

Nowa Gala

poprzednia rekomendacja: kupuj
akumuluj

Cena (29/03/2007)	5.9
Cena docelowa	6.9

Przejęcie Ceramiki Gres

Ceramika Nowa Gala jest jedynym giełdowym producentem płytek ceramicznych, którego wyniki finansowe za IV kwartał 2006 roku nie rozczarowały i były zgodne z oczekiwaniami. Pomimo kolejnego trudnego roku dla całej branży, spółce udało się wykonać prognozy. Rok bieżący powinien być zdecydowanie lepszy dla spółki, przede wszystkim ze względu na oczekiwane ożywienie rynkowe, a także niewątpliwe korzyści wynikające z planowanego przejęcia Ceramiki Gres. Od naszej ostatniej rekomendacji kurs akcji Ceramiki Nowa Gala wzrósł o 26%. Mając to na uwadze, a także opierając się na naszej zaktualizowanej wycenie, obniżamy rekomendację do akumuluj, podnosząc jednocześnie cenę docelową z 6.1 PLN do 6.9 PLN za akcję.

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2005	95.1	9.5	20.5	7.6	4.8	0.1	0.4	3.0	45.7	2.0	26.3	12.3	4.3
2006	104.4	15.5	26.4	12.4	10.2	0.3	0.6	3.1	21.9	1.9	16.6	9.7	8.6
2007p	146.2	20.9	35.8	18.6	15.3	0.3	0.5	3.4	22.0	1.8	17.7	10.3	8.0
2008p	200.1	27.9	42.3	25.9	21.5	0.4	0.6	3.7	15.6	1.6	13.3	8.7	10.1
2009p	211.8	29.7	43.2	28.2	23.7	0.4	0.7	4.0	14.2	1.5	12.4	8.5	10.3

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Wyniki za IV kwartał 2006 roku

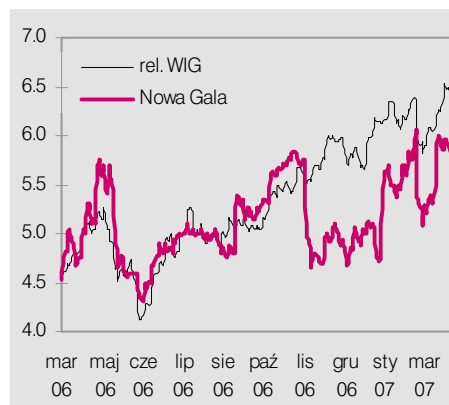
Przychody ze sprzedaży spółki w IV kwartale 2006r. spadły o ok. 2% r/r. Patrząc jednak z perspektywy całego roku 2006, spółka odnotowała wzrost sprzedaży o 10% r/r do poziomu 104.4 mln PLN. Na wzrost kwartalnego zysku operacyjnego o 14% r/r oraz zysku netto o 50% r/r decydujący wpływ miało przeszacowanie wartości nieruchomości inwestycyjnej (+2.45 mln PLN). Oceniając wyniki kwartalne, należy wziąć pod uwagę wyższą bazę porównawczą, jaką stworzyły rezultaty spółki osiągnięte w IV kwartale 2005 roku, które wynikały z wyższego popytu na materiały wykończeniowe związanego z końcem obowiązywania ulgi remontowej.

Przejęcie Ceramiki Gres

Pod koniec lutego 2007 roku Ceramika Nowa Gala podpisała porozumienie z firmą Sanplast o przejęciu spółki Ceramika Gres. Transakcja zostanie zrealizowana przy wskaźniku P/E za 2006 rok na poziomie 10, co wydaje się być bardzo atrakcyjne dla akcjonariuszy Ceramiki Nowa Gala. Dzięki przejęciu moce wytwórcze grupy powiększą się z 4.7 do 8.3 mln m² płytek rocznie (trzecie miejsce na rynku). Dzięki spójności technologicznej zakładów należących do obydwu podmiotów, a także podobnemu asortymentowi (gresowe płytki podłogowe) możliwe będzie osiągnięcie efektów synergii. Możliwość wydłużenia serii wytwarzanych płytek spowoduje obniżenie kosztów jednostkowych, a dostęp do dwóch niezależnych składów surowcowych ułatwi i skróci proces produkcyjny. Dodatkowo Nowa Gala będzie mogła korzystać z kanałów dystrybucyjnych przejmowanego podmiotu (duże hurtownie i markety budowlane).

