

**PPH BOMI S.A.**
**REKOMENDACJA: KUPUJ → 23,33**
**Emperia S.A.**
**REKOMENDACJA: KUPUJ → 109,78**

 sektor / branża: *Handel detaliczny*
**Dane podstawowe BOMI**

Cena rynkowa	18,00
Cena docelowa	23,33
Max. cena 52 tyg.	30,19
Min. cena 52 tyg.	17,71
Kapitalizacja (w mln.)*	699,51
Free float (w %)	35,7%

\* z uwzględnieniem nowych emisji

**Dane podstawowe Emperia**

Cena rynkowa	90,00
Cena docelowa	109,78
Max. cena 52 tyg.	180,00
Min. cena 52 tyg.	79,90
Kapitalizacja (w mln.)	1328,62
Free float (w %)	62,8%

Analitik:

**Tomasz Manowiec**

email: tomasz.manowiec@bgz.pl

tel. (22) 329 43 44

**Tomasz Dumala**

email: tomasz.dumala@bgz.pl

tel. (22) 329 43 40

**BOMI**

PPH BOMI S.A. funkcjonuje na rynku handlu artykułami konsumpcyjnymi typu FMCG w segmencie wielkopowierzchniowych sklepów delikatesowych. Spółka specjalizuje się w dostarczaniu produktów premium, z wyższej półki cenowej i kieruje swoją ofertą do bardziej zamożnych klientów. Bomi SA jest jedną z największych sieci delikatesowych w Polsce.

**Emperia**

Emperia Holding S.A. jest obecna na polskim rynku już od 18 lat. Jej działalność dzieli się na dwa segmenty: detaliczny i dystrybucyjny. Segment detaliczny realizowany jest poprzez sieć własnych delikatesów Stokrotka i Stokrotka Premium oraz poprzez sklepy franczyzowe i sieci partnerskie. Natomiast sprzedaż dystrybucyjna prowadzona jest przez 9 spółek zależnych, które integrowane są w jeden podmiot gospodarczy o nazwie Tradis.

**Wycena**

Przyjęte przez nas założenia w modelu DCF implikują wycenę jednej akcji BOMI na poziomie 26,34 zł. Porównując natomiast spółkę do konkurentów krajowych, biorąc pod uwagę wskaźniki P/E, EV/EBIT oraz EV/EBITDA, otrzymaliśmy wycenę jednej akcji spółki na poziomie 20,47 zł, a w zestawieniu ze spółkami zagranicznymi 20,20 zł. Ostatecznie cenę jednej akcji wyznaczamy na 23,33 zł. W przypadku Emperii cena otrzymana z modelu DCF wyniosła 112,33 zł, natomiast z wyceny porównawczej 94,61 zł dla spółek krajowych i 119,87 dla spółek zagranicznych. Ostatecznie ustaliliśmy cenę docelową na poziomie 109,78 zł.

BOMI	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>Przychody (w mln.)</b>	488,9	1 727,1	1 854,1	2 229,5	2 608,8	2 963,6
<b>EBITDA (w mln.)</b>	24,4	88,0	95,4	122,6	151,2	176,7
<b>EBIT (w mln.)</b>	20,9	68,6	71,6	94,2	118,5	139,9
<b>Zysk netto (w mln.)</b>	17,0	50,6	50,3	67,8	86,4	102,5
<b>EPS</b>	0,9	1,3	1,3	1,7	2,2	2,6
<b>P/E*</b>	19,0	13,8	13,9	10,3	8,1	6,8
<b>EV/EBITDA</b>	12,4	8,0	7,0	9,5	8,0	7,0

\* przy cenie 18 zł za akcję

P - prognozy BM BGZ

EMPERIA	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>Przychody (w mln.)</b>	4479,6	5629,2	6638,5	7607,4	8598,1	9651,8
<b>EBITDA (w mln.)</b>	176,2	190,1	260,5	300,7	317,0	389,4
<b>EBIT (w mln.)</b>	136,2	140,5	191,7	215,4	213,1	265,1
<b>Zysk netto (w mln.)</b>	88,0	90,9	127,7	143,7	138,3	176,9
<b>EPS</b>	5,99	6,01	8,45	9,51	9,15	11,70
<b>P/E**</b>	15,0	15,0	10,7	9,5	9,8	7,7
<b>EV/EBITDA</b>	10,7	7,6	5,6	7,6	8,0	7,0

\* przy cenie 90 zł za akcję

P - prognozy BM BGZ

---

## Wycena

---

Obie spółki działają w branży handlu detalicznego, specjalizując się w produktach typu FMCG. Wycenę spółek wykonano za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych;
- metody porównawczej.

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania wolnych przepływów pieniężnych spółki. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży.

---

## Wycena DCF

---

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki BOMI w wysokości 1 014,6 mln. zł, co daje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 26,63 zł. W przypadku spółki EMPERIA jej wartość oszacowaliśmy na 1 666,2 mln. zł, co w przeliczeniu na jedną akcję daje 112,33 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając przyszłych akwizycji; uwzględniono natomiast połączenie BOMI ze spółkami Rast i Rabat Pomorze;
- ilość nowootwarych sklepów prognozujemy zgodnie z planami spółek, natomiast na okres późniejszy, nie objęty planami, zakładana jest stopniowo obniżająca się dynamika przyrostu powierzchni;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na poziomie 6%, natomiast premię za ryzyko rynkowe na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta wynosi 1,3;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy w wysokości 2,5%;
- koszt kapitału obcego przyjęliśmy na stałym poziomie dla całego okresu prognozy (8%);
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- prognoza inwestycji została oparta o ilość otwieranych sklepów w danym roku; przyjmując wielkości historyczne, szacowaliśmy koszt nowej powierzchni na 1900 zł/m. kw. w przypadku BOMI oraz nakłady w wysokości 1500 zł/m. kw. w przypadku Emperii. Wielkości te zwiększają się z roku na rok o 3%. Jednocześnie przyjęliśmy, że wartość nakładów inwestycyjnych nie będzie niższa niż 1% przychodów;
- w przypadku EMPERII wielkość zaciąganego długu stanowi 60% nowych inwestycji, dla BOMI wskaźnik ten przyjęliśmy na poziomie 30%;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata uzależniliśmy od wzrostu wydajności w poszczególnych spółkach i przyjęliśmy na poziomie 7-8%;
- wypłata dywidendy przez spółkę BOMI ze względu na duże inwestycje w najbliższych dwóch latach nie nastąpi, później przyjęliśmy stawkę dywidendy w wysokości 50% zysku netto; Emperia utrzyma swą obecną politykę dywidendy na poziomie 15% zysku netto, po czym zwiększy ten stosunek również po dwóch latach do 50%;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności nie będą się zmieniać i pozostaną na obecnym poziomie (dla BOMI odpowiednio 45, 25 i 20 dni, dla EMPERII – 40, 26 i 26 dni);
- nie zakładamy nowych emisji akcji, uwzględniamy natomiast akcje wyemitowane przez BOMI na przejęcie spółek RAST i Rabat Pomorze;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;

- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 1.09.2008 r.

**Tab. Wycena EMPERIA metodą DCF**

(mln zł)	2H 2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
przychody	2 996	6 638	7 607	8 598	9 652	10 697	11 779	12 811	13 857	14 736	15 586
zmiana r/r	24%	18%	15%	13%	12%	11%	10%	9%	8%	6%	6%
EBITDA	106	260	301	317	389	435	409	479	524	472	543
EBIT	82	192	215	213	265	296	253	348	403	356	435
marża EBIT	2,5%	2,9%	2,8%	2,5%	2,7%	2,8%	2,1%	2,7%	2,9%	2,4%	2,8%
efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
opodatkowanie EBIT	16	36	41	40	50	56	48	66	77	68	83
NOPLAT	66	155	174	173	215	240	205	282	326	289	352
amortyzacja	25	69	85	104	124	139	156	131	122	116	108
capex	109	144	129	147	166	133	146	160	96	98	101
inwestycje w kapitał obrotowy	-48	-40	-38	-39	-42	-41	-43	-41	-41	-35	-34
<b>FCFF</b>	<b>-63</b>	<b>41</b>	<b>93</b>	<b>91</b>	<b>131</b>	<b>205</b>	<b>171</b>	<b>212</b>	<b>310</b>	<b>271</b>	<b>326</b>
stopa wolna od ryzyka	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
premia rynkowa	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
koszt kapitału	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%
koszt długu	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
koszt długu po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
kapitał własny	792	900	1 023	1 092	1 180	1 281	1 363	1 483	1 627	1 752	1 911
dług	283	340	380	423	467	483	498	512	482	458	439
udział kapitału własnego	74%	73%	73%	72%	72%	73%	73%	74%	77%	79%	81%
udział długu	26%	27%	27%	28%	28%	27%	27%	26%	23%	21%	19%
WACC	11,4%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,4%	11,4%	11,6%	11,8%	11,9%
DFCF	-63	33	67	59	77	108	81	90	118	92	99
suma DFCF	760										
wartość rezydualna (TV)	3752										
zdyskonowana (TV)	1138										
wartość firmy	1898										
dług netto	232										
wartość kapitału własnego	1666										
liczba akcji (w mln)	15,115										
<b>wartość jednej akcji (na dzień 1.09.2008)</b>	<b>112,33</b>										

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Poniżej przedstawiamy wrażliwość wyceny DCF na stopę wzrostu spółki po okresie prognozy i wartość współczynnika beta. Z tabeli wynika, że zmiana zakładanej stopy wzrostu o 1 p. powoduje zmianę wyceny o ok. 10%. Jednak przy naszych założeniach, 2,5% wzrost oraz współczynnik beta na poziomie 1,3, wycena pozostaje powyżej bieżących notowań spółki, dając wysokie dyskonto w stosunku do obecnej ceny.

**Tab. Analiza wrażliwości wyceny EMPERIA na przyjęte założenia**

		wzrost w nieskończoność					
		0%	1%	2%	2,5%	3%	4%
beta	1	113,80	122,65	133,67	140,25	147,76	166,40
	1,1	106,66	114,52	124,21	129,95	136,46	152,42
	1,2	100,09	107,09	115,66	120,69	126,36	140,13
	1,3	94,04	100,30	107,89	112,33	117,29	129,24
	1,4	88,45	94,06	100,82	104,74	109,11	119,53
	1,5	83,28	88,32	94,35	97,84	101,70	110,83
	1,6	78,47	83,02	88,42	91,52	94,95	102,99

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Tab. Wycena BOMI metodą DCF

	2H 2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
(mln zł)											
przychody	942	1854	2230	2609	2964	3304	3646	3938	4195	4381	4547
zmiana r/r		7,4%	20,2%	17,0%	13,6%	11,5%	10,3%	8,0%	6,5%	4,4%	3,8%
EBITDA	46	95	123	151	177	198	196	205	192	199	209
EBIT	36	72	94	118	140	157	165	173	159	165	172
marża EBIT	4,0%	3,9%	4,2%	4,5%	4,7%	4,7%	4,5%	4,4%	3,8%	3,8%	3,8%
efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
opodatkowanie EBIT	7	14	18	23	27	30	31	33	30	31	33
NOPLAT	29	58	76	96	113	127	134	140	129	134	140
amortyzacja	10	24	28	33	37	41	31	32	33	34	36
capex	17	32	31	30	30	33	37	40	42	44	46
inwestycje w kapitał obrotowy	9	0	0	0	2	2	2	0	5	3	3
<b>FCFF</b>	<b>31</b>	<b>49</b>	<b>74</b>	<b>99</b>	<b>122</b>	<b>137</b>	<b>130</b>	<b>133</b>	<b>125</b>	<b>127</b>	<b>133</b>
stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
koszt kapitału	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%
koszt długu	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
koszt długu po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
kapitał własny	223	274	308	352	404	462	523	586	644	703	764
dług	67	109	119	132	148	165	183	203	220	237	256
udział kapitału własnego	77%	72%	72%	73%	73%	74%	74%	74%	75%	75%	75%
udział długu	23%	28%	28%	27%	27%	26%	26%	26%	25%	25%	25%
WACC	11,99%	11,52%	11,53%	11,54%	11,55%	11,55%	11,56%	11,57%	11,57%	11,57%	11,58%
DFCF	29	40	53	64	70	71	60	55	46	42	40
suma DFCF	571										
wartość rezydualna (TV)	1 505										
zdyskonowana (TV)	450										
wartość firmy	1021										
dług netto	6										
wartość kapitału własnego	1015										
liczba akcji w mln.	38,862										
<b>wartość jednej akcji (na dzień 1.09.2008)</b>	<b>26,63</b>										

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Tab. Analiza wrażliwości wyceny BOMI na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność					
		0%	1%	2%	2,5%	3%	4%
1	1	27,33	28,68	30,37	31,38	32,52	35,34
	1,1	26,07	27,28	28,76	29,63	30,62	33,03
1,2	1,2	24,92	25,99	27,29	28,06	28,92	30,99
	1,3	23,85	24,81	25,96	26,63	27,38	29,18
beta	1,4	22,86	23,72	24,74	25,33	25,99	27,55
	1,5	21,94	22,71	23,62	24,14	24,72	26,09
	1,6	21,08	21,77	22,59	23,05	23,57	24,77

Źródło: BM BGŻ S.A.

