

Wehikuł pod emisję **Bomi pędzi na giełdę** *w zastłonie dymnej*

Pali się!!!

Pośpiech w przeprowadzeniu oferty przez Bomi jest nadzwyczajny. KNF zatwierdził prospekt 19 lipca, spółka zaś przyjmuje zapisy na akcje już od 26 lipca. Od zatwierdzenia prospektu spółka jest zobowiązana upublicznić dokument w POK-ach oferujących akcje i na stronie internetowej. W praktyce Bomi mogło udostępnić prospekt najwcześniej w dniu 20 lipca.

Prospekty emisyjne mają swoją wagę (także dosłownie), których lektura wymaga czasu. Ponadto z natury rzeczy kierowane są przede wszystkim do szerokiej publiczności, stąd podstawowe znaczenie ma ich przejrzystość i rzetelność w prezentowaniu sytuacji spółki oraz odpowiedni czas na możliwość zapoznania się z ich zawartością.

W przypadku Bomi mamy najpewniej do czynienia z ustanowieniem rekordu minimalnie krótkiego udostępnienia prospektu przed rozpoczęciem zapisów. Potencjalni akcjonariusze Bomi nie mieli specjalnego komfortu aby spokojnie przeczytać prospekt i podjąć rozważną decyzję. Ponieważ *Nic nie dzieje się bez przyczyny* warto więc zadać pytanie Dlaczego?

Ewakuacja dotychczasowych akcjonariuszy

Oprócz nowej emisji akcji w liczbie 2.000.000 równocześnie przeprowadzana jest sprzedaż akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy w ramach „Puli Dodatkowej” w liczbie 2.303.496. Okazuje się, iż tzw. „Pula Dodatkowa” jest większa od „Puli Podstawowej”. Można powiedzieć trzymając się terminologii twórców prospektu – **Kumulacja sprzedaży**.

Warto zwrócić uwagę kim są Wprowadzający (str. 17 prospektu):

Galicyjska Spółka Masarska Sp. z o.o., Warszawa

Novakonstelacja Limited, Nicosia, Cypr

Superkonstelacja Limited, Nicosia, Cypr

Interhart Sp. z o.o., Warszawa

Interastra Sp. z o.o., warszawa

Centrum Wolnościowe Wschód-Zachód Sp. z o.o., Mszczonów

Renale Management Limited, Limassol, Cypr

Łukasz Żuk

Paweł Konczewski

Jan Boliński

Jan Duda

Cezary Gregorczyk

Jednym słowem konstelacja Wprowadzających jest interesująca.

Znaczna część akcjonariuszy Bomi to nowi inwestorzy, którzy pojawili się w spółce tuż przed ofertą. Trudno oczekiwać aby takich akcjonariuszy cechowało przywiązanie do spółki i długookresowe cele. Zupełnie inaczej wygląda sytuacja w przypadku konkurentów Bomi, czyli sieci delikatesów Piotr i Paweł oraz ALMA Market. W obu przypadkach to biznesy

rodzinne tworzone od podstaw przez obecnych głównych właścicieli. Na tym tle Bomi wygląda bardziej na wehikuł inwestycyjny pełen egzotycznych turystów, którzy w zdecydowanej większości najchętniej wysiedliby na najbliższym przystanku. Takie intencje pasażerów wehikułu są dość oczywiste biorąc pod uwagę wyjście z inwestycji już podczas IPO w ramach tzw. „Puli Dodatkowej”.

Wycena IDM nie z tej Ziemi

W układzie akcjonariuszy Bomi, obok Novakonstelacja Limited i Superkonstelacja Limited jest także biuro maklerskie IDM SA, które ma przyjemność być zarówno Oferującym jak i sporządzającym raport analityczny i wycenę spółki. Trzy w jednym.

Nadzwyczaj intrygujące w analizie porównawczej IDM SA jest zdanie: „Jako podstawę wyceny metodą porównawczą Spółki bierzemy wycenę na podstawie opublikowanej przez Spółkę w Prospekcie Emisyjnym i zbadanej przez biegłych prognozie na 2007r.”

Jak należy rozumieć bazę porównawczą stanowią uśrednione aktualne P/E dla kilku spółek z branży. Czyżby IDM wyceniając BOMI przyrównał do tej średniej prognozę wyników na 2007 rok???