Obniżenie rekomendacji, podwyższenie ceny

Od naszej ostatniej rekomendacji cena walorów Ceramiki Nowa Gala wzrosła o 26%. Mimo tego spółka ciągle notowana jest z ponad 36% dyskontem w stosunku do polskich konkurentów. Mając na uwadze powyższe czynniki, a także naszą zaktualizowaną wycenę, która zawiera efekty przejęcia Ceramiki Gres, obniżamy rekomendację do akumuluj, podwyższając jednocześnie cenę docelową dla akcji Ceramiki Nowa Gala z 6.1 PLN do 6.9 PLN za każdą.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	6,04 / 4,3	
Liczba akcji (mln)	38.0	
Kapitalizacja (mln PLN)	224	
EV (mln PLN)	258	
Free float (mln PLN)	112	
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	2.6	
Główny akcjonariusz	Waldemar Piotrowski	
% akcji, % głosów	18.95/18.95	
	1 m	3 m
Zmiana ceny (%)	10.8	20.2
Zmiana rel. WIG (%)	1.5	8.5
	12 m	28.6
		-13.4

Radosław Łukaszczyk

(022) 598 26 88

radoslaw.lukaszczyk@millenniumdm.pl

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

Skonsolidowane wyniki Ceramika Nowa Gala za IV kwartał 2006r.

mIn PLN	IV kwartał 2006	IV kwartał 2005	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	25.5	25.9	-1.7%	104.4	95.1	9.8%
Wynik brutto na sprzedaży	6.8	10.1	-32.6%	34.8	32.8	6.2%
EBIT	3.8	3.4	13.9%	15.5	9.5	62.3%
EBITDA	6.6	6.0	10.3%	26.4	20.5	29.2%
Zysk netto	2.8	1.9	50.1%	10.2	4.8	114.7%
Marża brutto na sprzedaży	26.7%	38.9%		33.3%	34.5%	
Marża EBIT	15.1%	13.0%		14.8%	10.0%	

Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

Przychody w IV kwartale

Przychody Ceramiki Nowa Gala w IV kwartale 2006 roku były niższe o 2% od osiągniętych w analogicznym okresie 2005 roku. Wynikało to głównie z wysokiej bazy porównawczej, jaką stworzyły rezultaty za IV kwartał 2005r., związanej z wyższym popytem na materiały wykończeniowe w związku z końcem obowiązywania ulgi remontowej. Dodatkowo w IV kwartale 2006r. spółka odnotowała wysokie pozostałe przychody operacyjne (2.67 mln PLN), które prawie w całości (2.45 mln PLN) wynikały z przeszacowania wartości nieruchomości inwestycyjnej. Zwiększyło to wynik netto Ceramiki Nowa Gala.

Zamazany obraz marż

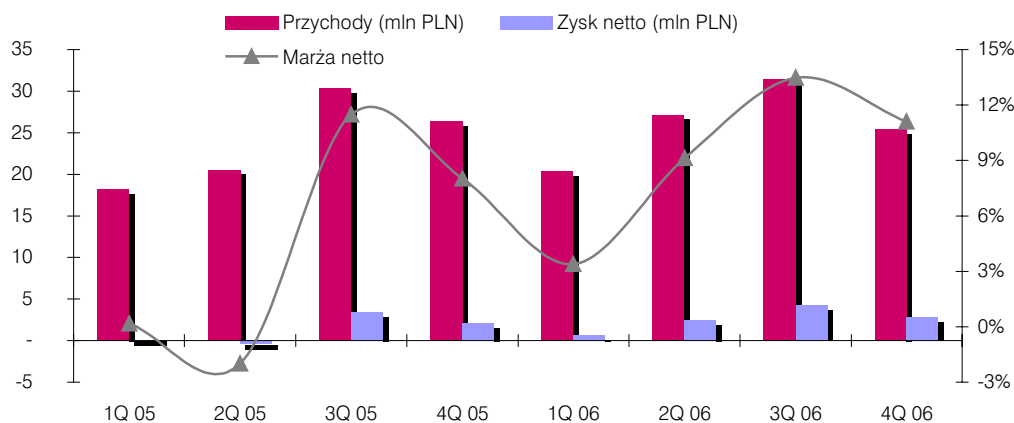
Sezonowo marże Ceramiki Nowa Gala powinny spadać w IV i I kwartale każdego roku. Niestety obraz ten bywa zamazywany przez występujące zdarzenia jednorazowe. W IV kwartale 2006r. marża brutto na sprzedaży spadła aż o 12 pp. r/r (wysoka baza pod wpływem efektów końca obowiązywania ulgi remontowej). Z kolei marża operacyjna i marża netto wzrosły r/r o odpowiednio: 1 pp. i 3 pp. (rezultat przeszacowania wartości nieruchomości inwestycyjnej). Mając na uwadze ciągle trudną sytuację na rynku płytek ceramicznych w 2006 roku, wysokość marż wypracowanych przez Ceramikę Nowa Gala należy uznać za satysfakcjonującą.

