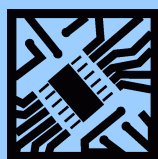


29 marca 2010

Aktualizacja raportu


**Dystrybucja sprzętu IT**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>5,08 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>4,61 PLN</b>
Kapitalizacja	282 mln PLN
Free float	96,5 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,35 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Siarhei Kostevitch	46,26%
Maizuri Enterprises	8,65%
Alpha Ventures	5,76%
Sangita Enterprises	5,05%

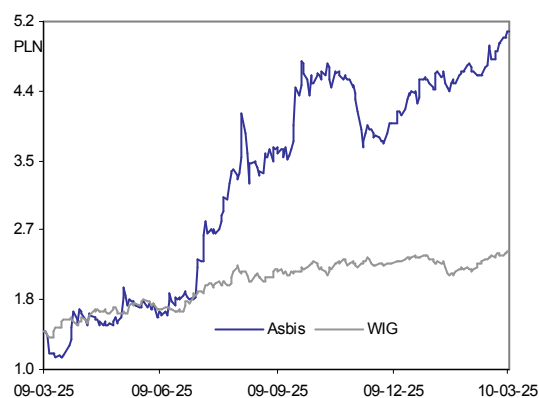
Pozostali 34,28%

**Prezentacja sektora**

Zdaniem agencji rynkowych w 2009 roku sprzedano w Polsce ponad 2,8 mln komputerów (z czego 1,8 mln sztuk to laptopy), co stanowiło spadek o 23% w stosunku do 2008 roku. W bieżącym roku można się spodziewać niewielkiego odbicia poziomu sprzedaży, przy czym utrzymana zostaje relatywna przewaga laptopów.

**Profil spółki**

ASBIS jest dystrybutorem sprzętu IT zarejestrowanym na Cyprze. Około 29% sprzedaży Spółki pochodzi z rynku rosyjskiego. Na rynku polskim ASBIS realizuje około 5% swojej sprzedaży. Spółka jest obecna w państwach byłego ZSRR, Europy Wschodniej, Środkowej, Zachodniej, a także w państwach Bliskiego Wschodu oraz Afryki. Największy udział w sprzedaży przypada na procesory oraz napędy dysków twardych.

**Kurs akcji ASB na tle WIG**

**Piotr Grzybowski**

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# ASBIS

ASB.PW; ASBEN.WA

## Redukuj

(Obniżona)

### Waluty znów powodują niepewność

Pozytywne tendencje dotyczące wolumenów sprzedaży obecne w wynikach czwartego kwartału skłoniły nas do skorygowania naszych prognoz dotyczących przychodów w bieżącym roku oraz kolejnych latach. Jednocześnie mimo oczekiwanych przez nas problemów jakie w 1Q 2010 roku spółka może mieć z ujemnymi różnicami kursowymi podtrzymujemy naszą prognozę marży brutto na poziomie 5,2%. Spółka na 2010 rok notowana jest na naszych prognozach z 1,5% premią na wskaźniku EV/EBITDA i 10,8% premią na wskaźniku P/E. Kilku procentowe dyskonta obserwowane na wskaźnikach 2011 roku (3,6% EV/EBITDA i 6,0% P/E) mogą być naszym zdaniem uzasadnione większą niestabilnością ekonomiczną i polityczną głównych rynków zbytu, na których działa Asbis. W związku z tym obniżamy naszą rekomendację do redukuj z ceną docelową dla akcji Asbis podniesioną do 4,61 PLN (poprzednio 4,23 PLN).

**Wyniki 4Q 2009**

Czwarty kwartał był dla Asbis bardzo udanym okresem, w którym po raz pierwszy od 3Q2008 spółka zanotowała pozytywną, dynamikę przychodów (wzrost o 12,5% z 361,4 mln USD do 409,7 mln USD). Straty poniesione na różnicach kursowych (1,4 mln USD) oraz niska rentowność brutto na sprzedaży spowodowały jednak, że spółce udało się odrobić tylko część strat poniesionych w pierwszym półroczu i ostatecznie nie udało się jej osiągnąć wyznaczonego przez zarząd celu w postaci osiągnięcia w skali całego roku rentowności netto. Zysk operacyjny spółki w 4Q2009 wyniósł 5,1 mln USD, przy zysku netto na poziomie 2,3 mln USD. Przełożyło się to na stratę netto w wysokości 3,2 mln USD w skali całego roku.

**Pierwszy kwartał również zagrożony przez waluty?**

Pierwszy kwartał 2010 roku powinien przynieść dalszą poprawę wolumenów sprzedaży w ujęciu r/r. Dużym problemem mogą być jednak ponownie różnice kursowe. Aprecjacja dolara względem walut europejskich, zwłaszcza EUR, która przyczyniła się do powstania strat z wyceny sald w 4Q2009, póki co jest kontynuowana również w pierwszym kwartale. Zarząd zapowiedział zmodyfikowanie polityki hedgingowej w celu zwiększenia jej skuteczności, jednak najprawdopodobniej nie uchroniło to jeszcze spółki przed ponoszeniem strat na początku roku. Szacujemy, że przy utrzymaniu się obecnego poziomu kursu EUR/USD na obecnym poziomie do końca kwartału strata na różnicach kursowych w pierwszym kwartale sięgnie 1,2 mln USD.

(mln USD)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 495,3	1 167,9	1 316,8	1 470,0	1 629,7
EBITDA	18,2	5,8	18,3	22,3	26,8
marża EBITDA	1,2%	0,5%	1,4%	1,5%	1,6%
EBIT	15,3	2,9	15,4	19,2	23,7
Zysk netto	4,0	-3,2	7,9	11,0	14,6
DPS	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E	26,0	-	13,2	9,5	7,2
P/CE	15,2	-	9,6	7,4	5,9
P/BV	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	7,4	20,0	6,7	5,7	4,7

# Waluty znów powodują niepewność

## Sytuacja finansowa

### Wyniki 4Q 2009 - straty na różnicach kursowych psują wyniki

Wyniki Asbisu za czwarty kwartał 2009 roku były słabsze od naszych oczekiwań przede wszystkim ze względu na ujemne różnice kursowe, które obniżyły osiągniętą marżę brutto na sprzedaży i powiększyły koszty finansowe. Ich łączny wpływ na wynik wyniósł około 1,4 mln USD.

Na poziomie przychodów spółka zgodnie z oczekiwaniami zanotowała po raz pierwszy od 3Q2008 pozytywną dynamikę na przychodach w ujęciu r/r. Asbis przebił nasze oczekiwania w tym względzie o 2,2% notując 409,7 mln USD obrotów. Na wzrost ten złożyło się ożywienie w niemal wszystkich segmentach geograficznych, na których operuje spółka, przy czym kluczowa była poprawa sytuacji na rynkach krajów byłego ZSRR (wzrost sprzedaży o 16,6% tj. o 21,7 mln USD) oraz rynkach krajów Europy Środkowo-Wschodniej (5,6% tj. o 8,3 mln USD). W rozbięciu na poszczególne kraje głównym czynnikiem wzrostu przychodów w ostatnich trzech miesiącach roku była sytuacja na Ukrainie, gdzie sprzedaż wzrosła z 25,8 mln USD do 47,0 mln USD, tj o 82,3%. Za poprawą sytuacji na Ukrainie stoją nowe marki wprowadzone do dystrybucji na tamtejszym rynku (podpisane umowy dystrybucyjne m.in. z HP i Lenovo), a także poprawa stabilności finansowej i łatwiejszy dostęp do kredytu tamtejszych przedsiębiorstw. Drugim rynkiem, który zanotował istotny wzrost sprzedaży były Zjednoczone Emiraty Arabskie, gdzie obroty wzrosły w czwartym kwartale o 19,2% do 22,3 mln USD. Pozostałe kluczowe rynki miały stabilną sprzedaż w porównaniu do 4Q2008: przychody w Rosji spadły z 87,7 mln USD do 84,0 mln USD (-4,4%), a na Słowacji wzrosły z 59,0 mln USD do 59,4 mln USD (+0,7%).

