

Nowa Gala

Korzystny wpływ przejęcia na marże

Ceramika Nowa Gala podała przeciętne wyniki finansowe za III kw. 2007 roku. Niższe od oczekiwań przychody zostały częściowo zrekomensowane wyższymi marżami. Na wynikach negatywnie zaważyła natomiast mniejsza od spodziewanej partycypacja rezultatów przejętej w sierpniu Ceramiki Gres. Co prawda, najbliższe dwa kwartały są sezonowo słabsze dla producentów płytek ceramicznych, ale perspektywa pełnego udziału w wynikach w przyszłym roku rezultatów Ceramiki Gres, a także spodziewane efekty synergii pomiędzy podmiotami, pozwalają z optymizmem oczekiwać poprawy wyników całej Grupy Kapitałowej. Wobec dużego spadku ceny Ceramiki Nowa Gala w ostatnich tygodniach podnosimy rekomendację do kupuj. Cenę docelową dla walorów spółki wyznaczamy na poziomie 6.2 PLN.

poprzednia rekomendacja: neutralnie

kupuj

Cena (22/11/2007)	5.0
Cena docelowa	6.2

	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	0.13	0.42	3.0	39.0	1.7	22.9	10.7	4.3
2006	103.5	15.1	26.0	12.0	9.7	0.26	0.54	3.1	19.7	1.6	14.9	8.6	8.2
2007p	142.3	19.0	32.2	17.0	14.4	0.25	0.49	3.4	19.9	1.5	16.9	9.9	7.5
2008p	219.2	30.2	47.3	28.4	23.9	0.42	0.72	3.8	12.0	1.3	10.6	6.8	11.1
2009p	249.9	34.3	54.0	32.8	27.6	0.48	0.83	4.1	10.4	1.2	9.3	5.9	11.7

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Wyniki III kwartału nieznacznie poniżej oczekiwań

Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala w III kwartale 2007 roku wzrosły o 27.4% r/r i osiągnęły poziom 40.1 mln PLN. Na bazie dużego popytu na płytki ceramiczne na rynku krajowym, sprzedaż krajowa wzrosła o 40.6% r/r, natomiast sprzedaż eksportowa zwiększyła się tylko o 7.1% r/r. W analizowanym okresie spółka wypracowała zysk operacyjny na poziomie 7.3 mln PLN, co oznacza 22.5% wzrost w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Z kolei na poziomie netto Ceramika Nowa Gala osiągnęła zysk w wysokości 6 mln PLN (+41.1% r/r).

Walka o utrzymanie marż

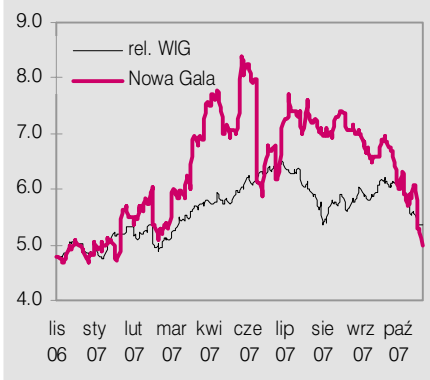
Pomimo aprecjacji złotych w stosunku do walut eksportowych, a także ok. 18% wzrostu kosztów wynagrodzeń, marże Ceramiki Nowa Gala tylko nieznacznie spadły w III kw. r/r. Z kolei w porównaniu do poprzedniego kwartału br. marże zdecydowanie zwiększyły się, co wynika z sezonowości. Marża brutto na sprzedaży osiągnęła w III kw. poziom 35.5% (-1.1 pp. r/r oraz +4.7 kw./kw.), marża operacyjna 18.1% (-0.7 pp. r/r oraz +5.9 pp. kw./kw.), a marża netto ukształtowała się na poziomie 14.9% (+1.4 pp. r/r oraz +4.9 pp. kw./kw.).

Przejęcie Ceramiki Gres

Ceramika Nowa Gala przejęła 24 sierpnia br. 100% akcji Ceramiki Gres za kwotę 57.8 mln PLN. Partycypacja wyników przejętego podmiotu w rezultatach całej Grupy za III kw. br roku wyniosła 782 tys. na poziomie zysku netto i naszym zdaniem ok. 6-7 mln PLN na poziomie przychodów ze sprzedaży. Kwoty te są poniżej naszych oczekiwań, co wynika głównie z przesunięcia sezonowości na I półrocze 2007 roku, w którym Ceramika Gres odnotowywała wysokie dynamiki wzrostu wyników.

