

## Nowa Gala

### Wyniki zgodne z oczekiwaniami

Ceramika Nowa Gala podała dobre wyniki finansowe za II kw. 2007 roku, które były zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Na bazie bardzo dobrej koniunktury, panującej od początku br. na rynku płytek ceramicznych, spółce udało się poprawić rezultaty na każdym poziomie rachunku zysków i strat. Nieznaczny spadek marż spowodowany był przede wszystkim niekorzystnym kształtowaniem się kursów walutowych. Wprowadzona przez spółkę 1 czerwca podwyżka cen podstawowych produktów przyczyni się do jeszcze większej poprawy wyników finansowych już w kolejnym kwartale. Wobec obecnej wyceny rynkowej wydajemy rekomendację neutralnie dla Ceramiki Nowa Gala.

poprzednia rekomendacja: akumuluj

**neutralnie**

Cena (21/08/2007)	6.9
Cena docelowa	6.9

	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	54.3	2.4	30.6	14.3	4.3
2006	104.4	15.5	26.4	12.4	10.2	0.3	0.6	3.1	26.0	2.2	19.3	11.3	8.6
2007p	157.4	25.8	38.9	23.7	19.4	0.3	0.6	3.5	20.6	2.0	16.8	11.1	9.8
2008p	221.9	34.9	47.2	33.3	27.7	0.5	0.7	4.0	14.4	1.8	12.4	9.2	12.2
2009p	235.4	37.2	48.9	36.4	30.6	0.5	0.7	4.4	13.1	1.6	11.6	8.9	12.3

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

### Wyniki II kwartału zgodne z planem

Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala w II kwartale 2007r. wzrosły o 27% r/r i osiągnęły poziom 34.5 mln PLN. Na bazie wyraźnego ożywienia popytu na płytki ceramiczne na rynku krajowym, sprzedaż krajowa wzrosła o 30.7% r/r, natomiast sprzedaż eksportowa zwiększyła się o 17.6% r/r. W analizowanym okresie spółka wypracowała zysk operacyjny na poziomie 4.2 mln PLN, co oznacza 15.4% wzrost w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Z kolei na poziomie netto Nowa Gala osiągnęła zysk w wysokości 3.4 mln PLN (+39% r/r).

### Spadek marż

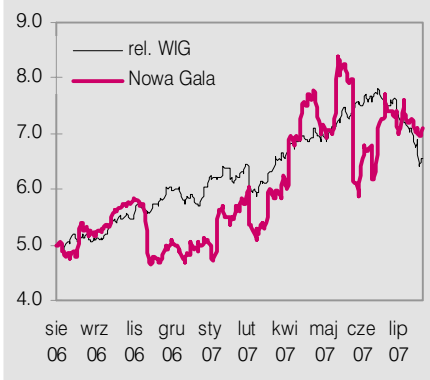
W II kw. 2007 roku Ceramika Nowa Gala odnotowała spadek marż r/r na poziomie brutto na sprzedaży (o 5.1 pp. r/r) oraz operacyjnym (o 1.3 pp. r/r). Decydujący wpływ na obniżenie rentowności spółki miało umocnienie się złotówki w stosunku do walut eksportowych, wprowadzenie podwyżki płac oraz niepełne uwzględnienie w wynikach za II kw. przeprowadzonej 1 czerwca br. podwyżki cen podstawowych produktów. Niekorzystnie na marże wpływała również struktura produktowa sprzedaży, która w kolejnych kwartałach powinna się zmieniać w kierunku wyrobów wysokomarżowych.

### Udana emisja akcji z prawem poboru

W wyniku przeprowadzonej nowej emisji 19 mln akcji serii U z zachowaniem prawa poboru po cenie emisyjnej 3.20 PLN, Ceramika Nowa Gala pozyskała 60.8 mln PLN. Środki te będą przeznaczone na zakup 100% akcji Ceramiki Gres za 77.65 mln PLN. W dniu zawarcia transakcji kwota ta zostanie pomniejszona o dywidendę brutto uchwaloną na rzecz sprzedającego, czyli Sanplast Sp. z o.o. (szacujemy, iż dywidenda ta wyniesie 19 mln PLN). Wszystkie warunki zawieszające umowy zostały spełnione, więc zakładamy rozpoczęcie konsolidacji Ceramiki Gres od początku września br.

### Rekomendacja neutralnie

Pomimo odjęcia w połowie czerwca br. praw poboru (-1.59 PLN), kurs Ceramiki Nowa Gala znajduje się na poziomie, przy którym wydaliśmy naszą ostatnią rekomendację. Uważamy, iż obecna wycena rynkowa spółki odzwierciedla jej fair value i dlatego obniżamy rekomendację z akumuluj do neutralnie. Zważywszy na fakt odjęcia prawa poboru, nową cenę docelową wyznaczamy na poziomie 6.9 PLN.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	8.34 / 4.65		
Liczba akcji (mln)	57.0		
Kapitałizacja (mln PLN)	399		
EV (mln PLN)	433		
Free float (mln PLN)	169		
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	2.3		
Główny akcjonariusz	Waldemar Piotrowski		
% akcji, % głosów	18.95/18.95		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	-3.0	0.3	41.9
Zmiana rel. WIG (%)	11.0	7.3	10.5

**Radostaw Łukaszczuk**

(022) 598 26 88

radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

**Marcin Materna, CFA**

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

### Skonsolidowane wyniki Ceramiki Nowa Gala za II kwartał 2007r.

mIn PLN	II kwartał 2007	II kwartał 2006	zmiana	I-II kwartał 2007	I-II kwartał 2006	zmiana
Przychody	34.5	27.2	27.0%	62.3	47.5	31.0%
Wynik brutto na sprzedaży	10.6	9.7	9.4%	19.0	16.5	15.3%
EBIT	4.2	3.7	15.4%	7.1	5.7	23.7%
EBITDA	7.0	6.4	9.7%	12.6	11.2	13.2%
Zysk netto	3.4	2.5	39.0%	5.2	3.3	56.2%
Marża brutto na sprzedaży	30.8%	35.7%		30.5%	34.7%	
Marża EBIT	12.2%	13.5%		11.4%	12.0%	

Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

### Przychody w II kwartale

Przychody Ceramiki Nowa Gala w II kwartale 2007 roku były wyższe o 27% od osiągniętych w analogicznym okresie 2006 roku. Na ich wysokość decydujący wpływ miało zwiększenie się popytu na płytki ceramiczne na rynku krajowym, na którym spółka zrealizowała prawie 74% swojej kwartalnej sprzedaży. Wzrost sprzedaży krajowej wyniósł w II kw. br. 30.7% r/r, natomiast sprzedaż eksportowa zwiększyła się o 17.6% r/r. Negatywny wpływ na obrót zagraniczny spółki miała umacniająca się złotówka zarówno w stosunku do EUR (+3.6 r/r), jak i USD (+10.1% r/r).

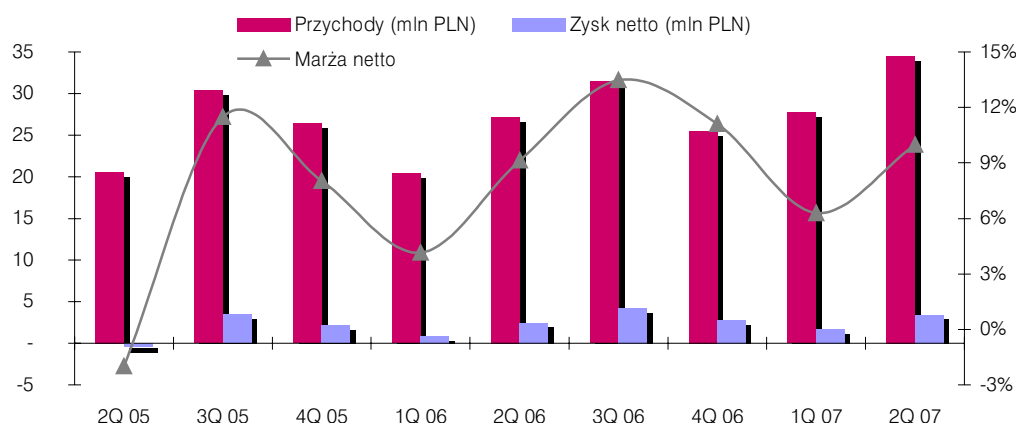
### Spadek marż

W II kw. 2007 roku Ceramika Nowa Gala odnotowała spadek marży brutto na sprzedaży o 5.1 pp. r/r oraz marży operacyjnej o 1.3 pp. r/r. Decydujący wpływ na obniżenie rentowności spółki na powyższych poziomach miało umocnienie się złotówki w stosunku do walut eksportowych, wprowadzenie podwyżki płac oraz niepełne uwzględnienie w wynikach za II kw. przeprowadzonej 1 czerwca br. podwyżki cen podstawowych produktów. Dodatkowo niekorzystnie na marżę wpływała struktura produktowa sprzedaży, która w kolejnych kwartałach powinna się zmieniać w kierunku wyrobów wysokomarżowych. Wzrost marży netto spółki o 0.9 pp. r/r wynikał z niższej efektywnej stopy podatkowej.

### Sprzedaż eksportowa

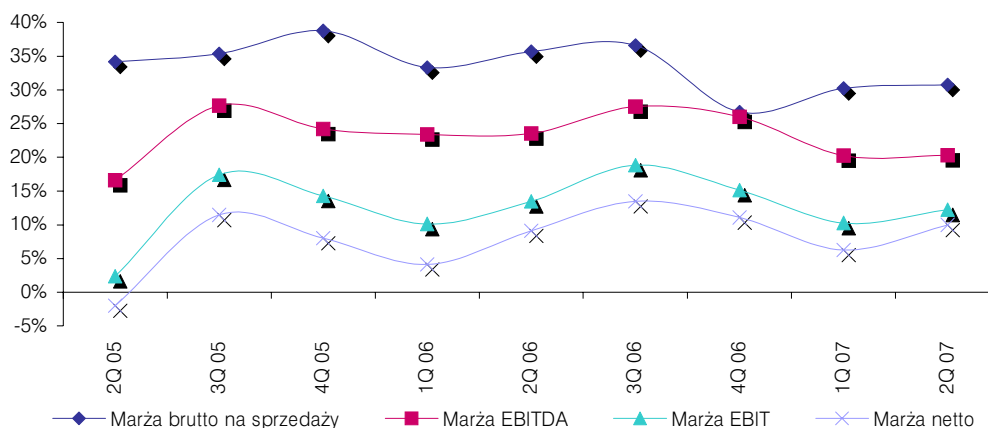
Udział sprzedaży eksportowej w łącznych przychodach spółki spadł w II kw. 2007 roku do 26.1% z 28.1% odnotowanych w analogicznym okresie roku ubiegłego. Wobec znacznego umocnienia się złotówki w stosunku do EUR i USD spadła również rentowność eksportu. Marża na sprzedaży eksportowej wyniosła w II kw. br. 27.7% (-13.5 pp. r/r) i była niższa od marży na sprzedaży krajowej o 5.6 pp. Wobec spadającej rentowności na działalności eksportowej w wyniku umacniania się złotówki, spadek udziału eksportu w łącznych przychodach należy uznać za działanie korzystne dla wyników finansowych Ceramiki Nowa Gala.

### 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.

### Udana emisja akcji serii U

W lipcu Ceramika Nowa Gala przeprowadziła udaną emisję 19 mln akcji serii U z zachowaniem prawa poboru po cenie emisyjnej 3.20 PLN za jedną akcję, w wyniku której pozyskała 60.8 mln PLN. Środki te zostaną przeznaczone na zakup 100% akcji Ceramiki Gres od Sanplast Sp. z o.o.

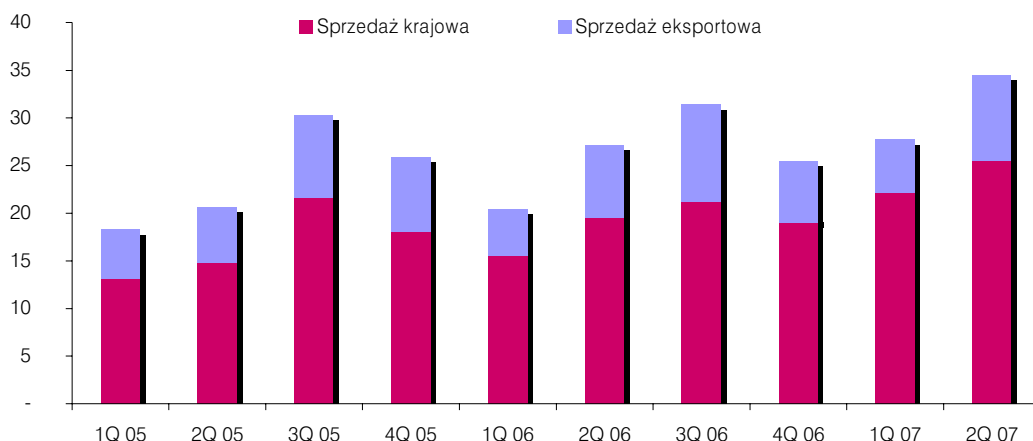
### Przejęcie Ceramiki Gres

Wobec pozyskania w wyniku nowej emisji akcji 60.8 mln PLN przez Ceramikę Nowa Gala na przejęcie 100% akcji Ceramiki Gres i zarejestrowania podwyższenia kapitału zakładowego spółki przez sąd, spełnił się ostatni warunek zawieszający umowy z lutego 2007 roku pomiędzy spółką a Sanplast Sp. z o.o. Ostateczna cena nabycia 100% akcji Ceramiki Gres (77.65 mln PLN) zostanie w dniu zawarcia transakcji pomniejszona o dywidendę brutto uchwaloną przez podmiot przejmowany na rzecz sprzedającego, czyli Sanplast Sp. z o.o. (szacujemy, iż dywidenda ta wyniesie ok. 19 mln PLN). Ostateczna cena nabycia wyniesie więc, naszym zdaniem, około 60 mln PLN.

### Przyjęte założenia

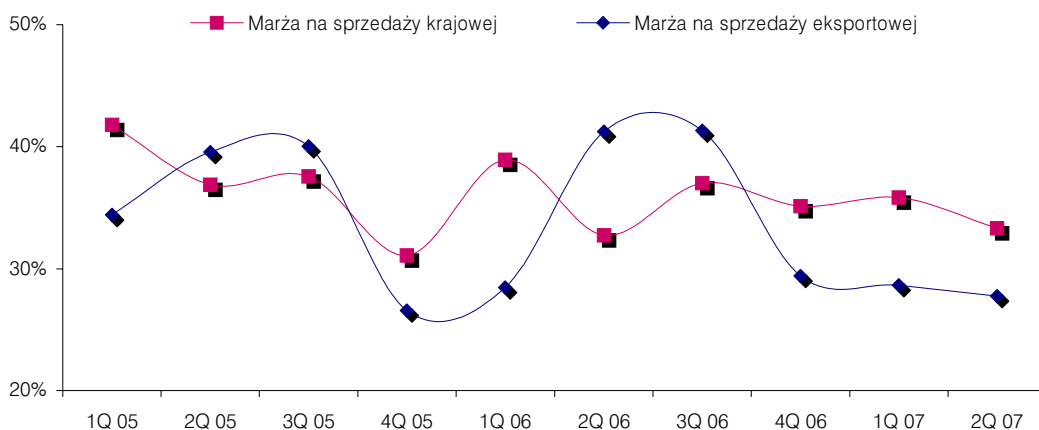
W naszym modelu założyliśmy, iż przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala wzrosną w 2007 roku łącznie o 51% do poziomu 157.4 mln PLN (zawarty 4% średni wzrost cen płytek), z czego konsolidowana od września 2007 roku Ceramika Gres wypracuje 27 mln PLN (zwiększyliśmy prognozowaną sprzedaż Ceramiki Gres w okresie konsolidacji o 2 mln PLN). Zmodyfikowaliśmy nasze wcześniejsze założenie, iż cena emisyjna 19 mln akcji serii U nowej emisji wyniesie 3 PLN na 3.20 PLN. Wobec powyższego spółka pozyskała z emisji na przejęcie Ceramiki Gres 60.8 mln PLN, a nie jak wcześniej zakładaliśmy 57 mln PLN. Rozpoczęcie konsolidacji spółki przejmowanej powinno, naszym zdaniem, rozpocząć się od początku września br.

### Struktura sprzedaży Ceramiki Nowa Gala w poszczególnych kwartałach



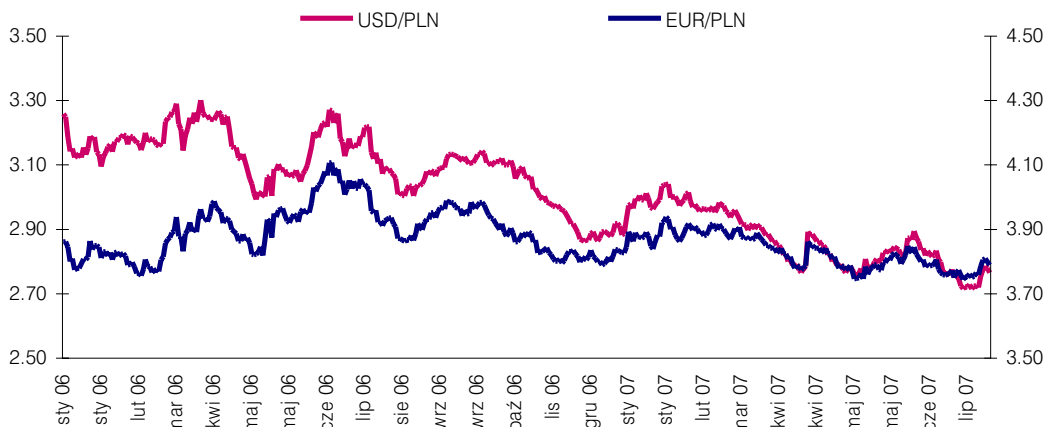
Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

### Struktura marży na sprzedaży Ceramiki Nowa Gala w poszczególnych kwartałach



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

### Kurs USD/PLN i EUR/PLN od początku 2006 roku



Źródło: Bloomberg

## 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 406 mln PLN, czyli 7.1 PLN na akcję. Z kolei w oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy Ceramikę Nowa Gala na 316 mln PLN (5.5 PLN na akcję), a do spółek polskich z branży płytek ceramicznych na 445 mln PLN (7.8 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	406	7.1
Wycena porównawcza do polskich spółek	445	7.8
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	316	5.5
<b>Wycena spółki Ceramika Nowa Gala</b>	<b>393</b>	<b>6.9</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 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 w 2007 roku do 3.80 w 2008 i dalej jego stabilizacja na tym poziomie oraz kursu USD/PLN z 2.82 w 2007 roku do 2.80 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	157.4	221.9	235.4	247.9	253.7	259.2	264.7	270.4	276.2	282.1	
Stopa podatkowa (T)	18%	17%	16%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
EBIT (1-T)	21.1	29.0	31.3	34.9	36.1	37.1	38.1	39.0	40.0	40.9	
Amortyzacja	13.1	12.3	11.6	11.1	10.5	10.3	10.3	10.3	10.4	10.4	
Inwestycje	-65.2	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3	-11.0	-10.8	-10.8	-10.9	-10.9	
Zmiana kap.obrotowego	-13.8	-8.4	-4.5	-4.0	-1.8	-1.7	-1.7	-1.8	-1.8	-1.9	
<b>FCF</b>	<b>(44.7)</b>	<b>27.6</b>	<b>33.2</b>	<b>36.7</b>	<b>39.5</b>	<b>34.7</b>	<b>35.9</b>	<b>36.8</b>	<b>37.7</b>	<b>38.5</b>	<b>541</b>
Zmiana FCF			20.2%	10.7%	7.5%	-12.2%	3.5%	2.5%	2.4%	2.2%	2.0%
Dług/Kapitał	24.7%	22.4%	20.8%	19.2%	18.2%	17.2%	16.3%	16.3%	16.2%	16.2%	15.0%
Stopa wolna od ryzyka	5.0%	5.3%	5.4%	5.5%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	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	4.9%	5.2%	5.4%	5.6%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.1%
Koszt kapitału	10.0%	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.0%
<b>WACC</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.9%</b>	<b>9.9%</b>	<b>9.9%</b>	<b>9.9%</b>	<b>9.3%</b>
<b>PV (FCF)</b>	<b>(43.5)</b>	<b>24.6</b>	<b>26.9</b>	<b>27.1</b>	<b>26.4</b>	<b>21.1</b>	<b>19.8</b>	<b>18.4</b>	<b>17.2</b>	<b>16.0</b>	<b>224.4</b>
Wartość DCF (mln PLN)	378.3	w tym wartość rezydualna				224					
(Dług) Gotówka netto	-33.2										
Emisja akcji	60.8										
Wycena DCF (mln PLN)	405.9										
Liczba akcji (mln)	57.0										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>7.1</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 po okresie prognozy								
PLN		rezydualna stopa wzrostu						
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
stopa $R_f$ rezydualna	4.0%	6.6	7.1	7.7	8.6	10.0	12.1	16.2
	4.5%	6.4	6.8	<b>7.4</b>	8.2	9.3	11.0	13.9
	5.0%	6.2	<b>6.6</b>	<b>7.1</b>	<b>7.8</b>	8.7	10.1	12.3
	5.5%	6.1	6.4	<b>6.9</b>	7.5	8.2	9.4	11.1
	6.0%	5.9	6.2	6.6	7.2	7.8	8.8	10.2

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	6.5	5.7	5.7	12.2	9.8	9.8	11.8	8.3	8.3
PANARIAGROUP INDUSTRIE (	PAN	Włochy	6.6	5.8	5.7	10.0	8.3	8.1	14.3	11.6	10.8
MARAZZI GROUP SPA	MRZ	Włochy	6.2	5.4	4.8	8.8	7.3	6.6	13.8	11.2	9.6
URALITA SA	URA	Hiszpania	6.5	6.1	5.8	8.8	8.2	8.2	19.6	17.9	16.6
GRANITIFIANDRE SPA	GRF	Włochy	9.5	7.7	6.7	14.2	11.2	9.2	23.4	17.8	14.4
WIENERBERGER AG	WIE	Austria	8.6	7.7	7.0	13.1	11.7	10.6	13.8	12.6	11.8
Mediana			6.6	6.0	5.8	11.1	9.0	8.7	14.0	12.1	11.3
Dług netto											
Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	33.2		38.9	47.2	48.9	25.8	34.9	37.2	19.4	27.7	30.6
Emisja akcji 60.8											
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			283	309	310	314	343	352	272	333	346
		Wagi	40%			30%			30%		
<b>Wycena</b>						<b>316</b>					
<b>Wycena na 1 akcję</b>						<b>5.5</b>					

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	10.5	9.0	8.2	12.6	10.9	9.8	13.9	11.5	10.1
POLCOLORIT SA	PLT	Polska	10.9	7.7	6.7	23.0	12.2	9.9	30.1	12.8	9.9
CERSANIT-KRASNYSTAW SA	CST	Polska	15.0	10.2	9.4	20.0	12.7	11.7	30.1	19.2	15.0
OPOCZNO SA	OPO	Polska	11.0	8.8	8.0	19.6	13.4	11.7	25.8	14.4	12.0
Mediana			10.9	8.9	8.1	19.8	12.4	10.8	28.0	13.6	11.1
Dług netto											
Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	33.2		38.9	47.2	48.9	25.8	34.9	37.2	19.4	27.7	30.6
Emisja akcji 60.8											
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			453	448	423	538	462	429	543	376	339
		Wagi	40%			30%			30%		
<b>Wycena</b>						<b>445</b>					
<b>Wycena na 1 akcję</b>						<b>7.8</b>					

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

### Rachunek wyników (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
<b>przychody netto</b>	<b>95.1</b>	<b>104.4</b>	<b>157.4</b>	<b>221.9</b>	<b>235.4</b>	<b>247.9</b>
koszty wytworzenia	62.3	69.6	102.1	145.5	154.1	160.5
zysk brutto na sprzedaży	<b>32.8</b>	<b>34.8</b>	<b>55.3</b>	<b>76.4</b>	<b>81.2</b>	<b>87.4</b>
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	22.3	21.1	29.5	41.5	44.0	46.3
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1.0	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>20.5</b>	<b>26.4</b>	<b>38.9</b>	<b>47.2</b>	<b>48.9</b>	<b>52.2</b>
<b>EBIT</b>	<b>9.5</b>	<b>15.5</b>	<b>25.8</b>	<b>34.9</b>	<b>37.2</b>	<b>41.1</b>
saldo finansowe	-1.9	-3.1	-2.1	-1.6	-0.8	-0.1
zysk przed opodatkowaniem	7.6	12.4	23.7	33.3	36.4	41.0
podatek dochodowy	2.9	2.2	4.3	5.7	5.8	6.2
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>zysk netto</b>	<b>4.8</b>	<b>10.2</b>	<b>19.4</b>	<b>27.7</b>	<b>30.6</b>	<b>34.9</b>
EPS	0.1	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6

### Bilans (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>109.6</b>	<b>106.4</b>	<b>158.5</b>	<b>151.6</b>	<b>145.4</b>	<b>139.7</b>
wartości niematerialne i prawne	1.0	1.0	13.0	13.2	13.5	13.8
rzeczowe aktywa trwałe	105.6	99.7	139.8	132.5	125.9	119.8
inwestycje długoterminowe	3.0	5.6	5.8	5.9	6.0	6.1
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>65.4</b>	<b>72.3</b>	<b>136.8</b>	<b>177.0</b>	<b>207.4</b>	<b>240.2</b>
zapasy	32.6	36.0	40.8	43.7	46.2	48.2
należności	28.7	29.6	49.6	60.8	64.5	67.9
inwestycje krótkoterminowe	4.0	6.7	46.4	72.6	96.7	124.1
rozliczenia międzyokresowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>aktywa razem</b>	<b>174.9</b>	<b>178.7</b>	<b>295.3</b>	<b>328.7</b>	<b>352.8</b>	<b>379.9</b>
kapitał własny	<b>109.5</b>	<b>118.8</b>	<b>199.1</b>	<b>226.7</b>	<b>249.0</b>	<b>274.7</b>
zobowiązania i rezerwy	65.4	59.9	96.2	101.9	103.7	105.1
zobowiązania długoterminowe	27.5	31.0	51.0	51.0	51.0	51.0
zobowiązania krótkoterminowe	29.8	20.5	36.6	42.2	43.8	45.0
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
<b>pasywa razem</b>	<b>174.9</b>	<b>178.7</b>	<b>295.3</b>	<b>328.7</b>	<b>352.8</b>	<b>379.9</b>
BVPS	3.0	3.1	3.5	4.0	4.4	4.8

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

### Cash flow (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
wynik netto	4.8	10.2	19.4	27.7	30.6	34.9
amortyzacja	10.9	11.0	13.1	12.3	11.6	11.1
zmiana kapitału obrotowego	-13.8	-9.4	-13.8	-8.4	-4.5	-4.0
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>8.4</b>	<b>12.2</b>	<b>20.8</b>	<b>33.1</b>	<b>38.6</b>	<b>42.0</b>
inwestycje (capex)	-14.5	-4.2	-65.2	-5.3	-5.3	-5.3
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-14.5</b>	<b>-4.1</b>	<b>-64.9</b>	<b>-5.3</b>	<b>-5.4</b>	<b>-5.4</b>
wypłata dywidendy	0.0	-2.2	0.0	0.0	-8.3	-9.2
emisja akcji	0.0	1.1	60.8	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-2.5	-1.9	25.3	0.0	0.0	0.0
odsetki	-2.7	-2.5	-2.1	-1.6	-0.8	-0.1
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-6.4</b>	<b>-5.5</b>	<b>84.1</b>	<b>-1.6</b>	<b>-9.1</b>	<b>-9.2</b>
zmiana gotówki netto	-12.5	2.6	40.0	26.2	24.1	27.4
DPS	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2
CEPS	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
FCFPS	-0.3	0.1	0.7	0.5	0.4	0.5

