

## Asbis

# Najlepsza ekspozycja na boom na infrastrukturę AI

W niniejszym raporcie aktualizujemy naszą rekomendację dotyczącą spółki Asbis. Wyceniamy 12-miesięczną cenę docelową na PLN 154,3/akcję i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z potencjałem wzrostu wynoszącym 38%. Asbis jest praktycznie jedyną spółką notowaną na GPW, która ugruntowała swoją pozycję w globalnym łańcuchu dostaw infrastruktury sztucznej inteligencji i odnotowała korzyści wynikające z gwałtownego wzrostu inwestycji w tym obszarze. Spółka po raz kolejny zaskoczyła poziomem miesięcznych przychodów oraz skalą wzrostu w ujęciu r/r. Otoczenie rynkowe spółki pozostaje bardzo sprzyjające, a na najbliższe lata planowane są kolejne znaczące inwestycje w infrastrukturę AI. Jednocześnie silny popyt na rozwiązania AI przewyższa podaż, co powoduje inflacyjny wzrost cen sprzętu IT. Oprócz sprzedaży flagowych serwerów firma zacieśnia współpracę z Apple, rozszerzając działalność na kilka krajów afrykańskich – rynki o dużej liczbie ludności, oferujące długoterminowy potencjał wzrostu.

**Boom na sztuczną inteligencję trwa.** Miesięczne przychody Asbis osiągnęły nowy rekordowy poziom USD 600m. Biorąc pod uwagę podobny wynik w czerwcu, nie widzimy żadnych oznak potencjalnego spadku przychodów w nadchodzących miesiącach. Inwestycje w infrastrukturę sztucznej inteligencji pozostają głównym motorem wyników firmy, a Asbis doskonale sprawdził się w roli ogniwa w łańcuchu dostaw. W najbliższych okresach zapowiadają się kolejne duże inwestycje, w tym inwestycja o wartości ponad USD 10mld w ramach projektu „Data Center Valley” w Kazachstanie; dlatego też, naszym zdaniem, firma powinna czerpać korzyści z tego trendu w nadchodzących latach.

**Okres wysokich marż brutto dobiega końca.** W 4Q25, a zwłaszcza w 1Q26, spółka odnotowała bardzo wysokie marże brutto, co wynikało między innymi z niedoborów pamięci i gwałtownych wzrostów cen tego komponentu. Silny efekt FIFO w odniesieniu do zapasów wydaje się słabnąć od 2Q26, ponieważ wzrost cen pamięci najwyraźniej uległ spowolnieniu; spodziewamy się, że marże ustabilizują się na poziomie poniżej 8%.

**Rozszerzona umowa dystrybucyjna z Apple.** Asbis podpisał umowę dystrybucyjną z Apple na 14 nowych rynkach w Afryce Zachodniej. Łączny PKB tych 14 krajów wynosi około USD 660m, a ich łączna liczba ludności przekracza 265m, co stanowi odpowiednio o 50% więcej i czterokrotnie więcej niż w RPA (pierwsza umowa Asbisa z Apple w Afryce). Dzięki tej umowie Asbis wzmacnia swoje relacje z Apple i wkracza na nowy, dotychczas niezagospodarowany rynek o wysokim długoterminowym potencjale wzrostu. Szacujemy, że w 2027 r. te rynki mogą wygenerować sprzedaż na poziomie około USD 100m. Wejście na nowe rynki wraz z firmą Apple umożliwi spółce stworzenie infrastruktury niezbędnej do przyciągnięcia w przyszłości innych producentów oraz, w długim terminie, umocnienie swojej pozycji jako jednego z wiodących dystrybutorów IT w Afryce.

Tabela 1. Asbis podsumowanie prognoz

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

Źródło: Asbis, IPOPEMA Research

## KUPUJ

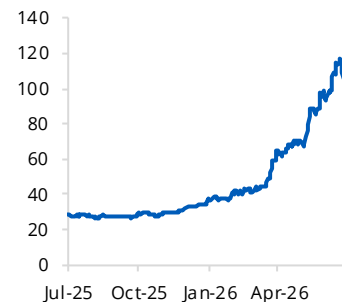
TP PLN 154.3 poprz. PLN 60.4

38% potencjał wzrostu

Cena z dnia 27 lipiec 2026 PLN 112

KUPUJ podtrzymane

### Cena akcji



Źródło: Bloomberg

| Recommendation | TP*   | Date       |
|----------------|-------|------------|
| KUPUJ          | 60.40 | 09.04.2026 |
| KUPUJ          | 36.73 | 01.12.2025 |
| KUPUJ          | 35.80 | 14.11.2025 |
| KUPUJ          | 36.53 | 03.09.2025 |

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

### Podstawowe informacje

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

### Stopa zwrotu

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

### Akcjonariusze (% akcji)

|                 |       |
|-----------------|-------|
| KS Holdings Ltd | 36.8% |
| Pozostali       | 63.2% |

### Analitik

Łukasz Kosiarski  
lukasz.kosiarski@ipopema.pl  
+ 48 882 108 382

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

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

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

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

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

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

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

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

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

\*OCF + CapEx + Płatności leasingowe

Źródło: Ipopema

# Spis treści

|                          |   |
|--------------------------|---|
| Spis treści.....         | 3 |
| Wycena .....             | 4 |
| Wycena DCF .....         | 4 |
| Wycena porównawcza ..... | 5 |
| Czynniki ryzyka.....     | 6 |
| Prognozy finansowe.....  | 8 |

# Wycena

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

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

**Tabela 2. Asbis podsumowanie wyceny**

|                               |              |
|-------------------------------|--------------|
| <b>I metoda: DCF</b>          |              |
| Wycena                        | 154.3        |
| Waga                          | 100%         |
| <b>II metoda: Porównawcza</b> |              |
| Wycena                        | 140.9        |
| Waga                          | 0%           |
| <b>Wycena na akcje (PLN)</b>  | <b>154.3</b> |

Źródło: IPOPEMA Research

## Wycena DCF

Do wyceny grupy Asbis wykorzystujemy model DCF bazujący na naszych prognozach wolnych przepływów pieniężnych dla okresu 2026E-2031E. W naszych założeniach przyjęliśmy premię za ryzyko na poziomie 5.5%, stopę wolną od ryzyka na poziomie 5.5% oraz 1.0% premii za ryzyko długu, aby odzwierciedlić efektywne średnie koszty finansowania długoterminowego. Zakładamy standardową nielewarowaną betę na poziomie 1.0x i stopę wzrostu 2.0% w okresie rezydualnym.

**Tabela 3. Asbis wycena DCF (mln USD)**

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

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 4. Obliczenia średnioważonego kosztu kapitału (%)

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

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 5. Analiza wrażliwości wyceny DCF

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

Źródło: IPOPEMA Research

## Wycena porównawcza

Tabela 7. Asbis wycena porównawcza

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

Źródło: IPOPEMA Research

# Czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy główne czynniki ryzyka dla grupy Asbis.

**Wojna na Ukrainie i w Iranie.** Konflikt na Ukrainie to jeden z głównych czynników wpływających na działalność operacyjną spółki, nie tylko w samej Ukrainie, ale też w regionach sąsiednich. Ukraina to trzeci co do wielkości rynek grupy Asbis. Spółka musi stosować się do zaleceń UE, które uniemożliwiają sprzedaż wielu produktów do podmiotów, które zostały objęte sankcjami. Dodatkowo, w wyniku trwającej wojny, nasiliła się konkurencja ze strony nielegalnych handlarzy. Asbis w ostatnich latach rozbudował swoją ofertę w krajach ościennych Rosji, co implikuje ryzyko zmian geograficznych sprzedaży w razie zniesienia sankcji. Obecnie to ryzyko jest dość trudne do oszacowania. Ostatnie miesiące przyniosły kolejny konflikt w obszarze na którym spółka działa, wojnę USA i Izraela z Iranem, gdzie zaatakowane zostały m.in. kraje Zatoki Perskiej w których prowadzi działalność Asbis. W tym wypadku widzimy małe zagrożenie dla działalności spółki, chociaż przeciągający się konflikt w regionie może wpłynąć negatywnie na gospodarki krajów takich jak ZEA stawiających w coraz większym stopniu na turystykę.

**Nieuczciwa konkurencja.** Nieautoryzowani sprzedawcy są dużym zagrożeniem dla wyników grupy. Nielegalny import, a następnie sprzedaż produktów na rynkach, na których działa Asbis, znacznie obniża osiąganą marżę poprzez konkurencję cenową. To ryzyko dotyczy zwłaszcza Kazachstanu, który jest największym rynkiem dla grupy.

**Uzależnienie od kluczowych dostawców.** Asbis ma podpisane umowy dystrybucyjne z producentami smartfonów, elektroniki, sprzętu IT itd. Najważniejsza umowa to dystrybucja iPhone'ów od firmy Apple. Smartfony stanowiły w 2025 roku 35% sprzedaży, a udział iPhone'ów w tej sprzedaży szacujemy na 90-95%. W razie zerwania kontraktu z Apple, Asbis straciłby najważniejszego dostawcę, co oznacza spore ryzyko koncentracji.

**Uzależnienie od kluczowych rynków.** Przychody i wyniki grupy są uzależnione od sytuacji wewnętrznej głównych rynków zbytu. W razie wybuchu kryzysu wewnętrznego w kraju z dużym udziałem w sprzedaży, przychody spółki znacznie się zmniejszą. W ostatnim czasie spółka próbuje minimalizować to ryzyko poprzez dywersyfikację sprzedaży w kierunku krajów EŚW, Bliskiego Wschodu oraz Afryki.

**Ryzyko walutowe.** Przychody grupy denominowane są w wielu walutach, do których należą m. in. dolar amerykański, euro, kazachski tenge, ukraińska hrywna oraz wiele innych. Większość zobowiązań z tyt. dostaw i usług (ok. 90%) denominowanych jest w USD, podobnie jak ok. 50% kosztów operacyjnych. Reszta kosztów denominowana jest głównie w EUR i innych walutach powiązanych z EUR. Spółka w pewnym stopniu wykorzystuje zabezpieczenie przed zmianą walut w postaci instrumentów pochodnych. Zmiany kursów walut wpływają na raportowane wyniki finansowe. W szczególności wzmocnienie USD wobec EUR i innych walut, historycznie skutkowało zmniejszeniem przychodów i zysków raportowanych w USD, a osłabienie USD oznaczało wzrost zysków.

**Konkurencja i presja cenowa.** Spółka mierzy się z silną konkurencją obecną na rynku produktów IT. Szczególnie ważne są: szerokość asortymentu, jakość produktów, oferowane ceny, zakres usług dodatkowych oraz dostępność kredytu konsumenckiego. W związku z tym występuje znaczna presja na marżę. Głównymi konkurentami grupy Asbis są: dystrybutorzy międzynarodowi IT i CE, dystrybutorzy regionalni oraz pośrednicy. Presja konkurencji może zmniejszyć udział rynkowy w poszczególnych krajach oraz obniżyć osiąganą marżę.

**Starzenie się zapasów.** Spółka nabywa komponenty i produkty gotowe zgodnie z przewidywanymi wymaganiami klientów. Rynek gotowych produktów i komponentów IT charakteryzuje się szybkimi zmianami technologii i krótkimi cyklami życia produktów, co powoduje, że zapasy mogą szybko stać się przestarzałe. Spółka, by sprostać wymaganiom klientów, utworzyła bufory zapasowe, które, w razie szybkiej zmiany technologii, mogą znacznie stracić na wartości, co będzie miało wpływ na wyniki finansowe.

**Ryzyko kredytowe.** Spółka nabywa komponenty i sprzęt IT od dostawców na własny rachunek i odsprzedaż je swoim klientom. Grupa ma obowiązek regulować swoje zobowiązania niezależnie od ściągłości należności od klientów. Długość kredytu kupieckiego, który Asbis

udziela klientom, waha się zazwyczaj od 7 do 90 dni. Większość należności grupy jest ubezpieczona, poza należnościami od klientów na Ukrainie i Białorusi.

**Koszt długu.** Biznes dystrybucyjny charakteryzuje się wysokim zapotrzebowaniem na środki pieniężne, potrzebne do utrzymania odpowiedniego poziomu kapitału obrotowego.

**Zmiany klimatyczne.** Zmiany prawne i przejście na gospodarkę niskoemisyjną może wymusić zmiany technologii w produktach IT, co będzie oznaczało wyższe ceny oraz niższy popyt ze strony konsumentów. Dodatkowo, magazyny grupy oraz fabryki dostawców mogą być narażone na takie zjawiska pogodowe, takie jak powódź lub pożar.

# Prognozy finansowe

Tabela 11. Asbis dane i prognozy finansowe 2023-2029E

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

Źródło: Asbis, IPOPEMA Research



**Zastrzeżenia prawne**

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, [www.ipopema.pl](http://www.ipopema.pl). Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki, o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniana bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Serbii lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje,p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem dokumentu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

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

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ASBIS Enterprises PLC, Izostal S.A., Medicalgorithmics S.A., P.A. NOVA S.A., Scope Fluidics S.A., VIGO Photonics S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwa>.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), modeli zdyskontowanych dywidend (DDM), metody porównawczej, ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV), wartości aktywów netto (NAV), sumy części (SoTP), lub wariantów tych metod, lub innych metod uznanych za właściwe. W powyższych wycenach są uwzględnione opinie autora lub autorów raportu, w tym prognozy finansowe dla spółki lub spółek. Subiektywne założenia autora/autorów raportu są oparte o wiedzę i doświadczenie i odgrywają istotną rolę w wycenie. Wykorzystywane są również założenia oparte o liczne zmienne ekonomiczne, w tym o stopy procentowe, inflację, kursy walutowe. Zmiana tych założeń może spowodować istotne różnice w opiniach autora/autorów oraz wycenie/wycenach.

Modele DCF przedstawiają oczekiwane kształtowanie się przepływów pieniężnych spółek i są powszechnie używane w sektorze finansowym. Modele DCF uwzględniają wiele uznaniowych założeń dotyczących modelu operacyjnego spółki, przyszłych wyników finansowych oraz otoczenia rynkowego. Modele DCF zazwyczaj prezentują tylko jeden wybrany wariant przyszłości, przez co do analizy różnych scenariuszy potrzebna jest analiza wrażliwości (dla założeń operacyjnych lub parametrów wyceny, lub obu tych obszarów jednocześnie). Słabe punkty metody DCF uwzględniają wrażliwość na zmiany poszczególnych założeń oraz fakt, że metoda DCF prezentuje tylko jeden wybrany uznaniowy scenariusz przyszłości.

Modele DDM opierają się na oczekiwanym poziomie dystrybucji środków do akcjonariuszy w postaci dywidend. Umożliwiają one wycenę efektywnego poziomu strumienia pieniędzy z perspektywy akcjonariuszy (tylko w przypadku dywidend, modele DDM mogą nie w pełni uwzględniać skupy akcji). Słabymi punktami modeli DDM są wrażliwość na zmiany poszczególnych założeń operacyjnych lub dotyczących wyceny, nieuchwycenie całości łącznej dystrybucji do akcjonariuszy jeśli spółka przeprowadza skup akcji własnych równoległe z wypłaceniem dywidendy, oraz kładzenie mniejszego nacisku na specyficzną sytuację finansową spółki.

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu mnożników wyceny z mnożnikami innych spółek z danego sektora. Mnożniki dla obecnego i przyszłych lat dla porównywanej spółki bazujące na indywidualnych wynikach, wartości księgowej, wyniku operacyjnym czy przepływach pieniężnych uwzględniają prognozy autora/autorów raportu. Metoda porównawcza jest mniej zależna od przyszykalnych ocen autora/autorów raportu odnoszących się do pojedynczych parametrów, podczas gdy jest bardziej zależna od składu grupy porównawczej spółek. Słabymi punktami metody porównawczej są jakości i podobieństwo grupy porównawczej (w tym różnice w modelach biznesowych, otoczeniu operacyjnym, fazie wzrostu, itd.), selekcji porównywalnych spółek, jakości konsensusu prognoz wyników dla spółek porównywanych, oraz praktyce porównywania mnożników do średniej/mediany zamiast do historycznych premii/dyskont.

Metoda rNPV uwzględnia prawdopodobieństwa przypisane przyszłym przepływom gotówkowym, co pozwala oszacować specyficzne ryzyka. rNPV jest powszechnie stosowana w wycenach innowacyjnych spółek, bądź w przypadkach gdy określone kamienie milowe muszą być osiągnięte przed momentem regularnego generowania gotówki. Słabe punkty metody rNPV to subiektywne przypisanie zastosowanych wag ryzyka / dyskonta oraz wrażliwość na zmiany przyjętych poszczególnych założeń.

Metody NAV i SoTP są często używane w przypadkach wyceny osobnych części biznesu spółki w celu otrzymania skonsolidowanej wartości. NAV i SoTP mogą uwzględniać różne metody wyceny dla wybranych aktywów, w tym modele DCF i DDM, wycenę bazującą na docelowym mnożniku, wycenę rynkową, lub inne metody, które łącznie są często korygowane o dodatkowe uznaniowe dyskonto (jak na przykład dyskonto za strukturę holdingową). Słabe punkty metod NAV/SoTP uwzględniają specyficzne słabe strony użytych metod oraz wrażliwość na przyjęte uznaniowe korekty jak dyskonto za strukturę holdingową.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją. Niniejszy dokument został przygotowany zgodnie z opinią, założeniami i wiedzą autora/autorów.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ciągu ostatnich dwunastu miesięcy IPOPEMA Securities S.A. nie sporządziła żadnej rekomendacji dotyczącej spółki.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje,p162>.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

AGM/EGM – zwyczajne/nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy.

BVPS - wartość księgowa na akcję - wartość księgowa kapitału własnego spółki przypadająca akcjonariuszom dominującym podzielona przez liczbę istniejących akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

CAGR - łączna średnioroczna stopa wzrostu.

CFO – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej netto.

C/I (koszty/przychody) - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

D&A – amortyzacja.

DCF – zdyskontowany model przepływów pieniężnych – metoda wyceny bazująca na sumie zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych z właściwymi korektami (jak dług netto, itd., jeśli są potrzebne).

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend – metoda wyceny bazująca na sumie zdyskontowanych przyszłych dywidend.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę istniejących akcji na moment dystrybucji z wyłączeniem akcji własnych.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez cenę akcji.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami i amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę istniejących akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

EV – wartość przedsiębiorstwa – kapitalizacja skorygowana o akcje własne, plus dług brutto, pomniejszony o wartość środków pieniężnych i ekwiwalentów, pomniejszony o wartość spółek stowarzyszonych, plus wartość kapitałów mniejszości.

EV/EBITDA – EV podzielona przez EBITDA.

EV/S lub EV/przychody – EV podzielone przez przychody.

FCFE – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli kapitału własnego.

FCFF – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli firmy.

FV – wartość godziwa – wartość godziwa spółki obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.

ND – dług netto – dług brutto i wartość leasingów (w zależności od standardu rachunkowości) pomniejszona o wartość środków pieniężnych i ekwiwalentów.

Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

NII - wynik netto z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.

P/BV – wskaźnik ceny do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

P/E – wskaźnik ceny do zysku – cena podzielona przez EPS.

PEG – wskaźnik P/E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle przez dany okres.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny przypadający akcjonariuszom dominującym.

ROIC – zwrot z zainwestowanego kapitału – EBIT \* (1 – stawka podatku) podzielona przez średni zainwestowany kapitał.

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

uFCF – underlying free cash flow – wskaźnik (obliczany przez IPOPEMA) odzwierciedlający wartość potencjalnej generacji gotówki możliwej do dystrybucji do akcjonariuszy przed wypływami na uznaniowe cele (takimi jak transfer do akcjonariuszy, nieogłoszone wcześniej przejęcia, aktywa finansowe, itd.), policzona następująco: przepływy operacyjne z operacji netto, pomniejszone o CAPEX na aktywa trwałe i niematerialne oraz ogłoszone przejęcia, pomniejszony o odsetki netto płatne na długi, pożyczkach i leasingach, pomniejszone o płatności leasingowe, pomniejszone o płatności dywidend do akcjonariuszy mniejszościowych, powiększone o otrzymane dywidendy, powiększone jeśli konieczne o inne wpływy/wypływy specyficzne dla spółki w zależności od jej specyfiki/prezentacji.

uFCFps – uFCF podzielone przez liczbę akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

WACC – średni ważony koszt kapitału.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV TP IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji.

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

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

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

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

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

Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu. Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Dokument został dystrybuowany w dniu 31 lipca 2026 o godzinie 17:00 CET.

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

#### Historia ratingów – Asbis

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