

# Nowa Gala

**kupuj**

branża materiałów budowlanych

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 2.6

Cena docelowa: 3.5

## Elastyczność kosztowa

Ceramika Nowa Gala podała przeciętne wyniki finansowe za III kw. 2008 roku, które są zgodne z naszymi oczekiwaniami wyłącznie na poziomie wyniku netto. Niższe od spodziewanych przychody potwierdzają, iż w kolejnych kwartałach wysoce prawdopodobnym scenariuszem jest spadek popytu na produkty wykończeniowe. Niemniej jednak duża elastyczność kosztowa spółki i możliwość dalszej automatyzacji produkcji powodują, iż jej pozycja wyjściowa przed zbliżającym się naszym zdaniem znacznym spadkiem popytu jest dobra. Przy obecnej wycenie rynkowej spółki podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Ceramiki Nowa Gala z ceną docelową na poziomie 3.5 PLN za akcję.

### Przygotowania na 2009 rok

Ograniczenia w przyznawaniu kredytów, wzrost ich kosztów, spadek dynamiki wynagrodzeń oraz niechęć do większych wydatków w warunkach kryzysu będą naszym zdaniem głównymi przyczynami spadku popytu restytucyjnego na materiały wykończeniowe w przyszłym roku. Wielkość spadku szacujemy na ok. 10%. Duża elastyczność kosztowa Ceramiki Nowa Gala, występujące rezerwy w automatyzacji produkcji oraz stosunkowo niskie zadłużenie predysponują spółkę do generowania ponadprzeciętnych dla branży marż, nawet przy znacznym pogorszeniu warunków działalności.

### Wycena i rekomendacja

Przeciętne wyniki finansowe oraz coraz większe obawy przed dużym spadkiem popytu na płytki ceramiczne w 2009 roku są naszym zdaniem głównymi przyczynami niżki kursu akcji Ceramiki Nowa Gala w ciągu ostatnich tygodni. O ile spowolnienia należy się spodziewać, co uwzględniliśmy w naszych nowych prognozach dla spółki, to nie sądzimy, aby jego wielkość uzasadniała dynamikę spadków cen walorów spółki w ostatnich tygodniach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, a cenę docelową obniżamy z 5.1 PLN na 3.5 PLN za akcję.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	6.36 / 2.6		
Liczba akcji (mln)	57.0		
Kapitalizacja (mln PLN)	148		
EV (mln PLN)	224		
Free float (mln PLN)	72		
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	0.8		
Główny akcjonariusz	Waldemar Piotrowski		
% akcji, % głosów	18.95/18.95		
Akcjonariusz powiązany*	Millennium TFI		
% akcji, % głosów	11.12/11.12		
	<b>1 m</b>	<b>3 m</b>	<b>12 m</b>
Zmiana ceny (%)	-17.2	-35.6	-56.7
Zmiana rel. WIG (%)	-14.5	-5.3	-4.4

\* powiązany z Millennium Dom Maklerski S.A.

**Radosław Łukaszczyk**

(022) 598 26 88

radoslaw.lukaszczyk@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E*	P/BV*	EV* /EBIT	EV* /EBITDA	ROE (%)
2006	101.5	15.1	26.0	12.0	9.7	0.3	0.5	3.1	10.2	0.8	11.6	6.7	8.2
2007	141.0	21.2	34.4	17.0	15.0	0.3	0.5	3.4	9.9	0.8	10.6	6.5	7.8
2008p	201.7	28.7	48.7	24.7	20.7	0.4	0.7	3.5	7.2	0.7	7.8	4.6	10.3
2009p	190.2	19.5	38.5	15.7	13.2	0.2	0.6	3.6	10.9	0.7	11.3	5.7	6.6
2010p	189.0	18.9	36.6	15.6	13.1	0.3	0.6	3.9	10.0	0.7	11.0	5.7	6.6

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; \* wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej Ceramiki Nowa Gala na poziomie 2.60 PLN za akcję

## Skonsolidowane wyniki Ceramiki Nowa Gala za III kwartał 2008 roku

mln PLN	III kwartał 2008	III kwartał 2007	zmiana I-III kw. 2008	I-III kw. 2007	zmiana
Przychody	55.7	41.0	35.7%	152.2	49.0%
Wynik brutto na sprzedaży	17.3	15.1	15.0%	49.1	48.2%
EBITDA	13.8	11.4	20.6%	38.5	64.6%
EBIT	8.9	8.0	11.1%	24.0	66.9%
Zysk netto	7.1	6.5	8.8%	16.8	49.6%
<b>Marże</b>					
Marża brutto na sprzedaży	31.2%	36.8%	32.2%	32.4%	
Marża EBITDA	24.7%	27.8%	25.3%	22.9%	
Marża EBIT	15.9%	19.4%	15.8%	14.1%	
Marża netto	12.8%	15.9%	11.0%	11.0%	

Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

## Wyniki III kwartału

### Przeciętny III kwartał

Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala wzrosły w III kw. br. o 35.7% r/r do poziomu 55.7 mln PLN (nasze oczekiwania wynosiły 65.8 mln PLN). Zysk operacyjny zwiększył się w analizowanym okresie o 11.1% r/r do poziomu 8.9 mln PLN (nasze oczekiwania to 10.5 mln PLN), a zysk netto o 8.8% r/r do poziomu 7.1 mln PLN (oczekiwaliśmy 7 mln PLN).

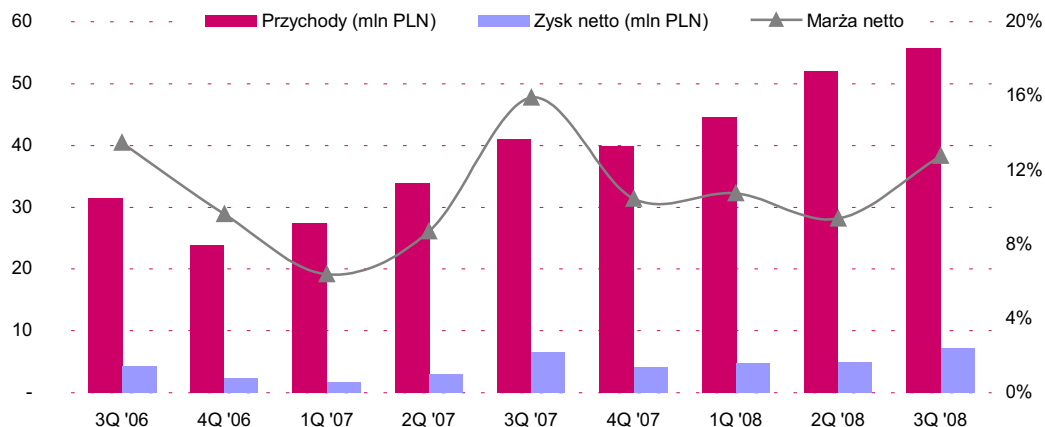
### Przychody w III kwartale

Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala w III kwartale 2008 roku wzrosły o 35.7% r/r i osiągnęły poziom 55.7 mln PLN. Do ich wzrostu przyczyniła się przede wszystkim konsolidacja przez cały III kwartał rezultatów przejętej w sierpniu 2007 roku Ceramiki Gres. Na rynku polskim sprzedaż spółki wzrosła o 41.5% r/r do poziomu 42.5 mln PLN, natomiast na rynkach zagranicznych o 19.8% r/r do poziomu 13.1 mln PLN. W konsekwencji udział sprzedaży eksportowej spadł w analizowanym okresie o 3.1 p.p. r/r i wyniósł 23.6% łącznych przychodów ze sprzedaży.

### Pogorszenie marż

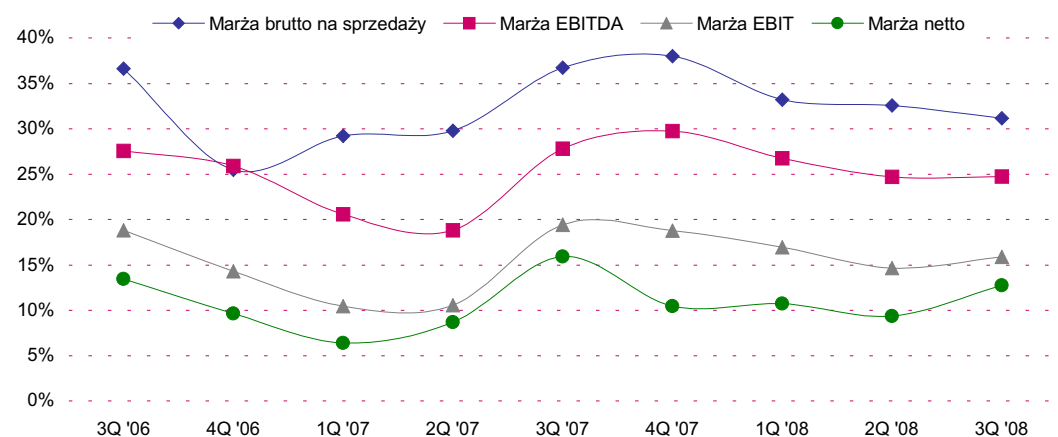
Ceramika Nowa Gala odnotowała w III kw. 2008 roku spadek marż na każdym poziomie rachunku zysków i strat. Marża brutto na sprzedaży spadła o 5.6 p.p. r/r do poziomu 31.2%, marża operacyjna zmniejszyła się o