W przypadku BOMI wycena wykazuje mniejszą wrażliwość na zmianę stopy wzrostu spółki po okresie prognozy. Zmiana o 1 p. p. przekłada się bowiem na zmianę ceny jednej akcji o ok. 6%. Podobnie jak w przypadku EMPERII, przy zachowaniu naszych założeń, cena pochodząca z wyceny jest wyższa od bieżących notowań, wskazując na niedowartościowanie spółki.

## Wycena porównawcza

### SPÓŁKI KRAJOWE

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w zestawieniu ze spółkami będącymi w obrocie na GPW, działającymi w tej samej branży – ALMA MARKET oraz EUROCASH. ALMA MARKET prowadzi sieć sklepów delikatesowych pod nazwą ALMA. Obecnie posiada 19 placówek zlokalizowanych w dużych miastach na terenie całego kraju. Jednocześnie spółka wprowadza na rynek nową markę – Krakowski Kredens, przez którą dystrybuowane będą tradycyjne produkty galicyjskie.

EUROCASH działa przede wszystkim w segmencie dystrybucji poprzez sieć hurtowni cash&carry oraz przejęte w ostatnich kwartałach spółki dystrybucyjne KDWT i McLane Polska. EUROCASH dynamicznie rozbudowuje również franszysową sieć sklepów delikatesowych pod marką Delikatesy Centrum oraz sieć niewielkich sklepów abc działających również w formie franszyzy. Wraz ze spółką McLane do Grupy włączona została sieć supermarketów IGA. Poza tym do Grupy należy także spółka PayUp, będąca ogólnopolskim dystrybutorem elektronicznych usług finansowych.

Przy szacowaniu wartości spółek metodą porównawczą wykorzystaliśmy trzy popularne wskaźniki rynkowe – P/E (cena do zysku na jedną akcję), EV/EBIT (wartość przedsiębiorstwa do zysku przed opodatkowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (wartość przedsiębiorstwa do zysku przed opodatkowaniem, opodatkowaniem i amortyzacją). Ustalając równe wagi dla wszystkich trzech wskaźników, otrzymaliśmy wycenę jednej akcji Emperia na poziomie 94,60 zł., a wartość jednej akcji BOMI – 20,57 zł.

**Tab. Wycena porównawcza Emperia w zestawieniu ze spółkami krajowymi**

spółka	P/E	P/E	EV/EBIT	EV/EBIT	EV/EBITDA	EV/EBITDA
	2008P	2009P	2008P	2009P	2008P	2009P
BOMI	13,8	13,9	10,3	9,3	8,0	7,0
ALMA	21,1	17,5	12,5	11,2	7,6	6,3
EUROCASH	16,5	14,3	11,6	9,9	9,7	8,1
<i>średnia</i>	<i>17,1</i>	<i>15,2</i>	<i>11,5</i>	<i>10,1</i>	<i>8,4</i>	<i>7,1</i>
<b>EMPERIA</b>						
wskaźnik dla Emperia	15,0	10,7	10,3	7,6	7,6	5,6
implikowana cena 1 akcji Emperia	<b>101,74</b>	<b>127,22</b>	<b>91,37</b>	<b>112,64</b>	<b>90,68</b>	<b>106,66</b>
<b>Wycena 1 akcji</b>	<b>94,60</b>					

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BGŻ

**Tab. Wycena porównawcza BOMI w zestawieniu ze spółkami krajowymi**

spółki	P/E	P/E	EV/EBIT	EV/EBIT	EV/EBITDA	EV/EBITDA
	2008P	2009P	2008P	2009P	2008P	2009P
EUROCASH	16,5	14,3	11,6	9,9	9,7	8,1
ALMA	21,1	17,5	12,5	11,2	7,6	6,3
EMPERIA	15,0	10,7	10,3	7,6	7,6	5,6
<i>średnia</i>	<i>17,5</i>	<i>14,2</i>	<i>11,5</i>	<i>9,6</i>	<i>8,3</i>	<i>6,6</i>
<b>BOMI</b> wskaźnik dla BOMI implikowana cena 1 akcji BOMI	<b>23,07</b>	<b>18,56</b>	<b>20,07</b>	<b>18,51</b>	<b>18,57</b>	<b>17,20</b>

**wycena 1 akcji 20,57**

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BGŻ

#### SPÓŁKI ZAGRANICZNE

Do wyceny porównawczej ze spółkami zagranicznymi wybraliśmy te z nich, które działają w branży handlu detalicznego produktów FMCG. Walmart, posiadając 4100 sklepów w USA oraz 3100 w 14 innych krajach, jest największą siecią detaliczną na świecie. Jego działalność opiera się o supermarkety wielkopowierzchniowe, jak również mniejsze sklepy dyskontowe oraz małe lokalne sklepy. Oprócz tego funkcjonuje jako dystrybutor z rozbudowaną siecią magazynów.

Tesco jest jednym z liderów na rynku FMCG w Europie, prowadząc sprzedaż w kilkunastu państwach, również poza macierzystym kontynentem. W samej Wielkiej Brytanii, skąd wywodzi się Tesco istnieje 2100 sklepów tej marki. Podstawową działalnością spółki jest sprzedaż detaliczna poprzez rozbudowaną sieć wielkopowierzchniowych supermarketów oraz mniejsze sklepy dyskontowe. Oprócz tego spółka prowadzi internetową sprzedaż produktów niespożywczych.

Carrefour posiada 15 tys. sklepów własnych bądź funkcjonujących na zasadach franszyzy i jest obecny w 30 krajach świata. Pod względem wartości przychodów zajmuje drugą pozycję na świecie, będąc jednocześnie liderem na rynku europejskim. Swoją działalność Carrefour skupia na czterech formatach: wielkopowierzchniowych hipermarketach, mniejszych supermarketach, sklepach dyskontowych oraz sklepach convenience.

Marks&Spencer prowadzi sprzedaż detaliczną odzieży oraz żywności poprzez ponad 600 sklepów w Wielkiej Brytanii oraz przez placówki w innych krajach, jak również sprzedaż internetową. Są to głównie sklepy o wyższym standardzie, oferujące produkty wysokiej jakości.

Metro Group to niemiecka spółka prowadząca sprzedaż produktów FMCG w hipermarketach Real, jak również oferująca sprzęt RTV/AGD i elektronikę poprzez supermarkety MediaMarkt i Saturn. Spółka posiada ponad 2000 placówek zlokalizowanych w 31 państwach świata.

Wycenę porównawczą ze spółkami zagranicznymi wykonaliśmy na podobnych zasadach jak wycenę ze spółkami krajowymi, zestawiając wartości wskaźników P/E (cena do zysk) oraz EV/EBITDA (wartość przedsiębiorstwa do zysku przed opodatkowaniem, oprocentowaniem i amortyzacją), a wskaźnik EV/EBIT zastąpiliśmy wskaźnikiem P/S (wartość spółki do wielkości sprzedaży). Wagi dla wszystkich wskaźników są

równe i wynoszą 33%. W ten sposób otrzymaliśmy cenę dla Emperii na poziomie 119,87 zł. oraz dla BOMI – 20,20 zł. Według tej wyceny obie spółki pozostają niedowartościowane na tle zagranicznej konkurencji.

**Tab. Wycena porównawcza Emperia w zestawieniu ze spółkami zagranicznymi**

spółki	P/E	EV/EBITDA	P/S
	2008P	2008P	2008P
Walmart	17,1	25,7	0,6
Tesco	13,4	8,9	0,6
Carrefour	12,6	8,5	0,3
Marks&Spencer	7,9	7,0	0,4
Metro Group	12,5	6,4	0,2
<i>średnia</i>	<i>12,7</i>	<i>11,3</i>	<i>0,4</i>
<b>EMPERIA</b>			
wskaźnik dla EMPERIA	13,3	7,6	0,2
implikowana cena 1 akcji EMPERIA	<b>76,38</b>	<b>126,81</b>	<b>156,42</b>
<b>wycena 1 akcji</b>	<b>119,87</b>		

*Źródło: Thomson, BM BGŻ S.A.*

**Tab. Wycena porównawcza BOMI w zestawieniu ze spółkami zagranicznymi**

spółki	P/E	EV/EBITDA	P/S
	2008P	2008P	2008P
Walmart	17,1	25,7	0,6
Tesco	13,4	8,9	0,6
Carrefour	12,6	8,5	0,3
Marks&Spencer	7,9	7,0	0,4
Metro Group	12,5	6,4	0,2
<i>średnia</i>	<i>12,7</i>	<i>11,3</i>	<i>0,4</i>
<b>BOMI</b>			
wskaźnik dla BOMI	13,8	8,0	0,4
implikowana cena 1 akcji BOMI	<b>16,73</b>	<b>25,41</b>	<b>18,67</b>
<b>wycena 1 akcji</b>	<b>20,27</b>		

*Źródło: Thomson, BM BGŻ S.A.*

## Podsumowanie wyceny

Ostateczną wycenę uzyskaliśmy, obliczając średnią ważoną z ceny uzyskanej metodą DCF (waga 50%) oraz z wyceny porównawczej ze spółkami krajowymi (waga 25%) i ze spółkami zagranicznymi (waga 25%). W wyniku naszych szacunków cenę docelową dla BOMI ustalamy na 23,52 zł, natomiast dla EMPERII na poziomie 109,78 zł. Z uwagi na duży potencjał wzrostu kursu obu spółek w stosunku do ich obecnej wartości (22% dla Emperii i 30% dla BOMI), zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla każdej z nich. Wykorzystując dobrą koniunkturę na rynku detalicznym, spółki te mogą znacząco poprawić swoje wyniki w najbliższych kwartałach, co przełoży się również na wartość ich akcji.

**Tab. Wycena końcowa Emperia**

	<b>wycena 1</b>	
	<b>akcji</b>	<b>waga</b>
metoda DCF	112,33	50%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	94,60	25%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	119,87	25%
<b>wycena EMPERIA</b>	<b>109,78</b>	
obecna cena akcji	90,00	
<b>dyskonto obecnej ceny rynkowej</b>	<b>22%</b>	

*Źródło: BM BGŻ S.A.*

**Tab. Wycena końcowa BOMI**

	<b>wycena 1</b>	
	<b>akcji</b>	<b>waga</b>
metoda DCF	26,63	50%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	20,57	25%
metoda porównawcza (spółki zagraniczne)	20,27	25%
<b>wycena BOMI</b>	<b>23,52</b>	
obecna cena akcji	18,00	
<b>dyskonto obecnej ceny rynkowej</b>	<b>31%</b>	

*Źródło: BM BGŻ S.A.*

## Charakterystyka spółki BOMI

### Informacje ogólne

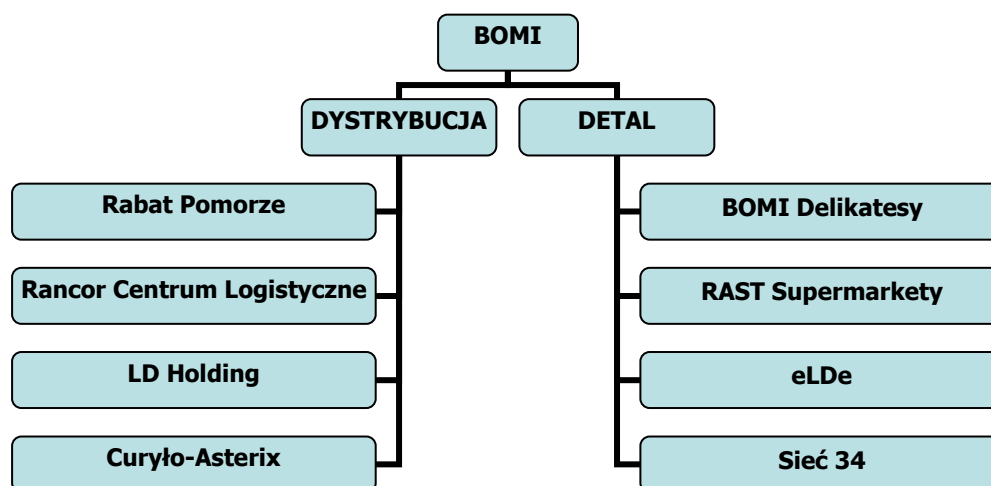
PPH BOMI S.A. działa w branży handlu detalicznego artykułów konsumpcyjnych powszechnego użytku poprzez sieć sklepów delikatesowych. Sieć składa się obecnie z 28 średniej wielkości delikatesów, których powierzchnia mieści się w przedziale 700-3500 m. kw. Spółka zaczęła swoją działalność w 1995 r. w Trójmieście, natomiast obecnie obejmuje swoim zasięgiem cały kraj, posiadając placówki w 14 miastach Polski.