Słabiej na tle naszych oczekiwań wyglądała wypracowana marża brutto (4,8% vs. 5,3% prognozy). Za słabszy wynik w tym względzie częściowo odpowiadają ujemne różnice kursowe, które obciążyły wynik brutto na sprzedaży kwotą około 0,9 mln USD. Po skorygowaniu osiągnięć o tę kwotę marża brutto czwartego kwartału wyniosła 5,0%.

Ubytek wyniku brutto w stosunku do naszych założeń został częściowo zrekompensowany niższymi kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu (14,6 mln USD, przy 15,5 mln USD prognozy). W rezultacie wynik operacyjny Asbis wyniósł 5,1 mln USD (5,8 mln USD naszych oczekiwań).

Wyższe od zakładanego przez nas było ujemne saldo na działalności finansowej (-2,2 mln USD, przy -1,2 mln USD oczekiwań). Przyczyną odchylenia jest z jednej strony część zaksięgowanych różnic kursowych, które obniżyły saldo o 0,5 mln USD. Z drugiej wyższe od oczekiwanych były koszty finansowania długiem poprzez factoring (+0,3 mln USD w stosunku do naszych prognoz) i brak oczekiwanych przez nas przychodów finansowych z tytułu odsetek od należności (-0,2 mln USD vs prognoza). Naliczony podatek był zgodny z naszymi oczekiwaniami. W konsekwencji zysk netto spółki sięgnął 2,3 mln USD, podczas gdy nasza prognoza przewidywała osiągnięcie 4,1 mln USD zysku netto.

### Wyniki finansowe ASBISc w 4Q2009 vs prognozy DI BRE

(mln USD)	4Q2009	4Q2008	zmiana	4Q2009P	różnica	2009	2008	zmiana
Przychody	409,7	364,1	12,5%	401,0	2,2%	1 167,9	1 495,3	-21,9%
EBITDA	5,9	-1,4	-	6,7	-12,2%	5,8	18,2	-68,1%
marża	1,4%	-0,4%	-	1,7%		0,5%	1,2%	-
EBIT	5,1	-2,3	-	5,8	-12,1%	2,9	15,3	-81,2%
Zysk brutto	3,0	-5,7	-	4,6	-35,0%	-2,8	7,1	-
Zysk netto	2,3	-5,4	-	4,1	-43,4%	-3,2	4,0	-

Źródło: ASBISc, szacunki DI BRE Banku

## Perspektywy na przyszłość

### Prognozy na 2010 rok

Wyniki czwartego kwartału pokazały znaczny potencjał Asbisu do poprawy obrotów w bieżącym roku. Osiągnięcia tego okresu (powstrzymanie spadków przychodów na rynkach słowackim i rosyjskim, dynamiczne wzrosty obrotów na Ukrainie) skłaniają nas do podniesienia oczekiwanego na 2010 rok poziomu przychodów o 3,7% z 1270,0 mln USD do 1316,8 mln USD. Mimo słabszego wyniku w czwartym kwartale podtrzymujemy naszą prognozę marży



brutto na poziomie 5,2%. Wprowadzone korekty podnoszą oczekiwany przez nas zysk operacyjny z 14,1 mln USD do 15,4 mln USD.