### Wyniki finansowe Ceramiki Nowa Gala



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

## Wysokość marż Ceramiki Nowa Gala



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

3.5 p.p. r/r do poziomu 15.9%, natomiast marża netto osiągnęła poziom 12.8% (-3.2 p.p. r/r). Do spadku marż spółki przyczyniły się koszty rozruchu nowej linii produkcyjnej płytek z segmentu premium, koszty dodatkowo przeprowadzonych remontów (-0.5 mln PLN w III kw. i -2 mln PLN w całym 2008 roku) oraz umocnienie złotówki r/r.

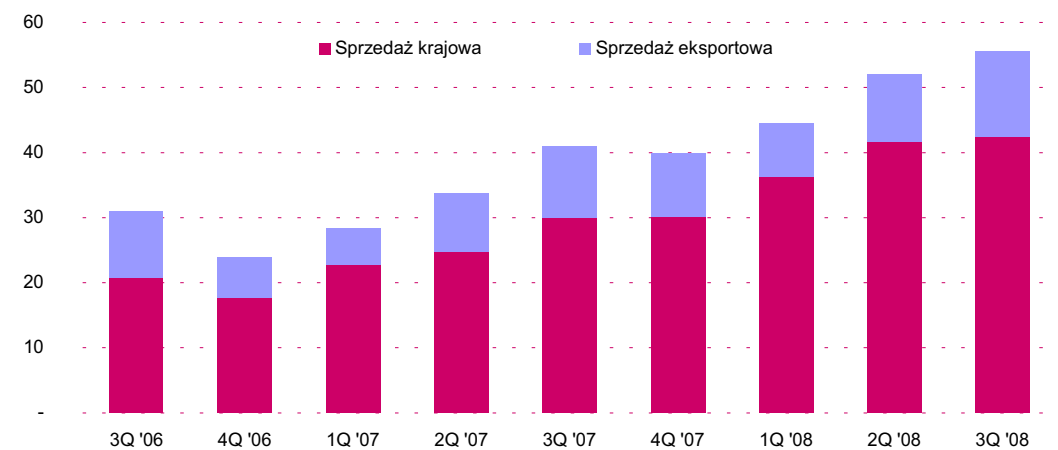
## Sprzedaż eksportowa

Udział sprzedaży eksportowej w łącznych przychodach spółki spadł w III kw. 2008 roku do 23.6% z 26.7% odnotowanych w analogicznym okresie roku ubiegłego. Wobec znacznego umocnienia się złotówki w stosunku do EUR i USD nastąpił spadek rentowności eksportu w stosunku rocznym. Marża na sprzedaży eksportowej wyniosła w III kw. br. 24.8% (-5.5 p.p. r/r) i była niższa od marży na sprzedaży krajowej o 12.6 p.p.

## Nowa linia produkcyjna

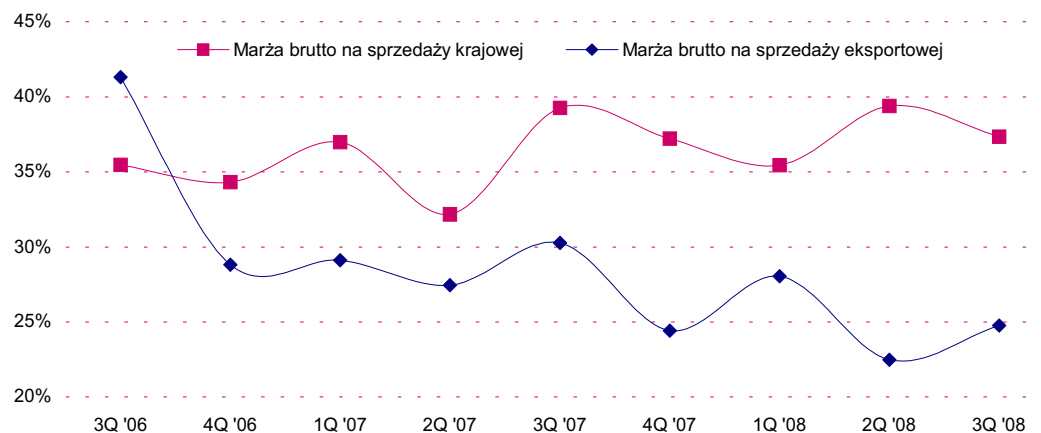
W III kw. 2008 roku Ceramika Nowa Gala uruchomiła produkcję płytek ceramicznych z segmentu premium na nowej linii produkcyjnej o wydajności 0.5 mln m<sup>2</sup> płytek rocznie. Niemniej jednak większych przychodów ze sprzedaży produktów pochodzących z w/w linii spodziewamy się dopiero na początku 2009 roku, gdyż obecnie trwa produkcja testowa nowych płytek i produkcja "na magazyn".