Podwyższenie rekomendacji

W ciągu ostatniego miesiąca cena akcji Ceramiki Nowa Gala spadła o prawie 30%. Można to wytłumaczyć złymi nastrojami na rynku akcji oraz nieznacznie słabszymi wynikami kwartalnymi. Obecny kurs rynkowy spółki uważamy za dobry moment do kupna jej akcji. Zważywszy jednak na niższe wskaźniki spółek z grup porównawczych, obniżamy cenę docelową dla walorów spółki z 6.9 PLN do 6.2 PLN za akcję.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	8.34 / 4.67	
Liczba akcji (mln)	57.0	
Kapitalizacja (mln PLN)	287	
EV (mln PLN)	320	
Free float (mln PLN)	109	
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	0.9	
Główny akcjonariusz	Waldemar Piotrowski	
% akcji, % głosów	18.95/18.95	
	1 m	3 m
Zmiana ceny (%)	-25.4	-28.3
Zmiana rel. WIG (%)	-14.3	-23.3
	12 m	4.4
		-7.7

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 III kwartał 2007r.

mIn PLN	III kwartał 2007	III kwartał 2006	zmiana	I-III kwartał 2007	I-III kwartał 2006	zmiana
Przychody	40.1	31.4	27.4%	102.3	79.0	29.6%
Wynik brutto na sprzedaży	14.2	11.5	23.5%	33.2	28.0	18.6%
EBIT	7.3	5.9	22.5%	14.3	11.6	23.1%
EBITDA	10.6	8.7	22.1%	23.2	19.8	17.1%
Zysk netto	6.0	4.2	41.1%	11.2	7.6	47.7%
Marża brutto na sprzedaży	35.5%	36.6%		32.5%	35.5%	
Marża EBIT	18.1%	18.8%		14.0%	14.7%	

Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

Przychody w III kwartale

Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala w III kwartale 2007 roku wzrosły o 27.4% r/r i osiągnęły poziom 40.1 mln PLN. Na ich wysokość decydujący wpływ miał wysoki popyt na płytki ceramiczne na rynku krajowym, na którym spółka zrealizowała prawie 73% swojej kwartalnej sprzedaży. Wzrost sprzedaży krajowej wyniósł w III kw. br. 40.6% r/r, natomiast sprzedaż eksportowa zwiększyła się tylko o 7.1% r/r. Negatywny wpływ na obrót zagraniczny miała umacniająca się złotówka zarówno w stosunku do EUR, jak i USD.

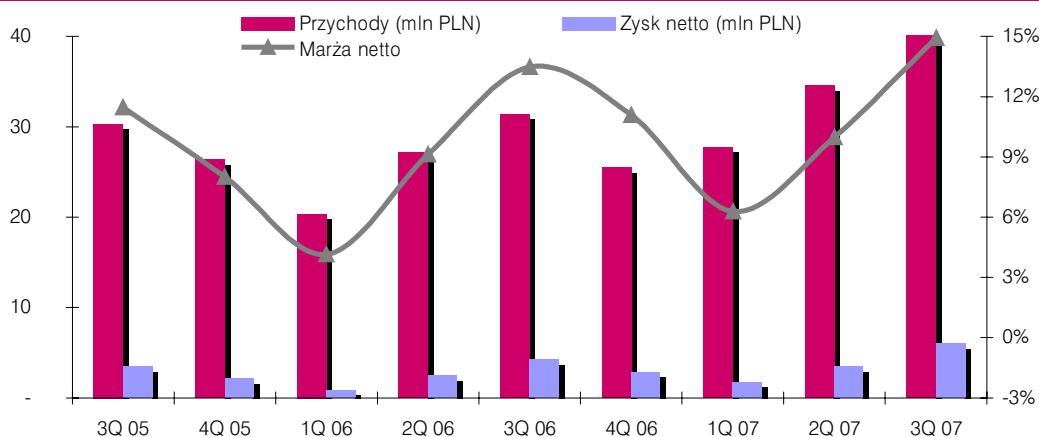
Walka o utrzymanie marż

W III kw. 2007 roku Ceramika Nowa Gala odnotowała spadek marży brutto na sprzedaży o 1.1 pp. r/r (+4.7 pp. kw./kw.) oraz marży operacyjnej o 0.7 pp. r/r (+5.9 pp. kw./kw.). Decydujący wpływ na obniżenie rentowności spółki na powyższych poziomach miało umocnienie się złotówki w stosunku do walut eksportowych oraz ok. 18% wzrost kosztów wynagrodzeń. Z drugiej strony negatywne efekty kosztowe zostały amortyzowane przeprowadzoną podwyżką cen produktów oraz korzystną strukturą sprzedaży (wzrost sprzedaży droższych produktów). Wzrost marży netto spółki o 1.4 pp. r/r (+4.9 pp. kw./kw.) wynikał z niższej efektywnej stopy podatkowej.

Sprzedaż eksportowa

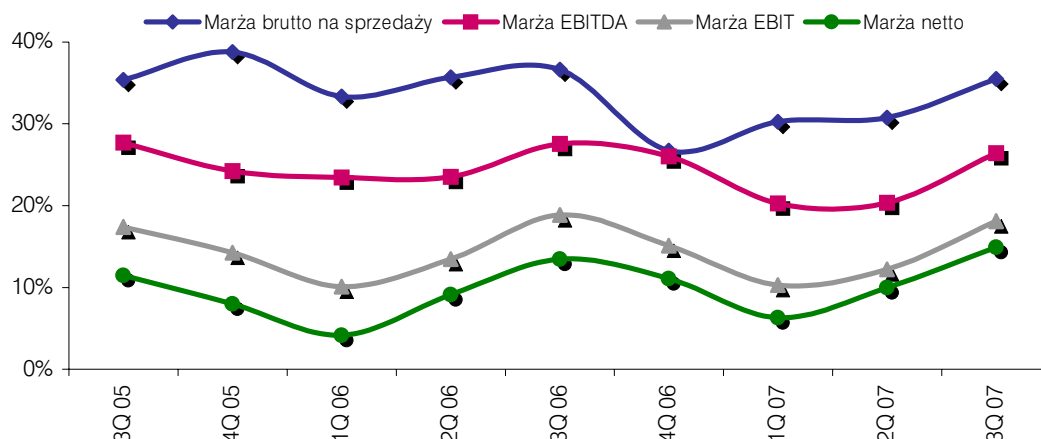
Udział sprzedaży eksportowej w łącznych przychodach spółki spadł w III kw. 2007 roku do 27.4% z 33.1% odnotowanych w analogicznym okresie roku ubiegłego. Wobec znacznego umocnienia się złotówki w stosunku do EUR i USD spadła również rentowność eksportu. Marża na sprzedaży eksportowej wyniosła w III kw. br. 30.3% (-11 pp. r/r) i była niższa od marży na sprzedaży krajowej o 7.4 pp. Wobec spadającej rentowności na działalności eksportowej w wyniku umacniania się złotówki, obniżenie 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.

Przejęcie Ceramiki Gres

Po spełnieniu się wszystkich warunków zawieszających umowy z dnia 23 lutego 2007 roku Ceramika Nowa Gala przejęła 24 sierpnia br. 100% akcji Ceramiki Gres za kwotę 57.8 mln PLN. Partycypacja wyników przejętego podmiotu w rezultatach całej Grupy za III kw. br roku wyniosła 782 tys. na poziomie zysku netto i naszym zdaniem ok. 6-7 mln PLN na poziomie przychodów ze sprzedaży. Kwoty te są poniżej naszych oczekiwań i wynikają głównie z przesunięcia sezonowości na I półrocze 2007 roku, w którym Ceramika Gres odnotowywała wysokie dynamiki wzrostu wyników.

Inwestycje

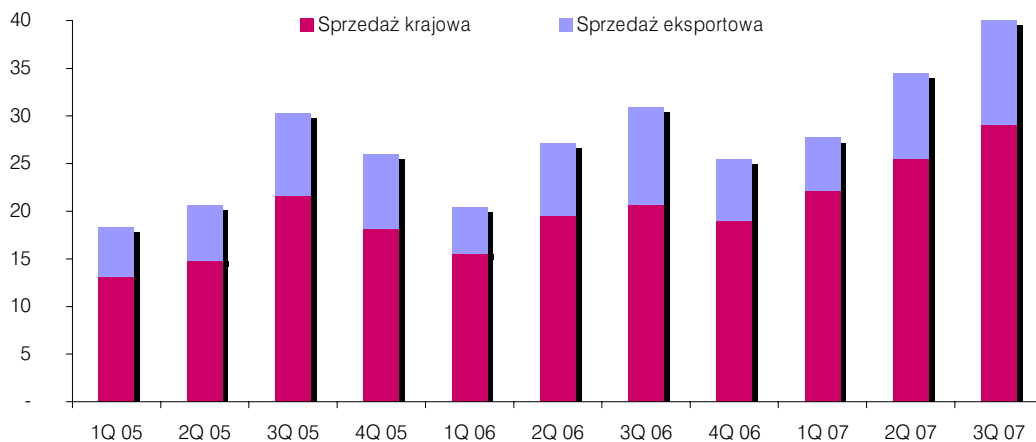
Po przejęciu Ceramiki Gres okazało się, iż niewielkimi nakładami można było zoptymalizować proces produkcyjny w przejętej spółce i zlikwidować tzw. wąskie gardła, dzięki czemu realne moce produkcyjne Ceramiki Gres wzrosły z 3.6 do 4.2 mln m² płytek rocznie. Poza tym spółka planuje kolejne inwestycje. W latach 2008-2009 ma zostać dokupiona kosztem 20 mln PLN nowa linia produkcyjna płytek o mocach 2 mln m² rocznie. Nie podjęto jednak decyzji odnośnie rodzaju wytwarzanych płytek (w naszym modelu zakładamy, iż będzie na niej wytwarzany gres techniczny - jest to zgodne z wcześniejszymi deklaracjami spółki).

Dodatkowo Ceramika Nowa Gala w dalszym ciągu prowadzi rozmowy z potencjalnym partnerem biznesowym na temat budowy zakładu wytwarzającego prefabrykaty dla budownictwa. Inwestycja ta ma pochłonąć kilkadziesiąt milionów złotych i prawdopodobnie będzie realizowana na zasadzie joint venture. Mimo, iż rozmowy mogą zakończyć się w każdej chwili, z powodu braku szczegółowych informacji na temat w/w projektu inwestycyjnego nie uwzględniamy go w naszym modelu.

Przyjęte założenia

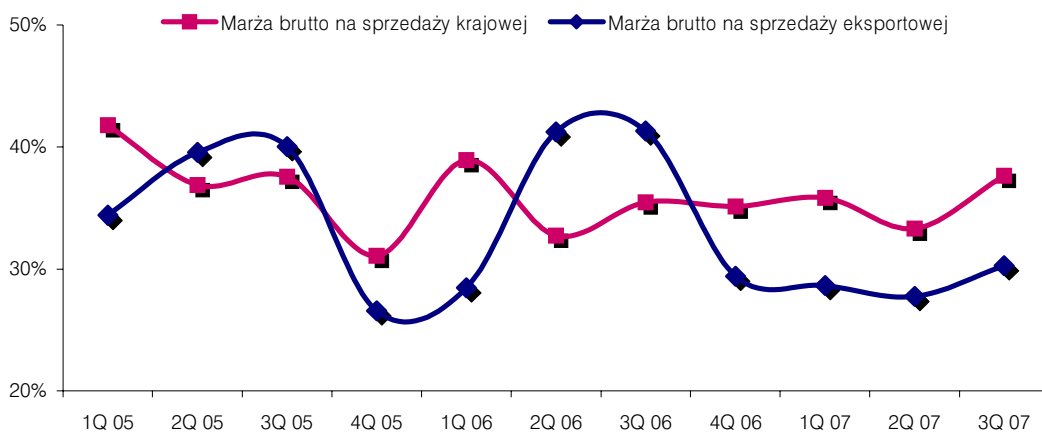
W naszym modelu założyliśmy, iż przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala wzrosną w 2007 roku łącznie o 37.6% do poziomu 142.3 mln PLN (mniej o 15 mln PLN w stosunku do poprzedniej prognozy), z czego konsolidowana od września 2007 roku Ceramika Gres wypracuje 21 mln PLN (mniej o 6 mln PLN w stosunku do poprzedniej prognozy).

Struktura sprzedaży Ceramiki Nowa Gala w poszczególnych kwartałach



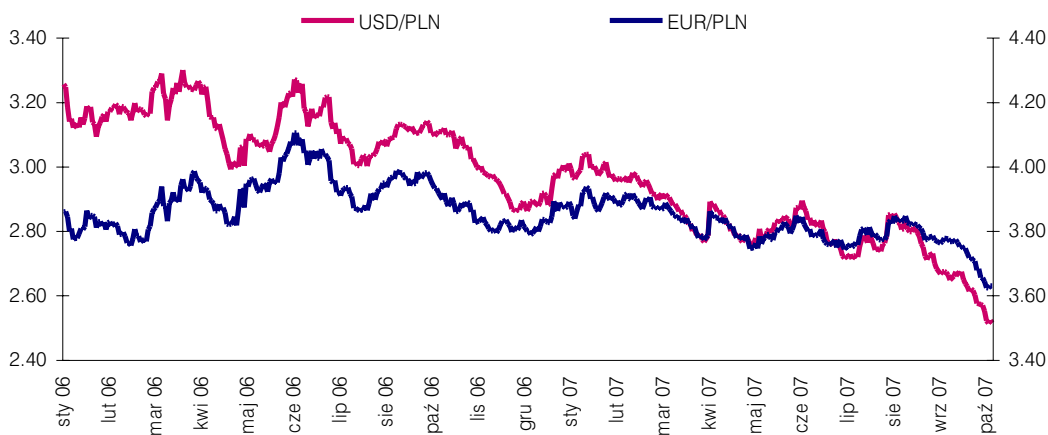
Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

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 402 mln PLN, czyli 7 PLN na akcję. Z kolei w oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy Ceramikę Nowa Gala na 264 mln PLN (4.6 PLN na akcję), a do spółek polskich z branży płytek ceramicznych na 338 mln PLN (5.9 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	402	7.0
Wycena porównawcza do polskich spółek	338	5.9
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	264	4.6
Wycena spółki Ceramika Nowa Gala	351	6.2

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 18% w 2007 roku i 8% w 2008,
- wzrost cen gazu o 8% w 2007 roku i 6% w roku następnym oraz wzrost cen energii elektrycznej o 2% w 2007 roku i 6% w następnym roku,
- spadek kursu EUR/PLN z 3.80 w 2007 roku do 3.60 w 2008 i dalej jego stabilizacja na tym poziomie oraz kursu USD/PLN z 2.80 w 2007 roku do 2.50 w 2008 i dalej jego stabilizacja na tym poziomie,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2016 roku na poziomie 5%,
- 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 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	142.3	219.2	249.9	279.3	295.2	307.3	315.4	322.6	329.5	336.3	
Stopa podatkowa (T)	15%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	
EBIT (1-T)	16.1	25.4	28.8	31.1	33.5	36.8	38.8	40.0	41.3	42.5	
Amortyzacja	13.2	17.1	19.7	21.0	20.3	18.6	17.9	18.0	18.1	18.1	
Inwestycje	-59.3	-25.0	-15.0	-10.0	-10.0	-10.0	-19.0	-18.3	-18.4	-18.5	
Zmiana kap.obrotowego	-8.8	-11.0	-10.6	-10.2	-5.3	-3.8	-2.5	-2.3	-2.2	-2.1	
FCF	(38.7)	6.5	22.9	31.8	38.4	41.5	35.2	37.5	38.8	40.1	563
Zmiana FCF			254.7%	38.9%	20.8%	8.1%	-15.2%	6.5%	3.5%	3.3%	2.0%
Dług/Kapitał	25.5%	23.4%	21.8%	20.3%	19.2%	18.1%	17.1%	17.1%	17.0%	16.9%	15.0%
Stopa wolna od ryzyka	5.6%	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%	5.8%	5.8%	5.8%	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	5.6%	5.7%	5.8%	5.8%	5.8%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.6%	5.0%
Koszt kapitału	10.6%	10.8%	10.9%	10.9%	10.9%	10.8%	10.8%	10.8%	10.7%	10.7%	10.0%
WACC	9.3%	9.6%	9.8%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.3%
PV (FCF)	(38.4)	5.8	18.9	23.8	26.1	25.7	19.8	19.2	18.1	17.1	239.8
Wartość DCF (mln PLN)	375.9	w tym wartość rezydualna		240							
(Dług) Gotówka netto	-33.2										
Emisja akcji	59.1										
Wycena DCF (mln PLN)	401.8										
Liczba akcji (mln)	57.0										
Wycena 1 akcji (PLN)	7.0										

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%	6.5	7.0	7.7	8.7	10.1	12.4	16.7
	4.5%	6.3	6.7	7.3	8.2	9.4	11.2	14.3
	5.0%	6.1	6.5	7.0	7.8	8.8	10.2	12.6
	5.5%	5.9	6.3	6.8	7.4	8.3	9.5	11.3
	6.0%	5.8	6.1	6.5	7.1	7.8	8.8	10.3

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.

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
GRUPPO CERAMICHE RICCH	RIC	Włochy	6.1	6.1	5.9	10.2	9.7	9.3	13.6	9.1	9.1
PANARIAGROUP INDUSTRIE (PAN	Włochy	5.7	5.0	4.3	9.1	7.6	7.2	12.7	10.4	9.4
MARAZZI GROUP SPA	MRZ	Włochy	5.0	4.6	4.0	7.2	6.3	5.4	10.8	9.3	7.7
URALITA SA	URA	Hiszpania	6.5	6.3	6.1	8.6	8.0	8.0	15.7	16.0	16.0
GRANITIFIANDRE SPA	GRF	Włochy	8.5	6.8	5.7	13.1	9.7	7.8	21.5	15.2	11.4
WIENERBERGER AG	WIE	Austria	6.8	6.2	5.6	10.4	9.4	8.7	10.0	9.3	8.4
Mediana			6.3	6.1	5.7	9.6	8.7	7.9	13.2	9.8	9.3
Dług netto											
Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	33.2	32.2	47.3	54.0	19.0	30.2	34.3	14.4	23.9	27.6	
Emisja akcji	59.1										
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
		228	315	331	209	289	297	190	234	256	
	Wagi	40%			30%			30%			
Wycena					264						
Wycena na 1 akcję					4.6						

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	10.6	8.1	7.3	12.7	9.8	8.7	14.6	10.4	9.0
POLCOLORIT SA	PLT	Polska	8.8	5.7	4.9	26.9	10.2	7.8	52.6	9.2	6.3
CERSANIT-KRASNYSTAW SA	CST	Polska	12.7	8.8	8.1	16.8	11.0	10.1	24.3	15.5	14.3
OPOCZNO SA	OPO	Polska	8.0	7.1	6.7	13.8	11.4	10.3	16.8	13.2	11.7
Mediana			9.7	7.6	7.0	15.3	10.6	9.4	20.5	11.8	10.3
Dług netto											
Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	33.2	32.2	47.3	54.0	19.0	30.2	34.3	14.4	23.9	27.6	
Emisja akcji	59.1										
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
		338	387	405	317	347	349	296	282	285	
	Wagi	40%			30%			30%			
Wycena					338						
Wycena na 1 akcję					5.9						

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
przychody netto	95.1	103.5	142.3	219.2	249.9	279.3
koszty wytworzenia	62.3	68.8	98.4	151.8	173.1	194.8
zysk brutto na sprzedaży	32.8	34.7	43.9	67.5	76.8	84.5
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	22.3	21.1	24.2	37.3	42.5	47.5
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1.0	1.5	-0.7	0.0	0.0	0.0
EBITDA	20.5	26.0	32.2	47.3	54.0	58.0
EBIT	9.5	15.1	19.0	30.2	34.3	37.0
saldo finansowe	-1.9	-3.1	-2.0	-1.8	-1.4	-0.8
zysk przed opodatkowaniem	7.6	12.0	17.0	28.4	32.8	36.2
podatek dochodowy	2.9	2.3	2.5	4.5	5.3	5.8
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	4.8	9.7	14.4	23.9	27.6	30.4
EPS	0.1	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5

Bilans (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
aktywa trwałe	109.6	106.5	152.7	160.8	156.2	145.4
wartości niematerialne i prawne	1.0	1.0	21.2	21.2	21.2	21.2
rzeczowe aktywa trwałe	105.6	99.7	125.7	133.6	128.9	117.9
inwestycje długoterminowe	3.0	5.8	5.9	6.0	6.2	6.3
aktywa obrotowe	65.4	72.1	135.4	161.7	190.9	228.3
zapasy	32.6	36.0	39.4	45.5	51.9	58.4
należności	28.7	29.4	44.8	60.1	68.5	76.5
inwestycje krótkoterminowe	4.0	6.7	51.2	56.1	70.5	93.3
rozliczenia międzyokresowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
aktywa razem	174.9	178.7	288.2	322.4	347.1	373.6
kapitał własny	109.5	118.3	191.8	215.7	236.1	258.3
zobowiązania i rezerwy	65.4	60.4	96.3	106.7	111.0	115.4
zobowiązania długoterminowe	27.5	31.0	51.0	51.0	51.0	51.0
zobowiązania krótkoterminowe	29.8	20.5	36.2	46.4	50.5	54.7
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
rezerwy na zobowiązania	8.1	8.9	9.1	9.3	9.5	9.6
pasywa razem	174.9	178.7	288.2	322.4	347.1	373.6
BVPS	3.0	3.1	3.4	3.8	4.1	4.5

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Cash flow (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
wynik netto	4.8	9.7	14.4	23.9	27.6	30.4
amortyzacja	10.9	11.0	13.2	17.1	19.7	21.0
zmiana kapitału obrotowego	-13.8	-9.0	-8.8	-11.0	-10.6	-10.2
gotówka z działalności operacyjnej	8.4	12.2	20.9	31.8	38.1	41.9
inwestycje (capex)	-14.5	-4.3	-59.3	-25.0	-15.0	-10.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-14.5	-4.1	-59.0	-25.1	-15.1	-10.1
wypłata dywidendy	0.0	-2.2	0.0	0.0	-7.2	-8.3
emisja akcji	0.0	1.1	59.1	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-2.5	-1.9	25.9	0.0	0.0	0.0
odsetki	-2.7	-2.5	-2.0	-1.8	-1.4	-0.8
gotówka z działalności finansowej	-6.4	-5.5	83.0	-1.8	-8.6	-9.1
zmiana gotówki netto	-12.5	2.6	44.9	4.9	14.4	22.8
DPS	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
CEPS	0.4	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9
FCFPS	-0.3	0.1	0.8	0.1	0.3	0.4

Wskaźniki (%)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
zmiana sprzedaży	8.69	8.81	37.58	54.01	13.99	11.77
zmiana EBITDA	-8.14	27.12	23.89	46.74	14.09	7.45
zmiana EBIT	-31.33	57.81	26.01	59.04	13.56	7.96
zmiana zysku netto	-52.98	103.78	48.49	65.52	15.59	10.29
marża EBITDA	21.53	25.15	22.65	21.58	21.60	20.76
marża EBIT	10.04	14.56	13.34	13.77	13.72	13.25
marża netto	5.01	9.39	10.13	10.89	11.04	10.89
sprzedaż/aktywa (x)	54.35	57.90	49.39	67.99	71.98	74.75
dług / kapitał (x)	27.86	25.26	25.55	23.38	21.80	20.31
odsetki / EBIT	28.33	16.41	10.64	5.89	4.20	2.13
stopa podatkowa	37.52	18.88	15.00	16.00	16.00	16.00
ROE	4.35	8.21	7.52	11.06	11.68	11.78
ROA	2.72	5.43	5.00	7.40	7.95	8.14
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-38.3	-33.2	-14.6	-9.7	4.7	27.5

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Millennium

dom maklerski

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 Kotłaczkowski

+22 598 26 59
lukasz.kotlaczkowski@millenniumdm.pl

Marcin Palenik, CFA

+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Konrad Księżopolski

+22 598 26 05
konrad.ksiezopolski@millenniumdm.pl

Bartosz Szymański

bartosz.szymanski@millenniumdm.pl
+22 598 26 91

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**Asystent**

Sprzedaż

Radosław Zawadzki

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

Dyrektor**Krzysztof Solus**

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

Dyrektor**Arkadiusz Szumilak**

+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Robert Wiaderny

+22 598 26 79
robert.wiaderny@millenniumdm.pl

Marek Przytuła

+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

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

Nadзор 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	neutralnie	21 Aug 07	6.9
Nowa Gala	akumuluj	16 May 07	6.9
Nowa Gala	akumuluj	29 Mar 07	5.9
Nowa Gala	kupuj	11/30/2006	4.7

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	7	13%
Akumuluj	14	25%
Neutralnie	23	41%
Redukuj	11	20%
Sprzedaj	1	2%

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*