Aż się nie chce wierzyć aby biuro maklerskie mogło dopuścić się takiego błędu. Wszakże wysokie P/E za rok 2006 dla spółek z branży jest dlatego takie a nie inne gdyż właśnie rynek uwzględnia wyniki tych spółek w przyszłości. Jak więc można przykładać prognozę dla jednej ze spółek na rok 2007 do P/E dla branży wyliczonego za 2006? To byłoby niesamowita metodologia wyceny, którą najlepiej zilustrować na przykładzie:

Przykład 1. Mamy 3 spółki z danej branży o zbliżonym P/E uwzględniającym aktualne wyniki (np. za rok 2006), ich P/E wynosi 32, 34 i 36. Średnie P/E dla tych spółek wyniesie 34. Każda z tych spółek charakteryzuje się wysoką oczekiwaną dynamiką zysku netto rzędu 50-60%. Bierzemy teraz jedną z tych spółek i wyliczamy jej wartość w taki sposób, że mnożymy prognozę zysku na 2007 przez średnie P/E dla branży. Okazuje się, że wychodzi nam „wycena” wyższa o około 50-60% od aktualnej ceny i mamy ...niedoszacowaną spółkę na podstawie analizy porównawczej. Robimy tak dla dwóch pozostałych spółek i również się okazuje, że są niedoszacowane na tle rynku... Perpetuum mobile!

Wydaje się aż nieprawdopodobne aby IDM mógł przyjąć tak bezsensowną, wprost groteskową wycenę.

W takim razie pozostaje sądzić, że IDM wziął pod uwagę prognozowane na 2007 rok zyski wszystkich spółek porównawczych i oszacował w ten sposób P/E dla branży. Tyle że, w takim przypadku pozostaje drobny szczegół, skąd dla wszystkich spółek IDM wzięłby prognozę wyników na 2007?

Patrząc na tabelki z raportu IDM (strona 20) jest całkiem prawdopodobne, iż IDM podstawiał dla BOMI prognozę na 2007 do aktualnego dla branży P/E – co byłoby totalnym nieporozumieniem pokazującym zupełną ignorancję – patrz przykład powyżej. Niestety ale z treści raportu IDM wynika, iż należy postawić uzasadniony zarzut sporządzenia **bezpodstawnej** i bezsensownej wyceny, która manipuluje rynek.

Powyższe odniesienie do niespotykanej analizy IDM zwraca uwagę na rzeczy fundamentalne dla sposobu przeprowadzenia rzetelnej analizy porównawczej.

Są także inne równie fundamentalne zasady sporządzania wyceny. Taką podstawą przeprowadzenia wyceny porównawczej danej spółki jest oczyszczenie jej wyników ze zdarzeń jednorazowych – czego zupełnie nie widać w raporcie IDM.

Wyniki BOMI za 2006 rok nie mogą być podstawą do analizy porównawczej bez odfiltrowania czynników nadzwyczajnych. Przede wszystkim trzeba zwrócić uwagę, iż spółka wykazała jednorazowy skok przychodów z tytułu usług w roku 2006 (str. 83 i 103 prospektu), który nie koresponduje z dynamiką sprzedaży. Usługi w przypadku Bomi to przede wszystkim bonusy i gratyfikacje za obroty, cena za „półki”, „końcówki przy kasach”, reklamy płacone przez dostawców. W 2004 i 2005 powyższe wpływy stanowiły odpowiednio 12.352 i 13.849 tys. (stała relacja do przychodów), natomiast w roku 2006 jest to kwota aż 20.082 tys., czyli wzrost o 45%, podczas gdy przychody wzrosły o 22,4%. Pomijając już naturę tego wzrostu jest on z analizy danych finansowych czynnikiem jednorazowym. Warto jednak zauważyć, iż „bonusy” od dostawców mogą być stosunkowo łatwym elementem modyfikującym na potrzeby wykazania jednorazowego wyniku. Ostrożność wyceny nakazuje przyjęcie wartości usług w relacji do obrotów na poziomie dotychczasowej średniej wartości wykazywanej w działalności spółki. Tym samym dla oceny porównawczej eliminując zdarzenie jednostkowe pomniejszamy wynik netto za 2006 z 9.989 tys. do 7.595 tys. zł. [różnicę w przychodach 3.130 zaokrąglamy w dół do 3.000 oraz uwzględniając stopę podatkową 20,2% szacunkowo zmniejszamy zysk netto o 2.394 tys.]

