

Bomi

sektor / branża: Handel detaliczny

Ticker: **BMI**

ISIN: **PLBOMI000017**

Kupuj

16,97 zł

Profil spółki

Bomi działa w segmencie sprzedaży detalicznej poprzez sieć delikatesów zlokalizowanych w całym kraju. Od ubiegłego roku Spółka posiada w Grupie również podmiot zorientowany na handel hurtowy oraz sieć sklepów franczyzowych.

Poprzednie zalecenie	cena docelowa	data
KUPUJ	23,33 zł	15.09.2008

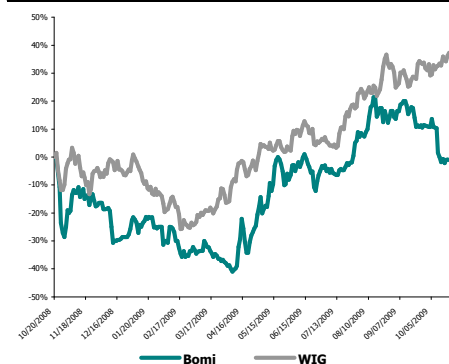
Dane podstawowe

Kurs (20/10/09)	13,85
Wycena DCF	16,51
Wycena porównawcza	17,43
Liczba akcji (tys.)	38 862
Kapitalizacja (mln zł)	538,2
EV (mln zł)	669,6

Notowania

max cena 52 tygodnie (zł)	17,6
min cena 52 tygodnie (zł)	8,2
Średni wolumen obrotów (tys.)	51,30

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Pioneer Pekao IM	13,2%	13,3%
DM IDM	11,6%	11,7%
Stanisław Okonek	6,1%	6,1%
Pozostali	69,2%	69,2%



Analizy:

Tomasz Manowicz

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowicz@bgz.pl

Wynik pierwszego półrocza 2009 r.

W pierwszym półroczu bieżącego roku wyniki Bomi były bardzo dobre. Grupa wypracowała ponad 733 mln zł przychodów oraz 23 mln zł zysku netto, co przewyższało oczekiwania rynkowe. Na wynik ten wpływ miały jednak transakcje jednorazowe (5 mln zł pozostałych przychodów operacyjnych). Okres pierwszych sześciu miesięcy bieżącego roku jest nieporównywalny do ubiegłorocznego ze względu na fakt, że przejęte spółki (Rabat Pomorze i Rast) są konsolidowane dopiero od trzeciego kwartału 2008 r.

Zestawienie zrealizowanych wyników z pierwszym półroczem z wynikami pro forma (suma wyników trzech spółek) za ubiegły rok pokazuje, że zostały już osiągnięte pewne efekty synergii przejawiające się w wyższej rentowności uzyskiwanej na każdym poziomie rachunku wyników. Większa skala działalności pozwoliła wynegocjować lepsze warunki zakupowe u dostawców, co przełożyło się na wyższą marżę. Prowadzone ciągle procesy optymalizacji i restrukturyzacji wskazują, że potencjał poprawy wyników nie został jeszcze wyczerpany.

Prognoza na drugie półrocze i cały 2009 r. oraz perspektywy Spółki

Na początku roku Zarząd Bomi przedstawił prognozę przychodów oraz zysku netto w 2009 r. Zakłada ona osiągnięcie 1640 mln zł sprzedaży oraz 43,8 mln zł zysku. Po pierwszym półroczu plan ten wykonany jest odpowiednio w prawie 45% i 53%. Drugie półrocze w branży handlu detalicznego jest zawsze lepsze niż pierwsze w związku z tym zakładamy, że Grupa wypracuje w tym okresie niemal 900 mln zł przychodów, co pozwoli na osiągnięcie ok. 20 mln zł zysku netto. W związku z tym całoroczny zysk netto prognozujemy na poziomie 43,5 mln zł, czyli w wielkości zbliżonej do założeń Zarządu.

Obecna dywersyfikacja sprzedaży w Grupie Bomi (sprzedaż detaliczna w delikatesach, supermarketach i sklepach osiedlowych oraz sprzedaż hurtowa) przyczynia się do zmniejszenia ryzyka działalności oraz poszerza możliwości rozwoju i dalszej ekspansji. Branża FMCG sprzyja rozwojowi, ponieważ popyt na takie produkty charakteryzuje się niewielką wrażliwością na wahania koniunktury. Pewnym zagrożeniem jest jednak obecny kryzys i spadek konsumpcji, który przy przedłużającym się spowolnieniu oraz wzroście bezrobocia może negatywnie wpływać na wyniki Bomi. Stały wzrost powierzchni sprzedaży oraz dodatnia dynamika przychodów na istniejących sklepach pozwalają jednak oczekiwać, że zyski Grupy będą się zwiększać w kolejnych latach.

