

Asbis

Przedział wyceny: 422-507 mln PLN

Na fali digitalizacji

Asbis jest jednym z wiodących hurtowych dystrybutorów sprzętu i rozwiązań teleinformatycznych (ICT) na rynkach wschodzących EMEA, również sprzedawanych pod markami własnymi. Spółka działa głównie w krajach byłego ZSRR (54% łącznej sprzedaży) oraz CEE (26%). Tegoroczny wzrost sprzedaży (+15% r/r – szacunki PKO) to efekt poprawy miksu produktowego, nowych kontraktów oraz silnego popytu związanego z pandemią COVID-19 (czynniki częściowo jednorazowe). Mocną sprzedaż odzwierciedlają podniesione szacunki zysku netto (23-25 mln USD, 2020 P/E 4,1x – wg PKO). Naszym zdaniem Asbis powinien utrzymać rentowność wyższą niż lokalna konkurencja (szacujemy średnią marżę netto na poziomie 0,9-1,0% w 2021-25P r.). Generowany dodatni FCF powinien zapewnić spółce możliwości wypłaty wyższych dywidend (szacujemy DPS 0,15 USD z zysku netto za rok 2020, stopa dywidendy 8%). Naszym zdaniem główne ryzyka spółki to zmienność kursów walutowych (USD, EUR) oraz sytuacja ekonomiczna w niektórych krajach (Rosja, Białoruś, Ukraina, Kazachstan).

Silny popyt i poprawa rentowności wspierają wyniki w 2020 r.

Oczekujemy, że Asbis zrealizuje ostatnio podniesione prognozy finansowe na 2020 r. (szacujemy zysk netto 24,1 mln USD, +57% r/r) dzięki (i) silnemu wzrostowi sprzedaży (w tym produktów wysokomargowych), (ii) niższemu kosztom operacyjnym oraz (iii) zredukowanym kosztom finansowym. Naszym zdaniem spółka korzysta z mocnego popytu na rozwiązania do pracy i nauki zdalnej oraz produkty związane z gramami wideo, a także wzroście sprzedaży marek własnych, który widoczny był w mocnych wynikach za 3Q20 (EBIT +82% r/r, EBITDA +73% r/r).

Spowolnienie w 2021 r.

Naszym zdaniem otoczenie rynkowe w 2021 r. po zakończeniu pandemii COVID-19 będzie trudne, co może skutkować spadkiem popytu na rozwiązania IT (po silnym 2020 r.). Z tego powodu uważamy, że przychody Asbis spadną o 5% w 2021 r., następnie wzrosną w 2022 r. (+4% r/r) i stopniowo będą rosły w kolejnych latach (CAGR +2,5% w latach 2021-2025), pozwalając spółce utrzymać wysoką rentowność.

Dodatni FCF i wzrost dywidend na horyzoncie

Model biznesowy Asbis wymaga silnej pozycji gotówkowej (środki pieniężne jako kapitał obrotowy). Tym niemniej spółka może się pochwalić niskim zadłużeniem netto i generuje pozytywny FCF (FCF na poziomie 43% EBITDA w 2019 r.), co naszym zdaniem powinno dać spółce sporo elastyczności w przyszłości w zakresie odciążania bilansu i wzrostu dywidend.

Rozpoczynamy sporządzanie analiz finansowych Asbis w ramach usługi analiz inwestycyjnych. Na podstawie modelu DCF szacujemy wycenę spółki w przedziale 422-507 mln PLN.

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 069,6	1 914,9	2 202,9	2 092,8	2 168,1
EBITDA	31,9	37,2	48,0	37,4	38,2
EBIT	29,3	33,2	43,7	33,2	33,9
Zysk netto	12,0	15,3	24,1	19,5	20,2
P/E	8,3	6,5	4,1	5,1	4,9
EV/EBITDA	3,1	5,6	4,7	5,4	5,2
FCF	0,8	15,9	4,6	38,6	16,7
CAPEX	3,0	2,9	4,5	5,1	5,9

Źródło: Spółka, BM PKO BP

Informacje

Kurs akcji (PLN)	6,83
Liczba akcji (mn)	55,5
Kapitalizacja (mln PLN)	379
Free float	63%
Free float (mln PLN)	239
EV 2020 (mln USD)	224
Dług netto 2020 (mln USD)	124,6
Bloomberg	ASB PW Equity
ISIN	CY1000031710

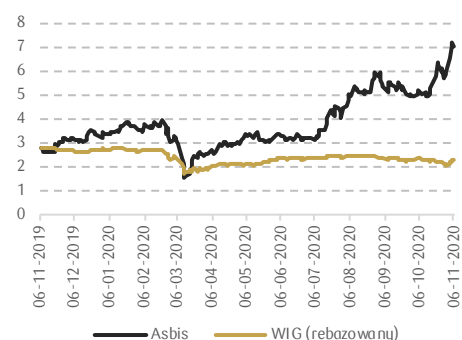
Ocena ESG

ESG	7,0
-----	-----

Akcjonariat

KS Holdings Ltd	37%
-	-
-	-
-	-

Wykres



Analitik

Alicja Zaniewska
 (+48) 22 580 33 68
 alicja.zaniewska@pko bp.pl

Adres:

BM PKO BP
 ul. Puławska 15
 02-515 Warszawa

Asbis

Spis treści	Podsumowanie	p. 3
	Makro	p. 4
	Opis działalności	p. 5
	Rynek	p. 10
	Strategia	p. 13
	Spółki z sektora	p. 14
	Szacunki na 2020	p. 16
	Wybrane dane finansowe i prognozy	p. 17
	Wyniki III kw. 2020	p. 22
	Czynniki ryzyka	p. 23
	Model DCF	p. 25
	Analiza porównawcza	p. 26
	Prognozy finansowe	p. 27

Asbis

Podsumowanie

Asbis jest jednym z wiodących hurtowych dystrybutorów sprzętu i rozwiązań teleinformatycznych (ICT) na rynkach wschodzących regionu EMEA, również sprzedawanych pod markami własnymi (5-7% całkowitej sprzedaży). Spółka prowadzi działalność, głównie w krajach byłego ZSRR, oraz w CEE (odpowiednio ok. 54% i 26% całkowitej sprzedaży). Wysoka koncentracja sprzedaży w krajach byłego ZSRR pozwala spółce generować ponadprzeciętne marże, wyższe niż konkurencja, która ogranicza swoją działalność do regionu CEE.

Wzrost sprzedaży w 2020 r. (oczekujemy +15% r/r) jest efektem lepszego miksu produktowego, nowych kontraktów i wysokiego popytu w związku z pandemią COVID-19 (częściowo jednorazowego). W efekcie oczekujemy, rekordowych wyników w 2020 r. i prognozujemy zysk netto na poziomie 24,1 mln USD (wzrost o 57% r/r).

Naszym zdaniem wynikiom Asbis w 2020 r. pomaga wyższy popyt na produkty do pracy i nauki zdalnej (współfinansowane w ramach programów rządowych). Zakładamy także, że dodatkowym impulsem dla tegorocznego wzrostu sprzedaży będzie segment gier wideo. Obecna sytuacja (mniejsza mobilność i rosnąca liczba osób na zwolnieniach chorobowych lub kwarantannie) mogą wspierać popyt na produkty IT (komputery stacjonarne, laptopy i urządzenia peryferyjne).

W obliczu bardzo sprzyjającego otoczenia w 2020 r. nasz scenariusz bazowy na rok 2021 zakłada konserwatywnie spadek sprzedaży o 5% z uwagi na potencjalnie trudniejsze otoczenie gospodarcze i brak nadzwyczajnego popytu w porównaniu z rokiem 2020.

W dłuższym horyzoncie czasowym oczekujemy, że powolne, ale stopniowe wdrożenie technologii 5G w regionie CEE może być impulsem wzrostowym dla sprzedaży wykorzystujących ją urządzeń, w szczególności smartfonów, które stanowią największy segment grupy pod względem generowanych przychodów (31% sprzedaży w 2019 r.). W efekcie CAGR przychodów w latach 2021-2025 szacujemy na 2,5%.

W kontekście rentowności spodziewamy się, że marża EBIT sięgnie w 2020 r. rekordowego poziomu 2,0% (wzrost o 0,25 pp r/r). W kolejnych latach zakładamy konserwatywnie normalizację w kierunku 1,50%. W efekcie oczekujemy, że EBIT w 2021 r. spadnie o 24% r/r. W latach 2021-2025 spodziewamy się CAGR EBIT na poziomie 1,2%.

Model biznesowy spółki wymaga wysokich nakładów na kapitał obrotowy (szacujemy te nakłady na 12% przychodów w 2020 r.). Tym niemniej uważamy, że spółka będzie w kolejnych latach generować dodatni FCF. W efekcie spodziewamy się wypłaty przyzwoitych dywidend. Asbis ogłosił wypłatę zaliczki na poczet dywidendy z zysków za 2020 r. w wysokości 0,10 USD na akcję (jeszcze w 2020 r; data ustalenia prawa do dywidendy przypada na 7.XII). Oczekujemy, że łączny DPS z zysków za 2020 r. sięgnie 0,15 USD, co przekłada się na stopę dywidendy 8%.

W oparciu o nasze prognozy wyników na 2020 r. spółka notowana jest z EV/EBITDA 4,7x i P/E 4.1x oraz EV/EBITDA 5.4x i P/E 5.1x na rok 2021.

Na podstawie modelu DCF szacujemy wycenę spółki w przedziale 422-507 mln PLN.

Asbis

Makro

Scenariusz recesji po kryzysie COVID-19

Pandemia COVID-19 spowodowała znaczne spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego. Oczekuje się, że globalny PKB zmniejszy się w tym roku o 4,4% (względem wzrostu o 2,8% odnotowanego w 2019 r.), a gospodarki państw rozwiniętych nie zrealizują zakładanego poziomu wyników. MFW prognozuje, że PKB gospodarek rozwiniętych obniży się w bieżącym roku o 5,8%, zaś prognozy Komisji Europejskiej zakładają, że gospodarka strefy euro skurczy się o 8,7% w 2020 r. PKB w 2021 r. nie da rady odrobić w pełni strat związanych z pandemią, w szczególności w państwach rozwiniętych. Oczekuje się, że w strefie euro wzrost gospodarczy wyniesie w 2021 r. 5,8%, a globalnie 5,2%. Skuteczne zarządzanie sytuacją epidemiologiczną jest kluczowe dla odzyskania długoterminowego potencjału wzrostowego PKB.

GDP (%)	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Rosja	0,2	1,8	2,5	1,3	-4,1	2,8	2,3
Ukraina	2,4	2,5	3,4	3,2	-7,2	3,0	3,2
Słowacja	2,1	3,0	3,9	2,4	-7,1	6,9	4,8
Kazachstan	1,1	4,1	4,1	4,5	-2,7	3,0	4,3
Białoruś	-2,5	2,5	3,1	1,2	-3,0	2,2	2
Polska	3,1	4,9	5,3	4,1	-2,9	4,1	2,8
Czechy	2,5	5,2	3,2	2,3	-7,8	4,5	2,6
Rumunia	4,8	7,1	4,4	4,1	-6,0	4,0	2,7
Holandia	2,2	2,9	2,4	1,7	-5,4	4,0	2
Bułgaria	3,8	3,5	3,1	3,4	-4,0	4,1	3,7

Źródło: IMF World Economic Outlook paź. 2020, European Commission Summer Forecast, PKO BP Securities

Asbis

Opis działalności

Grupa ASBIS jest jednym z wiodących dystrybutorów produktów i rozwiązań teleinformatycznych na rynkach wschodzących EMEA.