Ponadto spółka w końcówce roku 2006 zawarła szereg specyficznych umów sprzedaży wydzielonych nieruchomości, w prospekcie zostały opisane tylko transakcje z podmiotami powiązanymi zawarte 30 grudnia 2006 (str. 70 i 71 prospektu). Jednak oprócz wskazanych umów są jeszcze transakcje z podmiotami niepowiązanymi w nieznannej liczbie i wartości. (chyba że komuś udało się znaleźć taką informację w prospekcie – tutaj wyraźnie widać wpływ krótkiego czasu publikacji prospektu na możliwość oceny spółki). Były to transakcje nadzwyczaj nietypowe i przeprowadzane w bardzo specyficznym czasie – ścisła końcówka 2006, gdy spółka już wiedziała, że wybiera się na giełdę... Ostrożnie szacujemy wpływ z jednorazowych transakcji zbycia nieruchomości na wynik netto w kwocie 1.000 tys. złotych. Odfiltrowując znane nam zdarzenia jednorazowe do analizy porównawczej przyjmujemy wartość 6.595 tys. zysku netto za 2006.

Nadzwyczaj interesujące przed dalszą wyceną jest przywołanie w tym miejscu wyceny Bomi z raportu IDM: http://ir.bomi.pl/img/files/raport_BOMI.pdf

Poniżej tabelka ze str. 20 raportu IDM zawierająca wycenę porównawczą Bomi:

8 SIERPANIA 2007

dane w tys	BOMI		średnie branża	wycena met. porównawczą 2007	wycena met. porównawczą 2006	waga (0-10)
	2007P	2006	ost. 4Q			
przychody netto ze sprz.	520 020	378 824	-	-	-	
koszty sprzed prod., towarów i materiałów	-	291 255	-	-	-	
koszty sprzedaży	-	0	-	-	-	
przychody finansowe	-	145	-	-	-	
koszty finansowe	-	367	-	-	-	
zysk (strata) operacyjny	22 653	12 745	-	-	-	
zysk (strata) netto	18 242	9 989	-	-	-	
kapitał własny	79 556	17 614	-	-	-	
wartość księgowa na jedną akcję w zł.	4,42	1,10	-	-	-	
amortyzacja	4 111	2 602	-	-	-	
EBITDA	26 764	16 347	-	-	-	
CF z dział operacyjnej	-	14 077	-	-	-	
CF z dział inwestycyjnej	-	270	-	-	-	
CF z dział finansowej	-	-2 169	-	-	-	
CF netto	-	12 179	-	-	-	
liczba akcji w tys. szt.	17 982,2	15 982,2	-	-	-	
Teoretyczna wart. rynk.	544 249	294 552	834 359	-	-	
EPS w zł.	1,01	0,63	1,18	-	-	
P/E	29,83	29,49	38,95	37,49 zł	23,10 zł	5
P/BV	6,84	16,72	4,06	17,98 zł	4,48 zł	2
rentowność operacyjna	4,36%	3,36%	4,25%			
ROE	22,93%	56,71%	10,75%			
EBITDA/akcje w zł./szt.	1,49	0,96	2,35			
aktywa/akcje w zł./szt.	-	19,89	33,70			
przychody/akcje w zł./szt.	26,92	23,70	58,34			
PEBITDA na 1 akcje	20,34	19,19	19,68	29,30 zł	18,90 zł	1
PSprzedaż na 1 akcje	1,05	0,78	0,86	24,99 zł	20,48 zł	2
cena teoretyczna na dzień 2007-07-20	30,27 zł	18,43 zł	-			
teoretyczna cena 1 akcji BOMI				30,27 zł	18,43 zł	

źródło: opracowanie własne na podstawie Prospektu Emisyjnego oraz danych Notoria Serwis.

Na początku zwróciliśmy uwagę na absurdalną sytuacją opisaną w **Przykład 1**. Po lekturze raportu IDM i powyższej tabelki możemy mieć niemal pewność, iż **IDM sporządził wycenę Bomi analogicznie do przedstawionego przykładu!**

Za wyjściową cenę (bez 10% dyskonta) przyjął 30,27, gdzie została podłożona prognoza wyników Bomi na 2007 do P/E dla branży za ostatnie 4 kwartały.

Tak sporządzona wycena Bomi przez IDM S.A. jest czystą mistyfikacją!

W raporcie IDM SA należy także zwrócić uwagę na wycenę wynikającą ze wskaźnika P/BV. Według wyceny za 2006 (bieżące P/BV dla branży i wyniki Bomi za 2006) wartość jednej akcji to 4,48 zł

Natomiast według wyceny za 2007 (bieżące P/BV dla branży i prognoza wyników Bomi na 2007) to już 17,98 zł. Jak widać ogromna różnica. Którą wartość wybrał IDM do wyznaczenia ostatecznej wyceny? A jakże: 17,98 zł. Czy słusznie przedstawimy w symulacji poniżej:

Przykład 2.

Przyjmujemy: Spółka ABC, której kapitał akcyjny dzieli się na 10 mln akcji.

Kapitał własny wynosi: 20 mln

Kapitał obcy: 30 mln.

Wyceniamy spółkę na bazie wskaźnika P/BV dla branży wynoszącego 4.

Uzyskujemy wartość 4x20 mln = 80 mln zł.

Wartość jednej akcji 80mln/10mln = 8 zł.

Spółka ABC planuje emisję 5mln akcji po 20 zł.

Zaprzyjaźnione biuro maklerskie mające wspomóc emisję sporządza nierzetelną wycenę w następujący sposób:

Kapitał własny spółki zwiększa się o $20\text{zł} \times 5\text{mln akcji} = 100\text{ mln}$

Zaprzyjaźnione biuro maklerskie sporządza analizę porównawczą (P/BV) na podstawie prognozy na 2007 i twierdzi, że wartość jednej akcji wynikająca z takiej wyceny to:

$120\text{mln (k.w.)} \times 4 \text{ (P/BV)} / 15\text{ mln (liczba akcji po emisji)} = 32\text{zł}$

Spółka przed emisją według wyceny P/BV była warta 8 zł, wyemitowała akcje po 20zł i jest już warta ...32zł. Ponadto nie dodaliśmy żadnego zysku netto! Gdybyśmy to uczynili oczywiście, że wartość akcji by jeszcze wzrosła.

Powyższy przykład można rozwinąć, założmy że spółka wyemituje 5mln akcji po 50zł.

Zaprzyjaźnione biuro maklerskie sporządza analizę porównawczą (P/BV) na podstawie prognozy na 2007 i twierdzi, że wartość jednej akcji wynikająca z takiej wyceny to:

$270\text{mln (k.w.)} \times 4 \text{ (P/BV)} / 15\text{ mln (liczba akcji po emisji)} = 72\text{zł}$

ITD!

ITD.!

Czyli, im inwestorzy więcej zapłacą za akcje nowej emisji to i tak z wyceny „a’la prognoza 2007” wyjdzie wyższa „wartość akcji”. Oczywiście absurd takiej wyceny bierze się stąd, iż każda złotówka z nowej emisji jest „z automatu” wyceniana razy 4. W ten sposób można uzasadnić każdą cenę emisyjną! W konkretnym przypadku cena 1000zł (zamiast 8zł) także będzie atrakcyjna, bo z wyceny a’la prognoza 2007 wartość akcji byłaby już 1338,6 zł.

Zarówno sporządzona przez IDM wycena akcji BOMI na bazie wskaźnika P/E (**Przykład 1**), jak i analiza porównawcza P/BV (**Przykład 2**) to **czysta mistyfikacja!**

Biuro maklerskie IDM SA ponosi odpowiedzialność za sporządzenie nierzetelnej absurdalnej(!) wyceny BOMI.

Pytaniem jest czy IDM SA dopuścił się irracjonalnej wyceny świadomie jako akcjonariusz i Oferujący akcje spółki czy taki sposób wyceny wynika z nieznajomości rynku i braku wiedzy na temat sporządzania wycen?

Wracając do wyceny. Baza porównawcza firm zawartych w tabelce z raportu IDM średnio pasuje do spółki BOMI, niemniej można ją w przybliżeniu wykorzystać do wyliczenia wartości porównawczej.

