

Nowa Gala

Wyniki zgodnie z planem

Ceramika Nowa Gala już na początku kwietnia podała skonsolidowane przychody ze sprzedaży za I kwartał 2007 roku, które były wyższe o ponad 36% r/r. Zysk operacyjny oraz zysk netto, której do tej pory pozostawały niewiadomą, okazały się nieznacznie lepsze od naszych oczekiwań. Od początku roku na rynku płytek ceramicznych widać wyraźne ożywienie, które przekłada się na lepsze wyniki Ceramiki Nowa Gala i wzrost notowań spółki. Od naszej ostatniej rekomendacji kurs akcji producenta płytek wzrósł o ponad 20%. Mając to na uwadze, a także opierając się na naszej zaktualizowanej wycenie, utrzymujemy rekomendację akumuluj, podnosząc jednocześnie cenę docelową z 6.9 PLN do 7.5 PLN za akcję.

poprzednia rekomendacja: akumuluj

akumuluj

Cena (16/05/2007)	6.9
Cena docelowa	7.5

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2005	95.1	9.5	20.5	7.6	4.8	0.1	0.4	3.0	55.0	2.4	31.0	14.4	4.3
2006	104.4	15.5	26.4	12.4	10.2	0.3	0.6	3.1	26.4	2.3	19.6	11.5	8.6
2007p	147.9	21.3	35.0	19.0	15.6	0.3	0.5	3.4	25.9	2.1	20.5	12.5	8.2
2008p	206.3	28.7	41.8	26.7	22.1	0.4	0.6	3.7	18.3	1.9	15.3	10.5	10.4
2009p	218.8	30.6	43.0	29.0	24.3	0.4	0.6	4.1	16.6	1.8	14.3	10.2	10.5

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Bardzo dobry I kwartał

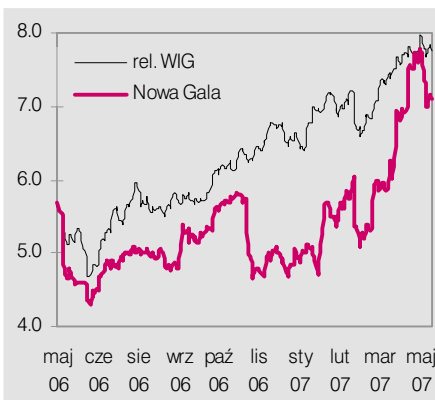
Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala w I kwartale 2007r. wzrosły o 36.2% r/r i osiągnęły poziom 27.7 mln PLN. Tak wysoki wzrost sprzedaży był możliwy dzięki wyraźnemu zwiększeniu popytu na płytki ceramiczne na rynku krajowym, na którym spółka zrealizowała prawie 80% swojej kwartalnej sprzedaży. W analizowanym okresie CNG wypracowała zysk operacyjny na poziomie 2.8 mln PLN, co oznacza ponad 38% wzrost w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Z kolei zysk netto wzrósł aż o 106.4% do poziomu 1.7 mln PLN. Z dobrej koniunktury na rynku płytek ceramicznych skorzystała także Ceramika Gres, która zostanie w drugiej połowie przejęta przez Ceramikę Nowa Gala. W I kwartale osiągnęła ona przychody ze sprzedaży na poziomie 16.4 mln PLN, co oznacza wzrost o 26% r/r.

Przejęcie Ceramiki Gres

Pod koniec lutego 2007 roku Ceramika Nowa Gala podpisała porozumienie z firmą Sanplast o przejęciu spółki Ceramika Gres. Jak do tej pory proces przygotowywania do przejęcia przebiega zgodnie z planem. Dwa warunki zostały już spełnione: Ceramika Gres zaciągnęła kredyt na wypłatę dywidendy dla Sanplastu, a ostatnio UOKiK wydał zgodę na konsolidację obydwu spółek. Przypominamy, iż transakcja przejęcia zostanie zrealizowana przy wskaźniku P/E za 2006 rok na poziomie 10, co wydaje się być bardzo atrakcyjne dla akcjonariuszy Ceramiki Nowa Gala.