Sklepy BOMI pozycjonowane są jako nowoczesne luksusowe delikatesy, a ich marka cieszy się wysoką rozpoznawalnością wśród konsumentów na obszarze działalności. Do strategicznej docelowej grupy klientów BOMI zaliczają się osoby posiadające dochody wyższe od średniej. Pozycja lidera w kraju pod względem wielkości asortymentu (ok. 35 tys. pozycji) potwierdza, że oferta sklepów jest bardzo bogata i umożliwia nabycie trudno dostępnych towarów.

BOMI nie firmuje taniej marki własnej ani tzw. półki ekonomicznej, nie zajmuje się również produkcją. Wszystko to pozwala skupić się na działalności podstawowej i pozycjonować delikatesy BOMI jako sieć sklepów luksusowych. Proces ten wzmocniony jest poprzez bardzo korzystne lokalizacje w centrach handlowych lub w atrakcyjnych miejscach poszczególnych miast.

BOMI konkuruje na rynku jakością produktów oraz obsługi, nie koniecznie ceną. Ponieważ BOMI jest najstarszą siecią delikatesów w Polsce cieszy się dużym zaufaniem klientów, wzmocnionym programami lojalnościowymi (np. rabaty, karty rabatowo-kredytowe Nordea Bank). Dodatkowo prowadzona jest sprzedaż towarów przez Internet poprzez stronę [supersam24.pl](http://supersam24.pl).

**Rys. Struktura Grupy BOMI**



Źródło: spółka, BM BGŻ S.A.

Istotnym wydarzeniem w działalności BOMI było połączenie się z Rabatem Pomorze i RASTem poprzez emisję nowych akcji (8,1 mln akcji za RAST i 12,8 mln akcji za Rabat Pomorze, akcje zostaną wprowadzone do obrotu prawdopodobnie jeszcze w tym roku). Rabat Pomorze jest liderem w dystrybucji produktów FMCG na terenie Pomorza. Posiada centrum logistyczne w Pruszczu Gdańskim o powierzchni 10 tys. m. kw. oraz 14 oddziałów terenowych. Oprócz tego Rabat Pomorze jest właścicielem znaku „Sieć 34” oraz operatorem sieci franszyskowej działającej pod tym logo, do której należy ponad 1220 zrzeszonych sklepów. Do spółki Rabat Pomorze należą również dwa podmioty – Curyło Asterix S.A., dystrybutor posiadający 3 centra logistyczne o łącznej powierzchni 15 tys. m. kw., oraz LD Holding S.A., będący operatorem sieci franszyskowej skupiającej ok. 250 placówek na terenie całego kraju.

RAST jest jedną z największych sieci delikatesowych w Polsce północno-wschodniej. Obecnie posiada 20 sklepów o łącznej powierzchni 28 tys. m kw. W ofercie sklepów RAST znajduje się 25 tys. pozycji, co plasuje je w kategorii supermarketów premium. Spółka posiada bardzo silną pozycję na obszarze swej działalności, a jej marka należy do najbardziej rozpoznawalnych w regionie.

Innym ważnym wydarzeniem w spółce było podpisanie umowy handlowej z Interchem S.A., który jest dystrybutorem artykułów chemii gospodarczej, kosmetyków i artykułów higienicznych. Dzięki porozumieniu zawartemu na 4 lata Interchem będzie miał wyłączność na dostawy tych produktów do sklepów Grupy BOMI. Sytuacja ta zapewni poprawę warunków handlowych oraz logistyki dostaw, jak również przełoży się na zwiększenie rentowności Grupy w obszarze artykułów chemicznych.

## Wyniki finansowe

BOMI z roku na rok poprawia swoje wyniki finansowe. Obserwuje się systematyczny wzrost przychodów oraz zwiększanie marż na poziomie operacyjnym jak i na poziomie marży netto. Wzrost przychodów wynika zarówno z rozbudowy sieci sklepów, jak również ze wzrostu sprzedaży w istniejących już delikatesach. Dynamiczny rozwój spółki połączony z przejściem supermarketów RAST przekładają się na wysoki wzrost wielkości sprzedaży. W roku 2008 do grupy przyłączono również dystrybutora FMCG Rabat Pomorze, który generował wielkość przychodów zbliżoną do sklepów BOMI. W związku z tym od momentu fuzji sprzedaż zwiększył się ponad dwukrotnie.

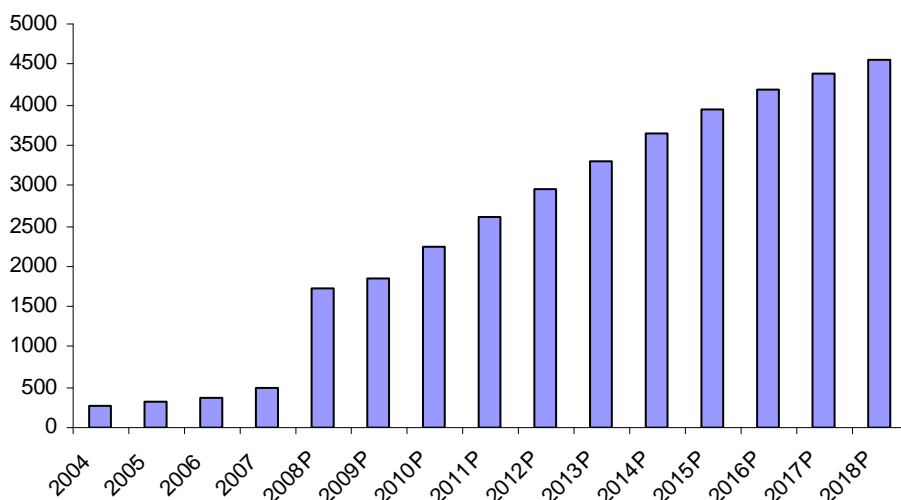
**Tab. Zestawienie spółek z Grupy BOMI (dane za 2007 r.)**

	<b>BOMI</b>	<b>RAST</b>	<b>Rabat Pomorze</b>
przychody (mln.)	446	294	386
dynamika przychodów r/r	29%	79,6%	89,4%
marża na towarach	18,8%	19,1%	8,3%
zysk netto (mln.)	17	10,3	10,5
marża netto	3,5%	3,5%	2,7%

*Źródło: spółka, BM BGZ S.A.*

Dynamika przychodów w ostatnim okresie potwierdza, iż spółki należące do Grupy BOMI posiadają bardzo wysoki potencjał wzrostu na najbliższe lata. Prognozujemy zatem dalszy dynamiczny wzrost sprzedaży dla Grupy BOMI. Będzie on wynikał z poszerzania sieci sklepów oraz wzrostu wartości sprzedaży like-for-like (dla stałej liczby placówek). Skokowy przyrost przychodów może nastąpić w 2010 r., gdy sklepy otwierane w 2008 i 2009 r. osiągną oczekiwany poziom sprzedaży.

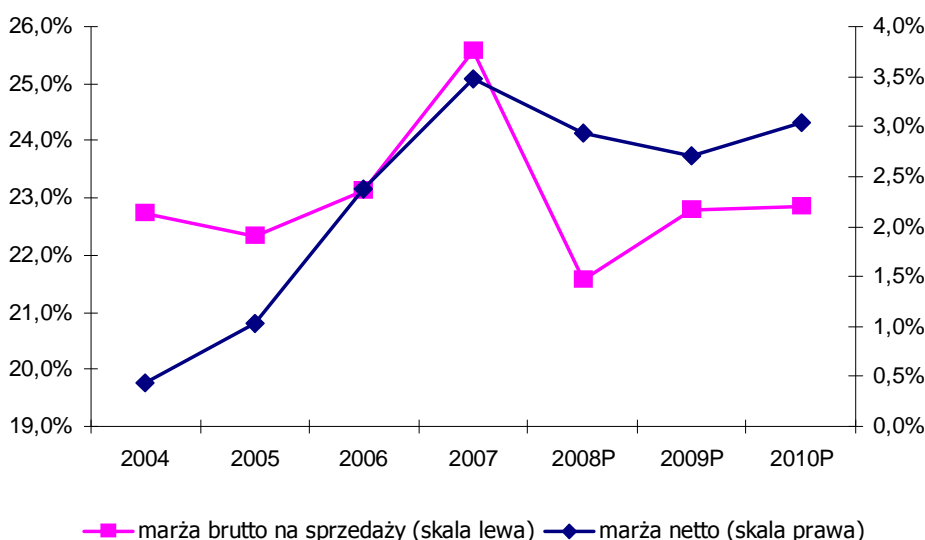
**Rys. Wartość przychodów BOMI (mln)**



Źródło: sprawozdania finansowe spółki, prognozy BM BGŻ. P – prognoza BM BGŻ (z uwzględnieniem RAST i Rabat Pomorze)

BOMI stale dąży do poprawy efektywności, co przekłada się na wzrost marż. Szczególnie dużą dynamiką charakteryzuje się marża netto, która wzrosła z poziomu 0,5% do 3,5% w ciągu ostatnich 3 lat. W bieżącym roku nastąpi obniżenie marż, będące wynikiem połączenia z Rabatem Pomorze, który ze względu na specyfikę swej działalności osiąga niższą zyskowność. W kolejnych latach przewidujemy powrót do tendencji wzrostowej rentowności, co będzie rezultatem większej skali działalności grupy przekładającej się na lepsze warunki u dostawców oraz większą siłę rynkową.

**Rys. Rentowność brutto na sprzedaży oraz rentowność netto dla BOMI**



Źródło: sprawozdania finansowe spółki, prognozy BM BGŻ. P – prognoza BM BGŻ (z uwzględnieniem RAST i Rabat Pomorze)

W bieżącym roku Grupa BOMI osiąga wyniki zgodne z wcześniejszymi prognozami zarządu. W pierwszym półroczu przychody całej Grupy wyniosły 785,1 mln. zł., co stanowiło 99% opublikowanej

prognozy. Natomiast przewidywania zysku netto zostały wykonane w 113%, przede wszystkim dzięki bardzo dobremu wynikowi Rabatu Pomorze.

**Tab. Wykonanie prognoz przez Grupę BOMI w pierwszym półroczu 2008 r.**

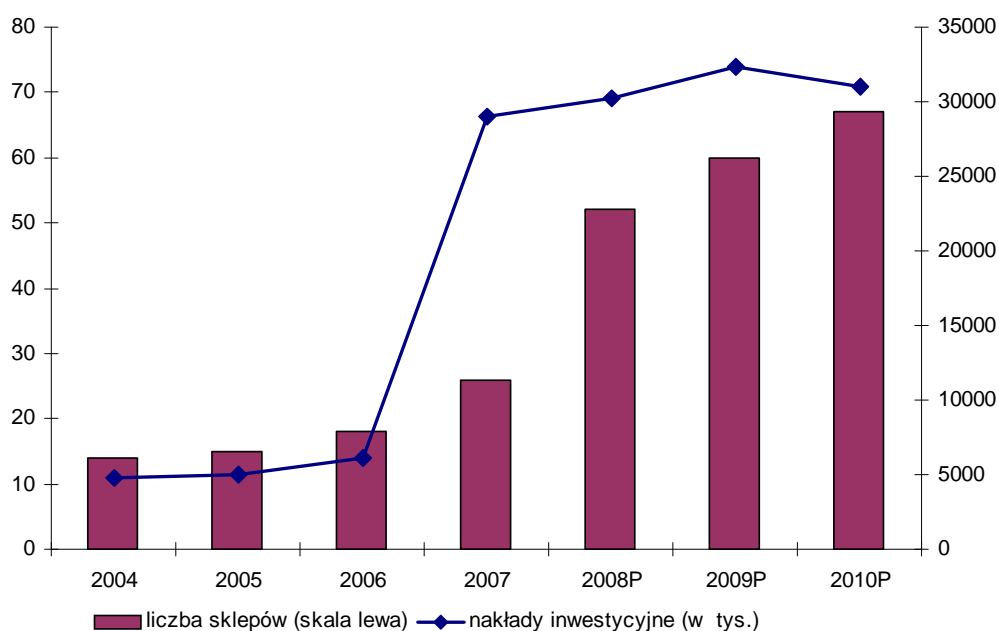
	(w mln.)	prognoza	wykonanie	stopień wykonania
<b>BOMI</b>	<b>Przychody</b>	292,9	284,7	97,2%
	<b>Zysk netto</b>	5,5	5,7	103,6%
<b>RAST</b>	<b>Przychody</b>	165,2	163,9	99,2%
	<b>Zysk netto</b>	4,1	4,1	100,0%
<b>Rabat Pomorze</b>	<b>Przychody</b>	333,8	336,7	100,9%
	<b>Zysk netto</b>	14	16,9	120,7%
<b>Grupa</b>	<b>Przychody</b>	791,9	785,3	99,2%
	<b>Zysk netto</b>	23,6	26,7	113,1%

Źródło: sprawozdanie spółki, BM BGZ.

## Inwestycje i rozwój

Czynnikiem kształtującym przyszłe przychody spółki jest dynamika rozbudowy sieci sklepów. BOMI po przejęciu sklepów RAST dysponuje w sumie 48 placówkami o łącznej powierzchni ok. 80 tys. m. kw. Spółka stale otwiera nowe sklepy (w pierwszym półroczu 2) i zawarła już wiele umów najmu dla przyszłych sklepów, których otwarcie nastąpi w 2009 lub 2010 r. Ilość nowych sklepów będzie zmniejszać się z roku na rok ze względu na postępujące nasycenie rynku oraz rosnące trudności z pozyskiwaniem atrakcyjnych lokalizacji. Celem spółki na najbliższe dwa lata jest posiadanie 60 sklepów o łącznej powierzchni 100 tys. m. kw. Można oczekiwać, że plan ten zostanie zrealizowany do końca 2009 r.

**Rys. Liczba sklepów i nakłady inwestycyjne BOMI**



Źródło: spółka, BM BGZ S.A.

P – prognoza BM BGZ, z uwzględnieniem RAST

Po kilku latach stosunkowo niskich nakładów inwestycyjnych, w ubiegłym roku BOMI przeznaczyło na nowe sklepy 29 mln. zł, otwierając 8 nowych delikatesów. W pierwszym półroczu 2008 r. otwarto dwa kolejne sklepy – w Koninie i w Sopocie. Na drugą połowę bieżącego roku oraz cały 2009 r. planowane jest uruchomienie następnych 10. Wielkość nakładów pozostanie na podobnym poziomie przez najbliższych kilka lat ze względu na duże inwestycje w kolejne lokalizacje.

---

## **Charakterystyka spółki Emperia**

---

---

### **Informacje ogólne**

---

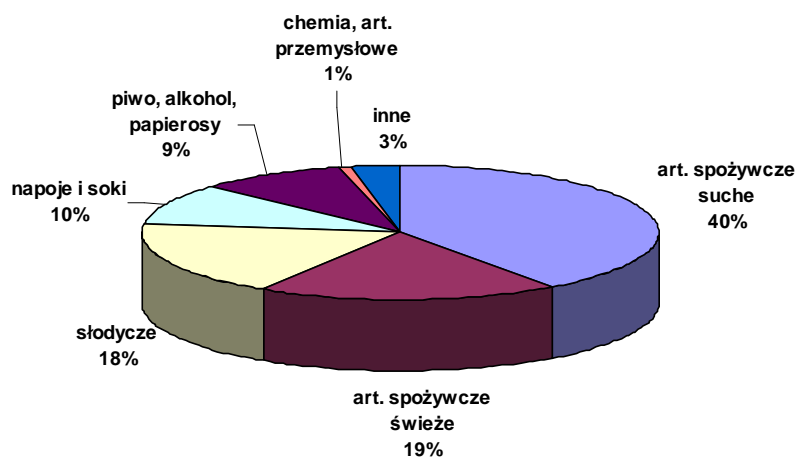
Grupa Handlowa Emperia to jedna z największych polskich grup handlowych, prowadząca detaliczną i hurtową sprzedaż artykułów FMCG, do których zalicza się artykuły spożywcze, kosmetyki, chemię gospodarczą, alkohol, wyroby tytoniowe oraz drobne artykuły gospodarstwa domowego. Spółka jest obecna na polskim rynku od 1990 r. Swym zasięgiem obejmuje teren całego kraju, zarówno w segmencie detalicznym jak i dystrybucyjnym.

Działalność spółki odbywa się w dwóch segmentach – dystrybucyjnym i detalicznym. Połączenie tych dwóch elementów pozwala optymalizować działalność handlową poprzez zwiększanie siły rynkowej i skali działania. To przekłada się na lepszą pozycję w negocjacjach z dostawcami i producentami. Dodatkowo strategia taka umożliwia zatrzymanie w Grupie całej marży handlowej, zarówno hurtowej jak i detalicznej, ze względu na fakt, iż sklepy detaliczne zaopatrują się w hurtowniach należących do Grupy. Od maja 2007 spółka funkcjonuje jako holding, co ułatwia przeprowadzanie procesów konsolidacyjnych.

Dystrybucja realizowana jest przez 9 spółek zależnych, włączonych do Grupy w ramach kolejnych przejęć, które oferują klientom ok. 12 tys. pozycji. W posiadaniu spółki znajduje się 70 magazynów o łącznej powierzchni 293 tys. m. kw. oraz 700 samochodów dostawczych. Sprzedaż odbywa się w kilku formach. System serwisowy, będący głównym kanałem sprzedaży hurtowej, polega na dostarczaniu produktów do supermarketów oraz dużych sklepów, przy czym odbiorcy mogą skorzystać z kredytu kupieckiego. Przy sprzedaży poprzez przedstawicieli handlowych (tzw. vanselling) dostarczony towar sprzedawany jest zazwyczaj za gotówkę. W systemie samoobsługowym (cash&carry) klienci samodzielnie dokonują zakupów w halach hurtowni i jednocześnie odpowiedzialni są za transport zakupionych produktów. Z tego powodu ceny w tym segmencie sprzedaży są niższe niż w pozostałych, a oferta kierowana jest głównie do drobnych odbiorców. Ostatnią formą dystrybucji jest podhurt, czyli sprzedaż do innych hurtowni, nienależących do Grupy, oraz sprzedaż w formie cateringu (do hoteli i placówek gastronomicznych).

Zasięg sprzedaży hurtowej obejmuje cały kraj, który został podzielony na sześć makroregionów. Dzięki rozbudowanej sieci hurtowni zamówienie może być dostarczone do każdego z 40 tys. odbiorców w ciągu 24 godzin. Emperia współpracuje z ok. 600 dostawcami, prowadząc jednocześnie własną działalność importową przez zależną spółkę Arsenal. Obecnie całość działalności dystrybucyjnej integrowana jest w jeden podmiot, by funkcjonować pod wspólną nazwą – Tradis Sp. z o. o.

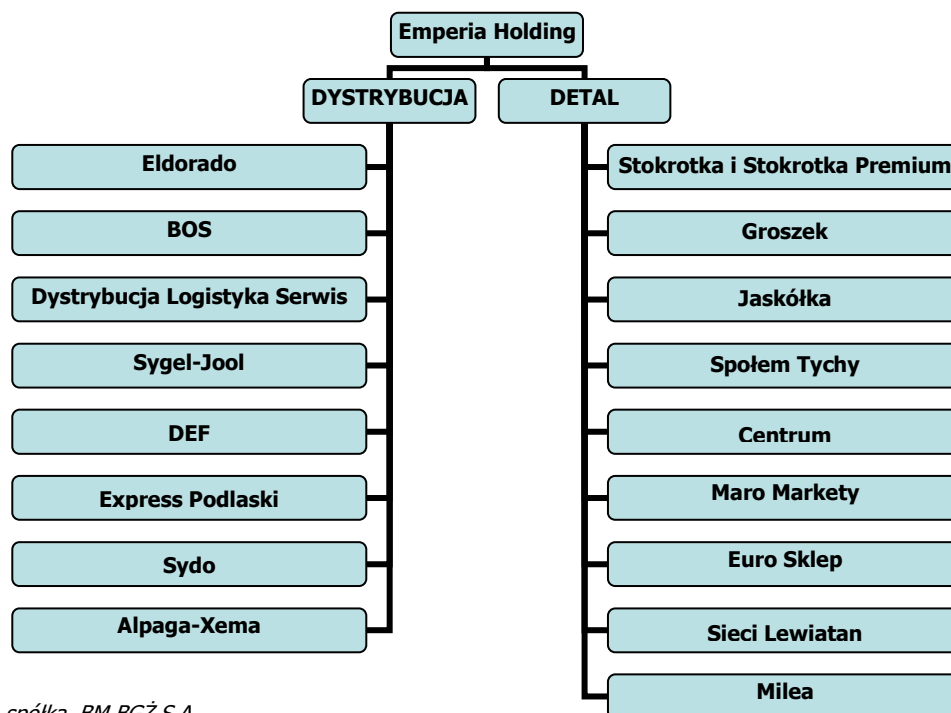
Tab. Struktura sprzedaży hurtowej w Grupie Emperia



Źródło: sprawozdanie spółki.

Działalność detaliczna w Grupie Emperia rozwijana jest wielokanałowo. Przede wszystkim są to własne supermarkety markowane nazwą Stokrotka, których obecnie istnieje już 123. W zależności od powierzchni sklepu w ofercie znajduje się od 4 do 10 tys. produktów, przy czym wielkość sklepu mieści się w przedziale 300-1400 m. kw. Stokrotki lokalizowane są najczęściej w pobliżu osiedli, w centrach miast lub w dogodnych komunikacyjnie miejscach i charakteryzują się ujednoliconymi standardami operacyjnymi i polityką marketingową.

Rys. Struktura Emperia Holding



Źródło: spółka, BM BGŻ S.A.

Podążając za trendem rynkowym, Emperia rozpoczęła rozbudowę sieci delikatesów markowanych logo Stokrotka Premium, otwierając dotychczas 3 takie placówki. Są to sklepy o większej powierzchni (700-2000 m. kw.), a co za tym idzie – oferujące szerszy asortyment (10-20 tys. produktów). Segment detaliczny to również sieci franszysowe oraz partnerskie działające na obszarze całego kraju. Zrzeszają one sklepy i supermarkety o różnej wielkości (100-1000 m. kw.), posiadające w ofercie od 4 do 10 tys. produktów. Najliczniejszą z nich jest sieć supermarketów Groszek, działająca głównie w południowo-wschodniej części kraju, skupiająca ponad 700 sklepów. Pozostałe sieci to Euro Sklepy, Lewiatan Zachód, Lewiatan Podlasie, Lewiatan Dolny Śląsk, Lewiatan Orbita, Społem Tychy, Jaskółka, Maro Markety, Centrum oraz Milea. Przychody tych sklepów nie są konsolidowane, natomiast Emperia pozyskuje korzyści z opłat franszysowych oraz ze sprzedaży hurtowej do tych sklepów.

W trzecim kwartale bieżącego roku do Grupy zostały przyłączone dwie kolejne sieci franszysowe – Lewiatan 94 oraz Lewiatan Wielkopolska. Lewiatan 94 zrzesza 2194 sklepy na terenie całego kraju, natomiast Lewiatan Wielkopolska 183 sklepy. Może to mieć duży wpływ na obroty Emperii ze względu na fakt, iż zwiększył się liczba detalicznych klientów w hurtowniach Emperii. Dodatkowo do grupy włączono również dystrybutora z Piły MPT Mago, który w 2007 r. zrealizował przychód w wysokości 40 mln zł.

**Tab. Segment detaliczny Emperia Holding (stan na dzień publikacji raportu)**

<b>sieć</b>	<b>liczba sklepów</b>	<b>powierzchnia</b>	<b>forma współpracy</b>
Stokrotka	123	300-1400	sklepy własne
Stokrotka Premium	3	700-2000	sklepy własne
Groszek	777	80-400	sklepy franszysowe
Euro Sklepy	388	80-400	sklepy franszysowe
Lewiatan Zachód	209	śr. 170	sklepy franszysowe
Lewiatan Podlasie	146	śr. 115	sklepy franszysowe
Lewiatan Dolny Śląsk	104	śr. 170	sklepy franszysowe
Lewiatan Orbita	87	śr. 170	sklepy franszysowe
Społem Tychy	25	śr. 500	sklepy partnerskie
Jaskółka	28	80-400	sklepy partnerskie
Maro Markety	18	80-400	sklepy partnerskie
Centrum	12	80-400	sklepy partnerskie
Milea	13	80-400	sklepy partnerskie

*Źródło: spółka, BM BGŻ S.A.*

## **Wyniki finansowe**

W ostatnim półroczu Emperia wypracowała 2 633 mln. zł. przychodów, co daje dynamikę na poziomie 21% w stosunku do pierwszego półrocza 2007 r.. Jest ona znacznie niższa niż w analogicznym okresie roku poprzedniego, jednak wtedy bardzo dynamiczny przyrost wartości przychodów wynikał z połączenia ze spółką BOS. Niższy zysk netto jest efektem obniżenia się marż, natomiast niższa rentowność wynika z dużego wzrostu kosztów sprzedaży, do których zaliczane są płace pracowników oraz koszty logistyki. Presja na płace oraz wzrost kosztów paliwa przyczyniają się do spadku zyskowności spółki.

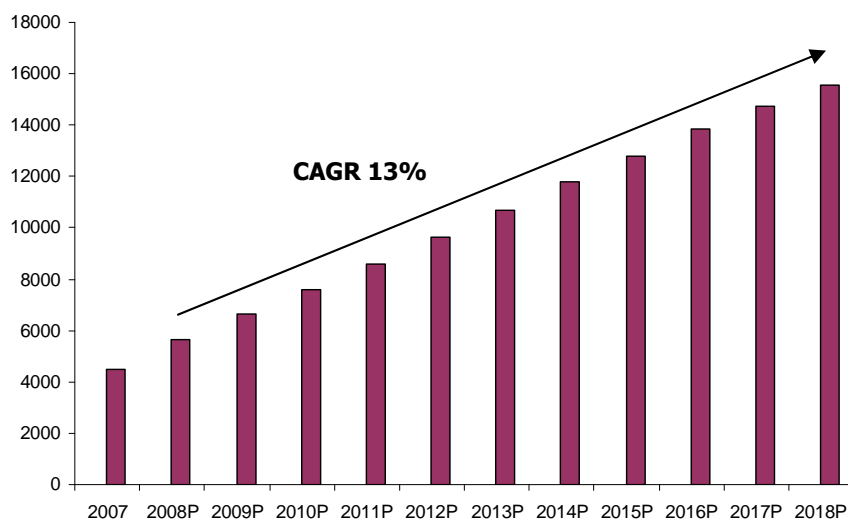
**Tab. Wyniki Emperia Holding**

	1H 2008	1H 2007	2007
przychody (mln)	2633	2181	4478
dynamika	21%	227%	218%
zysk netto (mln)	40,1	49,4	88,4
marża netto	1,5%	2,3%	2,0%

Źródło: sprawozdania spółki, BM BGŻ S.A.

W efekcie przeprowadzanych procesów konsolidacyjnych Emperia stale zwiększa swoją grupę kapitałową, co przyczynia się do wzrostu wielkości przychodów oraz zysku netto. Wzrost przychodów jest również efektem rozwoju organicznego, będącego skutkiem otwierania nowych sklepów i hurtowni. Prognozujemy, że obecna dynamika przychodów utrzyma się w najbliższych latach ze względu na intensywną rozbudowę sieci Stokrotka oraz Stokrotka Premium, a także wzrost sprzedaży w istniejących sklepach i hurtowniach. W kolejnych latach przyrost sprzedaży będzie wolniejszy.

**Rys. Wartość przychodów Emperia (mln)**

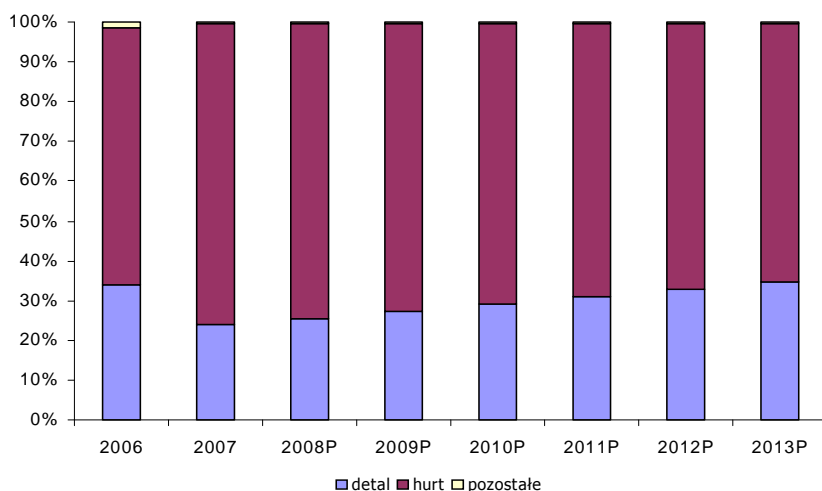


Źródło: BM BGŻ S.A.

P – prognoza BM BGŻ

Przed połączeniem ze spółką BOS, udział segmentu detalicznego w sprzedaży Emperii stanowił 34%. Jednak po wchłonięciu dystrybutora w 2007 r. dominacja sprzedaży hurtowej zwiększyła się do 76%. Od tego momentu następuje jednak wzrost udziału sprzedaży detalicznej powodowany rozbudową sieci Stokrotka oraz Stokrotka Premium. Udział pozostałych przychodów, które pochodzą m. in. z opłat za franszyzę, spadł do 0,3% całości przychodów i pozostanie na tym poziomie. Rozwój sieci detalicznej postępujący szybciej niż wzrost sprzedaży w hurcie spowoduje, że marże uzyskiwane z całej działalności spółki będą ulegały poprawie.

**Rys. Udział poszczególnych segmentów w sprzedaży Grupy Emperia**



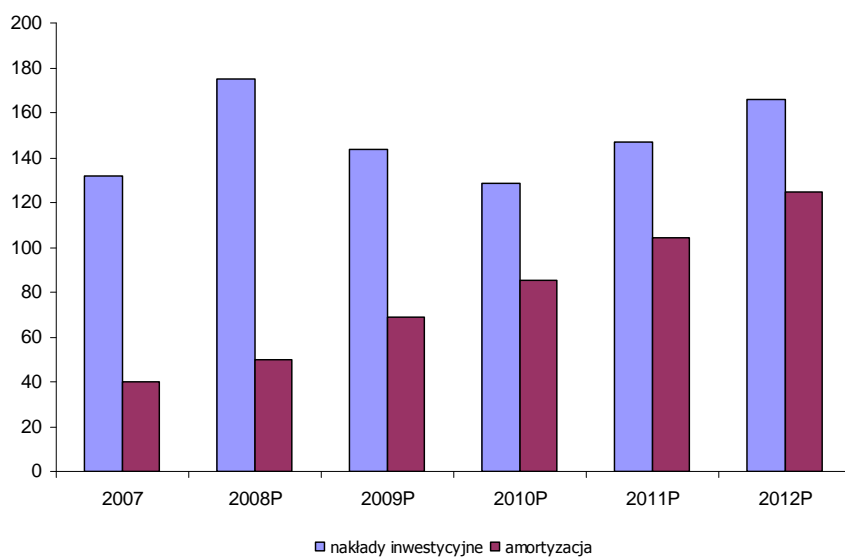
Źródło: BM BGŻ S.A.

P – prognoza BM BGŻ

## Inwestycje i rozwój

Emperia charakteryzuje się dużą aktywnością przy rozwijaniu swojej sieci sprzedaży, zarówno detalicznej, jak i hurtowej. W 2007 r. nakłady inwestycyjne wyniosły 132,7 mln. zł., natomiast w 2008 r. wyniosą ok. 175 mln (prognoza zarządu). Środki te wykorzystane zostały na przygotowanie nowych centrów dystrybucyjnych, m. in. w Będzinie oraz w Stargardzie Szczecińskim. Inwestycje te pozwolą skuteczniej spełniać oczekiwania odbiorców oraz umożliwią pozyskanie nowych klientów, np. szczecińskie sklepy zrzeszone w sieci Lewiatan Zachód. Większe magazyny pozwolą również poszerzyć ofertę, przez co dotychczasowi odbiorcy będą mogli zwiększyć asortyment produktów nabywanych w hurtowniach Tradis.

**Rys. Wartość nakładów inwestycyjnych oraz amortyzacji Grupy Emperia (mln)**

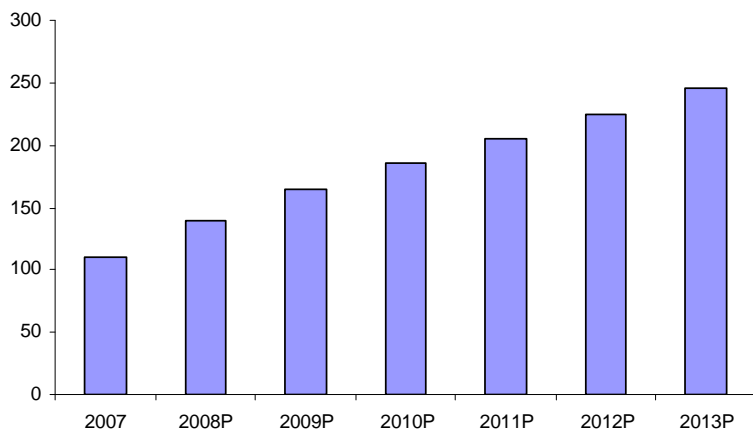


Źródło: BM BGŻ S.A.

P – prognoza BM BGŻ

Obecnie Emperia kładzie również duży nacisk na rozwój sieci supermarketów Stokrotka oraz delikatesów Stokrotka Premium. Duże nakłady inwestycyjne wynikają z zamierzeń zarządu, które zakładają otwieranie ok. 20-30 nowych sklepów każdego roku. Przyczyni się to do znacznego wzrostu przychodów w całej Grupie. Z drugiej strony, wysokie nakłady przełożą się na wysokie odpisy amortyzacyjne w najbliższych latach. Będzie to obniżać zyski spółki, poprawiając jednocześnie jej cash flow.

**Rys. Liczba sklepów Stokrotka i Stokrotka Premium**



Źródło: BM BGŻ S.A.