## Struktura sprzedaży Ceramiki Nowa Gala



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

## Struktura marży brutto na sprzedaży Ceramiki Nowa Gala



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

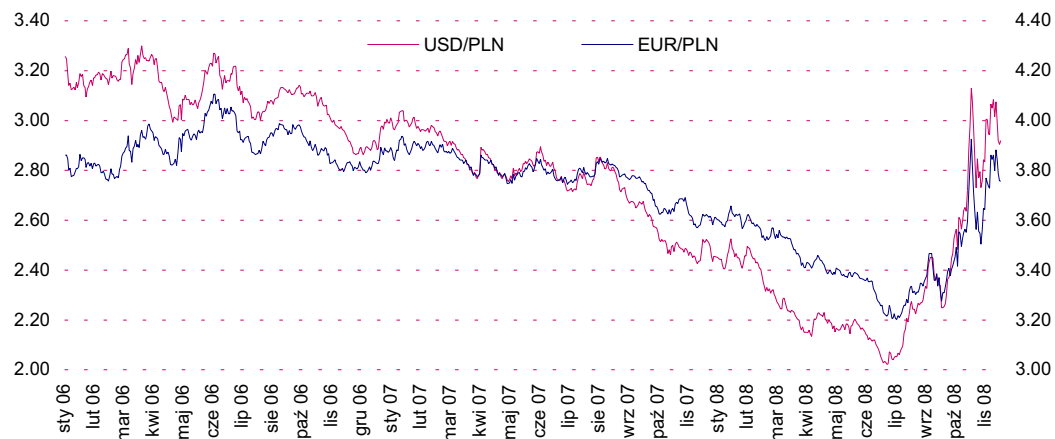
## Oczekiwany spadek popytu w 2009 roku

Ograniczenia w przyznawaniu kredytów, wzrost ich kosztów, spadek dynamiki wynagrodzeń oraz niechęć do większych wydatków w warunkach kryzysu będą naszym zdaniem głównymi przyczynami spadku popytu restytucyjnego (ok. 70-80% popytu całkowitego) na materiały wykończeniowe w przyszłym roku. Wielkość spadku szacujemy na ponad 10%. Nieco lepiej powinna przedstawiać się sytuacja wśród odbiorców komercyjnych płytek (ok. 40% przychodów Ceramiki Nowa Gala i ok. 20% przychodów całej Grupy), którzy w większości mają już zakontraktowane prace na najbliższy rok.

## Duża elastyczność kosztowa

Struktura kosztowa Ceramiki Nowa Gala charakteryzuje się dużą elastycznością. Przy zakładanym zwolnieniu ok. 40 osób (efekt automatyzacji wydziału polerowania), spółka byłaby w stanie utrzymać rentowność operacyjną działalności nawet przy spadku wolumenu sprzedaży o ponad 30% w przyszłym roku. Przy dalszym ograniczeniu zatrudnienia, które bez uszczerbku dla utrzymania poziomu produkcji mogłoby sięgnąć nawet 100 osób, próg rentowności spółki ulega dalszemu przesunięciu. Jeżeli chodzi o poziom cen płytek, to według naszych obliczeń dopiero spadek średnich cen płytek ceramicznych o blisko 15% w przyszłym roku spowodowałby balansowanie działalności Ceramiki Nowej Gali na granicy progu rentowności operacyjnej (bez uwzględnienia sprzedaży płytek z segmentu premium, które charakteryzują się wyższymi marżami).

## Kurs USD/PLN i EUR/PLN



Źródło: Bloomberg

## Investycje w kolejnych latach

Wobec niepewności co do kształtowania się popytu na płytki ceramiczne w 2009 roku spółka zdecydowała się ograniczyć inwestycje do minimum, które wynosi ok. 3-5 mln PLN rocznie. Niewielkie nakłady w wysokości 5 mln PLN zostaną przeznaczone jedynie na automatyzację wydziału polerowania płytek, co pozwoli spółce na redukcję zatrudnienia o ok. 40-50 osób w przyszłym roku.