Utrzymanie rekomendacji, podwyższenie ceny

Od naszej ostatniej rekomendacji cena walorów Ceramiki Nowa Gala wzrosła o ponad 20%. Inwestorzy w pełni docenili bardzo dobre wyniki spółki oraz informacje na temat przejęcia Ceramiki Gres. Mając na uwadze powyższe czynniki, a także naszą zaktualizowaną wycenę, która zawiera efekty przejęcia Ceramiki Gres, a także wyższą bazę porównawczą, utrzymujemy rekomendację akumuluj, podwyższając jednocześnie cenę docelową dla akcji Ceramiki Nowa Gala z 6.9 PLN do 7.5 PLN.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	7,78 / 4,3		
Liczba akcji (mln)	38.0		
Kapitalizacja (mln PLN)	270		
EV (mln PLN)	303		
Free float (mln PLN)	135		
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	3.3		
Główny akcjonariusz	Waldemar Piotrowski		
% akcji, % głosów	18.95/18.95		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	2.0	26.8	24.6
Zmiana rel. WIG (%)	1.2	15.5	-11.6

Radostaw Łukaszcuk

(022) 598 26 88

radoslaw.lukaszcuk@millenniumdm.pl

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

Skonsolidowane wyniki Ceramiki Nowa Gala za I kwartał 2007r.

mln PLN	I kwartał 2007	I kwartał 2006	zmiana
Przychody	27.7	20.4	36.2%
Wynik brutto na sprzedaży	8.4	6.8	23.6%
EBIT	2.9	2.1	38.4%
EBITDA	5.6	4.8	17.9%
Zysk netto	1.7	0.8	106.4%
Marża brutto na sprzedaży	30.3%	33.3%	
Marża EBIT	10.3%	10.1%	

Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

Przychody w I kwartale

Przychody Ceramiki Nowa Gala w I kwartale 2007 roku były wyższe o 36.2% od osiągniętych w analogicznym okresie 2006 roku. Na ich wysokość decydujący wpływ miało zwiększenie popytu na płytki ceramiczne na rynku krajowym, na którym spółka zrealizowała prawie 80% swojej kwartalnej sprzedaży. Znaczący wzrost przychodów w I kwartale 2007 roku odnotowała także Ceramika Gres (26% r/r), która zostanie przejęta przez Ceramikę Nowa Gala w drugiej połowie bieżącego roku. Wyniosły one 16.4 mln PLN.

Sezonowy spadek marż

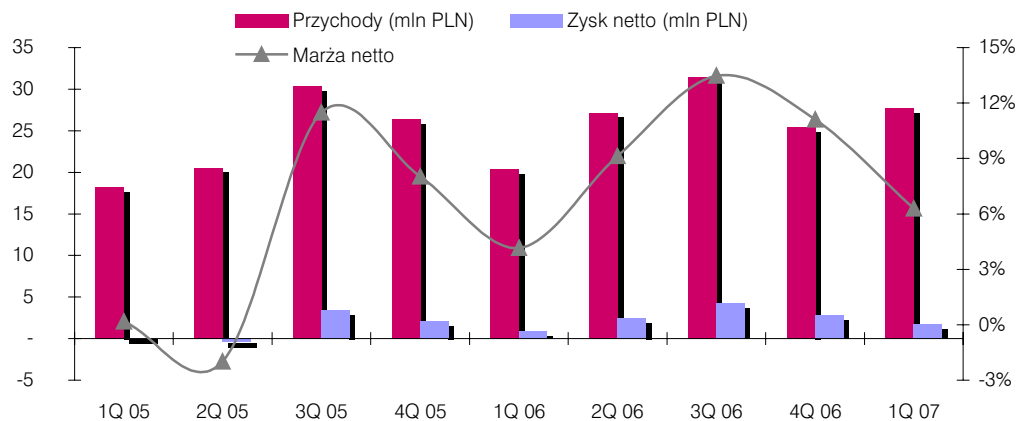
Sezonowo marże Ceramiki Nowa Gala spadają w IV i I kwartale każdego roku. Tak też się stał, z wyjątkiem marży brutto na sprzedaży (wzrost o 3.5 pp. w stosunku do poprzedniego kwartału) w I kwartale br. Spółka odnotowała spadek marż na pozostałych poziomach rachunku zysków i strat w stosunku do poprzedniego kwartału. Z kolei w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego marża brutto na sprzedaży spadła o 3.1 pp., marża EBIT utrzymała się na niezmiennym poziomie, a marża netto zwiększyła się o 2.1 pp. r/r.