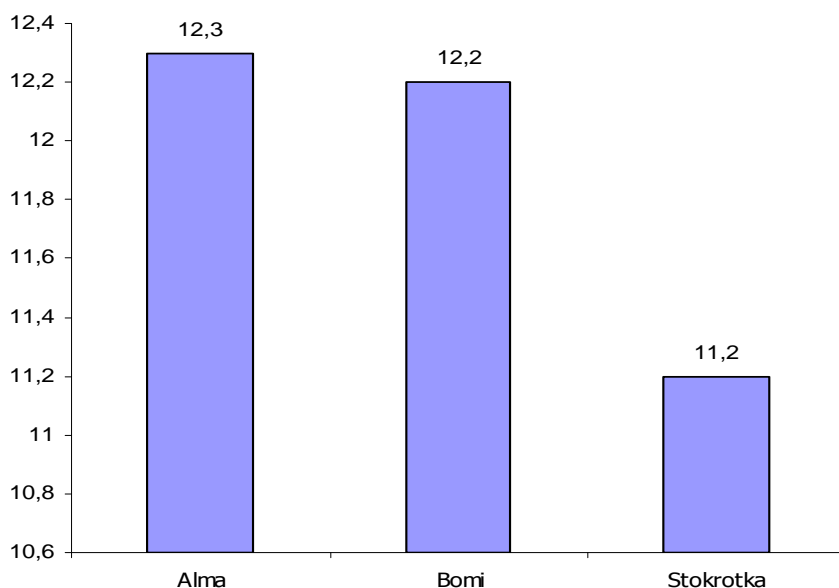
P – prognoza BM BGŻ

## Otoczenie konkurencyjne

Rynek delikatesów rozwija się bardzo dynamicznie, czego przejawem jest wysoki wzrost sprzedaży w sklepach delikatesowych, jak również rosnąca liczba takich sklepów na polskim rynku. Mimo to udział tego segmentu sprzedaży w całym rynku FMCG wynosi obecnie ok. 3%. W krajach Europy Zachodniej wskaźnik ten kształtuje się na poziomie ok. 10%, co pozwala prognozować dalszy rozwój delikatesów w Polsce.

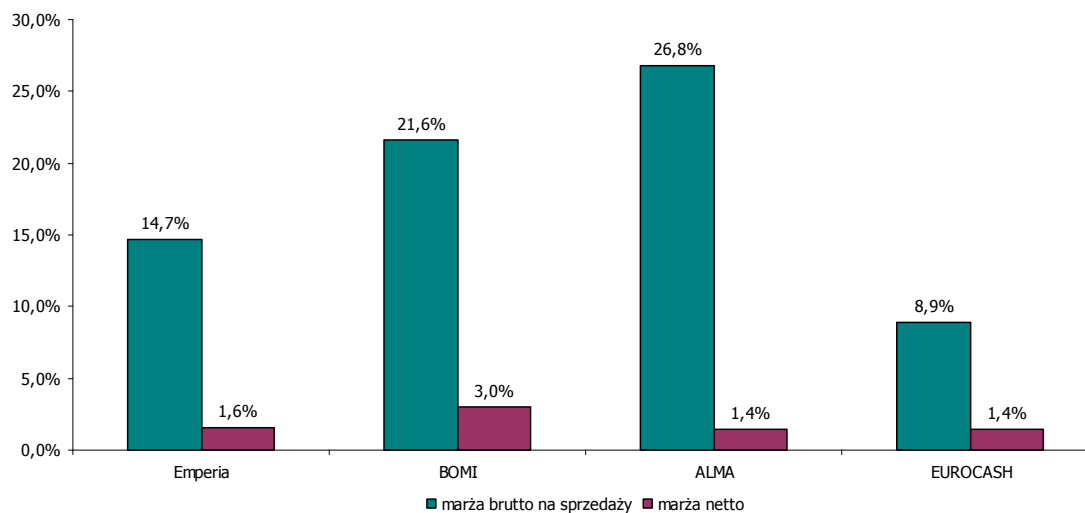
Ważnym kryterium efektywności sklepów jest wielkość sprzedaży osiągananej z powierzchni handlowej. Wyniki giełdowych spółek są pod tym względem na wyrównanym poziomie. Oznacza to, iż efektywność sprzedaży jest podobna we wszystkich spółkach. Duży wpływ na wartość tego wskaźnika ma ilość nowootwartych sklepów, ponieważ osiągają one niższe przychody, zaniżając w ten sposób średnią. Zadawalający poziom przychodów sklep osiąga po 12-24 miesiącach, kiedy to przychód z metra może wynosić nawet dwukrotność średniej dla danej sieci.

Rys. Wartość sprzedaży z 1 m. kw. powierzchni (dane roczne za 2007 r., tys. zł.)



Źródło: obliczenia BM BGŻ S.A.

Rys. Porównanie rentowności brutto na sprzedaży oraz rentowności netto dla sieci delikatesów (prognozy BM BGŻ na 2008 r.)



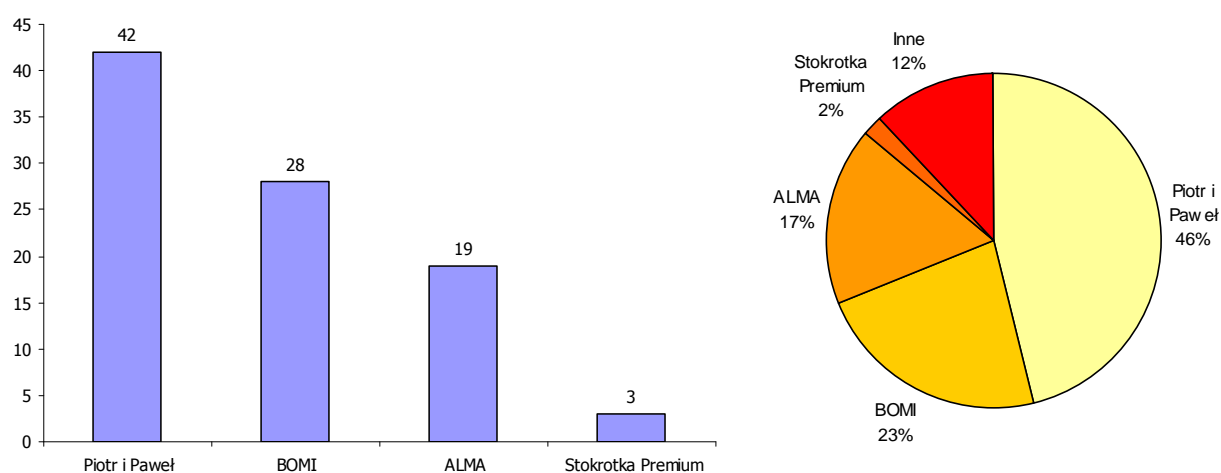
Źródło: BM BGŻ S.A.

Istotne różnice występują natomiast w zestawieniu rentowności spółek. Dysproporcje te wynikają z modelu działalności w poszczególnych grupach. ALMA prowadzi jedynie działalność detaliczną przez swoje delikatesy i sklepy sieci Krakowski Kredens. Dzięki temu oraz strategii własnego importu wielu produktów marża brutto na sprzedaży jest najwyższa. BOMI i Emperia swoją działalność dzielą między sprzedaż detaliczną a dystrybucję, gdzie marże są znacząco niższe. Przy większym znaczeniu dystrybucji w sprzedaży Emperii, jej średnie marże są niskie. Eurocash z kolei prowadzi jedynie działalność dystrybucyjną, a jego sieci sprzedaży

detalicznej funkcjonują w formie franszyzy. Dlatego wynik jest tu najgorszy. Rentowność netto nie wskazuje już dużych rozbieżności między spółkami. Tu najlepiej wypada BOMI, osiągając rentowność na poziomie 3%.

Pod względem ilości sklepów, jak i udziału w rynku delikatesów, liderem jest sieć delikatesów Piotr i Paweł. Sytuacja może zmienić się jednak w najbliższych latach ze względu na planowaną ekspansję innych sieci delikatesowych, w tym BOMI, Stokrotka, ALMA oraz Delikatesy Centrum należące do Eurocash. Procesy te wskazują na rosnącą konkurencję między sieciami, która może powodować, iż wielkość sprzedaży nie będzie rosła tak dynamicznie oraz może prowadzić do powstania presji na cięcie marż i przejścia do konkurencji cenowej.

**Rys. Ilość sklepów oraz udział w rynku największych sieci delikatesów**

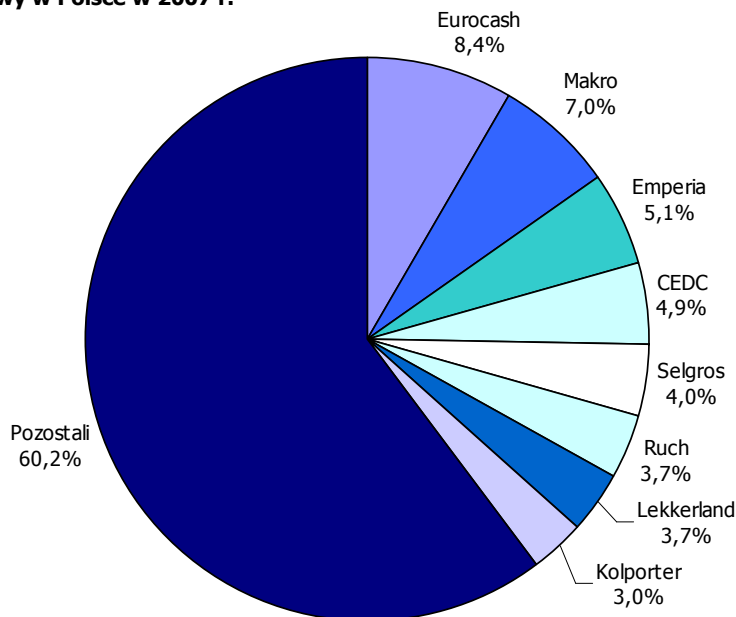


Źródło: PMR, BM BGŻ S.A.

Rynek FMCG w 2007 r. szacowany był na 162 mld zł wobec 144 mld w 2006 r. (wg danych GfK Polonia). Kilkunastoprocentowa dynamika rynku zapewne utrzyma się również w najbliższych latach ze względu na wysoki wzrost gospodarczy oraz zwiększanie się dochodu rozporządzalnego obywateli. Szczególnie atrakcyjny pozostaje nadal segment dystrybucji. Od 1995 r. obserwuje się na tym rynku procesy koncentracji, czego efektem jest spadek liczby firm hurtowych z ok. 20 tys. do 5 tys. Spadek ten wynika z tego, iż małe firmy nie są w stanie sprostać konkurencji i zostają likwidowane bądź wchłaniane przez większe podmioty. Obecnie funkcjonuje jedynie 6 firm o zasięgu ogólnokrajowym.

Liderem pod względem sprzedaży hurtowej produktów FMCG jest Eurocash. Emperia z ponad 5% udziałem w rynku zajmuje trzecie miejsce. W przyszłości pozycja konkurencyjna w tym segmencie będzie w dużym stopniu zależała od podejmowanych działań konsolidacyjnych. Duże przedsiębiorstwa odpowiadają za ok. 40% sprzedaży, a pozostałe 60% odbywa się przez mniejsze regionalne bądź lokalne firmy, które mogą zostać przejęte przez większe podmioty. Ogromnym atutem zarówno Eurocash jak i Emperii jest posiadanie sieci franszysowych oraz partnerskich, dzięki którym mają zapewnionych odbiorców. Rozwój sieci detalicznych przyczyni się zatem do wzrostu sprzedaży w segmencie dystrybucyjnym. Dlatego perspektywy rozwoju dla tych spółek są bardzo korzystne.

Rys. Rynek hurtowy w Polsce w 2007 r.

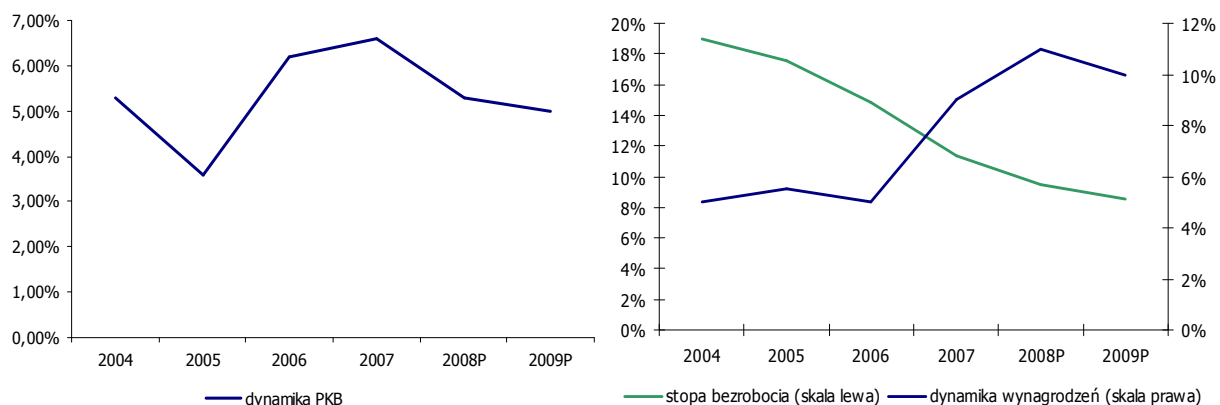


Źródło: Rzeczpospolita, BM BGŻ S.A.

## Otoczenie makroekonomiczne

Sprzedaż detaliczna jest silnie skorelowana z sytuacją makroekonomiczną w kraju. Dobre perspektywy dla rozwoju delikatesów stwarza szybki, ponad 5% wzrost gospodarczy, spadające bezrobocie i rosnące zarobki, co przekłada się na dobre nastroje konsumenckie. Wspomniane aspekty przyczyniają się do wzrostu zamożności Polaków i zwiększenia skłonności do zakupów produktów luksusowych proponowanych przez sklepy delikatesowe.

Rys. Dynamika PKB, stopa bezrobocia oraz wzrost wynagrodzeń w Polsce



Źródło: GUS, BM BGŻ S.A.

Od kilku lat polska gospodarka rozwija się w bardzo szybkim tempie i prognozuje się, że tendencja ta utrzyma się w najbliższym czasie. Spowolnienie grożące naszej gospodarce nie powinno być zbyt ostre, więc

roczny przyrost PKB na poziomie 4-5% najprawdopodobniej utrzyma się przez dłuższy czas. Przewidywania na przyszły rok szacują wzrost produktu krajowego brutto Polski o ok. 5%. Taka dynamika rozwoju powoduje spadek bezrobocia, które obecnie obniżyło się już do poziomu zbliżonego do 10%. W związku z tym pojawia się presja na wzrost płac, które od kilku kwartałów rosną w tempie dwucyfrowym.

Wymienione wyżej elementy przyczyniają się do wzrostu zamożności Polaków, przez co stają się oni bardziej skłonni do kupowania produktów droższych, charakteryzujących się lepszą jakością. Właśnie z taką ofertą wychodzą naprzeciw oczekiwaniom rynku sklepy delikatesowe. Pozwala to przewidywać, że popyt na produkty delikatesowe nie tylko nie zmniejszy się, lecz będzie systematycznie wzrastał. Powinno się to przełożyć na wyższe przychody oraz lepsze wyniki osiągane przez spółki z tej branży.

Z drugiej strony te same elementy, spadające bezrobocie oraz wzrost wynagrodzeń, powodują trudności na rynku pracy dla pracodawców. Trudności ze znalezieniem pracowników, szczególnie w dużych miastach, gdzie przede wszystkim otwierane są delikatesy, stwarzają presję na podnoszenie wynagrodzeń. Jednak fakt ten wpływa w tym samym stopniu na wszystkie spółki branży, ponieważ działają one jedynie na rynku krajowym.

Zagrożeniem dla rozwoju dużych sklepów może być również ustawa o wielkopowierzchniowych obiektach handlowych. Pierwotnie uznana za niezgodną z konstytucją, obecnie znów wraca w zmienionej formie. Jeśli zostanie ona przyjęta przez Sejm, znacznie utrudni budowę nowych sklepów o powierzchni przekraczającej 400 m. kw. Wynikiem tego będzie spowolniona ekspansja sieci delikatesowych. Ogólne perspektywy rozwoju dla rynku FMCG pozostają jednak optymistyczne.

## Tabele i wybrane dane finansowe

Tab. Bilans Emperia

(mln)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
<b>AKTYWA</b>	<b>1487,2</b>	<b>1739,8</b>	<b>2017,4</b>	<b>2287,2</b>	<b>2509,2</b>	<b>2759,0</b>	<b>2991,6</b>	<b>3209,9</b>	<b>3458,7</b>	<b>3687,9</b>	<b>3886,2</b>	<b>4119,6</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>690,1</b>	<b>830,2</b>	<b>905,0</b>	<b>948,2</b>	<b>990,9</b>	<b>1032,7</b>	<b>1026,5</b>	<b>1017,3</b>	<b>1046,5</b>	<b>1021,0</b>	<b>1003,7</b>	<b>996,6</b>
Wartości niematerialne i prawne	3,6	7,3	6,7	5,7	4,5	3,7	3,7	3,7	3,6	3,5	3,2	2,7
Rzeczowe aktywa trwałe	435,9	557,5	632,9	677,1	721,0	763,6	757,4	748,2	777,5	752,1	735,1	728,4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>797,1</b>	<b>909,6</b>	<b>1112,4</b>	<b>1339,0</b>	<b>1518,3</b>	<b>1726,2</b>	<b>1965,1</b>	<b>2192,6</b>	<b>2412,2</b>	<b>2666,9</b>	<b>2882,5</b>	<b>3123,0</b>
Zapasy	344,1	416,4	491,1	562,7	636,0	714,0	791,3	871,3	947,7	1025,0	1090,0	1153,0
Należności krótkoterminowe	353,2	438,0	516,5	591,9	669,0	751,0	832,3	916,5	996,8	1078,2	1146,6	1212,7
aktywa pieniężne	92,4	50,1	99,8	179,3	208,2	256,2	336,4	399,7	462,6	558,6	640,9	752,3
<b>PASYWA</b>	<b>1487,2</b>	<b>1739,8</b>	<b>2017,4</b>	<b>2287,2</b>	<b>2509,2</b>	<b>2759,0</b>	<b>2991,6</b>	<b>3209,9</b>	<b>3458,7</b>	<b>3687,9</b>	<b>3886,2</b>	<b>4119,6</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>689,3</b>	<b>790,6</b>	<b>897,8</b>	<b>1018,4</b>	<b>1086,7</b>	<b>1174,1</b>	<b>1273,3</b>	<b>1354,6</b>	<b>1473,4</b>	<b>1615,2</b>	<b>1739,3</b>	<b>1895,6</b>
Kapitał zakładowy	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8
Kapitał zapasowy	22,4	89,2	165,6	272,8	393,4	461,7	549,1	648,2	729,5	848,3	990,1	1114,3
Kapitał rezerwowy	46,8	59,9	59,9	59,9	59,9	59,9	59,9	59,9	59,9	59,9	59,9	59,9
zyski zatrzymane	66,9	76,3	107,2	120,6	68,3	87,4	99,2	81,3	118,8	141,8	124,2	156,3
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>797,9</b>	<b>949,2</b>	<b>1119,6</b>	<b>1268,8</b>	<b>1422,4</b>	<b>1584,9</b>	<b>1718,3</b>	<b>1855,3</b>	<b>1985,3</b>	<b>2072,7</b>	<b>2146,9</b>	<b>2224,0</b>
Zobowiązania długoterminowe	131,6	216,1	273,1	313,4	355,7	399,9	415,8	431,4	445,4	415,3	390,8	372,3
Zobowiązania krótkoterminowe	633,7	699,1	812,5	921,4	1032,6	1151,0	1268,5	1389,9	1505,9	1623,4	1722,1	1817,6
w tym dług odsetkowy	212,4	282,9	339,9	380,2	422,6	466,7	482,7	498,2	512,2	482,2	457,6	439,2

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Rachunek zysków i strat Emperia**

(mln)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
<b>Przychody ogółem</b>	<b>4479,6</b>	<b>5629</b>	<b>6638</b>	<b>7607</b>	<b>8598</b>	<b>9652</b>	<b>10697</b>	<b>11779</b>	<b>12811</b>	<b>13857</b>	<b>14736</b>	<b>15586</b>
<i>zmiana przychodów</i>	<i>218%</i>	<i>26%</i>	<i>18%</i>	<i>15%</i>	<i>13%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>
Przychody z produktów	143	205	256	308	368	438	508	587	665	750	833	911
Przychody z towarów	4336	5425	6383	7299	8230	9214	10189	11192	12147	13107	13902	14675
<b>Koszty wytworzenia</b>	<b>3791,5</b>	<b>4802</b>	<b>5632</b>	<b>6447</b>	<b>7306,9</b>	<b>8190,3</b>	<b>9066,2</b>	<b>10044</b>	<b>10909</b>	<b>11781</b>	<b>12594</b>	<b>13301</b>
Koszt produktów	37	58	71	85	101	119	137	157	177	200	221	240
Koszty towarów	3754	4744	5561	6362	7206	8072	8929	9886	10732	11582	12373	13061
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>688,04</b>	<b>827</b>	<b>1006</b>	<b>1160</b>	<b>1291</b>	<b>1461</b>	<b>1631</b>	<b>1735</b>	<b>1902</b>	<b>2076</b>	<b>2141,9</b>	<b>2285,1</b>
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>
koszty sprzedaży	488	317	605	719	839	962	1069	1194	1328	1384	1486	1580
Koszty ogólnego zarządu	79	9	87	96	106	116	128	141	155	170	187	206
<b>Zysk z działalności operacyjnej</b>	<b>136</b>	<b>141</b>	<b>192</b>	<b>215</b>	<b>213</b>	<b>265</b>	<b>296</b>	<b>253</b>	<b>348</b>	<b>403</b>	<b>356</b>	<b>435</b>
<i>Marża operacyjna</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,8%</i>
Przychody finansowe	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Koszty finansowe	29	28	34	38	42	47	48	50	51	48	46	44
<b>Zysk brutto</b>	<b>110</b>	<b>112</b>	<b>158</b>	<b>177</b>	<b>171</b>	<b>218</b>	<b>248</b>	<b>203</b>	<b>297</b>	<b>354</b>	<b>310</b>	<b>391</b>
<i>Marża brutto</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,3%</i>	<i>1,7%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,5%</i>
Podatek dochodowy	22	21	30	34	32	41	47	39	56	67	59	74
<b>Zysk netto</b>	<b>88</b>	<b>91</b>	<b>128</b>	<b>144</b>	<b>138</b>	<b>177</b>	<b>201</b>	<b>165</b>	<b>241</b>	<b>287</b>	<b>251</b>	<b>316</b>
<i>Marża netto</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,7%</i>	<i>2,0%</i>

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

**Tab. Rachunek przepływów środków pieniężnych Emperia**

(mln)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
<b>Przebiegi z działalności operacyjnej</b>	<b>98,903</b>	<b>62,8</b>	<b>156,7</b>	<b>190,8</b>	<b>203,2</b>	<b>259,7</b>	<b>298,3</b>	<b>277,6</b>	<b>330,6</b>	<b>367,4</b>	<b>332,6</b>	<b>391,2</b>
Zysk netto	88,4	90,9	127,7	143,7	138,3	176,9	200,8	164,6	240,6	287,1	251,5	316,5
Korekty razem	10,5	-28,1	29,0	47,1	64,9	82,8	97,5	112,9	90,0	80,4	81,1	74,7
Amortyzacja	40,0	49,6	68,8	85,3	103,9	124,3	138,8	155,6	130,7	121,6	115,7	108,3
Zmiana stanu zapasów	-43,6	-72,3	-74,7	-71,7	-73,3	-77,9	-77,3	-80,0	-76,4	-77,4	-65,0	-62,9
Zmiana stanu należności	-28,2	-84,8	-78,5	-75,4	-77,1	-82,0	-81,4	-84,1	-80,3	-81,4	-68,4	-66,2
Zmiana stanu zobowiązań	44,1	79,4	113,4	108,8	111,3	118,4	117,5	121,5	116,0	117,5	98,7	95,6
<b>Przebiegi z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-138,0</b>	<b>-175,0</b>	<b>-143,6</b>	<b>-128,5</b>	<b>-146,7</b>	<b>-166,2</b>	<b>-132,5</b>	<b>-146,4</b>	<b>-159,9</b>	<b>-96,1</b>	<b>-98,4</b>	<b>-101,2</b>
Wydatki	219,0	175,0	143,6	128,5	146,7	166,2	132,5	146,4	159,9	96,1	98,4	101,2
Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	132,7	175,0	143,6	128,5	146,7	166,2	132,5	146,4	159,9	96,1	98,4	101,2
<b>Przebiegi z działalności finansowej</b>	<b>118,9</b>	<b>70,9</b>	<b>37,9</b>	<b>18,7</b>	<b>-26,8</b>	<b>-44,3</b>	<b>-84,4</b>	<b>-66,8</b>	<b>-106,3</b>	<b>-173,6</b>	<b>-150,3</b>	<b>-176,7</b>
wpływy	494,5	105,0	86,1	77,1	88,0	99,7	79,5	87,9	95,9	57,7	59,0	60,7
wydatki	375,6	34,1	48,3	58,4	114,8	144,0	164,0	154,7	202,2	231,2	209,3	237,4
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>79,8</b>	<b>-41,3</b>	<b>51,0</b>	<b>81,0</b>	<b>29,7</b>	<b>49,2</b>	<b>81,4</b>	<b>64,3</b>	<b>64,4</b>	<b>97,8</b>	<b>83,9</b>	<b>113,3</b>
<b>Środki pieniężne:</b>												
<b>na początek okresu</b>	<b>12,7</b>	<b>92,4</b>	<b>51,1</b>	<b>102,1</b>	<b>183,1</b>	<b>212,8</b>	<b>262,0</b>	<b>343,4</b>	<b>407,7</b>	<b>472,1</b>	<b>569,9</b>	<b>653,7</b>
<b>na koniec okresu</b>	<b>92,4</b>	<b>51,1</b>	<b>102,1</b>	<b>183,1</b>	<b>212,8</b>	<b>262,0</b>	<b>343,4</b>	<b>407,7</b>	<b>472,1</b>	<b>569,9</b>	<b>653,7</b>	<b>767,0</b>

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

**Tab. Bilans BOMI**

(mln)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
<b>AKTYWA</b>	<b>148,0</b>	<b>507,8</b>	<b>614,9</b>	<b>704,6</b>	<b>806,9</b>	<b>916,7</b>	<b>1032,9</b>	<b>1152,8</b>	<b>1270,0</b>	<b>1374,7</b>	<b>1473,4</b>	<b>1572,6</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>40,4</b>	<b>218,7</b>	<b>227,2</b>	<b>229,8</b>	<b>226,6</b>	<b>219,8</b>	<b>212,2</b>	<b>218,2</b>	<b>226,0</b>	<b>235,0</b>	<b>244,5</b>	<b>253,8</b>
Wartości niematerialne i prawne	1,1	8,4	8,4	8,3	8,2	8,1	8,0	7,9	7,8	7,7	7,7	7,7
Rzeczowe aktywa trwałe	37,1	164,0	172,5	175,1	172,0	165,3	157,7	163,9	171,8	180,9	190,4	199,7
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>107,7</b>	<b>289,1</b>	<b>387,7</b>	<b>474,8</b>	<b>580,3</b>	<b>696,9</b>	<b>820,7</b>	<b>934,6</b>	<b>1044,0</b>	<b>1139,7</b>	<b>1228,9</b>	<b>1318,8</b>
Zapasy	38,3	113,6	121,9	146,6	171,5	193,2	213,6	233,7	252,5	264,3	273,7	281,5
Należności krótkoterminowe	25,3	97,0	104,1	125,2	146,5	166,4	185,6	204,8	221,2	235,6	246,1	255,4
Inwestycje krótkoterminowe	43,5	75,0	158,1	199,5	258,7	333,6	418,0	492,6	566,8	636,3	705,6	778,4
<b>PASYWA</b>	<b>148,0</b>	<b>507,8</b>	<b>614,9</b>	<b>704,6</b>	<b>806,9</b>	<b>916,7</b>	<b>1032,9</b>	<b>1152,8</b>	<b>1270,0</b>	<b>1374,7</b>	<b>1473,4</b>	<b>1572,6</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>76,9</b>	<b>222,2</b>	<b>272,5</b>	<b>306,4</b>	<b>349,6</b>	<b>400,9</b>	<b>458,4</b>	<b>518,6</b>	<b>581,4</b>	<b>638,0</b>	<b>696,4</b>	<b>757,2</b>
Kapitał zakładowy	1,8	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Kapitał zapasowy	58,7	149,1	199,7	250,0	283,9	327,1	378,3	435,9	496,1	558,9	615,5	673,9
zysk/strata netto	17,0	50,6	50,3	67,8	86,4	102,5	115,1	120,5	125,6	113,1	116,9	121,6
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>71,1</b>	<b>285,6</b>	<b>342,4</b>	<b>398,2</b>	<b>457,3</b>	<b>515,8</b>	<b>574,5</b>	<b>634,1</b>	<b>688,6</b>	<b>736,7</b>	<b>777,0</b>	<b>815,4</b>
Zobowiązania długoterminowe	6,6	47,0	88,4	98,5	111,5	126,9	144,1	162,2	181,0	198,0	215,5	233,8
Zobowiązania krótkoterminowe	63,3	234,6	250,0	295,7	341,8	385,0	426,4	468,0	503,6	534,8	557,4	577,6
w tym zobowiązania odsetkowe	6,6	67,0	108,4	118,5	131,5	146,9	164,1	182,2	201,0	218,0	235,5	253,8

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

**Tab. Rachunek zysków i strat BOMI**

(mln)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
<b>Przychody ogółem</b>	<b>489</b>	<b>1727</b>	<b>1854</b>	<b>2230</b>	<b>2609</b>	<b>2964</b>	<b>3304</b>	<b>3646</b>	<b>3938</b>	<b>4195</b>	<b>4381</b>	<b>4547</b>
<i>zmiana przychodów</i>	<i>29%</i>	<i>253%</i>	<i>7%</i>	<i>20%</i>	<i>17%</i>	<i>14%</i>	<i>11%</i>	<i>10%</i>	<i>8%</i>	<i>7%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>
Przychody z produktów	42	173	185	223	261	296	330	365	394	419	438	455
Przychody z towarów	447	1 554	1 669	2 007	2 348	2 667	2 974	3 281	3 544	3 775	3 943	4 092
<b>Koszty wytworzenia</b>	<b>364</b>	<b>1 354</b>	<b>1 432</b>	<b>1 720</b>	<b>2 011</b>	<b>2 283</b>	<b>2 545</b>	<b>2 832</b>	<b>3 066</b>	<b>3 292</b>	<b>3 439</b>	<b>3 568</b>
Koszty produktów	1	26	37	45	52	59	66	73	79	84	88	91
Koszty towarów	363	1 328	1 395	1 675	1 959	2 223	2 479	2 759	2 987	3 208	3 351	3 477
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>125</b>	<b>373</b>	<b>422</b>	<b>510</b>	<b>598</b>	<b>681</b>	<b>759</b>	<b>814</b>	<b>872</b>	<b>903</b>	<b>942</b>	<b>979</b>
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>26%</i>	<i>22%</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>
koszty sprzedaży	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Koszty ogólnego zarządu	99	297	341	403	465	525	583	628	677	721	753	782
<b>Zysk z działalności operacyjnej</b>	<b>21</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>94</b>	<b>118</b>	<b>140</b>	<b>157</b>	<b>165</b>	<b>173</b>	<b>159</b>	<b>165</b>	<b>172</b>
<i>Marża operacyjna</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>
Koszty finansowe	0	5	9	9	11	12	13	15	16	17	19	20
Przychody finansowe	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk brutto</b>	<b>22</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>85</b>	<b>108</b>	<b>128</b>	<b>144</b>	<b>151</b>	<b>157</b>	<b>141</b>	<b>146</b>	<b>152</b>
<i>Marża brutto</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>3%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>
Podatek dochodowy	5	13	13	17	22	26	29	30	31	28	29	30
<b>Zysk netto</b>	<b>17</b>	<b>51</b>	<b>50</b>	<b>68</b>	<b>86</b>	<b>103</b>	<b>115</b>	<b>121</b>	<b>126</b>	<b>113</b>	<b>117</b>	<b>122</b>
<i>Marża netto</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

**Tab. Rachunek przepływu środków pieniężnych BOMI**

(mln)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>6,1</b>	<b>89,1</b>	<b>74,1</b>	<b>96,1</b>	<b>119,0</b>	<b>140,9</b>	<b>157,9</b>	<b>153,4</b>	<b>157,8</b>	<b>151,1</b>	<b>154,1</b>	<b>160,9</b>
Zysk netto	17,0	50,6	50,3	67,8	86,4	102,5	115,1	120,5	125,6	113,1	116,9	121,6
Korekty razem	-11,0	38,5	23,8	28,3	32,6	38,3	42,9	32,9	32,1	38,0	37,3	39,3
Amortyzacja	3,5	19,4	23,8	28,4	32,7	36,8	41,0	30,7	31,7	33,0	34,4	36,3
Zmiana stanu zapasów	-10,1	-20,7	-8,4	-24,7	-24,9	-21,7	-20,4	-20,1	-18,8	-11,9	-9,3	-7,9
Zmiana stanu należności	-15,1	-1,7	-7,1	-21,1	-21,3	-19,9	-19,1	-19,2	-16,4	-14,4	-10,5	-9,3
Zmiana stanu zobowiązań	11,5	41,6	15,5	45,7	46,1	43,2	41,4	41,6	35,6	31,2	22,7	20,2
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-34,3</b>	<b>-30,2</b>	<b>-32,3</b>	<b>-31,0</b>	<b>-29,5</b>	<b>-30,0</b>	<b>-33,3</b>	<b>-36,7</b>	<b>-39,5</b>	<b>-42,0</b>	<b>-43,9</b>	<b>-45,6</b>
Wydatki	-45,4	-30,2	-32,3	-31,0	-29,5	-30,0	-33,3	-36,7	-39,5	-42,0	-43,9	-45,6
Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	-21,1	-30,2	-32,3	-31,0	-29,5	-30,0	-33,3	-36,7	-39,5	-42,0	-43,9	-45,6
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>38,4</b>	<b>-37,2</b>	<b>41,3</b>	<b>-23,7</b>	<b>-30,2</b>	<b>-35,9</b>	<b>-40,3</b>	<b>-42,2</b>	<b>-44,0</b>	<b>-39,6</b>	<b>-40,9</b>	<b>-42,6</b>
wpływy	43,5	0,0	41,3	10,2	13,0	15,4	17,3	18,1	18,8	17,0	17,5	18,2
wydatki	-5,0	-37,2	0,0	-33,9	-43,2	-51,3	-57,5	-60,3	-62,8	-56,5	-58,4	-60,8
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>10,2</b>	<b>21,7</b>	<b>83,1</b>	<b>41,4</b>	<b>59,2</b>	<b>75,0</b>	<b>84,3</b>	<b>74,6</b>	<b>74,2</b>	<b>69,5</b>	<b>69,3</b>	<b>72,8</b>
<b>Środki pieniężne:</b>												
<b>na początek okresu</b>	<b>18,3</b>	<b>38,3</b>	<b>59,9</b>	<b>143,0</b>	<b>184,4</b>	<b>243,6</b>	<b>318,6</b>	<b>403,0</b>	<b>477,5</b>	<b>551,8</b>	<b>621,2</b>	<b>690,6</b>
<b>na koniec okresu</b>	<b>28,5</b>	<b>59,9</b>	<b>143,0</b>	<b>184,4</b>	<b>243,6</b>	<b>318,6</b>	<b>403,0</b>	<b>477,5</b>	<b>551,8</b>	<b>621,2</b>	<b>690,6</b>	<b>763,3</b>

Źródło: BM BGZ S.A.

P - prognoza BM BGZ

**Biuro Maklerskie BGŻ S.A.** prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KPWiG. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A. Raport jest udostępniany klientom 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 BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. 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 BGŻ S.A. 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 BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 6-9 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 6-9 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%,
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa z inwestycji będzie wahać się w przedziale (-10%; + 10%),
- **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

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 BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w § 9 i § 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

### **BIURO MAKLERSKIE BGŻ S.A.**

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa  
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303  
e-mail: [biuro.maklerskie@bmbgz.pl](mailto:biuro.maklerskie@bmbgz.pl)  
[www.bgz.pl](http://www.bgz.pl)

#### **Obsługa klientów instytucjonalnych**

Wydział Operacji Brokerskich

tel.

(22) 32 94 327  
(22) 32 94 328

e-mail

[makler@bmbgz.pl](mailto:makler@bmbgz.pl)

#### **Obsługa klientów indywidualnych**

Oddziały Banku BGŻ oraz internetowy serwis transakcyjny **bmbgz.net**