## Buy back

Ceramika Nowa Gala realizuje obecnie dwa programy skupu akcji własnych, z których pierwszy przewiduje nabycie do 1.5 mln akcji własnych, a drugi aż 9.9 mln akcji własnych. Poziom realizacji w/w programów szacujemy na chwilę obecną na ok. 20% całości akcji do skupienia. Umiarkowana płynność walorów spółki powoduje, że szacowany przez nas skup akcji własnych zakończyłby się w 2010 roku.

## Przyjęte założenia

W naszym modelu założyliśmy, iż przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala wzrosną w 2008 roku łącznie o 43% do poziomu 201.7 mln PLN, z czego konsolidowana już przez cały br. Ceramika Gres wypracuje ok. 75 mln PLN. W 2009 roku przewidujemy spadek wolumenu sprzedaży Ceramiki Nowa Gala o 8% i spadek średnioważonej ceny płytek o 2% r/r. W wyniku unifikacji poszczególnych działów w Ceramice Nowa Gala i Ceramice Gres przewidujemy spadek udziału kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w przychodach spółki do 17% w roku bieżącym z 17.56% w 2007 roku.

# Wycena spółki

## Podsumowanie wyceny

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą porównawczą do spółek polskich i zagranicznych działających w tej samej branży. Bazując na metodzie DCF, szacujemy wartość Ceramiki Nowa Gala na 296 mln PLN, czyli 5.2 PLN na akcję. Z kolei w oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy Ceramikę Nowa Gala na 129 mln PLN (2.3 PLN na akcję), a do spółek polskich z branży płytek ceramicznych na 81 mln PLN (1.4 PLN na akcję). Metodzie DCF, jako głównej, przypisaliśmy wagę 50%, natomiast każdej z metod porównawczych - wagę 25%.

## Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena Ceramiki Nowa Gala (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	296	5.2
Wycena porównawcza do polskich spółek	81	1.4
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	129	2.3
<b>Wycena spółki Ceramika Nowa Gala</b>	<b>201</b>	<b>3.5</b>

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Do wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- spadek wolumenu sprzedaży płytek Ceramiki Nowa Gala o 8% w 2009 roku i stabilizacja w roku 2010,
- wzrost wynagrodzeń o 4% w 2008 roku i 2% w 2009,
- wzrost cen gazu o 10% w 2008 roku i 5% w następnym oraz wzrost cen energii elektrycznej o 20% w 2008 roku i 20% w następnym roku,
- wzrost kursu EUR/PLN z 3.50 w 2008 roku do 3.60 w 2009 i dalej jego stabilizacja na tym poziomie oraz kursu USD/PLN z 2.40 w 2008 roku do 2.80 w 2009 i dalej jego stabilizacja na tym poziomie,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2017 roku na poziomie 5%,
- premia rynkowa za ryzyko - 5%,
- współczynnik *Beta* na poziomie 1.0,
- długookresowa stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych - 2%.

## Wycena DCF

Metoda ta pozwala w najlepszy sposób uwzględnić wszystkie czynniki kształtujące wartość firmy. Wolne przepływy gotówkowe (free cash flow to firm) obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników spółki za okres 2008-2017. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy posłużyliśmy się rentownościami obligacji skarbowych. Koszt kapitału został wyliczony na podstawie modelu CAPM, który opiera się na wolnej od ryzyka stopie procentowej, premii rynkowej oraz parametrze Beta.

### Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	<2016
Sprzedaż	201.7	190.2	189.0	204.0	218.1	229.0	239.4	248.6	256.0	259.7	
Stopa podatkowa (T)	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	19%	
EBIT (1-T)	24.1	16.4	15.8	20.5	24.2	27.0	29.4	31.5	32.9	31.5	
Amortyzacja	19.9	19.0	17.7	16.7	15.9	15.6	15.6	15.7	15.7	15.8	
Inwestycje	-17.0	-8.0	-8.0	-10.0	-10.0	-16.3	-15.9	-16.0	-16.0	-16.1	
Zmiana kap.obrotowego	-1.0	3.3	0.5	-5.7	-5.4	-4.2	-4.1	-3.6	-2.9	-1.7	
FCF	26.0	30.7	26.1	21.5	24.6	22.1	25.1	27.6	29.6	29.5	431
Zmiana FCF		18.2%	-15.1%	-17.7%	14.8%	-10.3%	13.4%	10.1%	7.4%	-0.6%	2.0%
Dług/Kapitał	27.3%	27.5%	27.7%	25.9%	25.6%	25.3%	25.1%	25.0%	24.9%	25.0%	20.0%
Stopa wolna od ryzyka	6.1%	5.8%	5.7%	5.7%	5.7%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.0%
Premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt długu	6.0%	5.7%	5.6%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.5%	4.9%
Koszt kapitału	11.1%	10.8%	10.7%	10.7%	10.7%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.0%
WACC	9.7%	9.4%	9.3%	9.4%	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.0%
PV (FCF)	26.0	28.1	21.8	16.4	17.2	14.0	14.5	14.6	14.3	13.1	191.2
Wartość DCF (mln PLN)	371.2	w tym wartość rezydualna		191							
(Dług) Gotówka netto	-75.4										
Wycena DCF (mln PLN)	295.8										
Liczba akcji (mln)	57.0										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>5.2</b>										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na w/w parametry.