Przed wszystkim, zamiast zysku netto za 2006 rok wynoszącego 9.989 tys. przyjmujemy odfiltrowaną z jednorazowych zdarzeń wartość w kwocie 6.595 tys., kapitał własny

wynoszący 14.220 tys zamiast 17.614 tys., EBITDA wynosząca 11.094 tys zamiast 15,347 tys. (w tym różnica 3.000 tys. – jednorazowy wzrost wartości przychodów z tytułu usług i 1.253 tys z tytułu zysku brutto uzyskanego z jednorazowej sprzedaży nieruchomości).

Uzyskujemy następującą wycenę:

	Bomi 2006	Bomi szacunkowe wyniki za 2006 odfiltrowane ze zdarzeń jednorazowych	średnia branża ost 4 kw	Wycena porównawcza na bazie wyników 2006	Wycena porównawcza na bazie odfiltrowanych ze zdarzeń jednorazowych wyników za 2006	wagi
Dane w tys						
przychody netto ze sprzedaży	378 824	375 824				
koszty sprzed prod., towarów i materiałów	291 265	291 265				
zysk (strata) operacyjny	12 745	8 492				
zysk (strata) netto	9 989	6 595				
kapitał własny	17 614	14 220				
wartość księgowa na jedną akcje w zł.	1,10	0,89				
amortyzacja	2 602	2 602				
EBITDA	15 347	11 094				
liczba akcji w tys szt.	15 982,20	15 982,20				
EPS w zł	0,63	0,41				
P/E	29,45	33,34	36,95	23,09	15,25	5
P/BV	16,70	15,46	4,06	4,47	3,61	2
Rentowność operacyjna	3,36%	2,26%				
ROE	56,71%	46,38%				
EBITDA/akcje w zł/szt.	0,96	0,69				
przychody/akcje w zł/szt	23,70	23,52				
P/EBITDA na 1 akcje	19,17	19,82	19,68	18,90	13,66	1
P/Sprzedaż na 1 akcje	0,78	0,59	0,86	20,38	20,22	2
cena teoretyczna na dzień 20.07.2007				18,41	13,76	

Najbardziej charakterystycznym elementem jest fakt, iż przy cenie akcji Bomi wynoszącej 13,76 **otrzymujemy P/BV ponad 15**, podczas gdy średnia porównawcza wynosi niewiele ponad 4(!). O czym należy pamiętać przy konserwatywnej wycenie akcji – **cena akcji BOMI wyliczona na bazie średniej rynkowej wskaźnika P/BV wynosi tylko 3,61 zł.**

Na podstawie powyżej uwzględnionych wag wycena po odfiltrowaniu zdarzeń jednorazowych wynosi 13,76 zł. Wartość akcji Bomi z uwzględnieniem 10% dyskonta do spółek notowanych wyniesie 12,38 zł.

Uwzględniając przecenę akcji w ostatnich dniach (baza porównawcza została oparta o wyceny akcji z dnia 20.07.2007) należy urealnić wyceny i zdyskontować je o dalsze 10%

dostosowując do wycen na 3.08.2007 wówczas uzyskujemy **wartość 1 akcji Bomi wynoszącą 11,15 zł**. Jest to ocena sporządzona w oparciu o kanony wyceny porównawczej.

Mając na uwadze przebieg emisji, w tym nadzwyczajny pospiech, zastanawia metodologia przeprowadzenia oferty. Punktem wyjścia jest postawa zarządzających funduszami, którzy podobno złożyli zapisy na akcje Bomi (wywiad w gazecie Parkiet z prezesem Bomi). Jeśli mieli zaufanie do analizy porównawczej IDM to jest pewne wytłumaczenie. Jednak wydaje się, iż zarządzający powinni kierować się własnymi raportami. Mamy do czynienia z decyzjami osób, które inwestują w imieniu klientów funduszy znaczne środki. W tym przypadku niezbędna jest analiza działań zarządzających. Wycena porównawcza zgodna ze standardami przeprowadzania takich wycen stanowi niespełna 50% ceny emisyjnej.

