

# Nowa Gala

**neutralnie**

branża materiałów budowlanych

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 3.27

Cena docelowa: 3.50

## Oczekiwane sezonowe ożywienie

Ceramika Nowa Gala podała słabe wyniki finansowe za II kw. 2009 roku, które na poziomie zysków okazały się nieco niższe niż nasze oraz rynkowe oczekiwania. Główną przyczyną gorszych rezultatów spółki jest kontynuacja załamania sprzedaży eksportowej oraz czasowe wstrzymanie produkcji w II kwartale. Letnie miesiące powinny przynieść jednak ożywienie w branży płytek (w większości sezonowe) oraz poprawę wyników spółki. Niewielkie zadłużenie oraz systematycznie realizowany skup akcji własnych otwierają również Ceramicie Nowa Gala drogę do akwizycji. Mając powyższe oraz aktualną wycenę spółki na uwadze obniżamy rekomendację dla Ceramiki Nowa Gala do neutralnie.

### Słaby kwartał

Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala wyniosły w II kw. 2009 roku 47.2 mln PLN i były o 9.2% niższe w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. W analizowanym okresie spółka wypracowała 4 mln PLN zysku operacyjnego (-47.2% r/r) oraz 2.4 mln PLN zysku netto, czyli o 49.9% mniej niż rok wcześniej. Wyniki te były o 10-15% niższe od oczekiwań rynkowych.

### Możliwe akwizycje

Ceramika Nowa Gala cały czas prowadzi rozmowy w sprawie ewentualnych akwizycji zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym. Dojście do skutku ewentualnego przejęcia w najbliższych latach uprawdopodobniają wyceny podmiotów na rynku, niskie zadłużenie spółki oraz 3.8 mln skupionych akcji własnych, które mogłyby być wykorzystane przy potencjalnej akwizycji.

### Wycena i rekomendacja

Od naszej ostatniej rekomendacji kurs akcji Ceramiki Nowa Gala wzrósł o ponad 30%. Obecnie spółka jest notowana przy wskaźnikach zbliżonych do swoich polskich i zagranicznych odpowiedników. Co prawda, w III kwartale nadeszło oczekiwane ożywienie w branży płytek, ale dużym wyzwaniem pozostaje rok przyszły, który może być gorszy od obecnego. W konsekwencji znacznego wzrostu akcji spółki obniżamy rekomendację dla Ceramiki Nowa Gala z kupuj do neutralnie. Cenę docelową wyznaczamy na poziomie 3.50 PLN za akcję.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	3.8 / 1.95		
Liczba akcji (mln)	57.0		
Kapitalizacja (mln PLN)	187		
EV (mln PLN)	267		
Free float (mln PLN)	80		
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	0.5		
Główny akcjonariusz	Waldemar Piotrowski		
% akcji, % głosów	18.95/18.95		
Akcjonariusz powiązany*	Millennium TFI		
% akcji, % głosów	9.98/9.98		
	<b>1 m</b>	<b>3 m</b>	<b>12 m</b>
Zmiana ceny (%)	-0.9	22.5	-13.7
Zmiana rel. WIG (%)	-5.7	3.7	-14.7

\* 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 (%)
2007	141.0	20.8	34.4	16.4	14.6	0.26	0.49	3.4	12.8	0.97	12.8	7.7	7.6
2008	192.0	28.0	47.1	24.4	21.0	0.37	0.70	3.5	8.9	0.94	9.5	5.7	10.6
2009p	175.3	18.3	36.8	14.1	11.8	0.21	0.53	3.5	15.8	0.93	14.5	7.2	5.9
2010p	166.0	17.6	35.0	13.9	11.6	0.20	0.51	3.5	16.0	0.93	15.1	7.6	5.8
2011p	179.5	22.0	38.4	19.0	16.0	0.28	0.57	3.8	11.7	0.86	12.1	6.9	7.4

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; \* wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej Ceramiki Nowa Gala na poziomie 3.27 PLN za akcję