### Wrażliwość wyceny Ceramiki Nowa Gala na przyjęte założenia

stopa $R_f$ rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
4.0%	4.7	5.1	5.7	6.5	7.8	9.8	13.9
4.5%	4.5	4.9	5.4	6.1	7.1	8.7	11.6
5.0%	4.4	4.7	<b>5.2</b>	5.8	6.6	7.9	10.0
5.5%	4.3	4.6	5.0	5.5	6.2	7.2	8.9
6.0%	4.1	4.4	4.8	5.2	5.8	6.7	8.0

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wycena metodą porównawczą do zagranicznych spółek

Wycenę metodą porównawczą dokonaliśmy względem zagranicznych spółek o profilu działalności podobnym do Ceramiki Nowa Gala. Do określenia wartości analizowanej spółki posłużyliśmy się trzema najczęściej stosowanymi wskaźnikami: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E.

### Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
GRUPPO CERAMICHE RICCHI	RIC	Włochy	13.4	11.5	10.1	179.0	47.4	32.2			
PANARIAGROUP INDUSTRIE	PAN	Włochy	5.0	5.2	4.6	9.6	10.3	8.4	11.9	13.5	9.3
URALITA SA	URA	Hiszpania	5.0	4.8	4.4	6.5	6.6	7.0	10.1	10.2	9.1
GRANITIFIANDRE SPA	GRF	Włochy	6.1	4.9	4.1	11.8	8.3	6.6	17.6	11.2	8.7
MASCO CORP	MAS	USA	6.8	8.9	7.5	9.0	15.7	10.5	22.0	22.3	13.8
ZEHNDER GROUP AG-BR	ZEH	Szwajcaria	3.3	3.3	3.2	7.4	5.6	5.4	17.3	9.5	8.9
GEBERIT AG-REG	GEBN	Szwajcaria	6.3	6.6	6.5	7.1	8.0	8.1	9.5	10.3	10.1
LECICO EGYPT SAE	LCSW	Egipt	4.3	4.4	3.9	6.2	6.6	5.8	4.8	5.9	5.1
RAS AL KHAIMAH CERAMICS	RAK	ZEA	5.9	4.3	3.4	7.9	5.7	4.7	11.5	8.1	5.6
MOHAWK INDUSTRIES	MHK	USA	5.0	5.1	4.9	7.4	7.6	7.3	6.7	7.1	6.7
Mediana			5.5	5.0	4.5	7.6	7.8	7.1	11.5	10.2	8.9

#### Dług netto

Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	75.4	48.7	38.5	36.6	28.7	19.5	18.9	20.6	13.1	13.0
-----------------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

#### Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	190	117	89	144	77	59	237	133	116
Wagi		40%			30%			30%	

**Wycena** **129**

**Wycena na 1 akcję** **2.3**

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wycena metodą porównawczą do polskich spółek

Do grupy porównawczej dobraliśmy w tym przypadku polskie spółki z branży płytek ceramicznych notowane na GPW w Warszawie o profilu działalności zbliżonym do Ceramiki Nowa Gala. Do określenia wartości analizowanej spółki posłużyliśmy się również trzema najczęściej stosowanymi wskaźnikami: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E.

