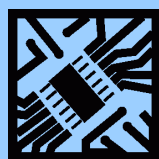




14 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu

**Dystrybucja sprzętu IT**
Polska

Cena bieżąca	2,85 PLN
Cena docelowa	3,47 PLN
Kapitalizacja	158 mln PLN
Free float	54,2 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,72 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 2008 roku sprzedano w Polsce ponad 3,7 mln komputerów (z czego 2,1 mln sztuk to laptopy). Dużo gorsze czasy mają nadejść w 2009 roku, kiedy to spodziewany jest w zależności od źródła 3-6% wzrost ilościowy połączony jednak ze spadkiem wartości sprzedaży.

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

Kupuj

(Niezmieniona)

Dobry kwartał, będzie jeszcze lepiej

Drugi kwartał w Asbisie pokazał znaczną poprawę wyników w porównaniu do pierwszych trzech miesięcy roku, choć wciąż nie udało się osiągnąć rentowności netto. Naszym zdaniem drugie półrocze będzie stało pod znakiem kontynuacji pozytywnego trendu i dalszej poprawy wyników, dzięki czemu spółka odrobi większość strat poniesionych w pierwszym półroczu. Za poprawą wyników będą stały mniejsze ujemne dynamiki sprzedaży (wpływ osłabienia dolara amerykańskiego w stosunku do walut regionu Europy Środkowo Wschodniej, poprawa otoczenia makroekonomicznego na części tamtejszych rynków) oraz odbudowa marż na co z kolei wpływ będzie miało wprowadzenie przez spółkę zabezpieczeń przed ryzykiem kursowym oraz zakończenie planu redukcji kosztów. W związku z powyższym podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla spółki podnosząc jednocześnie cenę docelową do 3,47 PLN za jedną akcję Asbisu.

Za nami dobry kwartał

W drugim kwartale spółka wciąż notowała dynamiczny, przekraczający 30% spadek przychodów. Dzięki uniknięciu strat na różnicach kursowych Asbis odbudował jednak marżę brutto na sprzedaży, co wraz z wprowadzoną obniżką kosztów dystrybucji (zamknięcie magazynu w Amsterdamie, redukcja zatrudnienia) pozwoliło spółce zredukować ponoszoną stratę netto do 0,3 mln USD.

W drugim półroczu powinno być lepiej

Spodziewamy się, że w drugim półroczu spółka znacząco poprawi swoje wyniki finansowe i osiągnie rentowność netto. Źródłem relatywnie lepszych wyników powinny być z jednej strony zmniejszenie tempa spadków sprzedaży pod wpływem osłabienia dolara i dużo niższej bazy odniesienia. Z drugiej odbudowa marż spowodowana brakiem strat na różnicach kursowych, które obniżyły wynik brutto na sprzedaży drugiego półrocza 2008 roku o 14,6 mln USD. Powyższe czynniki powinny pozwolić spółce odrobić zdecydowaną większość strat poniesionych w pierwszym półroczu, choć naszym zdaniem nie wystarczą one na osiągnięcie w tym roku zysku netto. Jednocześnie w 2010 roku oczekujemy ustabilizowania się sytuacji na większości rynków na jakich działa spółka co powinno pozwolić na powolne odrabianie strat w przychodach i osiągnięcie w skali całego roku marży brutto przekraczającej 5%.

(mln USD)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1 397,3	1 495,3	1 157,0	1 275,0	1 402,4
EBITDA	27,6	18,2	9,6	17,3	21,0
marża EBITDA	2,0%	1,2%	0,8%	1,4%	1,5%
EBIT	25,7	15,3	6,7	14,4	18,0
Zysk netto	18,7	4,0	-0,4	6,5	9,5
DPS	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
P/E	3,1	14,6	-148,3	9,0	6,2
P/CE	2,8	8,5	23,6	6,2	4,7
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	2,0	4,2	6,9	4,1	3,5

Światelko w tunelu?