Wycena

Wycena sporządzona za pomocą metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych przy przyjętych przez nas założeniach pozwoliła wyznaczyć wartość jednej akcji Bomi na poziomie 16,51 zł. Natomiast z wyceny porównawczej wynika wartość jednej akcji Spółki w wysokości 17,43 zł.

Przejęcie w ubiegłym roku dwóch spółek oraz ciągły rozwój organiczny polegający na otwieraniu kolejnych sklepów przyczyniają się do znacznej poprawy wyników Bomi. Rezultaty osiągnięte w pierwszym półroczu pozwalają oczekiwać, że prognoza Zarządu zostanie zrealizowana, a wyniki kolejnych kwartałów będą również zadowalające. W związku z tym uznajemy obecną wycenę Bomi za atrakcyjną, dlatego podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ, natomiast nową cenę docelową ustalamy na 16,97 zł. Dodatkowo zwracamy uwagę na wprowadzenie do obrotu akcji emitowanych dla właścicieli przejmowanych spółek, które spowodowały nadwyżkę podaży w ostatnich dniach. Naszym zdaniem jest to dogodny moment do akumulacji walorów Bomi po atrakcyjnej cenie.

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	488,9	904,0	1 632,0	1 835,0	2 048,8	2 262,3
zmiana r/r (%)	29,0%	84,9%	80,5%	12,4%	11,6%	10,4%
EBITDA	24,4	4,7	77,4	86,8	93,3	102,2
EBIT	20,9	-6,9	57,9	64,5	69,0	75,8
marża EBIT (%)	4,3%	-0,8%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%
Zysk netto	17,0	-12,0	43,5	47,1	51,9	58,8
marża netto (%)	3,5%	-1,3%	2,7%	2,6%	2,5%	2,6%
EPS (zł)	0,44	-0,31	1,12	1,21	1,33	1,51
DPS (zł)	-	-	-	-	-	0,67
P / E	31,6	-45,0	12,4	11,4	10,4	9,2
EV / EBITDA	27,5	141,3	8,6	7,7	7,2	6,5

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

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

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. 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 624,2 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 16,51 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając przyszłych akwizycji;
- dynamika przychodów oparta jest o wzrost liczby sklepów, wzrost sprzedaży w istniejących sklepach oraz wzrost przychodów ze sprzedaży hurtowej Rabatu Pomorze;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych, wynoszącą 6,2%, natomiast premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta został obliczony jako lewarowana beta z wartością wyjściową równą 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy przyjmujemy w wysokości 2%;
- koszt kapitału obcego przyjęliśmy na stałym poziomie dla całego okresu prognozy (6,5%);
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- prognoza nakładów inwestycyjnych opiera się na planach Spółki oraz nakładach ponoszonych na nowe sklepy otwierane w danym roku, a także uwzględnia nakłady odtworzeniowe;
- istniejące zadłużenie długoterminowe będzie spłacane zgodnie z harmonogramem, natomiast nowe kredyty inwestycyjne zaciągane będą w sumie równej połowie nakładów inwestycyjnych danego roku; kredyty krótkoterminowe powiązane są z wielkością kapitału obrotowego netto;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata przyjęliśmy na poziomie wzrostu wydajności, który zakładamy w wysokości 5-6% rocznie;
- zakładamy wypłatę dywidendy przez Spółkę począwszy od 2012 w wysokości połowy zysku netto;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności będą równe uzyskanym w drugim półroczu ubiegłego roku, czyli od włączenia przejętych spółek do Grupy (odpowiednio 51, 31 i 25 dni);
- nie zakładamy nowych emisji akcji, ani skupu akcji własnych;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 21.10.2009 r.

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2H 2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	898,6	1 835,0	2 048,8	2 262,3	2 459,9	2 651,0	2 816,0	2 955,3	3 058,7	3 145,6
EBIT	27,4	64,5	69,0	75,8	81,2	86,4	89,0	90,2	89,5	87,8
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	22,2	52,3	55,9	61,4	65,8	69,9	72,1	73,1	72,5	71,1
Amortyzacja	9,0	22,3	24,3	26,4	28,3	29,8	31,8	33,3	34,5	35,8
CAPEX	18,5	16,5	18,2	19,4	17,1	18,1	15,1	12,0	12,6	13,1
Inwestycje w kapitał obrotowy	-13,4	2,9	3,0	3,0	2,8	2,7	2,3	2,0	1,5	1,2
FCFF	26,1	55,2	58,9	65,5	74,2	79,0	86,4	92,4	92,9	92,6
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	12,8%	12,6%	12,4%	12,3%	12,1%	12,0%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Koszt długu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
% kapitału własnego	79,5%	82,0%	84,5%	87,8%	91,1%	92,9%	94,6%	95,1%	95,7%	96,0%
% długu	20,5%	18,0%	15,5%	12,2%	8,9%	7,1%	5,4%	4,9%	4,3%	4,0%
WACC	11,3%	11,3%	11,3%	11,4%	11,5%	11,5%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Suma DFCF	404,9									
Wartość rezydualna (TV)	983,9									
Zdyskontowana TV	350,7									
Wartość działalności operacyjnej	755,5									
Gotówka netto	-131,4									
Wartość kapitału własnego	624,1									
Liczba akcji (mln szt.)	38,86									
Wartość 1 akcji (21.10.2009)	16,51 zł									

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ

Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości wyceny DCF na przyjęte do modelu założenia odnośnie wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy. Wycena charakteryzuje się przeciętną wrażliwością zarówno na zmianę tempa wzrostu przepływów w nieskończoność, jak również na zmianę wartości WACC. Przyjęte przez nas założenia pozwoliły wyznaczyć cenę na poziomie 16,51 zł.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny DCF na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	-1,0	17,70	18,30	18,97	19,72	20,57
	-0,5	16,57	17,09	17,67	18,32	19,04
	0	15,56	16,01	16,51	17,07	17,69
	+0,5	14,63	15,03	15,47	15,96	16,49
	+1,0	13,79	14,14	14,53	14,95	15,42

Źródło: BM BGŻ S.A.

Wycena porównawcza

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 oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (wartość przedsiębiorstwa do zysku przed opodatkowaniem, oprocentowaniem i amortyzacją). Do analizy porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki dla konkurencyjnych spółek z sektora handlu FMCG – Emperia i Eurocash. W obliczeniach oparliśmy się o prognozy na bieżący i przyszły rok, ponieważ wyniki Bomi za 2008 r. były ujemne. W analizie nie braliśmy pod uwagę spółki Alma, która wykazuje ujemne wyniki finansowe. Poniżej znajduje się krótka charakterystyka porównywanych spółek.

Eurocash działa przede wszystkim w segmencie dystrybucji poprzez sieć hurtowni cash&carry oraz włączone do grupy spółki dystrybucyjne KDWT i McLane Polska. Spółka 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.

Emperia prowadzi hurtową oraz detaliczną sprzedaż poprzez sieć hurtowni cash&carry oraz własne i franszysowe sklepy detaliczne (m. in. Stokrotka, Delia, Groszek, Milea, Lewiatan). Spółka jest bezpośrednim konkurentem Bomi w segmencie delikatesowym oraz w segmencie sklepów osiedlowych.

W oparciu o nasze prognozy, wskaźniki Bomi prezentują się bardzo korzystnie. Dla wszystkich wskaźników i wszystkich okresów wskazanie dla Bomi jest niższe niż średnia dla porównywanych spółek. Świadczy to o niedowartościowaniu walorów Bomi. Przyjmując równe wagi dla wszystkich przedstawionych wskaźników, otrzymaliśmy cenę jednej akcji Bomi na poziomie 17,43 zł. Jest to wartość znacznie odbiegająca od bieżących notowań na rynku.

Tab. Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E	
	2009P	2010P	2009P	2010P	2009P	2010P
Eurocash	16,1	14,0	12,1	10,9	20,5	18,0
Emperia	12,7	9,8	7,8	6,3	16,5	12,4
Średnia	14,4	11,9	9,9	8,6	18,5	15,2
Bomi						
wskaźniki dla Bomi	11,6	10,4	8,7	7,7	12,4	11,5
Implikowana cena 1 akcji Bomi	18,04	16,36	16,44	15,76	20,70	18,37
Wagi dla wskaźników	33%		33%		33%	
Wycena 1 akcji	17,43 zł					

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Podsumowanie wyceny

Ostateczną cenę otrzymaliśmy na podstawie średniej z wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą porównawczą, nadając obu wycenom równe wagi. Cenę docelową wyznaczoną w ten sposób ustalamy na 16,97 zł. Wartość ta znacząco przewyższa bieżące notowania Spółki, dlatego zdecydowaliśmy się utrzymać rekomendację KUPUJ dla Bomi z nową ceną docelową.

Tab. Podsumowanie wyceny

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	16,51	50%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	17,43	50%
Bomi		
wycena akcji	16,97 zł	
obecna cena akcji	13,85 zł	

Źródło: BM BGŻ S.A.

Sytuacja w Spółce

Wyniki finansowe

W trzecim kwartale 2008 r. Bomi przejęło dwie spółki – RAST i Rabat Pomorze. Są one konsolidowane odpowiednio od sierpnia i od września ubiegłego roku, w związku z tym skonsolidowane dane finansowe za okres pierwszego półrocza 2009 r. są nieporównywalne do pierwszego półrocza 2008 r. Widoczne dynamiki są imponujące, jednak wynikają one głównie z przyłączenia nowych spółek. Warto jednak zwrócić uwagę na rentowność uzyskiwaną przez Bomi. Włączenie do Grupy Rabatu Pomorze, który zajmuje się niskomarkowym handlem hurtowym, rodziło obawy o znaczący spadek uzyskiwanych marż. Osiągnięty spadek marży brutto na sprzedaży w wysokości 1,4 p.p. stanowi nieznaczne pogorszenie, co dobrze świadczy o marżowości całej sprzedaży w Grupie. Efekt ten zawdzięczany jest głównie wysokiej rentowności włączonych do sieci supermarketów RAST.

Znacznie wzrosła za to rentowność operacyjna, co potwierdza, że w Grupie zachodzą efekty synergii i wspólna działalność korzystnie wpływa na zyskowność Bomi. W konsekwencji podobnie wzrosła również marża na poziomie EBITDA. Wzrost zadłużenia spowodował spadek salda finansowego poniżej zera, mimo to rentowność netto jest na dużo wyższym poziomie niż przed rokiem. Uzyskany wynik 23 mln zł zysku netto był wyższy od oczekiwań rynkowych, jednak prawie 5 mln pochodziło z jednorazowych transakcji a nie z działalności podstawowej. Jednocześnie Grupa zrealizowała w ten sposób ponad połowę prognozy zysku netto na ten rok. Biorąc pod uwagę fakt, że drugie półrocze w handlu jest zawsze lepsze niż pierwsze, można oczekiwać, że prognoza zakładająca 43,8 mln zł zysku netto w całym roku zostanie zrealizowana.

Tab. Skonsolidowane wyniki finansowe Grupy Bomi

(mln PLN)	1H 2008	1H 2009	zmiana r/r	2H 2009 P	2009 P
przychody	284,7	733,5	157,7%	898,6	1 632,0
zysk brutto ze sprzedaży	73,5	178,9	143,4%	209,2	388,2
rentowność brutto ze sprzedaży	25,8%	24,4%	-1,4 p.p.	23,3%	23,8%
zysk operacyjny	6,5	30,5	372,6%	27,4	57,9
rentowność operacyjna	2,3%	4,2%	+1,9 p.p.	3,1%	3,5%
EBITDA	9,5	41,0	333,3%	36,4	77,4
rentowność EBITDA	3,3%	5,6%	+2,3 p.p.	4,1%	4,7%
saldo finansowe	0,8	-2,7	-	-1,9	-4,7
zysk netto	5,7	23,1	304,6%	20,4	43,5
rentowność netto	2,0%	3,1%	+1,1 p.p.	2,3%	2,7%

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Warto zwrócić uwagę na jednostkowy wynik raportowany przez Bomi, który uwzględnia działalność delikatesów Bomi oraz supermarketów RAST, które zostały przejęte przez Bomi. W sumie sklepów tych na koniec półrocza było już 67 o łącznej powierzchni prawie 100 tys. m. kw. Połączenie ze sklepami RAST przyczyniło się do skokowego wzrostu rentowności uzyskiwanej przez Spółkę, która zwiększyła się o 3,7 p.p. Osiągnięty zysk operacyjny był większy aż o 165% i wyniósł 17 mln zł, co oznacza bardzo dobrą rentowność EBIT na poziomie 4%. Równie wysoka jest dynamika zysku netto (140%), który wyniósł 13,7 mln zł. Potwierdza to, że sytuacja delikatesów poprawia się w kolejnych miesiącach. Wynika z faktu, że kolejne sklepy otwierane w ostatnich kwartałach osiągają tzw. break-even, czyli wychodzą na plus. Tegoroczny wynik będzie

zatem znacznie lepszy od ubiegłorocznego, który był obciążony jednorazowymi odpisami związanymi z procesem konsolidacji przejętych spółek.

Tab. Jednostkowe wyniki finansowe Bomi

(mln PLN)	2008	1H 2008	1H 2009	zmiana r/r
przychody	683,3	284,7	423,5	48,8%
zysk brutto ze sprzedaży	177,8	73,5	124,9	69,9%
<i>rentowność brutto ze sprzedaży</i>	26,0%	25,8%	29,5%	+3,7 p.p.
zysk operacyjny	-14,7	6,5	17,1	165,4%
<i>rentowność operacyjna</i>	-2,2%	2,3%	4,0%	+1,7 p.p.
EBITDA	-6,1	9,5	24,1	154,3%
<i>rentowność EBITDA</i>	-0,9%	3,3%	5,7%	+2,4 p.p.
saldo finansowe	-1,4	0,8	-1,2	-
zysk netto	-16,7	5,7	13,7	139,9%
<i>rentowność netto</i>	-2,4%	2,0%	3,2%	+1,2 p.p.

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

By zobaczyć efekty połączenia oraz uzyskać porównywalność danych Spółka przedstawiła również dane pro forma, które prezentują połączone trzy spółki jakby działały razem już od początku ubiegłego roku. Analiza tych wyników wskazuje na znaczącą poprawę rentowności po połączeniu, co świadczy o wymiernych efektach synergii osiągniętych dzięki współpracy. Są to głównie lepsze warunki zakupowe u dostawców wynikające z większych zamówień oraz optymalizacja kosztów działalności w całej strukturze. Pozwoliło to zwiększyć rentowność na wszystkich poziomach oraz uzyskać ostatecznie 23,1 mln zł zysku netto. Natomiast nieznaczny spadek przychodów wynika z tego, że zrezygnowano z handlu hurtowego artykułami chemicznymi, który wynosił w ubiegłym roku ok. 25 mln zł. Po korekcie o tę wartość dynamika przychodów jest dodatnia, rzędu 2%.

Tab. Skonsolidowane wyniki finansowe Grupy Bomi (pro forma)

(mln PLN)	1H 2008	1H 2009	zmiana r/r
przychody	747,3	733,5	-1,8%
zysk brutto ze sprzedaży	162,3	178,9	10,3%
<i>rentowność brutto ze sprzedaży</i>	21,7%	24,4%	+3,7 p.p.
zysk operacyjny	27,6	30,5	10,5%
<i>rentowność operacyjna</i>	3,7%	4,2%	+1,7 p.p.
EBITDA	37,9	41,0	8,3%
<i>rentowność EBITDA</i>	5,1%	5,6%	+2,4 p.p.
zysk netto	20,7	23,1	11,5%
<i>rentowność netto</i>	2,8%	3,1%	+1,2 p.p.

Źródło: sprawozdanie Spółki, BM BGŻ.

Bardzo dobre wyniki pierwszego półrocza są dobrym prognostykiem na kolejne kwartały. Trzeci, a szczególnie czwarty kwartał, to najlepszy okres dla branży handlowej, w związku z czym można oczekiwać, że wynik pierwszego półrocza zostanie poprawiony w drugim. Prognozujemy, że wartość całorocznych przychodów wyniesie 1632 mln zł, natomiast zysk netto 43,5 mln zł. Obie wartości są zbliżone do przedstawionej przez Zarząd prognozy.

Działalność operacyjna

Ostatnim znaczącym wydarzeniem w Grupie Bomi było podpisanie listu intencyjnego w sprawie połączenia spółki zależnej od Bomi – Rabatu Pomorze, z siecią handlową BaćPol. Połączenie to doprowadziłoby do korzystnych efektów synergii ze względu na geograficzną strukturę sprzedaży – Rabat działa głównie na północy Polski, a BaćPol na południu. Porozumienie to nie zostało jednak sfinalizowane i fuzja nie dojdzie do skutku. Nie należy uważać tego za bardzo złą wiadomość, ponieważ każda akwizycja pociąga za sobą duże ryzyko. Przede wszystkim jest to ryzyko zbyt wysokiej ceny (lub niekorzystnego parytetu akcji) za przejmowany pakiet akcji. Dodatkowo przy tego typu transakcjach pojawiają się wysokie koszty jednorazowe, wpływające negatywnie na wyniki bieżącego okresu. Kolejnym czynnikiem jest również niepewność odnośnie efektów synergii osiągniętych po połączeniu. Bez fuzji z BaćPolem Bomi będzie mogło skupić się na rozwoju organicznym, który postępuje w szybkim tempie.

W bieżącym roku Spółka otworzyła cztery nowe sklepy, a w listopadzie planowane jest otwarcie kolejnego. Plan ekspansji na przyszły rok zakłada zwiększenie sieci o kolejne 3-5 sklepów w zależności od terminów zakończenia prac w kolejnych galeriach i centrach handlowych. Dodatkowo stałemu wzrostowi podlega sieć stowarzyszonych sklepów w Sieci 34, których jest już prawie 1,5 tys.

Dostosowując się do trudniejszych warunków w otoczeniu, Spółka przeprowadziła wiele oszczędności. Powiększenie skali działalności Grupy pozwala na negocjowanie umów z dostawcami oraz na oszczędności w unifikacji systemów informatycznych czy ubezpieczeń. Ograniczono również plany inwestycyjne związane z otwarciem oraz remontami sklepów. Pierwotne założenia, zakładające ponad 54 mln zł nakładów, zostały skorygowane do 37,7 mln zł. Kwota ta uwzględnia remont Klifów w wysokości 8 mln zł stanowiący tzw. one-off.

Dalszy rozwój Bomi powinien przebiegać pomyślnie. Grupa posiada obecnie ekspozycję na wszystkie segmenty handlu FMCG – sprzedaż detaliczną poprzez delikatesy, supermarkety oraz sklepy osiedlowe a także sprzedaż hurtową. Dzięki temu zmniejsza się ryzyko działalności, a dynamika sprzedaży w Grupie jest wyższa niż rynkowa. Otwarcie kolejnych sklepów oraz osiąganie przez istniejące już delikatesy poziomów rentowności będą przyczyniać się do stałego wzrostu zysków w Grupie.

Czynnikiem ryzyka jest znaczące spowolnienie konsumpcji prywatnej w przypadku przedłużającego się kryzysu i postępującego spadku bezrobocia. Przyczyniłoby się to do spadku dynamiki sprzedaży może nawet do ujemnych wartości, co pociągnęłoby za sobą również niższe zyski. Zagrożeniem są także wahania na rynku walutowym, ponieważ Spółka jest importerem wielu produktów, a dodatkowo ponosi koszty czynszów w euro, przez co osłabienie złotego negatywnie wpływa na osiągane marże oraz prezentowany wynik.

W krótkim terminie warto również zwrócić uwagę na wprowadzone do obrotu akcje wyemitowane dla dawnych właścicieli Rabatu Pomorze i RASTu, które mogą podlegać sprzedaży na rynku od 9 października. Już pierwszego dnia notowań widoczna była duża podaż tych akcji i nie jest wykluczone, że wyprzedaż będzie nadal kontynuowana, choć może w mniejszej skali (liczba dopuszczonych akcji nowych emisji wynosi ponad 20 mln).

Mimo wspomnianych czynników ryzyka inwestycja w akcje Bomi wydaje się być ciekawą propozycją. Zdywersyfikowana działalność w segmencie handlowym oraz stabilność popytu połączone z efektami synergii uzyskiwanymi po fuzji pozwalają optymistycznie ocenić perspektywy Grupy pod względem finansowym, co powinno przełożyć się również na lepsze notowania walorów Bomi na giełdzie.

Tabele i prognozy (wybrane pozycje)

Tab. Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	148,0	1 000,1	1 109,9	1 170,4	1 233,8	1 273,9	1 323,8
Aktywa trwałe	40,4	783,8	821,7	815,9	809,8	802,7	791,5
Wartości niematerialne i prawne	1,1	550,3	551,3	551,2	551,1	550,7	550,4
Rzeczowe aktywa trwałe	37,1	228,4	248,9	243,1	237,3	230,5	219,6
Aktywa obrotowe	107,7	216,3	288,3	354,6	424,0	471,2	532,3
Zapasy	38,3	108,3	140,6	158,1	176,5	194,9	211,9
Należności krótkoterminowe	25,3	85,3	110,7	124,5	139,0	153,5	166,9
Środki pieniężne	28,5	15,2	30,9	66,0	102,5	116,8	147,4
PASYWA	148,0	1 000,1	1 109,9	1 170,4	1 233,8	1 273,9	1 323,8
Kapitał własny	76,9	683,8	726,5	773,6	825,4	858,3	893,0
Kapitał zakładowy	1,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Kapitał zapasowy	58,7	682,9	666,1	709,6	756,7	782,6	812,0
Zysk netto	17,0	-12,3	43,5	47,1	51,9	58,8	64,1
Zobowiązania i rezerwy	71,1	316,3	383,4	396,9	408,4	415,6	430,8
Zobowiązania długoterminowe	6,6	54,0	80,2	71,1	61,2	50,0	34,8
Zobowiązania krótkoterminowe	63,4	244,0	286,6	309,1	330,6	348,9	379,3
<i>w tym zobowiązania finansowe</i>	<i>0,0</i>	<i>121,5</i>	<i>138,1</i>	<i>123,1</i>	<i>104,8</i>	<i>82,1</i>	<i>69,7</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	488,9	904,0	1 632,0	1 835,0	2 048,8	2 262,3	2 459,9
<i>zmiana r/r</i>	29,0%	84,9%	80,5%	12,4%	11,6%	10,4%	8,7%
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	363,8	691,3	1 243,9	1 400,8	1 567,7	1 731,9	1 884,7
Zysk brutto na sprzedaży	125,1	212,7	388,2	434,2	481,1	530,5	575,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	25,6%	23,5%	23,8%	23,7%	23,5%	23,4%	23,4%
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	99,5	196,4	332,3	369,7	412,1	454,7	493,9
Zysk (strata) ze sprzedaży	25,6	16,3	55,8	64,5	69,0	75,8	81,2
EBITDA	24,4	4,7	77,4	86,8	93,3	102,2	109,5
EBIT	20,9	-6,9	57,9	64,5	69,0	75,8	81,2
<i>marża operacyjna</i>	4,3%	-0,8%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%
Saldo z działalności finansowej	0,6	-3,2	-4,7	-6,4	-5,0	-3,2	-2,1
Zysk (strata) brutto	21,5	-10,2	53,2	58,1	64,0	72,6	79,1
<i>marża brutto</i>	4,4%	-1,1%	3,3%	3,2%	3,1%	3,2%	3,2%
Podatek dochodowy	4,5	1,8	9,2	11,0	12,2	13,8	15,0
Zysk (strata) netto	17,0	-12,0	43,5	47,1	51,9	58,8	64,1
<i>marża netto</i>	3,5%	-1,3%	2,7%	2,6%	2,5%	2,6%	2,6%

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy z działalności operacyjnej	6,1	7,6	56,8	73,5	79,4	87,5	94,0
Zysk netto	17,0	-12,0	43,5	47,1	51,9	58,8	64,1
Amortyzacja	3,5	11,7	19,5	22,3	24,3	26,4	28,3
Odsetki	0,0	4,6	5,9	7,0	6,3	5,3	4,4
Zmiana kapitału obrotowego	-13,7	0,9	4,7	-2,9	-3,0	-3,0	-2,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-34,3	-20,8	-34,5	-16,5	-18,2	-19,4	-17,1
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-45,4	-25,2	-34,5	-16,5	-18,2	-19,4	-17,1
Przepływy z działalności finansowej	38,4	-0,1	-6,6	-21,9	-24,6	-53,9	-46,3
Odsetki	-0,4	-5,1	-6,3	-7,0	-6,3	-5,3	-4,4
Kredyty netto	-1,8	9,6	8,9	-9,9	-13,4	-17,7	-7,4
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-25,9	-29,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	10,2	-13,3	15,8	35,1	36,5	14,3	30,7
Środki pieniężne:							
na początek okresu	18,3	28,5	15,2	30,9	66,0	102,5	116,8
na koniec okresu	28,5	15,2	30,9	66,0	102,5	116,8	147,4

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki finansowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
rentowność brutto na sprzedaży	25,6%	23,5%	23,8%	23,7%	23,5%	23,4%	23,4%
rentowność EBITDA	5,0%	0,5%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%	4,5%
rentowność EBIT	4,3%	-0,8%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%
rentowność netto	3,5%	-1,3%	2,7%	2,6%	2,5%	2,6%	2,6%
ROA	11,5%	-1,2%	3,9%	4,0%	4,2%	4,6%	4,8%
ROE	22,1%	-1,8%	6,0%	6,1%	6,3%	6,9%	7,2%
dług/aktywa	0,0%	12,1%	12,4%	10,5%	8,5%	6,4%	5,3%
dług/kapitał własny	0,0%	17,8%	19,0%	15,9%	12,7%	9,6%	7,8%
dług/EBITDA	0,0	25,6	1,8	1,4	1,1	0,8	0,6
EBIT/odsetki	49,5	-1,4	9,2	9,2	11,0	14,4	18,3
płynność bieżąca	1,7	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4	1,4
płynność szybka	1,1	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8
płynność gotówkowa	0,45	0,06	0,11	0,21	0,31	0,33	0,39
rotacja zapasów (dni)	28,6	26,8	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4
rotacja należności (dni)	18,9	21,1	24,8	24,8	24,8	24,8	24,8
rotacja zobowiązań (dni)	47,3	43,6	51,0	51,0	51,0	51,0	51,0
cykl rotacji gotówki (dni)	0,2	4,4	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki dla ceny bieżącej

(PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	0,95	-0,31	1,12	1,21	1,33	1,51	1,65
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,67	0,76
BVPS	4,28	17,60	18,69	19,91	21,24	22,09	22,98
P/E	31,6	-45,0	12,4	11,4	10,4	9,2	8,4
P/BV	6,99	0,79	0,74	0,70	0,65	0,63	0,60
P/S	1,10	0,60	0,33	0,29	0,26	0,24	0,22
P/CE	26,3	-1824,5	8,5	7,8	7,1	6,3	5,8
EV/EBIT	32,07	-96,73	11,56	10,38	9,71	8,83	8,24
EV/EBITDA	27,50	141,29	8,65	7,71	7,18	6,55	6,11
EV/S	1,37	0,74	0,41	0,36	0,33	0,30	0,27

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Nota prawna

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. 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 12 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 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 (-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.

Doradztwo Inwestycyjne	telefon	adres email
Tomasz Dumala	(022) 329 43 40	tomasz.dumala@bgz.pl
Marcin Lachowski	(022) 329 43 84	marcin.lachowski@bgz.pl
Grzegorz Kujawski	(022) 329 43 46	grzegorz.kujawski@bgz.pl
Tomasz Manowiec	(022) 329 43 44	tomasz.manowiec@bgz.pl

Operacje Brokerskie	telefon	adres email
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni (022) 329 43 23	jaroslaw.duszczyk@bgz.pl
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni (022) 329 43 26	marek.niewiadomski@bgz.pl
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni (022) 329 43 25	grzegorz.leszek@bgz.pl
Monika Dudek	Klienci detaliczni (022) 329 43 24/20	monika.dudek@bgz.pl
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni (022) 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgz.pl

Oferty Publiczne (IPO)	telefon	adres email
Marek Jaczewski	(022) 329 43 53	marek.jaczewski@bgz.pl
Bogusław Bączyk	(022) 329 43 42	boguslaw.baczuk@bgz.pl

Internetowe serwisy transakcyjne	strona www
 Zlecenia na GPW i New Connect	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html
 Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html

Oddziały	adres	telefon	adres	telefon
Białystok	ul. Suraska 3a	(085) 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25 (077) 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	(023) 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9 (029) 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	(074) 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d (024) 264 17 17
Elk	ul. Armii Krajowej 24	(087) 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17 (061) 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	(095) 721 63 29	Przemyśl	ul. Kamienny Most 6 (016) 675 05 86
Inowrocław	ul. Dworcowa 52/54	(052) 353 37 00	Radom	ul. Traugutta 29 (048) 361 22 70
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	(075) 753 30 98	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9 (017) 852 05 21
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	(041) 366 02 15	Siedlce	ul. Joselewicza 3 (025) 640 90 04
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	(094) 354 74 63	Sieradz	ul. Sarańska 5 (043) 822 61 34
Kraków	ul. Pawia 5	(012) 632 70 11	Szczecin	ul. Jagiellońska 97 (091) 480 02 07
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	(081) 531 91 44	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5 (015) 822 39 50
Łomża	ul. Dworna 12	(086) 215 41 99	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c (014) 629 11 98
Łódź	ul. Piotrkowska 57	(042) 670 20 70	Warszawa	ul. Zielna 41/43 (022) 322 90 50
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	(095) 742 15 13	Warszawa	ul. Żurawia 6/12 (022) 329 44 17
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	(018) 443 53 91	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a (084) 638 54 03
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	(089) 527 27 10		