Przyjęte założenia

W naszym modelu założyliśmy, iż przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala wzrosną w 2007 roku łącznie o 41% (zawarty 2% wzrost cen najtańszych płytek), z czego konsolidowana od września 2007 roku Ceramika Gres wypracuje 25 mln PLN (zwiększyliśmy prognozowaną sprzedaż Ceramiki Gres w okresie konsolidacji o 2 mln PLN).

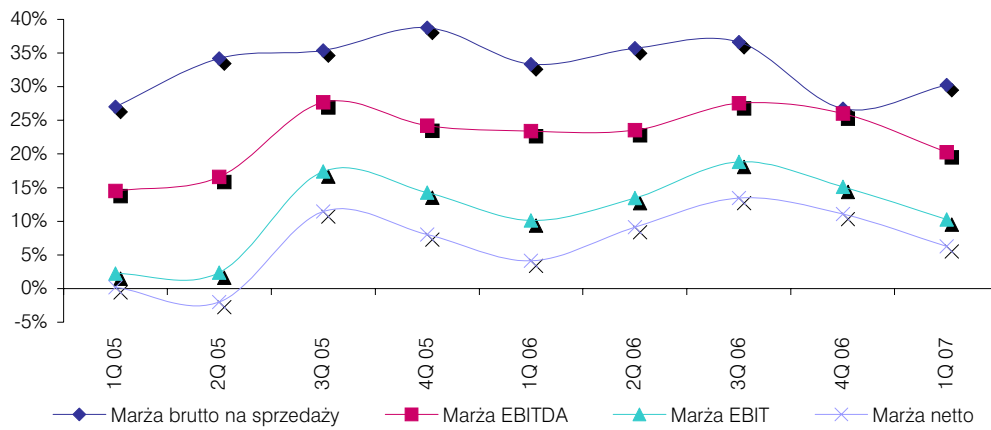
Ponadto podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenie, iż powodzeniem zakończy się emisja 19 mln akcji po cenie emisyjnej w wysokości 3 PLN każda i spółka pozyska z tego tytułu 57 mln PLN na przejęcie Ceramiki Gres.

Wyniki finansowe Ceramiki Nowa Gala w poszczególnych kwartałach



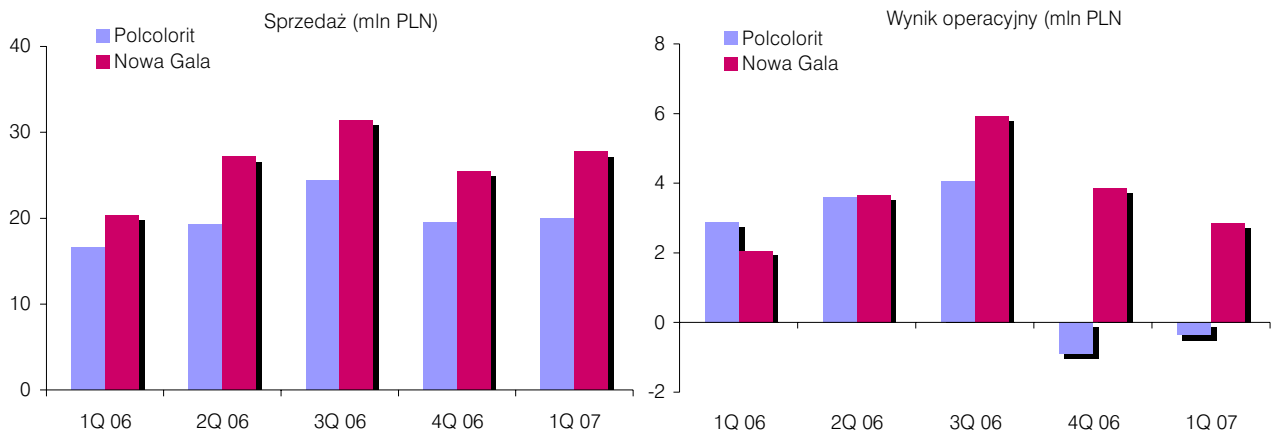
Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

Wysokość marż Ceramiki Nowa Gala w poszczególnych kwartałach

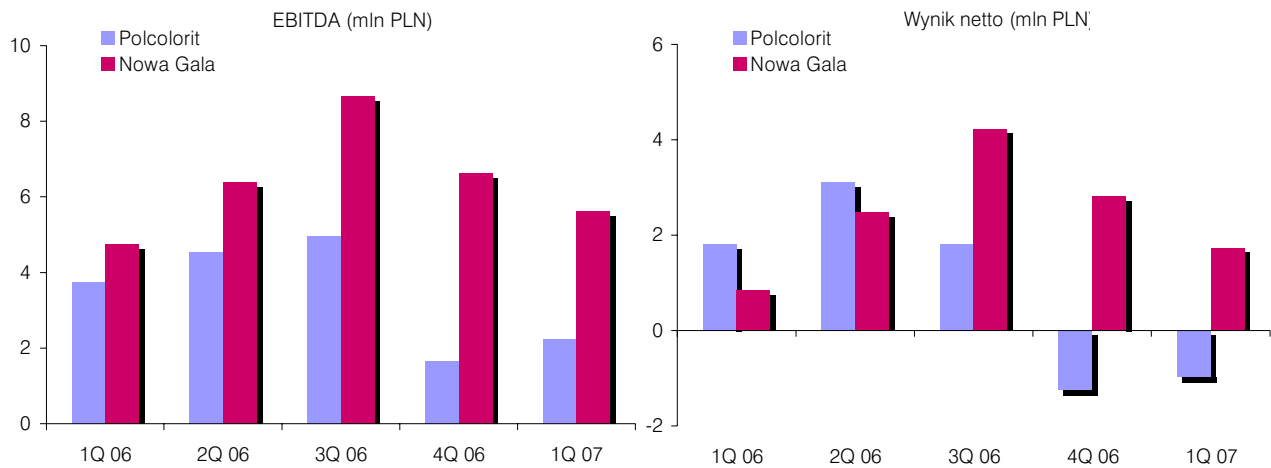


Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

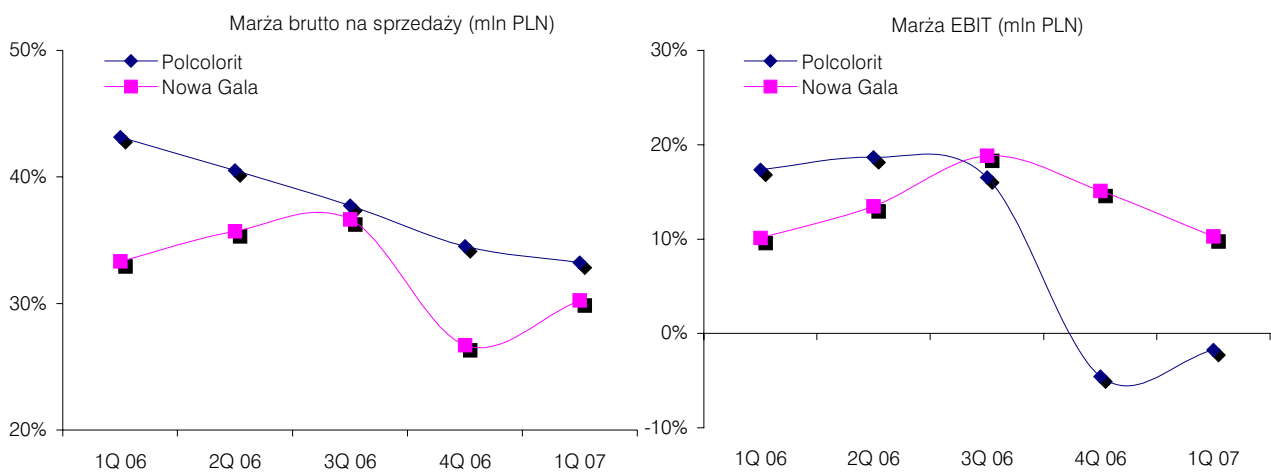
Porównanie Ceramiki Nowa Gala i Polcoloritu
Sprzedaż, wynik operacyjny



Porównanie Ceramiki Nowa Gala i Polcoloritu
EBITDA, wynik netto



Porównanie Ceramiki Nowa Gala i Polcoloritu
Marża brutto na sprzedaży, marża EBIT



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A., Polcolorit S.A.

