

21 maja 2008

# Nowa Gala

**kupuj**

branża materiałów budowlanych

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 4.3

Cena docelowa: 5.4

## Koniunktura sprzyja płytkom

Ceramika Nowa Gala podała bardzo dobre wyniki finansowe za I kw. 2008 roku, które są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Na bazie dobrej koniunktury w branży płytek ceramicznych spółce udało się zdecydowanie poprawić wyniki finansowe, do czego przyczyniła się podwyżka cen płytek oraz konsolidacja przejętej w sierpniu ubiegłego roku Ceramiki Gres. Mając na uwadze dynamicznie rosnącą liczbę mieszkań oddawanych do użytku, dalszy wzrost udziału segmentu premium w strukturze przychodów Ceramiki Nowa Gala oraz efekty synergii po przejęciu Ceramiki Gres, podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji spółki.

### Bardzo dobry I kwartał

Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala wzrosły w I kw. br. o 63% r/r do poziomu 44.5 mln PLN, z czego ok. 14 mln PLN wypracowała przejęta pod koniec sierpnia ubiegłego roku Ceramika Gres. Zysk operacyjny zwiększył się w analizowanym okresie o 164.5% r/r do poziomu 7.5 mln PLN, a zysk netto o 174.5% r/r do poziomu 4.8 mln PLN.

### Znaczny wzrost marż

Konsolidacja bardziej rentownej Ceramiki Gres, przeprowadzona w I kw. 2008 roku podwyżka cen produktów oraz wyższa sprzedaż droższych płytek doprowadziły do zdecydowanego wzrostu r/r marż spółki na każdym poziomie rachunku zysków i strat. Marża brutto na sprzedaży wzrosła o 4 p.p. r/r, marża operacyjna o 6.5 p.p. r/r, a marża netto zwiększyła się 4.4 p.p. r/r do poziomu 10.8%.

### Wycena i rekomendacja

Dobre wyniki Ceramiki Nowa Gala potwierdzają utrzymywanie się wysokiego popytu na produkty spółki. Oczekujemy, iż na bazie dużej liczby mieszkań oddawanych do użytku oraz dzięki efektom synergii z Ceramiką Gres, spółka w dalszym ciągu będzie poprawiała swoje rezultaty finansowe. Korzystnie na wyniki wpływać będzie także zwiększenie udziału płytek z segmentu premium w strukturze sprzedaży. Powyższe czynniki skłaniają nas do podtrzymania rekomendacji kupuj dla Ceramiki Nowa Gala. Cenę docelową podwyższamy nieznacznie do poziomu 5.4 PLN z 5.3 PLN.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	8.34 / 3.8
Liczba akcji (mln)	57.0
Kapitalizacja (mln PLN)	243
EV (mln PLN)	315
Free float (mln PLN)	105
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	1.1
Główny akcjonariusz	Waldemar Piotrowski
% akcji, % głosów	18.95/18.95
Akcjonariusz powiązany*	Millennium TFI
% akcji, % głosów	16.56/16.56
	<b>1 m</b> <b>3 m</b> <b>12 m</b>
Zmiana ceny (%)	3.6   -9.3   -39.1
Zmiana rel. WIG (%)	2.8   -4.5   -16.6

\* 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	16.7	1.4	15.5	9.0	8.2
2007	141.0	21.2	34.4	17.0	15.0	0.3	0.5	3.4	16.2	1.3	14.9	9.2	7.8
2008p	211.2	32.4	50.5	27.5	23.1	0.4	0.7	3.7	10.5	1.2	9.7	6.2	11.0
2009p	238.8	37.8	55.4	33.7	28.3	0.5	0.8	4.0	8.6	1.1	8.3	5.7	12.5
2010p	256.1	40.6	57.4	37.4	31.4	0.6	0.8	4.3	7.7	1.0	7.8	5.5	12.9

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

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

mln PLN	I kwartał 2008	I kwartał 2007	zmiana
Przychody	44.5	27.3	63.0%
Wynik brutto na sprzedaży	14.8	8.0	85.5%
EBITDA	11.9	5.6	111.9%
EBIT	7.5	2.9	164.5%
Zysk netto	4.8	1.7	174.5%
<b>Marże</b>			
Marża brutto na sprzedaży	33.2%	29.2%	
Marża EBITDA	26.8%	20.6%	
Marża EBIT	16.9%	10.4%	
Marża netto	10.8%	6.4%	

Źródło: Ceramiki Nowa Gala S.A.

## Wyniki I kwartału

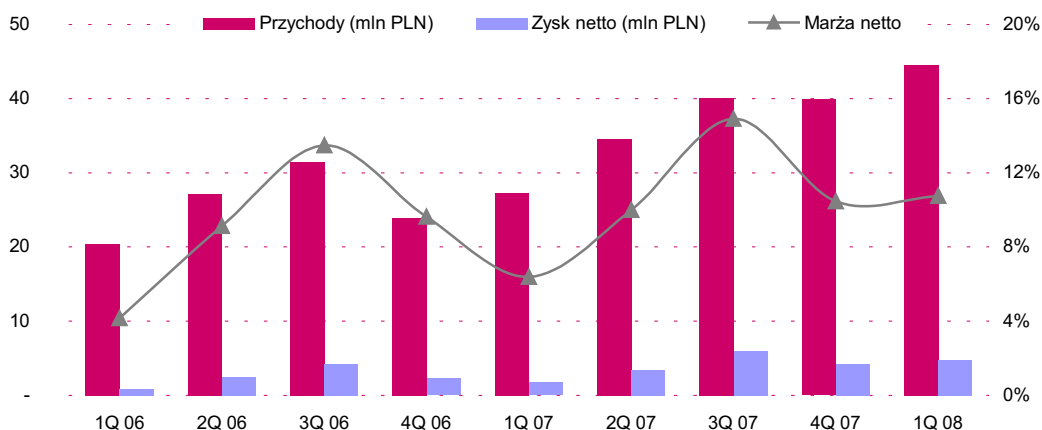
### Przychody w I kwartale

Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala w I kwartale 2008 roku wzrosły o 63% r/r i osiągnęły poziom 44.5 mln PLN. Do ich wzrostu przyczyniła się przede wszystkim konsolidacja przez cały I kwartał rezultatów przejętej w sierpniu 2007 roku Ceramiki Gres (+14 mln PLN), ale również utrzymujący się wysoki popyt na produkty spółki (+10% r/r). Na rynku polskim sprzedaż spółki wzrosła o prawie 64.3% r/r do poziomu 36.4 mln PLN, natomiast na rynkach zagranicznych o 45.9% r/r do poziomu 8.2 mln PLN. W konsekwencji udział sprzedaży eksportowej spadł w analizowanym okresie o 1.8 p.p. r/r i wyniósł 18.4% łącznych przychodów ze sprzedaży. Negatywny wpływ na wysokość przychodów miało zaksięgowanie bonusów dla dystrybutorów (-1.8 mln PLN) oraz umacniająca się złotówka zarówno w stosunku do EUR, jak i USD.

### Poprawa marż

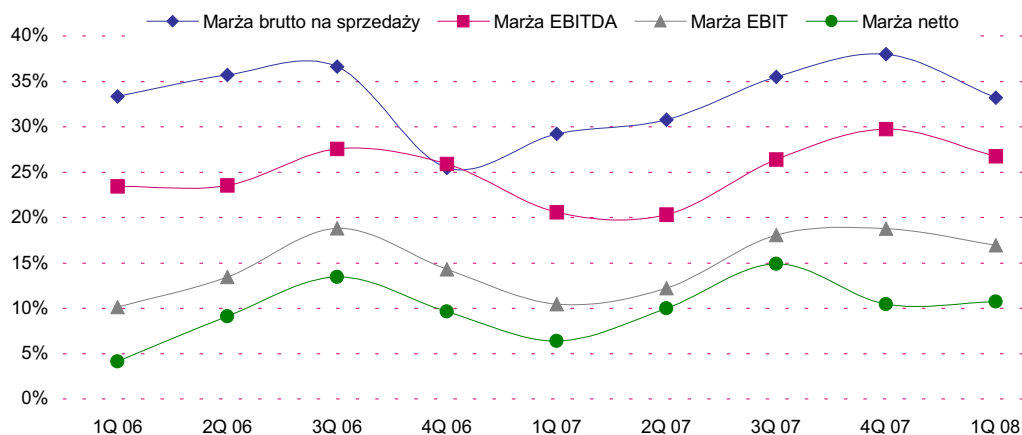
W wyniku konsolidacji bardziej rentownej Ceramiki Gres oraz przeprowadzonych w I kw. podwyżek cen płytek Ceramika Nowa Gala odnotowała w I kw. 2008 roku poprawę marż na każdym poziomie rachunku zysków i strat. Marża brutto na sprzedaży wzrosła o 4 p.p. r/r, marża operacyjna zwiększyła się o 6.5 p.p. r/r, natomiast marża netto osiągnęła poziom 10.8% (+4.4 p.p. r/r). Niekorzystny efekt umacniającej się złotówki w stosunku do walut eksportowych został zamortyzowany zmniejszeniem udziału eksportu w strukturze sprzedaży spółki oraz zakupami podstawowych surowców w EUR i USD.

### Wyniki finansowe Ceramiki Nowa Gala



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

## Wysokość marż Ceramiki Nowa Gala



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

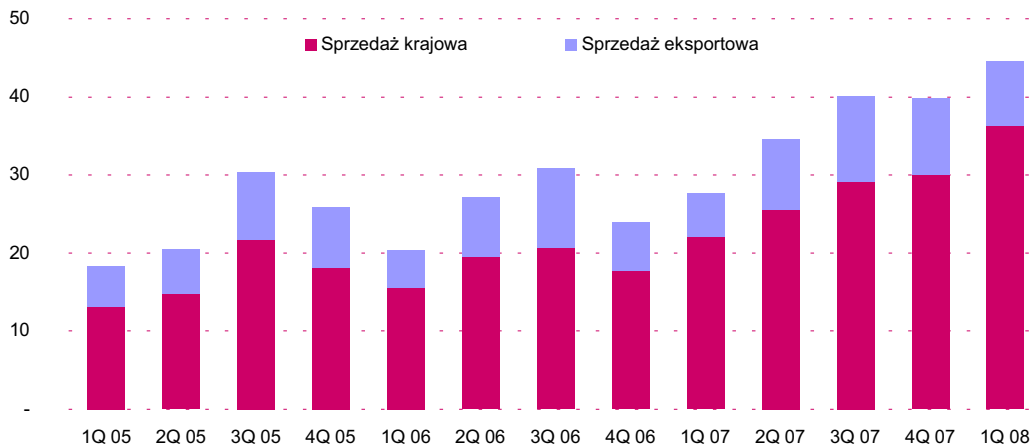
## Sprzedaż eksportowa

Udział sprzedaży eksportowej w łącznych przychodach spółki spadł w I kw. 2008 roku do 18.4% z 20.2% odnotowanych w analogicznym okresie roku ubiegłego. Pomimo znacznego umocnienia się złotówki w stosunku do EUR i USD rentowność eksportu spadła r/r tylko nieznacznie. Marża na sprzedaży eksportowej wyniosła w I kw. br. 28.05% (-0.6 p.p. r/r) i była niższa od marży na sprzedaży krajowej o 7.41 p.p. Wobec spadającej rentowności na sprzedaży eksportowej w wyniku umacniania się złotówki, spadek udziału eksportu w łącznych przychodach należy uznać za działanie korzystne dla wyników finansowych Ceramiki Nowa Gala.

## Efekty przejęcia Ceramiki Gres

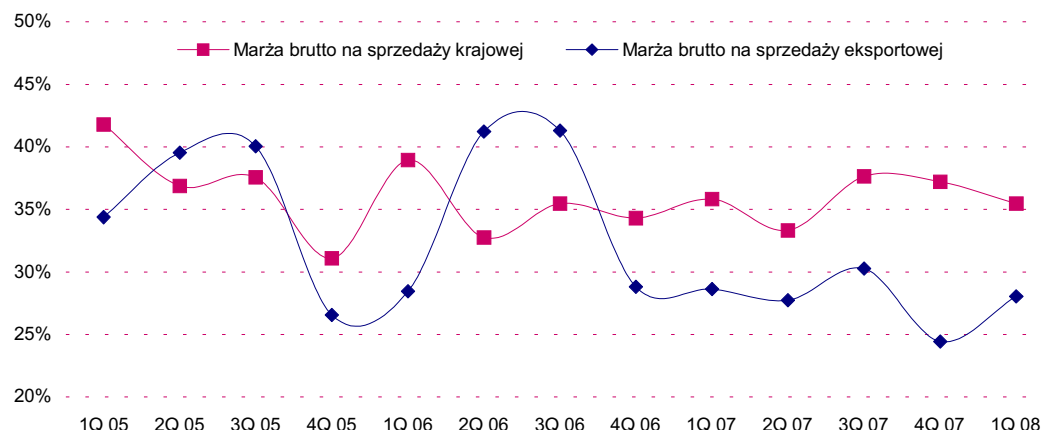
I kwartał był drugim pełnym kwartałem konsolidacji przejętej w sierpniu Ceramiki Gres. Znalazło to odzwierciedlenie nie tylko w wyższych przychodach ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala, ale również w poprawie marż, gdyż przejęty podmiot jest podmiotem bardziej rentownym od Ceramiki Nowa Gala. Niemniej jednak całkowitych efektów konsolidacji i pełnej partycypacji rezultatów Ceramiki Gres w wynikach spółki oczekujemy dopiero w roku bieżącym. Redukcji kosztów sprzyjała będzie unifikacja działów w obydwu podmiotach, optymalizacja produkcji, a także większa siła przetargowa przy zakupie podstawowych surowców produkcyjnych. Zmniejszy się też presja płacowa pracowników, która w ubiegłym roku doprowadziła do dużego wzrostu kosztów osobowych w spółce.

## 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.

## Wzrost cen surowców i energii

W roku bieżącym przewidywane są wzrosty cen podstawowych surowców wykorzystywanych do produkcji płytek ceramicznych. Od połowy roku Ceramika Nowa Gala będzie musiała płacić o kilkanaście procent więcej za skalenie oraz o kilka procent więcej za barwniki, wykorzystywane w procesie szkliwienia płytek. W roku bieżącym spółka musi się też liczyć z ok. 20% r/r wzrostem energii elektrycznej (stanowi 7% kosztów rodzajowych) oraz ok. 10% r/r wzrostem cen gazu (ok. 15% kosztów rodzajowych).

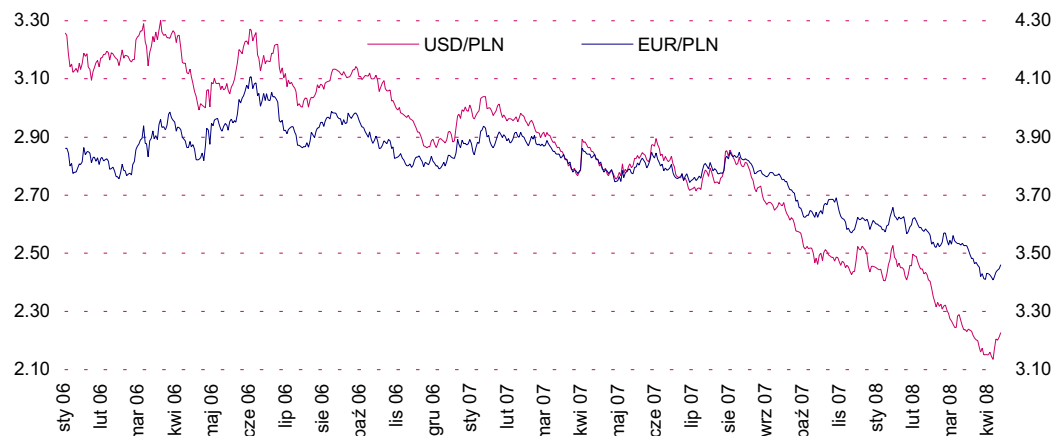
## Podwyżka cen płytek

W celu kompensacji podwyżek cen podstawowych surowców oraz energii, Ceramika Nowa Gala przeprowadziła w I kw. br. podwyżkę cen oferowanych produktów. Na rynku krajowym ceny płytek wzrosły zgodnie z ruchami cenowymi największych graczy o 4-5%, natomiast na rynkach zagranicznych spółka wprowadziła aż 10% podwyżkę w celu amortyzacji skutków umacniającej się złotówki w stosunku do walut eksportowych.

## Nowe moce w segmencie premium

Ceramika Nowa Gala zrezygnowała z wcześniejszych planów zwiększania mocy produkcyjnych gresu technicznego i planuje konsekwentnie zwiększać udział płytek z segmentu premium w strukturze sprzedaży. Temu celowi służyć ma przeprowadzana aktualnie rozbudowa zdolności produkcyjnych płytek z najwyższego

## Kurs USD/PLN i EUR/PLN



Źródło: Bloomberg

segmentu (o cenie ok. 35 PLN za 1 m<sup>2</sup>) o ok. 0.5 mln m<sup>2</sup>, które będą do dyspozycji spółki w czerwcu br., oraz wprowadzenie nowych serii produktów. W warunkach opanowania średniego i niższego segmentu rynku przez Grupę Cersanit i Ceramikę Paradyż oraz rosnącego importu płytek chińskich (duży w tym udział dystrybutora - Wemy), inwestycję tą odbieramy pozytywnie. Koncentracja na płytkach z najwyższego segmentu może przynieść spółce więcej korzyści (wyższe marże, mniejsza konkurencja). W związku z uruchamianiem nowych mocy produkcyjnych płytek z segmentu premium Ceramika Nowa Gala może odnotować przejściowe pogorszenie wyników w II kw. br. (-0.8 mln PLN na zysku netto).

## Dywidenda

Zarząd Ceramiki Nowa Gala podjął uchwałę, że będzie wnioskował do WZA o wypłatę dywidendy w kwocie 5.7 mln PLN (38.95% zysku netto za 2007 rok), co oznacza, iż na jedną akcję przypadłoby 0.10 PLN. Taka wysokość dywidendy na jedną akcję implikuje przy obecnym kursie akcji spółki wskaźnik dividend yield na poziomie 2.34%. Propozycję wypłaty dywidendy odbieramy jako pozytywny sygnał dla akcjonariuszy spółki, tym bardziej, iż jej wypłata w związku z planowanymi inwestycjami nie była planowana. Niemniej jednak uważamy, iż ewentualna decyzja Ceramiki Nowa Gala o inwestycji w branży materiałów budowlanych może ograniczyć lub nawet zawiesić wypłatę dywidendy w kolejnych latach.

## Możliwy buy back

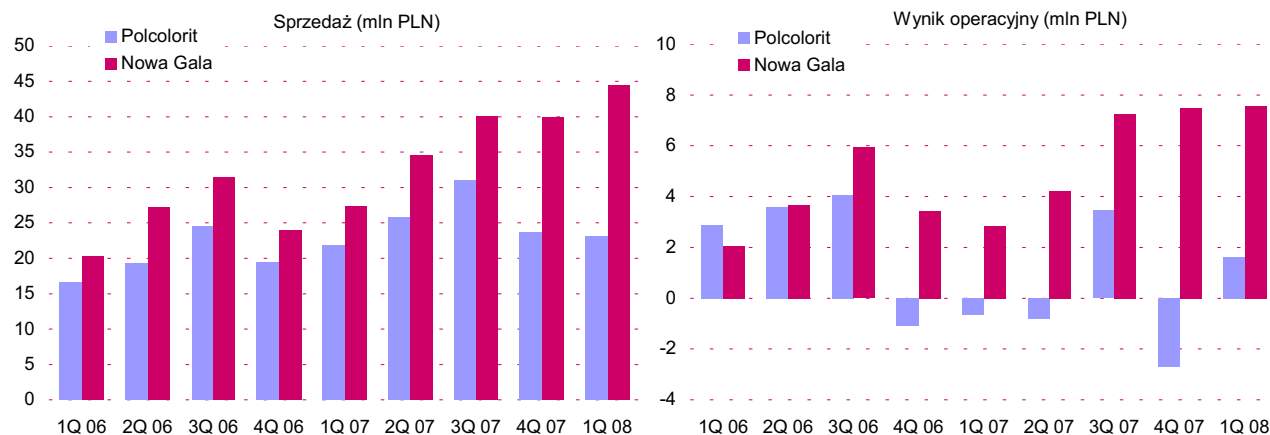
Nieoczekiwanie spółka po opublikowaniu wyników kwartalnych ogłosiła w projektach na WZA zamiar skupowania akcji na giełdzie. Naszym zdaniem decyzja ta jest podyktowana niską wyceną rynkową spółki i powinna być traktowana jako uzupełnienie dywidendy. Niemniej jednak brak szczegółów odnośnie wielkości planowanego buy backu oraz cenie, przy której miałby on zastosowanie, uniemożliwia nam analizę skali jego wpływu dla akcjonariuszy.

## Przyjęte założenia

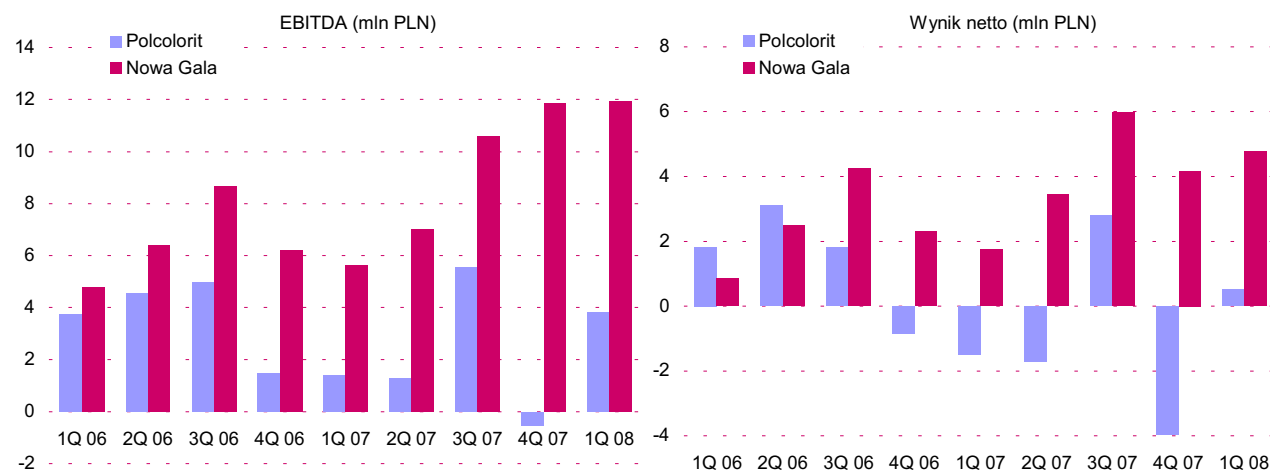
W naszym modelu założyliśmy, iż przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala wzrosną w 2008 roku łącznie o 49.8% do poziomu 216.2 mln PLN, z czego konsolidowana już przez cały br. Ceramika Gres wypracuje ponad 80 mln PLN. W wyniku unifikacji poszczególnych działów w Ceramice Nowa Gala i Ceramice Gres przewidujemy spadek udziału kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w przychodach spółki do 17% w roku bieżącym z 17.56% w 2007 roku.

## PORÓWNANIE CERAMIKI NOWA GALA I POLCOLORITU

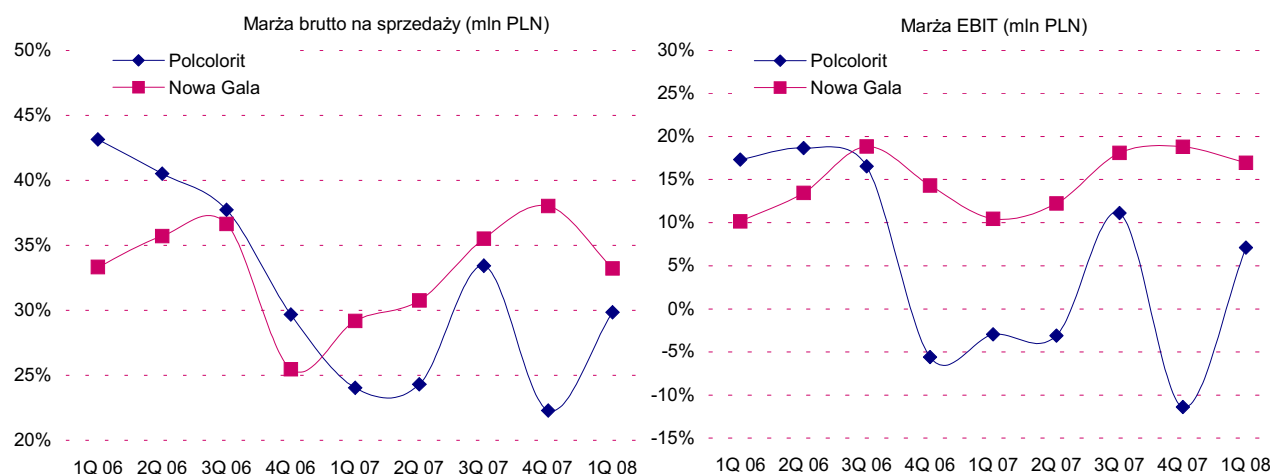
### Sprzedż, wynik operacyjny



### EBITDA, wynik netto



### 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 351 mln PLN, czyli 6.1 PLN na akcję. Z kolei w oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy Ceramikę Nowa Gala na 293 mln PLN (5.1 PLN na akcję), a do spółek polskich z branży płytek ceramicznych na 248 mln PLN (4.3 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	351	6.1
Wycena porównawcza do polskich spółek	248	4.3
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	293	5.1
<b>Wycena spółki Ceramika Nowa Gala</b>	<b>311</b>	<b>5.4</b>

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Do wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- wzrost produkcji sprzedanej płytek ceramicznych zgodny z prognozowanym wzrostem PKB dla lat 2008-2017,
- wzrost wynagrodzeń o 10% w 2008 roku i 8% w 2009,
- wzrost cen gazu o 10% w 2008 roku i 10% w następnym oraz wzrost cen energii elektrycznej o 20% w 2008 roku i 10% w następnym roku,
- spadek kursu EUR/PLN z 3.40 w 2008 roku do 3.20 w 2010 i dalej jego stabilizacja na tym poziomie oraz kursu USD/PLN z 2.20 w 2008 roku do 2.00 w 2010 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	211.2	238.8	256.1	272.2	283.7	289.7	295.4	300.6	305.3	309.7	
Stopa podatkowa (T)	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	19%	
EBIT (1-T)	27.2	31.7	34.1	36.2	38.2	38.2	38.7	39.3	39.4	37.8	
Amortyzacja	18.1	17.6	16.8	16.1	15.4	15.1	15.2	15.2	15.3	15.3	
Inwestycje	-17.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-15.8	-15.5	-15.5	-15.6	-15.6	
Zmiana kap.obrotowego	-4.6	-11.6	-7.3	-6.9	-4.8	-2.7	-2.4	-2.2	-2.0	-2.0	
FCF	23.6	27.8	33.5	35.3	38.8	35.0	36.0	36.8	37.1	35.5	520
Zmiana FCF		17.5%	20.9%	5.4%	9.8%	-9.9%	3.0%	2.3%	0.6%	-4.1%	2.0%
Dług/Kapitał	26.5%	25.1%	23.7%	22.4%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%	22.3%	20.0%
Stopa wolna od ryzyka	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.0%	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	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.7%	4.9%
Koszt kapitału	11.4%	11.3%	11.3%	11.3%	11.2%	11.2%	11.1%	11.1%	11.1%	11.0%	10.0%
WACC	10.0%	10.0%	10.0%	10.1%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.8%	9.0%
PV (FCF)	22.3	23.9	26.2	25.0	25.0	20.5	19.2	17.9	16.4	14.5	211.9
Wartość DCF (mln PLN)	422.8	w tym wartość rezydualna				212					
(Dług) Gotówka netto	-72.1										
Wycena DCF (mln PLN)	350.6										
Liczba akcji (mln)	57.0										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>6.1</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%	5.6	6.1	6.7	7.7	9.0	11.3	15.8
	4.5%	5.4	5.9	6.4	7.2	8.3	10.1	13.2
	5.0%	5.3	5.6	<b>6.1</b>	6.8	7.7	9.1	11.5
	5.5%	5.1	5.5	5.9	6.5	7.3	8.4	10.2
	6.0%	5.0	5.3	5.7	6.2	6.9	7.8	9.3

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 RIC	RIC	Włochy	7.1	6.4	5.5	11.7	10.0	8.0	11.2	9.9	7.5
PANARIAGROUP INDUSTRI	PAN	Włochy	5.8	5.5	5.1	10.4	9.4	8.3	13.5	11.5	10.9
MARAZZI GROUP SPA	MRZ	Włochy	5.6	5.3	4.8	8.6	8.0	7.3	12.7	11.8	10.0
URALITA SA	URA	Hiszpania	6.0	5.6	5.6	7.8	7.4	6.9	13.7	13.1	12.4
GRANITIFIANDRE SPA	GRF	Włochy	6.4	5.1	4.7	9.4	7.1	6.1	14.3	10.3	8.6
MASCO CORP	MAS	USA	10.1	9.4	7.9	12.9	11.2	10.0	30.9	21.1	18.8
ZEHNDER GROUP AG-BR	ZEH	Szwajcaria	8.4	7.8	7.1	14.8	12.9	11.6	20.2	20.7	17.7
GEBERIT AG-REG	GEBN	Szwajcaria	10.0	9.3	8.8	11.4	10.6	10.1	15.4	14.4	13.6
LECICO EGYPT SAE	LCSW	Egipt	7.4	6.8	6.3	9.2	8.3	8.0	11.2	9.6	8.9
RAS AL KHAIMAH CERAM	RAKCEC	ZEA	8.7	7.0	5.8	17.8	12.5	11.2	9.7	6.6	5.0
CERAMIC INDUSTRIES	CRM	RPA	3.7	3.0	2.4	5.1	3.8	3.0	8.1	6.2	5.0
MOHAWK INDUSTRIES INC	MHK	USA	8.0	7.9	7.1	11.7	11.1	9.9	14.3	13.3	10.9
Mediana			7.3	6.6	5.7	10.9	9.7	8.2	13.6	11.6	10.5
Dług netto											
Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)		72.1	50.5	55.4	57.4	32.4	37.8	40.6	23.1	28.3	31.4
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			294	293	256	279	294	259	315	330	329
		Wagi	40%			30%			30%		

**Wycena 293**

**Wycena na 1 akcję 5.1**

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	6.2	5.7	5.3	7.8	7.1	6.8	8.0	7.2	6.6
POLCOLORIT SA	PLT	Polska	8.8	6.9	6.2	16.4	11.1	9.7	18.7	9.6	8.1
CERSANIT-KRASNYSTAW	CST	Polska	8.1	6.3	5.0	11.5	9.2	7.1	17.2	11.4	8.9
LENA LIGHTING SA	LEN	Polska	5.2	4.7	4.4	6.8	5.9	5.4	6.8	5.8	5.3
Mediana			7.2	6.0	5.2	9.6	8.2	6.9	12.6	8.4	7.3
Dług netto											
Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)		72.1	50.5	55.4	57.4	32.4	37.8	40.6	23.1	28.3	31.4
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			290	260	224	240	236	209	291	238	231
		Wagi	40%			30%			30%		

**Wycena 248**

**Wycena na 1 akcję 4.3**

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>211.2</b>	<b>238.8</b>	<b>256.1</b>	<b>272.2</b>
koszty wytworzenia	68.8	93.6	143.0	160.4	171.9	182.8
zysk brutto na sprzedaży	32.7	47.4	68.3	78.4	84.1	89.3
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	19.2	24.7	35.9	40.6	43.5	46.3
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>50.5</b>	<b>55.4</b>	<b>57.4</b>	<b>59.1</b>
<b>EBIT</b>	<b>15.1</b>	<b>21.2</b>	<b>32.4</b>	<b>37.8</b>	<b>40.6</b>	<b>43.1</b>
saldo finansowe	-3.1	-4.2	-4.8	-4.0	-3.2	-2.2
zysk przed opodatkowaniem	12.0	17.0	27.5	33.7	37.4	40.9
podatek dochodowy	2.3	2.0	4.4	5.4	6.0	6.5
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>23.1</b>	<b>28.3</b>	<b>31.4</b>	<b>34.3</b>
EPS	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6

### Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>106.5</b>	<b>187.8</b>	<b>186.9</b>	<b>179.5</b>	<b>173.0</b>	<b>167.1</b>
wartości niematerialne i prawne	1.0	17.8	17.8	17.8	17.9	17.9
rzeczowe aktywa trwałe	99.7	160.7	159.6	152.0	145.2	139.2
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>136.5</b>	<b>163.8</b>	<b>189.7</b>	<b>216.2</b>
zapasy	36.0	56.4	57.2	64.2	68.8	73.1
należności	29.4	43.9	57.9	65.4	70.2	74.6
inwestycje krótkoterminowe	6.3	7.0	20.7	33.5	50.1	67.8
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>323.5</b>	<b>343.3</b>	<b>362.7</b>	<b>383.3</b>
kapitał własny	118.3	192.4	209.8	226.6	243.9	262.5
zobowiązania i rezerwy	60.4	103.4	113.7	116.7	118.9	120.9
zobowiązania długoterminowe	31.0	39.6	39.6	39.6	39.6	39.6
zobowiązania krótkoterminowe	20.5	53.4	63.4	66.3	68.2	70.0
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>323.5</b>	<b>343.3</b>	<b>362.7</b>	<b>383.3</b>
BVPS	3.1	3.4	3.7	4.0	4.3	4.6

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

**Cash flow (mln PLN)**

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
wynik netto	9.7	15.0	23.1	28.3	31.4	34.3
amortyzacja	11.0	13.2	18.1	17.6	16.8	16.1
zmiana kapitału obrotowego	-9.0	-8.0	-4.6	-11.6	-7.3	-6.9
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>12.2</b>	<b>21.7</b>	<b>41.4</b>	<b>38.4</b>	<b>44.1</b>	<b>45.7</b>
inwestycje (capex)	-4.3	-5.7	-17.0	-10.0	-10.0	-10.0
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-4.1</b>	<b>-59.1</b>	<b>-17.1</b>	<b>-10.1</b>	<b>-10.1</b>	<b>-10.1</b>
wypłata dywidendy	-2.2	0.0	-5.7	-11.6	-14.2	-15.7
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	-4.8	-4.0	-3.2	-2.2
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-5.5</b>	<b>38.0</b>	<b>-10.5</b>	<b>-15.6</b>	<b>-17.3</b>	<b>-17.9</b>
zmiana gotówki netto	2.6	0.7	13.8	12.7	16.6	17.7
DPS	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3
CEPS	0.5	0.5	0.7	0.8	0.8	0.9
FCFPS	0.1	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3

**Wskaźniki (%)**

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
zmiana sprzedaży	6.76	38.93	49.78	13.06	7.23	6.28
zmiana EBITDA	27.12	32.27	46.62	9.79	3.63	2.99
zmiana EBIT	57.81	40.72	52.62	16.79	7.48	6.01
zmiana zysku netto	103.78	54.23	54.32	22.64	10.96	9.16
marża EBITDA	25.63	24.40	23.89	23.20	22.42	21.72
marża EBIT	14.84	15.03	15.32	15.82	15.86	15.82
marża netto	9.57	10.62	10.94	11.87	12.28	12.61
sprzedaż/aktywa (x)	56.81	47.67	65.31	69.56	70.61	71.00
dług / kapitał (x)	25.26	28.27	26.54	25.07	23.71	22.41
odsetki / EBIT	16.41	14.28	14.96	10.70	7.81	5.07
stopa podatkowa	18.88	11.65	16.00	16.00	16.00	16.00
ROE	8.21	7.78	11.02	12.51	12.90	13.08
ROA	5.43	5.06	7.14	8.26	8.67	8.96
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-33.6	-68.8	-55.1	-42.4	-25.7	-8.0

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

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

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

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

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

**Dyrektor**  
banki i finanse, handel

Analityk  
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Analityk  
przemysł drzewny i materiałów budowlanych,  
motoryzacja, energetyka

Analityk  
media, farmaceutyki  
przemysł spożywczy, elektromaszynowy

Analityk  
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Asystent

## 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

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

Dyrektor

Dyrektor

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp  
02-593 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 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
Nowa Gala	kupuj	25 mar 08	4.4
Nowa Gala	neutralnie	9 sty 08	5.5
Nowa Gala	kupuj	22 lis 07	5.0
Nowa Gala	neutralnie	21 sie 07	6.9

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	8	17%
Akumuluj	16	33%
Neutralnie	22	46%
Redukuj	2	4%
Sprzedaj	0	0%

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

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

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