Korzyści z przejęcia Ceramiki Gres

Przejęcie Ceramiki Gres niewątpliwie przyniesie Ceramicie Nowa Gala wiele korzyści. Oprócz wzrostu mocy produkcyjnych i wspomnianych wcześniej efektów synergii, spółka zdecydowanie poprawi swoją pozycję konkurencyjną na trudnym rynku płytek ceramicznych. Z kolei przeniesienie produkcji tańszych płytek do zakładu Ceramiki Gres, a droższych do zakładów Ceramiki Nowa Gala doprowadzi do optymalizacji produkcji.

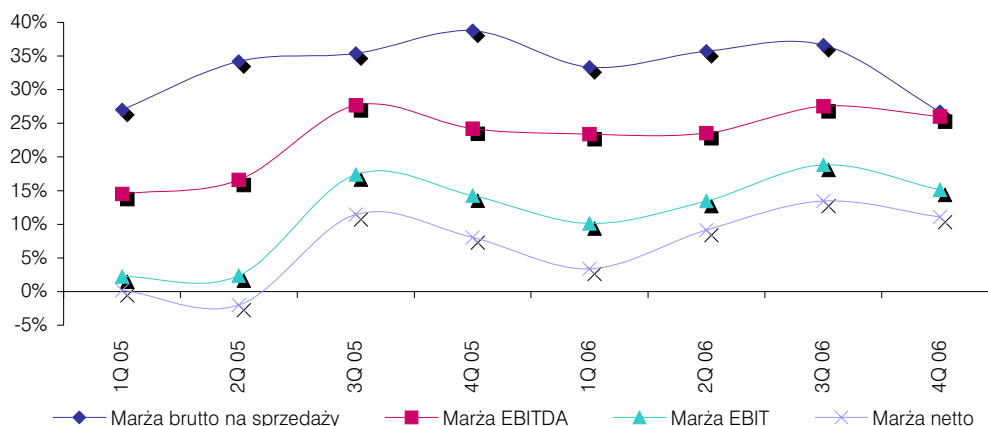
Przejęcie będzie miało również korzystne efekty pod względem finansowym. Co prawda, średnia cena

Wyniki finansowe Ceramiki Nowa Gala w ostatnich kwartałach



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

Wysokość marż w ostatnich kwartałach



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A.

produktów Ceramiki Gres mieści się w przedziale 18-19 PLN, a Ceramiki Nowa Gala w przedziale 29-30 PLN, to jednak uzyskiwane marże brutto na sprzedaży są zbliżone (wynik niższych kosztów stałych Ceramiki Gres). Marża operacyjna oraz marża netto są natomiast wyższe w przypadku spółki przejmowanej (odpowiednio za 2006 rok: 16.9% wobec 14.8% oraz 11.8% wobec 9.8%).

Finansowanie przejęcia

Zakładamy, iż transakcja przejęcia Ceramiki Gres zostanie sfinansowana wpływami z emisji nowych akcji (57 mln PLN) oraz kredytem w wysokości 20 mln PLN. Naszym zdaniem spółka zdecyduje się na emisję 19 mln akcji z zachowaniem prawa poboru z cenę emisyjną jednej akcji w wysokości 3 PLN. Dodatkowo przyjmujemy, iż 2 akcje będą uprawniały do objęcia 1 akcji nowej emisji. Nasze założenia związane z finansowaniem przejęcia opieramy na podstawie komunikatów i informacji pochodzących od spółki.

Nowe projekty inwestycyjne

Ceramika Nowa Gala nie poprzestaje na przejęciu Ceramiki Gres. Spółka rozważa kolejne projekty inwestycyjne. Na posiadanej przez nią działce w Starachowicach może powstać zakład produkujący materiały budowlane, co przyniesie dywersyfikację działalności. Nie są wykluczone również kolejne przejęcia. Decyzje inwestycyjne nie zapadną jednak wcześniej niż pod koniec br. i dlatego nie uwzględniamy ich w naszej wycenie.

Sprzedaż eksportowa

Sprzedaż eksportowa spółki w 2006 stanowiła około 28% sprzedaży ogółem (spadek o 1 pp.) i była realizowana głównie w krajach Europy Zachodniej i Południowej. W celu dywersyfikacji kierunków eksportu, spółka zamierza zintensyfikować działania zmierzające do rozwoju sprzedaży eksportowej na rynkach wschodnich, w szczególności na Ukrainie. Na przeszkodzie stoi tutaj utrzymujący się niski kurs USD/PLN, który obniża rentowność eksportu.

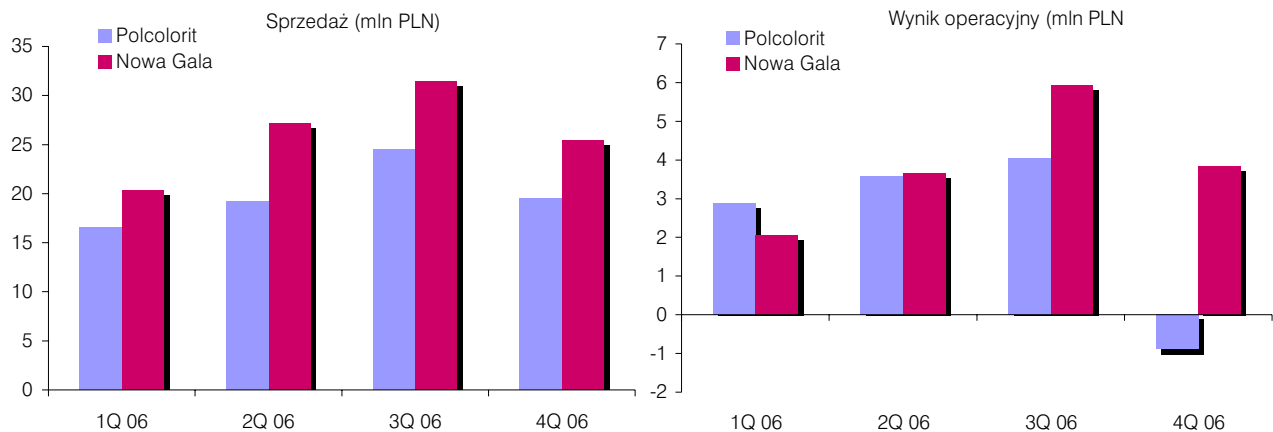
Przyjęte założenia

W naszym modelu założyliśmy, iż przychody ze sprzedaży Ceramiki Nowa Gala wzrosną w 2007 roku łącznie o 40% (zawarty 2% wzrost cen najtańszych płytek), z czego konsolidowana od września 2007 roku Ceramika Gres wypracuje 23 mln PLN.

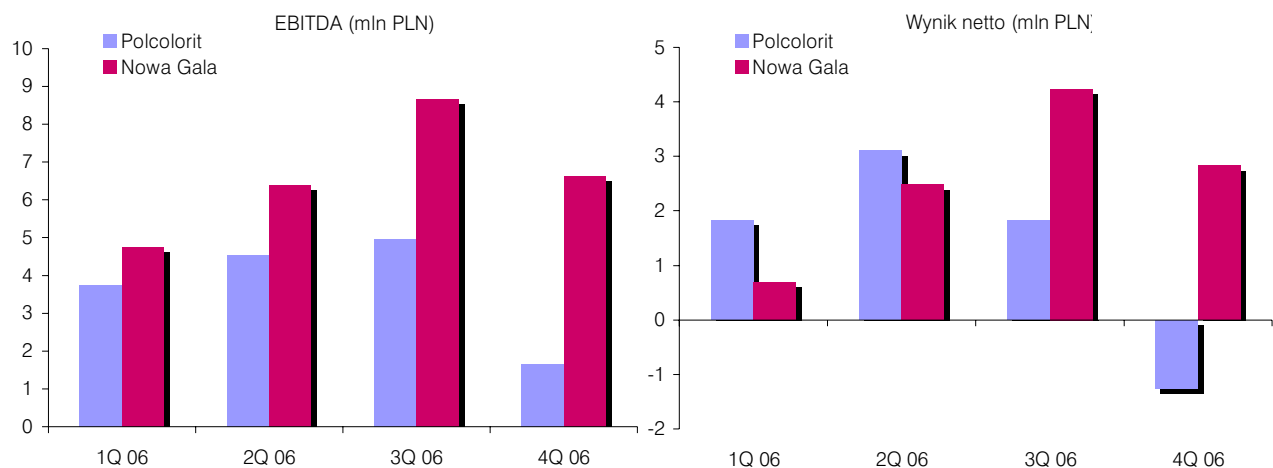
Ponadto zakładamy, iż powodzeniem zakończy się emisja 19 mln akcji po cenie emisyjnej w wysokości 3 PLN każda i spółka pozyska z tego tytułu 57 mln PLN.

Ze względu na stopniowe wypracowywanie strategii, a także pierwsze decyzje odnośnie dalszego rozwoju spółki zarówno organicznego, jak i poprzez przejęcia, podwyższamy wzrost wartości rezydualnej z 1% do 2%.

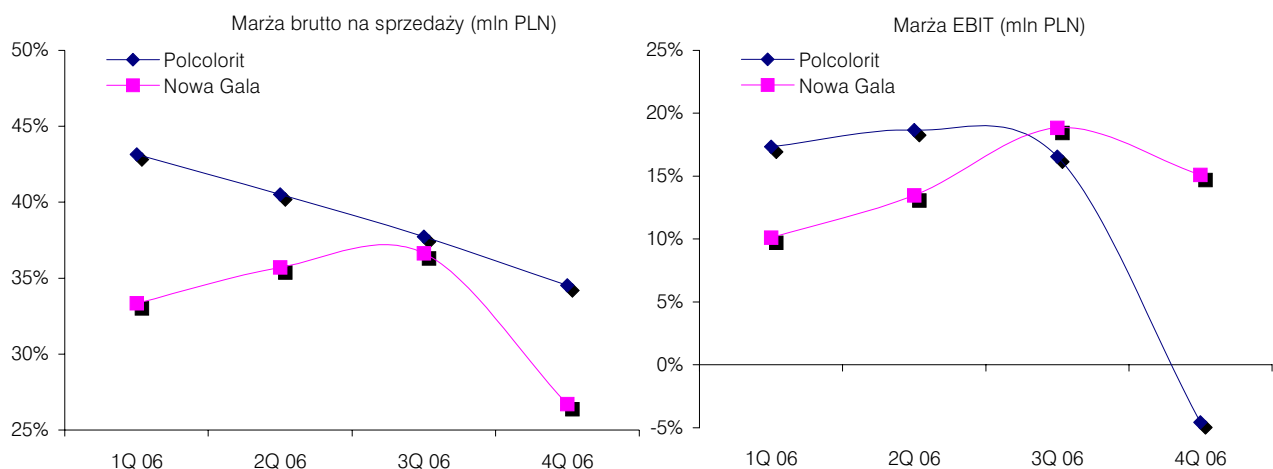
Porównanie Ceramiki Nowa Gala i Polcoloritu
Sprzedaż, wynik operacyjny



Porównanie Ceramiki Nowa Gala i Polcoloritu
EBITDA, wynik netto



Porównanie Ceramiki Nowa Gala i Polcoloritu
Marża brutto na sprzedaży, marża EBIT



Źródło: Ceramika Nowa Gala S.A., Polcolorit S.A.

Wycena i rekomendacja

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 242 mln PLN, czyli 6.4 PLN na akcję. Z kolei w oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy Ceramikę Nowa Gala na 218 mln PLN (5.7 PLN na akcję), a do spółek polskich z branży płytek ceramicznych na 352 mln PLN (9.3 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	242	6.4
Wycena porównawcza do polskich spółek	352	9.3
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	218	5.7
Wycena spółki Ceramika Nowa Gala	263	6.9

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Do wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- wzrost produkcji sprzedanej płytek ceramicznych zgodny z prognozowanym wzrostem PKB dla lat 2007-2016,
- wzrost wynagrodzeń o 4% w 2007 roku i 3% w 2008,
- wzrost cen gazu o 8% w 2007 roku i 6% w roku następnym,
- spadek kursu EUR/PLN z 3.85 PLN w 2007 roku do 3.80 PLN w 2009 i dalej jego stabilizacja na tym poziomie,
- utrzymanie aktualnego poziomu stóp procentowych,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2016 roku na poziomie 5% (założona stopa procentowa jest konserwatywna z uwagi na fakt, iż wraz ze zbliżaniem się Polski do członkostwa w Unii Monetarnej, oczekiwany jest spadek stóp do poziomu obserwowanego w krajach Europy Zachodniej),
- premia rynkowa za ryzyko - 5%,
- współczynnik *Beta* na poziomie 1.0,
- długookresowa stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych - 2% (poziom długoterminowej inflacji).

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 do roku obrotowego za okres 2007-2016. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy posłużyliśmy się rentownościami obligacji skarbowych. Koszt kapitału został wyliczony na podstawie modelu CAPM, który opiera się na wolnej od ryzyka stopie procentowej, premii rynkowej oraz parametrze Beta.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	<2016	
Sprzedaż	146.2	200.1	211.8	223.0	231.4	238.4	243.5	248.7	254.0	259.5		
Stopa podatkowa (T)	18%	17%	16%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%		
EBIT (1-T)	17.1	23.1	25.0	26.8	28.1	29.2	30.0	30.8	31.6	32.3		
Amortyzacja	14.9	14.4	13.5	12.7	12.0	11.7	11.7	11.7	11.7	11.8		
Inwestycje	-76.2	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3	-12.5	-12.2	-12.2	-12.3	-12.3		
Zmiana kap.obrotowego	-3.7	-14.7	-4.1	-3.9	-2.8	-2.3	-1.7	-1.7	-1.8	-1.8		
FCF	(47.8)	17.6	29.1	30.3	32.0	26.0	27.9	28.6	29.3	29.9	407	
Zmiana FCF			65.51%	4.05%	5.39%	-18.59%	7.18%	2.57%	2.44%	2.23%	2.0%	
Dług/Kapitał	23.3%	21.2%	20.0%	18.8%	18.0%	17.2%	16.5%	16.5%	16.4%	16.4%	10.0%	
Stopa wolna od ryzyka	4.4%	4.6%	4.7%	4.9%	5.0%	5.1%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%	5.0%	
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	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	4.8%	5.0%	5.2%	5.5%	5.5%	5.6%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	5.1%	
Koszt kapitału	9.4%	9.6%	9.7%	9.9%	10.0%	10.1%	10.1%	10.2%	10.2%	10.2%	10.0%	
WACC	8.3%	8.6%	8.8%	9.1%	9.2%	9.3%	9.4%	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%	
PV (FCF)	(45.0)	15.2	23.1	21.9	21.1	15.6	15.2	14.2	13.3	12.4	168.4	
Wartość DCF (mln PLN)	275.3	w tym wartość rezydualna					168					
(Dług) Gotówka netto	-33.2											
Wycena DCF (mln PLN)	242.1											
Liczba akcji (mln)*	38.0											

Wycena 1 akcji (PLN) 6.4

* be uwzględnienia emisji 19 mln akcji z zachowaniem prawa poboru, która ma neutralny wpływ na wycenę

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 po okresie prognozy

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
stopa R_f rezydualna	4.0%	5.8	6.3	7.0	8.0	9.4	11.6	15.6
	4.5%	5.6	6.0	6.7	7.5	8.7	10.5	13.4
	5.0%	5.4	5.8	6.4	7.1	8.1	9.5	11.8
	5.5%	5.2	5.6	6.1	6.7	7.6	8.8	10.6
	6.0%	5.0	5.4	5.9	6.4	7.2	8.2	9.6

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.

