

Nowa Gala

kupuj

branża materiałów budowlanych

poprzednia rekomendacja: neutralnie

Cena: 3.23

Cena docelowa: 3.97

Wzrost sprzedaży na rynku krajowym

Ceramika Nowa Gala podała dobre wyniki finansowe za III kw. 2009 roku, które na poziomie zysków okazały się nieco wyższe niż oczekiwania rynkowe. Sezonowe ożywienie na rynku płytek pozwoliło spółce zwiększyć wykorzystanie mocy produkcyjnych i umożliwiło poprawę osiąganych marż. Drugi kwartał z rzędu spółka odnotowała wzrost sprzedaży r/r na rynku krajowym. Sprzyja temu zdecydowane ograniczenie importu konkurencyjnych płytek włoskich i hiszpańskich. Zaistniałą sytuację Ceramika Nowa Gala zamierza wykorzystać wprowadzając nowe kolekcje płytek. Dodatkowo, spółka w dalszym ciągu skupuje akcje własne i analizuje potencjalne nowe inwestycje. Wobec powyższego podwyższamy rekomendację dla Ceramiki Nowa Gala do kupuj.



Dobry kwartał

Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala wyniosły w III kw. 2009 roku 50.7 mln PLN i były o 8.9% niższe w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego. W analizowanym okresie spółka wypracowała 6.8 mln PLN zysku operacyjnego (-24% r/r) oraz 5 mln PLN zysku netto, czyli o 30.9% mniej niż rok wcześniej. Wyniki te były o 5-15% wyższe od oczekiwań rynkowych.

Możliwe nowe inwestycje

Ceramika Nowa Gala cały czas analizuje nowe projekty inwestycyjne zarówno dotyczące segmentu płytek ceramicznych, jak i segmentów pokrewnych. Podjęcie decyzji o nowej inwestycji w najbliższych latach uprawdopodobniają nie tylko niższe wyceny rynkowe, ale również niskie zadłużenie spółki oraz blisko 4.3 mln PLN skupionych dotychczas akcji własnych.

Wycena i rekomendacja

Od naszej ostatniej rekomendacji kurs akcji spółki nie uległ większym zmianom. Przy naszej prognozie wyników finansowych na najbliższe lata spółka notowana jest ze sporym dyskontem w stosunku do swoich polskich i zagranicznych odpowiedników. Uważamy je za nieuzasadnione, tym bardziej, gdyż spółka dobrze radzi sobie w czasie kryzysu i planuje nowe inwestycje. Podwyższamy rekomendację dla Ceramiki Nowa Gala do kupuj, a cenę docelową do 3.97 PLN za akcję.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	3.65 / 1.95
Liczba akcji (mln)	57.0
Kapitalizacja (mln PLN)	184
EV (mln PLN)	264
Free float (mln PLN)	78
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	0.6
Główny akcjonariusz	Waldemar Piotrowski
% akcji, % głosów	18.95/18.95
Akcjonariusz powiązany*	Millennium TFI
% akcji, % głosów	9.98/9.98
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	-5.0 -4.7 19.2
Zmiana rel. WIG (%)	-6.9 -9.1 -27.2

* 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 (%)
2007	141.0	20.8	34.4	16.4	14.6	0.26	0.49	3.4	12.6	0.96	12.7	7.7	7.6
2008	192.0	28.0	47.1	24.4	21.0	0.37	0.70	3.5	8.8	0.93	9.4	5.6	10.6
2009p	173.4	17.9	36.1	14.7	12.8	0.23	0.54	3.5	14.3	0.91	14.8	7.3	6.4
2010p	169.1	19.2	36.3	15.6	13.1	0.23	0.53	3.6	14.1	0.91	13.8	7.3	6.5
2011p	179.4	22.1	38.3	19.2	16.1	0.28	0.57	3.8	11.4	0.84	11.9	6.9	7.4

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; * wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej Ceramiki Nowa Gala na poziomie 3.23 PLN za akcję

Skonsolidowane wyniki Ceramiki Nowa Gala za III kwartał 2009 roku

mln PLN	III kwartał 2009	III kwartał 2008	zmiana I-III kw. 2009	I-III kw. 2008	zmiana
Przychody	50.7	55.7	-8.9%	133.6	-12.2%
Wynik brutto na sprzedaży	14.2	17.4	-18.8%	36.8	-25.3%
EBITDA	11.4	13.6	-15.9%	27.3	-28.5%
EBIT	6.8	8.9	-24.0%	13.8	-42.6%
Zysk netto	5.0	7.2	-30.9%	9.8	-42.3%
Marże					
Marża brutto na sprzedaży	27.9%	31.3%	27.6%	32.4%	
Marża EBITDA	22.5%	24.4%	20.5%	25.1%	
Marża EBIT	13.4%	16.1%	10.3%	15.8%	
Marża netto	9.8%	12.9%	7.4%	11.2%	

Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

Wyniki III kwartału

Przychody w III kwartale

Przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala spadły w III kw. 2009 roku o 8.9% r/r do poziomu 50.7 mln PLN (nasze oczekiwania wynosiły 50.6 mln PLN, a rynkowe - 51.4 mln PLN). Główną przyczyną spadku przychodów jest przede wszystkim zmniejszenie o 55.2% sprzedaży eksportowej. Spadek byłby jeszcze większy, gdyby nie pozytywny wpływ osłabienia złotego w stosunku do głównych walut eksportowych.

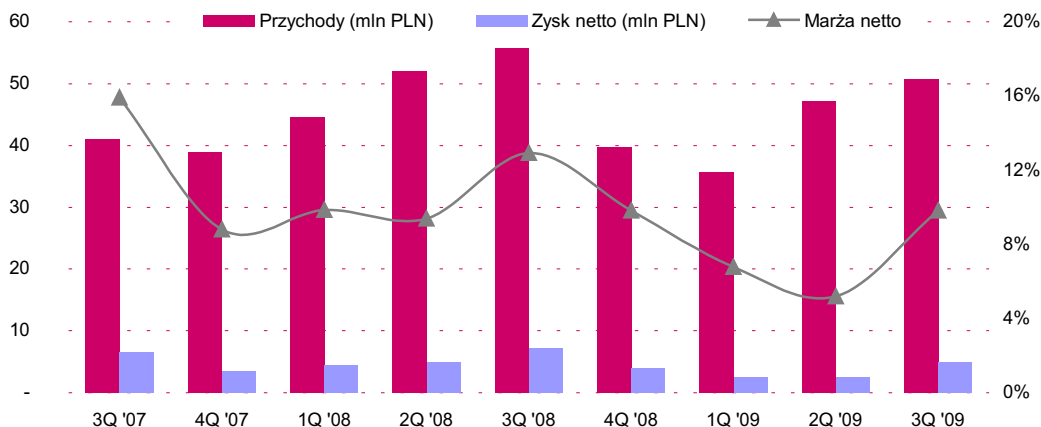
Wyższa sprzedaż na rynku krajowym

Ceramika Nowa Gala odnotowała w III kw. 2009 roku wzrost o 5.4% r/r przychodów ze sprzedaży na rynku krajowym do poziomu 44.8 mln PLN. O ile spadek popytu na płytki spółki wystąpił w sieciach DIY (-4% r/r), to w przypadku kanału tradycyjnego (hurtownie i salony budowlane) Ceramika Nowa Gala odnotowała zwiększenie sprzedaży o 2% r/r, a w przypadku kanału inwestycyjnego (obiekty komercyjne) - o 9% r/r. W przyszłym roku spółka zamierza wejść do sieci DIY (Castorama i Leroy Merlin) z marką Nowa Gala, która dotychczas nie była tam dostępna.

Ciągle słaba sprzedaż eksportowa

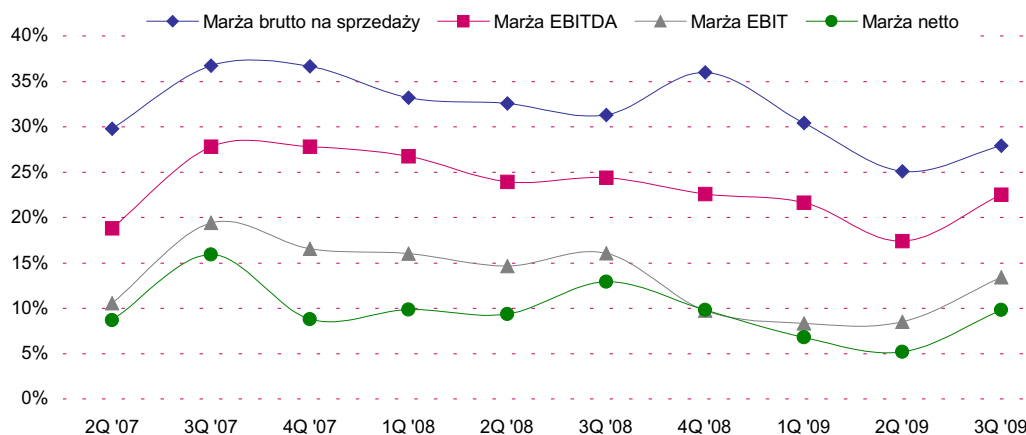
III kwartał nie przyniósł poprawy sprzedaży na rynkach eksportowych. W dalszym ciągu pozostaje ona na niskim i niezadowalającym dla Ceramiki Nowa Gala poziomie. Przychody ze sprzedaży płytek na rynki

Wyniki finansowe Ceramiki Nowa Gala



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

Wysokość marż Ceramiki Nowa Gala



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

zagraniczne spadły w analizowanym okresie aż o 55.2% r/r do poziomu 5.9 mln PLN. Obecnie ok. 38% sprzedaży eksportowej jest realizowane w USD, a 62% w EUR. W wyniku osłabienia złotego r/r nastąpił z kolei wzrost rentowności sprzedaży eksportowej o 4.8 p.p. r/r do poziomu 29.6%. Pomimo tego rentowność sprzedaży eksportowej była o 1.9 p.p. niższa od rentowności sprzedaży na rynku krajowym.

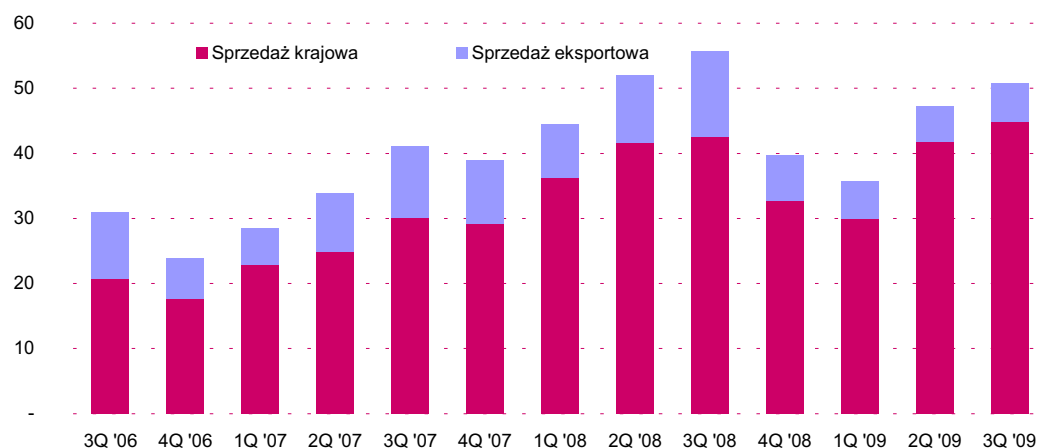
Spadek marż r/r, wzrost kw./kw.

Ceramika Nowa Gala odnotowała w III kw. 2009 roku spadek marż na każdym poziomie rachunku zysków i strat w stosunku rocznym, ale wzrost w stosunku kwartalnym. Marża brutto na sprzedaży spadła w III kwartale br. o 3.4 p.p. r/r (+2.8 p.p. kw./kw.) do poziomu 27.9%, marża operacyjna - o 2.7 p.p. r/r (+4.9 p.p. kw./kw.) do poziomu 13.4%, natomiast marża netto zmniejszyła się do poziomu 9.8% (-3.1 p.p. r/r), ale wzrosła o 4.6 p.p. kw./kw. Spadek marż w stosunku rocznym wynika przede wszystkim z niekorzystnej zmiany struktury sprzedawanych płytek w kierunku produktów tańszych (o niższych marżach) oraz wzrostu cen importowanych surowców. Natomiast wzrost w stosunku do II kwartału br. to efekt zdecydowanie większego wykorzystania mocy produkcyjnych (efekt sezonowego wzrostu popytu na płytki).

Stabilny cash flow operacyjny

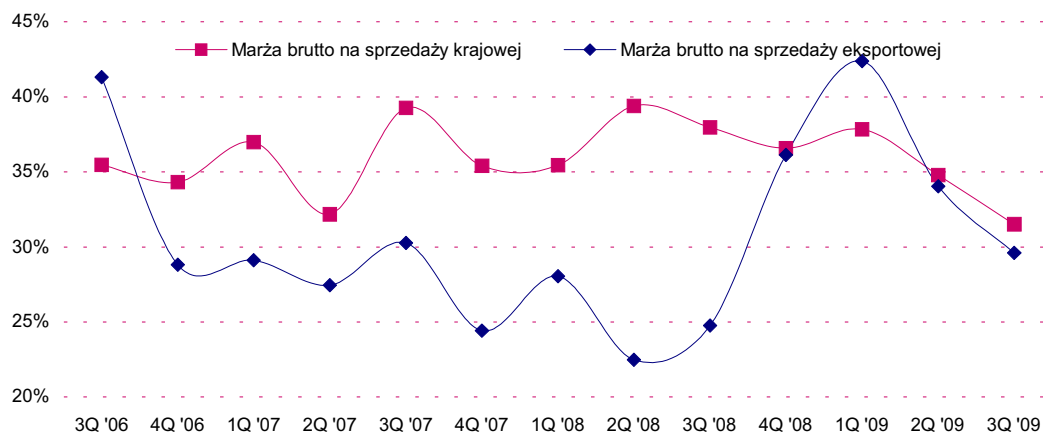
Pomimo znacznego spadku zysków, przepływy pieniężne Ceramiki Nowa Gala z działalności operacyjnej utrzymują się na stabilnym poziomie. W III kw. 2009 roku cash flow operacyjny spadł co prawda o 53.1% r/r do poziomu 5.3 mln PLN, jednak narastająco, za trzy kwartały br. spadek ten wyniósł 35.3%. Wynik ten świadczy

Struktura sprzedaży Ceramiki Nowa Gala kwartalnie



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

Struktura marży brutto na sprzedaży Ceramiki Nowa Gala



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

o tym, iż pomimo kryzysu gospodarczego spółka bardzo dobrze radzi sobie z wypracowywaniem środków pieniężnych na swojej podstawowej działalności.

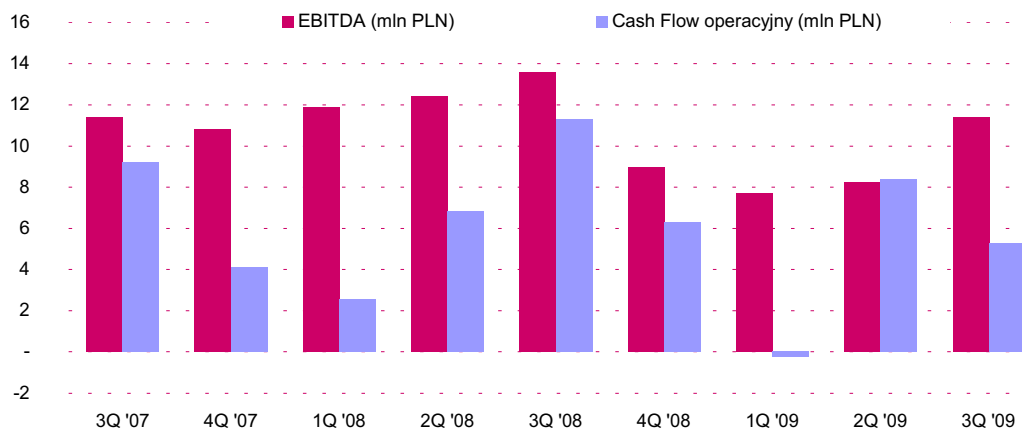
Bezpieczny poziom zadłużenia

Na koniec III kw. 2009 roku zadłużenie netto Ceramiki Nowa Gala wyniosło 82.2 mln PLN, po spadku o ok. 1.8 mln PLN kw./kw. Przy zysku operacyjnym powiększonym o amortyzację za ostatnie 4 kwartały w wysokości 36.3 mln PLN, daje to wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 2.3. Przy prognozowanym przez nas EBITDA na rok bieżący na poziomie 36.1, wskaźnik ten pozostaje na zbliżonym poziomie. Zadłużenie Ceramiki Nowa Gala jest więc na bezpiecznym poziomie.

Programy skupu akcji własnych

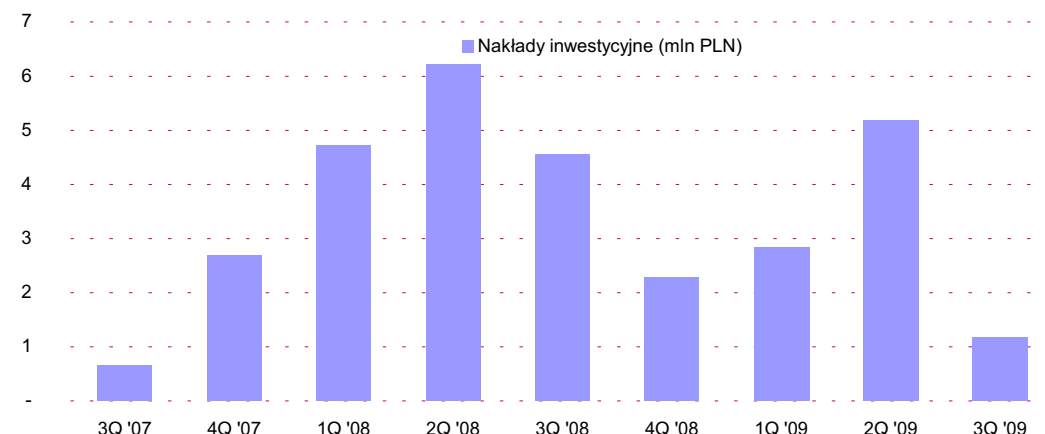
Ceramika Nowa Gala zakończyła w I kw. 2009 roku pierwszy program skupu akcji własnych, w wyniku którego nabyła 1.5 mln walorów za łączną kwotę 5.1 mln PLN, czyli 78.2% planowanej wcześniej kwoty, która decyzją WZA wynosiła 6.5 mln PLN. Średni jednostkowy koszt zakupu akcji wyniósł 3.39 PLN. Spółka kontynuuje skup akcji własnych w ramach drugiego programu. Do tej pory Ceramika Nowa Gala nabyła już łącznie w ramach dwóch programów blisko 4.3 mln akcji własnych, które stanowią 7.47% wszystkich akcji spółki.

EBITDA vs. cash flow operacyjny CNG kwartalnie



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

Nakłady inwestycyjne Ceramiki Nowa Gala kwartalnie



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

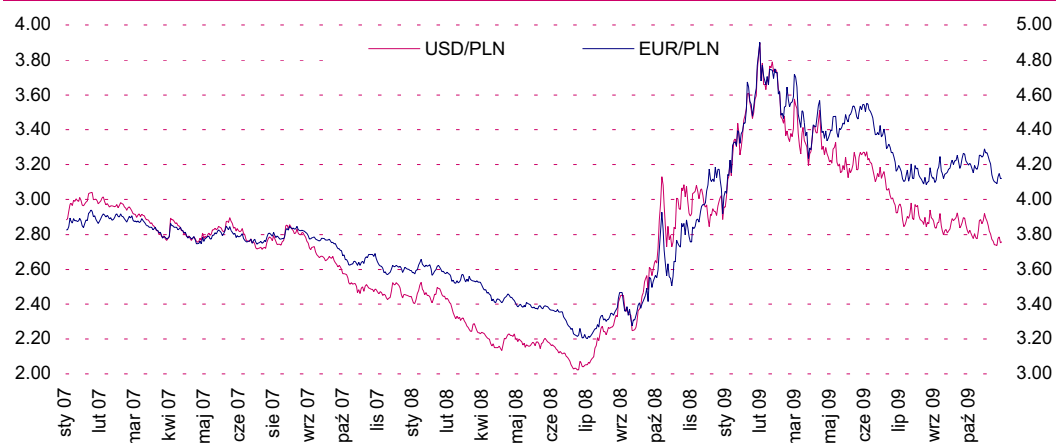
Możliwe nowe inwestycje

Ceramika Nowa Gala cały czas analizuje nowe projekty inwestycyjne zarówno dotyczące segmentu płytek ceramicznych, jak i segmentów pokrewnych. Podjęcie decyzji o nowej inwestycji w najbliższych latach uprawdopodobniają nie tylko niższe wyceny rynkowe, ale również niskie zadłużenie spółki oraz blisko 4.3 mln PLN skupionych dotychczas akcji własnych.

Przyjęte założenia

W naszym modelu założyliśmy, iż przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala spadną w 2009 roku łącznie o 9.7% do poziomu 173.4 mln PLN, a w roku następnym spadną o 2.5% do poziomu 169.1 mln PLN. W 2009 roku przewidujemy spadek wolumenu sprzedaży Ceramiki Nowa Gala o 10% oraz spadek średnioważonej ceny płytek o 3% w stosunku do roku 2008. Łączne oszczędności spółki z tytułu redukcji kosztów szacujemy na 5-6 mln PLN.

Kurs USD/PLN i EUR/PLN w latach 2007-2009



Źródło: Narodowy Bank Polski, 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 245 mln PLN, czyli 4.29 PLN na akcję. Z kolei w oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy Ceramikę Nowa Gala na 210 mln PLN (3.68 PLN na akcję), a do spółek polskich z branży płytek ceramicznych na 205 mln PLN (3.60 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	245	4.29
Wycena porównawcza do polskich spółek	205	3.60
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	210	3.68
Wycena spółki Ceramika Nowa Gala	226	3.97

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Do wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- spadek wolumenu sprzedaży płytek Ceramiki Nowa Gala o 10% w 2009 roku oraz wzrost o 4% w roku 2010,
- utrzymanie poziomu wynagrodzeń w 2009 roku na poziomie roku 2008,
- wzrost cen gazu o 7% w 2009 roku i jego spadek o 4% w roku następnym oraz wzrost cen energii elektrycznej o 25% w 2009 roku i 10% w następnym roku,
- spadek średniorocznego kursu EUR/PLN z 4.3 w 2009 roku do 4.0 w roku 2010 oraz kursu USD/PLN z 3.2 w 2009 roku do 2.8 w roku 2010,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2018 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 2009-2018. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy posłużymy 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)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	<2018
Sprzedaż	173.4	169.1	179.4	193.8	206.9	218.7	230.5	241.3	247.4	252.4	
Stopa podatkowa (T)	13%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	19%	19%	
EBIT (1-T)	15.7	16.1	18.6	19.7	21.2	23.7	26.6	29.1	28.8	29.2	
Amortyzacja	18.2	17.1	16.2	15.4	15.1	15.2	15.2	15.3	15.3	15.3	
Inwestycje	-9.2	-8.2	-10.2	-10.2	-16.0	-15.7	-15.7	-15.8	-15.8	-15.8	
Zmiana kap.obrotowego	7.3	3.5	-5.1	-8.4	-7.4	-6.0	-5.7	-5.4	-3.3	-2.7	
FCF	32.0	28.5	19.4	16.6	13.0	17.2	20.4	23.3	25.0	26.0	380
Zmiana FCF		-10.9%	-31.9%	-14.5%	-22.0%	32.6%	18.9%	14.0%	7.5%	3.7%	2.0%
Dług/Kapitał	29.1%	26.4%	22.3%	22.2%	22.1%	21.9%	21.7%	21.5%	21.5%	21.5%	20.0%
Stopa wolna od ryzyka	4.3%	4.9%	5.2%	5.6%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%	6.2%	6.2%	5.0%
Premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt długu	4.6%	5.0%	5.2%	5.5%	5.7%	5.8%	5.9%	5.9%	5.8%	5.9%	4.9%
Koszt kapitału	9.3%	9.9%	10.2%	10.6%	10.8%	10.9%	11.0%	11.1%	11.2%	11.2%	10.0%
WACC	7.9%	8.6%	9.1%	9.5%	9.7%	9.8%	9.9%	10.0%	10.0%	10.1%	9.0%
PV (FCF)	31.8	26.1	16.2	12.6	8.9	10.7	11.5	11.9	11.6	10.9	158.9
Wartość DCF (mln PLN)	311.1	w tym wartość rezydualna				159					
(Dług) Gotówka netto	-80.1										
Akcje własne	13.8										
Wycena DCF (mln PLN)	244.9										
Liczba akcji (mln)	57.0										
Wycena 1 akcji (PLN)	4.29										

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 _r rezydualna	4.0%	3.88	4.25	4.74	5.42	6.45	8.15	11.55
	4.5%	3.75	4.07	4.50	5.08	5.92	7.24	9.61
	5.0%	3.63	3.92	4.29	4.79	5.49	6.54	8.30
	5.5%	3.52	3.78	4.11	4.55	5.14	6.00	7.35
	6.0%	3.42	3.66	3.96	4.34	4.84	5.56	6.64

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		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
PANARIAGROUP INDUSTRIE	PAN	Włochy	9.8	6.8	5.2	999.0	20.2	10.9		29.7	10.6
URALITA SA	URA	Hiszpania	8.3	7.7	6.7	16.5	13.8	11.1	34.9	26.5	20.0
MASCO CORP	MAS	USA	13.1	10.0	7.5	20.6	13.0	9.6	123.8	29.1	17.1
ZEHNDER GROUP AG-BR	ZEH	Szwajcaria	6.6	7.4	6.7	10.0	12.1	10.5	14.4	16.6	14.4
GEBERIT AG-REG	GEBN	Szwajcaria	11.4	12.0	11.3	13.4	14.2	13.3	18.0	17.2	16.1
LECICO EGYPT SAE	LCSW	Egipt	4.5	4.8	4.3	6.2	7.0	6.4	7.0	7.8	6.7
EL EZZ CERAMICS & PORCEL	ECAP	Egipt	7.5	5.5	5.2	11.9	8.6	7.9	53.5	16.2	12.6
IMERYSA	NK	Francja	10.2	8.4	7.4	20.0	13.5	11.3	21.7	14.1	11.3
GRANITIFIANDRE SPA	GRF	Włochy	7.6	5.9	4.5	18.4	10.6	6.7	30.4	14.1	8.4
CERAMIC INDUSTRIES LIMITE	CRM	RPA	9.8	8.4	7.1	9.9	8.3	6.8	13.8	11.4	9.5
Mediana			9.0	7.6	6.7	14.9	12.6	10.1	21.7	16.4	12.0
Dług netto											
Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	80.1	36.1	36.3	38.3	17.9	19.2	22.1	12.8	13.1	16.1	
Akcje własne			13.8								
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
		261	208	190	201	176	157	279	214	193	
Wagi			40%			30%			30%		
Wycena						210					
Wycena na 1 akcję						3.68					

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		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
DECORA SA	DCR	Polska	7.4	6.8	6.2	9.3	8.6	7.8	10.2	9.3	8.0
MERCOR SA	MCR	Polska	10.3	11.3	11.1	13.0	14.8	14.4	14.7	16.8	14.8
CERSANIT-KRASNYSTAW	CST	Polska	11.5	10.2	8.8	19.0	16.8	13.6		23.7	16.4
LENA LIGHTING SA	LEN	Polska	8.6	5.9	5.2	16.0	8.9	7.4	50.9	9.5	7.8
Mediana			9.4	8.5	7.5	14.5	11.8	10.7	14.7	13.2	11.4
Dług netto											
Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	80.1	36.1	36.3	38.3	17.9	19.2	22.1	12.8	13.1	16.1	
Akcje własne			13.8								
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
		274	244	221	193	161	170	189	172	184	
Wagi			40%			30%			30%		
Wycena						205					
Wycena na 1 akcję						3.60					

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wyniki finansowe

Rachunek wyników (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
przychody netto	141.0	192.0	173.4	169.1	179.4	193.8
koszty wytworzenia	93.5	128.8	124.1	119.4	125.0	135.4
zysk brutto na sprzedaży	47.5	63.2	49.3	49.6	54.4	58.4
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	25.2	34.0	31.3	30.4	32.3	34.9
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1.5	-1.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
EBITDA	34.4	47.1	36.1	36.3	38.3	38.9
EBIT	20.8	28.0	17.9	19.2	22.1	23.5
saldo finansowe	-4.3	-3.6	-3.2	-3.6	-2.9	-2.6
zysk przed opodatkowaniem	16.4	24.4	14.7	15.6	19.2	20.9
podatek dochodowy	1.9	3.4	1.8	2.5	3.1	3.3
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	14.6	21.0	12.8	13.1	16.1	17.5
EPS	0.3	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3

Bilans (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
aktywa trwałe	192.3	191.6	182.8	174.1	168.3	163.3
wartości niematerialne i prawne	30.3	28.4	28.6	28.8	29.0	29.2
rzeczowe aktywa trwałe	152.7	152.7	143.5	134.4	128.3	122.8
inwestycje długoterminowe	9.3	10.4	10.7	10.9	11.1	11.3
aktywa obrotowe	108.0	133.2	142.0	141.3	154.3	162.4
zapasy	56.4	74.9	72.0	69.3	72.5	78.5
należności	43.9	50.0	47.5	46.3	49.2	53.1
inwestycje krótkoterminowe	7.0	7.6	21.8	24.9	31.8	30.0
rozliczenia międzyokresowe	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
aktywa razem	300.3	324.8	324.8	315.4	322.6	325.8
kapitał własny	192.0	199.0	201.9	202.8	218.9	220.3
zobowiązania i rezerwy	108.3	125.8	122.9	112.6	103.7	105.5
zobowiązania długoterminowe	39.6	53.5	48.5	38.5	28.5	28.5
zobowiązania krótkoterminowe	53.4	56.5	58.2	57.6	58.4	59.8
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
rezerwy na zobowiązania	15.2	15.9	16.2	16.5	16.8	17.2
pasywa razem	300.3	324.8	324.8	315.4	322.6	325.8
BVPS	3.4	3.5	3.5	3.6	3.8	3.9

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Cash flow (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
wynik netto	14.6	21.0	12.8	13.1	16.1	17.5
amortyzacja	13.6	19.1	18.2	17.1	16.2	15.4
zmiana kapitału obrotowego	-8.0	-20.2	7.3	3.5	-5.1	-8.4
gotówka z działalności operacyjnej	21.7	26.9	42.8	37.3	30.1	27.2
inwestycje (capex)	-5.7	-17.7	-9.2	-8.2	-10.2	-10.2
gotówka z działalności inwestycyjnej	-59.1	-17.5	-9.3	-8.3	-10.3	-10.3
wypłata dywidendy	0.0	-5.7	0.0	0.0	0.0	-16.1
emisja akcji	59.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-18.1	10.5	-5.0	-10.0	-10.0	0.0
odsetki	-3.0	-5.5	-4.4	-3.6	-2.9	-2.6
gotówka z działalności finansowej	38.0	-8.9	-19.3	-25.8	-12.9	-18.8
zmiana gotówki netto	0.7	0.5	14.2	3.2	6.9	-1.8
DPS	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.3
CEPS	0.5	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
FCFPS	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0

Wskaźniki (%)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
zmiana sprzedaży	38.93	36.13	-9.66	-2.53	6.14	8.01
zmiana EBITDA	32.27	36.93	-23.31	0.49	5.47	1.65
zmiana EBIT	37.99	34.76	-36.04	7.27	15.21	6.07
zmiana zysku netto	50.05	44.32	-38.92	1.93	23.32	8.54
marża EBITDA	24.40	24.54	20.83	21.48	21.34	20.09
marża EBIT	14.74	14.59	10.33	11.37	12.34	12.12
marża netto	10.33	10.95	7.41	7.74	9.00	9.04
sprzedaż/aktywa (x)	46.97	59.10	53.40	53.60	55.62	59.49
dług / kapitał (x)	28.31	30.59	29.06	26.39	22.26	22.15
odsetki / EBIT	14.56	19.47	24.69	18.91	13.20	11.18
stopa podatkowa	11.39	13.92	12.57	16.00	16.00	16.00
ROE	7.59	10.57	6.36	6.46	7.38	7.96
ROA	4.85	6.47	3.95	4.15	5.00	5.38
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-68.8	-80.1	-60.9	-47.7	-30.9	-32.7

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

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

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

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

Analityk
branża budowlana i deweloperzy

Sprzedż

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.przytuła@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@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

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
Nowa Gala	Neutralnie	18 wrz 09	3.27	3.50
Nowa Gala	Kupuj	26 maj 09	2.50	3.21
Nowa Gala	Kupuj	3 mar 09	1.95	3.09
Nowa Gala	Kupuj	9 gru 08	2.60	3.50

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2009 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	4	11%
Akumuluj	9	24%
Neutralnie	13	35%
Redukuj	7	19%
Sprzedaj	4	11%

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	4	15%
Akumuluj	7	27%
Neutralnie	6	23%
Redukuj	7	27%
Sprzedaj	2	8%

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

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%
Rekomendacja wydawana przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązuje 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 rekomendacje, 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. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. 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 niefortunne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. 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.