



# KOMENTARZ DO WYNIKÓW

AB PL – 2Q'21

2021-09-22 17:00



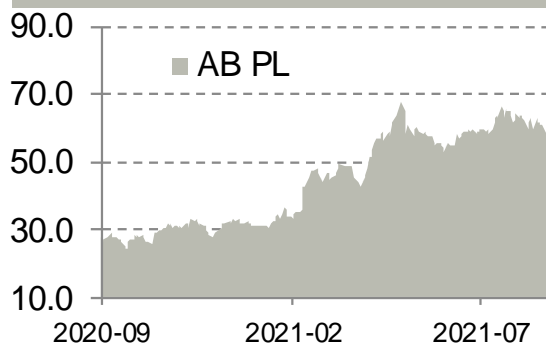
# BM

## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

### Podstawowe dane o spółce

Cena	57.80
Kapitalizacja (mln zł)	935.6
Free float	80.9%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	0.5
P/E	7.6
EV/EBITDA	6.60

### Notowania spółki



## WYNIKI 2Q21

mIn PLN	2Q'21	2Q'20	r/r	2Q'21	kons.	vkons.
<b>Przychody</b>	<b>2963,7</b>	<b>2493,9</b>	18,8%	<b>2963,7</b>	<b>2978,3</b>	-0,5%
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>129,0</b>	<b>108,2</b>	19,2%			
<i>Marża z bns</i>	4,4%	4,3%				
<b>Koszty SG&amp;A</b>	<b>-94,2</b>	<b>-80,7</b>	16,7%			
<i>udział w sprzedaży</i>	-3,2%	-3,2%				
<b>EBITDA</b>	<b>39,3</b>	<b>24,2</b>	62,4%	<b>39,3</b>	<b>38,2</b>	2,9%
<i>marża EBITDA</i>	1,3%	1,0%		1,3%	1,3%	
<b>EBIT</b>	<b>35,0</b>	<b>20,2</b>	72,9%	<b>35,0</b>	<b>33,8</b>	3,4%
<i>marża EBIT</i>	1,2%	0,8%		1,2%	1,1%	
<b>Zysk netto</b>	<b>26,3</b>	<b>15,8</b>	66,4%	<b>26,3</b>	<b>24,7</b>	6,5%
<i>marża netto</i>	0,9%	0,6%		0,9%	0,8%	
<b>Cash flow operacyjny</b>	<b>-39,6</b>	<b>1,2</b>	-3322,2%			

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Wyniki AB PL oceniamy umiarkowanie pozytywnie. Spółka utrzymała wysoki poziom wzrostu r/r pomimo zwiększającej się bazy z ubiegłego roku, wyniki były jednak zgodne z oczekiwaniami, a ich dynamika była nieco niższa niż w ostatnich dwóch kwartałach. Spadek r/r przepływów pieniężnych wynikał z mocnego ograniczenia kapitału obrotowego na początku pandemii i jego stopniowej odbudowie w kolejnych okresach. Zarząd podtrzymuje pozytywny outlook jeżeli chodzi o sytuację rynkową w kolejnych kwartałach – po przejściowym spowolnieniu popytu w czerwcu i lipcu (efekt wakacji) obecnie widać jego odbicie. AB PL jako największy dystrybutor IT w regionie będzie korzystał z utrzymującego się silnego popytu na sprzęt, a do bra sytuacja finansowa będzie pozwalała na dalsze zwiększanie udziałów rynkowych. AB PL notowana jest obecnie na P/E=7,6x, co jest naszym zdaniem bardzo niskim poziomem biorąc pod uwagę oczekiwany dalszy wzrost wyników w br. Podtrzymujemy więc pozytywną opinię o spółce.

*Bardzo dobre  
wyniki za 1Q'21*

*Utrzymujemy  
pozytywną ocenę  
spółki*

W II kwartale spółka utrzymała dwucyfrową dynamikę przychodów, chociaż pierwszy raz od 1Q'20 było to poniżej 20%, co jest jednak dobrym wynikiem biorąc pod uwagę rosnącą bazę z ubiegłego roku. Jest to pochodna bardzo dobrej sytuacji na rynku dystrybucji IT w Polsce oraz regionie CEE. Zgodnie z prezentacją AB PL (dane za Context), w całym roku obrotowym 2020/21 rynek na którym działa spółka zyskał 23,1%,

*Mocny wzrost  
rynku  
dystrybucji IT w  
Polsce źródłem*



**BNP PARIBAS**  
BIURO MAKLESKIE

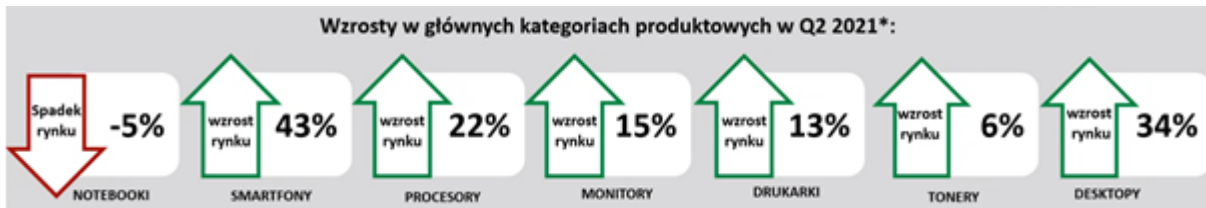
Autor: Michał Krajczewski, CFA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl  
www.bnpparibas.pl



podczas gdy obroty AB PL były o 25,9% wyższe. W podziale na główne kategorie w roku obrotowym najlepiej radziły sobie smartfony (+60% r/r), notebooki (+45% r/r), oraz procesory, monitory i tonery (wszystkie ok. +36% r/r). W pozostałych segmentach spółka wyróżnia wzrost obrotów w VAD (+41% r/r), cloud (+46% r/r), digital signage (+30% r/r), smart home/life (+103% r/r), AGD (+16% r/r), zabawki (+27% r/r), e-commerce (+62% r/r) i sieciach franczyzowych (+12% r/r). W samym II kwartale spółka podaje, iż wzrost rynku dystrybucji w Polsce wyniósł 19% r/r, a podział na poszczególne produkty przedstawia poniższy wykres z prezentacji wyników:

wyższych przychodów



Pomimo silnego rynku, spółka utrzymała stabilną marżę brutto na sprzedaży (4,35%). Wzrost wyniku operacyjnego był więc efektem optymalizacji kosztów SG&A (+16,7% r/r, -0,06 pkt. proc. spadek wskaźnika SGA/przychody), co pozwoliło na poprawę EBITDA o 62,4% r/r i EBIT o 72,9% r/r. Poprawie wyniku sprzyjało także lepsze saldo z pozostałej działalności operacyjnej (+7,1 mln zł różnicy r/r). Z drugiej strony nieco gorsze (-4,8 mln zł różnicy r/r) było saldo z działalności finansowej, co przełożyło się na nieco mniejszą vs EBIT dynamikę zysku netto r/r.

Efekty skali przekładają się na wysokie dynamiki wyników

Na poziomie cash flow operacyjnego obserwujemy (podobnie jak w 1Q) wyraźny spadek w ujęciu r/r, jest to jednak skutek zaburzeń w kapitale obrotowym spowodowanych pandemią COVID-19. W ubiegłym roku gwałtowny wzrost popytu na sprzęt IT w efekcie lockdown i pracy z domu przełożył się zarówno na obniżenie poziomu zapasów, jak i należności (klienci szybciej płacili za towar aby mieć limity finansowe na kolejne zamówienia). Powyższe efekty wpłynęły na mocne obniżenie kapitału obrotowego, szczególnie w 1Q'20. Obecnie poziom należności wrócił do normy, a spółka zwiększa posiadane zapasy w ślad za rosnącymi obrotami i koniecznością zapewnienia dostępności sprzętu.

Gorszy r/r cash flow operacyjny pochodną „pandemicznych” zmian w kapitale obrotowym w ubiegłym roku

## Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie konferencji wyników:

- Perspektywy rynkowe: spadek kategorii notebooków w 2Q wynikał ze słabszego popytu związanego z otwarciem gospodarki, co kontynuowane było w lipcu, od sierpnia i we wrześniu widać stopniowy powrót popytu. Sprzedaż w 4Q powinny wspierać też nowe modele telefonów Apple. Ogólnie zarząd ocenia sytuację w 3Q jako „OK”. Z jednej strony widać wysoką bazę z ubiegłego roku i wpływ przesunięcia wydatków na usługi/wyjazdy wakacyjne, a z drugiej wg spółki zakończenie wakacji i powrót obaw o kolejną falę COVID-19 mogą wpływać pozytywnie na popyt. W dłuższym terminie spółka podkreśla trend cyfryzacji gospodarki i rynek powinien utrzymać dobre tempo wzrostu.
- Perspektywy marży brutto: spółka stosuje politykę stałej marży brutto na wybranych grupach asortymentowych. Podwyżki cen wprowadzane są przy okazji wprowadzania do sprzedaży nowych SKU, również poprawa marży jest możliwa przez zmianę miksu produktowego (nowe obszary np. VAD, IoT itd.). Spółka sama nie może podnieść cen sprzedaży z uwagi na konkurencję na rynku. Wg zarządu podniesienie marży brutto na sprzedaży w ujęciu procentowym jest więc trudne, a spółka stawia na poprawę wyników w ujęciu nominalnym (głównie na poziomie EBIT z uwagi na efekt dźwigni operacyjnej).
- Kapitał obrotowy: Obecnie trwa powrót rotacji do normy, czyli odbudowa zapasów (szczególnie w obliczu zawirowań w łańcuchach dostaw konieczne jest zapewnienie dostępności produktów); zwiększane są należności i spadają zobowiązania.
- Dywidenda: spółka będzie rekomendować wypłatę dywidendy, przy czym dopiero będzie analizować jej możliwą wielkość.
- Finansowanie: spółka posiada 2,9 mld zł dostępnych limitów kredytowych, wskaźniki zadłużenia i postrzeganie spółki przez instytucje finansowe jest dobre a pomagają w tym zróżnicowane źródła finansowania (obligacje – spółka planuje rolowanie serii ABE0622).
- Zmiany prawne/podatkowe: potencjalny podatek przychodowy (propozycja z Polskiego Ładu) wg zarządu, na bazie wyników za ostatnie 2 lata, ma nie objąć spółki. W przypadku opłaty reprograficznej (wg unijnych przepisów) również nie dostrzega wpływu na rynek, przy czym jesteśmy dopiero na początkowym etapie legislacji.

Zarząd pozytywnie ocenia koniunkturę na rynku dystrybucji IT



## KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bnpparibas.pl">michal.krajczewski@bnpparibas.pl</a>
Adam Anioł, CFA	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bnpparibas.pl">adam.aniol1@bnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak, CFA	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bnpparibas.pl">szymon.nowak@bnpparibas.pl</a>
Lukas Cinikas	22 507 52 94	<a href="mailto:lukas.cinikas@bnpparibas.pl">lukas.cinikas@bnpparibas.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Wtórno	Telefon:	Adres e-mail:
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bnpparibas.pl">s.orzechowski@bnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bnpparibas.pl">marcin.rzany@bnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bnpparibas.pl">monika.dudek@bnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bnpparibas.pl">artur.sulejewski@bnpparibas.pl</a>
Karolina Marczuk	22 566 97 38	<a href="mailto:karolina.marczuk@bnpparibas.pl">karolina.marczuk@bnpparibas.pl</a>
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	<a href="mailto:lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl">lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl</a>
Adrian Cieślak	22 578 57 69	<a href="mailto:adrian.cieslak@bnpparibas.pl">adrian.cieslak@bnpparibas.pl</a>

Zespół Projektów	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bnpparibas.pl">marek.jaczewski@bnpparibas.pl</a>
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	<a href="mailto:paulina.soldaj@bnpparibas.pl">paulina.soldaj@bnpparibas.pl</a>
Ewa Drózd	22 368 92 50	<a href="mailto:ewa.drozd@bnpparibas.pl">ewa.drozd@bnpparibas.pl</a>
Damian Sieńko	--	<a href="mailto:damian.sienko@bnpparibas.pl">damian.sienko@bnpparibas.pl</a>
Beata Skórka-Bydgoska	--	<a href="mailto:beata.skora-bydgoska@bnpparibas.pl">beata.skora-bydgoska@bnpparibas.pl</a>

## Internetowe serwisy transakcyjne

### SIDOMA WEB

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

### SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.wbmakler.pl/>

## WYJAŚNIENIA UŻYTYCH TERMINÓW I SKRÓTÓW

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny  
EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)  
P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgowa) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji  
DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży  
Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tytułu dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tytułu dostaw i usług





## NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BNPParibas S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18 (dalej: BM) prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 Lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów BM.

Raport jest udostępniany klientom bezpłatnie, wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM, za wiarygodne, lecz nie istnieją gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy (w szczególności dotyczące cen akcji, wyników finansowych przedsiębiorstw, wskaźników finansowych) są o partę wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. BM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia jego sporządzenia i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM, jest zabronione.

BM przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana jest strata z inwestycji.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w art. 5 i 6 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku.

O osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej BNP Paribas Bank Polska S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

W celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym sporządzania rekomendacji, BM stosuje rozwiązania organizacyjne, administracyjne oraz bariery informacyjne polegające na fizycznym wydzieleniu pomieszczeń BM od pozostałych pomieszczeń Banku oraz kontrolowaniu dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane są rekomendacje. Analityków sporządzających rekomendacje obowiązuje dochowanie tajemnicy zawodowej oraz nieujawnianie informacji poufnych. Spółka nie posiada akcji BNP Paribas Bank Polska S.A. w wysokości przekraczającej 5% wyemitowanego kapitału podstawowego ogółem oraz na jej rzecz nie są świadczone usługi inwestycyjne, a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie zostały udostępnione emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Rekomendacja nie podlega ograniczeniom w zakresie rozpowszechniania, jest przekazywana klientom BM poprzez pocztę elektroniczną oraz jest zamieszczona na stronie internetowej BNP Paribas Bank Polska SA. Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM, wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

<https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: [https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)