### Wycena porównawcza do spółek polskich

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
DECORA SA	DCR	Polska	4.7	3.8	3.5	6.2	5.0	4.4	5.0	4.2	3.7
MERCOR SA	MCR	Polska	5.0	3.9	3.5	5.8	4.5	3.9	8.4	6.9	5.7
CERSANIT-KRASNOSTAW	CST	Polska	6.5	5.8	5.2	8.9	8.6	7.9	11.5	9.8	9.2
LENA LIGHTING SA	LEN	Polska	4.5	4.1	3.8	5.9	5.3	4.9	5.2	4.6	4.2
Mediana			4.8	4.0	3.7	6.1	5.1	4.7	6.8	5.7	5.0

#### Dług netto

Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	75.4	48.7	38.5	36.6	28.7	19.5	18.9	20.6	13.1	13.0
-----------------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

#### Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	160	79	59	99	25	13	140	75	65
Wagi		40%			30%			30%	

**Wycena** **81**

**Wycena na 1 akcję** **1.4**

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

# Wyniki finansowe

## Rachunek wyników (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
<b>przychody netto</b>	<b>101.5</b>	<b>141.0</b>	<b>201.7</b>	<b>190.2</b>	<b>189.0</b>	<b>204.0</b>
koszty wytworzenia	68.8	93.6	138.7	138.4	138.0	145.0
zysk brutto na sprzedaży	32.7	47.4	63.0	51.8	51.0	59.0
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	19.2	24.7	34.3	32.3	32.1	34.7
saldo pozostałej działalności operacyjnej	1.5	-1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>26.0</b>	<b>34.4</b>	<b>48.7</b>	<b>38.5</b>	<b>36.6</b>	<b>41.1</b>
<b>EBIT</b>	<b>15.1</b>	<b>21.2</b>	<b>28.7</b>	<b>19.5</b>	<b>18.9</b>	<b>24.3</b>
saldo finansowe	-3.1	-4.2	-4.1	-3.8	-3.2	-2.5
zysk przed opodatkowaniem	12.0	17.0	24.7	15.7	15.6	21.8
podatek dochodowy	2.3	2.0	3.9	2.5	2.5	3.5
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>zysk netto</b>	<b>9.7</b>	<b>15.0</b>	<b>20.7</b>	<b>13.2</b>	<b>13.1</b>	<b>18.3</b>
EPS	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4

## Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>106.5</b>	<b>187.8</b>	<b>185.1</b>	<b>174.3</b>	<b>164.8</b>	<b>158.3</b>
wartości niematerialne i prawne	1.0	17.8	17.8	17.8	17.9	17.9
rzeczowe aktywa trwałe	99.7	160.7	157.8	146.8	137.0	130.3
inwestycje długoterminowe	5.8	9.3	9.5	9.7	9.9	10.1
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>72.1</b>	<b>108.0</b>	<b>130.0</b>	<b>139.2</b>	<b>147.1</b>	<b>173.2</b>
zapasy	36.0	56.4	55.5	55.3	55.2	58.0
należności	29.4	43.9	55.3	52.1	51.8	55.9
inwestycje krótkoterminowe	6.3	7.0	18.6	31.1	39.4	58.6
rozliczenia międzyokresowe	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
<b>aktywa razem</b>	<b>178.7</b>	<b>295.8</b>	<b>315.2</b>	<b>313.5</b>	<b>311.8</b>	<b>331.5</b>
kapitał własny	118.3	192.4	202.2	200.4	198.6	216.9
zobowiązania i rezerwy	60.4	103.4	113.0	113.1	113.3	114.6
zobowiązania długoterminowe	31.0	39.6	39.6	39.6	39.6	39.6
zobowiązania krótkoterminowe	20.5	53.4	62.7	62.7	62.6	63.8
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
rezerwy na zobowiązania	8.9	10.4	10.6	10.8	11.0	11.2
<b>pasywa razem</b>	<b>178.7</b>	<b>295.8</b>	<b>315.2</b>	<b>313.5</b>	<b>311.8</b>	<b>331.5</b>
BVPS	3.1	3.4	3.5	3.6	3.9	4.8

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

## Cash flow (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
wynik netto	9.7	15.0	20.7	13.2	13.1	18.3
amortyzacja	11.0	13.2	19.9	19.0	17.7	16.7
zmiana kapitału obrotowego	-9.0	-8.0	-1.0	3.3	0.5	-5.7
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>12.2</b>	<b>21.7</b>	<b>44.2</b>	<b>39.4</b>	<b>34.6</b>	<b>31.9</b>
inwestycje (capex)	-4.3	-5.7	-17.0	-8.0	-8.0	-10.0
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-4.1</b>	<b>-59.1</b>	<b>-17.1</b>	<b>-8.1</b>	<b>-8.1</b>	<b>-10.1</b>
wypłata dywidendy	-2.2	0.0	-5.7	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	1.1	59.1	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-1.9	-18.1	0.0	0.0	0.0	0.0
odsetki	-2.5	-3.0	-4.6	-3.8	-3.2	-2.5
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-5.5</b>	<b>38.0</b>	<b>-15.5</b>	<b>-18.8</b>	<b>-18.2</b>	<b>-2.5</b>
zmiana gotówki netto	2.6	0.7	11.6	12.5	8.3	19.2
DPS	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
CEPS	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6	0.8
FCFPS	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.4