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 254 mln PLN, czyli 6.7 PLN na akcję. Z kolei w oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy Ceramikę Nowa Gala na 240 mln PLN (6.3 PLN na akcję), a do spółek polskich z branży płytek ceramicznych na 399 mln PLN (10.5 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	254	6.7
Wycena porównawcza do polskich spółek	399	10.5
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	240	6.3
Wycena spółki Ceramika Nowa Gala	286	7.5

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Do wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- wzrost produkcji sprzedanej płytek ceramicznych zgodny z prognozowanym wzrostem PKB dla lat 2007-2016,
- wzrost wynagrodzeń o 4% w 2007 roku i 3% w 2008,
- wzrost cen gazu o 8% w 2007 roku i 6% w następnym,
- spadek kursu EUR/PLN z 3.82 PLN w 2007 roku do 3.80 PLN w 2008 i dalej jego stabilizacja na tym poziomie,
- utrzymanie aktualnego poziomu stóp procentowych,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2016 roku na poziomie 5% (założona stopa procentowa jest konserwatywna z uwagi na fakt, iż wraz ze zbliżaniem się Polski do członkostwa w Unii Monetarnej, oczekiwany jest spadek stóp do poziomu obserwowanego w krajach Europy Zachodniej),
- premia rynkowa za ryzyko - 5%
- współczynnik *Beta* na poziomie 1.0,
- długookresowa stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych - 2% (poziom długoterminowej inflacji).

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 do roku obrotowego za okres 2007-2016. 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)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	<2016
Sprzedaż	147.9	206.3	218.8	230.5	238.6	245.0	250.2	255.6	261.1	266.7	
Stopa podatkowa (T)	18%	17%	16%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
EBIT (1-T)	17.5	23.8	25.7	27.7	28.9	30.0	30.8	31.6	32.4	33.1	
Amortyzacja	13.7	13.1	12.4	11.8	11.2	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	
Inwestycje	-76.2	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3	-11.7	-11.5	-11.5	-11.5	-11.6	
Zmiana kap.obrotowego	-4.5	-16.3	-4.4	-4.1	-2.7	-2.1	-1.7	-1.8	-1.8	-1.9	
FCF	(49.5)	15.4	28.5	30.1	32.1	27.1	28.6	29.4	30.1	30.7	432
Zmiana FCF			84.80%	5.83%	6.67%	-15.70%	5.61%	2.59%	2.44%	2.23%	2.0%
Dług/Kapitał	23.2%	21.0%	19.8%	18.6%	17.8%	17.1%	16.4%	16.3%	16.2%	16.2%	15.0%
Stopa wolna od ryzyka	4.4%	4.7%	4.9%	5.1%	5.1%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	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	4.4%	4.7%	5.0%	5.2%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.1%
Koszt kapitału	9.4%	9.7%	9.9%	10.1%	10.1%	10.2%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.0%
WACC	8.2%	8.7%	8.9%	9.1%	9.2%	9.3%	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%	9.3%
PV (FCF)	(47.3)	13.5	22.8	22.0	21.4	16.5	15.8	14.8	13.8	12.9	180.7
Wartość DCF (mln PLN)	286.9	w tym wartość rezydualna				181					
(Dług) Gotówka netto	-33.2										
Wycena DCF (mln PLN)	253.7										
Liczba akcji (mln)*	38.0										
Wycena 1 akcji (PLN)	6.7										

* bez uwzględnienia emisji 19 mln akcji z zachowaniem prawa poboru, która ma neutralny wpływ na wycenę

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 po okresie prognozy								
PLN		rezydualna stopa wzrostu						
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
stopa R_f rezydualna	4.0%	6.0	6.6	7.4	8.5	10.1	12.7	17.6
	4.5%	5.8	6.3	7.0	8.0	9.3	11.3	14.8
	5.0%	5.6	6.1	6.7	7.5	8.6	10.3	12.9
	5.5%	5.4	5.8	6.4	7.1	8.0	9.4	11.5
	6.0%	5.2	5.6	6.1	6.7	7.6	8.7	10.4

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.