Grupa prowadzi działalność niskomargową, ale dzięki zasięgowi regionalnemu i pozycji „preferowanego dystrybutora” dla wielu globalnych dostawców, korzysta z atrakcyjniejszych warunków handlowych i jest w stanie zawierać kontrakty na dystrybucję produktów z wyższą marżą.

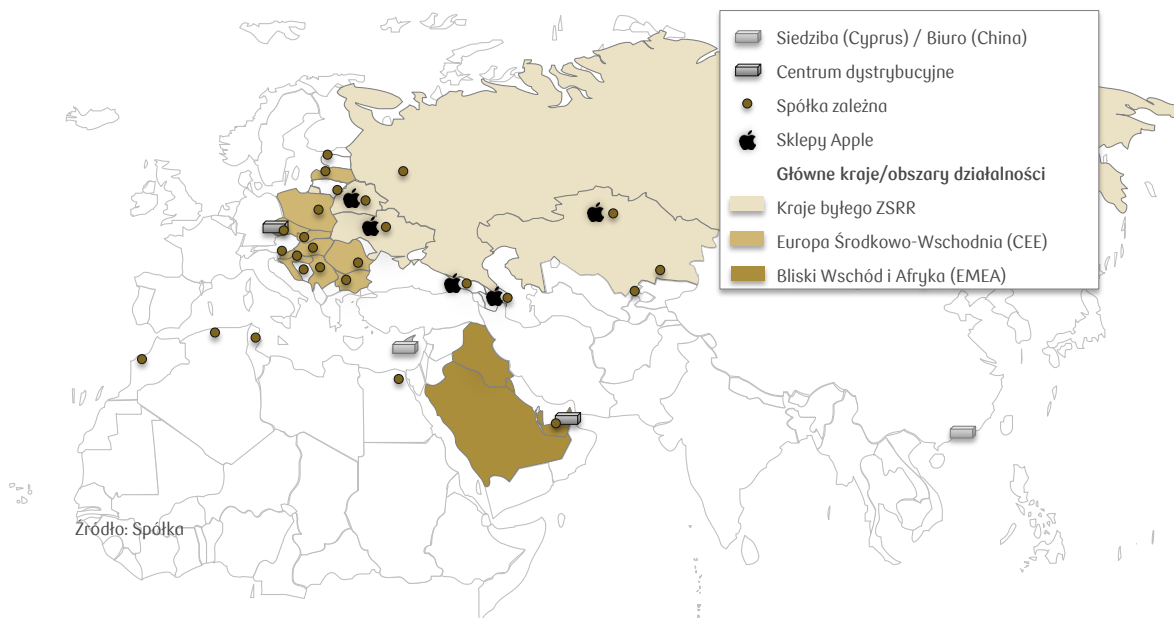
Główne segmenty działalności Grupy Asbis to:

- Sprzedaż i dystrybucja komponentów i bloków IT,
- Dystrybucja z wartością dodaną produktów Apple w niektórych krajach byłego ZSRR,
- Sprzedaż akcesoriów i produktów gamingowych,
- Sprzedaż gotowych produktów i oprogramowania,
- Sprzedaż produktów pod markami własnymi.

Ekspansja geograficzna

Asbis jest obecny w ok. 56 krajach, a w 26 z nich ma spółki zależne. Spółka koncentruje się jednak na następujących regionach:

- **CEE:** Słowacja, Polska, Czechy, Rumunia, Chorwacja, Słowenia, Bułgaria, Serbia, Węgry i Łotwa,
- **Bliski Wschód:** Zjednoczone Emiraty Arabskie, Irak, Katar i inne państwa Zatoki Perskiej,
- **Kraje byłego ZSRR:** Rosja, Białoruś, Kazachstan i Ukraina.



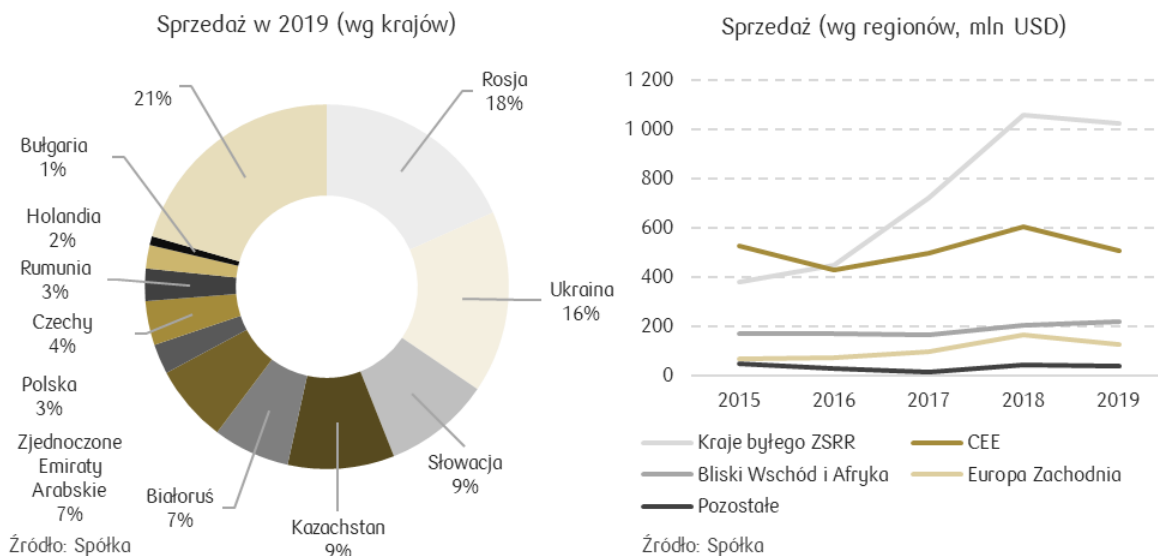
Warto zauważyć, że Asbis jest autoryzowanym dystrybutorem produktów Apple na Ukrainie, Białorusi, w Kazachstanie, Gruzji, Armenii, Azerbejdżanie, Kirgistanie, Uzbekistanie, Tadżykistanie, Turkmenistanie i Mołdawii.

Jako *Apple Premium Reseller*, Asbis prowadzi 18 sklepów Apple w 5 z tych państw (4 na Białorusi, 2 na Ukrainie, 3 w Gruzji, 3 w Azerbejdżanie i 6 w Kazachstanie).

Asbis

Model biznesowy

W przeciwieństwie do większości swoich międzynarodowych konkurentów Asbis działa na zasadzie aktywnej obecności na rynkach lokalnych (poprzez podmioty zależne) w obrębie EMEA. Ponieważ wielu konkurentów zaopatruje te same rynki z lokalizacji w Europie Zachodniej, atutem spółki są niższe koszty logistyki (ograniczone koszty wysyłki i mniejszy koszt poboru należności).



Sprzedaż realizowana przez Asbis koncentruje się na czterech głównych krajach, które generują 52% przychodów – Rosja (18% w 2019 r.), Ukraina (16% w 2019 r.), Słowacja (9% w 2019 r.) i Kazachstan (9% w 2019 r.). W ujęciu regionalnym ponad 53% przychodów generowanych jest w krajach byłego ZSRR.

Portfolio produktowe

Asbis jest partnerem wiodących międzynarodowych wytwórców gotowych produktów i komponentów IT, w tym: Apple, Samsung, Hitachi, Dell, Toshiba, Intel, AMD, Seagate, Western Digital, Microsoft, Logitech i innych.

Poza produktami i komponentami uznanych producentów spółka dystrybuje także produkty pod markami własnymi: Prestigio, Canyon, Perenio i Atlantech.

Asbis rozwija także dystrybucję produktów online (ang. ESD). Choć segment ten nie kontrybuuje istotnie do przychodów, to warto wspomnieć, że spółka chce umacniać w nim swoją pozycję. Krokiem w tym kierunku ma być podpisana w tym roku z Rakuten TV współpraca promocyjna.

Produkty dystrybuowane przez Asbis dzielą się na szereg kategorii. Wykres na następnej stronie prezentuje udział każdej z nich w przychodach za 2019 r.

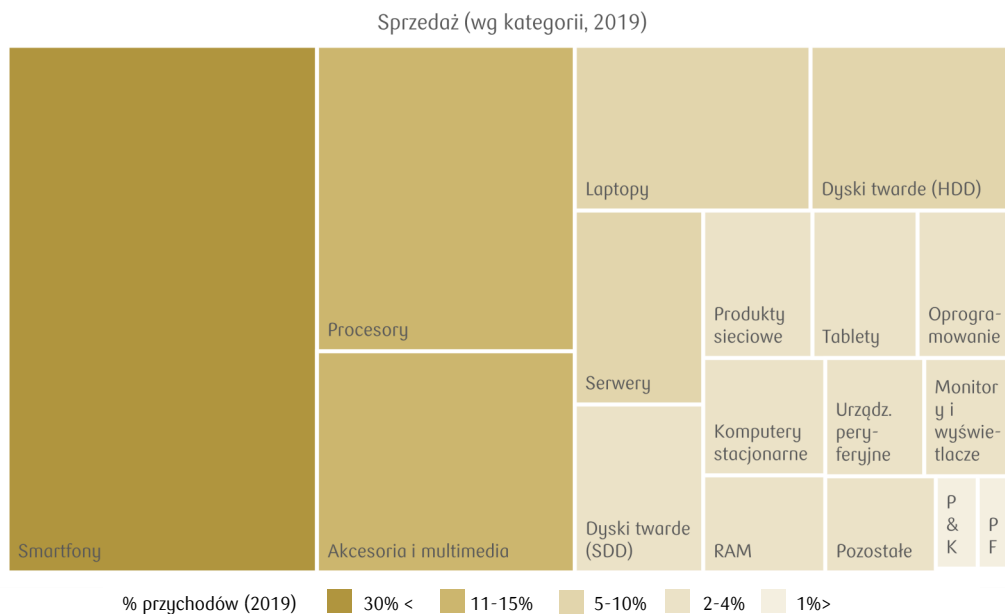
W 2019 r. niemal 56% przychodów wygenerowała sprzedaż w segmencie Smartfonów, CPU oraz Akcesoriów i Multimediów.

Znaczącą część przychodów Asbis generuje ze sprzedaży produktów dziesięciu największych partnerów grupy. Zdaniem zarządu jednak spółka nie jest nadmiernie uzależniona od żadnego z nich, ponieważ w każdej kategorii produktowej oferuje szeroki wachlarz marek.

Jako autoryzowany dystrybutor szeregu wiodących producentów Asbis może wykorzystywać warunki umowne, które chronią go przed spadkiem cen lub asortymentem o niskiej rotacji.

Asbis

Model biznesowy



Źródło: Spółka; *P&K - płyty główne i karty graficzne, PF - pamięci flash

Marki własne

W porównaniu z segmentem dystrybucji, segment marek własnych jest znacznie bardziej kapitałochłonny z uwagi na procesy produkcji, sprzedaży i RMA. Poza środkami pieniężnymi w segmencie marek własnych konieczne jest wypracowanie równowagi między zaspokojeniem popytu ze strony klientów a zarządzaniem ryzykiem przestarzałego asortymentu czy erozji cen. Takie ryzyko zmaterializowało się w I i II kw. 2015r., kiedy spółka zaczęła wyprzedawać nadwyżki asortymentowe z IV kw. 2014 r., aby nie utrzymywać niepotrzebnych stanów magazynowych. Od tego czasu Asbis zarządza sprzedażą marek własnych w bardziej zrównoważony sposób. Segment ten stanowi cenne wsparcie dla rentowności grupy, a jego docelowy udział w jej łącznych przychodach ma wynieść 5-7%. Planowany jest też dalszy rozwój tego segmentu.

Asbis nabywa produkty od wielu OEM (producentów oryginalnego sprzętu) i ODM (wytwórców oryginalnych projektów), głównie z Chin. Produkty te są następnie odsprzedawane na rynkach obsługiwanych przez grupę pod markami własnymi i po cenach bardziej konkurencyjnych niż ceny zbliżonych produktów konkurencji.

Canyon

- KATEGORIE PRODUKTÓW: RAM, pamięci flash, kamery sieciowe, myszki, produkty sieciowe, zewnętrzne dyski HDD, odtwarzacze MP3, torby, akcesoria do telefonów i głośniki.
- PUNKTY SPRZEDAŻY: sieć sklepów detalicznych, oferujących produkty IT oraz urządzenia peryferyjne i akcesoria z dziedziny elektroniki konsumenckiej.
- GRUPA DOCELOWA: młodzi klienci, którzy oczekują produktów dobrej jakości w przystępnych cenach.

Prestigio

- KATEGORIE PRODUKTÓW: tablice interaktywne, smartbooki, smartfony, stacje do ładowania, powerbanki wykorzystujące grafen, inteligentne klawiatury (z touchpadem na klawiszach), głośniki Bluetooth, urządzenia do nawigacji GPS, etykiety elektroniczne (ePrice Labels), cyfrowe dozowniki płynu dezynfekującego, rozwiązania dla firm.
- GRUPA DOCELOWA: klienci indywidualni, klienci biznesowi.

Asbis

Model biznesowy

Perenio

- **KATEGORIE PRODUKTÓW:** w ramach tej marki Asbis oferuje systemy sterowania i ochrony budynków, a także platformę cyfrową do zarządzania nimi. W tym roku spółka wprowadziła na rynek nowe inteligentne rozwiązania (inteligentny monitoring wideo, inteligentną ochronę, inteligentne oszczędzanie energii i inteligentne sterowanie). Perenio rozwija także nowe produkty/usługi dla sektora telekomunikacyjnego. Nawiązał też współpracę z największym białoruskim przedsiębiorstwem telekomunikacyjnym w zakresie rozwiązań Smart Home.
- **GRUPA DOCELOWA:** klienci indywidualni, klienci biznesowi.

Atlantech

- **KATEGORIE PRODUKTÓW:** in w trakcie opracowywania. Marka Atlantech została wprowadzona w celu rozwoju alternatywnej oferty serwerów.
- **GRUPA DOCELOWA:** klienci biznesowi.

W 2019 r. Grupa wydała 1,34 mln USD (0,48 mln USD w 2018 r.) na badania i rozwój (BiR), koncentrując się na opracowywaniu tabletów, urządzeń do nawigacji GPS i innych linii produktowych. Nakłady na BiR będą kontynuowane, aby wspierać projektowanie i rozwój produktów sprzedawanych pod markami własnymi, a w efekcie utrzymać i poprawić pozycję konkurencyjną grupy.

W obliczu aktualnego otoczenia rynkowego Asbis podjął decyzję o zmianie strategii i większej koncentracji na rentowności i jakości kosztem wolumenu. Podjęto decyzję o ograniczeniu linii produktowych i liczby modeli celem uzyskania lepszych marż. Strategia ta powinna pozwolić spółce osiągnąć wyższą rentowność, a jednocześnie zredukować ryzyko nadwyżek asortymentowych.

Logistyka i model dystrybucyjny

Model dystrybucyjny Asbis bazuje na scentralizowanej działalności zakupowej realizowanej przez centralę (Cypr). Dostawcy wysyłają produkty do magazynów grupy (co tydzień lub kilka razy w tygodniu) w oparciu o zamówienia składane przez centralę. Większość produktów dostarczanych jest bezpośrednio do głównych centrów dystrybucyjnych (jedno znajduje się w Pradze, drugie w Dubaju), które przekazują produkty lokalnym podmiotom krajowym. Cały proces zarządzany jest w ramach platformy IT4profit.

IT4profit to internetowa platforma do zarządzania łańcuchem dostaw – została opracowana wewnątrz przez Asbis i pozostaje własnością spółki. System wykorzystywany jest do zarządzania przepływem towarów w ramach sieci dystrybucyjnej grupy. Platforma umożliwia wymianę danych biznesowych między głównymi dostawcami Asbis, głównymi centrami dystrybucyjnymi, podmiotami zależnymi oraz klientami. Umożliwia także składanie zamówień oraz kontrolowanie całego procesu wysyłki.

W 2019 ok. 60% łącznej sprzedaży grupy zostało wygenerowanych online za pośrednictwem platformy IT4profit.

Produkty o niewielkich rozmiarach, wysokiej dynamice cenowej i znacznej wartości (jak na przykład moduły pamięci czy produkty sprzedawane pod markami własnymi) dostarczane są bezpośrednio z zakładów produkcyjnych dostawców do podmiotów krajowych.

Lokalizacja	Powierzchnia biurowa (m ²)	Powierzchnia magazynowa (m ²)	Powierzchnia razem (m ²)	Własność
Praga	575	4 473	5 048	Leasing
Dubaj	1086	6 475	7 025	Własność spółki

Źródło: Spółka

Spółka nie planuje inwestować w rozbudowę bazy magazynowej w ciągu kolejnych 3 lat.

Asbis

Model biznesowy

Główni klienci

Grupa prowadzi działalność dystrybucyjną na rzecz podmiotów zajmujących się montażem sprzętu, integratorów systemów, marek lokalnych, małych przedsiębiorstw i klientów indywidualnych.

W 2019 r. Asbis obsłużył 20 000 klientów w ok. 56 krajach. Grupa nie jest uzależniona od pojedynczego dużego klienta - w 2019 r. jej największy klient wygenerował mniej niż 3% łącznego przychodu .

Asbis

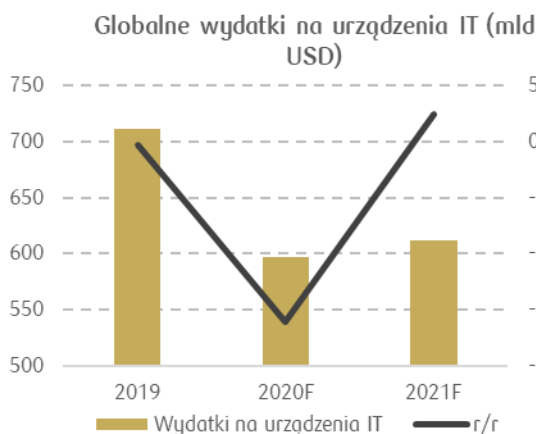
Rynek

Rynek dystrybucji produktów IT jest wysoce konkurencyjny, a w efekcie podatny na presję na marże ze strony konkurencji i nowych graczy. Asbis konkuruje na poziomie międzynarodowym z licznymi dystrybutorami różnej wielkości, w różnych kategoriach produktowych i na różnych rynkach geograficznych.

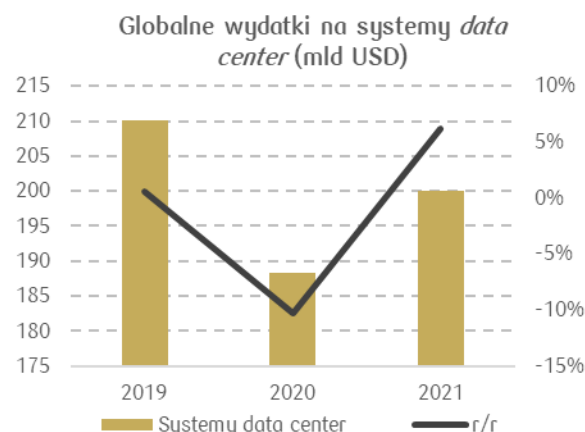
Dystrybutorzy uważani są za podstawowy element branży teleinformatycznej, stąd główni producenci nie są szczególnie zainteresowani zakładaniem własnych krajowych podmiotów operacyjnych. Na rynku europejskim, który jest zróżnicowany pod względem praktyk biznesowych w poszczególnych krajach, a także pod względem kulturowym i językowym, trudno jest realizować skuteczne modele dystrybucji sprzętu teleinformatycznego bez silnej obecności lokalnej. Na rynkach CEE i w krajach byłego ZSRR dodatkowymi barierami dla rozwoju dystrybucji jest różnorodność walut, zróżnicowany poziom rozwoju gospodarczego, regulacje importowe oraz okresowy brak stabilności politycznej i gospodarczej, czyli czynniki nieobecne w Europie Zachodniej.

Według agencji badania rynku Gartner globalne wydatki na IT powinny sięgnąć w 2020 r. 3,5 bln USD (-7,3% r/r), przy czym spadek dostrzegalny będzie we wszystkich segmentach. Gartner zakłada jednak, że ogólne wydatki na IT odbiją się szybciej i sprawniej niż gospodarka w sensie ogólnym, co ma wpływ na prognozy agencji na rok 2021.

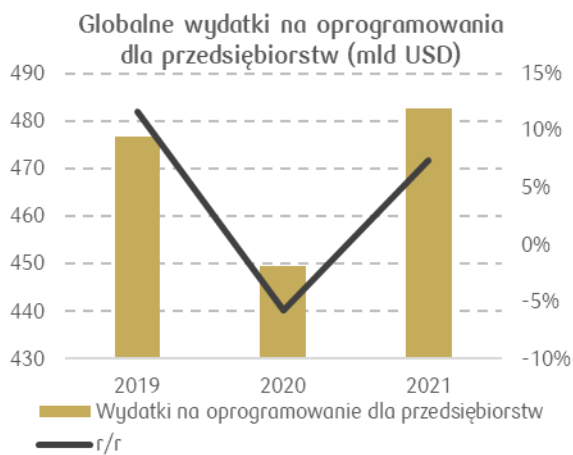
Z uwagi na ograniczenie kosztów, zdaniem Gartnera, największe straty poniesie segment „Urządzenia”, który reprezentuje większość przychodów Asbis.