## Wskaźniki (%)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
zmiana sprzedaży	6.76	38.93	43.04	-5.72	-0.64	7.98
zmiana EBITDA	27.12	32.27	41.39	-20.78	-5.03	12.17
zmiana EBIT	57.81	40.72	35.60	-32.14	-3.29	29.07
zmiana zysku netto	103.78	54.23	38.41	-36.21	-0.60	39.34
marża EBITDA	25.63	24.40	24.12	20.27	19.37	20.12
marża EBIT	14.84	15.03	14.25	10.26	9.98	11.93
marża netto	9.57	10.62	10.28	6.95	6.95	8.98
sprzedaż/aktywa (x)	56.81	47.67	64.00	60.66	60.60	61.54
dług / kapitał (x)	25.26	28.27	27.27	27.44	27.63	25.90
odsetki / EBIT	16.41	14.28	15.89	19.30	17.06	10.46
stopa podatkowa	18.88	11.65	16.00	16.00	16.00	16.00
ROE	8.21	7.78	10.25	6.60	6.62	8.44
ROA	5.43	5.06	6.58	4.22	4.21	5.52
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-33.6	-68.8	-57.2	-44.7	-36.4	-17.2

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

## Departament Analiz

**Marcin Materna, CFA**  
Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
banki i finanse, handel

**Michał Buczyński**  
+22 598 26 58  
michal.buczynski@millenniumdm.pl

**Analityk**  
telekomunikacja, przemysł chemiczny

**Radosław Łukaszczuk**  
+22 598 26 88  
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

**Analityk**  
przemysł drzewny i materiałów budowlanych,  
motoryzacja, energetyka

**Łukasz Kołaczkowski**  
Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 59  
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

**Analityk**  
media, farmaceutyka  
przemysł spożywczy, elektromaszynowy

**Marcin Palenik, CFA**  
+22 598 26 71  
marcin.palenik@millenniumdm.pl

**Analityk**  
paliwa i surowce, przemysł metalowy

**Marcin Deręgowski**  
+22 598 26 05  
marcin.deregowski@millenniumdm.pl

**Asystent**

## Sprzedaż

**Radosław Zawadzki**  
+22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

**Dyrektor**

**Krzysztof Solus**  
+22 598 26 66/7  
krzysztof.solus@millenniumdm.pl

**Dyrektor**

**Arkadiusz Szumilak**  
+22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

**Robert Wiaderny**  
+22 598 26 79  
robert.wiaderny@millenniumdm.pl

**Marek Przytuła**  
+22 598 26 68  
marek.przytula@millenniumdm.pl

**Jarosław Oldakowski**  
+22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

**Jakub Banaszek**  
+22 598 26 90  
jakub.banaszek@millenniumdm.pl

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp  
02-593 Warszawa Polska

**Fax: +22 898 32 02 Tel. +22 598 26 00**

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
WNB - wynik na działalności bankowej  
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję  
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
NPL - kredyty zagrożone

### Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu  
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu  
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)  
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%  
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%  
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):  
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.  
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

### Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Sygnity, Wielton, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NFI, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN Orlen, Śrubex. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Eurofilms, Famur, North Coast, Action, Euromark, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium TFI S.A. (podmiot powiązany z Millennium Dom Maklerski S.A.) posiada na dzień sporządzenia niniejszego raportu akcje, stanowiące 16,56% kapitału zakładowego Ceramiki Nowa Gala i uprawniające do wykonywania 16,56% ogółu głosów na WZA. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A. a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

### Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

## Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
Nowa Gala	Kupuj	27 sie 08	3.90	5.10
Nowa Gala	Kupuj	25 mar 08	4.40	5.30
Nowa Gala	Neutralnie	9 sty 08	5.50	6.20

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2008 roku

	Liczba rekomendacji	% udział	% udział
Kupuj	9	22%	1%
Akumuluj	9	22%	1%
Neutralnie	18	44%	1%
Redukuj	5	12%	0%
Sprzedaj	0	0%	0%

### Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

	Liczba rekomendacji	% udział	% udział
Kupuj			
Akumuluj	6	30%	2%
Neutralnie	10	50%	3%
Redukuj	2	10%	1%
Sprzedaj	2	10%	1%

\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora