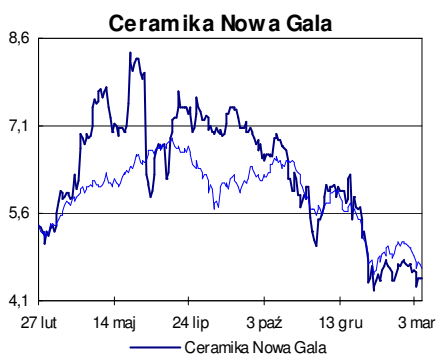




Ceramika Nowa Gala

Akumuluj

5,00 zł

**Dane podstawowe**

cena rynkowa (zł)	4,47
kurs docelowy (zł)	5,00
wycena DCF (zł)	5,05
min 52 tyg (zł)	4,27
max 52 tyg (zł)	8,34
kapitalizacja (mln zł)	255,14
EV (mln zł)	325,10
liczba akcji (mln szt.)	57,08
free float	31,5%
free float (mln zł)	80,39
śr. obrót/msc (mln zł)	20,00

Zmiana kursu

	CNG	WIG
1 miesiąc	0,4%	-3,1%
3 miesiące	-26,7%	-21,9%
6 miesięcy	-38,2%	-22,6%
12 miesięcy	-14,0%	-10,9%

Akcjonariat

	% akcji i głosów
W. Piotrowski	18,95
Millennium TFI	16,56
Hansabank	9,22
Jupiter NFI	6,71
AIG OFE	5,31

Poprzednie rekom.

	data	cena doc.
Zawieszona	2007-10-23	-
Kupuj	2007-08-28	8,00

Dom Maklerski PKO BP SA

ul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00

Analityk:

Rafał Fabiszewski

tel. (0-22) 521-87-23

e-mail: rafal.fabiszewski@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania

□ Dobre wyniki w 2007 r.

Wyniki w 2007 r. okazały się być zgodne z naszymi oczekiwaniami. Przychody ze sprzedaży wyniosły 141 mln zł (+36,3,7% r/r przy uwzględnieniu bonusów dla dystrybutorów w wysokości 3,6 mln zł), zysk operacyjny 47,5 mln zł (+36% r/r), zysk netto 14,6 mln zł (+51%). Ceramika Nowa Gala bez konsolidacji Ceramiki Gres wypracowała 7,7 mln zł zysku netto (wzrost o 27% r/r). Na dobre wyniki wpłynęła dywersyfikacja produktowa, w tym głównie zwiększenie oferty w segmencie premium oraz wzrost udziału sprzedaży krajowej (+4 pp w 2007 r.) nieobciążonego ryzykiem walutowym. Negatywnie na wyniki spółki wpłynęły ujemne różnice kursowe oraz koszty odsetkowe, dlatego też marża zysku przed opodatkowaniem wzrosła tylko nieznacznie (+0,3 pp.).

□ Plany na lata 2008 - 2010 - rozwój organiczny, czy akwizycje?

Ceramika Nowa Gala po sfinalizowaniu transakcji przejęcia Ceramiki Gres jest czwartym producentem płytek ceramicznych w Polsce z 10-proc. udziałem w rynku. Zakładamy, że marża na sprzedaży w 2008 r. spadnie o 1,5 pp. w porównaniu do roku 2007, co będzie związane z jednorazowymi kosztami oddania nowych mocy produkcyjnych w II kw. br. oraz wzrostem kosztu gazu i energii. Pozytywnie na wyniki spółki wpłynie segmentacja produktowa (więcej produktów klasy premium), stabilne ceny granulatu ceramicznego oraz zakładana podwyżka cen (w naszych prognozach zakładamy wzrost cen produktów krajowych o 4% i o 10% produktów eksportowych), które to częściowo ograniczą spadek marż. Na wzrost sprzedaży grupy CNG do poziomu 219 mln zł w 2008 r. w największym stopniu oddziaływać będzie całoroczna konsolidacja Ceramiki Gres i zwiększenie mocy produkcyjnych do 9,4 mln mkw. Nakłady inwestycyjne wyniosą 16 mln zł, w tym 12 mln zł inwestycja w zwiększenie mocy produkcyjnych w CNG I i 4 mln zł inwestycje odtworzeniowe. Zwracamy uwagę, iż choć Ceramika Nowa Gala jest eksporterem netto (25-proc. udział w sprzedaży eksportowej) to jej wyniki tylko w niewielkim stopniu są narażone na zmiany kursowe (nieznaczna przewaga przychodów walutowych nad kosztami walutowymi).

Spodziewamy się, że przedsiębiorstwo w najbliższych latach będzie rozwijało się szybciej niż rynek, ale żeby było to możliwe konieczne jest zwiększanie mocy produkcyjnych (aktualnie spółka posiada 8,9 mln mkw.). Na podstawie obserwacji rynku wnioskujemy, iż najlepszą czynnikiem wzrostu sprzedaży grupy CNG będzie rozwój organiczny. Rozwiązanie to wydaje się nam mniej ryzykowne niż przykładowo akwizycja w Rosji lub na Ukrainie. W naszych prognozach nie uwzględniliśmy możliwości zwiększenia mocy produkcyjnych o 2 mln mkw. (planowany koszt inwestycji 20 mln zł) oraz budowy zakładu prefabrykatów dla budownictwa w ramach współpracy joint venture, gdyż decyzja w sprawie realizacji tej inwestycji nie została jeszcze podjęta. Natomiast uważamy, iż decyzje te pozytywnie wpłyną na dywersyfikację produktową i pozwolą zmniejszyć sezonowość wyników.

□ Wycena i rekomendacja

Do wyceny DCF przyjęliśmy efektywną stopę podatkową na poziomie 15%, co wynika z 30-proc. udziału produkcji w strefie ekonomicznej (zwiększenie marży netto o 0,5 pp.). Nasza prognoza przekłada się na wycenę DCF na poziomie 4,95 zł i wycenę wskaźnikową na poziomie 4,3 zł. Na podstawie średniej arytmetycznej przyjmujemy cenę docelową na poziomie 5 zł za jedną akcję i dlatego wydajemy rekomendację AKUMULUJ.

mln zł	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
Sprzedaż	103,45	141,06	218,95	240,17	253,45
EBITDA	26,02	34,24	48,14	51,84	54,12
EBIT	15,07	20,99	31,82	34,33	35,26
Zysk netto	9,71	14,64	22,55	25,73	27,73
Zysk skorygowany	9,71	14,64	22,55	25,73	27,73
EPS (zł)	0,26	0,26	0,40	0,45	0,49
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,24
CEPS (zł)	0,54	0,49	0,68	0,76	0,82
P/E	17,50	17,42	11,31	9,92	9,20
P/BV	1,44	1,33	1,19	1,06	0,95
EV/EBITDA	9,18	9,46	6,73	6,25	5,99



Rachunek zysków i strat (mln zł)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P	IVQ 06	I-IVQ 06	IVQ 07	I-IVQ 07
Przychody netto ze sprzedaży	95,08	103,45	141,06	218,95	240,17	253,45	25,47	104,45	39,90	141,06
zmiana	8,7%	8,8%	36,3%	55,2%	9,7%	5,5%	-3,4%	9,3%	56,6%	36,3%
EBITDA	20,47	26,02	34,24	48,14	51,84	54,12	6,58	26,37	11,87	34,24
zmiana	-7,1%	27,1%	31,6%	40,6%	7,7%	4,4%	3,1%	25,9%	80,3%	31,6%
EBIT	9,55	15,07	20,99	31,82	34,33	35,26	3,85	15,49	7,50	20,99
zmiana	-31,3%	57,8%	39,3%	51,6%	7,9%	2,7%	2,4%	54,4%	94,9%	39,3%
Zysk netto	4,77	9,71	14,64	22,55	25,73	27,73	2,83	10,39	4,17	14,64
zmiana	-53,0%	103,8%	50,8%	54,0%	14,1%	7,8%	33,7%	95,1%	47,6%	50,8%
Zysk netto skorygowany	4,77	9,71	14,64	22,55	25,73	27,73	2,83	10,39	4,17	14,64
zmiana	-53,0%	103,8%	50,8%	54,0%	14,1%	7,8%	33,7%	95,1%	47,6%	50,8%
Marża EBITDA	21,5%	25,1%	24,3%	22,0%	21,6%	21,4%	25,8%	25,2%	29,7%	24,3%
Marża EBIT	10,0%	14,6%	14,9%	14,5%	14,3%	13,9%	15,1%	14,8%	18,8%	14,9%
Rentowność netto	5,0%	9,4%	10,4%	10,3%	10,7%	10,9%	11,1%	9,9%	10,5%	10,4%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Akty wa ogółem	174,95	178,68	295,47	319,91	340,55	363,19
Akty wa trwałe	109,55	106,55	187,87	188,43	176,24	163,83
Akty wa obrotowe	65,39	72,13	107,60	131,49	164,31	199,36
Kapitał własny	109,55	118,27	192,05	214,60	240,33	268,06
Zobowiązania i rezerwy ogółem	65,40	60,41	103,42	105,31	100,22	95,13
Dług netto	43,98	24,69	68,82	65,32	37,12	3,06
Kapitał obrotowy	46,42	53,55	25,42	38,95	42,72	45,09
Kapitał zaangażowany	142,96	260,87	260,87	279,93	277,45	271,12
Srodki pieniężne z działalności operacyjnej	8,43	12,21	21,70	20,37	33,52	40,50
Srodki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-14,47	-4,15	-59,09	-16,50	-5,00	-5,15
Srodki pieniężne z działalności finansowej	-6,44	-5,49	38,04	-8,00	-8,00	-8,00
Srodki pieniężne na koniec okresu	3,71	6,34	6,99	2,85	23,38	50,73
Dług netto/EBITDA	2,15	0,95	2,01	1,36	0,72	0,06
ROE	4,5%	8,5%	9,4%	11,1%	11,3%	10,9%
ROACE	5,5%	6,3%	6,8%	10,0%	10,5%	10,4%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wycena DCF (mln zł)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Prognozy										
EBIT	32	34	35	35	35	36	36	36	35	35
Stopa podatkowa	15%	15%	15%	15%	15%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	27	29	30	30	30	29	29	29	29	28
Amortyzacja	16	18	19	20	22	23	23	23	24	24
Nakłady inwestycyjne	17	5	5	5	5	18	18	18	18	17
Inwestycje w kapitał obrotowy	14	4	2	2	2	1	1	1	1	1
FCF	13	38	41	43	45	32	33	33	33	34
Kalkulacja WACC										
Dług/(Dług+Kapitał)	24%	20%	17%	7%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia rynkowa	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
Koszt długu po opodatkowaniu	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Koszt kapitału	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
WACC	9,8%	10,0%	10,2%	10,6%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Wycena										
DFCF	12	31	31	29	27	18	16	15	14	12
Suma DFCF	205									
Zdyskontowana wartość rezydualna	147									
Dług netto	69									
Wartość spółki	283									
Liczba akcji (mln sztuk)	57,078									
Wartość 1 akcji 01.01.08 (zł)	4,96									
Wartość 1 akcji 07.03.08 (zł)	5,05									

Źródło: DM PKO BP SA

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E			EV/EBITDA		
			EUR	USD	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Cersanit	Polska	CST PW	244	986	31,31	18,86	13,01	13,08	10,51	8,29
Ras Al Ceramic	UAE	AKCEC UI	367	567	12,08	9,12	6,12	10,24	8,45	6,75
Marazzi Group	Włochy	MRZ IM	554	854	8,76	8,09	6,72	4,37	4,13	3,77
Granitfiandre	Włochy	GRF IM	257	397	17,04	14,11	10,50	7,41	6,24	5,14
Qualceram Shires	Irlandia	QLC LN	20	31	7,91	8,82	8,74	8,90	10,31	9,37
Polcolorit	Polska	PLT PW	4	14	-	10,66	5,49	6,61	5,20	4,67
Mediana					12,08	9,89	7,73	8,16	7,34	5,95
Ceramika Nowa Gala	Polska	CNG PW	71	110	17,42	11,31	9,92	9,46	6,73	6,25
Premia/(dy skonto) w wycenie rynkowej spółki					44,2%	14,4%	28,3%	16,0%	-8,3%	5,1%
Implikowana wartość 1 akcji (zł)					3,10	3,91	3,48	3,67	4,97	4,17

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP SA



Telefony kontaktowe

Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowegoprzemysł drzewny, papierniczy, oponiarski, lekki
produkcja i dystrybucja farmaceutykówHanna Kędzióra
(022) 521 79 43
hanna.kedziora@pkobp.pl

budownictwo i nieruchomości, hotele, informatyka

Michał Sztabler
(022) 521 79 13
michal.sztabler@pkobp.pl

przemysł paliwowy, chemia, energetyka

Ludomir Zalewski
(022) 521 79 17
ludomir.zalewski@pkobp.pl

przemysł metalowy, spożywczy, inne

Marcin Sójka
(022) 521 79 31
marcin.sojka@pkobp.pl

telekomunikacja, media

Michał Janik
doradca inwestycyjny
(022) 521 79 41
michal.janik@pkobp.pl

inne

Rafał Fabiszewski
(022) 521 87 23
rafal.fabiszewski@pkobp.pl

e-commerce, analiza techniczna

Przemysław Smoliński
(022) 521 79 10
przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl**Wydział Klientów Instytucjonalnych**Krzysztof Kasiński (0-22) 521 82 10
krzysztof.kasinski@pkobp.plArtur Szymecki (0-22) 521 82 14
artur.szymecki@pkobp.plPiotr Dedecjus (0-22) 521 91 39
piotr.dedecjus@pkobp.plKatarzyna Patora-Kopec (0-22) 521 79 96
katarzyna.patora-kopec@pkobp.plPiotr Gawron (0-22) 521 91 50
piotr.gawron@pkobp.plLeszek Iwaniec (0-22) 521 82 13
leszek.iwaniec@pkobp.plDariusz Andrzejak (0-22) 521 91 39
dariusz.andrzejak@pkobp.pl**Objaśnienie używanej terminologii fachowej**

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.