### Wskaźniki (%)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
zmiana sprzedaży	8.69	9.85	50.69	41.01	6.04	5.33
zmiana EBITDA	-8.14	29.21	47.04	21.27	3.63	6.73
zmiana EBIT	-31.33	62.29	66.26	35.50	6.69	10.36
zmiana zysku netto	-52.98	114.71	89.90	42.35	10.59	14.06
marża EBITDA	21.53	25.32	24.70	21.25	20.76	21.04
marża EBIT	10.04	14.83	16.37	15.73	15.82	16.58
marża netto	5.01	9.80	12.34	12.46	13.00	14.07
sprzedaż/aktywa (x)	54.35	58.45	53.30	67.53	66.72	65.26
dług / kapitał (x)	27.60	25.17	24.69	22.35	20.77	19.20
odsetki / EBIT	28.33	15.96	8.01	4.53	2.22	0.13
stopa podatkowa	37.52	17.47	18.00	17.00	16.00	15.00
ROE	4.35	8.61	9.76	12.20	12.28	12.70
ROA	2.72	5.73	6.58	8.42	8.67	9.18
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-37.7	-33.2	-18.9	7.3	31.4	58.8

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

# Millennium

## dom maklerski

### Departament Analiz

<b>Marcin Materna, CFA</b> Doradca Inwestycyjny +22 598 26 82 marcin.materna@millenniumdm.pl	<b>Dyrektor</b> banki i finanse, handel
<b>Michał Buczyński</b> +22 598 26 58 michal.buczynski@millenniumdm.pl	<b>Analityk</b> telekomunikacja, przemysł chemiczny
<b>Radosław Łukaszczyk</b> +22 598 26 88 radoslaw.lukaszczyk@millenniumdm.pl	<b>Analityk</b> przemysł drzewny i materiałów budowlanych, motoryzacja, energetyka
<b>Łukasz Kotłaczkowski</b> +22 598 26 59 lukasz.kotlaczkowski@millenniumdm.pl	<b>Analityk</b> media, farmaceutyki przemysł spożywczy, elektromaszynowy
<b>Marcin Palenik, CFA</b> +22 598 26 71 marcin.palenik@millenniumdm.pl	<b>Analityk</b> paliwa i surowce, przemysł metalowy
<b>Konrad Księżopolski</b> +22 598 26 05 konrad.ksiezopolski@millenniumdm.pl	<b>Asystent</b>
<b>Bartosz Szymański</b> bartosz.szymanski@millenniumdm.pl +22 598 26 91	<b>Asystent</b>

### Sprzedaż

<b>Radosław Zawadzki</b> +22 598 26 34 radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl	<b>Dyrektor</b>
<b>Krzysztof Solus</b> +22 598 26 66/7 krzysztof.solus@millenniumdm.pl	<b>Dyrektor</b>
<b>Arkadiusz Szumilak</b> +22 598 26 75 arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl	
<b>Robert Wiaderny</b> +22 598 26 79 robert.wiaderny@millenniumdm.pl	
<b>Marek Przytuła</b> +22 598 26 68 marek.przytula@millenniumdm.pl	

**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 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 (zyskowość, 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, Euromark 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 Nadzoru Finansowego. 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 dochoowaniem 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 dotyczy analiza. 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	16 May 07	6.9
Nowa Gala	akumuluj	29 Mar 07	5.9
Nowa Gala	kupuj	30 Lis 06	4.7

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2007 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	8	24%
Akumuluj	10	29%
Neutralnie	6	18%
Redukuj	9	26%
Sprzedaj	1	3%

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

świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*		
Kupuj	2	50%
Akumuluj		
Neutralnie	2	50%
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy\*