Ponadto uważamy, iż z inwestycją w akcje Bomi kryją się dodatkowe ryzyka wynikające ze specyfiki jej akcjonariatu, jednorazowych zdarzeń w końcówce 2006 oraz dalej przedstawionych działań związanych już z czasem „tuż przed emisją” – te czynniki także powinny wpływać na ocenę zarządzających i zwiększać dyskonto.

Rażąca dysproporcja pomiędzy wyceną porównawczą opiewającą na 11,19 zł i decyzjami zarządzających powinna zostać zbadana przez odpowiednie organy nadzorcze.

Wiele faktów wskazuje na możliwość wystąpienia zjawiska budowania publicity wokół oferty – o czym jeszcze na zakończenie, powstania nierzetelnej wyceny, pośpiechu podczas emisji i okazuje się, że w takich okolicznościach znajdują się zarządzający portfelami lub funduszami innych osób, którzy zostają przekonani do inwestycji.

Warto zwrócić uwagę na wypowiedzi członków zarządu emitenta i promocję oferty w mediach. Ostatnia wypowiedź prezesa spółki Bomi wydaje się, iż wykracza poza ramy swobodnej rozmowy członka zarządu. Wypowiedź: „Już przydzieliliśmy akcje inwestorom finansowym” (Parkiet, jest dla nas wielkim zaskoczeniem, zarówno z uwagi, iż taka informacja kształtuje decyzje inwestycyjne, jak i również z uwagi na fakt, iż harmonogram oferty przewiduje przydział akcji dopiero 6 sierpnia. Co więcej naszym zdaniem oferta Bomi wymaga nie tylko ponownej gruntownej analizy (w tym przede wszystkim oceny raportu IDM) ale także konieczne jest wydanie aneksu do prospektu.

Płynny lock-up

Ponadto trzeba zwrócić uwagę na bardzo płynne zobowiązanie części akcjonariuszy do niesprzedawania akcji w określonym terminie (lock-up) – str. 153 prospektu.

„Akcjonariusze zobowiązali się, iż w okresie dziewięciu miesięcy od dnia pierwszego notowania praw do akcji Emitenta na GPW nie obciążą, nie zastawią – z wyłączeniem możliwości ustanowienia zastawu na rzecz banku w celu zabezpieczenia kredytu, nie zbędą ani w inny sposób nie przeniosą własności, jak również nie zobowiążą się do dokonania takich czynności, co do całości lub części Akcji, w żaden sposób, na rzecz jakiegokolwiek osoby, chyba że zgodę na taką czynność wyrazi Rada Nadzorcza Spółki.” Niestety, ale Rada Nadzorcza jedzie na tym samym wózku, nie tylko jest zależna od akcjonariuszy spółki ale także jej członkowie posiadają akcje spółki.

Ponadto „Zobowiązanie przestaje wiązać w przypadku gdy cena akcji Spółki (kurs zamknięcia na GPW), przekroczy cenę emisyjną o co najmniej 15%”

Z treści powyższego zapisu wynika, iż gdy kurs na zamknięciu chociaż raz przekroczy cenę emisyjną o +15% to zobowiązanie lock-up traci swoją moc i akcjonariusze mogą już wyzywać się akcji kiedy chcą i po każdej cenie.

Na tym jednak nie koniec informacji zawartych w prospekcie o zobowiązaniu typu lock-up. W dalszej części prospektu Bomi są na ten temat **sprzeczne informacje** – zostało opisane zobowiązanie Domu Maklerskiego w związku z prowadzeniem rachunków osób które zawarły umowę zakazu sprzedaży akcji, wskazane zobowiązanie jest jednak niezgodne z wcześniej przedstawionym.

„Dom Maklerski zobowiązał się wobec każdego z wyżej wymienionych akcjonariuszy do utrzymywania blokady każdego z rachunków zastrzeżonych w okresie dziewięciu miesięcy od dnia pierwszego notowania akcji Emitenta na GPW i niezrealizowania jakichkolwiek dyspozycji dotyczących akcji Emitenta zdeponowanych na rachunku zastrzeżonym z wyjątkiem dyspozycji sprzedaży akcji Emitenta za cenę nie niższą niż cena emisyjna ustalona w Ofercie Publicznej, której dotyczy niniejszy Prospekt, powiększona o 15%.”

Jednakże zlecenie sprzedaży na +15% będzie niezgodne z umową do czasu gdy cena **na zamknięciu sesji** będzie równa lub większa o +15% od ceny emisyjnej. Prospekt emisyjny w dwóch miejscach opisuje w inny sposób to samo zobowiązanie. Bezsprzecznie taka sytuacja wymaga odpowiedniego aneksu do prospektu.

Równocześnie okazuje się, że dyspozycja do realizowania zleceń na +15% od ceny emisyjnej nie pasuje także do sytuacji wygaśnięcia umowy lock-up, gdyż w takiej sytuacji czyli gdy kurs chociaż raz uzyska +15% na zamknięciu sesji akcjonariusze w świetle przytoczonego wcześniej zapisu mogą sprzedawać akcje już po dowolnej cenie.

Trudno więc nawet jednoznacznie określić na czym polegają zobowiązania akcjonariuszy i dlatego umowa lock-up jest odmienna od umowy z Domem Maklerskim. Przedstawione zostały dwa zupełnie inne zobowiązania. Czyżby akcjonariusze zgodzili się na dodatkowe ograniczenia podpisując umowy z DM, z drugiej jednak strony jakie znaczenie ma taka umowa z DM, gdy nie ma podanych żadnych ograniczeń co do wypowiedzenia/zmiany takiej umowy.

Podsumowując kwestię informacji o umowach lock-up warto się zastanowić skąd się wzięły takie rozbieżności w sprawie gdzie raz przyjęte precyzyjne zapisy powinny skutkować i precyzyjnym/jednoznacznym opisem i tym bardziej kolejne umowy (wykonawcze z domem maklerskim) powinny być zgodne z treścią pierwotnego zobowiązania.

Na podstawie aktualnych zapisów w prospekcie „konia z rżędem” temu kto ustali charakter umów lock-up, innymi słowy prospekt emisyjny Bomi wymaga sporządzenia aneksu.

Delikatesy i koniunktura

Sklepy delikatesowe są beneficjentem wzrostu gospodarczego, z pewnością rynek tych dóbr w fazie dobrej koniunktury rośnie szybciej niż PKB. Jednak warto sobie zdawać sprawę, iż w przypadku pogorszenia się klimatu gospodarczego najszybciej odczują zmianę

m. in. sklepy delikatesowe. Krańcowy popyt na dobra z wyższej półki rośnie dynamicznie w fazie prosperity i równie dynamicznie spada, gdy koniunktura się osłabia.

Co gorsze sieci sklepów delikatesowych mają wkomponowany mechanizm mnożnikowy zwiększający dynamikę nie tylko w odniesieniu do krańcowego popytu na dobra z wyższej półki ale także w stosunku do kosztów prowadzenia biznesu. Standardem w branży są długoletnie, najczęściej 10-letnie umowy najmu, gdzie z wypowiedzeniem najmu związane są wysokie kary umowne. Cena najmu w dużym stopniu uzależniona jest od stawek aktualnych w chwili zawierania umowy. Gdy gospodarka jest w fazie wzrostu sklepy, które zawarły wcześniej umowy korzystają na względnie niskich cenach najmu. Jednak w przypadku pogorszenia się koniunktury, gdy rynkowe ceny najmu spadają wówczas sieci sklepów ponoszą względnie wyższe koszty. **Obecne wyniki sieci sklepów zawierają już w swoich zyskach bonus wynikający z faktu, iż ich ceny najmu są średnio niższe niż dla aktualnie otwieranych obiektów.** Jednak bonus ten będzie szybko topnieć w przypadku gdy ceny najmu znajdą się w trendzie spadkowym, co może doprowadzić do sytuacji, iż średnia cena najmu dla danej sieci sklepów zacznie przewyższać aktualnie obowiązujące ceny najmu. Generalnie można powiedzieć, iż zmianę koniunktury odczuwają najbardziej te sieci, które przed zmianą cyklu zainwestują najwięcej w nowe obiekty.

Reasumując, sieci sklepów delikatesowych są bardzo złą inwestycją na czas dekoniunktury.

Przeciwnego zdania jest IDM SA, który w swoim analitycznym raporcie na temat BOMI twierdzi: *”Zwiększająca się zamożność społeczeństwa przełoży się zapewne na wzrost popytu konsumpcyjnego wpływając na rozwój rynku FMCG. W szczególności w miarę bogacenia się społeczeństwa należy oczekiwać bardzo dynamicznego rozwoju segmentu dóbr luksusowych kosztem towarów o niższej jakości. Jednocześnie w przypadku pogorszenia się koniunktury popyt na dobra luksusowe spada dużo wolniej niż w popyt na inne towary, co daje przewagę takim sieciom delikatesów jak BOMI.”*

Bardzo jest to ciekawe założenie, iż z jednej strony akcjonariusz i wyceniający BOMI (czyli IDM SA) uważa, że spółka będzie korzystać na wzroście gospodarczym w ponadprzeciętnym stopniu, a z drugiej strony twierdzi, iż spadek koniunktury dotknie dobra luksusowe w mniejszym stopniu niż inne artykuły. Wydaje się, iż jest tu jednak wewnętrzna sprzeczność, zwłaszcza gdy stosować takie założenie do artykułów spożywczych. Trzeba sobie zadać pytanie, czy to co sprzedają sieci delikatesów to są dobra luksusowe i kto jest klientem takich sklepów.

Okazuje się, że klientami sieci delikatesów jest bardzo szeroki przekrój społeczny, klienci kupują produkty spożywcze z wyższej półki okolicznościowo na uroczystości rodzinne, spotkania, etc., pod wpływem mody i reklamy, w celach zdrowotnych. Trudno nazwać produkty spożywcze w cenie kilkunastu-kilkudziesięciu złotych dobrami luksusowymi, raczej pasuje tutaj kategoria „odrobiny luksusu” – a to jednak zasadnicza różnica.

Dobra luksusowe na które popyt może się zmniejszać w przypadku dekoniunktury wolniej niż na pozostałe produkty to samochody Lamborginii, jachty dalekomorskie, prywatne śmigłowce, itp. Uważamy, że w przypadku pogorszenia się koniunktury to sieci delikatesów odczuwają zmianę w większym stopniu niż sieci takie jak Wall Mart, Auchan czy Geant.

Podsumowując delikatesy były w ostatnim czasie beneficjentem wzrostu gospodarczego w dwójnasób: raz – ze względu na rosnący rynek produktów delikatesowych w fazie wzrostu koniunktury, dwa – ze względu na stabilne koszty najmu powierzchni przez sieci w porównaniu do obiektów nowo otwieranych. W przypadku pogorszenia koniunktury owe czynniki będą wpływać z równie mnożnikową dynamiką na wyniki delikatesów. Uważamy, że delikatesy w przypadku pogorszenia koniunktury będą liderami spadków na giełdzie, a niektóre firmy z branży będą zmuszone ogłosić upadłość.

Bomi dzisiaj i ...niespełna miesiąc wcześniej

Miesiąc wcześniej logotyp i strona internetowa Bomi wyglądały następująco:

<http://www.polandsecurities.com/bomisite.html>

Najwyraźniej wizerunek spółki przeszedł szybką metamorfozę w ostatnich dniach. Jednak to poprzednia strona i poprzedni logotyp świadczą o charakterze sklepów Bomi.

Zmiana logotypu i strony internetowej wygląda bardziej na działania pod ofertę niż biznesową działalność. Jeśli w branży znaczenie ma przywiązanie do marki i przyzwyczajenie klientów, o czym pisze spółka w prospekcie, to jak należy rozumieć zmiany wizerunku? Czyżby jednak dotychczasowy logotyp był zły?

Czyżby właśnie takie dysonanse były podstawą do przeprowadzenia oferty w błyskawicznym tempie? Warto zwrócić uwagę, iż w folderze reklamowym wydanym na okoliczność emisji nie sposób znaleźć ani jednego zdjęcia sklepu Bomi, mamy za to wkomponowane kolorowe obrazki egzotycznych produktów. Inwestorów jednak bardziej niż zdjęcia przypominające strony książki kucharskiej interesowałby wygląd sklepów. Cóż stronę internetową i logotyp łatwiej szybko zmienić niż „dostosować” do wizerunku wygląd sklepów...

Jednym zdaniem można podsumować ofertę jako **wehikuł przygotowany pod emisję**.

Jarosław Supłacz