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
GRUPPO CERAMICHE RICCH	RIC	Włochy	7.0	6.1	6.1	13.0	10.4	10.4	13.8	9.7	9.7
PANARIAGROUP INDUSTRIE	PAN	Włochy	6.0	5.1	5.3	9.3	7.7	7.5	13.6	10.8	10.9
MARAZZI GROUP SPA	MRZ	Włochy	6.8	6.0	5.4	10.0	8.5	7.5	13.7	11.6	10.3
URALITA SA	URA	Hiszpania	6.3	6.1	5.9	9.1	8.4	8.3	20.9	19.1	18.8
GRANITIFIANDRE SPA	GRF	Włochy	9.6	7.9	6.4	16.5	12.5	9.6	20.9	18.4	14.9
WIENERBERGER AG	WIE	Austria	9.6	8.8	8.0	14.7	13.2	12.0	16.5	15.0	13.6
Mediana			6.9	6.1	6.0	11.5	9.5	8.9	15.1	13.3	12.3

Dług netto

Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	33.2	35.0	41.8	43.0	21.3	28.7	30.6	15.6	22.1	24.3
-----------------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	208	224	225	212	239	240	236	294	298
Wagi	40%			30%			30%		

Wycena 240

Wycena na 1 akcję 6.3

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. Należą one do szeroko pojętego Do określenia wartości analizowanej spółki posłużyliśmy się również trzema najczęściej stosowanymi wskaźnikami: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E.

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
DECORA SA	DCR	Polska	14.5	12.1	11.8	17.2	14.1	13.5	18.8	15.0	14.0
POLCOLORIT SA	PLT	Polska	11.2	10.3	9.6	19.1	16.6	14.8	22.7	18.8	16.0
CERSANIT-KRASNYSTAW SA	CST	Polska	22.5	14.6	12.9	29.8	18.6	16.4	33.6	23.7	21.8
OPOCZNO SA	OPO	Polska	10.4	8.2	8.2	18.5	12.3	13.4	22.8	13.7	15.4
Mediana			12.9	11.2	10.7	18.8	15.4	14.1	22.8	16.9	15.7

Dług netto

Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	33.2	35.0	41.8	43.0	21.3	28.7	30.6	15.6	22.1	24.3
-----------------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	417	437	426	368	407	399	355	373	382
Wagi	40%			30%			30%		

Wycena 399

Wycena na 1 akcję 10.5

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
przychody netto	95.1	104.4	147.9	206.3	218.8	230.5
koszty wytworzenia	62.3	69.6	98.2	137.7	145.9	153.4
zysk brutto na sprzedaży	32.8	34.8	49.7	68.6	72.9	77.1
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	22.3	21.1	28.4	39.9	42.3	44.6
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1.0	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	20.5	26.4	35.0	41.8	43.0	44.4
EBIT	9.5	15.5	21.3	28.7	30.6	32.5
saldo finansowe	-1.9	-3.1	-2.3	-2.0	-1.6	-1.2
zysk przed opodatkowaniem	7.6	12.4	19.0	26.7	29.0	31.4
podatek dochodowy	2.9	2.2	3.4	4.5	4.6	4.7
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	4.8	10.2	15.6	22.1	24.3	26.7
EPS	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5

Bilans (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
aktywa trwałe	109.6	106.4	168.9	161.1	154.1	147.7
wartości niematerialne i prawne	1.0	1.0	13.0	13.2	13.5	13.8
rzeczowe aktywa trwałe	105.6	99.7	150.2	142.0	134.6	127.8
inwestycje długoterminowe	3.0	5.6	5.8	5.9	6.0	6.1
aktywa obrotowe	65.4	72.3	112.5	149.1	175.3	202.5
zapasy	32.6	36.0	34.4	41.3	43.8	46.0
należności	28.7	29.6	40.5	56.5	59.9	63.2
inwestycje krótkoterminowe	4.0	6.7	37.6	51.2	71.6	93.4
rozliczenia międzyokresowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
aktywa razem	174.9	178.7	281.4	310.2	329.4	350.2
kapitał własny	109.5	118.8	191.4	213.6	231.3	250.6
zobowiązania i rezerwy	65.4	59.9	90.0	96.6	98.2	99.6
zobowiązania długoterminowe	27.5	31.0	51.0	51.0	51.0	51.0
zobowiązania krótkoterminowe	29.8	20.5	30.4	36.9	38.2	39.5
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
rezerwy na zobowiązania	8.1	8.4	8.6	8.7	8.9	9.1
pasywa razem	174.9	178.7	281.4	310.2	329.4	350.2
BVPS	3.0	3.1	3.4	3.7	4.1	4.4

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Cash flow (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
wynik netto	4.8	10.2	15.6	22.1	24.3	26.7
amortyzacja	10.9	11.0	13.7	13.1	12.4	11.8
zmiana kapitału obrotowego	-13.8	-9.4	-4.5	-16.3	-4.4	-4.1
gotówka z działalności operacyjnej	8.4	12.2	27.8	22.0	35.4	37.4
inwestycje (capex)	-14.5	-4.2	-76.2	-5.3	-5.3	-5.3
gotówka z działalności inwestycyjnej	-14.5	-4.1	-75.9	-5.3	-5.4	-5.4
wypłata dywidendy	0.0	-2.2	0.0	0.0	-6.6	-7.3
emisja akcji	0.0	1.1	57.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-2.5	-1.9	25.3	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	-6.4	-5.5	79.3	-3.0	-9.7	-10.3
zmiana gotówki netto	-12.5	2.6	31.2	13.6	20.4	21.7
DPS	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
CEPS	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
FCFPS	-0.3	0.1	0.5	0.2	0.4	0.4

Wskaźniki (%)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
zmiana sprzedaży	8.69	9.85	41.64	39.46	6.06	5.34
zmiana EBITDA	-8.14	29.21	32.45	19.43	2.85	3.09
zmiana EBIT	-31.33	62.29	37.66	34.49	6.61	6.44
zmiana zysku netto	-52.98	114.71	52.59	41.77	9.95	9.59
marża EBITDA	21.53	25.32	23.68	20.28	19.66	19.24
marża EBIT	10.04	14.83	14.42	13.90	13.97	14.12
marża netto	5.01	9.80	10.55	10.73	11.12	11.57
sprzedaż/aktywa (x)	54.35	58.45	52.57	66.51	66.42	65.82
dług / kapitał (x)	38.11	33.64	34.10	30.56	28.23	26.04
odsetki / EBIT	-20.10	-19.98	-10.72	-7.02	-5.25	-3.60
stopa podatkowa	37.52	17.47	18.00	17.00	16.00	15.00
ROE	4.35	8.61	8.16	10.36	10.52	10.64
ROA	2.72	5.73	5.55	7.14	7.39	7.62
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-38.0	-33.6	-27.7	-14.1	6.3	28.1

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Departament Analiz

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

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

Adam Zajler
Makler Papierów Wartościowych
+22 598 26 05
adam.zajler@millenniumdm.pl

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

Łukasz Kolaczkowski
+22 598 26 59
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse, makroekonomia,
handel

Analityk
telekomunikacja, chemia,
metale

Analityk
informatyka, Internet

Analityk
przemysł drzewny i papierniczy,
przemysł ceramiczny,

Analityk
media, farmaceutyki
przemysł spożywczy, przemysł
elektromaszynowy

Sprzedaż

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

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

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

Dyrektor

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp
02-017 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 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 1 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 uzależniająca 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: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. 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 od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. 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 Nadzór Finansowy. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły 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 nietrafne. 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.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
Nowa Gala	Akumuluj	29 mar 07	5.9
Nowa Gala	Kupuj	30 lis 06	4.7

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w I kwartale 2007 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	5	23%
Akumuluj	4	18%
Neutralnie	9	41%
Redukuj	3	14%
Sprzedaj	1	5%

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

Kupuj	3	75%
Akumuluj		
Neutralnie	1	25%
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy*