



Beskidzki Dom Maklerski S.A.

CERAMIKA NOWA GALA

RAPORT ANALITYCZNY

W związku ze słabszymi od naszych pierwotnych oczekiwań wynikami Ceramiki Nowej Gali w minionych dwóch kwartałach 2008 roku oraz gorszymi perspektywami dla polskiej gospodarki na kolejne okresy, która naszym zdaniem przełoży się na wyhamowanie dotychczasowego wzrostu zapotrzebowania na materiały wykończeniowe stosowane w budownictwie, m.in. płytki ceramiczne, zdecydowaliśmy się zrewidować nasze prognozy wyników spółki na rok 2008 i kolejne lata.

Wyniki Nowej Gali w 3Q'08 uznajemy za rozczarowujące. Są gorsze od naszych prognoz jak i od konsensusu rynkowego. Przychody ze sprzedaży wyniosły 55,7 mln PLN (+35,7% r/r), czyli o 7,8 mln PLN niżej od naszych założeń (o 5,8 mln PLN poniżej konsensusu rynkowego). Wyniki przejętej Ceramiki Gres konsolidowane są od września 2008 roku. Gdyby pod uwagę brać wyniki pro-forma spółek, łączne przychody ze sprzedaży fakturowanej (nie uwzględnia premii za obrót) wzrosły w 3Q'08 jedynie o około 6-7% r/r (CNG o około 4% r/r a Ceramika Gres o 11% r/r). W okresie 1-3Q'08 wzrost przychodów pro-forma wynosi około 2% r/r. Obserwowane obecnie osłabienie PLN nie będzie miało większego znaczenia dla wyników spółki. Eksport w okresie 1-3Q'08 stanowił niespełna 21% a część surowców zakupywana jest za granicą, co równoważy pozytywny wpływ obecnej tendencji na rynku walutowym. EBIT w 3Q'08 był o 22,7% gorszy od naszych szacunków. Rentowność operacyjna spadła z 19,4% do 15,9% (negatywny wpływ miały na to dodatkowe koszty poniesione w związku z rozbudową i remontem linii produkcyjnych). Wynik netto w mniejszym stopniu odbiegał od naszych prognoz i wyniósł 7,1 mln PLN (+8,8% r/r, o 6,5% gorzej od konsensusu rynkowego).

Przy obserwowanej już słabszej koniunkturze w budownictwie, wyniki spółki po 3Q'08 nie zapowiadają naszym zdaniem pozytywnych tendencji w przyszłym roku, przy zdecydowanie gorszej ogólnej sytuacji gospodarczej. Jak na razie realizowane są rozpoczęte już inwestycje budowlane, jednak kryzys rynku finansowego i związany z tym ograniczony dostęp do kredytów przełoży się na przyszłoroczną koniunkturę. Zdecydowaliśmy się skorygować w dół prognozę przychodów w 2008 roku do 195,6 mln PLN (-9,3% w stosunku do poprzedniej wersji). Spodziewamy się, że EBIT w 2008 wyniesie 31,0 mln PLN (korekta o -6,8%) a zysk netto 21,5 mln PLN (korekta o -5,6%). W 2009 roku spodziewamy się spadku przychodów ze sprzedaży do 187,9 mln PLN (-4,0% r/r), zysku EBIT do 28,3 mln PLN (-8,5% r/r) i zysku netto do 18,8 mln PLN (-12,9% r/r).

Wartość godziwą Ceramiki Nowej Gali ustaliliśmy na poziomie 179,8 mln PLN, czyli 3,22 PLN za akcję. Wyceny dokonaliśmy na bazie modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz na bazie wyceny porównawczej. Przy zastosowaniu wyceny DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 175,0 mln PLN, czyli 3,14 PLN za akcję. Analiza porównawcza dała wartość 184,5 mln PLN czyli 3,31 PLN za akcję. Wycenie według modelu DCF przypisaliśmy wagę 50%, wycenie porównawczej 50%. Uważamy, że duży spadek kursu w ostatnim półroczu nie ma pełnego pokrycia w sytuacji fundamentalnej spółki. Biorąc pod uwagę wyniki naszej wyceny, która jest o około 22% wyższa od aktualnej ceny rynkowej, podtrzymujemy rekomendację KUPUJ, obniżając jednak cenę docelową z 4,6 PLN do poziomu 3,22 PLN. Redukcja wyceny w stosunku do poprzedniego raportu wynika głównie z niższych niż wcześniej prognozowanych wyników Ceramiki Nowej Gali w kolejnych latach a także ze zmian cen akcji i prognoz wyników porównywanych spółek oraz zwiększenia stopy wolnej od ryzyka w modelu DCF (z 6,05% do 6,39%).

	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przychody [mln PLN]	101,5	141,0	195,6	187,9	188,0	196,4
EBITDA [mln PLN]	26,0	34,4	50,4	47,4	46,1	46,9
EBIT [mln PLN]	15,1	21,2	31,0	28,3	28,0	29,2
Zysk netto [mln PLN]	9,7	15,0	21,5	18,8	19,1	20,7
P/BV*	1,2	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
P/E*	15,2	9,8	6,8	7,8	7,7	7,1
EV/EBITDA*	7,0	6,3	4,3	4,1	3,9	3,6
EV/EBIT*	12,0	10,2	7,0	6,9	6,4	5,9

*przy cenie rynkowej na poziomie 2,64 PLN

KUPUJ

WYCENA 3,22 PLN

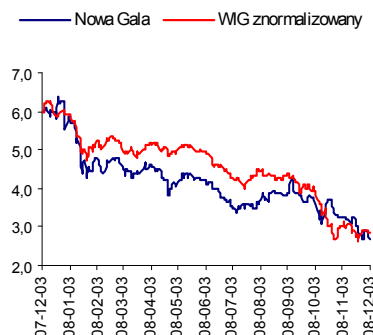
(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

4 GRUDNIA 2008

Wycena DCF [PLN]	3,14
Wycena porównawcza [PLN]	3,31
Wycena końcowa [PLN]	3,22
Potencjał do wzrostu / spadku	22,1%
Koszt kapitału	11,4%
Cena rynkowa [PLN]	2,64
Kapitalizacja [mln PLN]	150,6
Ilość akcji [mln. szt.]	57,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	4,29
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2,64
Stopa zwrotu za 3 mc	-34,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-36,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-39,3%
Struktura akcjonariatu:	
Piotrowski Waldemar	19,0%
Millennium TFI	11,1%
AS Hansabank	9,2%
Jupiter NFI	6,7%
AIG OFE	5,3%
Pozostali	48,7%

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



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 2008 – 2010 dała wartość 1 akcji na poziomie 3,31 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2008-2017 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 3,14 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji Ceramiki Nowej Gali wynosi 3,22 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	50%	3,14
Wycena metodą porównawczą	50%	3,31
Wycena 1 akcji Ceramika Nowa Gala [PLN]		3,22

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Popyt na materiały ceramiczne zależy w większej mierze od popytu generowanego przez prace remontowe, w mniejszym stopniu związany jest z budownictwem nowych mieszkań oraz budynków komercyjnych i publicznych. Niepewność co do sytuacji gospodarczej będzie miała naszym zdaniem wpływ na ograniczenie wzrostu wydatków na remonty i odłożenie ich na przyszłość, zarówno przez konsumentów indywidualnych jak i podmioty gospodarcze. Skala tego zjawiska jest jednak na razie trudna do przewidzenia. Optymizm związany z utrzymującymi się dobrymi prognozami rozwoju budownictwa komercyjnego, gdzie Nowa Gala kieruje sporą część sprzedaży wymaga ostrożnego podejścia. Problemy z pozyskaniem finansowania mogą naszym zdaniem wpłynąć na odłożenie w czasie realizacji części projektów. Trzeba w tym miejscu jednak pamiętać, że efekt schłodzenia koniunktury w „nowym” budownictwie dla producentów materiałów wykończeniowych nie będzie natychmiastowy, ponieważ znajdują się oni na końcu cyklu budowlanego. Brak nowych inwestycji może wpłynąć na wyniki w większym stopniu w 2010 roku.

Uważamy, jednak że akcje spółki na tle grupy porównawczej są stosunkowo tanie i w dużej mierze uwzględniają już brak poprawy wyników spółki nawet przez dwa najbliższe lata. Obecny poziom kursu jest atrakcyjny do kupna walorów w perspektywie średnioterminowej, nawet przy założeniu wyhamowania wzrostowej koniunktury na rynku materiałów budowlanych. Biorąc pod uwagę wyniki naszej wyceny, która jest o około 22% wyższa od aktualnej ceny rynkowej, podtrzymujemy rekomendację KUPUJ, obniżając jednak cenę docelową do poziomu 3,22 PLN.

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 (6,39%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W związku z prognozowaną przez nas ujemną dynamiką sprzedaży w 2009 roku i niewiele wyższą sprzedażą w 2010 roku obniżeniu uległ zakładany przez nas średnioroczny wzrost skonsolidowanych przychodów spółki (CAGR 2017/2008) z 3,9% do 1,4%.
- Szacowane przez nas marże brutto na sprzedaży w okresie prognozy nie uległy zasadniczym zmianom w porównaniu z poprzednim modelem. Zakładamy, że powyższa rentowność będzie w miarę stabilna, z lekką tendencją spadkową w późniejszych latach i będzie kształtować się w strefie 31,6-32,7%.
- W związku brakiem planów dalszej rozbudowy mocy produkcyjnych w najbliższym czasie, na lata 2009-10 zakładamy spadek rocznych nakładów do odpowiednio 8,1 mln PLN i 10,6 mln PLN. Spodziewamy się także, że CAPEX w okresie rezydującym będzie równy amortyzacji z 2017 roku.
- 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% w 2008 i 17% w kolejnych latach).
- Przewidujemy regularną wypłatę przez spółkę dywidendy w każdym roku naszej szczegółowej prognozy na poziomie co najmniej 50% skonsolidowanego zysku netto (w modelu nie uwzględniamy dalszego skupu akcji ze względu na brak możliwości oszacowania dokładnych wydatków na ten cel i czasu kiedy zostaną one poniesione).
- Zakładamy spłatę wszystkich zobowiązań oprocentowanych spółki do końca naszej szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydującym pozostawiliśmy na poziomie 1,0%.
- Wycena nie uwzględnia skutków ewentualnych kolejnych przejęć spółek z branży.

Ponadto zakładamy:

- Do obliczeń przyjęliśmy 55,76 mln akcji (po odjęciu zakupionych przez spółkę akcji przeznaczonych do umorzenia według stanu na dzień 3.12.2008 roku).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 4 grudnia 2008 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 175,0 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 3,14 PLN.

Model DCF

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	195,6	187,9	188,0	196,4	206,8	213,8	217,7	219,8	220,8	221,3
EBIT [mln PLN]	31,0	28,3	28,0	29,2	30,7	31,3	31,4	31,6	31,3	31,1
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	5,9	5,4	5,3	5,5	5,8	5,9	6,0	6,0	5,9	5,9
NOPLAT [mln PLN]	25,1	23,0	22,7	23,7	24,9	25,4	25,5	25,6	25,3	25,2
Amortyzacja [mln PLN]	19,5	19,1	18,1	17,7	18,0	18,5	18,0	17,5	17,7	17,8
CAPEX [mln PLN]	-17,5	-8,1	-10,6	-15,9	-19,0	-19,6	-18,5	-17,9	-17,9	-17,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-12,5	1,7	-0,1	-4,3	-5,3	-3,6	-2,0	-1,0	-0,5	-0,2
FCF [mln PLN]	14,6	35,7	30,1	21,2	18,7	20,7	23,0	24,2	24,6	24,8
DFCF [mln PLN]	14,5	32,2	24,5	15,7	12,5	12,5	12,5	11,9	10,8	9,8
Suma DFCF [mln PLN]	156,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	242,4									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	95,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	252,7									
Dług netto [mln PLN]*	80,2									
Wartość nabytych akcji własnych**	2,4									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	175,0									
Ilość akcji [tys.]***	55 756									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	3,14									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%

Przychody zmiana r/r	38,7%	-4,0%	0,1%	4,5%	5,3%	3,4%	1,8%	0,9%	0,5%	0,2%
EBIT zmiana r/r	46,1%	-8,5%	-1,2%	4,3%	5,3%	1,8%	0,4%	0,7%	-1,1%	-0,6%
FCF zmiana r/r	1194,8%	145,0%	-15,8%	-29,4%	-12,0%	11,0%	10,9%	5,3%	1,5%	1,1%
Marża EBITDA	25,8%	25,2%	24,5%	23,9%	23,6%	23,3%	22,7%	22,4%	22,2%	22,1%
Marża EBIT	15,8%	15,1%	14,9%	14,9%	14,9%	14,6%	14,4%	14,4%	14,2%	14,0%
Marża NOPLAT	12,8%	12,2%	12,1%	12,0%	12,0%	11,9%	11,7%	11,7%	11,5%	11,4%
CAPEX / Przychody	8,9%	4,3%	5,7%	8,1%	9,2%	9,1%	8,5%	8,1%	8,1%	8,1%
CAPEX / Amortyzacja	89,7%	42,3%	58,8%	89,7%	105,3%	105,7%	102,8%	102,2%	101,4%	100,6%
Zmiana KO / Przychody	6,4%	-0,9%	0,0%	2,2%	2,5%	1,7%	0,9%	0,5%	0,2%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	22,9%	22,6%	50,7%	50,7%	50,7%	50,7%	50,7%	50,7%	50,7%	50,7%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Kalkulacja WACC

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Stopa wolna od ryzyka	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Premia za ryzyko	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
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
Udział kapitału własnego	74,9%	76,6%	78,9%	81,6%	84,3%	86,7%	89,2%	92,7%	96,3%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Udział kapitału obcego	25,1%	23,4%	21,1%	18,4%	15,7%	13,3%	10,8%	7,3%	3,7%	0,0%
WACC	10,1%	10,2%	10,3%	10,5%	10,6%	10,7%	10,8%	11,0%	11,2%	11,4%

*skorygowany o dotychczasowe wydatki na skup akcji w 4Q'08 (wg stanu na 3.12.2008)

**bieżąca rynkowa wartość akcji własnych nabytych w ramach drugiego buy-backu, nie dotyczy akcji nabytych w celu umorzenia

*** liczba akcji pomniejszona o akcje nabyte w celu umorzenia wg stanu na 3.12.2008

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

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	3,17	3,33	3,53	3,78	4,09	4,49	5,02	5,77
	0,8	2,88	3,00	3,15	3,33	3,54	3,81	4,15	4,59	5,20
	0,9	2,74	2,85	2,99	3,14	3,33	3,56	3,85	4,23	4,73
	1	2,61	2,71	2,83	2,97	3,14	3,34	3,59	3,91	4,33
	1,1	2,49	2,58	2,69	2,82	2,96	3,14	3,36	3,63	3,98
	1,2	2,38	2,46	2,56	2,67	2,80	2,96	3,15	3,38	3,68
	1,3	2,28	2,35	2,44	2,54	2,66	2,80	2,96	3,17	3,42

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%	3,18	3,34	3,53	3,76	4,04	4,41	4,88	5,53	6,47
	4%	2,88	3,00	3,15	3,33	3,54	3,81	4,15	4,59	5,20
	5%	2,61	2,71	2,83	2,97	3,14	3,34	3,59	3,91	4,33
	6%	2,38	2,46	2,56	2,67	2,80	2,96	3,15	3,38	3,68
	7%	2,18	2,25	2,33	2,42	2,52	2,64	2,79	2,97	3,19
	8%	2,00	2,06	2,12	2,20	2,28	2,38	2,49	2,63	2,80
	9%	1,84	1,89	1,94	2,00	2,07	2,15	2,24	2,35	2,48

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%	4,61	4,41	4,22	4,04	3,88	3,73	3,59	3,46	3,33
	4%	4,16	3,94	3,73	3,54	3,37	3,21	3,07	2,93	2,80
	5%	3,78	3,54	3,33	3,14	2,96	2,80	2,66	2,52	2,40
	6%	3,46	3,21	3,00	2,80	2,63	2,47	2,33	2,19	2,07
	7%	3,18	2,93	2,71	2,52	2,35	2,19	2,05	1,92	1,81
	8%	2,93	2,68	2,47	2,28	2,11	1,96	1,82	1,70	1,59
	9%	2,71	2,47	2,26	2,07	1,91	1,76	1,63	1,51	1,40

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. Dla 2008 roku ustaliliśmy wagę 20% a dla pozostałych lat po 40%. 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 184,5 mln PLN, co odpowiada 3,31 PLN na jedną akcję. Zmiana wyceny w stosunku do poprzedniej rekomendacji jest spowodowana istotnymi zmianami cen akcji i prognoz wyników porównywanych podmiotów. Dokonaliśmy także zmian w składzie spółek w grupie porównawczych. Z powodu niejasnej sytuacji usunęliśmy Polcolorit a w związku z wycofaniem akcji z obrotu giełdowego nie uwzględniamy włoskiego producenta Marazzi Group. W zamian do grupy spółek porównawczych włączyliśmy akcje Geberitu.

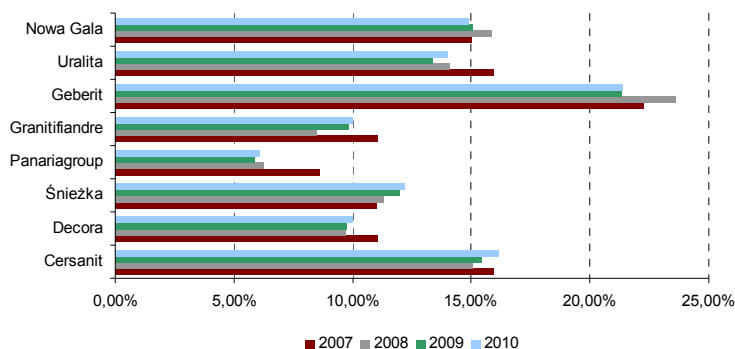
Ceramika Nowa Gala notowana jest ze sporym dyskontem do średniej wskaźników spółek wchodzących w skład grupy porównawczej. W oparciu o cenę 1 akcji spółki na poziomie 2,64 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika P/E Ceramika Nowa Gala jest notowana z 36,2% dyskontem w roku 2008. Dla lat 2009-2010 wg naszych założeń, spółka będzie notowana z 25,7% i 20,2% dyskontem. Dla wskaźnika EV/EBIT w roku 2009 spółka będzie handlowana z 5,5% dyskontem. Natomiast dla EV/EBITDA w 2010 roku dyskonto wynosi 16,1%.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2008P	2009P	2010P	2008P	2009P	2010P	2008P	2009P	2010P
Cersanit	14,6	11,9	8,8	7,7	6,4	5,4	11,2	9,8	8,0
Decora	7,9	4,4	3,8	4,7	3,8	3,3	6,1	5,0	4,2
Śnieżka	8,3	8,2	7,1	6,1	5,3	4,6	7,6	6,7	5,7
Panariagroup	13,3	14,8	13,7	4,8	4,8	4,6	9,1	9,6	9,0
Granitifandre	13,8	10,6	9,8	5,3	4,4	3,8	9,3	7,3	7,0
Geberit	9,5	10,7	10,6	6,0	6,3	5,9	6,9	7,5	7,0
Uralita	10,7	10,4	9,6	5,6	5,1	4,8	7,0	6,8	6,3
Mediana	10,7	10,6	9,6	5,6	5,1	4,6	7,6	7,3	7,0
Ceramika Nowa Gala	6,8	7,8	7,7	4,3	4,1	3,9	7,0	6,9	6,4
Premia/dyskonto do Ceramiki Nowej Gali	-36,2%	-25,7%	-20,2%	-23,4%	-19,1%	-16,1%	-7,6%	-5,5%	-7,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	4,14	3,55	3,31	3,83	3,47	3,26	2,96	2,85	2,91
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		3,57			3,46			2,90	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		3,31							

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., wg cen zamknięcia z 3.12.2008

Porównanie rentowności EBIT



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYNIKI FINANSOWE I PROGNOZY

Wyniki po 3Q'08

Wyniki Nowej Gali w 3Q'08 uznajemy za rozzaczarowujące. Są zdecydowanie gorsze od naszych prognoz jak i od konsensusu rynkowego. Przychody ze sprzedaży wyniosły 55,7 mln PLN (+35,7% r/r), czyli o 7,8 mln PLN niżej od naszych założeń. Sprzedaż krajowa wyniosła 42,5 mln PLN (+41,5% r/r) a eksport 13,1 mln PLN (+19,8% r/r).

Zwracamy uwagę, że wyniki Ceramiki Gres konsolidowane są od września 2008 roku. Gdyby pod uwagę brać wyniki pro-forma spółek, łączne przychody ze sprzedaży fakturowanej (nie uwzględnia premii za obrót) wzrosły w 3Q'08 jedynie o około 6-7% r/r (CNG o około 4% r/r a Ceramika Gres o 11% r/r). W okresie 1-3Q'08 wzrost przychodów pro-forma wynosi około 2% r/r (spadek sprzedaży w 2Q'08 związany z rozbudową mocy produkcyjnych). Biorąc pod uwagę dane pro-forma sprzedaż krajowa w 3Q'08 wzrosła o około 10% r/r a eksport spadł o 4% r/r (negatywny wpływ umocnienia PLN w tym czasie).

Pozytywny wpływ na eksport może mieć obserwowane osłabienie się kursu PLN. Jednak nie należy przeceniać tego zjawiska w skali całej grupy. Udział eksportu w sprzedaży jest stosunkowo nieduży (niespełna 21% w okresie 1-3Q'08), a część surowców do produkcji zakupywana jest za granicą. Z drugiej strony Nowa Gala działając w dużej mierze w segmencie premium, konkuruje z płytkami importowanymi, których ceny w związku ze słabszym PLN mogą być mniej atrakcyjne. Spółka nie zabezpiecza się poprzez instrumenty pochodne na rynku walutowym. Na koniec 1H'08 posiadała kredyt w EUR o wartości ponad 6 mln PLN.

W 3Q'08 zanotowano duży spadek rentowności brutto ze sprzedaży do 31,2% z 35,5% rok wcześniej. Jeszcze w 1-2Q'08 spółka notowała wzrost poziomu rentowności brutto ze sprzedaży w stosunku r/r. Nowa Gala podała, że negatywny wpływ na wynik brutto w wysokości 1,4 mln PLN miało wstrzymanie produkcji związane z rozbudową zakładu produkcyjnego (poniesiono koszty stałe). W związku z pracami dokonano także szerszego zakresu remontów, na co poniesiono dodatkowe koszty w wysokości 2,0 mln PLN. Rentowność brutto ze sprzedaży krajowej wyniosła w 3Q'08 37,3% (w okresie 1-3Q'08 37,5% a w 3Q'07 39,3%) natomiast rentowność brutto sprzedaży eksportowej ukształtowała się na poziomie 24,8% (w okresie 1-3Q'08 24,9% a w 3Q'07 30,3%). Koszty nieprzypisane do żadnego z segmentów geograficznych wyniosły 1,8 mln PLN (część z nich to m.in. efekt opisanego wyżej procesu rozbudowy zakładu; w 3Q'07 wyniosły one 0,05 mln PLN), co wpłynęło na obniżenie rentowności brutto ze sprzedaży ogółem o 3,2 pp.

EBIT był o 22,7% gorszy od naszych szacunków. Rentowność operacyjna spadła z 19,4% do 15,9%. Zdecydowanie mniejsze niż w poprzednich kwartałach saldo działalności finansowej (efekt dodatnich różnic kursowych) sprawiło, że wynik netto w mniejszym stopniu odbiegał od naszych prognoz (-10,5%) i wyniósł 7,1 mln PLN (+8,8% r/r, o 6,5% gorzej od konsensusu rynkowego).

Koniunktura rynkowa

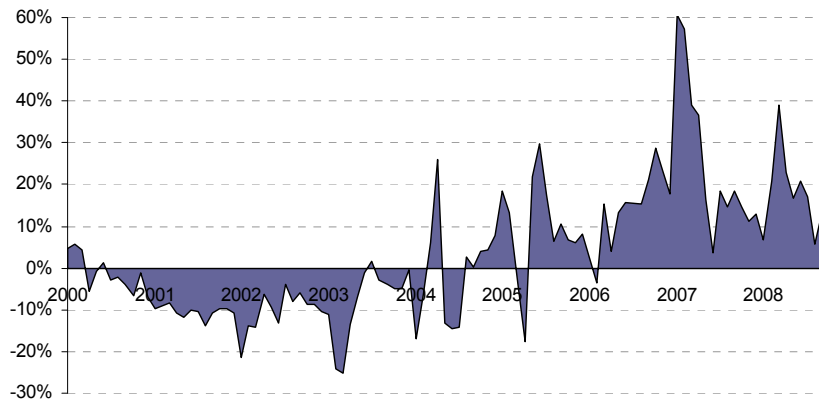
Przy obserwowanej już słabszej koniunkturze w budownictwie, wyniki spółki po 3Q'08 nie zapowiadają naszym zdaniem pozytywnych tendencji w przyszłym roku, przy zdecydowanie gorszej ogólnej sytuacji gospodarczej. Jak na razie realizowane są rozpoczęte już inwestycje budowlane, jednak kryzys rynku finansowego i związany z tym ograniczony dostęp do kredytów przełoży się na przyszłoroczną koniunkturę w branży budowlanej.

Popyt na materiały ceramiczne zależy w głównej mierze od popytu generowanego przez prace remontowych, w mniejszym stopniu związany jest z budownictwem nowych mieszkań oraz budynków komercyjnych. Ogólnie popyt rozkłada się mniej więcej w stosunku 70/30, przy czym większa różnica notowana jest na rynku budownictwa mieszkaniowego.

Optymizm związany z utrzymującymi się dobrymi prognozami rozwoju budownictwa komercyjnego, gdzie Nowa Gala kieruje sporą część sprzedaży (20% sprzedaży ogółem grupy plus część eksportu, co daje w tym przypadku około 25% sprzedaży krajowej całej grupy i około 40% sprzedaży samej Nowej Gali; udział segmentu komercyjnego w sprzedaży Ceramiki Gres jest niewielki), wymaga weryfikacji i ostrożnego podejścia. Problemy z pozyskaniem finansowania a także możliwe kłopoty z pozyskaniem najemców na budowane powierzchnie (ograniczenie wzrostu wydatków przez konsumentów) mogą naszym zdaniem wpłynąć na odłożenie w czasie realizacji części projektów (oprócz handlowych także biurowych, mimo że w tym drugim wypadku chętnych do najmu w dużych miastach jak na razie nie brakuje, jednak na projektach nowych obiektów mogą zaważyć problemy z finansowaniem budowy). Warto zwrócić uwagę, że według danych firmy doradczej Cushman&Wakefield nasycenie powierzchnią galerii handlowych w Polsce na 1 tys mieszkańców (150 m kw) jest już porównywalne z rynkiem niemieckim (155 m kw), chociaż jeszcze sporo niższe niż średnia dla EU27 (200 m kw). Trzeba w tym miejscu jednak pamiętać, że efekt schłodzenia koniunktury w „nowym” budownictwie dla producentów materiałów wykończeniowych nie będzie natychmiastowy, ponieważ znajdują się oni na końcu cyklu budowlanego. Brak nowych inwestycji może wpłynąć na wyniki w większym stopniu w 2010 roku.

Niepewność co do sytuacji gospodarczej będzie miała naszym zdaniem także wpływ na ograniczenie wzrostu wydatków na remonty i odłożenie ich na przyszłość, zarówno przez konsumentów indywidualnych jak i podmioty gospodarcze. Jednak skala spowolnienia w tym momencie jest trudna do prognozowania w sytuacji bardzo rozbieżnych prognoz dotyczących przyszłorocznego rozwoju polskiej gospodarki. Powyższa sytuacja ogólnie nie rysuje zbyt optymistycznych perspektyw na 2009 i 2010 rok dla producentów materiałów wykończeniowych. Dodatkowo na krajowym rynku płytek ceramicznych może pojawić się dodatkowa podaż ze strony lidera rynku, Cersanitu, który uruchomił właśnie produkcję na Ukrainie a którego grupa docelowa klientów częściowo pokrywa się z segmentami rynku, w których działa Ceramika Gres (płytki ekonomiczne i main stream; Nowa Gala pozycjonuje się na rynku premium, na którym Cersanit i Opoczno są nieobecne). Produkcję płytek z „górnjej półki” zapowiada z kolei nowy gracz na rynku, Valdi Ceramika, który w 4Q'09 ma zakończyć budowę zakładu (za 120 mln PLN) o docelowych mocach 4,1 mln m kw płytek rocznie. Właściciel nowej spółki dotychczas zajmował się dystrybucją płytek ceramicznych i akcesoriów łazienkowych (poprzez Dom Handlowy Valdi).

Dynamika produkcji budowlano-montażowej r/r



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., GUS

Weryfikacja prognoz

Nowa Gala obawiając się skutków kryzysu wstrzymała rozbudowę mocy produkcyjnych. Wcześniej planowano powiększenie rocznych mocy produkcyjnych w Ceramice Gres o 2 mln m kw za 20-30 mln PLN. Obecnie moce w całej grupie wynoszą 9,5 mln m kw płytek rocznie, po tegorocznej rozbudowie o 0,5 mln m kw w segmencie premium.

Spółka zapowiada w najbliższym czasie kontynuację redukcji kosztów poprzez automatyzację pracy oraz położenie większego nacisku na sprzedaż eksportową. Od strony kosztowej w najbliższych okresach spodziewamy się dalszego osłabienia presji płacowej. Podwyżka gazu (około 13% kosztów rodzajowych) w 4Q'08 prawdopodobnie jest ostatnią w perspektywie kilku kwartałów w związku ze spadającymi cenami ropy, za którymi z dziewięciomiesięcznym opóźnieniem podążają ceny gazu. Z ostatnich zapowiedzi URE wynika także, że może nie dojść do drastycznych podwyżek cen energii elektrycznej (około 6% kosztów rodzajowych) w przyszłym roku. Utrzymanie udziałów w rynku może naszym zdaniem wymagać pewnej obniżki cen, jeżeli dekonjunktura będzie się przedłużać.

Zdecydowaliśmy się skorygować w dół prognozę przychodów w 2008 roku do 195,6 mln PLN (-9,3% w stosunku do poprzedniej wersji). Spodziewamy się, że EBIT w 2008 wyniesie 31,0 mln PLN (korekta o -6,8%) a zysk netto 21,5 mln PLN (korekta o -5,6%). W 2007 roku sprzedaż pro forma CNG i Ceramiki Gres wyniosła 191 mln PLN a zysk netto sięgnął 21 mln PLN.

Wyniki 4Q'08 będą już w pełni porównywalne z poprzednim rokiem. Szacujemy, że w ostatnich trzech miesiącach bieżącego roku spółka zanotuje przychody ze sprzedaży na poziomie 43,4 mln PLN (+8,8% r/r), zysk operacyjny wyniesie 7,2 mln PLN (-4,0% r/r, w 4Q'07 zanotowano na poziomie brutto ze sprzedaży ujemną wartość kosztów nieprzypisanych w wysokości 1,8 mln PLN, co wpłynęło na zwiększenie rentowności brutto ze sprzedaży o 3,9 pp, w 4Q'08 zakładamy zerowe saldo na tej pozycji) a zysk netto 4,8 mln PLN (+14,6% r/r, mniejsze saldo działalności finansowej).

W związku z zakładanym pogorszeniem się koniunktury na rynku materiałów budowlanych w kolejnych okresach, zdecydowaliśmy się także zrewidować w dół nasze prognozy na kolejne lata. Spodziewamy się przychodów w 2009 roku na poziomie 187,9 mln PLN (-4,0% r/r), spadku zysku EBIT do 28,3 mln PLN (-8,5% r/r) oraz zysku netto na poziomie 18,8 mln PLN (-12,9% r/r). W 2010 prognozujemy osiągnięcie przez spółkę 188,0 mln PLN przychodów ze sprzedaży i 19,1 mln PLN zysku netto. Szacowany przez nas CAGR 2017/2008 dla przychodów wynosi 1,4%.

Skup akcji

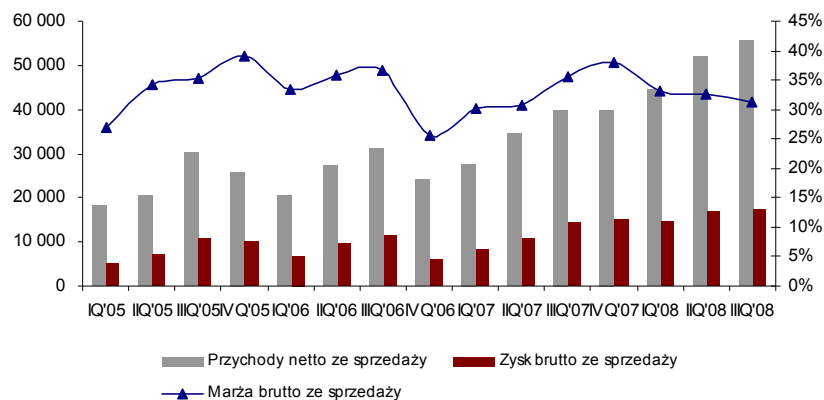
Zarząd spółki wstrzymał się na razie z dalszymi inwestycjami w obliczu słabnącej koniunktury. W związku z tym spółka zdecydowała się na dystrybucję gotówki dla akcjonariuszy. W 3Q'08 dług netto wzrósł do 75,4 mln PLN z 68,8 mln PLN na koniec 2007 roku, jednak wskaźniki dług netto/EBITDA narastająco za cztery kwartały kształtuje się na bezpiecznym poziomie 1,5x. Dla porównania dla Cersanitu wynosi on 2,7x.

W czerwcu Nowa Gala wypłaciła już dywidendę w wysokości 5,7 mln PLN (10 gr/akcję). Od lipca spółka prowadzi skup akcji własnych w celu umorzenia (plan zakłada skup do 1,5 mln akcji za maksymalnie 6,5 mln PLN przy cenie nabycia akcji nie wyższej niż 4,7 PLN za sztukę). Dotychczas skupiono ponad 1,28 mln akcji za ponad 4,53 mln PLN. Równocześnie w połowie października rozpoczął się drugi program odkupu własnych akcji. W tym wypadku spółka może kupić w ciągu 5 lat maksymalnie 9,9 mln akcji za kwotę do 18,0 mln PLN (cena 1 akcji nie może być większa niż 5,0 PLN). Na początku października weszły w życie przepisy, które stwarzają możliwość wykorzystania skupionych akcji na dowolny cel, w tym także do odsprzedaży w przyszłości przez spółkę w celu sfinansowania rozwoju firmy, o czym wspominał zarząd CNG. Dotychczas w tym programie odkupiono niespełna 0,93 mln akcji za łącznie 2,96 mln PLN.

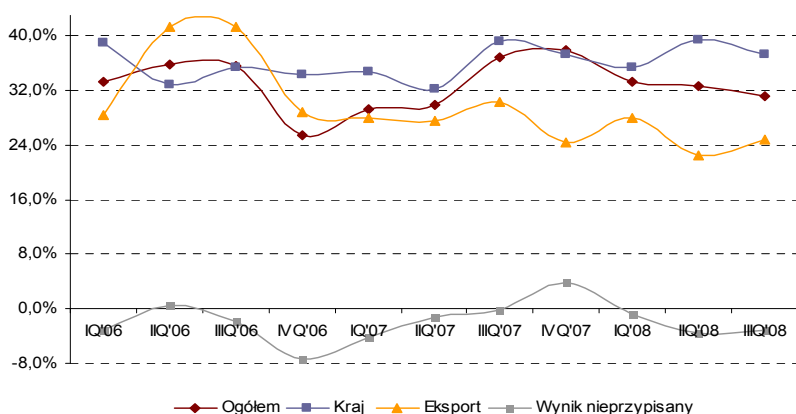
Wyniki skonsolidowane spółki [mln PLN]

	3Q'07	3Q'08	zmiana r/r	1-3Q'07	1-3Q'08	zmiana r/r	2006	2007	zmiana r/r
Przychody	41,0	55,7	35,7%	102,1	152,2	49,0%	101,5	141,0	38,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	15,1	17,3	15,0%	33,1	49,1	48,2%	32,7	47,4	44,8%
EBITDA	11,4	13,8	20,6%	23,2	38,3	64,8%	26,0	34,4	32,3%
EBIT	8,0	8,9	11,1%	14,2	23,8	67,2%	15,1	21,2	40,7%
Zysk (strata) brutto	7,3	8,4	15,0%	12,4	19,9	60,0%	12,0	17,0	41,6%
Zysk (strata) netto	6,5	7,1	8,8%	11,0	16,8	52,0%	9,7	15,0	54,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	36,8%	31,2%		32,4%	32,2%		32,2%	33,6%	
Marża EBITDA	27,8%	24,7%		22,7%	25,1%		25,6%	24,4%	
Marża EBIT	17,8%	15,1%		12,2%	13,1%		11,8%	12,0%	
Marża zysku netto	15,9%	12,8%		10,8%	11,0%		9,6%	10,6%	

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

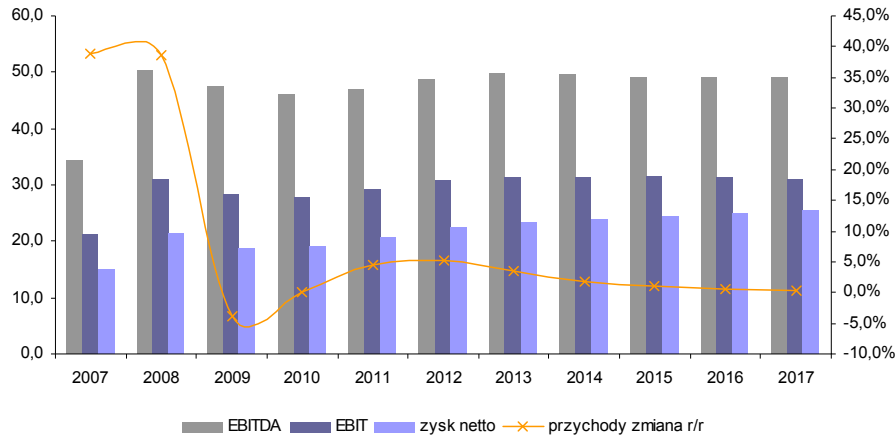
Wybrane skonsolidowane dane finansowe Nowej Gali [tys PLN]


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

Rentowności brutto ze sprzedaży na poziomie skonsolidowanym


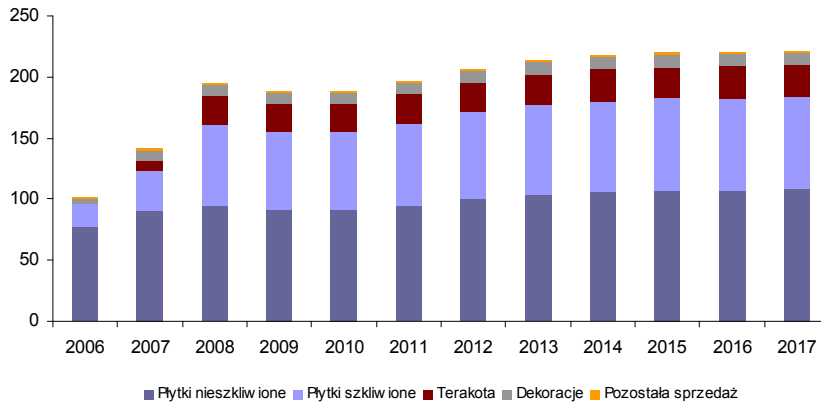
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Raporty okresowe spółki,

Prognozowane skonsolidowane wyniki Ceramiki Nowej Gali [mln PLN]



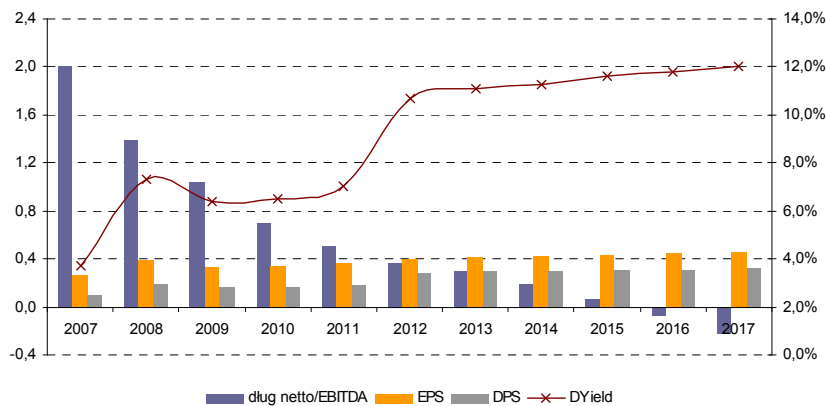
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Raporty okresowe spółki

Prognozowana struktura asortymentowa skonsolidowanych przychodów w latach 2006-2017



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Prognozowane wskaźniki dług netto/EBITDA, EPS, DPS, DYield



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Aktywa trwałe	106,5	192,2	190,2	179,2	171,7	169,9	170,8	171,9	172,4	172,8	173,0	173,1
Wartości niematerialne i prawne	0,0	22,1	20,5	18,9	17,3	15,8	14,2	12,6	12,0	12,0	12,0	12,0
Rzeczowe aktywa trwałe	99,7	160,7	160,3	150,9	145,0	144,8	147,3	149,9	151,1	151,5	151,7	151,8
Aktywa obrotowe	72,1	108,0	129,1	142,2	152,4	158,4	162,8	162,2	161,4	157,1	152,7	148,5
Zapasy	36,0	56,4	62,5	61,1	61,1	63,8	67,2	69,5	70,8	71,4	71,8	71,9
Należności krótkoterminowe	29,4	43,9	56,0	54,8	54,8	57,3	60,3	62,4	63,5	64,1	64,4	64,5
Inwestycje krótkoterminowe	6,3	7,0	10,0	25,7	35,8	36,6	34,6	29,7	26,5	20,9	15,8	11,3
Aktywa razem	178,7	300,2	319,3	321,4	324,1	328,3	333,6	334,1	333,8	329,9	325,7	321,6
Kapitał (fundusz) własny	118,3	191,9	200,3	208,3	218,1	229,2	241,3	248,9	256,3	264,2	271,9	279,8
Kapitał (fundusz) podstawowy	38,0	57,0	57,0	55,8	55,8	55,8	55,8	55,8	55,8	55,8	55,8	55,8
Kapitał (fundusz) zapasowy	70,5	119,8	129,2	136,8	146,2	155,7	166,1	172,8	179,8	186,9	194,3	201,7
Zysk (strata) netto	9,7	15,0	21,5	18,8	19,1	20,7	22,5	23,3	23,7	24,5	24,8	25,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	60,4	108,3	119,0	113,1	106,1	99,1	92,3	85,2	77,5	65,7	53,8	41,8
Rezerwy na zobowiązania	8,9	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Zobowiązania długoterminowe	31,0	39,6	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	24,1	12,1	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	20,5	53,4	67,6	61,7	54,7	47,7	40,9	33,8	26,1	26,3	26,5	26,5
Pasywa razem	178,7	300,2	319,3	321,4	324,1	328,3	333,6	334,1	333,8	329,9	325,7	321,6

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody netto ze sprzedaży	101,5	141,0	195,6	187,9	188,0	196,4	206,8	213,8	217,7	219,8	220,8	221,3
Koszty produktów, tow. i materiałów	68,8	93,6	131,6	127,1	127,1	132,9	140,0	145,3	148,3	149,8	150,9	151,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	32,7	47,4	64,0	60,7	60,8	63,4	66,7	68,6	69,4	70,0	69,9	69,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	19,2	24,7	32,8	31,9	32,3	33,7	35,4	36,6	37,2	37,6	37,8	37,8
Zysk (strata) na sprzedaży	13,5	22,7	31,2	28,8	28,5	29,8	31,4	32,0	32,2	32,4	32,1	32,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1,5	-1,5	-0,2	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	15,1	21,2	31,0	28,3	28,0	29,2	30,7	31,3	31,4	31,6	31,3	31,1
Saldo pozostałej działalności finansowej	-3,1	-4,2	-5,3	-5,7	-4,9	-4,3	-3,7	-3,2	-2,8	-2,2	-1,4	-0,6
Zysk (strata) brutto	12,0	17,0	25,6	22,6	23,0	24,9	27,1	28,1	28,6	29,5	29,9	30,5
Zysk (strata) netto	9,7	15,0	21,5	18,8	19,1	20,7	22,5	23,3	23,7	24,5	24,8	25,3

CF [mln PLN]	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Przepływy z działalności operacyjnej	12,2	21,7	33,6	45,0	41,8	38,2	38,7	41,2	42,3	42,8	43,0	43,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,1	-59,1	-17,3	-7,7	-9,9	-15,1	-18,1	-18,8	-18,0	-17,5	-17,6	-17,7
Przepływy z działalności finansowej	-5,5	38,0	-13,3	-21,6	-21,8	-22,4	-22,6	-27,3	-27,5	-30,9	-30,5	-30,0
Przepływy pieniężne netto	2,6	0,7	3,0	15,7	10,1	0,8	-2,0	-5,0	-3,2	-5,6	-5,1	-4,5
Środki pieniężne na początek okresu	3,7	6,3	7,0	10,0	25,7	35,8	36,6	34,6	29,7	26,5	20,9	15,8
Środki pieniężne na koniec okresu	6,3	7,0	10,0	25,7	35,8	36,6	34,6	29,7	26,5	20,9	15,8	11,3

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody zmiana r/r	38,7%	-4,0%	0,1%	4,5%	5,3%	3,4%	1,8%	0,9%	0,5%	0,2%
EBITDA zmiana r/r	46,6%	-6,0%	-2,9%	1,9%	3,9%	2,1%	-0,7%	-0,6%	-0,4%	-0,1%
EBIT zmiana r/r	46,1%	-8,5%	-1,2%	4,3%	5,3%	1,8%	0,4%	0,7%	-1,1%	-0,6%
Zysk netto zmiana r/r	43,9%	-12,9%	1,9%	8,2%	8,5%	3,9%	1,7%	3,1%	1,5%	2,0%
Marża brutto na sprzedaży	32,7%	32,3%	32,4%	32,3%	32,3%	32,1%	31,9%	31,9%	31,7%	31,6%
Marża EBITDA	25,8%	25,2%	24,5%	23,9%	23,6%	23,3%	22,7%	22,4%	22,2%	22,1%
Marża EBIT	15,8%	15,1%	14,9%	14,9%	14,9%	14,6%	14,4%	14,4%	14,2%	14,0%
Marża brutto	13,1%	12,0%	12,3%	12,7%	13,1%	13,1%	13,1%	13,4%	13,5%	13,8%
Marża netto	11,0%	10,0%	10,2%	10,5%	10,9%	10,9%	10,9%	11,1%	11,2%	11,4%
COGS / przychody	67,3%	67,7%	67,6%	67,7%	67,7%	67,9%	68,1%	68,1%	68,3%	68,4%
SG&A / przychody	16,8%	17,0%	17,2%	17,2%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%
SG&A / COGS	24,9%	25,1%	25,4%	25,3%	25,3%	25,2%	25,1%	25,1%	25,0%	25,0%
ROE	10,8%	9,0%	8,8%	9,0%	9,3%	9,4%	9,3%	9,3%	9,1%	9,1%
ROA	5,4%	5,0%	6,7%	5,8%	5,9%	6,3%	6,7%	7,0%	7,1%	7,4%
ROE - WACC	0,5%	-1,3%	-1,7%	-1,6%	-1,4%	-1,5%	-1,8%	-1,9%	-2,3%	-2,3%
Stopa zadłużenia	37,3%	35,2%	32,7%	30,2%	27,7%	25,5%	23,2%	19,9%	16,5%	13,0%
Dług	80,3	75,3	68,3	60,3	52,3	44,3	36,1	24,1	12,1	0,0
D / (D+E)	25,1%	23,4%	21,1%	18,4%	15,7%	13,3%	10,8%	7,3%	3,7%	0,0%
D / E	33,6%	30,6%	26,7%	22,5%	18,6%	15,3%	12,1%	7,9%	3,9%	0,0%
Odsetki / EBIT	-17,2%	-20,2%	-17,7%	-14,6%	-12,0%	-10,2%	-9,0%	-6,8%	-4,4%	-1,8%
Dług / kapitał własny	40,1%	36,1%	31,3%	26,3%	21,7%	17,8%	14,1%	9,1%	4,5%	0,0%
Dług netto	70,3	49,6	32,5	23,7	17,7	14,6	9,7	3,2	-3,7	-11,3
Dług netto / kapitał własny	35,1%	23,8%	14,9%	10,3%	7,3%	5,9%	3,8%	1,2%	-1,4%	-4,0%
Dług netto / EBITDA	139,4%	104,6%	70,5%	50,4%	36,3%	29,4%	19,6%	6,6%	-7,6%	-23,1%
Dług netto / EBIT	227,0%	175,1%	116,0%	81,1%	57,6%	46,8%	30,8%	10,2%	-11,8%	-36,4%
EV	217,5	196,8	179,7	170,9	164,9	161,8	156,9	150,4	143,5	135,9
Dług / EV	36,9%	38,3%	38,0%	35,3%	31,7%	27,4%	23,0%	16,0%	8,5%	0,0%
CAPEX / Przychody	8,9%	4,3%	5,7%	8,1%	9,2%	9,1%	8,5%	8,1%	8,1%	8,1%
CAPEX / Amortyzacja	89,7%	42,3%	58,8%	89,7%	105,3%	105,7%	102,8%	102,2%	101,4%	100,6%
Amortyzacja / Przychody	10,0%	10,2%	9,6%	9,0%	8,7%	8,7%	8,3%	8,0%	8,0%	8,1%
Zmiana KO / Przychody	6,4%	-0,9%	0,0%	2,2%	2,5%	1,7%	0,9%	0,5%	0,2%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	22,9%	22,6%	50,7%	50,7%	50,7%	50,7%	50,7%	50,7%	50,7%	50,7%
Wskaźniki rynkowe	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
MC/S*	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/E*	6,8	7,8	7,7	7,1	6,6	6,3	6,2	6,0	5,9	5,8
P/BV*	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/CE*	3,6	3,9	4,0	3,8	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,4
EV/EBITDA*	4,3	4,1	3,9	3,6	3,4	3,2	3,2	3,1	2,9	2,8
EV/EBIT*	7,0	6,9	6,4	5,9	5,4	5,2	5,0	4,8	4,6	4,4
EV/S*	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
BVPS	3,59	3,74	3,91	4,11	4,33	4,46	4,60	4,74	4,88	5,02
EPS	0,39	0,34	0,34	0,37	0,40	0,42	0,43	0,44	0,45	0,45
CEPS	0,74	0,68	0,67	0,69	0,73	0,75	0,75	0,75	0,76	0,77
FCFPS	0,64	0,54	0,38	0,33	0,37	0,41	0,43	0,44	0,45	0,45
DPS	0,19	0,17	0,17	0,19	0,28	0,29	0,30	0,31	0,31	0,32
Payout ratio	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., * Obliczenia przy cenie 2,64 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI

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

Dyrektor Wydziału
IT, handel, budownictwo

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

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

Specjalista ds. analiz
przemysł drzewny,
materiały budowlane, tekstylia

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

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 wartości księgowej
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 znacznie 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	KUPIJ
Wycena poprzedniej rekomendacji	4,6
Data poprzedniej rekomendacji	17.06.2008
Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	2,64

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'08

Kupuj	2	66%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	1	33%

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 4 grudnia 2008 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 9 grudnia 2008 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 sprawdzają 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 Rady Ministrów 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.

Beskidzki Dom Maklerski S.A.
ul. Stojalowskiego 27, 43-300 Bielsko-Biała
tel. 033/ 812-84-40, fax.033/812-84-42