### **Pierwszy kwartał negatywnie zaskoczy wynikiem?**

Poprawa sytuacji na rynkach wschodnich powinna przełożyć się na podtrzymanie pozytywnego trendu na obrotach i utrzymania dwucyfrowej dynamiki zanotowanej w czwartym kwartale również w 1Q 2010 roku. Istnieje jednak ryzyko, że negatywne czynniki wpływające na wyniki 4Q2009 również znajdą swoją kontynuację w 1Q2010. Umocnienie dolara amerykańskiego do euro jakie miało miejsce w grudniu, spowodowało straty na różnicach kursowych w wysokości 1,4 mln USD. Tymczasem pierwszy kwartał wskazuje na utrzymywanie się negatywnych tendencji, które mogą powodować dalsze straty na walutach. Zarząd Asbisu zapowiedział co prawda uszczelnienie polityki hedgingowej, jednak dokonanie tego w tak krótkim czasie najprawdopodobniej było niemożliwe i spółka nadal była narażona na ryzyko kursowe. W grudniu 2009 roku kurs EUR/USD obniżył się o około 4,56%, podczas gdy od początku roku do 29 marca dolar umocnił się do europejskiej waluty o kolejne 6,18%. Mimo porównywalnej skali deprecjacji uważamy, że skala strat powinna być mniejsza niż w czwartym kwartale ze względu na mniejszą skalę działalności charakterystyczną dla pierwszego kwartału (niższe przychody, niższe salda należności, niższe zapasy). Oczekujemy, że przy utrzymaniu się bieżącego kursu do końca kwartału straty walutowe sięgnęłyby około 1,2 mln USD. Niemniej jednak słabsze wyniki mogą zostać negatywnie przyjęte przez inwestorów oczekujących dynamicznej poprawy wyników w tym roku.

### **Kwestia gotówki netto**

Asbisowi udało się osiągnąć na koniec roku pozytywną pozycję gotówkową w wysokości około 13,0 mln USD. Zwracamy jednak uwagę na dużą skalę, w jakiej wykorzystany został w tym okresie faktoring (24,4 mln USD). Naszym zdaniem zaburza on w pewnym stopniu obraz rzeczywistego stopnia zadłużenia spółki. Faktoring należności jest substytutem finansowania dłuższego cyklu obrotu należności długiem i charakteryzuje się porównywalnym do niego kosztem. Dlatego też zdecydowaliśmy się w naszej wycenie włączyć zobowiązania z tytułu faktoringu do zadłużenia netto.

### **Podsumowanie inwestycyjne**

Pomimo przewidywanej przez nas istotnej poprawy przyszłorocznych wyników sądzimy, że bieżąca wycena spółki dyskontuje przyjęty przez nas umiarkowanie pozytywny scenariusz ożywienia rynków, na których funkcjonuje spółka. Według naszych prognoz na 2010 rok Asbis notowany jest z 1,5% premią na wskaźniku EV/EBITDA i 10,8% premią na wskaźniku P/E. Tym samym nie wyróżnia się ona atrakcyjnością na tle porównywalnych spółek. Większe dyskonto pojawia się w 2011 roku: 3,6% i 6,0% odpowiednio według EV/EBITDA i P/E jednak poziom taki może być uzasadniony większą niepewnością w odniesieniu do ożywienia na rynkach wschodzących, gdzie funkcjonuje Asbis.

## Wycena

### Podsumowanie wyceny ASBIS

	mIn PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	219,3	50%	
Wycena porównawcza	239,6	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	240,3	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	238,8	50%	
<b>Średnia</b>	<b>229,4</b>		<b>255,6</b>
na 1 akcję Asbis			4,61

Źródło: opracowanie DI BRE Banku SA

### Założenia modelu DCF

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników ASBIS w okresie od 2010 do 2019 roku.
2. Zarówno w okresie prognozy, jak i po okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 10,6%. Przyjęta przez nas stopa wolna od ryzyka wynika z rentowności obligacji skarbowych w państwach, w których operuje ASBIS, przemnożonych przez udział sprzedaży w danym państwie w ogóle przychodów ze sprzedaży.
3. Po 2018 roku zakładamy wzrost wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 2,0%.
4. W wycenie porównawczej stosujemy dyskonto w wysokości 20%, co odzwierciedla w naszym odczuciu ryzyko inwestycyjne związane z funkcjonowaniem spółki na rynkach mniejszej stabilności makroekonomicznej i politycznej.

### Wycena porównawcza

Wycena porównawcza oparta jest na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA w latach 2010-2012 przy czym każdemu ze wskaźników przypisana jest waga 50%, przy czym kolejnym latom przypisane zostały kolejno wagi: 25%, 45%, 30%

### Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla dystrybutorów IT

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Avnet		6,9	5,9	5,5	12,0	10,5	9,9
Esprinet		6,0	5,5	5,3	12,0	10,5	9,9
Ingram Micro		4,8	4,2	3,7	10,7	9,3	8,5
Synnex Corporation		6,4	5,8	-	10,1	9,3	8,8
Tech Data		4,8	4,4	4,1	13,6	12,1	11,1
Elektrocomponents PLC		10,3	9,3	8,4	18,9	16,4	14,0
Arrow Electronics PLC		5,9	5,3	4,9	11,2	9,7	8,5
AB		10,5	7,9	6,8	12,4	10,5	8,7
Action		8,2	7,0	6,5	11,4	9,2	8,2
Komputronik		7,5	6,1	5,2	11,2	8,4	7,0
Maksimum		10,5	9,3	8,4	18,9	16,4	14,0
Minimum		4,8	4,2	3,7	10,1	8,4	7,0
<b>Mediana</b>		<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>	<b>11,7</b>	<b>10,1</b>	<b>8,7</b>
Asbis	5,08	<b>6,7</b>	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>	<b>13,2</b>	<b>9,5</b>	<b>7,2</b>
premia / dyskonto		1,5%	-3,6%	-10,6%	10,8%	-6,0%	-18,1%



## Model DCF

(mln USD)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 316,8</b>	<b>1 470,0</b>	<b>1 629,7</b>	<b>1 801,3</b>	<b>1 958,5</b>	<b>2 065,5</b>	<b>2 154,5</b>	<b>2 219,8</b>	<b>2 287,2</b>	<b>2 356,6</b>	
zmiana	12,7%	11,6%	10,9%	10,5%	8,7%	5,5%	4,3%	3,0%	3,0%	3,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>18,3</b>	<b>22,3</b>	<b>26,8</b>	<b>30,5</b>	<b>33,3</b>	<b>35,3</b>	<b>37,1</b>	<b>38,5</b>	<b>40,0</b>	<b>41,4</b>	
marża EBITDA	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	
Amortyzacja	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5	
<b>EBIT</b>	<b>15,4</b>	<b>19,2</b>	<b>23,7</b>	<b>27,4</b>	<b>30,1</b>	<b>32,0</b>	<b>33,7</b>	<b>35,1</b>	<b>36,5</b>	<b>37,9</b>	
marża EBIT	1,2%	1,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Opodatkowanie EBIT	2,9	3,7	4,5	5,2	5,7	6,1	6,4	6,7	6,9	7,2	
<b>NOPLAT</b>	<b>12,4</b>	<b>15,6</b>	<b>19,2</b>	<b>22,2</b>	<b>24,3</b>	<b>25,9</b>	<b>27,3</b>	<b>28,4</b>	<b>29,5</b>	<b>30,7</b>	
CAPEX	-4,6	-4,7	-4,8	-4,9	-4,9	-4,7	-4,5	-4,3	-4,1	-3,5	
Kapitał obrotowy	-13,7	-12,5	-13,2	-14,3	-13,4	-9,5	-8,2	-6,4	-6,6	-6,9	
Pozostałe	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	
<b>FCF</b>	<b>-2,9</b>	<b>1,4</b>	<b>4,3</b>	<b>6,2</b>	<b>9,4</b>	<b>15,0</b>	<b>18,0</b>	<b>21,2</b>	<b>22,4</b>	<b>23,9</b>	<b>24,3</b>
WACC	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	15,2%
współczynnik dyskonta	89,3%	78,0%	68,1%	59,5%	51,9%	45,3%	39,6%	34,6%	30,2%	26,3%	22,9%
PV FCF	-2,6	1,1	2,9	3,7	4,9	6,8	7,1	7,3	6,8	6,3	

<b>WACC</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>15,2%</b>
Koszt długu	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Stopa wolna od ryzyka	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	0,0%
Koszt kapitału własnego	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy

2,0%

### Analiza wrażliwości

Wartość rezydualna (TV)

184,2

#### Wzrost FCF w nieskończoności

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

48,5

0,0% 1,0% 2,0% 3,0% 4,0%

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

44,2

WACC +1,0pp 3,60 3,73 3,87 4,04 4,24

Wartość firmy (EV)

92,7

WACC +0,5pp 3,82 3,96 4,13 4,32 4,54

Dług netto

11,5

WACC 4,06 4,22 **4,40** 4,62 4,87

Inne aktywa nieoperacyjne

0,0

WACC -0,5pp 4,31 4,49 4,70 4,95 5,23

Udziałowcy mniejszościowi

0,0

WACC -1,0pp 4,59 4,79 5,03 5,30 5,64

Kurs USD/PLN

2,70

Wartość firmy

219,3

Liczba akcji (mln.)

55,5

**Wartość firmy na akcję (PLN)**

**3,95**

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

11,4%

**Cena docelowa**

**4,40**

EV/EBITDA(\*10) dla ceny docelowej

5,6

P/E(\*10) dla ceny docelowej

11,5

Udział TV w EV

52%

**Rachunek wyników**

<b>(mln USD)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 495,3</b>	<b>1 167,9</b>	<b>1 316,8</b>	<b>1 470,0</b>	<b>1 629,7</b>	<b>1 801,3</b>
<i>zmiana</i>	7,0%	-21,9%	12,7%	11,6%	10,9%	10,5%
Koszt własny sprzedaży	1 418,1	1 114,9	1 248,3	1 393,6	1 545,1	1 707,9
Zysk brutto na sprzedaży	77,2	53,0	68,5	76,4	84,6	93,5
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	5,2%	4,5%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Koszty sprzedaży	34,7	27,1	29,0	32,4	34,8	38,5
Koszty ogólnego zarządu	27,2	23,0	24,1	24,7	26,0	27,6
Pozostała działalność operacyjna netto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>15,3</b>	<b>2,9</b>	<b>15,4</b>	<b>19,2</b>	<b>23,7</b>	<b>27,4</b>
<i>zmiana</i>	-40,4%	-81,2%	431,5%	25,3%	23,2%	15,4%
<i>marża EBIT</i>	1,0%	0,2%	1,2%	1,3%	1,5%	1,5%
Wynik na działalności finansowej	-8,5	-6,4	-5,3	-5,3	-5,3	-5,2
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,3	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>7,1</b>	<b>-2,8</b>	<b>10,0</b>	<b>13,9</b>	<b>18,4</b>	<b>22,1</b>
Podatek dochodowy	3,0	0,2	1,9	2,6	3,5	4,2
Udziałowcy mniejszościowi	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
<b>Zysk netto</b>	<b>4,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>7,9</b>	<b>11,0</b>	<b>14,6</b>	<b>17,6</b>
<i>zmiana</i>	-78,5%	-179,8%	-345,9%	39,6%	32,6%	20,6%
<i>marża</i>	0,3%	-0,3%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%
Amortyzacja	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1	3,2
<b>EBITDA</b>	<b>18,2</b>	<b>5,8</b>	<b>18,3</b>	<b>22,3</b>	<b>26,8</b>	<b>30,5</b>
<i>zmiana</i>	-34,2%	-68,1%	216,7%	21,6%	20,4%	13,9%
<i>marża EBITDA</i>	1,2%	0,5%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5
EPS (USD)	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
CEPS (USD)	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,4

**Bilans**

<b>(mln USD)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>362,9</b>	<b>385,8</b>	<b>416,2</b>	<b>453,8</b>	<b>496,0</b>	<b>543,1</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>26,8</b>	<b>27,9</b>	<b>29,5</b>	<b>31,2</b>	<b>33,0</b>	<b>34,6</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	24,5	24,5	25,9	27,2	28,6	29,9
Wartości niematerialne i prawne	2,2	2,7	3,1	3,4	3,7	4,1
Inwestycje długoterminowe	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Pozostałe aktywa trwałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>336,1</b>	<b>357,9</b>	<b>386,7</b>	<b>422,5</b>	<b>463,0</b>	<b>508,5</b>
Zapasy	81,0	83,5	95,8	106,9	118,5	131,0
Należności krótkoterminowe	202,9	214,4	238,1	265,8	294,7	325,7
Środki pieniężne	41,2	52,9	45,7	42,7	42,7	44,6
Pozostałe aktywa obrotowe	11,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1

<b>(mln USD)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>362,9</b>	<b>385,8</b>	<b>416,2</b>	<b>453,8</b>	<b>496,0</b>	<b>543,1</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>95,0</b>	<b>91,4</b>	<b>99,5</b>	<b>110,8</b>	<b>125,7</b>	<b>143,6</b>
Kapitał zakładowy	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1
Pozostałe kapitały własne	83,9	80,3	88,4	99,7	114,6	132,5
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>
Dług	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>262,9</b>	<b>290,2</b>	<b>312,5</b>	<b>338,8</b>	<b>366,1</b>	<b>395,3</b>
Dług	54,3	35,9	35,9	35,9	35,9	35,9
Zobowiązania faktoringowe	12,8	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4
Zobowiązania handlowe	175,9	210,3	232,6	258,9	286,2	315,4
Pozostałe	19,9	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6
Dług	71,8	64,4	64,4	64,4	64,4	64,4
Dług netto	30,6	11,5	18,7	21,7	21,7	19,8
(Dług netto / Kapitał własny)	32,2%	12,6%	18,8%	19,6%	17,3%	13,8%
(Dług netto / EBITDA)	168,5%	198,9%	102,1%	97,2%	80,9%	64,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5
BVPS	1,7	1,6	1,8	2,0	2,3	2,6

**Przepływy pieniężne**

<b>(mln USD)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-2,7</b>	<b>23,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>4,8</b>	<b>6,8</b>
Zysk netto	4,0	-3,2	7,9	11,0	14,6	17,6
Amortyzacja	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1	3,2
Kapitał obrotowy	8,2	20,6	-13,7	-12,5	-13,2	-14,3
Pozostałe	-17,7	3,5	0,2	0,3	0,3	0,3
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-14,0</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,9</b>
CAPEX	-14,0	-4,7	-4,6	-4,7	-4,8	-4,9
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>12,8</b>	<b>-7,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	16,1	-7,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-3,9</b>	<b>11,6</b>	<b>-7,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,9</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	41,2	52,9	45,7	42,7	42,7	44,6

**Wskaźniki rynkowe**

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
P/E	26,0	-32,5	13,2	9,5	7,2	5,9
P/CE	15,2	-334,5	9,6	7,4	5,9	5,0
P/BV	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
MC/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	7,4	20,0	6,7	5,7	4,7	4,1
EV/EBIT	8,8	40,1	8,0	6,6	5,3	4,5
EV/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Cena (PLN)	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Liczba akcji na koniec roku	55,5	56,5	57,5	58,5	59,5	60,5
MC (mln PLN)	281,9	287,0	292,1	297,2	302,3	307,3
Dług netto	30,6	11,5	18,7	21,7	21,7	19,8
Kapitały udziałowców mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	364,6	313,0	332,5	340,4	340,5	335,3



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

#### Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

#### Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

#### „Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)  
**EBIT** - Zysk operacyjny  
**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** - wartość księgową  
**WNDB** - wynik na działalności bankowej  
**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją  
**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%  
**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%  
**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%  
**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.  
 Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu  
**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Asbis**

Rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-08-14	2009-10-16	2009-11-09	2009-12-02	2010-02-03
kurs z dnia rekomendacji	2,90	4,70	4,40	3,68	4,56
WIG w dniu rekomendacji	34676,38	38626,43	38524,56	39905,57	39904,02