



Beskidzki Dom Maklerski S.A.

CERAMIKA NOWA GALA

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 3,50 PLN

03 GRUDNIA 2009

Wyniki Ceramiki Nowej Gali za 3Q'09 były lepsze konsensusu rynkowego a także od naszych oczekiwań dotyczących tego kwartału. Przychody ze sprzedaży wyniosły 50,7 mln PLN (-8,9% r/r). Drugi kwartał z rzędu spółce udało się odnotować wzrost przychodów w ujęciu r/r na rynku krajowym. Nadal dramatycznie wygląda spadek eksportu (-55,2% r/r w 3Q'09 i -46,2% r/r w okresie 1-3Q'09). Sporego spadku eksportu spodziewamy się jeszcze także w 4Q'09. Efekt niskiej bazy zacznie mieć wpływ na wyniki w zasadzie dopiero od grudnia. Rentowność brutto ze sprzedaży wyniosła w 3Q'09 27,9% (27,6% w 1-3Q'09). W związku z większym wykorzystaniem mocy produkcyjnych spółka odnotowała na tym polu poprawę w stosunku do wyjątkowo słabego 2Q'09. Zysk operacyjny w 3Q'09 ukształtował się na poziomie 6,8 mln PLN (-24,0% r/r) a zysk netto wyniósł 5,0 mln PLN (-30,9% r/r). Konsensus rynkowy wynosił 51,4 mln PLN przychodów, 6,5 mln PLN EBIT oraz 4,4 mln PLN zysku netto (oczekiwaliśmy odpowiednio 51,8/5,9/3,5 mln PLN). W całym okresie 1-3Q'09 Nowa Gala wypracowała 133,6 mln PLN sprzedaży (-12,2%), 13,8 mln PLN zysku operacyjnego (-42,6% r/r) oraz 9,8 mln PLN zysku netto (-42,3% r/r). Spadek rentowności jest w głównej mierze pochodną spadku wykorzystania mocy produkcyjnych (spore koszty stałe).

Biorąc pod uwagę wyniki za 1-3Q'09 zdecydowaliśmy się skorygować nieznacznie prognozy wyników na cały rok. Zakładamy, że przychody ze sprzedaży w 2009 roku wyniosą 172,1 mln PLN (+0,2% w stosunku do poprzedniej wersji). Spodziewamy się, że EBIT osiągnie 17,2 mln PLN (korekta o -6,4%, wynika to głównie ze słabego 2Q'09) a zysk netto 11,4 mln PLN (korekta o +2,3%). Biorąc pod uwagę poprawę oczekiwań na przestrzeni ostatnich 6 miesięcy co do sytuacji makroekonomicznej w 2010 roku podnosimy dość nieznacznie nasze prognozy na przyszły rok. Spodziewamy się przychodów ze sprzedaży na poziomie 178,4 mln PLN (korekta o +3,7% r/r), zysku EBIT w kwocie 20,7 mln PLN (korekta o +7,5%) oraz zysku netto na poziomie 13,7 mln PLN (korekta o +10,5%). Biorąc pod uwagę wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych oraz efekty przeprowadzonych cięć kosztów na przestrzeni 2009 roku, zakładamy wzrost rentowności brutto ze sprzedaży do 29,6% (z 27,8% w 2009 roku) oraz rentowności EBIT do 11,6% (z 10,0%). Korzystnym czynnikiem w segmencie premium jest nadal utrzymująca się słabość kursu EUR/PLN, natomiast w segmencie płytek ekonomicznych spodziewamy się utrzymania presji cenowej ze strony krajowej konkurencji.

Wartość godziwą 1 akcji Ceramiki Nowej Gali ustaliliśmy na poziomie 3,50 PLN. Przy zastosowaniu wyceny DCF uzyskaliśmy wartość 3,31 PLN za akcję. Analiza porównawcza dała wartość 3,70 PLN za akcję. Biorąc pod uwagę wyniki naszej wyceny, która jest o około 14% wyższa od aktualnej ceny rynkowej, podtrzymujemy naszą rekomendację AKUMULUJ oraz podwyższamy cenę docelową z 2,77 PLN do poziomu 3,50 PLN. Podwyższenie wyceny w stosunku do poprzedniego raportu wynika głównie ze wzrostów kursów akcji porównywanych spółek oraz podwyższenie prognoz dla CNG na kolejne lata.

Wycena DCF [PLN]	3,31
Wycena porównawcza [PLN]	3,70
Wycena końcowa [PLN]	3,50
Potencjał do wzrostu / spadku	14,1%
Koszt kapitału	11,2%
Cena rynkowa [PLN]	3,07
Kapitalizacja [mln PLN]	175,1
Ilość akcji [mln. szt.]	57,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	2,91
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,95
Stopa zwrotu za 3 mc	3,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	16,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	57,4%
Struktura akcjonariatu:	
Piotrowski Waldemar	18,9%
Millennium TFI	10,0%
AS Hansabank	9,2%
Jupiter NFI	6,7%
Ceramika Nowa Gala	7,6%
AIG OFE	5,3%
Pozostali	42,3%

Krzysztof Pado

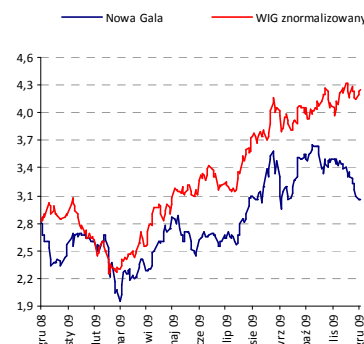
pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Beskidzki Dom Maklerski S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody [mln PLN]	141,0	192,0	172,1	178,4	192,2	209,0
EBITDA [mln PLN]	34,4	47,1	35,6	38,5	42,8	46,9
EBIT [mln PLN]	20,8	28,0	17,2	20,7	25,7	30,1
Zysk netto [mln PLN]	14,6	21,0	11,4	13,7	18,4	22,6
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
P/E	12,0	8,3	15,4	12,8	9,5	7,7
EV/EBITDA	7,1	5,4	7,1	6,1	5,1	4,5
EV/EBIT	11,7	9,1	14,6	11,4	8,5	7,0



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Ceramika Nowa Gala opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Otrzymaliśmy zbliżone wyniki. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2009 – 2011 dała wartość 1 akcji na poziomie 3,70 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2010-2019 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 3,31 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 3,50 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	50%	3,31
Wycena metodą porównawczą	50%	3,70
Wycena 1 akcji Ceramiki Nowej Gali [PLN]		3,50

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

3Q'09 przyniósł drugi z rzędu kwartał wzrostu sprzedaży na rynku krajowym, który generuje obecnie 88% przychodów spółki (w segmencie premium, gdzie spółka jest tradycyjnie silna, pomógł m.in. kurs EUR/PLN, który skutecznie ograniczył atrakcyjność importowanych płytek). Wyższe wykorzystanie mocy produkcyjnych pozwoliło spółce na poprawę rentowności brutto ze sprzedaży w porównaniu z wyjątkowo słabym 2Q'09 (27,9% wobec 25,1%), jednak do poziomów notowanych w latach 2007-08 (33-34%) jeszcze sporo brakuje.

Mimo nieznacznego podwyższenia prognoz na rok 2010, nie spodziewamy się mocnego wzrostu popytu na rynku płytek ceramicznych w przyszłym roku, ze względu na zauważalne wstrzymanie nowych inwestycji w budownictwie kubaturowym. Uważamy, jednak że akcje spółki, mimo wzrostu od naszej ostatniej rekomendacji o 26% (od 27.05.2009), na tle grupy porównawczej nadal są stosunkowo atrakcyjne. Ostatni spadek kursu akcji o ponad 16% na przestrzeni prawie 2 miesięcy zalecamy wykorzystać do akumulowania papierów Ceramiki Nowej Gali. Cenę docelową podnosimy z 2,77 PLN do 3,50 PLN i utrzymujemy rekomendację AKUMULUJ. P/E'10 przy obecnej cenie rynkowej i naszych prognozach wynosi obecnie 12,8x, natomiast EV/EBITDA'10=6,1x.

Spółka kontynuuje skup akcji własnych. Dotychczas (wg stanu na 1.12.2009) skupiono 4,3 mln akcji (dają one 7,6% udział w akcjonariacie) za 12,4 mln PLN (obecna wartość rynkowa akcji wynosi 13,3 mln PLN). Docelowo mogłoby być one przeznaczone na sfinansowanie akwizycji, jednak zarząd spółki żadnych konkretnych planów w tym zakresie dotychczas nie przedstawił.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (6,18%, w poprzednim modelu było to 6,27%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika $\beta = 1,0$.

Główne założenia modelu:

- Skorygowaliśmy nasze prognozy przychodów na 2009 i 2010 rok odpowiednio do 172,1 mln PLN (poprzednio 171,7 mln PLN) oraz 178,4 mln PLN (172,1 mln PLN)
- Obniżyliśmy szacowaną przez nas rentowność EBIT w 2009 roku do 10,0% (z 10,7%) oraz podwyższyliśmy jej poziom w 2010 roku do 11,6% (z 11,2%). W późniejszym okresie zakładamy jej wzrost do >14% (m.in. skutek wyższej sprzedaży i mniejszego udziału amortyzacji w kosztach rodzajowych).
- W modelu DCF przyjęliśmy teoretyczną stopę podatkową przez cały okres prognozy na poziomie 19%. W rachunku zysków i strat uwzględniamy natomiast, że efektywna stopa podatkowa spółki jest niższa ze względu na inwestycje w SSE (do obliczeń przyjęto stopę w wysokości 16%).
- Zakładamy, że w kolejnych 3 latach spółka zredukuje wskaźnik rotacji zapasów w dniach (liczony w stosunku do poziomu sprzedaży) ze 165 w 2009 roku do 140 w 2012 roku (poziom zbliżony do 2008 roku).
- Przewidujemy regularną wypłatę przez spółkę dywidendy (alternatywnie dystrybucję gotówki w ramach buy-backu) w każdym roku naszej szczegółowej prognozy na poziomie co najmniej 50% skonsolidowanego zysku netto. Zakładamy także spłatę wszystkich zobowiązań oprocentowanych spółki do końca naszej szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym przyjęliśmy na poziomie 2,0%.
- Wycena nie uwzględnia skutków ewentualnych kolejnych przejęć spółek z branży.

Ponadto zakładamy:

- Do obliczeń przyjęliśmy 57,0 mln akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 3 grudnia 2009 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 188,6 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 3,31 PLN.

Model DCF

	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	178,4	192,2	209,0	223,4	234,4	242,5	248,5	254,1	259,2	264,3
EBIT [mln PLN]	20,7	25,7	30,1	32,2	34,1	35,8	36,6	37,3	38,0	38,7
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,9	4,9	5,7	6,1	6,5	6,8	7,0	7,1	7,2	7,4
NOPLAT [mln PLN]	16,7	20,8	24,4	26,1	27,6	29,0	29,7	30,2	30,8	31,4
Amortyzacja [mln PLN]	17,8	17,0	16,8	17,0	16,5	16,0	16,2	16,3	16,4	16,5
CAPEX [mln PLN]	-9,1	-11,4	-14,6	-17,1	-17,8	-16,9	-16,8	-16,6	-16,6	-16,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,2	-1,5	-7,3	-8,5	-6,6	-4,8	-3,6	-3,3	-3,0	-3,1
FCF [mln PLN]	25,6	25,0	19,3	17,4	19,7	23,3	25,5	26,6	27,6	28,2
DFCF [mln PLN]	23,1	20,4	14,3	11,6	11,9	12,7	12,6	11,8	11,0	10,1
Suma DFCF [mln PLN]	139,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	314,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	112,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	252,5									
Dług netto 2009P [mln PLN]	77,2									
Wartość nabytych akcji własnych [mln PLN]*	13,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	188,6									
Ilość akcji [mln szt.]	57 038									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	3,31									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%

Przychody zmiana r/r	3,7%	7,7%	8,7%	6,9%	4,9%	3,5%	2,5%	2,2%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	19,9%	24,4%	17,0%	7,0%	5,9%	5,1%	2,2%	1,9%	1,9%	1,9%
FCF zmiana r/r	163,7%	-2,6%	-22,9%	-9,9%	13,6%	18,3%	9,3%	4,5%	3,7%	2,0%
Marża EBITDA	21,6%	22,2%	22,4%	22,0%	21,6%	21,4%	21,3%	21,1%	21,0%	20,9%
Marża EBIT	11,6%	13,4%	14,4%	14,4%	14,5%	14,8%	14,7%	14,7%	14,7%	14,6%
Marża NOPLAT	9,4%	10,8%	11,7%	11,7%	11,8%	12,0%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
CAPEX / Przychody	5,1%	6,0%	7,0%	7,7%	7,6%	7,0%	6,8%	6,5%	6,4%	6,3%
CAPEX / Amortyzacja	51,1%	67,1%	87,0%	101,1%	108,2%	105,4%	103,8%	101,7%	100,9%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	-0,1%	0,8%	3,5%	3,8%	2,8%	2,0%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-2,9%	10,6%	43,5%	59,4%	59,4%	59,4%	59,4%	59,4%	59,4%	59,4%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Kalkulacja WACC

	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Stopa wolna od ryzyka	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Udział kapitału własnego	77,2%	80,7%	84,0%	87,2%	89,8%	92,3%	94,3%	96,3%	98,3%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Udział kapitału obcego	22,8%	19,3%	16,0%	12,8%	10,2%	7,7%	5,7%	3,7%	1,7%	0,0%
WACC	10,1%	10,2%	10,4%	10,5%	10,7%	10,8%	10,9%	11,0%	11,1%	11,2%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

*bieżąca rynkowa wartość akcji własnych nabytych w ramach buy-back

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	3,02	3,16	3,34	3,56	3,82	4,15	4,58	5,16	5,99
	0,8	2,85	2,98	3,14	3,32	3,55	3,83	4,20	4,68	5,34
	0,9	2,69	2,81	2,95	3,11	3,31	3,56	3,86	4,26	4,80
	1,0	2,55	2,65	2,78	2,92	3,09	3,31	3,57	3,91	4,35
	1,1	2,41	2,51	2,62	2,75	2,90	3,08	3,31	3,60	3,97
	1,2	2,29	2,37	2,47	2,59	2,72	2,88	3,08	3,32	3,64
	1,3	2,17	2,25	2,34	2,44	2,56	2,70	2,87	3,08	3,35

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3%	3,20	3,37	3,57	3,81	4,12	4,51	5,03	5,74	6,80
	4%	2,85	2,98	3,14	3,32	3,55	3,83	4,20	4,68	5,34
	5%	2,55	2,65	2,78	2,92	3,09	3,31	3,57	3,91	4,35
	6%	2,29	2,37	2,47	2,59	2,72	2,88	3,08	3,32	3,64
	7%	2,06	2,13	2,21	2,30	2,41	2,53	2,68	2,87	3,10
	8%	1,86	1,92	1,98	2,06	2,14	2,24	2,36	2,50	2,67
	9%	1,69	1,73	1,79	1,85	1,92	2,00	2,09	2,20	2,33

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	5,30	5,01	4,75	4,51	4,29	4,08	3,89	3,72	3,56
	4%	4,67	4,36	4,08	3,83	3,61	3,40	3,21	3,04	2,88
	5%	4,15	3,83	3,56	3,31	3,08	2,88	2,70	2,53	2,38
	6%	3,72	3,40	3,13	2,88	2,67	2,47	2,30	2,14	2,00
	7%	3,35	3,04	2,77	2,53	2,33	2,14	1,97	1,82	1,69
	8%	3,04	2,74	2,47	2,24	2,04	1,87	1,71	1,57	1,44
	9%	2,77	2,47	2,22	2,00	1,80	1,63	1,48	1,35	1,23

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

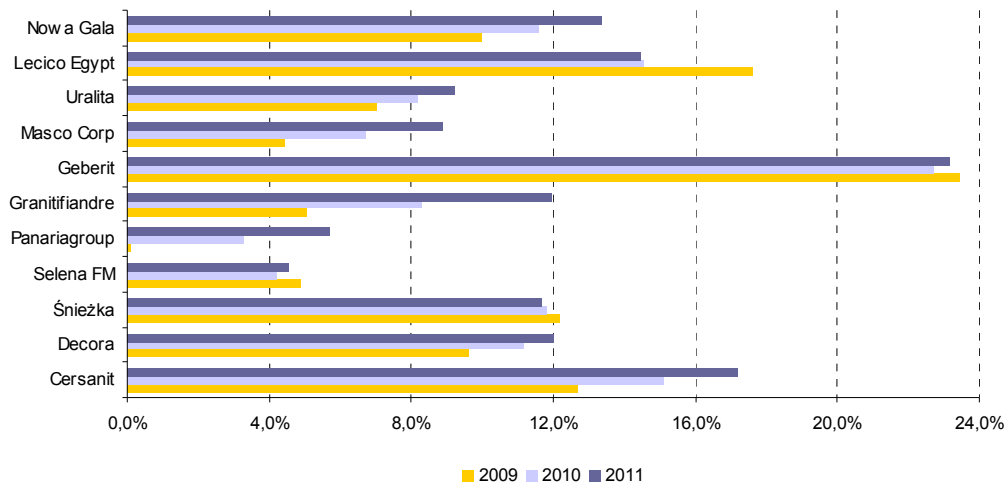
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o wskaźniki polskich i zagranicznych producentów materiałów budowlanych. Analizę spółek oparto na trzech wskaźnikach: P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT. Każdemu ze wskaźników przypisaliśmy wagę 33%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (2009-11). Dla każdego roku ustaliliśmy wagę 33%. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata.

Porównując wyniki Nowej Gali ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 211,0 mln PLN, co odpowiada 3,70 PLN na jedną akcję. Zmiana wyceny w stosunku do poprzedniej rekomendacji jest spowodowana istotnymi zmianami cen akcji i prognoz wyników porównywanych podmiotów. W oparciu o cenę 1 akcji spółki na poziomie 3,07 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika P/E Ceramika Nowa Gala jest notowana z 7% dyskontem w roku 2009. Dla lat 2010-2011 wg naszych założeń, spółka będzie notowana z 25% i 21% dyskontem. Dla wskaźnika EV/EBIT w roku 2010 spółka będzie handlowana z 9% dyskontem. Natomiast dla EV/EBITDA w 2010 roku dyskonto wynosi 20% (stosunkowo dużą część kosztów rodzajowych spółki stanowi amortyzacja).

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
Cersanit	-	18,2	12,8	11,4	9,2	7,5	19,0	14,3	10,8
Decora	16,5	10,4	8,1	9,7	7,6	6,2	13,1	9,7	7,7
Śnieżka	13,0	12,4	11,5	8,0	7,6	7,0	9,7	9,3	8,5
Selena FM	16,6	16,3	13,3	7,5	6,8	5,7	11,0	11,3	9,0
Panariagroup	-	30,4	10,8	8,9	5,8	4,2	-	17,2	8,9
Granitifandre	28,4	13,2	7,9	3,3	2,7	2,2	8,0	4,9	3,4
Geberit	18,5	17,6	16,5	11,5	11,8	10,7	13,5	13,9	12,6
Masco Corp	-	33,1	17,0	13,2	10,1	7,1	22,6	14,3	9,1
Uralita	35,6	24,5	20,3	9,9	8,8	7,3	19,6	15,8	12,1
Lecico Egypt	7,1	7,8	6,7	4,2	4,5	4,0	5,8	6,5	5,8
Mediana	16,6	17,0	12,1	9,3	7,6	6,6	13,1	12,6	8,9
Ceramika Nowa Gala	15,4	12,8	9,5	7,1	6,1	5,1	14,6	11,4	8,5
Premia/dyskonto do Ceramiki Nowej Gali	-7,3%	-24,5%	-21,3%	-23,9%	-19,5%	-21,7%	12,0%	-9,4%	-4,5%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	3,31	4,06	3,90	4,46	4,07	4,14	2,60	3,50	3,25
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		3,76			4,22			3,11	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		3,70							

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Bloomberg, wg cen zamknięcia z 02.12.2009

Porównanie rentowności EBIT


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYNIKI FINANSOWE I PROGNOZY
Wyniki skonsolidowane spółki [mln PLN]

	3Q'08	3Q'09	zmiana r/r	1-3Q'08	1-3Q'09	zmiana r/r	2007	2008	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	55,7	50,7	-8,9%	152,2	133,6	-12,2%	141,0	192,0	36,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	17,4	14,2	-18,8%	49,3	36,8	-25,3%	47,5	63,2	33,0%
EBITDA	13,8	11,4	-17,0%	38,3	27,3	-28,5%	34,4	47,1	36,9%
EBIT	8,9	6,8	-24,0%	24,0	13,8	-42,6%	20,8	28,0	34,8%
Zysk (strata) brutto	8,5	5,8	-31,4%	20,1	11,2	-44,6%	16,4	24,4	48,6%
Zysk (strata) netto	7,2	5,0	-30,9%	17,0	9,8	-42,3%	14,6	21,0	44,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	31,3%	27,9%		32,4%	27,6%		33,7%	32,9%	
Marża EBITDA	24,7%	22,5%		25,1%	20,5%		24,4%	24,5%	
Marża EBIT	15,2%	11,5%		13,2%	8,3%		11,7%	12,7%	
Marża zysku netto	12,9%	9,8%		11,2%	7,4%		10,3%	11,0%	

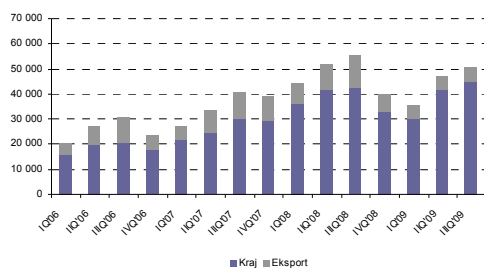
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Po bardzo rozczarującym 2Q'09 (kiedy to spółka z powodu słabego popytu, szczególnie na rynkach zagranicznych, musiała znacznie ograniczyć produkcję), wyniki 3Q'09 można przyjąć z lekkim optymizmem. Rezultaty Ceramiki Nowej Gali za 3Q'09 były na poziomie zysku EBIT oraz netto lepsze od konsensusu rynkowego oraz od naszych oczekiwań. Zwracamy uwagę na wzrost sprzedaży na rynku krajowym (+5,4% r/r), którego udział w przychodach ogółem wyniósł 88,4% (w całym 2008 roku było to 79,9%). Nadal fatalnie spółce idzie sprzedaż na rynkach zagranicznych. Eksport wygenerował w 3Q'09 jedynie 5,9 mln PLN, co oznacza spadek o 55,2% r/r (najgorszy pod tym względem kwartał w 2009 roku). Sporego spadku eksportu spodziewamy się jeszcze także w 4Q'09. Efekt niskiej bazy zacznie mieć wpływ na wyniki w zasadzie dopiero od grudnia.

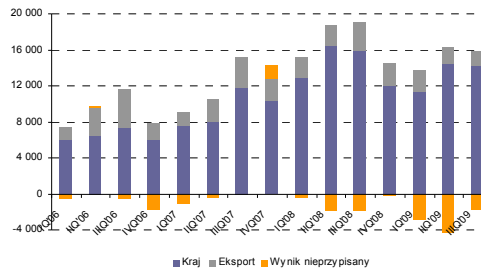
Ogółem przychody ze sprzedaży osiągnęły poziom 50,7 mln PLN (-8,9% r/r). Rentowność brutto ze sprzedaży wyniosła w 3Q'09 27,9% (27,6% w 1-3Q'09). W związku z większym wykorzystaniem mocy produkcyjnych spółka odnotowała na tym polu poprawę w stosunku do wyjątkowo słabego 2Q'09 (kiedy zanotowano poziom 25,1%). Zysk operacyjny w 3Q'09 ukształtował się na poziomie 6,8 mln PLN (-24,0% r/r) a zysk netto wyniósł 5,0 mln PLN (-30,9% r/r). Konsensus rynkowy wynosił 51,4 mln PLN na poziomie przychodów ze sprzedaży, 6,5 mln PLN EBIT oraz 4,4 mln PLN zysku netto (nasze oczekiwania kształtowały się odpowiednio na 51,8/5,9/3,5 mln PLN). W całym okresie 1-3Q'09 Nowa Gala wypracowała 133,6 mln PLN sprzedaży (-12,2%), 13,8 mln PLN zysku operacyjnego (-42,6% r/r) oraz 9,8 mln PLN zysku netto (-42,3% r/r). Spadek rentowności jest w głównej mierze pochodną spadku wykorzystania mocy produkcyjnych do około 70% (specyfika produkcji płytek wiąże się z ponoszeniem stosunkowo wysokich kosztów stałych).

Biorąc pod uwagę odbiorców wyrobów Ceramiki Nowej Gali dobrze radził sobie, mający największy udział w przychodach (nieznacznie ponad połowa w 3Q'09), kanał tradycyjny (w 3Q'09 +2,0 r/r, w poprzednich dwóch kwartałach kanał odnotowywał poważne spadki sprzedaży, gdy hurtownie i składy budowlane redukowały posiadane już zapasy). Drugi kwartał z rzędu (o 9% r/r) wzrost odnotował popyt inwestycyjny (objekty komercyjne, udział w 3Q'09 na poziomie około 23%). Po bardzo dobrym 2Q'09 spadek zanotowano natomiast w sieciach DIY (-4% r/r, udział na poziomie około 15%). Sprzedaż eksportowa w 3Q'09 spadła o 55,2% do 5,9 mln PLN i obecnie jej odbudowa jawi się jako główny cel spółki (udział w przychodach sięga obecnie 12%, podczas gdy jeszcze kilka kwartałów wstecz wynosił około 20%). Nie spodziewamy się jednak, by 4Q'09 przyniósł w tym względzie przełom (efekt niskiej bazy zacznie oddziaływać dopiero od grudnia).

Geograficzna struktura przychodów ze sprzedaży [tys PLN]

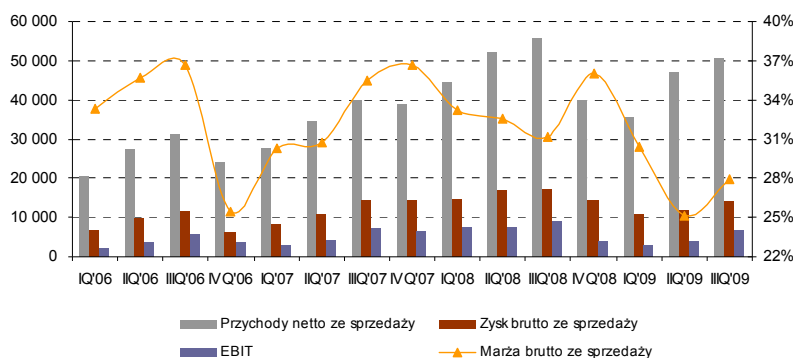


Geograficzna struktura zysku brutto ze sprzedaży [tys PLN]

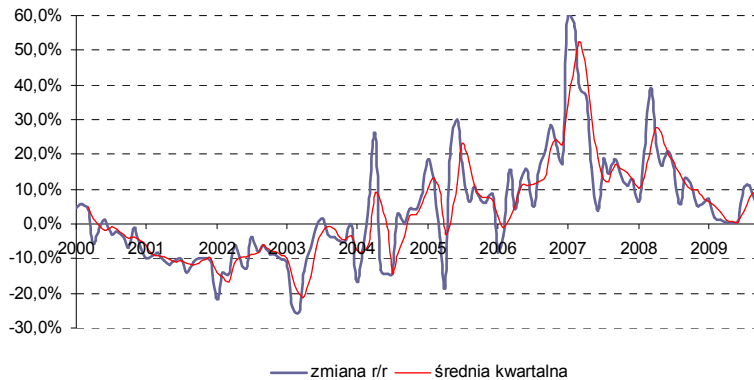


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Raporty okresowe spółki, dane skonsolidowane

Wybrane skonsolidowane dane finansowe Nowej Gali [tys PLN]

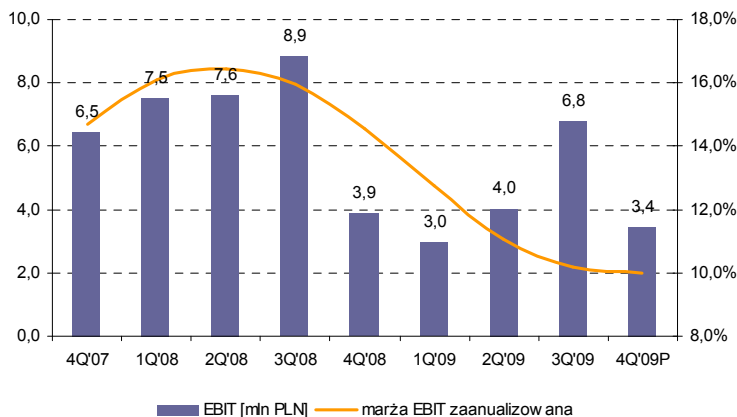


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Raporty okresowe spółki

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w Polsce r/r


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., GUS

Biorąc pod uwagę wyniki za 1-3Q'09 zdecydowaliśmy się skorygować nieznacznie prognozy wyników na cały rok. Zakładamy, że przychody ze sprzedaży w 2009 roku wyniosą 172,1 mln PLN (+0,2% w stosunku do poprzedniej wersji). Spodziewamy się, że EBIT osiągnie poziom 17,2 mln PLN (korekta o -6,4% jest efektem słabego 2Q'09) a zysk netto 11,4 mln PLN (korekta o +2,3%). Na konferencji po wynikach kwartalnych zarząd spółki stwierdził, że po 4Q'09 „nie należy spodziewać się cudów”. W ostatnim kwartale bieżącego roku prognozujemy osiągnięcie przychodów na poziomie 38,5 mln PLN (-3,2% r/r), 3,4 mln PLN zysku operacyjnego (-13,8% r/r) oraz 1,6 mln PLN zysku netto (-60,9% r/r, w 4Q'08 wyniki zostały podratowane przez dodatnie różnice kursowe na pozycjach bilansowych, wynikające z dużego osłabienia się kursu PLN).

Projekcja skonsolidowanego wyniku EBIT w 2009 roku


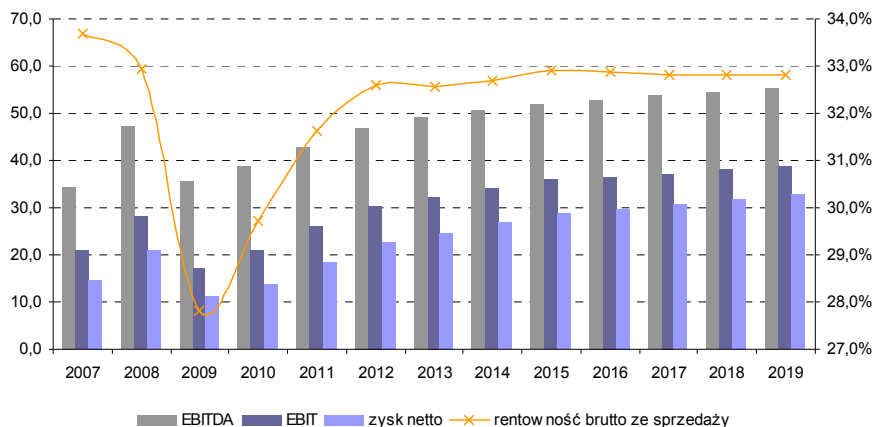
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Biorąc pod uwagę poprawę oczekiwań na przestrzeni ostatnich 6 miesięcy co do sytuacji makroekonomicznej w 2010 roku podnosimy nieznacznie nasze prognozy na przyszły rok. Spodziewamy się przychodów ze sprzedaży na poziomie 178,4 mln PLN (korekta o +3,7% r/r), zysku EBIT w kwocie 20,7 mln PLN (korekta o +7,5%) oraz zysku netto na poziomie 13,7 mln PLN (korekta o +10,5%). Wzrost rentowności w kolejnych latach jest wynikiem wyższego wykorzystania mocy produkcyjnych (w 2011 roku spodziewamy się sprzedaży na poziomie „przedkryzysowym”, zakładamy jednak konserwatywnie, że nie uda się tak szybko powrócić do odnotowywanych wcześniej rentowności brutto ze sprzedaży czy EBIT).

Skorygowane prognozy wyników na 2009 i 2010 rok [mln PLN]

	2009		zmiana	2010		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	171,7	172,1	0,2%	172,1	178,4	3,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	52,4	47,9	-8,7%	52,9	52,9	0,0%
EBITDA	37,3	35,6	-4,7%	37,2	38,5	3,5%
EBIT	18,4	17,2	-6,4%	19,2	20,7	7,5%
Zysk (strata) netto	11,1	11,4	2,3%	12,4	13,7	10,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,5%	27,8%		30,7%	29,6%	
Marża EBITDA	21,7%	20,7%		21,6%	21,6%	
Marża EBIT	10,7%	10,0%		11,2%	11,6%	
Marża zysku netto	6,5%	6,6%		7,2%	7,7%	

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Prognozowane skonsolidowane wyniki Ceramiki Nowej Gali [mln PLN]


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Raporty okresowe spółki

Czynnikami mogącym się przyczynić do dalszego podniesienia prognoz na przyszły rok mogłaby być „odbudowa” rynków eksportowych (głównie kraje regionu CEE). Zdaniem zarządu spółki wyraźnej poprawy wyników w przyszłym roku można by oczekiwać, jeżeli już wiosną mielibyśmy do czynienia z wyraźnym odbiciem w gospodarce. Spółka z kryzysu wyjdzie stosunkowo mało poturbowana, z nowymi produktami (odświeżono linię Nowej Gali, obecnie podobne działania podjęto w stosunku do Ceramiki Gres) i przy wyraźnie słabszej konkurencji zagranicznej. Dla importu nadal mało korzystny jest kurs EUR/PLN, szczególnie ważny przy drogich płytkach z segmentu premium, gdzie dużą część sprzedaży kieruje Nowa Gala. Zdaniem przedstawicieli spółki dużo lepiej poradziły sobie w czasie kryzysu droższe kolekcje Nowej Gali, niż segment ekonomiczny reprezentowany przez Ceramikę Gres, która musiała zmierzyć się z dużo agresywniejszą cenowo konkurencją np. ze strony Cersanitu.

Spółka zakończyła w 1Q'09 pierwszy buy-back w ramach, którego nabyto 1,5 mln akcji w celu umorzenia. Obecnie prowadzony jest drugi skup akcji, w którym CNG może nabyć 9,9 mln akcji (dotychczas zakupiono 2,8 mln akcji). Mimo wcześniejszych planów, akcje z pierwszego skupu nie zostały umorzone i razem z walorami z drugiego buy-backu mogą być w przyszłości przez spółkę przeznaczone na częściowe sfinansowanie akwizycji.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Aktywa trwałe	191,6	184,7	176,0	170,4	168,2	168,4	169,7	170,6	171,2	171,5	171,7	171,8
Wartości niematerialne i prawne	28,4	26,7	25,0	23,3	21,7	20,1	19,4	19,4	19,4	19,5	19,5	19,5
Rzeczowe aktywa trwałe	152,7	147,6	140,6	136,6	136,0	137,8	139,9	140,7	141,3	141,6	141,7	141,9
Aktywa obrotowe	133,2	144,5	150,9	158,8	166,3	171,4	177,8	185,3	191,0	197,2	200,9	205,4
Zapasy	74,9	78,9	77,8	77,4	81,3	86,9	91,2	94,3	96,6	98,8	100,8	102,8
Należności krótkoterminowe	50,0	56,4	58,0	61,4	66,8	71,4	74,9	77,5	79,4	81,2	82,8	84,4
Inwestycje krótkoterminowe	7,6	8,5	14,4	19,2	17,5	12,5	11,1	12,7	14,2	16,5	16,6	17,4
Aktywa razem	324,8	329,2	326,9	329,2	334,5	339,8	347,6	355,9	362,2	368,7	372,6	377,2
Kapitał (fundusz) własny	199,0	206,3	214,2	225,8	239,2	252,7	267,1	282,4	295,0	307,9	318,1	328,5
Kapitał (fundusz) podstawowy	57,0	57,0	57,0	57,0	57,0	57,0	57,0	57,0	57,0	57,0	57,0	57,0
Kapitał (fundusz) zapasowy	129,2	150,2	155,9	162,8	172,0	183,3	195,7	209,1	220,6	232,5	241,7	251,2
Zysk (strata) netto	21,0	11,4	13,7	18,4	22,6	24,8	26,8	28,7	29,8	30,7	31,7	32,7
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	125,8	122,9	112,7	103,4	95,3	87,1	80,4	73,5	67,2	60,9	54,5	48,7
Rezerwy na zobowiązania	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9
Zobowiązania długoterminowe	53,5	53,5	53,5	53,5	53,5	43,5	35,5	27,5	20,5	13,5	6,5	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	56,5	53,5	43,3	34,0	25,9	27,7	29,1	30,1	30,8	31,5	32,1	32,8
Pasywa razem	324,8	329,2	326,9	329,2	334,5	339,8	347,6	355,9	362,2	368,7	372,6	377,2

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody netto ze sprzedaży	192,0	172,1	178,4	192,2	209,0	223,4	234,4	242,5	248,5	254,1	259,2	264,3
Koszty produktów, tow. i materiałów	128,8	124,2	125,6	131,6	141,0	150,7	157,8	162,7	166,8	170,7	174,1	177,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	63,2	47,9	52,9	60,6	68,0	72,7	76,6	79,8	81,7	83,4	85,0	86,7
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	34,0	30,1	31,4	34,0	37,0	39,5	41,5	42,9	44,0	45,0	45,9	46,8
Zysk (strata) na sprzedaży	29,2	17,7	21,5	26,6	31,0	33,2	35,1	36,9	37,7	38,4	39,2	39,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,2	-0,5	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
EBITDA	47,1	35,6	38,5	42,8	46,9	49,1	50,5	51,9	52,8	53,6	54,4	55,2
EBIT	28,0	17,2	20,7	25,7	30,1	32,2	34,1	35,8	36,6	37,3	38,0	38,7
Saldo pozostałej działalności finansowej	-3,6	-3,8	-4,4	-3,8	-3,2	-2,6	-2,2	-1,7	-1,2	-0,7	-0,2	0,2
Zysk (strata) brutto	24,4	13,4	16,3	21,9	26,9	29,6	31,9	34,1	35,4	36,6	37,8	38,9
Zysk (strata) netto	21,0	11,4	13,7	18,4	22,6	24,8	26,8	28,7	29,8	30,7	31,7	32,7

CF [mln PLN]	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy z działalności operacyjnej	26,9	22,7	35,9	37,7	35,2	35,8	38,8	41,5	43,5	44,4	45,2	46,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-17,5	-11,3	-8,9	-11,1	-14,2	-16,8	-17,5	-16,6	-16,5	-16,2	-16,6	-16,7
Przepływy z działalności finansowej	-8,9	-10,6	-21,1	-21,8	-22,7	-24,1	-22,7	-23,2	-25,6	-25,8	-28,5	-28,7
Przepływy pieniężne netto	0,5	0,9	5,9	4,8	-1,7	-5,1	-1,4	1,7	1,5	2,4	0,1	0,8
Środki pieniężne na początek okresu	7,0	7,6	8,5	14,4	19,2	17,5	12,5	11,1	12,7	14,2	16,5	16,6
Środki pieniężne na koniec okresu	7,6	8,5	14,4	19,2	17,5	12,5	11,1	12,7	14,2	16,5	16,6	17,4

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody zmiana r/r	-10,4%	3,7%	7,7%	8,7%	6,9%	4,9%	3,5%	2,5%	2,2%	2,0%	2,0%
EBITDA zmiana r/r	-24,5%	8,1%	11,2%	9,6%	4,8%	2,8%	2,6%	1,8%	1,5%	1,5%	1,5%
EBIT zmiana r/r	-38,5%	19,9%	24,4%	17,0%	7,0%	5,9%	5,1%	2,2%	1,9%	1,9%	1,9%
Zysk netto zmiana r/r	-45,8%	19,9%	34,5%	23,1%	9,8%	8,0%	6,9%	3,8%	3,3%	3,2%	2,9%
Marża brutto na sprzedaży	27,8%	29,6%	31,5%	32,5%	32,6%	32,7%	32,9%	32,9%	32,8%	32,8%	32,8%
Marża EBITDA	20,7%	21,6%	22,2%	22,4%	22,0%	21,6%	21,4%	21,3%	21,1%	21,0%	20,9%
Marża EBIT	10,0%	11,6%	13,4%	14,4%	14,4%	14,5%	14,8%	14,7%	14,7%	14,7%	14,6%
Marża brutto	7,8%	9,1%	11,4%	12,9%	13,2%	13,6%	14,1%	14,3%	14,4%	14,6%	14,7%
Marża netto	6,6%	7,7%	9,6%	10,8%	11,1%	11,4%	11,8%	12,0%	12,1%	12,2%	12,4%
COGS / przychody	72,2%	70,4%	68,5%	67,5%	67,4%	67,3%	67,1%	67,1%	67,2%	67,2%	67,2%
SG&A / przychody	17,5%	17,6%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%
SG&A / COGS	24,2%	25,0%	25,8%	26,2%	26,2%	26,3%	26,4%	26,4%	26,3%	26,3%	26,3%
ROE	5,5%	6,4%	8,1%	9,5%	9,8%	10,0%	10,2%	10,1%	10,0%	10,0%	9,9%
ROA	4,9%	6,5%	3,5%	4,2%	5,6%	6,8%	7,3%	7,7%	8,1%	8,2%	8,3%
Dług	85,7	74,7	63,7	53,5	43,5	35,5	27,5	20,5	13,5	6,5	0,0
D / (D+E)	26,0%	22,8%	19,3%	16,0%	12,8%	10,2%	7,7%	5,7%	3,7%	1,7%	0,0%
D / E	35,2%	29,6%	24,0%	19,0%	14,7%	11,4%	8,4%	6,0%	3,8%	1,8%	0,0%
Odsetki / EBIT	-22,2%	-21,3%	-14,9%	-10,5%	-8,1%	-6,3%	-4,7%	-3,2%	-1,8%	-0,6%	0,4%
Dług / kapitał własny	41,5%	34,9%	28,2%	22,4%	17,2%	13,3%	9,7%	6,9%	4,4%	2,0%	0,0%
Dług netto	77,2	60,3	44,5	36,0	31,0	24,4	14,8	6,3	-3,0	-10,1	-17,4
Dług netto / kapitał własny	37,4%	28,1%	19,7%	15,0%	12,3%	9,1%	5,2%	2,1%	-1,0%	-3,2%	-5,3%
Dług netto / EBITDA	217,1%	156,8%	104,0%	76,8%	63,2%	48,3%	28,5%	12,0%	-5,7%	-18,6%	-31,5%
Dług netto / EBIT	448,1%	291,9%	173,0%	119,6%	96,5%	71,7%	41,2%	17,3%	-8,1%	-26,6%	-45,0%
EV	252,3	235,4	219,6	211,1	206,2	199,5	189,9	181,4	172,1	165,0	157,7
Dług / EV	34,0%	31,7%	29,0%	25,3%	21,1%	17,8%	14,5%	11,3%	7,8%	3,9%	0,0%
CAPEX / Przychody	6,7%	5,1%	6,0%	7,0%	7,7%	7,6%	7,0%	6,8%	6,5%	6,4%	6,3%
CAPEX / Amortyzacja	62,4%	51,1%	67,1%	87,0%	101,1%	108,2%	105,4%	103,8%	101,7%	100,9%	100,8%
Amortyzacja / Przychody	10,7%	10,0%	8,9%	8,0%	7,6%	7,0%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,3%
Zmiana KO / Przychody	6,5%	-0,1%	0,8%	3,5%	3,8%	2,8%	2,0%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-55,9%	-2,9%	10,6%	43,5%	59,4%	59,4%	59,4%	59,4%	59,4%	59,4%	59,4%
Wskaźniki rynkowe	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
MC/S*	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/E*	15,4	12,8	9,5	7,7	7,1	6,5	6,1	5,9	5,7	5,5	5,4
P/BV*	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
P/CE*	5,9	5,6	4,9	4,4	4,2	4,0	3,9	3,8	3,7	3,6	3,6
EV/EBITDA*	7,1	6,1	5,1	4,5	4,2	3,9	3,7	3,4	3,2	3,0	2,9
EV/EBIT*	14,6	11,4	8,5	7,0	6,4	5,9	5,3	5,0	4,6	4,3	4,1
EV/S*	1,5	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
BVPS	3,62	3,76	3,96	4,19	4,43	4,68	4,95	5,17	5,40	5,58	5,76
EPS	0,20	0,24	0,32	0,40	0,44	0,47	0,50	0,52	0,54	0,56	0,57
CEPS	0,52	0,55	0,62	0,69	0,73	0,76	0,78	0,81	0,83	0,84	0,86
FCFPS	0,17	0,45	0,44	0,34	0,30	0,35	0,41	0,45	0,47	0,48	0,49
DPS (Buy-back/akcję)	0,10	0,12	0,16	0,20	0,22	0,24	0,30	0,31	0,38	0,39	0,40
Payout ratio	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	60,0%	60,0%	70,0%	70,0%	70,0%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A. * Obliczenia przy cenie 3,07 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI

Maciej Bobrowski
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.com.pl

Dyrektor Wydziału
IT, media, handel

Marcin Stebakow
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-438
e-mail: stebakow@bdm.com.pl

handel

Krzysztof Pado
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.com.pl

Specjalista ds. analiz
materiały budowlane,
budownictwo

Łukasz Janus
tel. (032) 20-81-438
e-mail: janus@bdm.com.pl

dystybutory farmaceutyków

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
EBITDA - wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
Dług netto - zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
EV - suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EV/S - stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
EV/EBITDA - stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
P/EBIT - stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
MC/S - stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
P/E - stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV - stosunek kapitalizacji rynkowej do aktywów
P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
ROE - stosunek zysku netto do kapitałów własnych
ROA - stosunek zysku netto do aktywów
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
Sprzedaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
Cena docelowa - teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj - inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj - proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj - inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj - proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj - inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF - najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza - bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Poprzednie rekomendacje spółki

Poprzednia rekomendacja	AKUMULUJ
Wycena poprzedniej rekomendacji	2,77
Data poprzedniej rekomendacji	27.05.2009
Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	3,07

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'09

Kupuj	2	40%
Akumuluj	2	40%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	20%
Sprzedaj	0	0%

Klauzule:

Niniejszy raport skierowany jest do inwestorów obsługiwanych przez BDM, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów.

Raport zostanie po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 03.12.2009 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 08.12.2009 roku.

Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Inwestor powinien zakładać, że BDM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport. Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy BDM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

BDM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.