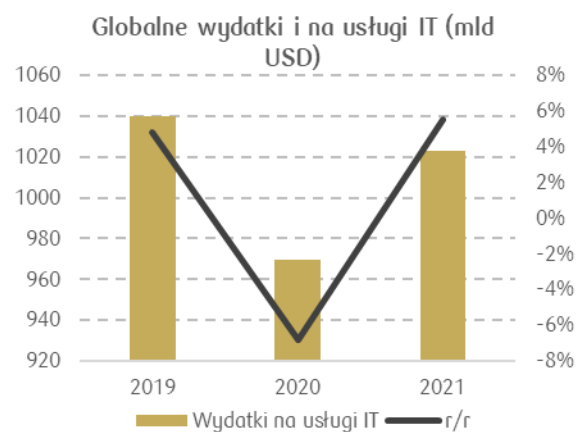
Źródło: Gartner 2020



Źródło: Gartner 2020



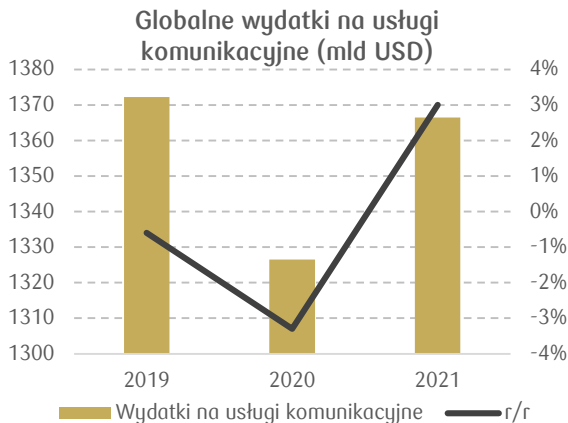
Źródło: Gartner 2020



Źródło: Gartner 2020

Asbis

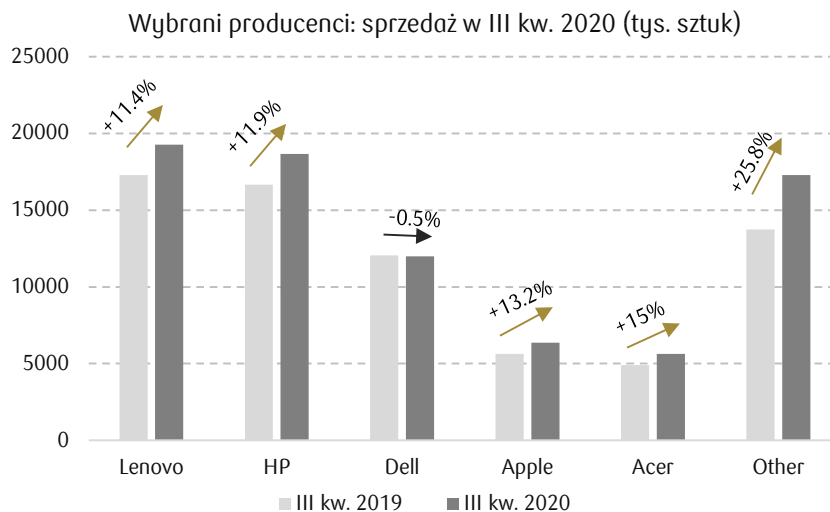
Rynek



Naszym zdaniem w regionie EMEA, gdzie praca i nauka zdalna nie były przed pandemią powszechne, a w efekcie konsumenci zwracali mniejszą uwagę na posiadany sprzęt, spadek ten powinien być widoczny nie wcześniej niż w 2021 r. Konieczność zdalnej pracy i nauki skłoniła naszym zdaniem konsumentów do zakupu potrzebnych urządzeń (lub wymiany posiadanego sprzętu na nowszy/wydajniejszy) czy to dla siebie (i/lub dla swoich dzieci), czy dla pracowników. Uważamy, że druga fala pandemii dodatkowo napędza wzrost sprzedaży w tej grupie produktów.

Z kolei agencja badań rynkowych IDC szacuje, że cały segment PC na rynkach regionu EMEA wzrósł w 3Q20 o niemal 12%, co przekłada się na blisko 21 mln sprzedanych sztuk w tym okresie. Wzrost ten jest w ogromnym stopniu skutkiem popytu ze strony klientów indywidualnych – skok liczby zakupów komputerów w tym segmencie wyniósł niemal 30%. Z kolei klienci biznesowi ograniczyli zamówienia o ok. 2%. Sprzedaż komputerów PC w samym regionie CEE wzrosła zdaniem IDC o 20% w 3Q20.

Zdaniem IT Canalys, globalnej agencji badania rynku technologii, większość światowych producentów odnotowała w 3Q20 znaczny wzrost w ujęciu r/r sprzedaży komputerów. Canalys wskazuje, że producenci sami przyznają, że ledwo udaje im się zaspokoić popyt, i ostrzegają przed ewentualnymi problemami z zaopatrzeniem, co może wynikać z deficytu procesorów Intel na skutek spowodowanych pandemią zakłóceń produkcji.

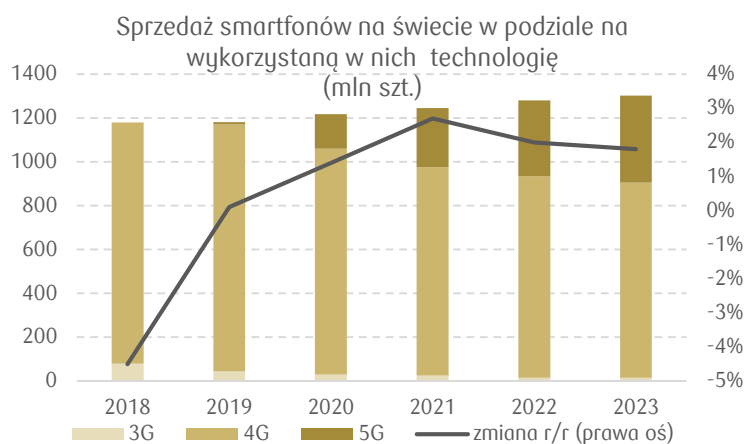


Asbis

Rynek

Wciąż jednak smartfony mają największy udział w przychodach Asbis (w 2019 r. ich udział w łącznej sprzedaży przekroczył 30%). Według badania IDC globalna sprzedaż smartfonów będzie w kolejnych latach rosła w powolnym, jednocyfrowym tempie. Jako że Asbis obecny jest głównie na rynkach wschodzących, możemy spodziewać się nawet szybszego tempa wzrostu w tym największym segmencie grupy.

Naszym zdaniem stopniowe wdrożenie technologii 5G w regionie CEE może zwiększyć sprzedaż wykorzystujących ją urządzeń, w szczególności właśnie smartfonów.



Źródło: IDC 2019

Asbis

Strategia

Strategia grupy koncentruje się na wzroście sprzedaży i rentowności, a także na zwiększeniu efektywności operacyjnej we wszystkich krajach, w których spółka jest obecna, poszerzeniu portfela produktów i zwiększenia sprzedaży marek własnych.

Koncentracja na bieżących rynkach

Asbis planuje zwiększyć lub utrzymać aktualny poziom sprzedaży i udział rynkowy w krajach byłego ZSRR, Europie Środkowej i Wschodniej oraz na Bliskim Wschodzie i w Afryce, a także wykorzystać słabe punkty konkurencji. Atutem Asbis jest efektywność kosztowa logistyki – ograniczone koszty spedycji i niższe koszty inkasowania należności.

Rozwój portfela produktów i poprawa rentowności

Chociaż segment tradycyjnych komponentów IT stanowi fundament działalności grupy, to charakteryzuje się zasadniczo niskimi marżami brutto. Spółka postanowiła więc zmodyfikować portfel produktów i poszerzyć go o bardziej rentowny asortyment. Asbis planuje osiągnąć ten cel poprzez dodanie do portfela większej liczby produktów gotowych (produkty sieciowe, akcesoria i inne), a także skierować na rynek więcej produktów Apple, więcej rozwiązań dla centrów danych i produktów związanych z technologią chmury.

Spółka chce także w dalszym ciągu poszerzać asortyment produktów pod markami własnymi (Canyon, Prestigio, Perenio i Atlantech) i wzmacniać swoją pozycję rynkową w tym segmencie, w którym jest już obecna. Produkty w tym segmencie cechują się wyższymi marżami niż produkty międzynarodowych producentów. W kontekście utrzymania wyższych marż i silnych przepływów pieniężnych celem spółki jest utrzymanie udziału segmentu marek własnych w łącznych przychodach grupy na poziomie 5%-7%.

Ograniczenie kosztów finansowych

Wsparcie wzrostu w segmencie dystrybucji wymaga większych nakładów pieniężnych. Grupie udało się pozyskać środki z różnych instytucji finansowych, jednak w niektórych przypadkach koszt finansowania jest wysoki. Aby osiągnąć wyznaczony cel, Asbis wynegocjował lepsze warunki z niektórymi instytucjami i bankami finansującymi jego łańcuch dostaw, a obecnie wdraża kolejne działania, by dodatkowo obniżyć koszty finansowania. W Rosji, na Ukrainie i Białorusi oraz w Kazachstanie są one jednak dość wysokie (ale niezbędne dla celów hedgingu), co może zniwelować wysiłki spółki w zakresie dalszego obniżania średniego kosztu zadłużenia.

W roku finansowym 2019 grupa korzystała z linii kredytowych, kredytów odnawialnych, pożyczek i faktoringu. Średni ważony koszt długu wyniósł 7,6% (8,1% w 2018 r.). Redukcję tę osiągnięto dzięki obniżeniu stóp US LIBOR i ogólnemu spadkowi marż pobieranych przez instytucje finansowe.

Kontrola kosztów

Asbis w dalszym ciągu koncentruje się na poprawie efektywności operacyjnej i usprawnieniu procesów automatyzacji celem obniżenia kosztów operacyjnych i zwiększenia marż. Wzrost w 2019 r. wynikał z inwestycji w kapitał ludzki we wszystkich regionach, w których spółka prowadzi działalność. W kolejnych latach jednak struktura kosztów podlegać będzie ścisłej kontroli.

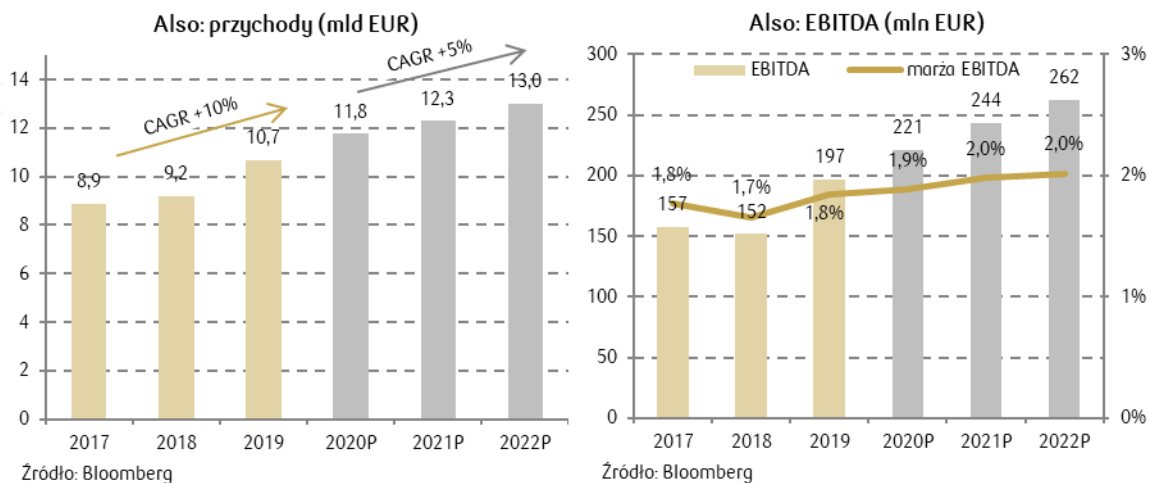
Wprawdzie przyjmujemy do wiadomości strategię spółki, jednak zachowujemy większy konserwatyzm w naszych założeniach – oczekujemy, że rentowność w kolejnych latach będzie spadać (z uwagi na możliwe spowolnienie makroekonomiczne w regionie EMEA).

Asbis

Spółki z sektora

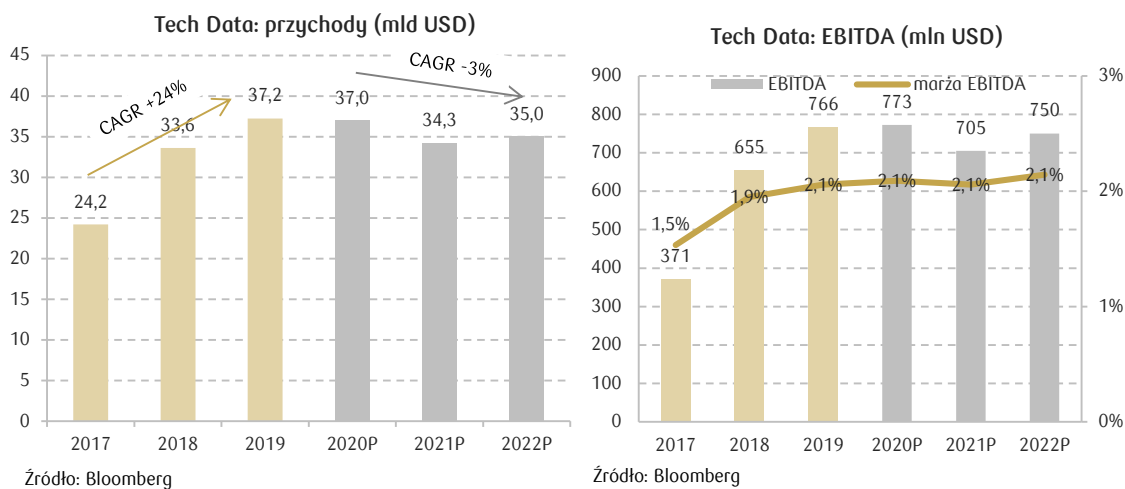
Also [ALSN SW]:

ALSO Holding AG prowadzi sprzedaż hurtową technologii informatycznych i elektroniki konsumenckiej. Asortyment spółki obejmuje sprzęt i oprogramowanie komputerowe. ALSO posiada także platformę cyfrową do obsługi klientów z 87 państw.



Tech Data [TECD US]:

Tech Data to jeden z największych globalnych dystrybutorów technologicznych. Dzięki 27 centrom logistycznym na całym świecie spółka obsługuje ponad 125 000 klientów z ponad 100 krajów w Ameryce Północnej i Południowej, Europie, na Bliskim Wschodzie i w Afryce. Tech Data oferuje szeroką gamę usług dla odsprzedawców, między innymi usługi edukacyjne i szkoleniowe, kredytowe, marketingowe i techniczne.

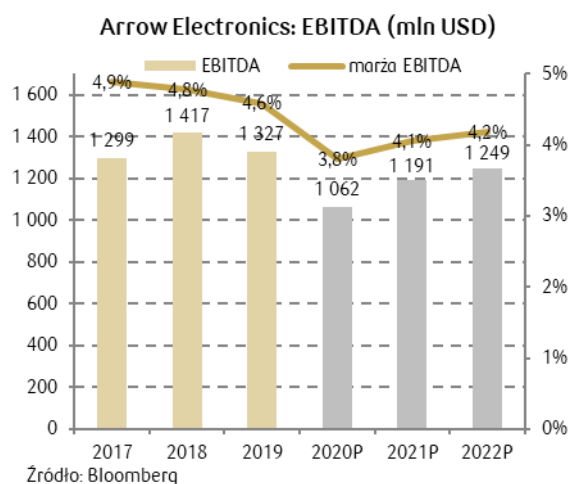
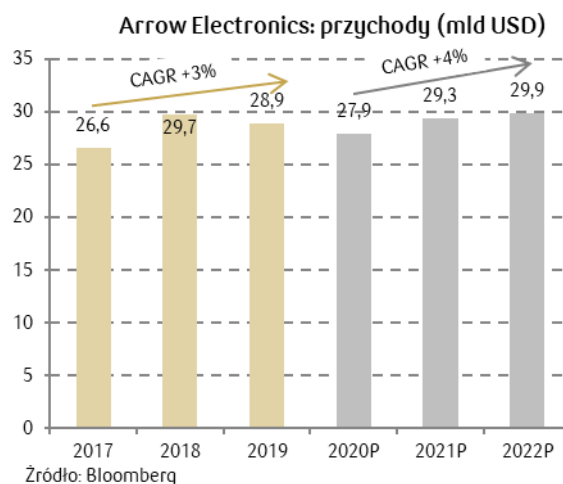


Asbis

Spółki z sektora

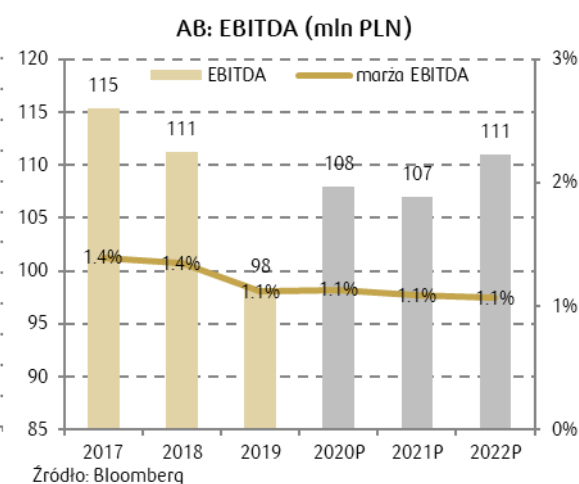
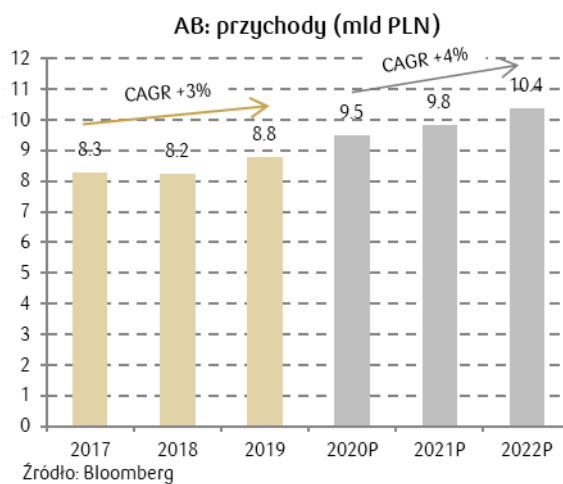
Arrow Electronics [ARW US]

Arrow Electronics zajmuje się dystrybucją komponentów elektronicznych i produktów komputerowych do klientów profesjonalnych i detalicznych. Firma oferuje różnorodne produkty, w tym systemy komputerowe, urządzenia peryferyjne, oprogramowanie i produkty do pamięci masowej producentom oryginalnego sprzętu i klientom komercyjnym na całym świecie.



AB [ABE PW]:

Grupa AB jest jednym z największych dystrybutorów w Europie. Spółka prowadzi działalność w Polsce, Czechach i na Słowacji i sprzedaje produkty największych światowych producentów ponad 16 000 partnerom handlowym w całej Europie.



Asbis

Szacunki na 2020

W październiku Asbis zmodyfikował ogłoszone wcześniej prognozy finansowe na rok 2020.

Według oczekiwań spółki sprzedaż w 2020 r. sięgnie 2,0-2,2 mld USD (bez zmian), a zysk netto 23-25 mln USD. Oznacza to, że w 2020 r. Asbis zamierza uzyskać zysk netto o ok. 25% wyższy niż wstępnie prognozowano (poprzednia prognoza zysku netto spółki wskazywała na 18-20 mln USD).

Aktualizacja prognoz wynika z:

- Wyższej sprzedaży wysokomarżowych produktów i rozwiązań IT,
- Niższych od oczekiwanych kosztów finansowych,
- Niższych od oczekiwanych kosztów operacyjnych.

Prognozy Asbis vs. prognozy BM PKO BP:

	Asbis FY2020 (sierpień 2020)	Asbis FY2020 (październik 2020)	BMPKO BP 2020P
Przychody	2.0-2.2 mld USD	2.0-2.2 mld USD	2.2 mld USD
Zysk netto	18-20 mln USD	23-25 mln USD	24.1 mln USD

Źródło: spółka, BM PKO BP

Asbis

Wybrane dane finansowe i prognozy

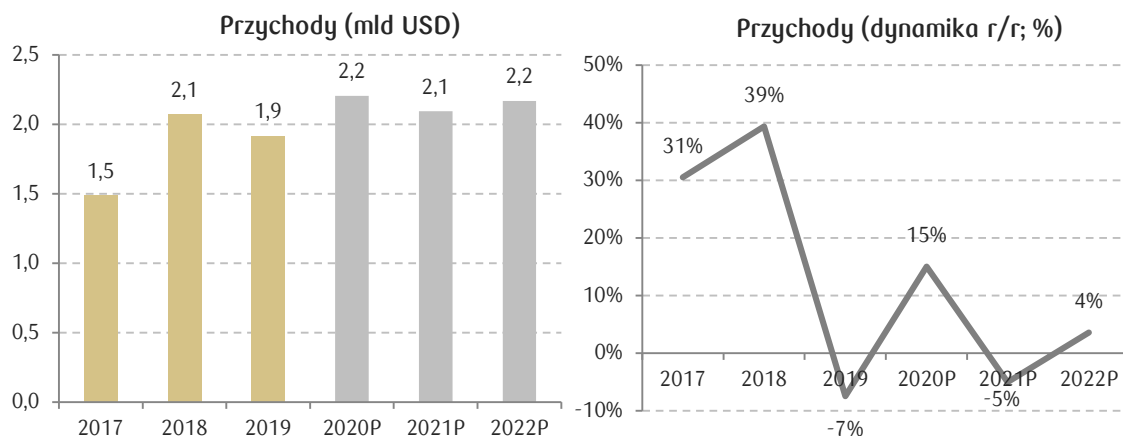
Przychody ze sprzedaży: pandemia źródłem wzrostu w 2020

W 2019 r. państwa byłego ZSRR oraz Europy Środkowej i Wschodniej miały największy udział w przychodach grupy (odpowiednio 54% i blisko 26%). Największym rynkiem pod względem przychodów w 2019 r. była Rosja. W naszych prognozach zakładamy, że sprzedaż w podziale na regiony pozostanie stabilna.

Naszym zdaniem Asbis korzysta na pandemii COVID-19 w 2020 r. (szacowany wzrost sprzedaży +15% r/r), głównie dzięki silnemu popytowi związanemu z pandemią oraz zamówieniami z segmentu MŚP, e-commerce oraz sieci detalicznych. Spółka w dalszym ciągu odnotowuje wyższy popyt na rozwiązania do pracy zdalnej, laptopy i sprzęt dla firm (jednorazowy wpływ COVID-19) – wydaje się, że trend ten utrzyma się w całym roku 2020 r.

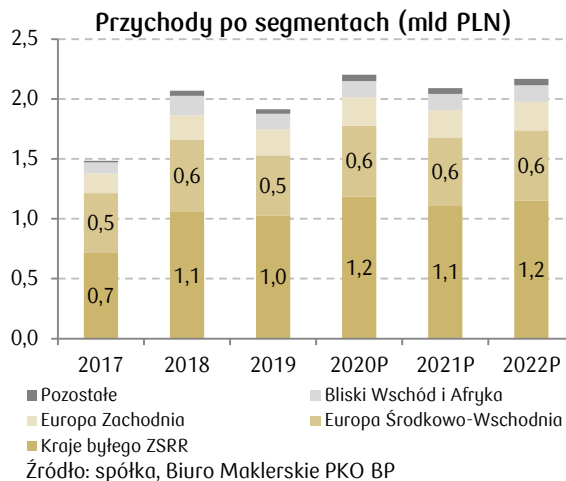
Zakładamy także, że dodatkowym impulsem dla tegorocznego wzrostu sprzedaży będzie segment gier wideo. Obecna sytuacja (mniejsza mobilność i rosnąca liczba osób na zwolnieniach chorobowych lub kwarantannie) mogą wspierać popyt na produkty IT (komputery stacjonarne, laptopy i urządzenia peryferyjne).

W 2021 r. pandemia może w dalszym ciągu wpływać na otoczenie rynkowe, co może odbić się na spadku popytu na rozwiązania IT (po nadzwyczajnym roku 2020). Dodatkowo uważamy, że przychody Asbis spadną o 5% w 2021 r., następnie odbiją się w 2022 r. (+4% r/r) i będą się stopniowo rosnąć w kolejnych latach (CAGR sprzedaży +2,5% w latach 2021-2025).



Źródło: spółka, Biuro Maklerskie PKO BP

Źródło: spółka, Biuro Maklerskie PKO BP

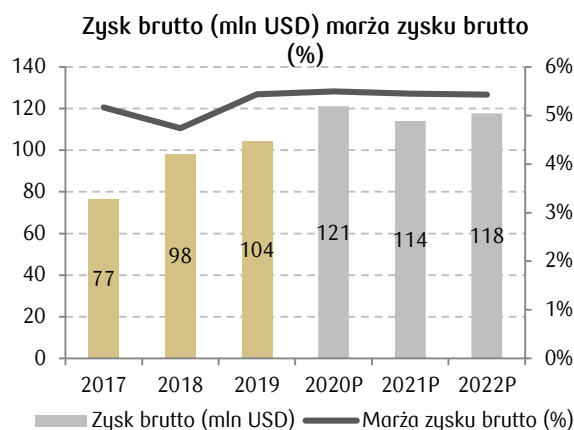


Asbis

Wybrane dane finansowe i prognozy

Marża zysku brutto: poprawa dzięki lepszemu miksowi produktów

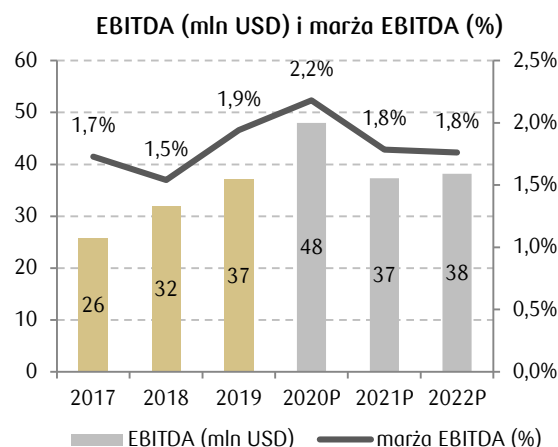
Asbis koncentruje się na poprawie marży zysku brutto (lepszy miks produktów), która uwidoczniła się już w 2019 r. (wzrost marży zysku brutto o 0,7 pp do 5,4%). W 2020 r. oczekujemy, że mocny popyt związany z COVID-19 zwiększy rentowność grupy, przy czym uważamy to za czynnik jednorazowy. Z tego powodu zakładamy, że marża zysku brutto powróci do poziomu 5,4% (2019 r.), co naszym zdaniem jest stabilnym poziomem dla spółki.



Źródło: spółka, Biuro Maklerskie PKO BP

EBITDA

Według naszych szacunków większość (2/3) kosztów operacyjnych jest stosunkowo stała, a pozostałe uzależnione są od wartości sprzedawanych produktów. Zakładamy, że baza kosztowa będzie rosła nieco szybciej, a w efekcie oczekujemy spadku marży EBITDA w nadchodzących latach (od 2021P) i jej stabilizacji na poziomie 1,7-1,8%. CAGR EBITDA w latach 2021-2025P szacujemy na 1,4%.



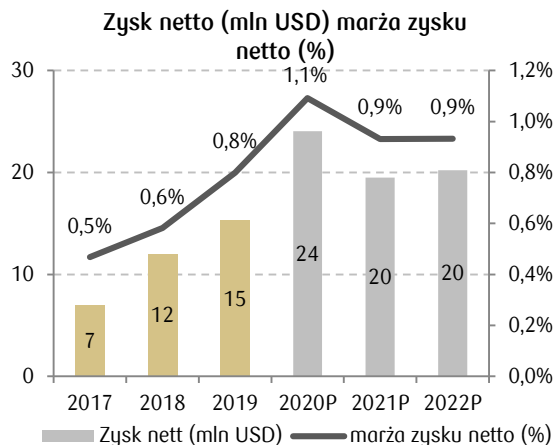
Źródło: spółka, Biuro Maklerskie PKO BP

Asbis

Wybrane dane
finansowe i
prognozy

Zysk netto

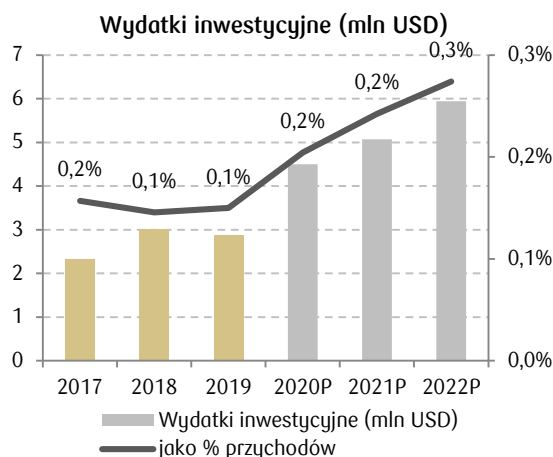
W 2021P r. zakładamy marżę zysku netto na poziomie 0,9% - jest to wzrost względem roku referencyjnego 2019 (0,8%), głównie z uwagi na niższe koszty finansowe i oczekiwany proces delewarowania.



Źródło: spółka, Biuro Maklerskie PKO BP

Capex

W latach 2018-2019 CAPEX wynosił ok. 0,1% przychodów. Aktualne moce przerobowe centrów dystrybucyjnych będą wystarczające do 2023 r. i z tego powodu zakładamy, że Asbis będzie w kolejnych latach inwestować w infrastrukturę logistyczną. Spółka korzysta zarówno z infrastruktury własnej, jak i dzierżawionej.



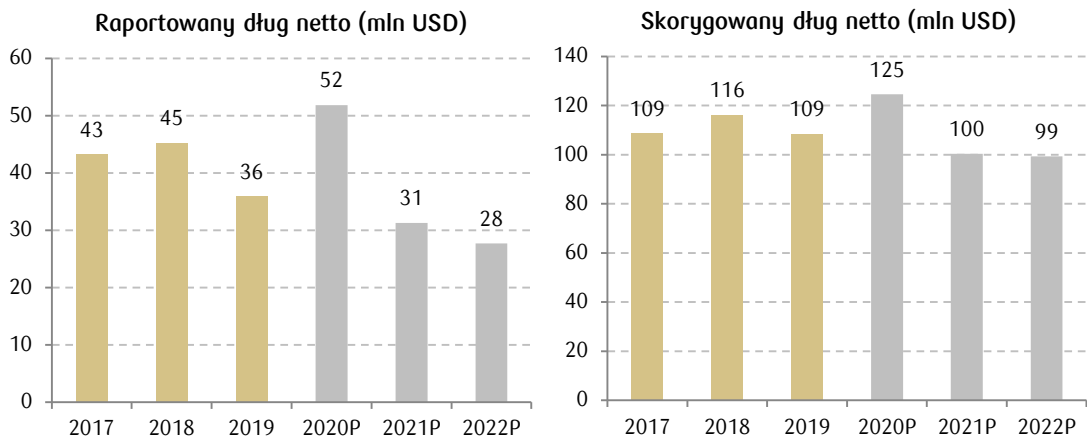
Źródło: spółka, Biuro Maklerskie PKO BP

Asbis

Wybrane dane
finansowe i
prognozy

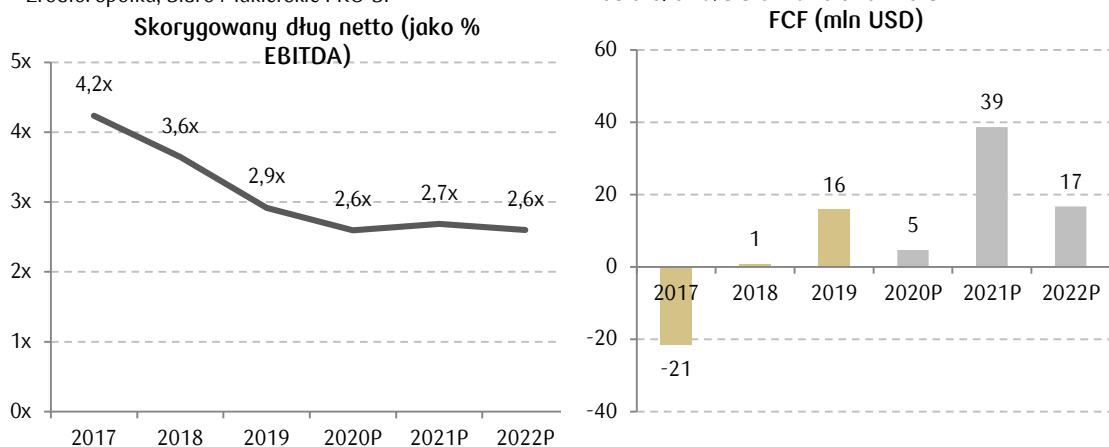
Silny FCF powoduje delewarowanie

Naszym zdaniem model biznesowy stosowany przez Asbis wymaga silnej pozycji gotówkowej. Z tego powodu zakładamy szczególne nakłady na kapitał obrotowy (ok. 3% łącznych przychodów). Asbis generuje zasadniczo dodatni FCF (ok. 43% EBITDA w 2019 r.), co zapewnia potencjał do delewarowania.



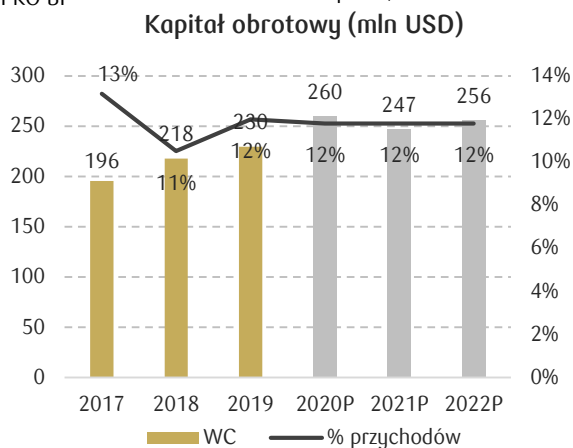
Źródło: spółka, Biuro Maklerskie PKO BP

Źródło: spółka, Biuro Maklerskie PKO BP



Źródło: spółka, Biuro Maklerskie PKO BP

Źródło: spółka, Biuro Maklerskie PKO BP



Źródło: spółka, Biuro Maklerskie PKO BP

Asbis

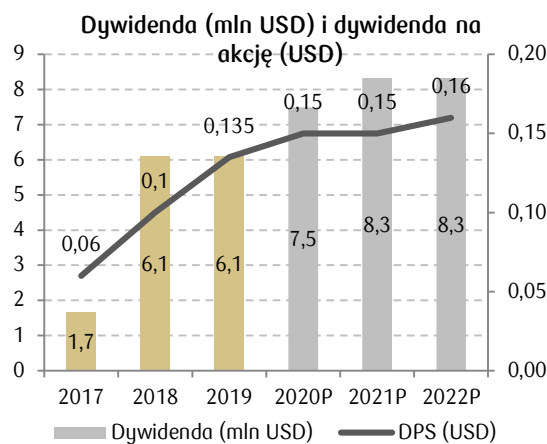
Wybrane dane
finansowe i
prognozy

Polityka dywidendowa

Polityka dywidendowa spółki zakłada wypłatę dywidend na poziomie odpowiadającym wzrostowi i planom rozwoju przy jednoczesnym utrzymaniu odpowiedniej płynności. Zgodnie z tą polityką zarząd zarekomenduje walnemu zgromadzeniu wypłatę w kolejnych latach 50% zaudytowanego zysku netto w charakterze dywidendy.

Zarząd postanowił wypłacić zaliczkę na poczet dywidendy z zysków spółki za 2020 r. w wysokości 0,10 USD na akcję. Oczekujemy, że z zysku netto za rok 2020 Asbis wypłaci łączną dywidendę w wysokości 0,15 USD za akcję (stopa dywidendy 8%).

Poniżej przedstawiamy nasze prognozy dotyczące wypłaty dywidend:



Źródło: spółka, Biuro Maklerskie PKO BP

Asbis

Wyniki III kw. 2020 Dobre wyniki za 3Q2020, znacznie powyżej naszych oczekiwań; DN/EBITDA 0,1x; lepsze prognozy na rok 2020

mln PLN	3Q 2019	3Q 2020	r/r	Prognoza	
				BM PKO BP	różnica
				3Q 2020	
Przychody	462,7	619,7	34%	605,1	2%
EBITDA	10,2	17,7	73%	11,9	49%
EBIT	9,1	16,5	82%	10,9	51%
Zysk netto	4,6	10,4	126%	6,2	68%
Marża EBITDA	2,2%	2,9%		2,0%	
Marża EBITDA	2,0%	2,7%		1,8%	
Marża netto	1,0%	1,7%		1,0%	

Zródło: BM PKO BP

- Przychody w 3Q20 nieco przekroczyły nasze oczekiwania i były zgodne z raportowanymi danymi miesięcznymi, przy czym w ujęciu dolarowym wzrosły o 34% r/r: kraje byłego ZSRR +41% r/r; Europa Środkowa i Wschodnia +17% r/r; Bliski Wschód i Afryka +37% r/r; Europa Zachodnia +54% r/r.
- Marża zysku brutto sięgnęła 5,8% (bez zmian r/r). Zysk brutto w 3Q20 wzrósł o 33% r/r do 36,1 mln USD z poziomu 27,2 mln USD w zeszłym roku.
- Koszty sprzedaży w 3Q20 wzrosły o 8,7% do 11,4 mln USD, a koszty administracyjne o 12% r/r do 8,2 mln USD.
- EBITDA w 3Q20 wyniosła 17,7 mln USD, co stanowi znaczący wzrost r/r.
- Koszty finansowe netto w 3Q20 wzrosły do 3,6 mln USD (vs 2,9 mln USD w 3Q19) z uwagi na wyższe średnie wykorzystanie faktoringu r/r w ciągu kwartału na skutek znacznego rozwoju sprzedaży.
- Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 3Q20 wyniosły 74 mln USD; cykl konwersji gotówki w ramach całej grupy wyniósł 39 dni (pogorszenie r/r); kapitał obrotowy pochłonął w ciągu kwartału 29 mln USD środków pieniężnych.
- W efekcie zadłużenie netto sięgnęło 5,3 mln USD (włącznie z faktoringiem), a wskaźnik ND/ 12 LTM EBITDA 0,1 x (włącznie z faktoringiem).

Naszym zdaniem spółka zaraportowała dobre wyniki za 3Q20, znacząco przekraczając nasze oczekiwania. Osiągnięta przez Asbis EBITDA była znacząco wyższa dzięki niższym kosztom SG&A w ciągu kwartału, a perspektywy na 4Q20 wydają się być mocne, co zostało odzwierciedlone w zaktualizowanych prognozach rocznych.

Asbis

Czynniki ryzyka

Marże pod presją

Marże generowane przez dystrybutorów pozostają pod presją, głównie z uwagi na bardzo agresywną konkurencję krajową i regionalną, a także rosnący udział eksportu w łącznym wolumenie sprzedaży. Marże osiągnięte przez graczy regionalnych są często wyższe niż marże krajowe, ale na wynikach ciężą dodatkowo koszty transportu i logistyki.

Ewentualne obniżenie marży na skutek reakcji dystrybutorów lokalnych na widoczną aktywność zagranicznych konkurentów, takich jak Asbis, jest ryzykiem, które może pogorszyć wyniki w krótkim terminie i które ograniczyłoby rentowność międzynarodowego modelu biznesowego w dłuższym terminie.

Ekspozycja na kraje byłego ZSRR – wyższe marże i większe ryzyka

Spółce doskwierają okresowo specyficzne trudności w poszczególnych krajach, co jest wynikiem pogorszenia lokalnej sytuacji gospodarczej (główne ryzyka w Rosji, na Ukrainie i Białorusi oraz w Kazachstanie) z uwagi na wiele czynników, w tym brak stabilności politycznej.

Problemy wewnętrzne w poszczególnych krajach mogą pojawić się z dnia na dzień i niekorzystnie wpłynąć na działalność spółki. Asbis aktualnie na tym korzysta, ponieważ chociaż działalność w tych krajach niesie ze sobą duże ryzyko, to pozwala generować wyższe marże od konkurencji w regionie.

Marki własne

Spółka przez wiele lat sprzedawała produkty pod markami własnymi, co pozwala jej generować znacznie wyższe (dwucyfrowe) marże niż dystrybucja innych produktów IT. Sprzedaż produktów pod markami własnymi wiąże się jednak z dodatkowymi kosztami i ryzykiem, np. koniecznością utrzymania serwisu, rezerw na wadliwe produkty oraz nakładów na BiR.

Dodatkowo udział marek własnych w sprzedaży Asbis sięga 5-7% (historycznie nawet 25% łącznej sprzedaży). Uważamy ten segment za czynnik, który pomaga poprawić marżę grupy, ale jednocześnie zwiększa ryzyko.

Przestarzały technologicznie asortyment i erozja cen

Rynek produktów i komponentów IT cechuje się szybkimi zmianami technologicznymi i krótkim cyklem życia produktów, co oznacza, że asortyment może szybko stać się przestarzały.

Hedging i waluty

Walutą sprawozdawczą spółki jest dolar amerykański. W 2019 r. około 50% przychodów spółki denominowanych było w tej walucie, zaś pozostała część w euro, rublach (RUB), hrywnach (UAH), tenge (KZT) i innych walutach, w tym powiązanych z euro. Większość zobowiązań handlowych Asbis (ok. 80%) denominowana jest w USD. Dodatkowo w dolarach amerykańskich denominowana jest około połowa kosztów operacyjnych spółki; druga połowa wyrażona jest w euro i innych walutach, w tym związanych z euro.

Asbis

Czynniki ryzyka

W efekcie wpływ na raportowane wyniki mają zmiany kursów walutowych, w szczególności kurs USD do EUR i innych walut krajów, w których spółka prowadzi działalność, w tym do rubla, hrywny, korony czeskiej, złotówki, kuny, tenge i forinta.

Wysokie koszty długu

Działalność dystrybucyjna cechuje się wysokim zapotrzebowaniem na środki pieniężne, które są niezbędne do rozwoju. Sankcje nałożone na Rosję oraz napięcia związane z kryzysem politycznym na Ukrainie zwiększyły koszty finansowania w tych państwach.

Średni ważony koszt długu w 2019 r. (linie kredytowe i umowy faktoringowe) wyniósł 7,6% (2018: 8,1%).

Ryzyko spowolnienia makroekonomicznego i osłabienia rynku IT

PKB w strefie euro oraz sprzedaż detaliczna rosły w ostatnich latach dzięki zwiększającemu się dochodowi rozporządzalnemu i dość stabilnemu poziomowi bezrobocia.

Istnieje jednak szereg niepewności związanych z gospodarką globalną, które wynikają z zawirowań w różnych krajach, zmienności kursów walutowych i słabszego popytu na wielu rynkach. Ewentualne spowolnienie gospodarcze w regionie EMEA może mieć negatywny wpływ na sprzedaż sprzętu i oprogramowania komputerowego, a także na dynamikę wzrostu rynku IT, a w efekcie i na przychody Asbis.

Asbis

Model DCF

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą, uwzględniając spółki z sektora sprzedaży detalicznej. Model DCF złożony jest z dwóch faz. W fazie pierwszej (2020P-2025P) szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów i pozycje bilansu. Druga faza trwa od roku 2025P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1,0% rocznie. Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka dla PLN jest przyjęta na poziomie 1,5%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych w USD. Beta wynosi 2,0x (znacząca wrażliwość na spadek marż, marża zysku netto ok. 1,0% i ekspozycja walutowa). Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 6,0%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2020 r. i odejmujemy prognozowany dług netto.

Model DCF

mIn USD	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
EBIT	43,7	33,2	33,9	34,3	34,6	34,8
Stopa podatkowa	19,5%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%
NOPLAT	35,2	26,4	27,0	27,3	27,6	27,7
CAPEX	-4,5	-5,1	-5,9	-5,6	-5,8	-6,0
Amortyzacja	4,2	4,3	4,5	4,7	4,9	5,1
Zmiany w kapitale obrotowym	30,2	-13,0	8,9	6,4	5,7	5,1
FCF	4,6	38,6	16,7	20,0	20,9	21,7
WACC	8,8%	9,2%	9,2%	9,2%	9,3%	9,4%
Współczynnik dyskonta		0,92	0,84	0,77	0,70	0,64
DFCF		35,4	14,0	15,4	14,7	13,9
Dynamika przychodów w 2021		-10,0%	-5,0%	0,0%	5,0%	
	5,25%	345,9	348,6	351,2	353,5	
	5,35%	414,5	422,1	429,3	436,5	
Marża brutto w 2021	5,45%	482,3	494,8	507,0	518,7	
	5,55%	549,8	566,8	583,9	600,2	

Przedział wyceny (mIn PLN) 422-507

Źródło: BM PKO BP

Na podstawie modelu DCF szacujemy wycenę spółki w przedziale 422-507 mIn PLN.

Asbis

Analiza porównawcza

Wycena porównawcza wskazuje, że w przypadku przyjęcia założeń BM PKO BP Asbis notowany jest z dyskontem na P/E i EV/EBITDA.

Naszym zdaniem najlepszym podmiotem porównawczym dla Asbis jest AB jako bezpośredni konkurent spółki w regionie CEE (Polska, Czechy i Słowacja).

Wycena porównawcza

Spółki	P/E			EV/EBITDA			Stopa dywidendy (%)
	2019	2020P	2021P	2019	2020P	2021P	
AB SA	8,5	7,3	-	4,7	4,4	-	-
AVNET INC	6,9	20,0	15,9	4,5	8,9	9,6	2,9
ARROW ELECTRONICS INC	11,9	12,0	10,2	7,3	8,3	7,4	-
ELECTROCOMPONENTS PLC	21,5	21,2	26,8	14,7	14,1	16,3	3,3
WPG HOLDINGS LTD	10,6	8,8	7,9	15,3	13,7	12,3	-
REDINGTON INDIA LTD	9,7	9,1	9,8	6,3	5,5	5,5	-
DIGITAL CHINA GROUP CO LTD-A	27,9	26,1	19,1	-	19,7	14,6	-
ALSO HOLDING AG-REG	27,3	22,2	18,6	15,8	12,6	11,5	1,7
INSIGHT ENTERPRISES INC	12,7	11,7	10,8	8,3	7,9	7,3	-
DATATEC LTD	113,3	34,7	22,7	7,9	-	3,5	-
MEDIANA	12,3	16,0	15,9	7,9	8,9	9,6	2,9
Asbis (BM PKO BP)	6,5	4,1	5,1	5,6	4,7	5,4	7,5
Premia / dyskonto do prognoz BM PKO BP	-47%	-74%	-68%	-29%	-47%	-44%	156%

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

Asbis: Podsumowanie wyceny porównawczej

USD mn	2019	2020P	2021P	Średnia 2019-2021P
Asbis prognozy zysku netto (mln USD)	15,3	24,1	19,5	
Asbis prognozy EBITDA (mln USD)	37,2	48,0	37,4	
Grupa porównawcza: mediana P/E	12,3	16,0	15,9	
Asbis waluacja (mln PLN)	718,3	1 470,2	1 183,1	1 123,9
Grupa porównawcza: mediana EV/EBITDA	7,9	8,9	9,6	
Asbis waluacja (mln PLN)	708,1	1 146,2	982,7	945,6

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

Asbis

Rachunek zysków i strat	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	1 137,7	1 484,9	2 069,6	1 914,9	2 202,9	2 092,8	2 168,1	2 222,3
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-1 072,3	-1 408,2	-1 971,5	-1 810,7	-2 081,9	-1 978,7	-2 050,4	-2 102,1
Zysk brutto ze sprzedaży	65,4	76,7	98,1	104,1	121,0	114,1	117,7	120,2
EBITDA	22,4	25,7	31,9	37,2	48,0	37,4	38,2	38,7
Koszty sprzedaży	-28,8	-34,7	-46,0	-42,9	-45,3	-47,7	-49,4	-50,7
Koszty ogólnego zarządu	-16,3	-17,6	-22,7	-28,1	-32,4	-33,5	-34,7	-35,6
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	0,0	-1,0	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Zysk z działalności operacyjnej	20,3	23,4	29,3	33,2	43,7	33,2	33,9	34,3
Saldo działalności finansowej	-14,3	-14,4	-14,2	-14,2	-13,8	-8,7	-8,5	-8,1
Zysk przed opodatkowaniem	6,0	9,0	15,1	19,0	29,9	24,5	25,4	26,2
Podatek dochodowy	-1,4	-2,1	-3,1	-3,7	-5,8	-5,0	-5,2	-5,4
Zyski (straty) mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto	4,6	7,0	12,0	15,3	24,1	19,5	20,2	20,9
Bilans	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa Trwałe	28,4	28,4	29,2	33,3	33,8	34,5	36,0	36,9
Wartości niematerialne i prawne	3,0	3,2	3,1	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Rzeczowe aktywa trwałe	23,2	24,5	25,3	29,7	30,0	30,8	32,2	33,1
Pozostałe aktywa długoterminowe	2,2	0,7	0,9	1,0	1,2	1,1	1,2	1,2
Aktywa Obrotowe	387,0	495,6	474,6	599,5	671,3	637,9	660,9	677,5
Zapasy	113,9	145,0	180,2	266,0	312,3	296,8	307,6	315,3
Należności	221,1	238,2	174,6	212,2	244,1	231,9	240,2	246,2
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	18,7	19,0	18,4	17,6	20,2	19,2	19,9	20,4
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	33,4	93,4	101,4	103,7	94,7	90,0	93,2	95,6
Aktywa razem	415,4	523,9	503,8	632,8	705,1	672,4	696,9	714,4
Kapitał Własny	85,9	94,5	99,2	108,2	124,8	135,9	147,8	159,9
Zobowiązania	329,5	429,5	404,6	524,6	580,4	536,5	549,1	554,6
Zobowiązania długoterminowe	1,5	0,6	0,7	4,5	5,7	4,9	4,9	4,8
Kredyty i pożyczki	1,2	0,2	0,1	3,3	4,4	3,6	3,6	3,5
Zobowiązania handlowe i pozostałe	0,4	0,4	0,6	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
Zobowiązania krótkoterminowe	327,9	428,9	403,9	520,1	574,7	531,6	544,1	549,7
Kredyty i pożyczki	98,6	136,5	146,6	136,3	142,2	117,6	117,3	113,6
Zobowiązania handlowe i pozostałe	202,0	253,0	208,1	321,3	369,4	351,1	363,8	373,0
Pozostałe	27,3	39,3	49,2	62,6	63,1	62,9	63,0	63,1
Pasywa razem	415,4	523,9	503,8	632,8	705,1	672,4	696,9	714,4

Asbis

Rachunek Przepływów Pieniężnych	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	9,4	42,1	18,7	33,6	13,5	46,1	29,9	32,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,3	-2,1	-3,1	-3,6	-4,5	-5,1	-5,9	-5,6
Przepływy z działalności finansowej	-4,9	-0,6	-3,4	-9,7	-65,3	-42,1	-23,2	-26,2
Inne	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
DPS	0,03	0,06	0,10	0,14	0,15	0,15	0,16	0,16
Dług netto	89,8	108,6	116,2	108,5	124,6	100,3	99,3	94,9

Artur Iwański	(Zastępca dyrektora)	(+48 22) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Biuro Analiz Rynkowych			
Tomasz Kasowicz	(dyrektor BAR, sektor paliwowy i chemiczny)	(+48 22) 521 79 41	tomasz.kasowicz@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(+48 22) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Dawid Górzynski	(sektor farmaceutyczny i rolny)	(+48 22) 521 97 69	dawid.gorzynski@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(gry, przemysł)	(+48 22) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(sektor energetyczny i wydobywczy)	(+48 22) 521 79 03	andrzej.rembelski@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(+48 22) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(+48 22) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(+48 22) 580 33 68	alicjazaniewska@pkobp.pl
Piotr Zybala	(sektor deweloperski, budownictwo)	(+48 22) 521 53 91	piotr.zybala@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(+48 22) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl
Zespół Doradztwa Inwestycyjnego i Analizy Technicznej			
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(+48 22) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(+48 22) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(+48 22) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Biuro Klientów Instytucjonalnych			
Krzysztof Kubacki	(dyrektor)	(+48 22) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(+48 22) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(+48 22) 521 91 50	maciej.kaluz@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(+48 22) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Michał Sergejev	(menadżer zespołu)	(+48 22) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Piotr Dedejus	(sales)	(+48 22) 521 91 40	piotr.dedejus@pkobp.pl
Szymon Kubka	(sales)	(+48 22) 521 82 10	szymon.kubka@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU ANALIZY INWESTYCYJNEJ ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza analiza inwestycyjna (dalej: „Analiza”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Niniejsza Analiza została sporządzona na indywidualne zamówienie ASBISC Enterprises PLC, za wynagrodzeniem.

Ileokro w Analizie mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się Analiza. W przypadku, gdy Analiza dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w Analizie odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej Analizie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Analiza została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Analizy były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Analizie. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Analizy. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Analizę z należytą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Analizy w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Analizy. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne analizy, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Analizie. Takie analizy odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych analiz nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza Analiza nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane analizy. Analitycy sporządzający analizy otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów
 EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 ESG: niefinansowy miernik oceny przedsiębiorstw w zakresie ich zrównoważonego rozwoju. Obejmuje aspekty środowiskowe, społeczne oraz te związane z zarządzaniem. Im bardziej zrównoważony biznes, tym wyższa pozycja rankingowa w modelu BM PKO BP (skala ocen: 1-10)
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
 EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Wycena BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Analizy

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
ASBISc Enterprises LTD	3, 5

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzenia analizy.
6. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej analizy, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że BM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Analizy.

Ujawnienia

Analiza nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu analizy, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących analizy, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielanie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Analiza została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą analizę a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia Analizy.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia analizy jest tożsama z datą i godziną przekazania analizy w formie elektronicznej klientom.

Ilekoć w treści analizy podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.