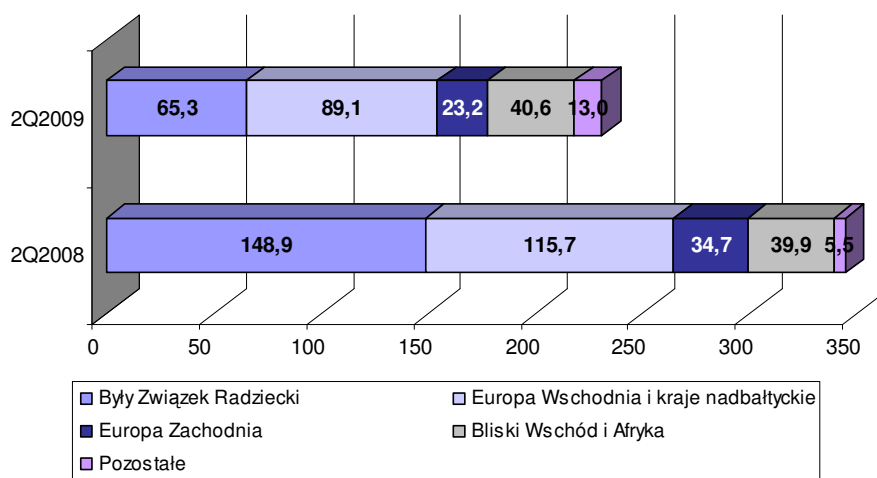
Sytuacja finansowa

Wyniki 2Q 2009

Wyniki drugiego kwartału w Asbisie pokazały znaczną poprawę sytuacji finansowej w porównaniu do pierwszego kwartału, choć wciąż nie pozwoliły spółce na osiągnięcie rentowności netto. ukształtowały się jednocześnie nieznacznie poniżej naszych oczekiwań na poziomie zysku netto.

Na poziomie sprzedaży spółka kontynuowała trend znacznych spadków wartości przychodów sięgających 1/3 ubiegłorocznej wartości. Całkowita sprzedaż sięgnęła 231,3 mln USD przy 344,7 mln USD osiągniętych przed rokiem i 251,6 mln USD zakładanych przez nas w prognozie. W podziale na regiony mniejszą w porównaniu do ubiegłego kwartału dynamikę spadków spółka zanotowała na najważniejszym dla niej historycznie terenie byłych krajów Związku Radzieckiego. Pozostałe główne regiony zanotowały dalsze zaostrenie spadków sprzedaży.

Przychody ASBISc w drugim kwartale według regionów geograficznych



Źródło: ASBISc

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w drugim kwartale nastąpiła odbudowa marży brutto na sprzedaży (5,1% vs 3,0% w ubiegłym kwartale i 5,1% w naszej prognozie). Poprawa marży wynikała z neutralnego efektu różnic kursowych w okresie. Wobec korzystnie kształtujących się kursów spółka miała nawet szansę zanotować dużo większą poprawę rentowności jednak podjęła decyzję o znacznym ograniczeniu ekspozycji na ryzyko kursowe poprzez zabezpieczenie swoich pozycji za pomocą faktoringu, długu walutowego i walutowych kontraktów terminowych, a także poprzez przejście na rynku rosyjskim na fakturowanie w dolarach amerykańskich.

Wyniki ASBISc w drugim kwartale 2009 roku

	2Q2009	2Q2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	231,3	344,7	-32,9%	1157,0	1495,3	-22,6%
EBITDA	0,7	5,2	-87,2%	9,6	18,2	-47,4%
marża	0,29%	1,51%	-	0,83%	1,21%	-
EBIT	0,2	4,5	-95,3%	6,7	15,3	-56,4%
Zysk brutto	-0,7	2,9	-	-0,3	7,1	-
Zysk netto	-0,3	1,7	-	-0,4	4,0	-

Źródło: ASBISc, DI BRE

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu zgodnie z rozpoczętym pod koniec zeszłego roku planem restrukturyzacji zanotowały dalszy spadek. W drugim kwartale ich wartość zmniejszyła się w porównaniu do ubiegłego roku z 15,2 mln USD do 11,5 mln USD. Nawet tak duża skala oszczędności nie była jednak w stanie zrównoważyć niższych przychodów i niższej marży

brutto i spółka zanotowała spadek zysku operacyjnego w porównaniu do 2Q2008 z 4,5 mln USD do 0,2 mln USD.

Na poziomie działalności finansowej spółka zanotowała zmniejszenie ujemnego salda z -1,6 mln USD do -1,0 mln USD, za czym stały przede wszystkim przychody odsetkowe z tytułu depozytów oraz przedłużonych kontrahentom terminów płatności, które stanowiły kwotę 0,6 mln USD. Zwrot 0,4 mln USD podatku dochodowego pozwolił spółce wypracować stratę netto na poziomie -0,3 mln USD, przy 0,2 mln USD zysku w naszej prognozie i 1,7 mln USD wypracowanych przed rokiem.

Perspektywy na drugie półrocze

Złagodzenie spadków sprzedaży

Mocny trend spadkowy sprzedaży obserwowany w pierwszych sześciu miesiącach 2009 roku powinien ulec znacznemu wyhamowaniu w drugim półroczu. Pierwszym czynnikiem przemawiającym za mniejszymi spadkami przychodów jest obserwowany trend osłabienia dolara amerykańskiego względem walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Wpływa on na podniesienie wyrażonej w dolarach siły nabywczej tamtejszych kontrahentów i wyhamowanie spadku dolarowych przychodów. Kolejnym czynnikiem przemawiającym za złagodzeniem negatywnego trendu na przychodach jest obniżenie się bazy odniesienia. O ile bowiem pierwsze półrocze 2008 roku było okresem ponad 30% dynamiki przychodów, o tyle w drugim półroczu 2008 roku Asbis zaczął odczuwać oznaki spowolnienia gospodarczego w regionie, a sprzedaż spadła o 7,7%.

Powyższe czynniki można uznać za czysto techniczne, ale poza nimi według zarządu spółki daje się obserwować powolne stabilizowanie się sytuacji na poszczególnych rynkach zbytu. Kluczowa naszym zdaniem może zwłaszcza okazać się sytuacja na rynku rosyjskim. W pierwszym i drugim kwartale poza czynnikami ekonomicznymi na spadek przychodów z tamtejszego rynku wpływała decyzja spółki o przejściu na fakturowanie w dolarach amerykańskich. Wobec trendu deprecyjnego na rosyjskim rublu wiele spółek zrezygnowało z zakupów w Asbisie. Odwrócenie trendu na rosyjskim rublu może naszym zdaniem spowodować, że większa liczba podmiotów będzie skłonna wziąć na siebie ryzyko walutowe, co może dodatkowo, poza poprawą otoczenia makroekonomicznego, wpłynąć na poprawę wyników sprzedaży. W skali całego roku podtrzymujemy nasze założenia o 45% spadku sprzedaży w krajach byłego ZSRR oraz spadku całkowitych przychodów o 22,6%.

Marże w górę

W odniesieniu do marży brutto na sprzedaży oczekujemy, że znaczna jej poprawa w drugim kwartale powinna znaleźć potwierdzenie w drugiej połowie roku. Poprzez przejście na rozliczenia dolarowe na rynku rosyjskim spółka zneutralizowała najistotniejszy czynnik wpływający na spadek marży brutto począwszy od trzeciego kwartału zeszłego roku, czyli spadek marży brutto na skutek zmian kursowych. Poza przejściem na rozliczenia dolarowe spółka zaczęła intensywnie stosować strategię pozwalającą zneutralizować zależność wyniku finansowego od trendów na rynkach walutowych. W tym celu Asbis wykorzystuje faktoring należności, zaciąga dług w walutach obcych oraz zawiera walutowe kontrakty terminowe. W 4Q2008 i 1Q2009 różnice kursowe w wyniku brutto wynosiły odpowiednio -8,9 mln USD i -5,7 mln USD. W drugim kwartale wpływ walut na wynik był już neutralny i takiego też oczekujemy w całym drugim półroczu 2009 roku. Oznacza to, że w porównaniu do 2H2008 roku spółka „zaoszczędzi” z tego tytułu około 14,6 mln USD.

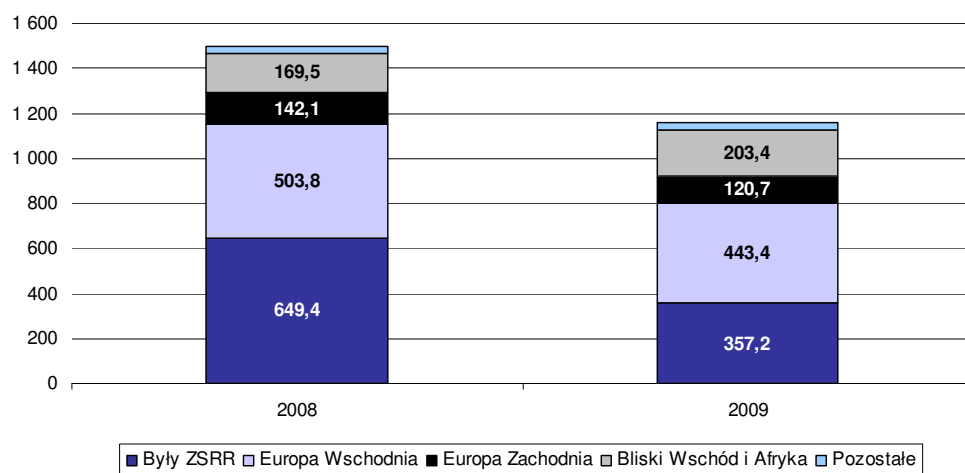
Poza odbudową marży brutto na sprzedaży spodziewamy się, że zakończony w pierwszym kwartale program restrukturyzacyjny pozwoli na zmniejszenie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu o 1,7 mln USD kwartalnie, co dodatkowo przełoży się na poprawę rentowności operacyjnej.

Mniej, ale bezpieczniej

Spadek sprzedaży na rynkach wschodnich oznacza w naturalny sposób ubytek biznesu, ale ma też swoją pozytywną stronę, którą jest większe bezpieczeństwo wyników. Jeżeli nasze założenia dotyczące tempa spadku sprzedaży w poszczególnych segmentach geograficznych się sprawdzą udział krajów byłego Związku Radzieckiego w całkowitej sprzedaży spółki spadnie o 12 p.p. Oznacza to mniejsze ryzyko niewypłacalności kontrahentów, gdyż w naszej opinii kraje tego regionu są ze względu na prognozowane dwucyfrowe spadki PKB najbardziej narażone na bankructwa podmiotów gospodarczych. Ponadto zwiększa się bezpieczeństwo należności Asbisu ze względu na poziom ubezpieczenia należności. W skali Grupy ubezpieczenie obejmuje ponad 60% należności kontrahentów, podczas gdy na Ukrainie ubezpieczeń należności praktycznie nie ma, a w Rosji i na Białorusi kształtuje się ono na poziomie około 20%. W związku z tym dalszy spadek udziału będzie wpływał na wzrost udziału należności ubezpieczonych. Według nas tendencja ta powinna wpływać na zmniejszanie się dyskonta w stosunku do innych spółek dystrybucyjnych przyjmowanego

przez inwestorów w związku z ekspozycją Asbisu na rynki w powszechnej opinii uznawane za najbardziej zagrożone globalnym kryzysem.

Struktura geograficzna sprzedaży Asbisu w 2008 i 2009 roku (w mln USD)



Źródło: Asbis, szacunki DI BRE Banku SA

Wycena

Podsumowanie wyceny ASBIS

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	190,6	50%	
Wycena porównawcza	156,8	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	122,0	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	191,6	50%	
Średnia	171,9		192,7
na 1 akcję Asbis			3,47

Źródło: opracowanie DI BRE Banku SA

Założenia modelu DCF

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników ASBIS w okresie od 2009 do 2018 roku.
2. Zarówno w okresie prognozy, jak i po okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 11,1%. 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 30%, co odzwierciedla w naszym odczuciu rosnące ryzyko inwestycyjne związane z funkcjonowaniem ASBIS na niestabilnych mocno zagrożonych poważnym kryzysem gospodarczym rynkach.

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza oparta jest na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA w latach 2009-2011 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		
		2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
Avnet		7,2	7,7	6,7	12,7	14,2	11,9
Esprinet		7,5	7,1	6,4	12,4	10,8	8,9
Ingram Micro		6,3	5,5	5,1	16,3	12,9	11,1
Synnex Corporation		7,2	6,7	-	11,5	10,7	9,6
Tech Data		5,7	6,1	5,5	17,2	14,6	13,6
Elektrocomponents PLC		7,0	8,6	8,5	10,9	14,9	14,1
Arrow Electronics PLC		8,6	7,3	6,4	17,2	13,4	10,8
AB		9,5	7,1	6,1	10,3	8,7	7,2
Action		9,6	8,0	7,2	14,9	11,3	9,6
Komputronik		15,0	7,3	6,0	24,4	10,5	7,5
Maksimum		15,0	8,6	8,5	24,4	14,9	14,1
Minimum		5,7	5,5	5,1	10,3	8,7	7,2
Mediana		7,3	7,2	6,4	13,8	12,1	10,2
Asbis	2,85	6,9	4,1	3,5	-148,3	9,0	6,2
premia / dyskonto		-5,7%	-42,7%	-44,5%	-1175,3%	-25,7%	-39,5%

Źródło: Bloomberg, DI BRE

Model DCF

(mln USD)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	1 157,0	1 275,0	1 402,4	1 541,4	1 693,4	1 830,1	1 931,2	2 014,5	2 075,6	2 138,7	
zmiana	-22,6%	10,2%	10,0%	9,9%	9,9%	8,1%	5,5%	4,3%	3,0%	3,0%	
EBITDA	9,6	17,3	21,0	24,8	27,3	29,7	31,5	33,1	34,0	35,0	
marża EBITDA	0,8%	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Amortyzacja	2,9	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4	3,4	3,4	
EBIT	6,7	14,4	18,0	21,8	24,2	26,4	28,2	29,8	30,7	31,6	
marża EBIT	0,6%	1,1%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
Opodatkowanie EBIT	1,2	2,7	3,4	4,1	4,5	5,0	5,3	5,6	5,7	5,9	
NOPLAT	5,2	11,4	14,4	17,4	19,3	21,1	22,5	23,8	24,5	25,2	
CAPEX	-4,6	-4,5	-4,7	-4,9	-5,1	-5,2	-5,2	-5,2	-5,1	-3,4	
Kapitał obrotowy	12,3	-10,0	-10,6	-11,5	-12,6	-11,3	-8,4	-6,9	-5,1	-5,2	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	15,7	-0,1	2,1	4,0	4,8	7,8	12,2	15,0	17,7	21,0	21,4
WACC	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	16,1%
współczynnik dyskonta	94,3%	81,9%	71,1%	61,8%	53,6%	46,6%	40,5%	35,1%	30,5%	26,5%	22,8%
PV FCF	14,8	-0,1	1,5	2,5	2,6	3,6	4,9	5,3	5,4	5,6	
WACC	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	16,1%
Koszt długu	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Stopa wolna od ryzyka	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
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%
Efektowna 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	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	0,0%
Koszt kapitału własnego	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
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)	151,4	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	40,1	2,0% 3,0% 4,0% 5,0% 6,0%									
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	46,1	WACC +1,0pp	3,11	3,21	3,33	3,46	3,61				
Wartość firmy (EV)	86,2	WACC +0,5pp	3,28	3,39	3,52	3,67	3,84				
Dług netto	17,8	WACC	3,46	3,59	3,73	3,90	4,09				
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	3,66	3,80	3,96	4,14	4,36				
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC -1,0pp	3,87	4,02	4,21	4,42	4,66				
Kurs USD/PLN	2,70										
Wartość firmy	184,7										
Liczba akcji (mln.)	55,5										
Wartość firmy na akcję (PLN)	3,33										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	12,1%										
Cena docelowa	3,73										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	9,5										
P/E('09) dla ceny docelowej	-123,8										
Udział TV w EV	45%										

Rachunek wyników

(mln USD)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	1 397,3	1 495,3	1 157,0	1 275,0	1 402,4	1 541,4
<i>zmiana</i>	38,5%	7,0%	-22,6%	10,2%	10,0%	9,9%
Koszt własny sprzedaży	1 329,4	1 418,1	1 102,1	1 210,6	1 331,3	1 463,2
Zysk brutto na sprzedaży	67,9	77,2	55,0	64,4	71,2	78,1
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	4,9%	5,2%	4,8%	5,1%	5,1%	5,1%
Koszty sprzedaży	25,4	34,7	26,3	27,3	29,1	31,0
Koszty ogólnego zarządu	16,8	27,2	22,0	22,8	24,0	25,4
Pozostała działalność operacyjna netto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	25,7	15,3	6,7	14,4	18,0	21,8
<i>zmiana</i>	59,6%	-40,4%	-56,4%	115,0%	25,6%	20,7%
<i>marża EBIT</i>	1,8%	1,0%	0,6%	1,1%	1,3%	1,4%
Wynik na działalności finansowej	-4,4	-8,5	-7,0	-6,2	-6,2	-4,2
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	21,4	7,1	-0,3	8,1	11,8	17,6
Podatek dochodowy	2,7	3,0	0,0	1,5	2,2	3,3
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	18,7	4,0	-0,4	6,5	9,5	14,1
<i>zmiana</i>	68,0%	-78,5%	-109,8%	-1753,0%	45,4%	48,8%
<i>marża</i>	1,3%	0,3%	0,0%	0,5%	0,7%	0,9%
Amortyzacja	1,9	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1
EBITDA	27,6	18,2	9,6	17,3	21,0	24,8
<i>zmiana</i>	53,8%	-34,2%	-47,4%	80,8%	21,7%	18,1%
<i>marża EBITDA</i>	2,0%	1,2%	0,8%	1,4%	1,5%	1,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5
EPS (USD)	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3
CEPS (USD)	0,4	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3



Bilans

(mln USD)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	365,7	362,9	331,4	352,0	377,2	408,6
Majątek trwały	17,3	26,8	28,5	30,1	31,7	33,5
Rzeczowe aktywa trwałe	16,2	24,5	25,9	27,1	28,4	29,9
Wartości niematerialne i prawne	1,0	2,2	2,5	2,8	3,1	3,5
Inwestycje długoterminowe	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pozostałe aktywa trwałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Majątek obrotowy	348,4	336,1	302,8	322,0	345,5	375,0
Zapasy	88,3	81,0	69,5	76,3	83,9	92,2
Należności krótkoterminowe	209,7	202,9	171,2	188,6	207,5	228,0
Środki pieniężne	45,2	41,2	51,2	46,0	43,1	43,7
Pozostałe aktywa obrotowe	5,2	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0

(mln USD)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	365,7	362,9	331,4	352,0	377,2	408,6
Kapitał własny	95,7	95,0	94,4	100,8	110,2	124,1
Kapitał zakładowy	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1
Pozostałe kapitały własne	84,6	83,9	83,3	89,7	99,1	113,0
Zobowiązania długoterminowe	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Dług	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	267,6	262,9	231,9	246,2	262,1	279,4
Dług	40,9	54,3	54,3	54,3	54,3	54,3
Zobowiązania handlowe	181,9	175,9	145,0	159,2	175,1	192,5
Pozostałe	44,8	32,7	32,7	32,7	32,7	32,7
Dług	43,0	59,1	59,1	59,1	59,1	59,1
Dług netto	-2,2	17,8	7,9	13,1	16,0	15,3
(Dług netto / Kapitał własny)	-2,3%	18,8%	8,3%	13,0%	14,5%	12,4%
(Dług netto / EBITDA)	-8,0%	98,2%	84,6%	76,8%	77,1%	62,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5
BVPS	1,7	1,7	1,7	1,8	2,0	2,2

Przepływy pieniężne

(mln USD)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	1,1	-2,7	14,6	-0,7	1,7	5,5
Zysk netto	18,7	4,0	-0,4	6,5	9,5	14,1
Amortyzacja	1,9	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1
Kapitał obrotowy	-13,1	8,2	12,3	-10,0	-10,6	-11,5
Pozostałe	-6,4	-17,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Przepływy inwestycyjne	-7,6	-14,0	-4,6	-4,5	-4,7	-4,9
CAPEX	-8,1	-14,0	-4,6	-4,5	-4,7	-4,9
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	22,5	12,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	16,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	6,6	16,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-1,0	-3,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	16,0	-3,9	9,9	-5,2	-2,9	0,6
Środki pieniężne na koniec okresu	45,2	41,3	51,2	46,0	43,1	43,8

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	3,1	14,6	-148,3	9,0	6,2	4,1
P/CE	2,8	8,5	23,6	6,2	4,7	3,4
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
MC/S	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
EV/EBITDA	2,0	4,2	6,9	4,1	3,5	3,0
EV/EBIT	2,2	5,0	9,9	5,0	4,1	3,4
EV/S	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Cena (PLN)	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Liczba akcji na koniec roku	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5
MC (mln PLN)	158,2	158,2	158,2	158,2	158,2	158,2
Dług netto	-2,2	17,8	7,6	12,8	15,7	15,1
Kapitały udziałowców mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	152,2	206,3	178,8	192,8	200,6	198,8



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.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
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
micchal.jakubowski@dibre.com.pl

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
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:

KUPIJ - 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 między 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	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2008-11-18	2009-04-30
kurs z dnia rekomendacji	3,63	1,67
WIG w dniu rekomendacji	26583,32	28273,93