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
GRUPPO CERAMICHE RICCH	RIC	Włochy	5.9	4.7	4.0	10.1	7.0	5.6	15.0	6.9	5.3
PANARIAGROUP INDUSTRIE	PAN	Włochy	5.9	5.3	5.3	8.9	7.8	7.4	12.9	10.7	10.7
MARAZZI GROUP SPA	MRZ	Włochy	6.3	5.4	5.0	9.1	7.8	7.1	12.8	10.4	8.5
URALITA SA	URA	Hiszpania	6.7	6.5	6.3	9.8	9.1	9.3	22.4	20.2	20.7
GRANITIFIANDRE SPA	GRF	Włochy	8.1	7.8	6.3	12.3	12.3	9.4	19.1	18.5	14.9
WIENERBERGER AG	WIE	Austria	8.4	7.7	7.0	12.8	11.6	10.0	14.5	13.2	11.2
Mediana			6.5	5.9	5.8	9.9	8.5	8.4	14.8	12.0	10.9

Dług netto

Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	33.2	35.8	42.3	43.2	20.9	27.9	29.7	15.3	21.5	23.7
-----------------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	198	218	216	174	203	215	226	258	259
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Wagi 40% 30% 30%

Wycena 218

Wycena na 1 akcję 5.7

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. Należą one do szeroko pojętego Do określenia wartości analizowanej spółki posłużyliśmy się również trzema najczęściej stosowanymi wskaźnikami: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E.

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
DECORA SA	DCR	Polska	13.9	11.6	11.2	16.4	13.5	12.9	18.0	14.3	13.4
POLCOLORIT SA	PLT	Polska	9.9	9.2	8.5	16.9	14.8	13.1	19.6	16.2	13.8
CERSANIT-KRASNYSTAW SA	CST	Polska	21.9	14.7	9.5	25.5	18.7	12.3	31.8	23.8	17.5
OPOCZNO SA	OPO	Polska	9.3	7.8	6.4	17.0	12.4	9.7	20.9	14.1	10.5
Mediana			11.9	10.4	9.0	16.9	14.1	12.6	20.2	15.2	13.6

Dług netto

Wyniki spółki Nowa Gala (mln PLN)	33.2	35.8	42.3	43.2	20.9	27.9	29.7	15.3	21.5	23.7
-----------------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	392	407	356	320	361	341	309	328	321
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Wagi 40% 30% 30%

Wycena 352

Wycena na 1 akcję 9.3

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
przychody netto	95.1	104.4	146.2	200.1	211.8	223.0
koszty wytworzenia	62.3	69.6	96.1	132.2	139.7	146.9
zysk brutto na sprzedaży	32.8	34.8	50.1	67.9	72.1	76.1
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	22.3	21.1	29.2	40.0	42.4	44.6
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1.0	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	20.5	26.4	35.8	42.3	43.2	44.2
EBIT	9.5	15.5	20.9	27.9	29.7	31.5
saldo finansowe	-1.9	-3.1	-2.3	-1.9	-1.5	-1.1
zysk przed opodatkowaniem	7.6	12.4	18.6	25.9	28.2	30.4
podatek dochodowy	2.9	2.2	3.4	4.4	4.5	4.6
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	4.8	10.2	15.3	21.5	23.7	25.9
EPS	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5

Bilans (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
aktywa trwałe	109.6	106.4	167.7	158.7	150.5	143.2
wartości niematerialne i prawne	1.0	1.0	13.0	13.2	13.5	13.8
rzeczowe aktywa trwałe	105.6	99.7	149.0	139.6	131.0	123.3
inwestycje długoterminowe	3.0	5.6	5.8	5.9	6.0	6.1
aktywa obrotowe	65.4	72.3	113.0	149.7	176.5	203.9
zapasy	32.6	36.0	33.6	39.7	41.9	44.1
należności	28.7	29.6	40.1	54.8	58.0	61.1
inwestycje krótkoterminowe	4.0	6.7	39.3	55.2	76.5	98.7
rozliczenia międzyokresowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
aktywa razem	174.9	178.7	280.7	308.4	327.0	347.1
kapitał własny	109.5	118.8	191.1	212.6	229.9	248.6
zobowiązania i rezerwy	65.4	59.9	89.6	95.7	97.1	98.5
zobowiązania długoterminowe	27.5	31.0	51.0	51.0	51.0	51.0
zobowiązania krótkoterminowe	29.8	20.5	30.0	36.0	37.2	38.4
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
rezerwy na zobowiązania	8.1	8.4	8.6	8.7	8.9	9.1
pasywa razem	174.9	178.7	280.7	308.4	327.0	347.1
BVPS	3.0	3.1	3.4	3.7	4.0	4.4

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Cash flow (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
wynik netto	4.8	10.2	15.3	21.5	23.7	25.9
amortyzacja	10.9	11.0	14.9	14.4	13.5	12.7
zmiana kapitału obrotowego	-13.8	-9.4	-3.7	-14.7	-4.1	-3.9
gotówka z działalności operacyjnej	8.4	12.2	29.5	24.3	36.2	37.7
inwestycje (capex)	-14.5	-4.2	-76.2	-5.3	-5.3	-5.3
gotówka z działalności inwestycyjnej	-14.5	-4.1	-75.9	-5.3	-5.4	-5.4
wypłata dywidendy	0.0	-2.2	0.0	0.0	-6.5	-7.1
emisja akcji	0.0	1.1	57.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-2.5	-1.9	25.3	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	-6.4	-5.5	79.3	-3.0	-9.5	-10.1
zmiana gotówki netto	-12.5	2.6	32.9	15.9	21.3	22.2
DPS	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
CEPS	0.4	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
FCFPS	-0.3	0.1	0.6	0.3	0.4	0.4

Wskaźniki (%)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
zmiana sprzedaży	8.69	9.85	40.01	36.83	5.86	5.30
zmiana EBITDA	-8.14	29.21	35.23	18.29	2.22	2.25
zmiana EBIT	-31.33	62.29	34.83	33.44	6.59	6.01
zmiana zysku netto	-52.98	114.71	49.36	40.89	10.04	9.19
marża EBITDA	21.53	25.32	24.45	21.14	20.42	19.82
marża EBIT	10.04	14.83	14.28	13.93	14.03	14.12
marża netto	5.01	9.80	10.45	10.76	11.18	11.60
sprzedaż/aktywa (x)	54.35	58.45	52.09	64.89	64.77	64.25
dług / kapitał (x)	38.11	33.64	34.16	30.70	28.40	26.25
odsetki / EBIT	-20.10	-19.98	-10.78	-6.94	-5.08	-3.38
stopa podatkowa	37.52	17.47	18.00	17.00	16.00	15.00
ROE	4.35	8.61	8.00	10.13	10.31	10.40
ROA	2.72	5.73	5.44	6.98	7.24	7.45
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-38.0	-33.6	-26.0	-10.1	11.2	33.5

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Michał Buczyński

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

Adam Zajler

Makler Papierów Wartościowych
+22 598 26 05
adam.zajler@millenniumdm.pl

Radosław Łukaszczuk

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

Łukasz Kołaczkowski

+22 598 26 59
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Dyrektor

banki i finanse, makroekonomia,
handel

Analitik

telekomunikacja, chemia,
metale, przemysł mięsny

Analitik

informatyka

Asystent

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki

+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak

+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Robert Wiaderny

+22 598 26 79
robert.wiaderny@millenniumdm.pl

Marek Przytuła

+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec

+22 598 26 67
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp
02-017 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

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

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

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

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. 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. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których 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.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
Nowa Gala	Kupuj	30 lis 06	4.7

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w IV kwartale 2006 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	10	23%
Akumuluj	12	28%
Neutralnie	12	28%
Redukuj	9	21%
Sprzedaj	0	0%

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

Kupuj	2	67%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	1	33%
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy*