025.4**	**4,275.8**
Koszt własny sprzedaży	-2,462.3	-2,809.0	-2,768.3	-3,538.8	-3,743.5	-3,976.4
Zysk brutto na sprzedaży	227.8	252.3	240.2	267.7	281.9	299.4
Koszty sprzedaży	-69.2	-82.7	-86.2	-96.5	-101.9	-108.1
Koszty ogólnego zarządu	-47.6	-57.0	-59.7	-64.0	-70.6	-76.1
EBITDA	**116.4**	**120.2**	**102.9**	**116.0**	**120.4**	**128.1**
EBIT	**110.9**	**112.5**	**94.3**	**107.2**	**109.4**	**115.2**
Przychody (koszty) finansowe netto	-20.7	-32.2	-29.5	-32.5	-27.9	-29.9
Zysk przed opodatkowaniem	**90.2**	**80.3**	**64.8**	**74.7**	**81.5**	**85.4**
Podatek dochodowy	-15.2	-12.0	-10.8	-14.3	-15.5	-16.2
Udziały mniejszościowe	0.0	0.1	0.3	0.3	0.0	0.0
Zysk netto	**75.8**	**53.0**	**54.4**	**60.9**	**66.0**	**69.1**

BILANS (USDm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa trwałe	**59.6**	**81.3**	**88.2**	**102.8**	**115.8**	**127.6**
Rzeczowe aktywa trwałe	50.3	66.9	72.6	86.2	98.2	109.0
Wartość firmy	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
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**	**1,313.1**	**1,374.8**	**1,449.8**
Zapasy	514.8	413.8	516.8	664.2	686.3	729.0
Należności handlowe	328.9	346.1	396.9	510.1	559.6	594.4
Środki pieniężne	92.4	108.3	105.4	45.2	35.4	32.9
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**	**1,416.0**	**1,490.6**	**1,577.5**
Kapitał własny	**244.2**	**281.2**	**298.3**	**331.4**	**367.0**	**403.3**
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**	**1,057.3**	**1,096.4**	**1,146.9**
Zobowiązania handlowe	436.0	391.5	562.8	724.9	744.0	774.4
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**	**1,416.0**	**1,490.6**	**1,577.5**
Cykl konwersji gotówki (w dniach)	47.0	33.7	46.6	49.0	54.3	54.0
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**	**172.1**	**202.0**	**224.5**

RACHUNEK PRZEPŁ. (USDm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przepływy operacyjne	**-56.0**	**45.4**	**26.7**	**3.6**	**52.5**	**64.8**
Zysk netto	75.8	53.0	54.4	60.9	66.0	69.1
Amortyzacja	5.4	7.7	8.6	8.8	11.0	12.9
Zmiana kapitału obrotowego	-149.2	20.8	17.2	-98.6	-52.4	-47.1
Inne	11.9	-36.1	-53.5	32.5	27.9	29.9
Przepływy inwestycyjne	**-11.1**	**-11.7**	**-18.1**	**-23.5**	**-24.0**	**-24.7**
CAPEX	-11.5	-17.7	-18.9	-23.4	-24.0	-24.7
Inne	0.4	6.0	0.8	-0.2	0.0	0.0
Przepływy finansowe	**8.6**	**-17.7**	**-11.5**	**-40.2**	**-38.4**	**-42.6**
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	-30.5	-32.7
Odsetki	-20.7	-32.2	-29.5	-32.5	-27.9	-29.9
Inne	19.9	32.6	18.8	0.0	0.0	0.0
Zmiana stanu gotówki	**-58.6**	**16.0**	**-2.9**	**-60.2**	**-9.9**	**-2.5**
Gotówka na koniec okresu	**92.4**	**108.3**	**105.4**	**45.2**	**35.4**	**32.9**

Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Spis treści

Spis treści **3**
Wycena **4**
Wycena DCF 4
Wycena DDM 5
IPOPEMA vs konsensus 6
Aktualizacja prognoz IPOPEMA 6
Czynniki ryzyka **7**
Analiza wyników 3Q25 ..... **9**
Prognozy finansowe **11**

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 36.73 na akcję, tj. 23% powyżej obecnej ceny rynkowej, co implikuje rekomendację KUPUJ.

Tabela 2. Asbis podsumowanie wyceny

I metoda: DCF	
Wycena	42.24
Waga	50%
II metoda: DDM	
Wycena	31.23
Waga	50%
Wycena na akcje (PLN)	**36.73**

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	**3806.5**	**4025.4**	**4275.8**	**4532.7**	**4795.8**	**5064.8**	**5346.4**	**5641.1**	**5949.3**	**6271.5**	**6396.9**
Dynamika przychodów r/r	26.5%	5.8%	6.2%	6.0%	5.8%	5.6%	5.6%	5.5%	5.5%	5.4%	2.0%
Marża brutto na sprzedaży	**7.03%**	**7.00%**	**7.00%**	**7.00%**	**7.00%**	**7.00%**	**7.00%**	**7.00%**	**7.00%**	**7.00%**	**7.00%**
EBITDA	**116.0**	**120.4**	**128.1**	**136.5**	**145.1**	**153.8**	**162.9**	**172.4**	**182.4**	**192.8**	**196.6**
Marża EBITDA	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
NOPAT	**86.7**	**88.6**	**93.3**	**98.9**	**104.5**	**110.2**	**116.2**	**122.4**	**129.0**	**135.8**	**134.7**
+ Amortyzacja	8.8	11.0	12.9	14.4	16.1	17.7	19.5	21.3	23.1	25.1	30.3
+ Zmiana kapitału obrotowego	-97.4	-53.4	-47.3	-33.5	-34.0	-34.7	-36.4	-38.0	-39.8	-41.6	-41.6
+ Wydatki inwestycyjne	-23.4	-24.0	-24.7	-25.4	-26.2	-27.0	-27.8	-28.6	-29.5	-30.3	-30.3
Wolne przepływy pieniężne	**-25.2**	**22.3**	**34.3**	**54.5**	**60.4**	**66.3**	**71.5**	**77.1**	**82.9**	**89.0**	**93.1**
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	273.7										
Wzrost po okresie prognozy	2.0%										
Zdyskontowana wartość rezydualna	445.0										
Wartość przedsiębiorstwa	**718.7**										
- Dług netto (na koniec 4Q24)	92.0										
- Wypłacone dywidendy	27.8										
- Mniejszości	0.1										
Wartość kapitału własnego	**598.9**										
Liczba akcji (m)	55.5										
USD/PLN	3.66										
Wycena DCF na akcje (PLN)	**42.2**										

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	12.2%	12.3%	12.6%	12.8%	13.0%	13.1%	13.3%	13.4%	13.6%	13.7%	13.8%
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	27.4%	29.2%	32.0%	34.1%	35.8%	37.2%	38.5%	39.7%	40.7%	41.6%	42.3%
% kapitału	72.6%	70.8%	68.0%	65.9%	64.2%	62.8%	61.5%	60.3%	59.3%	58.4%	57.7%
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%	46.1	41.7	38.3	35.5	33.3
	1.5%	49.1	44.0	40.1	37.1	34.6
	2.0%	52.7	46.7	42.2	38.7	36.0
	2.5%	56.9	49.8	44.6	40.6	37.5
	3.0%	61.9	53.4	47.3	42.8	39.2

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 6. Analiza wrażliwości wyceny DCF

		Marża EBITDA w okresie rezydualnym				
		2.1%	2.6%	3.1%	3.6%	4.1%
Wzrost w okresie rezydualnym	1.0%	22.9	30.6	38.3	46.0	53.7
	1.5%	23.8	32.0	40.1	48.3	56.5
	2.0%	24.8	33.5	42.2	51.0	59.7
	2.5%	25.9	35.2	44.6	54.0	63.3
	3.0%	27.2	37.2	47.3	57.4	67.5

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 okresie rezydualnym szacujemy powtarzalną wartość dywidendy na USD 1.39 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)	0.00*	0.55	0.59	0.87	0.73	0.99	1.05	1.11	1.18	1.25	1.39
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	12.2%	12.3%	12.6%	12.8%	13.0%	13.1%	13.3%	13.4%	13.6%	13.7%	
Czynnik dyskontowy	1.00	0.93	0.82	0.73	0.65	0.57	0.50	0.44	0.39	0.34	
Zdyskontowany DPS (USD ps)	0.00	0.51	0.48	0.64	0.48	0.57	0.53	0.49	0.45	0.42	
Suma zdyskontowanych DPS (USD ps)											4.56
Wzrost w okresie rezydualnym											2.0%
Zdyskontowana wartość rezydualnego DPS (USD ps)											3.96
USD/PLN											3.66
Wycena DDM na akcje (PLN)											**31.23**

*Źródło: IPOPEMA Research, *w 2025E Asbis wypłacił już dywidendę finalną i zaliczkową*

IPOPEMA vs konsensus

Tabela 8. Prognozy IPOPEMA vs konsensus Bloomberga

	2025E			2026E			2027E		
	IPOPEMA	Konsensus	Różnica	IPOPEMA	Konsensus	Różnica	IPOPEMA	Konsensus	Różnica
Przychody	3,806.5	3,666.0	3.8%	4,025.4	3,239.0	24.3%	4,275.8	3,141.0	36.1%
EBITDA	116.0	92.8	25.0%	120.4	105.1	14.5%	128.1	109.0	17.5%
EBIT	107.2	79.6	34.6%	109.4	88.7	23.3%	115.2	92.3	24.8%
Zysk netto	60.9	50.5	20.4%	66.0	49.2	34.4%	69.1	48.6	42.4%

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Aktualizacja prognoz IPOPEMA

Tabela 9. Aktualizacja prognoz IPOPEMA

	2025E			2026E			2027E		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana
Przychody	3,806.5	3,682.5	3.4%	4,025.4	3,897.6	3.3%	4,275.8	4,143.6	3.2%
EBITDA	116.0	109.5	6.0%	120.4	114.8	4.8%	128.1	122.3	4.7%
EBIT	107.2	100.7	6.4%	109.4	103.8	5.4%	115.2	109.5	5.2%
Zysk netto	60.9	56.7	7.3%	66.0	72.8	-9.3%	69.1	76.6	-9.7%

Źródło: 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 osiągane marże 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 iPhonów od firmy Apple. Smartfony stanowiły w 2024 roku 42% sprzedaży, a udział iPhonów 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 marże. 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 osiągane marże.

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 9M25 wyniósł 8.1%, 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.

Analiza wyników 3Q25

Asbis opublikował w czwartek 6 listopada wyniki za 3Q25.

Opinia. ***Pozytywnie.*** *Asbis pokazał drugi z kolei bardzo dobry kwartał z perspektywy wzrostu sprzedaży, która wyniosła USD 929.5m (+29% r/r, vs Kons. 939.1m). Na najważniejszym rynku - Kazachstanie, przychody spółki wzrosły o +23% r/r, co jest efektem wprowadzenia przepisów ograniczających nielegalny handel elektroniką i smartfonami. W mixie produktowym najważniejsze były smartfony z udziałem 33.1% i serwery - 19.8%. Dynamika sprzedaży serwerów wyniosła +186% r/r i -2% k/k. Największym zaskoczeniem był wzrost sprzedaży procesorów (CPUs) z udziałem 11.0% dynamiką +49% r/r.*

Asbis poprawił w 3Q25 rentowność. Marża brutto na sprzedaży wyniosła w 3Q25 7.03% (vs 6.69% w 2Q25, vs IPO 6.75% na 3Q25E). Wynika to z lekkiej zmiany mixu produktowego w kierunku smartfonów i procesorów (CPUs). EBITDA wyniosła USD 25.6m (+21% r/r, vs Kons. 24.9m), EBIT USD 23.3m (+23% r/r, vs Kons. 22.5m), a zysk netto wyniósł USD 11.9m (+23% r/r, vs Kons. 11.6m)

Przychody. Przychody grupy w 3Q25 wyniosły USD 929.5m (+29% r/r, vs Kons. 939.1m). Z perspektywy geograficznej największy udział miały tradycyjnie kraje WNP (37.1% udziału) z dynamiką na poziomie +18% r/r. Drugi z kolei był region EŚW z udziałem 29.1% i dynamiką +25% r/r. W mixie produktowym najważniejsze były smartfony z udziałem 33.1% i dynamiką +3% r/r, oraz serwery z udziałem 19.8% i dynamiką +186% r/r, -2% k/k.

Marża brutto na sprzedaży. Asbis poprawił znacząco rentowność w porównaniu do 2Q25. Marża brutto na sprzedaży w 3Q25 wyniosła 7.03% (vs 6.69% w 2Q25, +33pb. k/k, -62pb. r/r). Jest to efekt zmiany mixu produktowego w kierunku smartfonów i procesorów, na których spółka ma wyższe marże w porównaniu do serwerów.

EBITDA. EBITDA wyniosła USD 25.6m (+21% r/r, vs Kons. 24.9m).

EBIT. EBIT osiągnął wartość USD 23.3m (+23% r/r, vs Kons. 22.5m).

Koszty finansowe netto. Koszty finansowe netto wyniosły USD -8.5m w porównaniu do naszych założeń USD -7.5m.

Zysk netto. Zysk netto wyniósł USD 11.9m (+23% r/r, vs Kons. 11.6m).

Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej wyniosły USD +4.7m w 3Q25 w porównaniu do USD -0.1m w 2Q25 i USD +56.2m w 3Q24.

Dług netto. Dług netto wyniósł na koniec 3Q25 USD 189.4m (bez faktoringu), a z faktoringiem USD 235.5m. Na koniec 4Q24 te wartości wynosiły odpowiednio USD 91.2m i USD 143.8m. Wzrost wynika ze znacznego wzrostu sprzedaży w 2025 roku.

Gotówka. Środki pieniężne na koniec 3Q25 wyniosły USD 112.2m w porównaniu z USD 155.0m na koniec 4Q24.

Tabela 10. Asbis – wyniki finansowe 3Q25

USD m	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	R/R	K/K	Kons. 3Q25	Act. vs Kons.	IPO 3Q25	Act. vs IPO
Przychody	**713.2**	**645.9**	**722.5**	**926.9**	**736.4**	**949.3**	**929.5**	**29%**	**-2%**	**939.1**	**-1.0%**	**945.4**	**-1.7%**
Wspólnota Niepodległych Państw	329.9	243.1	291.7	401.8	222.9	321.7	345.3	18%	7%			347.1	-0.5%
Europa Środkowo-Wschodnia	187.2	185.0	216.6	280.0	221.9	258.7	270.0	25%	4%			277.2	-2.6%
Bliski Wschód i Afryka	121.4	113.5	127.5	128.1	187.9	180.8	144.5	13%	-20%			198.9	-27.4%
Europa Zachodnia	68.2	89.9	71.4	90.5	90.7	158.9	103.0	44%	-35%			98.5	4.6%
Inne	6.6	14.4	15.3	26.5	12.9	29.2	66.7	336%	129%			23.6	182.8%
Zysk brutto ze sprzedaży	59.1	51.5	55.2	74.4	51.6	63.6	65.3	18%	3%			63.9	2.2%
Marża brutto na sprzedaży (%)	**8.28%**	**7.97%**	**7.64%**	**8.02%**	**7.00%**	**6.69%**	**7.03%**	**-62 pb.**	**33 pb.**			**6.75%**	**28 pb.**
EBITDA	**26.6**	**17.5**	**21.2**	**37.7**	**18.4**	**26.0**	**25.6**	**21%**	**-1%**	**24.9**	**2.8%**	**23.9**	**7.2%**
Marża EBITDA (%)	3.72%	2.71%	2.93%	4.06%	2.50%	2.73%	2.76%	-17 pb.	2 pb.	2.65%	10 pb.	2.53%	23 pb.
Amortyzacja	-2.1	-2.2	-2.2	-2.1	-2.1	-2.4	-2.3					-2.2	
EBIT	**24.4**	**15.3**	**19.0**	**35.5**	**16.4**	**23.5**	**23.3**	**23%**	**-1%**	**22.5**	**3.6%**	**21.7**	**7.5%**
Marża EBIT (%)	3.43%	2.37%	2.63%	3.83%	2.22%	2.48%	2.51%	-12 pb.	3 pb.	2.40%	11 pb.	2.30%	21 pb.
Koszty finansowe	-7.5	-7.6	-7.2	-7.2	-7.3	-8.6	-8.5					-7.4	
Zysk przed opodatkowaniem	17.0	7.9	11.7	28.4	9.2	15.1	14.6	25%	-3%			14.3	2.0%
Podatek	-3.0	-1.8	-2.2	-3.8	-1.9	-3.0	-2.9					-2.6	
Efektywna stopa opodatkowania %	17.6%	22.4%	19.0%	13.5%	20.2%	19.8%	20.2%					18.0%	
Zysk netto	**14.1**	**6.2**	**9.7**	**24.5**	**7.4**	**12.1**	**11.9**	**23%**	**-2%**	**11.6**	**2.4%**	**11.7**	**1.3%**
Marża netto (%)	1.97%	0.96%	1.34%	2.65%	1.00%	1.28%	1.27%	-6 pb.	0 pb.	1.23%	4 pb.	1.24%	3 pb.

Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

Tabela 11. 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**	**3,806.5**	**4,025.4**	**4,275.8**	**4,532.7**
Koszt własny sprzedaży	-2,462.3	2,809.0	2,768.3	3,538.8	3,743.5	3,976.4	4,215.3
Zysk brutto na sprzedaży	227.8	252.3	240.2	267.7	281.9	299.4	317.4
Koszty sprzedaży	-69.2	-82.7	-86.2	-96.5	-101.9	-108.1	-114.5
Koszty ogólnego zarządu	-47.6	-57.0	-59.7	-64.0	-70.6	-76.1	-80.8
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**	**116.0**	**120.4**	**128.1**	**136.5**
Zysk operacyjny	110.9	112.5	94.3	107.2	109.4	115.2	122.1
Koszty finansowe	-20.7	-32.2	-29.5	-32.5	-27.9	-29.9	-31.5
Zysk przed opodatkowaniem	90.2	80.3	64.8	74.7	81.5	85.4	90.6
Podatek dochodowy	-15.2	-12.0	-10.8	-14.3	-15.5	-16.2	-17.2
Udziały mniejszościowe	0.0	0.1	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	**75.8**	**53.0**	**54.4**	**60.9**	**66.0**	**69.1**	**73.4**
EPS (USD)	1.37	0.96	0.98	1.10	1.19	1.25	1.32
Marża EBITDA	4.3%	3.9%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Marża EBIT	4.1%	3.7%	3.1%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
Marża netto	2.8%	1.7%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
ROE	35.0%	20.2%	18.8%	19.3%	18.9%	18.0%	17.7%
Bilans (USD m)	**2022**	**2023**	**2024**	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
Aktywa obrotowe	**1,003.9**	**931.2**	**1,112.7**	**1,313.1**	**1,374.8**	**1,449.8**	**1,522.4**
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	92.4	108.3	105.4	45.2	35.4	32.9	25.9
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	328.9	346.1	396.9	510.1	559.6	594.4	630.1
Zapasy	514.8	413.8	516.8	664.2	686.3	729.0	772.8
Inne	67.8	63.0	93.5	93.5	93.5	93.5	93.5
Aktywa trwałe	**59.6**	**81.3**	**88.2**	**102.8**	**115.8**	**127.6**	**138.6**
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	0.7	0.7	0.7	0.7
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**	**1,416.0**	**1,490.6**	**1,577.5**	**1,661.0**
Kapitał własny	**244.2**	**281.2**	**298.3**	**331.4**	**367.0**	**403.3**	**428.5**
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**	**1,057.3**	**1,096.4**	**1,146.9**	**1,205.3**
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	724.9	744.0	774.4	820.8
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**	**1,416.0**	**1,490.6**	**1,577.5**	**1,661.0**
Zadłużenie netto	79.7	68.7	92.0	172.1	202.0	224.5	243.4
Zadłużenie netto/EBITDA (x)	0.7	0.6	0.9	1.5	1.7	1.8	1.8
Rachunek przepływów pieniężnych (USD m)	**2022**	**2023**	**2024**	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
Przepływy operacyjne	**-56.0**	**45.4**	**26.7**	**3.6**	**52.5**	**64.8**	**86.2**
Zysk netto	75.8	53.0	54.4	60.9	66.0	69.1	73.4
Amortyzacja	5.4	7.7	8.6	8.8	11.0	12.9	14.4
Zmiana stanu kapitału obrotowego	-149.2	20.8	17.2	-98.6	-52.4	-47.1	-33.1
Pozostałe	11.9	-36.1	-53.5	32.5	27.9	29.9	31.5
Przepływy inwestycyjne	**-11.1**	**-11.7**	**-18.1**	**-23.5**	**-24.0**	**-24.7**	**-25.4**
Przepływy finansowe	**8.6**	**-17.7**	**-11.5**	**-40.2**	**-38.4**	**-42.6**	**-67.7**
Stan środków pieniężnych na początek okresu	150.9	92.4	108.3	105.4	45.2	35.4	32.9
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	**92.4**	**108.3**	**105.4**	**45.2**	**35.4**	**32.9**	**25.9**
DPS (USD)	0.30	0.45	0.50	0.50	0.55	0.59	0.87

Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A z siedzibą w Warszawie, ul. Próżna 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 lub podmiot powiązany nie ponosi jakiejkolwiek odpowiedzialności za jakiekolwiek 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 jakiejkolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiejkolwiek 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 osiągniecia 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., 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/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 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 równolegle 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 punkami 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 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, pomniejszony o odsetki netto płatne na długu , 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 wyłączaniem 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 1 grudnia 2025 o godzinie 07:30 CET.

IPOPEMA Research - Rozkład ratingów (1 lipca 2025 – 30 września 2025)	Liczba	%
KUPUJ	22	65%
TRZYMAJ	8	24%
SPRZEDAJ	4	13%
Razem	34	100%

Historia ratingów – Asbis

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
03/09/2025	KUPUJ	PLN 36.53 (skorygowane 14.11.2025 do PLN 35.80 o DPS USD 0.20)	PLN 26.54	Jakub Stebel Łukasz Kosiarski
01/12/2025	KUPUJ	PLN 36.73	PLN 29.90	Jakub Stebel Łukasz Kosiarski