## Skonsolidowane wyniki Ceramiki Nowa Gala za II kwartał 2009 roku

mln PLN	II kwartał 2009*	II kwartał 2008	zmiana	I półrocze 2009	I półrocze 2008	zmiana
Przychody	47.2	52.0	-9.2%	82.8	96.5	-14.2%
Wynik brutto na sprzedaży	11.8	16.9	-30.1%	22.7	31.9	-28.9%
EBITDA	8.2	12.4	-33.9%	15.9	24.5	-35.0%
EBIT	4.0	7.6	-47.2%	7.0	15.1	-53.6%
Zysk netto	2.4	4.9	-49.9%	4.9	9.8	-50.6%
<b>Marże</b>						
Marża brutto na sprzedaży	25.1%	32.6%		27.4%	33.1%	
Marża EBITDA	17.4%	23.9%		19.2%	25.4%	
Marża EBIT	8.5%	14.7%		8.4%	15.6%	
Marża netto	5.2%	9.4%		5.9%	10.2%	

Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.; \* wyniki pro forma (obliczenia Millennium Dom Maklerski S.A.)

## Wyniki II kwartału

### Przychody w II kwartale

Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala spadły w II kw. 2009 roku o 9.2% r/r do poziomu 47.2 mln PLN (nasze oczekiwania wynosiły 49.4 mln PLN). Główną przyczyną spadku przychodów jest przede wszystkim zmniejszenie o 47.6% sprzedaży eksportowej. Spadek byłby jeszcze większy, gdyby nie pozytywny wpływ osłabienia złotego.

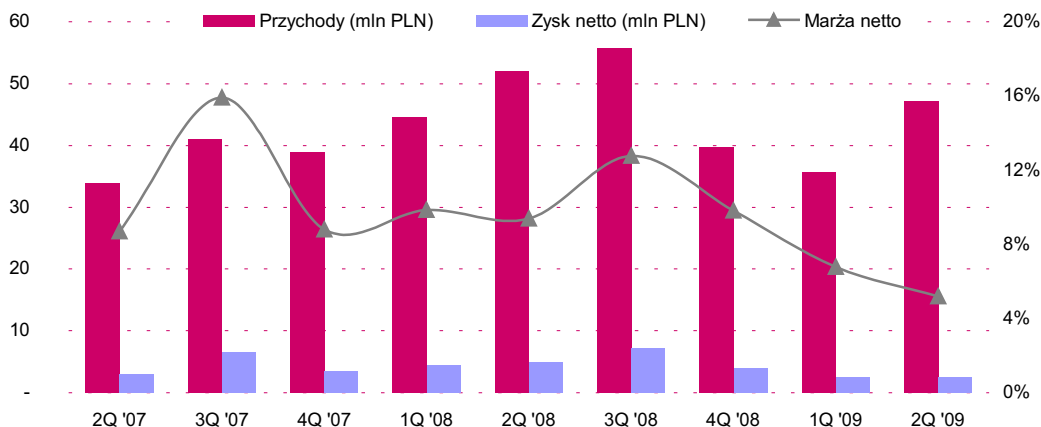
### Stabilny popyt na rynku krajowym

Ceramika Nowa Gala odnotowała w II kw. 2009 roku niewielki wzrost sprzedaży krajowej (+0.3% r/r). O ile spadek popytu na płytki ceramiczne na rynku krajowym wystąpił w kanale tradycyjnym, czyli u hurtowników (-8% r/r), którzy najprawdopodobniej w obawie przed pogłębieniem kryzysu gospodarczego i dalszego osłabienia popytu nie zdecydowali się na robienie zapasów przed zbliżającym się "sezonem na płytki", to wzrósł popyt na produkty spółki w kanale inwestycyjnym o 22% r/r oraz w sieciach DIY - o 11% r/r.

### Pogłębienie załamania sprzedaży eksportowej

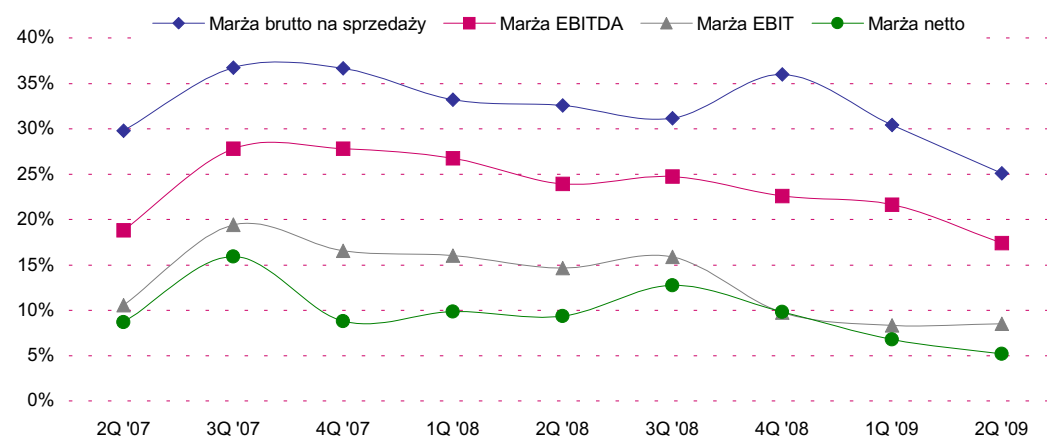
II kwartał przyniósł pogłębienie załamania sprzedaży eksportowej Ceramiki Nowa Gala. Przychody ze sprzedaży na rynki zagraniczne spadły w tym okresie aż o 47.6% r/r do poziomu 5.4 mln PLN. Obecnie ok. 47% sprzedaży eksportowej jest realizowane w USD, a 53% w EUR. W wyniku osłabienia złotego r/r nastąpił z kolei wzrost

## Wyniki finansowe Ceramiki Nowa Gala



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

## Wysokość marż Ceramiki Nowa Gala



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

rentowności sprzedaży eksportowej o 11.6 p.p. r/r do poziomu 34%. Rentowność sprzedaży eksportowej zrównała się tym samym z rentownością sprzedaży krajowej.

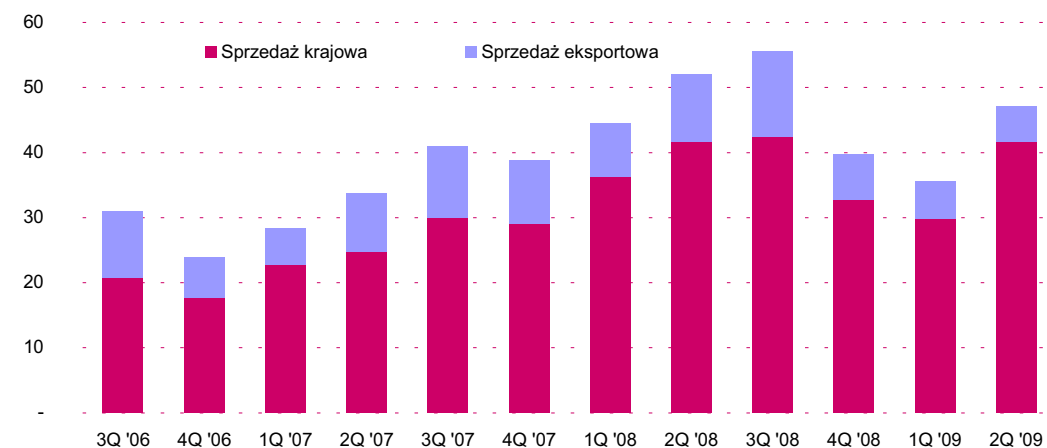
## Spadek marż

Ceramika Nowa Gala odnotowała w II kw. 2009 roku spadek marż na każdym poziomie rachunku zysków i strat zarówno w stosunku rocznym, jak i kwartalnym. Marża brutto na sprzedaży spadła w II kwartale br. o 7.5 p.p. r/r do poziomu 25.1%, marża operacyjna - o 6.1 p.p. r/r do poziomu 8.5%, natomiast marża netto zmniejszyła się do poziomu 5.2% (-4.2 p.p. r/r). Spadek marż wynika przede wszystkim z czasowego wstrzymania produkcji w kwietniu i maju oraz niekorzystnej zmiany struktury sprzedawanych płytek w kierunku produktów tańszych (o niższych marżach).

## Wstrzymanie produkcji

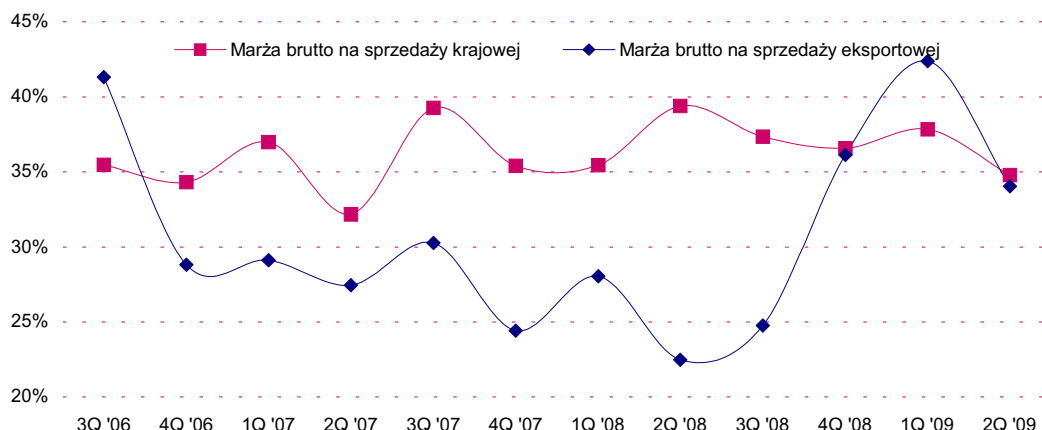
Ze względu na bardzo słaby poziom sprzedaży w kwietniu i maju 2009 roku i wysoki poziom nagromadzonych zapasów Ceramika Nowa Gala musiała wstrzymać częściowo produkcję. W wyniku tego moce produkcyjne spółki były wykorzystywane w tych miesiącach na poziomie 60-70%. Spółka szacuje, iż kwota obciążenia wyniku brutto kosztami stałymi w efekcie wstrzymania produkcji wyniosła 6.5 mln PLN.

## Struktura sprzedaży Ceramiki Nowa Gala kwartalnie



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

## Struktura marży brutto na sprzedaży Ceramiki Nowa Gala



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

## Stabilny cash flow operacyjny

Pomimo znacznego spadku zysków, przepływy pieniężne Ceramiki Nowa Gala z działalności operacyjnej utrzymują się na stabilnym poziomie. W I półroczu 2009 roku cash flow operacyjny spadł jedynie o 13,9% do poziomu 8,1 mln PLN. Wynik ten świadczy o tym, iż pomimo trudnej sytuacji rynkowej spółka bardzo dobrze radzi sobie z wypracowywaniem środków pieniężnych na swojej podstawowej działalności.

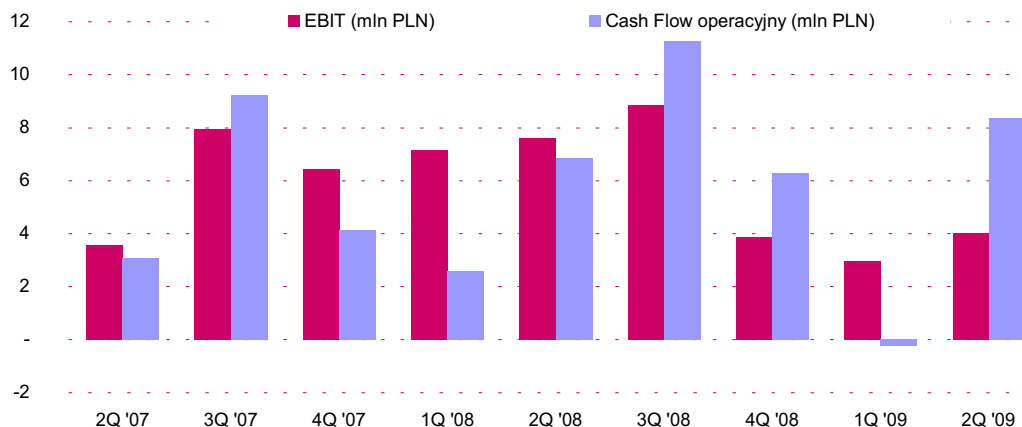
## Bezpieczny poziom zadłużenia

Na koniec II kw. 2009 roku zadłużenie netto spółki wyniosło 84 mln PLN, po spadku o ok. 1,6 mln PLN kw./kw. Przy zysku operacyjnym powiększonym o amortyzację za ostatnie 4 kwartały w wysokości 38,7 mln PLN, daje to wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 2,2. Natomiast przy prognozowanym przez nas EBITDA na rok bieżący na poziomie 36,8, wskaźnik ten wzrasta nieznacznie do 2,3. Zadłużenie Ceramiki Nowa Gala jest więc na bezpiecznym poziomie.

## Programy skupu akcji własnych

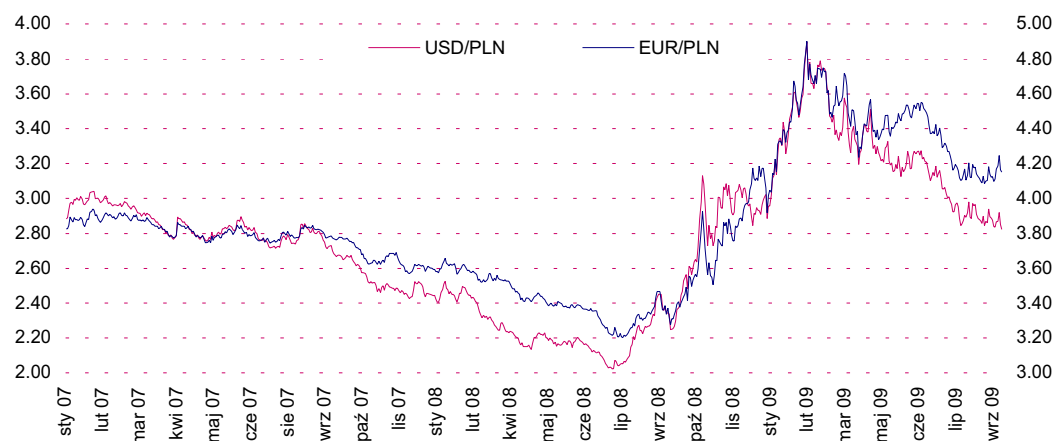
Ceramika Nowa Gala zakończyła w I kw. 2009 roku pierwszy program skupu akcji własnych, w wyniku którego nabyła 1,5 mln walorów za łączną kwotę 5,1 mln PLN, czyli 78,2% planowanej wcześniej kwoty, która decyzją WZA wynosiła 6,5 mln PLN. Średni jednostkowy koszt zakupu akcji wyniósł 3,39 PLN. Spółka kontynuuje skup akcji własnych w ramach drugiego programu. Do tej pory Ceramika Nowa Gala nabyła już łącznie w ramach dwóch programów 3,8 mln akcji własnych, które stanowią 6,71% wszystkich akcji spółki.

## Wynik operacyjny vs. cash flow operacyjny CNG kwartalnie



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

## Kurs USD/PLN i EUR/PLN w latach 2007-2009



Źródło: Narodowy Bank Polski, Bloomberg

## Możliwe akwizycje

Ceramika Nowa Gala cały czas prowadzi rozmowy w sprawie ewentualnych akwizycji zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym. Dojście do skutku ewentualnego przejęcia w najbliższych latach uprawdopodobniają nie tylko niższe wyceny na rynku, ale również niskie zadłużenie spółki oraz 3.8 mln skupionych dotychczas akcji własnych, które mogłyby być wykorzystane przy potencjalnej akwizycji.

## Przyjęte założenia

W naszym modelu założyliśmy, iż przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala spadną w 2009 roku łącznie o 8.7% do poziomu 175.3 mln PLN, z czego konsolidowana już przez cały br. Ceramika Gres wypracuje ok. 65 mln PLN. W 2009 roku przewidujemy spadek wolumenu sprzedaży Ceramiki Nowa Gala o 7% oraz spadek średnioważonej ceny płytek o 3% w stosunku do roku 2008. Łączne oszczędności spółki z tytułu redukcji kosztów szacujemy na 5-6 mln PLN.

# 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 225 mln PLN, czyli 3.95 PLN na akcję. Z kolei w oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy Ceramikę Nowa Gala na 173 mln PLN (3.04 PLN na akcję), a do spółek polskich z branży płytek ceramicznych na 175 mln PLN (3.06 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	225	3.95
Wycena porównawcza do polskich spółek	175	3.06
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	173	3.04
<b>Wycena spółki Ceramika Nowa Gala</b>	<b>199</b>	<b>3.50</b>

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Do wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- spadek wolumenu sprzedaży płytek Ceramiki Nowa Gala o 7% w 2009 roku i o 4% w roku 2010,
- utrzymanie poziomu wynagrodzeń w 2009 roku na poziomie roku 2008,
- wzrost cen gazu o 7% w 2009 roku i jego spadek o 4% w roku następnym oraz wzrost cen energii elektrycznej o 25% w 2009 roku i 10% w następnym roku,
- spadek średniorocznego kursu EUR/PLN z 4.3 w 2009 roku do 4.0 w roku 2010 oraz kursu USD/PLN z 3.2 w 2009 roku do 2.8 w roku 2010,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2018 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 2009-2018. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy posłużymy 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)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	<2018
Sprzedaż	175.3	166.0	179.5	193.8	206.9	218.7	230.5	241.3	247.4	252.4	
Stopa podatkowa (T)	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	19%	19%	
EBIT (1-T)	15.4	14.8	18.5	19.7	21.1	23.6	26.6	29.1	28.8	29.2	
Amortyzacja	18.5	17.3	16.3	15.6	15.3	15.3	15.4	15.4	15.4	15.5	
Inwestycje	-9.2	-8.2	-10.2	-10.2	-16.1	-15.8	-15.9	-15.9	-15.9	-16.0	
Zmiana kap.obrotowego	6.6	5.8	-6.4	-8.3	-7.3	-6.0	-5.7	-5.3	-3.3	-2.7	
FCF	31.3	29.7	18.3	16.8	13.0	17.2	20.4	23.3	25.0	26.0	380
Zmiana FCF		-5.0%	-38.6%	-8.0%	-22.9%	32.7%	18.9%	14.0%	7.4%	3.7%	2.0%
Dług/Kapitał	29.2%	26.6%	22.5%	22.4%	22.3%	22.1%	21.9%	21.7%	21.7%	21.7%	20.0%
Stopa wolna od ryzyka	4.6%	5.1%	5.3%	5.6%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%	6.2%	6.3%	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	4.7%	5.1%	5.3%	5.5%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%	5.8%	5.9%	4.9%
Koszt kapitału	9.6%	10.1%	10.3%	10.6%	10.8%	10.9%	11.0%	11.1%	11.2%	11.3%	10.0%
WACC	8.1%	8.8%	9.2%	9.4%	9.7%	9.8%	9.9%	10.0%	10.0%	10.1%	9.0%
PV (FCF)	30.7	26.8	15.0	12.5	8.7	10.5	11.3	11.7	11.4	10.7	155.8
Wartość DCF (mln PLN)	305.1	w tym wartość rezydualna		156							
(Dług) Gotówka netto	-80.1										
Wycena DCF (mln PLN)	225.0										
Liczba akcji (mln)	57.0										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>3.95</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

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	
stopa $R_f$ rezydualna	4.0%	3.54	3.90	4.38	5.05	6.06	7.73	11.06
	4.5%	3.41	3.73	4.15	4.72	5.54	6.83	9.16
	5.0%	3.29	3.58	<b>3.95</b>	4.43	5.12	6.15	7.87
	5.5%	3.19	3.44	3.77	4.19	4.77	5.62	6.95
	6.0%	3.09	3.32	3.61	3.99	4.49	5.19	6.25

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		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
PANARIAGROUP INDUSTRIE	PAN	Włochy	10.9	7.5	5.5	22.4	12.1		55.4	12.9	
URALITA SA	URA	Hiszpania	6.6	5.9	5.7	12.9	10.9	8.0	14.8	14.4	13.7
MASCO CORP	MAS	USA	15.4	11.3	8.4	33.3	17.7	11.7		42.5	20.2
ZEHNDER GROUP AG-BR	ZEH	Szwajcaria	7.0	7.4	6.7	11.3	13.0	11.5	15.1	16.1	13.7
GEBERIT AG-REG	GEBN	Szwajcaria	10.9	11.0	10.2	13.0	13.5	12.5	16.9	16.9	15.7
LECICO EGYPT SAE	LCSW	Egipt	5.0	5.3	4.9	6.9	7.8	7.1	8.3	9.2	8.0
EL EZZ CERAMICS & PORCEL	ECAP	Egipt	8.0	5.9	5.6	12.1	8.9	8.3	41.4	16.6	13.5
IMERYSA	NK	Francja	10.5	8.8	8.0	18.5	13.4	11.8	26.0	15.3	12.9
GRANITIFIANDRE SPA	GRF	Włochy	7.2	5.4	4.1	17.4	9.7	6.1	36.4	13.2	8.1
VILLEROY & BOCH AG-PFD	VIB3	Niemcy		4.7	3.2		71.5	8.9			15.0
Mediana			8.0	6.6	5.6	12.9	13.2	10.2	16.9	16.1	13.6

#### Dług netto

Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	80.1	36.8	35.0	38.4	18.3	17.6	22.0	11.8	11.6	16.0
-----------------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

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

	216	152	136	157	152	145	200	187	217
Wagi		40%			30%			30%	

**Wycena** **173**

**Wycena na 1 akcję** **3.04**

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		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
DECORA SA	DCR	Polska	7.1	6.7	6.1	9.0	8.4	7.6	14.7	10.7	8.0
MERCOR SA	MCR	Polska	7.6	10.6	10.0	8.9	13.4	12.6	9.7	15.3	12.8
CERSANIT-KRASNOSTAW	CST	Polska	11.5	10.8	9.3	19.1	18.1	14.8		25.7	18.2
LENA LIGHTING SA	LEN	Polska	8.0	5.6	4.9	15.0	8.3	6.9	44.5	8.3	6.8
Mediana			7.8	8.6	7.7	12.0	10.9	10.1	14.7	13.0	10.4

#### Dług netto

Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	80.1	36.8	35.0	38.4	18.3	17.6	22.0	11.8	11.6	16.0
-----------------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

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

	207	222	216	140	113	143	174	151	166
Wagi		40%			30%			30%	

**Wycena** **175**

**Wycena na 1 akcję** **3.06**

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

# Wyniki finansowe

## Rachunek wyników (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
<b>przychody netto</b>	<b>141.0</b>	<b>192.0</b>	<b>175.3</b>	<b>166.0</b>	<b>179.5</b>	<b>193.8</b>
koszty wytworzenia	93.5	128.8	124.5	117.7	124.2	134.5
zysk brutto na sprzedaży	47.5	63.2	50.8	48.3	55.2	59.3
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	25.2	34.0	32.4	30.7	33.2	35.9
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1.5	-1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>34.4</b>	<b>47.1</b>	<b>36.8</b>	<b>35.0</b>	<b>38.4</b>	<b>39.0</b>
<b>EBIT</b>	<b>20.8</b>	<b>28.0</b>	<b>18.3</b>	<b>17.6</b>	<b>22.0</b>	<b>23.4</b>
saldo finansowe	-4.3	-3.6	-4.2	-3.8	-3.0	-2.7
zysk przed opodatkowaniem	16.4	24.4	14.1	13.9	19.0	20.7
podatek dochodowy	1.9	3.4	2.3	2.2	3.0	3.3
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>zysk netto</b>	<b>14.6</b>	<b>21.0</b>	<b>11.8</b>	<b>11.6</b>	<b>16.0</b>	<b>17.4</b>
EPS	0.3	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3

## Bilans (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>192.3</b>	<b>191.6</b>	<b>182.5</b>	<b>173.6</b>	<b>167.7</b>	<b>162.5</b>
wartości niematerialne i prawne	30.3	28.4	28.6	28.8	29.0	29.2
rzeczowe aktywa trwałe	152.7	152.7	143.2	133.9	127.6	122.0
inwestycje długoterminowe	9.3	10.4	10.7	10.9	11.1	11.3
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>108.0</b>	<b>133.2</b>	<b>141.4</b>	<b>139.1</b>	<b>152.2</b>	<b>160.6</b>
zapasy	56.4	74.9	72.2	68.2	72.1	78.0
należności	43.9	50.0	48.0	45.5	49.2	53.1
inwestycje krótkoterminowe	7.0	7.6	20.3	24.6	30.2	28.7
rozliczenia międzyokresowe	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>aktywa razem</b>	<b>300.3</b>	<b>324.8</b>	<b>323.9</b>	<b>312.7</b>	<b>319.9</b>	<b>323.0</b>
kapitał własny	192.0	199.0	200.9	200.3	216.3	217.7
zobowiązania i rezerwy	108.3	125.8	123.0	112.4	103.6	105.3
zobowiązania długoterminowe	39.6	53.5	48.5	38.5	28.5	28.5
zobowiązania krótkoterminowe	53.4	56.5	58.3	57.3	58.3	59.7
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
rezerwy na zobowiązania	15.2	15.9	16.2	16.5	16.8	17.2
<b>pasywa razem</b>	<b>300.3</b>	<b>324.8</b>	<b>323.9</b>	<b>312.7</b>	<b>319.9</b>	<b>323.0</b>
BVPS	3.4	3.5	3.5	3.5	3.8	3.8

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

**Cash flow (mln PLN)**

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
wynik netto	14.6	21.0	11.8	11.6	16.0	17.4
amortyzacja	13.6	19.1	18.5	17.3	16.3	15.6
zmiana kapitału obrotowego	-8.0	-20.2	6.6	5.8	-6.4	-8.3
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>21.7</b>	<b>26.9</b>	<b>41.2</b>	<b>38.5</b>	<b>28.9</b>	<b>27.4</b>
inwestycje (capex)	-5.7	-17.7	-9.2	-8.2	-10.2	-10.2
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-59.1</b>	<b>-17.5</b>	<b>-9.3</b>	<b>-8.3</b>	<b>-10.3</b>	<b>-10.3</b>
wypłata dywidendy	0.0	-5.7	0.0	0.0	0.0	-16.0
emisja akcji	59.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-18.1	10.5	-5.0	-10.0	-10.0	0.0
odsetki	-3.0	-5.5	-4.2	-3.8	-3.0	-2.7
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>38.0</b>	<b>-8.9</b>	<b>-19.2</b>	<b>-26.0</b>	<b>-13.0</b>	<b>-18.7</b>
zmiana gotówki netto	0.7	0.5	12.7	4.2	5.6	-1.5
DPS	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.3
CEPS	0.5	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
FCFPS	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0

**Wskaźniki (%)**

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
zmiana sprzedaży	38.93	36.13	-8.69	-5.30	8.12	7.97
zmiana EBITDA	32.27	36.93	-21.86	-5.07	9.79	1.66
zmiana EBIT	37.99	34.76	-34.59	-3.76	24.96	6.28
zmiana zysku netto	50.05	44.32	-43.73	-1.65	37.20	9.05
marża EBITDA	24.40	24.54	21.00	21.06	21.38	20.13
marża EBIT	14.74	14.59	10.45	10.62	12.28	12.09
marża netto	10.33	10.95	6.75	7.01	8.90	8.98
sprzedaż/aktywa (x)	46.97	59.10	54.13	53.10	56.11	59.99
dług / kapitał (x)	28.31	30.59	29.16	26.63	22.47	22.36
odsetki / EBIT	14.56	19.47	23.13	21.44	13.75	11.50
stopa podatkowa	11.39	13.92	16.00	16.00	16.00	16.00
ROE	7.59	10.57	5.89	5.81	7.38	8.00
ROA	4.85	6.47	3.65	3.72	4.99	5.39
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-68.8	-80.1	-62.3	-48.1	-32.5	-34.0

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

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

**Analityk**  
paliwa i surowce, przemysł metalowy

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

**Analityk**  
branża budowlana i deweloperzy

## 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.przytuła@millenniumdm.pl

**Jarosław Oldakowski**  
+22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@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 uzależniająca własny 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	26 maj 09	2.50	3.21
Nowa Gala	Kupuj	3 mar 09	1.95	3.09
Nowa Gala	Kupuj	9 gru 08	2.60	3.50

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2009 roku

Kupuj	Liczba rekomendacji		% udział
Kupuj	4	11%	
Akumuluj	12	34%	
Neutralnie	10	29%	
Redukuj	6	17%	
Sprzedaj	3	9%	

### Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A.

#### świadczyl usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

Kupuj		% udział
Kupuj	5	17%
Akumuluj	9	30%
Neutralnie	9	30%
Redukuj	6	20%
Sprzedaj	1	3%

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