

Nowa Gala

kupuj

branża materiałów budowlanych

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 3.9

Cena docelowa: 5.1

Kolejny dobry kwartał

Ceramika Nowa Gala podała bardzo dobre wyniki finansowe za II kw. 2008 roku, które są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Do ich znacznej poprawy w stosunku rocznym przyczyniła się przede wszystkim konsolidacja przejętej w ubiegłym roku Ceramiki Gres oraz przeprowadzona jeszcze w I kw. br. podwyżka cen płytek. Utrzymujący się wysoki popyt na produkty spółki oraz przewidywany wzrost udziału w sprzedaży płytek z segmentu premium powinny doprowadzić do poprawy wyników Ceramiki Nowa Gala w kolejnych kwartałach. Przy obecnym kursie akcji spółki podtrzymujemy rekomendację kupuj z ceną docelową na poziomie 5.1 PLN za akcję.

Bardzo dobry II kwartał

Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala wzrosły w II kw. br. o 53.9% r/r do poziomu 52 mln PLN (nasze oczekiwania wynosiły 50.9 mln PLN). Zysk operacyjny zwiększył się w analizowanym okresie o 113.4% r/r do poziomu 7.6 mln PLN (nasze oczekiwania to 8.1 mln PLN), a zysk netto o 66.1% r/r do poziomu 4.9 mln PLN (oczekiwaliśmy 5 mln PLN).

Nowa linia produkcyjna

W II kw. 2008 roku Ceramika Nowa Gala wstrzymała produkcję w dwóch zakładach produkcyjnych w związku z uruchamianiem nowej linii produkcyjnej płytek z segmentu premium. Spowodowało to obniżenie kwartalnego wyniku brutto spółki o ok. 1.4 mln PLN. Dodatkowo poniesiono większe niż zwykle koszty remontów (o ok. 0.6 mln PLN), które są wykonywane corocznie, lecz w br. realizowano je w szerszym zakresie.

Wycena i rekomendacja

Dobre wyniki Ceramiki Nowa Gala potwierdzają utrzymywanie się wysokiego popytu na produkty spółki. Dzięki wykorzystywaniu efektów synergii z Ceramiką Gres oraz konsekwentnemu zwiększaniu udziału płytek z segmentu premium w sprzedaży, spółka powinna kontynuować pozytywny trend poprawy wyników w kolejnych kwartałach. Powyższe czynniki skłaniają nas do podtrzymania rekomendacji kupuj dla Ceramiki Nowa Gala. Cenę docelową obniżamy nieznacznie do poziomu 5.1 PLN z 5.4 PLN.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	7.4 / 3.38	
Liczba akcji (mln)	57.0	
Kapitalizacja (mln PLN)	222	
EV (mln PLN)	300	
Free float (mln PLN)	96	
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	0.5	
Główny akcjonariusz	Waldemar Piotrowski	
% akcji, % głosów	18.95/18.95	
Akcjonariusz powiązany*	Millennium TFI	
% akcji, % głosów	16.56/16.56	
	1 m	3 m
Zmiana ceny (%)	11.7	-7.1
Zmiana rel. WIG (%)	14.3	7.3
	12 m	
	-43.9	-10.2

* 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	15.3	1.3	15.0	8.7	8.2
2007	141.0	21.2	34.4	17.0	15.0	0.3	0.5	3.4	14.9	1.2	14.2	8.7	7.8
2008p	211.2	32.0	51.9	27.1	22.8	0.4	0.7	3.6	9.8	1.1	9.4	5.8	11.2
2009p	238.0	36.3	55.5	32.1	26.9	0.5	0.8	3.9	8.0	1.0	8.1	5.3	12.3
2010p	257.0	38.7	56.8	35.3	29.6	0.5	0.9	4.2	7.3	0.9	7.6	5.2	12.6

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Skonsolidowane wyniki Ceramiki Nowa Gala za II kwartał 2008 roku

mln PLN	II kwartał 2008	II kwartał 2007	zmiana	I-II kwartał 2008	I-II kwartał 2007	zmiana
Przychody	52.0	33.8	53.9%	96.5	61.1	58.0%
Wynik brutto na sprzedaży	16.9	10.1	68.3%	31.7	18.0	75.9%
EBITDA	12.8	6.4	101.7%	24.8	12.0	106.5%
EBIT	7.6	3.6	113.4%	15.2	6.4	136.1%
Zysk netto	4.9	2.9	66.1%	9.7	4.7	106.5%
Marże						
Marża brutto na sprzedaży	32.6%	29.8%		32.9%	29.5%	
Marża EBITDA	24.7%	18.8%		25.6%	19.6%	
Marża EBIT	14.7%	10.6%		15.7%	10.5%	
Marża netto	9.4%	8.7%		10.0%	7.7%	

Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

Wyniki II kwartału

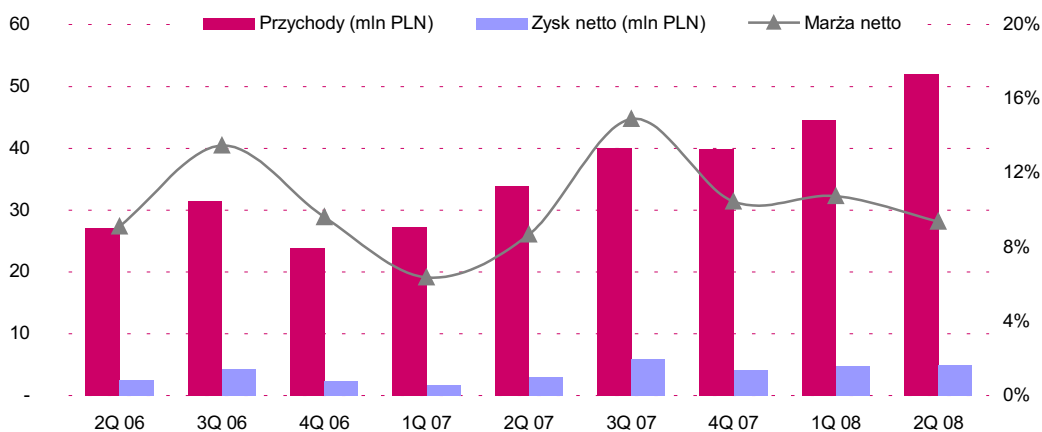
Przychody w II kwartale

Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala w II kwartale 2008 roku wzrosły o 53.9% r/r i osiągnęły poziom 52 mln PLN. Do ich wzrostu przyczyniła się przede wszystkim konsolidacja przez cały II kwartał rezultatów przejętej w sierpniu 2007 roku Ceramiki Gres. Na rynku polskim sprzedaż spółki wzrosła o prawie 67.9% r/r do poziomu 41.7 mln PLN, natomiast na rynkach zagranicznych o 15.3% r/r do poziomu 10.3 mln PLN. W konsekwencji udział sprzedaży eksportowej spadł w analizowanym okresie o 6.7 p.p. r/r i wyniósł 19.9% łącznych przychodów ze sprzedaży. Negatywny wpływ na wysokość przychodów miała umacniająca się złotówka zarówno w stosunku do EUR, jak i USD.

Poprawa marż

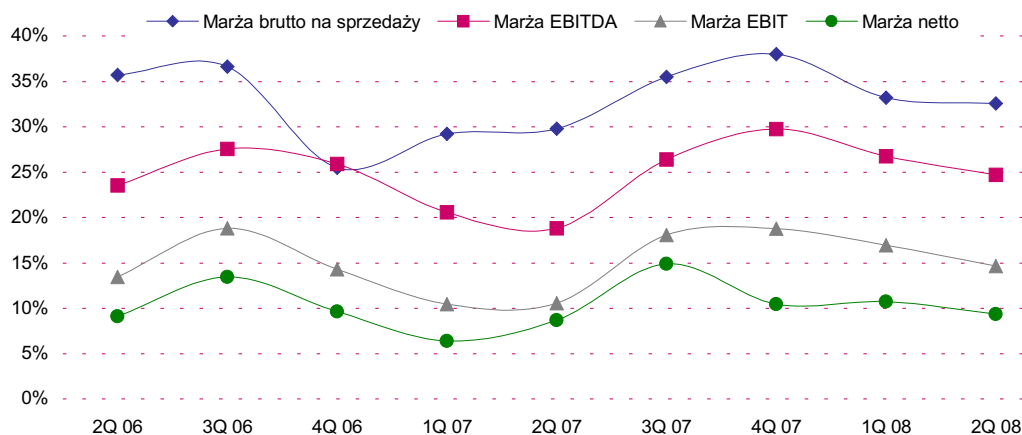
W wyniku konsolidacji bardziej rentownej Ceramiki Gres oraz przeprowadzonych w I kw. br. podwyżek cen płytek Ceramika Nowa Gala odnotowała w II kw. 2008 roku poprawę marż na każdym poziomie rachunku zysków i strat. Marża brutto na sprzedaży wzrosła o 2.8 p.p. r/r do poziomu 32.6%, marża operacyjna zwiększyła się o 4.1 p.p. r/r do poziomu 14.7%, natomiast marża netto osiągnęła poziom 9.4% (+0.7 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.

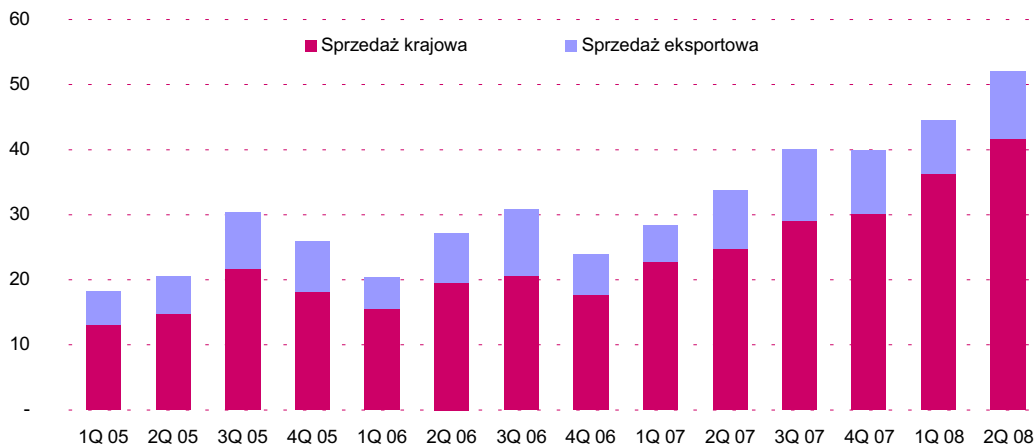
Sprzedaż eksportowa

Udział sprzedaży eksportowej w łącznych przychodach spółki spadł w II kw. 2008 roku do 19.9% z 26.5% odnotowanych w analogicznym okresie roku ubiegłego. Wobec znacznego umocnienia się złotówki w stosunku do EUR i USD rentowność eksportu spadła r/r. Marża na sprzedaży eksportowej wyniosła w II kw. br. 22.5% (-5 p.p. r/r) i była niższa od marży na sprzedaży krajowej o 16.9 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

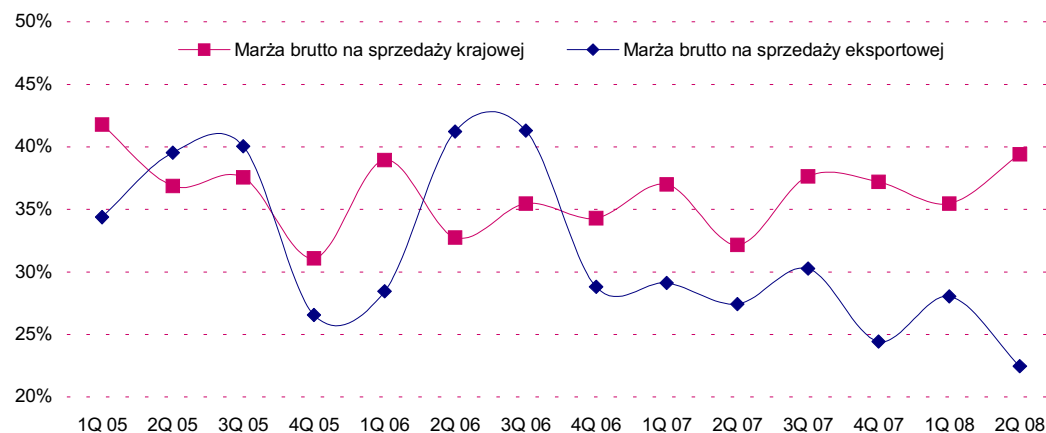
II kwartał był trzecim pełnym kwartałem konsolidacji przejętej w sierpniu ubiegłego roku Ceramiki Gres. Znalazło to odzwierciedlenie nie tylko w wyższych przychodach ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala, ale również w poprawie marż, gdyż przejęty podmiot jest bardziej rentowny. Niemniej jednak całkowitych efektów konsolidacji i pełnej partycypacji rezultatów Ceramiki Gres oczekujemy w wynikach spółki za cały rok bieżący. Redukcji kosztów sprzyjać 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.

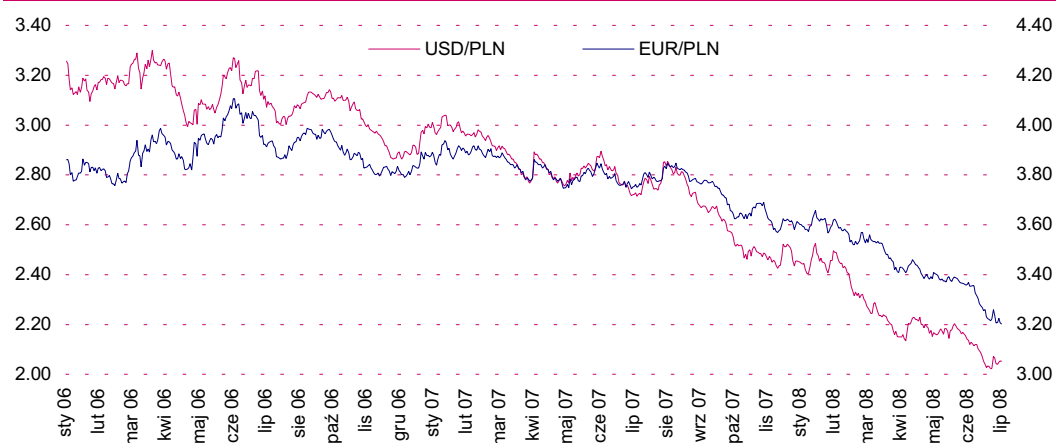
Nowa linia produkcyjna

W II kw. 2008 roku Ceramika Nowa Gala wstrzymała produkcję w dwóch zakładach produkcyjnych w związku z uruchamianiem nowej linii produkcyjnej płytek z segmentu premium. Spowodowało to wzrost mocy produkcyjnych o 0.5 mln m² płytek rocznie, lecz z drugiej strony wpłynęło na jednorazowe obniżenie kwartalnego wyniku brutto spółki o ok. 1.4 mln PLN. Dodatkowo poniesiono większe niż zwykle koszty corocznych remontów (o ok. 0.6 mln PLN), które realizowano w szerszym zakresie.

Nowe inwestycje

Po zakończeniu obecnego sezonu w branży płytek ceramicznych Ceramika Nowa Gala ma podjąć decyzję odnośnie przeprowadzenia kolejnej inwestycji zwiększającej zdolności produkcyjne spółki, która będzie uzależniona od prognoz rozwoju branży płytek w latach 2010-2012.

Kurs USD/PLN i EUR/PLN



Źródło: Bloomberg

Buy back

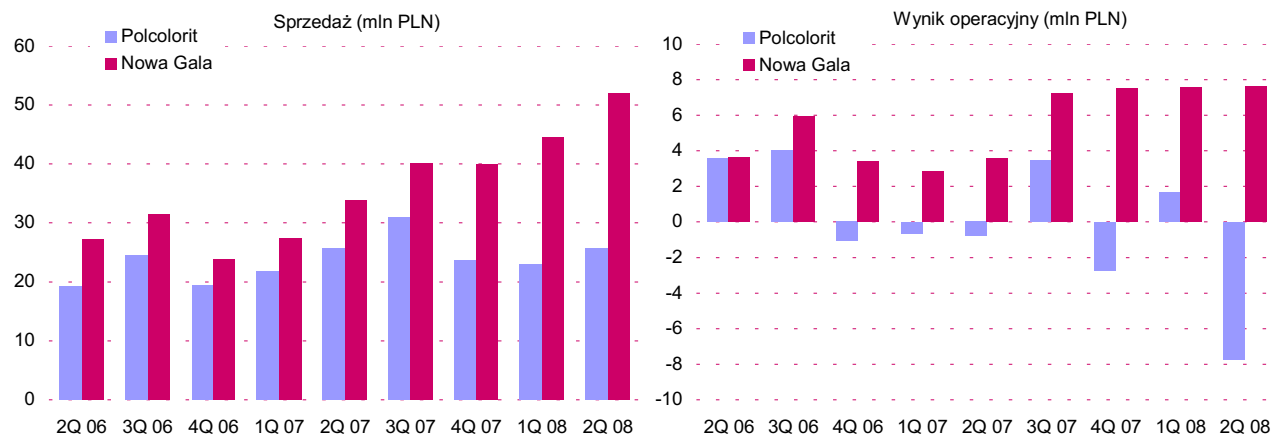
W dniu 6 czerwca 2008 roku WZA podjęło decyzję o skupie do 1.5 mln akcji Ceramiki Nowa Gala w celu umorzenia za kwotę nie większą niż 6.5 mln PLN. Jednostkowo cena nabywanych akcji nie może być jednak wyższa niż 4.7 PLN. Wobec konsekwentnie realizowanego skupu akcji własnych spółki zakładamy, iż całkowita realizacja w/w programu zakończy się w roku bieżącym, a formalne umorzenia 1.5 mln akcji i obniżenie kapitału zakładowego nastąpi w roku 2009. W przypadku braku poprawy koniunktury giełdowej i wzrostu kursu spółki, Ceramika Nowa Gala nie wykluczyła przeprowadzenia kolejnego programu skupu akcji własnych.

Przyjęte założenia

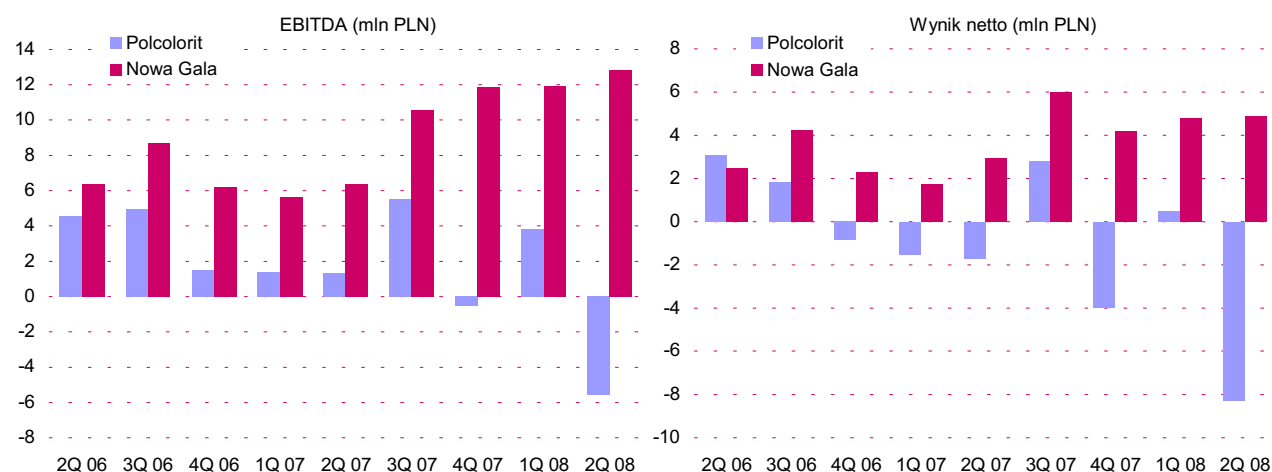
W naszym modelu założyliśmy, iż przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala wzrosną w 2008 roku łącznie o 49.8% do poziomu 211.2 mln PLN, z czego konsolidowana już przez cały br. Ceramika Gres wypracuje ok. 80 mln PLN. W wyniku unifikacji poszczególnych działów w Ceramice Nowa Gala i Ceramice Gres przewidujemy 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

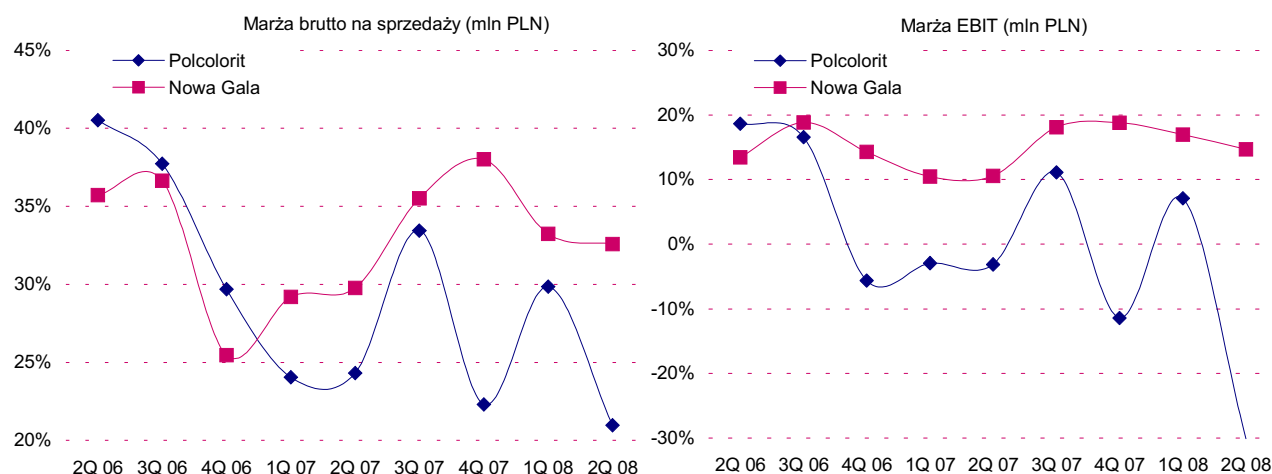
Sprzedż, wynik operacyjny



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 334 mln PLN, czyli 5.9 PLN na akcję. Z kolei w oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy Ceramikę Nowa Gala na 273 mln PLN (4.8 PLN na akcję), a do spółek polskich z branży płytek ceramicznych na 223 mln PLN (3.9 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	334	5.9
Wycena porównawcza do polskich spółek	223	3.9
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	273	4.8
Wycena spółki Ceramika Nowa Gala	291	5.1

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 15% w następnym oraz wzrost cen energii elektrycznej o 20% w 2008 roku i 15% 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 2.10 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	238.0	257.0	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)	26.9	30.5	32.5	34.1	35.8	35.7	36.0	36.4	36.4	34.9	
Amortyzacja	19.9	19.2	18.1	17.1	16.3	15.9	16.0	16.0	16.1	16.1	
Inwestycje	-17.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-16.6	-16.3	-16.3	-16.4	-16.4	
Zmiana kap.obrotowego	-4.7	-11.4	-8.3	-6.5	-4.9	-2.7	-2.5	-2.2	-2.1	-2.0	
FCF	25.1	28.2	32.3	34.7	37.2	32.3	33.2	33.8	34.0	32.5	476
Zmiana FCF		12.6%	14.4%	7.4%	7.3%	-13.2%	2.8%	1.9%	0.5%	-4.3%	2.0%
Dług/Kapitał	27.2%	25.8%	24.4%	23.1%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.1%	20.0%
Stopa wolna od ryzyka	6.3%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.0%	5.9%	5.9%	5.9%	5.8%	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	6.1%	6.1%	6.0%	6.0%	5.9%	5.9%	5.8%	5.8%	5.8%	5.5%	4.9%
Koszt kapitału	11.3%	11.2%	11.1%	11.1%	11.1%	11.0%	10.9%	10.9%	10.9%	10.8%	10.0%
WACC	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.8%	9.8%	9.7%	9.7%	9.6%	9.0%
PV (FCF)	24.3	24.9	25.9	25.3	24.7	19.6	18.4	17.1	15.7	13.8	202.1
Wartość DCF (mln PLN)	411.8	w tym wartość rezydualna		202							
(Dług) Gotówka netto	-77.9										
Wycena DCF (mln PLN)	333.9										
Liczba akcji (mln)	57.0										
Wycena 1 akcji (PLN)	5.9										

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

stopa R_f rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
4.0%	5.3	5.8	6.4	7.3	8.6	10.8	15.1
4.5%	5.2	5.6	6.1	6.9	7.9	9.6	12.6
5.0%	5.0	5.4	5.9	6.5	7.4	8.7	10.9
5.5%	4.9	5.2	5.6	6.2	6.9	8.0	9.7
6.0%	4.7	5.0	5.4	5.9	6.6	7.5	8.8

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 RICCHI	RIC	Włochy	6.9	6.2	6.0	11.4	9.7	9.2	12.0	9.3	9.3
PANARIAGROUP INDUSTRIE	PAN	Włochy	5.5	5.1	4.8	9.9	8.9	8.3	13.1	10.8	9.7
URALITA SA	URA	Hiszpania	5.1	4.9	4.9	6.7	6.5	6.2	11.5	11.1	11.1
GRANITIFIANDRE SPA	GRF	Włochy	6.2	5.3	4.3	9.4	7.6	5.9	14.3	10.9	8.1
MASCO CORP	MAS	USA	9.6	10.0	9.3	11.9	12.5	11.4	29.6	22.5	19.9
ZEHNDER GROUP AG-BR	ZEH	Szwajcaria	5.9	5.6	5.5	12.7	9.2	9.0	19.9	13.2	13.3
GEBERIT AG-REG	GEBN	Szwajcaria	9.1	8.8	8.3	10.4	10.1	9.5	13.9	13.5	12.7
LECICO EGYPT SAE	LCSW	Egipt	6.0	5.5	5.1	7.5	6.7	6.5	8.3	7.2	6.6
RAS AL KHAIMAH CERAMICS	RAK	ZEA	8.5	6.8		17.3	12.1		9.2	6.5	
MOHAWK INDUSTRIES	MHK	USA	8.2	8.2	6.7	12.5	12.3	10.2	15.0	14.6	10.9
Mediana			6.6	5.9	5.5	10.9	9.4	9.0	13.5	11.0	10.9

Dług netto

Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	77.9	51.9	55.5	56.8	32.0	36.3	38.7	22.8	26.9	29.6
-----------------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	263	252	235	270	264	269	308	296	323
Wagi		40%			30%			30%	

Wycena **273**

Wycena na 1 akcję **4.8**

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	6.4	5.5	5.0	8.4	7.0	6.3	7.4	6.7	5.8
MERCOR SA	MCR	Polska	7.2	5.7	5.1	8.4	6.5	5.7	12.1	9.9	8.3
CERSANIT-KRASNYSTAW	CST	Polska	7.2	5.4	4.3	10.3	7.6	6.0	12.8	8.9	7.1
LENA LIGHTING SA	LEN	Polska	6.8	6.2	5.9	9.1	8.1	7.5	9.9	8.7	8.0
Mediana			7.0	5.6	5.0	8.8	7.3	6.2	11.0	8.8	7.5

Dług netto

Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	77.9	51.9	55.5	56.8	32.0	36.3	38.7	22.8	26.9	29.6
-----------------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	286	234	209	204	188	161	250	237	223
Wagi		40%			30%			30%	

Wycena **223**

Wycena na 1 akcję **3.9**

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wyniki finansowe

Rachunek wyników (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
przychody netto	101.5	141.0	211.2	238.0	257.0	272.2
koszty wytworzenia	68.8	93.6	143.3	161.2	174.6	185.3
zysk brutto na sprzedaży	32.7	47.4	67.9	76.8	82.4	86.9
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	19.2	24.7	35.9	40.5	43.7	46.3
saldo pozostałej działalności operacyjnej	1.5	-1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	26.0	34.4	51.9	55.5	56.8	57.7
EBIT	15.1	21.2	32.0	36.3	38.7	40.6
saldo finansowe	-3.1	-4.2	-4.9	-4.3	-3.4	-2.5
zysk przed opodatkowaniem	12.0	17.0	27.1	32.1	35.3	38.1
podatek dochodowy	2.3	2.0	4.3	5.1	5.6	6.1
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	9.7	15.0	22.8	26.9	29.6	32.0
EPS	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6

Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
aktywa trwałe	106.5	187.8	185.1	176.2	168.3	161.4
wartości niematerialne i prawne	1.0	17.8	17.8	17.8	17.9	17.9
rzeczowe aktywa trwałe	99.7	160.7	157.8	148.7	140.6	133.5
inwestycje długoterminowe	5.8	9.3	9.5	9.7	9.9	10.1
aktywa obrotowe	72.1	108.0	131.5	159.2	185.6	211.7
zapasy	36.0	56.4	57.3	64.5	69.9	74.1
należności	29.4	43.9	57.9	65.2	70.4	74.6
inwestycje krótkoterminowe	6.3	7.0	15.6	28.8	44.6	62.3
rozliczenia międzyokresowe	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
aktywa razem	178.7	295.8	316.6	335.3	354.0	373.1
kapitał własny	118.3	192.4	202.9	218.5	234.7	251.9
zobowiązania i rezerwy	60.4	103.4	113.7	116.9	119.3	121.3
zobowiązania długoterminowe	31.0	39.6	39.6	39.6	39.6	39.6
zobowiązania krótkoterminowe	20.5	53.4	63.5	66.4	68.6	70.4
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	295.8	316.6	335.3	354.0	373.1
BVPS	3.1	3.4	3.6	3.9	4.2	4.5

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Cash flow (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
wynik netto	9.7	15.0	22.8	26.9	29.6	32.0
amortyzacja	11.0	13.2	19.9	19.2	18.1	17.1
zmiana kapitału obrotowego	-9.0	-8.0	-4.7	-11.4	-8.3	-6.5
gotówka z działalności operacyjnej	12.2	21.7	42.9	38.9	42.8	45.1
inwestycje (capex)	-4.3	-5.7	-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	-11.4	-13.5	-14.8
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	-4.9	-4.3	-3.4	-2.5
gotówka z działalności finansowej	-5.5	38.0	-17.1	-15.7	-16.9	-17.3
zmiana gotówki netto	2.6	0.7	8.6	13.2	15.9	17.7
DPS	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3
CEPS	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9	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	12.66	8.02	5.88
zmiana EBITDA	27.12	32.27	50.86	6.87	2.34	1.68
zmiana EBIT	57.81	40.72	50.98	13.51	6.54	4.92
zmiana zysku netto	103.78	54.23	51.91	18.35	10.11	8.08
marża EBITDA	25.63	24.40	24.58	23.32	22.09	21.21
marża EBIT	14.84	15.03	15.15	15.27	15.06	14.92
marża netto	9.57	10.62	10.77	11.31	11.53	11.77
sprzedaż/aktywa (x)	56.81	47.67	66.71	70.96	72.62	72.94
dług / kapitał (x)	25.26	28.27	27.20	25.76	24.42	23.13
odsetki / EBIT	16.41	14.28	15.38	11.77	8.81	6.06
stopa podatkowa	18.88	11.65	16.00	16.00	16.00	16.00
ROE	8.21	7.78	11.21	12.32	12.63	12.72
ROA	5.43	5.06	7.18	8.03	8.38	8.59
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-33.6	-68.8	-60.2	-47.0	-31.2	-13.5

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse, handel

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Analityk
telekomunikacja, przemysł chemiczny

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

Analityk
przemysł drzewny i materiałów budowlanych,
motoryzacja, energetyka

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

Analityk
media, farmaceutyki
przemysł spożywczy, elektromaszynowy

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

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

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

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

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

Jakub Banaszek
+22 598 26 90
jakub.banaszek@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 898 32 02 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model 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. 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	21 maj 08	4.3
Nowa Gala	Kupuj	25 mar 08	4.4
Nowa Gala	Neutralnie	9 sty 08	5.5
Nowa Gala	Kupuj	22 lis 07	5.0

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2008 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	11	23%
Akumuluj	16	33%
Neutralnie	19	40%
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		
Akumuluj	6	30%
Neutralnie	10	50%
Redukuj	2	10%
Sprzedaj	2	10%

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