

Asbis

Przedział wyceny: 1382-1614 mln PLN

Ryzyka ze wschodu

W związku ze zmianami w sektorze konsumenckim (inflacja, osłabienie konsumenta), a także z napięciami geopolitycznymi w najważniejszym regionie operacyjnym Asbisu, tj. w krajach byłego Związku Radzieckiego, obniżamy nasze prognozy zysku netto na lata 2022-24 średnio o 21%. Nasza wycena zakłada utrzymanie dodatniej dynamiki przychodów (CAGR 2021-2024 na poziomie 12%), jednak przy jednoczesnym obniżeniu prognozowanej marży oraz podwyższeniu kosztu kapitału. Nasze prognozy implikują wskaźnik P/E 2022: 4,3x, i 4,7x w 2023.

Marża pod presją

Spodziewamy się, że w obliczu z jednej strony drożejącej elektroniki (rosnące koszty produkcji, utrzymujący się na rynku brak komponentów czy niektórych produktów), a z drugiej słabnącego konsumenta (inflacja w samym grudniu 2021: Ukraina ok. 13%, Rosja 8,4%, Kazachstan 8,4%, Słowacja 5,8%; te cztery kraje odpowiadają za ponad połowę sprzedaży Asbisu), spółce może być coraz trudniej przerzucić rosnące koszty na odbiorców. W związku z powyższym, w naszym modelu założyliśmy spadek tegorocznej marży do poziomu ok. 6% (-1p.p. r/r).

Powtarzalna, atrakcyjna stopa dywidendy

Przyjmujemy, że sytuacja gotówkowa spółki pozwoli na wypłacanie z zysku za 2021 rok rekordowej dywidendy (zakładamy 0,6 USD dywidendy na akcję; z czego spółka wypłaciła już 0,2 USD/akcję dywidendy zaliczkowej; w latach 2022-23 spodziewamy się dywidendy na poziomie ok. 0,5 USD/akcję). Dodatkowo, spółka podjęła w tym roku decyzję o skupie do 300 tys. akcji własnych po cenie 17-30 PLN (łącznie 5,1-9 mln PLN).

Rośnie ryzyko związane z prowadzeniem biznesu na głównych rynkach

Ze względu na podwyższone ryzyko prowadzenia działalności w Rosji i na Ukrainie i ciężki do przewidzenia kierunek rozwoju tego konfliktu, a także napiętą sytuację w Kazachstanie w wycenie założyliśmy wyższą betę (z 2.0x na 2,1x), co przekłada się na wzrost kosztu kapitału, a w konsekwencji obniżenie wyceny.

Na podstawie modelu DCF szacujemy wycenę spółki w horyzoncie 12 miesięcy w przedziale 1382-1614 mln PLN (16% niższej niż w poprzednim raporcie).

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	1 914,9	2 366,4	3 079,0	3 448,0	3 654,9
EBITDA	37,2	61,4	114,8	95,4	93,9
EBIT	33,2	57,1	109,8	90,2	87,4
Zysk netto	15,3	36,5	74,3	56,9	51,9
P/E	15,9	6,7	3,3	4,3	4,7
EV/EBITDA	9,5	6,7	4,0	5,1	5,2
FCF			-0,4	17,2	40,6
CAPEX	2,9	4,4	14,8	11,5	8,2

Źródło: Spółka, BM PKO BP

Informacje

Kurs akcji (PLN)	17,88
Liczba akcji (mn)	55,5
Kapitalizacja (mln PLN)	992
Free float	63%
Free float (mln PLN)	625
EV 2021 (mln USD)	455
Dług netto 2021 (mln USD)	211
Bloomberg	ASB PW Equity
ISIN	CY1000031710

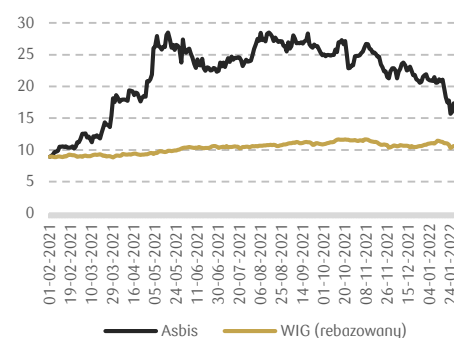
Ocena ESG

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

Czynniki ryzyka

- **Ryzyko spowolnienia makroekonomicznego** - Istnieje szereg niepewności związanych z gospodarką globalną, które wynikają m.in. z pandemii, presji inflacyjnej, niepewności co do dalszego kształtowania się popytu, zawirowań polityczno-gospodarczych w niektórych krajach, a które mogą negatywnie wpłynąć na działalność spółki.
- **Ryzyko polityczne** - możliwość pogorszenia się sytuacji gospodarczej danego kraju na skutek konfliktu zbrojnego, braku stabilności politycznej lub innych zdarzeń, których następstwem mogą być utrudnienia w prowadzeniu działalności gospodarczej (np. sankcje, ograniczenie popytu, etc.). Wyższe ryzyko związane z operowaniem na takich rynkach pozwala zarazem generować wyższe - na tle konkurencji w regionie - marże.
- **Ryzyko spadku marży** - Rynek dystrybucji IT jest rynkiem niskomargowym, a zarazem silnie konkurencyjnym. Konkurencja i presja cenowa ze strony konkurujących podmiotów i nowych uczestników rynku może spowodować znaczny spadek oferowanych cen sprzedaży, co w konsekwencji może wpłynąć na istotne pogorszenie wyników spółki.
- **Ryzyko kredytowe** - Spółka nabywa oferowane przez siebie produkty od dostawców na własny rachunek i odsprzedaje je swoim klientom. Części klientów spółka udziela kredytu konsumenckiego na okres od 21 do nawet 120 dni. Asbis ma obowiązek regulować swoje zobowiązania wobec dostawców niezależnie od tego, czy otrzyma płatność od swoich klientów za sprzedany im towar. Jeśli spółka nie będzie w stanie uzyskać płatności od swoich klientów może być narażona na ryzyko utraty płynności finansowej.
- **Wysoki koszt długu** - Działalność dystrybucyjna cechuje się wysokim zapotrzebowaniem na środki pieniężne, które są niezbędne do rozwoju. Sytuacja polityczno-gospodarcza danego kraju mogą wpłynąć na zwiększenie kosztów finansowania w tych państwach.
- **Ryzyko związane z markami własnymi** - Spółka od wielu lat sprzedaje 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. ryzykiem odpisów, rezerwami na wadliwe produkty, koniecznością utrzymywania serwisu, nakładami na BiR.
- **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.
- **Ryzyko walutowe** - Walutą sprawozdawczą spółki jest dolar amerykański (USD). W okresie 9 miesięcy 2021 r. około 45% 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%) denominowanych jest w USD. Dodatkowo w USD denominowana jest około połowa kosztów operacyjnych spółki. 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.

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 (2022P-2026P) 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 2026P. 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%. Beta wynosi 2,1x (ryzyka związane z obecnością na niektórych rynkach, znacząca wrażliwość na spadek marż, niepewność co do dalszego kształtowania się popytu, ekspozycja walutowa). Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,5%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2021 r. i odejmujemy dług netto.

Model DCF

mln USD	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
EBIT	109,8	90,2	87,4	82,8	77,2	70,0
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	88,9	73,1	70,8	67,1	62,5	56,7
CAPEX	-14,8	-11,5	-8,2	-8,3	-8,5	-8,7
Amortyzacja	5,1	6,0	6,5	6,8	7,0	7,3
Zmiany w kapitale obrotowym	79,7	50,4	28,6	15,0	10,3	-0,2
FCF	-0,4	17,2	40,6	50,5	50,7	55,4
WACC		9,7%	9,6%	9,6%	9,7%	9,8%
Współczynnik dyskonta		0,91	0,83	0,76	0,69	0,63
DFCF		15,7	14,3	30,8	34,9	32,0
Dynamika przychodów w 2026		-5,0%	0,0%	5,0%	10,0%	
	5,30%	1 171	1 173	1 174	1 175	
	5,50%	1 369	1 382	1 394	1 406	
Marża brutto w 2026	5,70%	1 568	1 591	1 614	1 637	
	5,90%	1 766	1 800	1 834	1 868	
Przedział wyceny (mln PLN)	1382-1614					

Źródło: BM PKO BP

Na podstawie modelu DCF szacujemy wycenę spółki za 12 miesięcy w przedziale 1382-1614 mln 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 (%)
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	
AB SA	6,7	6,0	6,1	5,5	4,9	4,9	-
AVNET INC	17,1	7,4	7,4	11,3	5,9	5,8	-
ARROW ELECTRONICS INC	8,8	8,0	8,1	6,6	6,2	6,4	-
ELECTROCOMPONENTS PLC	36,9	24,4	21,8	23,0	15,5	14,1	1,5
WPG HOLDINGS LTD	8,5	9,9	10,1	13,8	14,9	15,0	-
REDINGTON INDIA LTD	18,9	11,0	10,1	7,8	5,8	5,2	-
DIGITAL CHINA GROUP CO LTD-A	12,5	9,7	7,4	13,5	11,1	9,1	-
ALSO HOLDING AG-REG	19,7	17,8	16,1	12,7	11,7	10,7	-
INSIGHT ENTERPRISES INC	13,3	12,2	10,8	9,5	8,7	-	-
DATATEC LTD	24,8	14,6	9,9	5,5	4,5	3,9	-
MEDIANA	15,2	10,5	10,0	10,4	7,4	6,4	1,5
Asbis (BM PKO BP)	3,3	4,3	4,7	4,0	5,1	5,2	8,7
Premia / dyskonto do prognoz BM PKO BP	-78%	-59%	-53%	-62%	-31%	-19%	491%

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

Asbis: Podsumowanie wyceny porównawczej

mln USD	2021P	2022P	2023P	Średnia 2021-2023P
Asbis prognozy zysku netto (mln USD)	74,3	56,9	51,9	
Asbis prognozy EBITDA (mln USD)	114,8	95,4	93,9	
Grupa porównawcza: mediana P/E	15,2	10,5	10,0	
Asbis wycena (mln PLN)	4 601,8	2 420,1	2 116,2	3 046,0
Grupa porównawcza: mediana EV/EBITDA	10,4	7,4	6,4	
Asbis wycena (mln PLN)	4 006,2	1 894,2	1 449,5	2 449,9

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

Asbis

Rachunek zysków i strat	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	1 485	2 070	1 915	2 366	3 079	3 448	3 655	3 765
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-1 408	-1 971	-1 811	-2 228	-2 863	-3 238	-3 437	-3 546
Zysk brutto ze sprzedaży	76,7	98,1	104,1	138,3	215,5	210,3	217,4	218,3
EBITDA	25,7	31,9	37,2	61,4	114,8	95,4	93,9	89,6
Koszty sprzedaży	-34,7	-46,0	-42,9	-48,5	-63,8	-71,3	-78,6	-82,1
Koszty ogólnego zarządu	-17,6	-22,7	-28,1	-33,1	-42,3	-48,8	-52,0	-54,0
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	-1,0	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	0,6	0,6
Zysk z działalności operacyjnej	23,4	29,3	33,2	57,1	109,8	90,2	87,4	82,8
Saldo działalności finansowej	-14,4	-14,2	-14,2	-12,4	-18,4	-20,0	-23,3	-25,8
Zysk przed opodatkowaniem	9,0	15,1	19,0	44,7	91,4	70,2	64,0	57,0
Podatek dochodowy	-2,1	-3,1	-3,7	-8,2	-17,1	-13,3	-12,2	-10,8
Zyski (straty) mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto	7,0	12,0	15,3	36,5	74,3	56,9	51,9	46,2
Bilans	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa Trwałe	28,4	29,2	33,3	37,1	47,3	53,1	54,9	56,6
Wartości niematerialne i prawne	3,2	3,1	2,6	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Rzeczowe aktywa trwałe	24,5	25,3	29,7	32,7	42,4	47,8	49,5	51,1
Pozostałe aktywa długoterminowe	0,7	0,9	1,0	1,9	2,5	2,8	3,0	3,1
Aktywa Obrotowe	495,6	474,6	599,5	751,8	903,9	1 015,6	1 077,2	1 110,1
Zapasy	145,0	180,2	266,0	277,6	315,0	356,2	378,1	390,1
Należności	238,2	174,6	212,2	295,8	369,5	413,8	438,6	451,7
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	19,0	18,4	17,6	19,5	25,4	28,5	30,2	31,1
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	93,4	101,4	103,7	158,9	194,0	217,2	230,3	237,2
Aktywa razem	523,9	503,8	632,8	788,9	951,2	1 068,7	1 132,0	1 166,6
Kapitał Własny	94,5	99,2	108,2	135,6	188,8	214,6	241,6	265,2
Zobowiązania	429,5	404,6	524,6	653,3	762,4	854,1	890,5	901,4
Zobowiązania długoterminowe	0,6	0,7	4,5	6,8	8,1	9,3	9,6	9,5
Kredyty i pożyczki	0,2	0,1	3,3	5,7	6,8	7,8	8,0	7,8
Zobowiązania handlowe i pozostałe	0,4	0,6	1,1	1,0	1,4	1,5	1,6	1,7
Zobowiązania krótkoterminowe	428,9	403,9	520,1	646,5	754,3	844,8	880,9	891,9
Kredyty i pożyczki	136,5	146,6	136,3	212,4	253,5	290,8	298,4	293,9
Zobowiązania handlowe i pozostałe	253,0	208,1	321,3	336,0	400,9	453,3	481,2	496,5
Pozostałe	39,3	49,2	62,6	98,1	99,9	100,8	101,3	101,5
Pasywa razem	523,9	503,8	632,8	788,9	951,2	1 068,7	1 132,0	1 166,6

Asbis

Rachunek Przepływów Pieniężnych	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	42,1	18,7	33,6	41,9	51,5	51,6	65,8	72,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,1	-3,1	-3,6	-4,8	-14,8	-11,5	-8,2	-8,3
Przepływy z działalności finansowej	-0,6	-3,4	-9,7	-1,8	-101,1	-34,2	-54,4	-62,5

Inne	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
DPS	0,03	0,11	0,11	0,17	0,38	0,56	0,45	0,41
Dług netto	108,6	116,2	108,5	170,4	211,0	243,4	247,9	241,5

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.kaluzaj@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 Dedećus	(sales)	(+48 22) 521 91 40	piotr.dedecus@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 partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega uciążeniu 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

kapitałizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitałizacji 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, 4, 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.