

Nowa Gala

kupuj

branża materiałów budowlanych

poprzednia rekomendacja: neutralnie

Cena: 4.4

Cena docelowa: 5.3

Lepsze wyniki z Ceramiką Gres

Ceramika Nowa Gala podała dobre wyniki finansowe za IV kw. 2007 roku i zgodnie z naszymi oczekiwaniami zrealizowała prognozę na cały 2007 rok. W rezultatach za IV kwartał widać już pierwsze korzystne efekty konsolidacji przejętej w sierpniu ubiegłego roku Ceramiki Gres. Pełnego efektu spodziewamy się jednak dopiero w roku bieżącym. Wyższa rentowność przejętego podmiotu, podwyżki cen płytek na rynku krajowym i za granicą, a także zwiększenie udziału płytek z segmentu premium w strukturze sprzedaży, umożliwią spółce amortyzację negatywnych czynników i skuteczną obronę ubiegłorocznych poziomów marż. Wobec powyższego rekomendujemy kupno walorów Ceramiki Nowa Gala.

Dobry IV kwartał

Wbrew pesymistycznym scenariuszom Ceramika Nowa Gala zrealizowała prognozę wyników finansowych na 2007 rok. Dzięki konsolidacji Ceramiki Gres przychody ze sprzedaży spółki wzrosły o 66.7% r/r do poziomu 39.9 mln PLN, zysk operacyjny wzrósł o 119.1% r/r do poziomu 7.5 mln PLN, natomiast zysk netto przyjął wartość 4.2 mln PLN (+81% r/r).

W kierunku segmentu premium

Ceramika Nowa Gala zrezygnowała z wcześniejszych planów zwiększania mocy produkcyjnych gresu technicznego i planuje konsekwentnie zwiększać udział płytek z segmentu premium. Temu celowi służyć ma rozbudowa zdolności produkcyjnych płytek z najwyższego segmentu (ok. 35 PLN) o ok. 0.5 mln m², które będą do dyspozycji spółki już w I połowie br.

Wycena i rekomendacja

Akcje Ceramiki Nowa Gala nie oparły się przecenie na giełdzie i od początku roku spadły o ponad 25%. Nie znajdujemy większych zmian fundamentalnych w spółce, które by ten spadek uzasadniały. Wręcz przeciwnie, oczekujemy, iż rok bieżący przyniesie zdecydowaną poprawę wyników, do której w głównej mierze przyczyni się pełna partycypacja rezultatów bardziej rentownej Ceramiki Gres. Rekomendujemy kupno walorów Ceramiki Nowa Gala. Zważywszy na niższe wskaźniki spółek z grup porównawczych, obniżamy cenę docelową z 6.2 do 5.3.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	8.34 / 4.27
Liczba akcji (mln)	57.0
Kapitalizacja (mln PLN)	250
EV (mln PLN)	319
Free float (mln PLN)	108
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	1.3
Główny akcjonariusz	Waldemar Piotrowski
% akcji, % głosów	18.95/18.95
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	-7.4 -29.0 -25.0
Zmiana rel. WIG (%)	0.3 -11.2 -8.1

Radosław Łukaszcuk

(022) 598 26 88

radoslaw.lukaszcuk@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	17.2	1.4	15.6	9.1	8.2
2007*	141.1	21.0	34.2	16.7	14.6	0.3	0.5	3.4	17.1	1.3	15.2	9.3	7.6
2008p	216.2	33.5	51.1	28.6	24.1	0.4	0.7	3.7	10.4	1.2	9.5	6.2	11.4
2009p	245.2	37.3	54.5	33.0	27.7	0.5	0.8	4.0	9.0	1.1	8.6	5.9	12.3
2010p	261.1	39.0	55.5	35.5	29.8	0.5	0.8	4.2	8.4	1.0	8.2	5.8	12.3

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; * pro forma

Skonsolidowane wyniki Ceramiki Nowa Gala za IV kwartał 2007 roku

mln PLN	IV kwartał 2007	IV kwartał 2006	zmiana	2007*	2006	zmiana
Przychody	39.9	23.9	66.7%	141.1	101.5	39.0%
Wynik brutto na sprzedaży	15.2	6.1	148.8%	47.4	32.7	45.0%
EBIT	7.5	3.4	119.1%	21.0	15.1	39.3%
EBITDA	11.9	6.2	91.5%	34.2	26.0	31.6%
Zysk netto	4.2	2.3	81.0%	14.6	9.7	50.8%
Marże						
Marża brutto na sprzedaży	38.0%	25.5%		33.6%	32.2%	
Marża EBIT	18.8%	14.3%		14.9%	14.8%	
Marża EBITDA	29.7%	25.9%		24.3%	25.6%	
Marża netto	10.5%	9.6%		10.4%	9.6%	

Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.; * pro forma

Wyniki IV kwartału

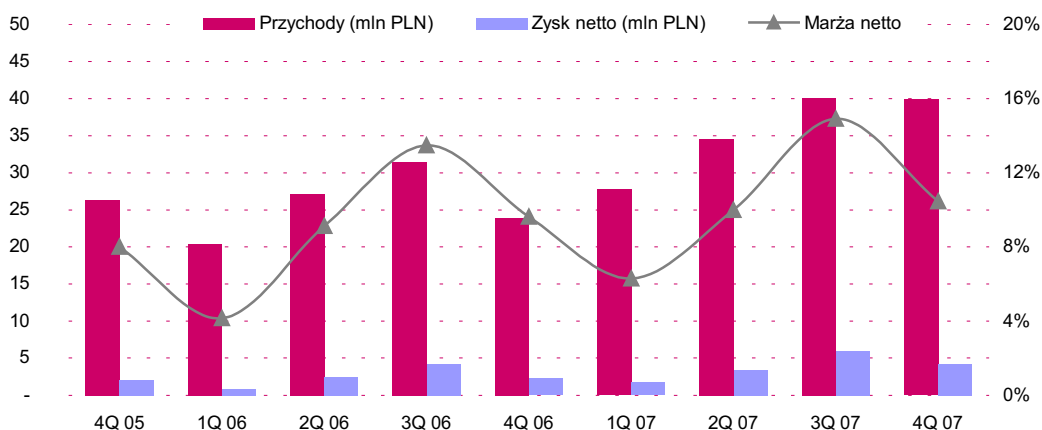
Przychody w IV kwartale

Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala w IV kwartale 2007 roku wzrosły o 66.1% r/r i osiągnęły poziom 39.9 mln PLN. Do ich wzrostu przyczyniła się przede wszystkim konsolidacja przez cały IV kwartał rezultatów przejętej w sierpniu 2007 roku Ceramiki Gres. Na rynku polskim sprzedaż spółki wzrosła o prawie 70% r/r do poziomu 30 mln PLN, natomiast na rynkach zagranicznych o 58.4% r/r do poziomu 9.8 mln PLN. W konsekwencji udział sprzedaży eksportowej spadł w analizowanym okresie o 1.3 p.p. r/r i wyniósł 24.6% łącznych przychodów ze sprzedaży. Negatywny wpływ na wysokość przychodów miało zaksięgowanie bonusów dla dystrybutorów (-3.6 mln PLN) oraz umacniająca się złotówka zarówno w stosunku do EUR, jak i USD (-2.1 mln PLN w całym 2007 roku).

Poprawa marż

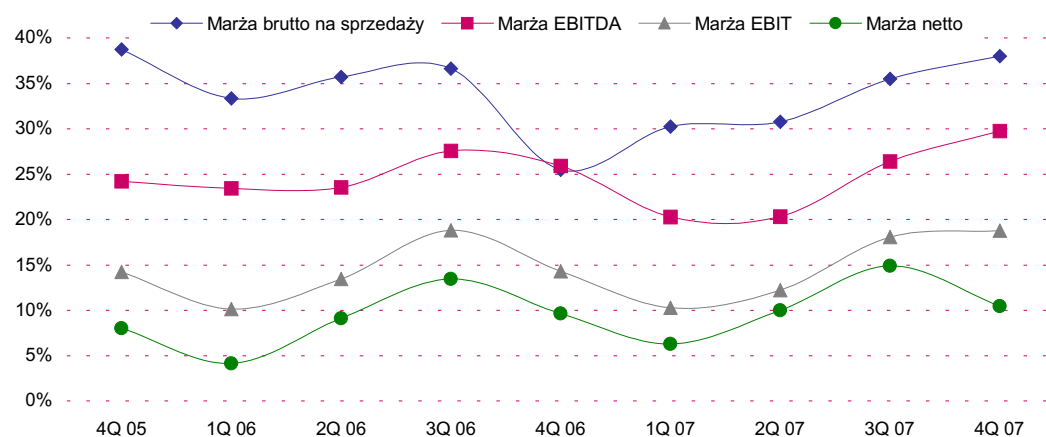
W wyniku konsolidacji bardziej rentownej Ceramiki Gres Ceramika Nowa Gala odnotowała w IV kw. 2007 roku poprawę marż na każdym poziomie rachunku zysków i strat. Marża brutto na sprzedaży wzrosła aż o 12.54 p.p. r/r (+2.5 p.p. kw./kw.), marża operacyjna zwiększyła się o 4.49 p.p. r/r (+0.68 p.p. kw./kw.), natomiast marża netto osiągnęła poziom 10.45% (+0.82 p.p. r/r oraz -4.47 p.p. kw./kw.). Niekorzystny efekt umacniającej się złotówki w stosunku do walut eksportowych został zamortyzowany zmniejszeniem udziału eksportu w strukturze sprzedaży spółki.

Wyniki finansowe Ceramiki Nowa Gala



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

Wysokość marż Ceramiki Nowa Gala



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

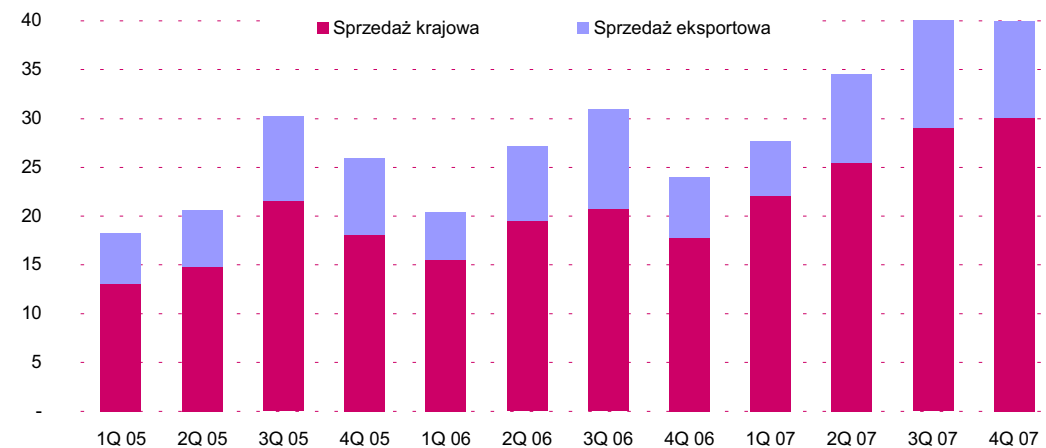
Sprzedaż eksportowa

Udział sprzedaży eksportowej w łącznych przychodach spółki spadł w IV kw. 2007 roku do 24.6% z 25.9% 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 IV kw. br. 24.43% (-4.4 p.p. r/r) i była niższa od marży na sprzedaży krajowej o 12.78 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

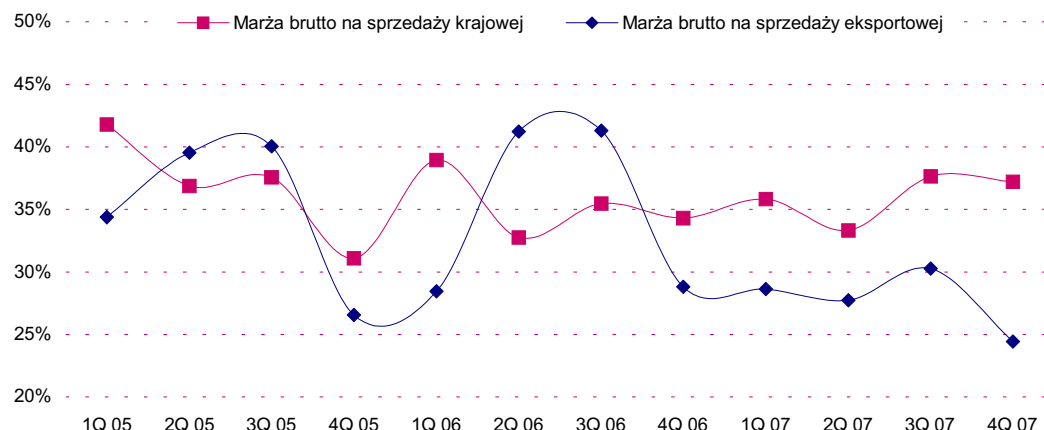
IV kwartał był pierwszym pełnym kwartałem konsolidacji przejętej w sierpniu Ceramiki Gres. Znalazło to odzwierciedlenie nie tylko w wyższych przychodach ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala, ale również w poprawie marż, gdyż przejęty podmiot jest podmiotem bardziej rentownym od Ceramiki Nowa Gala. Niemniej jednak całkowitych efektów konsolidacji i pełnej partycypacji rezultatów Ceramiki Gres w wynikach spółki można oczekiwać 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 cen energii elektrycznej (stanowi 7% kosztów rodzajowych) oraz ok. 15% r/r wzrostem cen gazu (ok. 15% kosztów rodzajowych).

Podwyżka cen płytek

W celu kompensacji przewidywanych podwyżek cen podstawowych surowców oraz energii, Ceramika Nowa Gala zamierza wprowadzić podwyżkę cen oferowanych produktów. Na rynku krajowym ceny płytek mają wzrosnąć zgodnie z ruchami cenowymi największych graczy o 3-4%, natomiast na rynkach zagranicznych spółka wprowadzi aż 10% podwyżkę w celu amortyzacji skutków umacniającej się złotówki w stosunku do walut eksportowych.

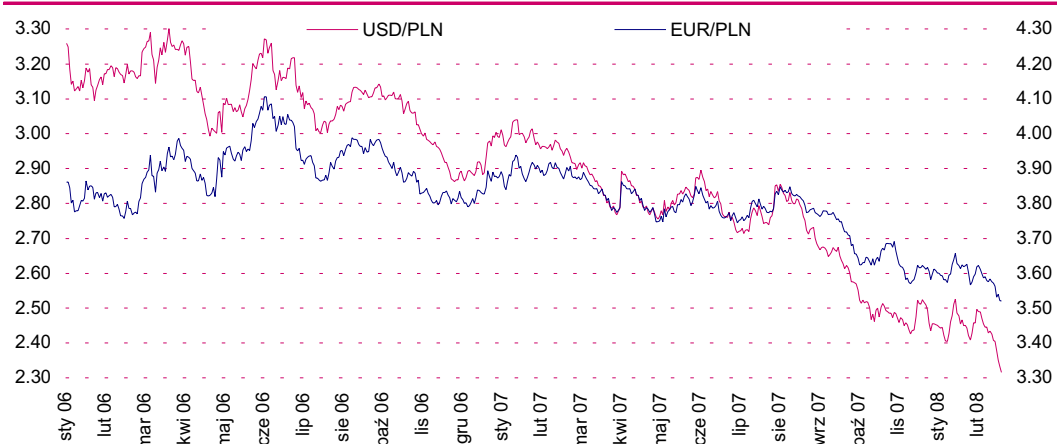
Nowe moce w segmencie premium

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 rozbudowa zdolności produkcyjnych płytek z najwyższego segmentu (o cenie ok. 35 PLN za 1 m²) o ok. 0.5 mln m², które będą do dyspozycji spółki już w I połowie 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), decyzję 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. bieżącego roku.

Kolejne inwestycje wstrzymane

Zapowiadana od dłuższego czasu przez Ceramikę Nowa Gala inwestycja w branżę materiałów budowlanych (prefabrykatów dla budownictwa) przeciąga się w czasie. Naszym zdaniem, słabsza sytuacja na rynku kapitałowym nie znajduje odzwierciedlenia w mniejszych oczekiwaniach potencjalnego partnera spółki odnośnie wyceny projektu i tym samym poziomu wartościowego zaangażowania w niego Ceramiki Nowa Gala. Sytuacja ta jest niekorzystna dla spółki i dlatego uważamy, iż negocjacje będą się przeciągać. Nie spodziewamy się ich zakończenia w najbliższym czasie, gdyż proces dostosowywania oczekiwań do sytuacji rynkowej może potrwać i nie jest powiedziane, że zakończy się po myśli spółki.

Kurs USD/PLN i EUR/PLN



Źródło: Bloomberg

Dywidenda

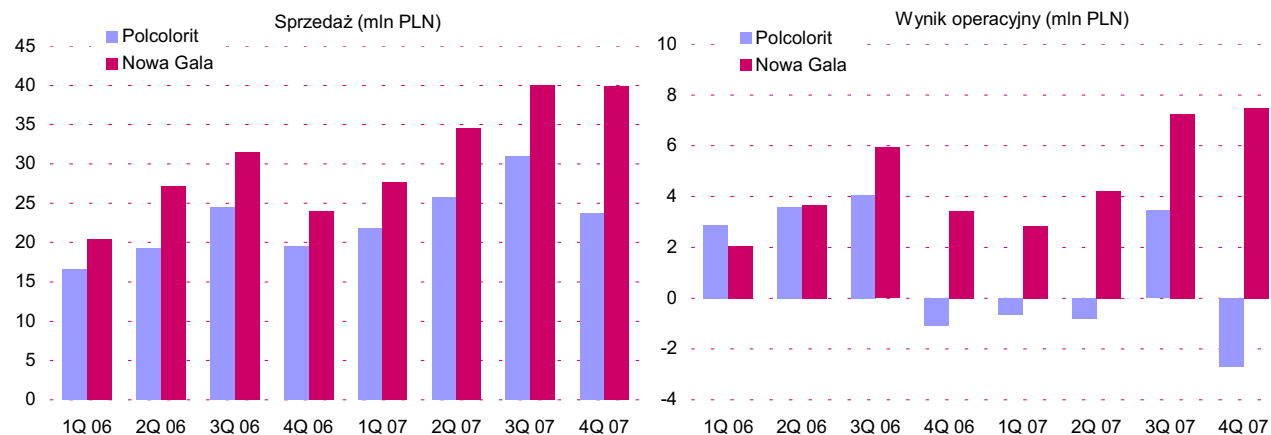
Zarząd Ceramiki Nowa Gala podjął uchwałę o wnioskowaniu do WZA o wypłatę dywidendy w kwocie 5.7 mln PLN (38.95% zysku netto za 2007 rok), co oznacza, iż na jedną akcję przypadałoby 0.10 PLN. Taka wysokość dywidendy na jedną akcję implikuje przy obecnym kursie akcji spółki wskaźnik dividend yield na poziomie 2.27%. 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.

Przyjęte założenia

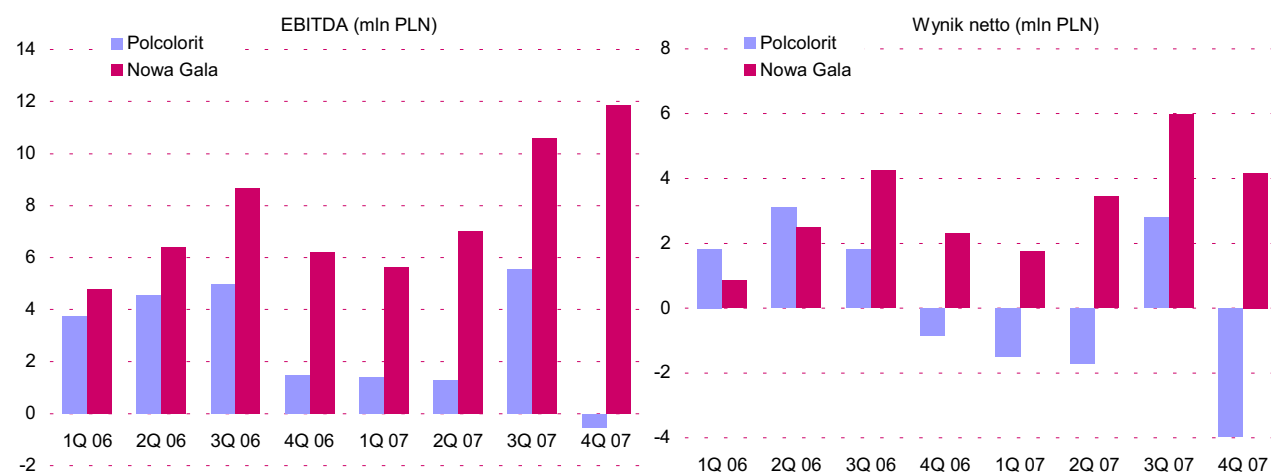
W naszym modelu założyliśmy, iż przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala wzrosną w 2008 roku łącznie o 53.24% do poziomu 216.2 mln PLN, z czego konsolidowana już przez cały br. Ceramika Gres wypracuje ponad 80 mln PLN. W wyniku unifikacji poszczególnych działów w Ceramice Nowa Gala i Ceramice Gres przewidujemy 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

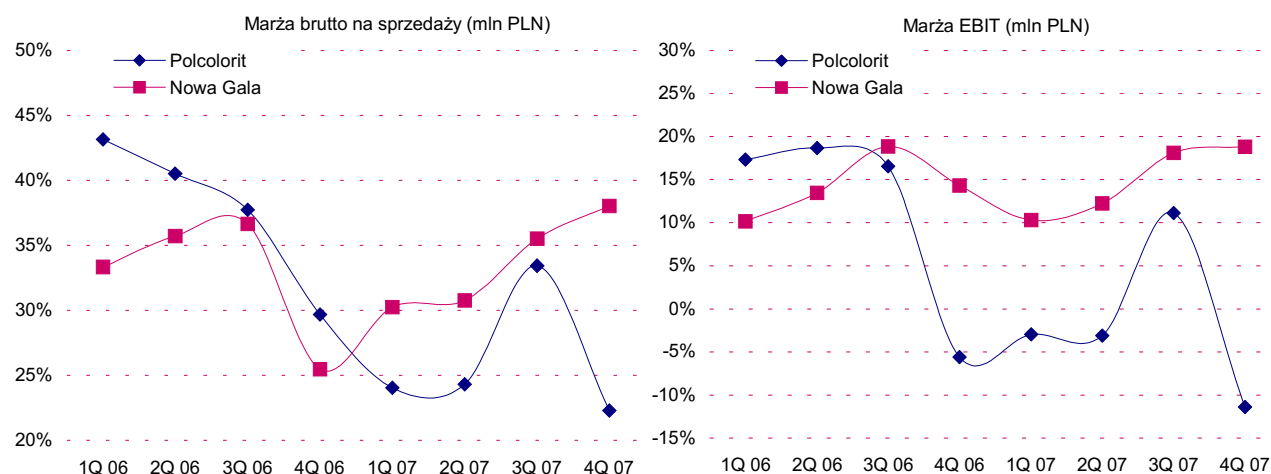
Sprzedaż, wynik operacyjny



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 333 mln PLN, czyli 5.8 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 279 mln PLN (4.9 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	333	5.8
Wycena porównawcza do polskich spółek	279	4.9
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	264	4.6
Wycena spółki Ceramika Nowa Gala	302	5.3

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 15% 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	216.2	245.2	261.1	275.3	286.1	291.6	297.2	302.9	308.7	314.6		
Stopa podatkowa (T)	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	19%		
EBIT (1-T)	28.1	31.3	32.8	33.3	34.6	34.9	35.6	36.9	38.3	38.3		
Amortyzacja	17.6	17.2	16.5	15.8	15.2	14.9	15.0	15.0	15.0	15.1		
Inwestycje	-17.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-15.5	-15.3	-15.3	-15.3	-15.4		
Zmiana kap.obrotowego	-8.2	-12.7	-6.9	-6.4	-4.6	-2.4	-2.3	-2.2	-2.2	-2.3		
FCF	20.5	25.8	32.3	32.6	35.2	31.9	33.0	34.5	35.8	35.7	522	
Zmiana FCF		26.0%	25.0%	0.9%	8.0%	-9.4%	3.6%	4.3%	3.8%	-0.2%	2.0%	
Dług/Kapitał	26.5%	25.1%	23.8%	22.7%	22.6%	22.6%	22.5%	22.4%	22.3%	22.4%	20.0%	
Stopa wolna od ryzyka	6.2%	6.3%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	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	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	5.9%	5.7%	4.9%	
Koszt kapitału	11.2%	11.3%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	10.0%	
WACC	9.8%	10.0%	10.0%	10.1%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	9.9%	9.9%	9.0%	
PV (FCF)	19.1	21.9	24.8	22.7	22.3	18.4	17.4	16.5	15.6	14.2	208.4	
Wartość DCF (mln PLN)	401.5	w tym wartość rezydualna				208						
(Dług) Gotówka netto	-68.8											
Wycena DCF (mln PLN)	332.7											
Liczba akcji (mln)	57.0											
Wycena 1 akcji (PLN)	5.8											

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%	5.3	5.8	6.4	7.3	8.7	10.9	15.4
	4.5%	5.1	5.5	6.1	6.9	8.0	9.7	12.8
	5.0%	5.0	5.3	5.8	6.5	7.4	8.8	11.1
	5.5%	4.8	5.2	5.6	6.2	6.9	8.1	9.8
	6.0%	4.7	5.0	5.4	5.9	6.6	7.5	8.9

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	6.6	6.2	5.8	11.2	10.0	9.1	11.2	10.7	10.4
PANARIAGROUPIndustr	PAN	Włochy	4.8	4.5	4.3	7.9	7.2	6.6	10.7	9.3	8.1
MARAZZI GROUP SPA	MRZ	Włochy	3.7	3.4	3.2	5.5	5.0	4.7	7.4	6.5	6.1
URALITA SA	URA	Hiszpania	4.9	4.6	4.5	6.2	6.0	5.6	11.3	10.6	10.5
GRANITIFIANDRE SPA	GRF	Włochy	6.1	5.0	4.5	9.2	7.2	6.1	13.9	10.5	8.6
MASCO CORP	MAS	USA	9.0	8.0	7.3	11.3	9.0	7.9	19.9	13.7	11.8
ZEHNDER GROUP AG-BR	ZEH	Szwajcaria	5.9	5.6	5.2	9.7	8.6	7.6	15.0	13.5	12.6
GEBERIT AG-REG	GBN	Szwajcaria	8.5	8.0	7.7	9.8	9.1	8.8	13.1	12.4	12.1
LECICO EGYPT SAE	LCSW	Egipt	9.1	8.5	8.0	12.0	11.0	10.2	15.1	13.7	12.8
RAS AL KHAIMAH CERAM	RAKCEC	ZEA	8.5	6.8	5.7	17.3	12.2	10.9	9.3	6.3	4.7
CERAMIC INDUSTRIES	CRM	RPA	3.2	2.8	2.3	4.3	3.6	3.0	6.4	5.5	4.6
MOHAWK INDUSTRIES INC	MHK	USA	7.3	7.4	7.0	10.7	10.1	9.5	12.8	12.3	11.0
Mediana			6.3	5.9	5.4	9.7	8.8	7.8	12.1	10.7	10.5
Dług netto											
Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)		68.8	51.1	54.5	55.5	33.5	37.3	39.0	24.1	27.7	29.8
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			255	251	233	257	261	235	291	296	313
		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. 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	6.7	6.1	5.8	8.4	7.6	7.2	10.5	9.2	8.5
POLCOLORIT SA	PLT	Polska	8.5	6.7	6.0	16.0	10.8	9.5	21.3	10.9	9.2
CERSANIT-KRASNYSTAW	CST	Polska	9.2	7.0	5.8	12.8	9.6	7.9	16.7	12.2	10.0
LENA LIGHTING SA	LEN	Polska	6.8	6.1	5.7	8.9	7.7	7.0	9.6	8.2	7.5
Mediana			7.7	6.4	5.8	10.8	8.7	7.6	13.6	10.1	8.9
Dług netto											
Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)		68.8	51.1	54.5	55.5	33.5	37.3	39.0	24.1	27.7	29.8
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			324	281	253	294	255	227	327	279	264
		Wagi	40%			30%			30%		
Wycena			279								
Wycena na 1 akcję			4.9								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wyniki finansowe

Rachunek wyników (mln PLN)

	2006	2007*	2008p	2009p	2010p	2011p
przychody netto	101.5	141.1	216.2	245.2	261.1	275.3
koszty wytworzenia	68.8	93.6	145.9	166.3	177.7	188.9
zysk brutto na sprzedaży	32.7	47.4	70.2	79.0	83.4	86.4
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	19.2	24.8	36.7	41.7	44.4	46.8
saldo pozostałej działalności operacyjnej	1.5	-1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	26.0	34.2	51.1	54.5	55.5	55.4
EBIT	15.1	21.0	33.5	37.3	39.0	39.6
saldo finansowe	-3.1	-4.2	-4.8	-4.3	-3.5	-2.6
zysk przed opodatkowaniem	12.0	16.7	28.6	33.0	35.5	36.9
podatek dochodowy	2.3	2.1	4.6	5.3	5.7	5.9
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	9.7	14.6	24.1	27.7	29.8	31.0
EPS	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5

Bilans (mln PLN)

	2006	2007*	2008p	2009p	2010p	2011p
aktywa trwałe	106.5	187.9	187.4	180.4	174.2	168.6
wartości niematerialne i prawne	1.0	17.8	17.8	17.9	17.9	17.9
rzeczowe aktywa trwałe	99.7	160.7	160.1	152.9	146.4	140.6
inwestycje długoterminowe	5.8	9.3	9.5	9.7	9.9	10.1
aktywa obrotowe	72.1	107.6	135.9	162.1	186.4	210.2
zapasy	36.0	56.3	58.4	66.5	71.1	75.6
należności	29.4	43.6	59.2	67.2	71.5	75.4
inwestycje krótkoterminowe	6.3	7.0	17.6	27.7	43.1	58.5
rozliczenia międzyokresowe	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
aktywa razem	178.7	295.5	323.3	342.6	360.6	378.8
kapitał własny	118.3	192.1	210.4	226.1	242.1	258.2
zobowiązania i rezerwy	60.4	103.4	112.9	116.5	118.6	120.6
zobowiązania długoterminowe	31.0	39.6	39.6	39.6	39.6	39.6
zobowiązania krótkoterminowe	20.5	53.4	62.7	66.1	67.9	69.8
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
pasywa razem	178.7	295.5	323.3	342.6	360.6	378.8
BVPS	3.1	3.4	3.7	4.0	4.2	4.5

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.; * pro forma

Cash flow (mln PLN)

	2006	2007*	2008p	2009p	2010p	2011p
wynik netto	9.7	14.6	24.1	27.7	29.8	31.0
amortyzacja	11.0	13.2	17.6	17.2	16.5	15.8
zmiana kapitału obrotowego	-9.0	-7.8	-8.2	-12.7	-6.9	-6.4
gotówka z działalności operacyjnej	12.2	21.7	38.3	36.5	42.9	43.0
inwestycje (capex)	-4.3	-5.8	-17.0	-10.0	-10.0	-10.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-4.1	-59.1	-17.1	-10.1	-10.1	-10.1
wypłata dywidendy	-2.2	0.0	-5.7	-12.0	-13.9	-14.9
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	-4.3	-3.5	-2.6
gotówka z działalności finansowej	-5.5	38.0	-10.5	-16.3	-17.4	-17.6
zmiana gotówki netto	2.6	0.7	10.6	10.1	15.4	15.4
DPS	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3
CEPS	0.5	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
FCFPS	0.1	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3

Wskaźniki (%)

	2006	2007*	2008p	2009p	2010p	2011p
zmiana sprzedaży	6.76	38.96	53.24	13.46	6.47	5.44
zmiana EBITDA	27.12	31.61	49.29	6.56	1.87	-0.21
zmiana EBIT	57.81	39.34	59.45	11.31	4.75	1.43
zmiana zysku netto	103.78	50.82	64.31	15.18	7.60	4.06
marża EBITDA	25.63	24.27	23.65	22.21	21.25	20.11
marża EBIT	14.84	14.88	15.49	15.19	14.95	14.38
marża netto	9.57	10.38	11.13	11.30	11.42	11.27
sprzedaż/aktywa (x)	56.81	47.74	66.85	71.59	72.41	72.68
dług / kapitał (x)	25.26	28.30	26.49	25.11	23.85	22.70
odsetki / EBIT	16.41	14.42	14.42	11.45	9.04	6.68
stopa podatkowa	18.88	12.54	16.00	16.00	16.00	16.00
ROE	8.21	7.63	11.44	12.26	12.32	12.02
ROA	5.43	4.96	7.44	8.09	8.27	8.19
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-33.6	-68.8	-58.2	-48.1	-32.7	-17.3

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.; * pro forma

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 Łukaszczyk
+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczyk@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 w 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 (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. 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 dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
Nowa Gala	Neutralnie	9 sty 08	5.5
Nowa Gala	Kupuj	22 lis 07	5.0
Nowa Gala	Neutralnie	21 sie 07	6.9
Nowa Gala	Akumuluj	16 maj 07	6.9
Nowa Gala	Akumuluj	29 mar 07	5.9

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	10	31%
Akumuluj	6	19%
Neutralnie	11	34%
Redukuj	5	16%
Sprzedaj	0	0%

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	50%
Akumuluj		
Neutralnie	2	50%
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy