

Wielton

Kupuj
Cena docelowa: 15,9 PLN
 (z dnia: 21.10.2021)

Cena bieżąca: 11,4 PLN
Wyniki III kw.'21: erozja marży większa niż zakładaliśmy oraz gotówka zamrożona w wyrobach gotowych [negatywnie]

mIn PLN	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	y/y	q/q	3Q21P	kons.
Przychody	488	515	633	675	621	27%	-8%	624,1	641,2
EBITDA	34,0	40,0	43,8	47,8	28,6	-16%	-40%	34,7	36,1
EBIT	19,0	22,9	28,0	31,4	12,0	-37%	-62%	18,2	19,9
Zysk netto	11,2	18,5	18,8	21,4	5,5	-51%	-74%	11,2	13,3
P/E12M trailing	39,4	22,1	12,2	9,9	10,7				
EV/EBITDA 12M trailing	13,7	10,8	8,2	6,3	6,8				
zmiana przychodów r./r.	-5%	2%	34%	97%	27%				
marża EBITDA	7,0%	7,8%	6,9%	7,1%	4,6%			5,6%	5,6%
marża EBIT	3,9%	4,4%	4,4%	4,6%	1,9%			2,9%	3,1%
marża netto	2,3%	3,6%	3,0%	3,2%	0,9%			1,8%	2,1%

Źródło: dane spółki, Trigon DM,

Wg geografii	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	y/y	q/q	3Q21P
Wolumen (szt)*	4 112	4 333	5 243	5 667	5 101	24%	-10%	5 220
PL	731	651	1 145	1 315	1 302	78%	-1%	1 240
FR	1 050	1 349	1 416	1 269	918	-13%	-28%	1 130
IT	82	173	206	236	179	118%	-24%	200
RU	317	471	469	604	657	107%	9%	450
UK	936	1 089	954	879	961	3%	9%	1 000
GR	214	98	308	308	298	39%	-3%	250
CEE	338	137	307	345	314	-7%	-9%	400
Pozostałe	444	365	438	711	472	6%	-34%	550

Źródło: dane spółki, Trigon DM,

Komentarz: Wynik EBITDA jest o ok. 20% gorszy od konsensusu rynkowego. Pomimo wolumenów sprzedaży zbieżnych z naszymi oczekiwaniami, erozja marży związana z kosztami materiałów była wyższa niż oczekiwaliśmy (sprzedaż w lip-wrz dotyczyła umów zawieranych w lut-kwi). Pod względem geografii sprzedaży lepiej od naszych oczekiwań zachował się rynek polski, rosyjski oraz niemiecki. Kw./kw. wzrosty odnotowano jedynie w przypadku Rosji (+9%) i oraz UK (+9%). Duży wzrost kapitału obrotowego (+46mln PLN kw./kw.) związany jest z przyrostem wyrobów gotowych (opóźnienia odbiorów przez klientów oczekujących na dostawy ciągników. Krótkoterminowe zawirowania rynkowe i marżowe nie zmieniają naszego fundamentalnego postrzegania spółki. Obecne otoczenie rynkowe (braki komponentów, wyższe ceny materiałów, ograniczony dostęp do finansowania zewnętrznego, przedłużanie odbiorów przez klientów), będą sprzyjać procesom konsolidacyjnym wokół liderów rynkowym, na czym zyska m.in. Wielton. Dodatkowo dzięki dużej koncentracji aktywów produkcyjnych w Polsce, spółka korzysta na osłabieniu PLN, wobec EUR, co poprawia pozycję konkurencyjną względem podmiotów z Europy Zachodniej.

#Kapitał obrotowy

- Poziom kapitału obrotowego netto wyniósł na koniec Q3'21 335mln PLN tj. +46mln PLN oraz +85mln PLN ytd

mIn PLN	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	2 068,3	2 343,2	1 817,3	2 556,0	2 618,0	2 872,8
EBITDA	129,8	141,8	97,7	163,2	178,1	189,7
EBIT	96,1	89,7	37,0	98,1	112,1	123,5
Zysk netto	69,4	57,6	31,1	64,7	78,1	87,0
EPS (PLN)	1,15	0,95	0,52	1,07	1,29	1,44
P/E (x)	9,9	11,9	22,1	10,6	8,8	7,9
EV/EBITDA (x)	8,0	7,7	10,8	6,6	5,8	5,4
P/BV (x)	2,0	1,8	1,7	1,5	1,4	1,2
DY (%)	2,2%	2,9%	0,0%	2,9%	3,5%	4,4%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

DANE SPÓŁKI			
Ticker	WLT		
Sektor	Przemysł motoryzacyjny		
52 tyg. min/max (PLN)	4,43 / 13,9		
Liczba akcji (mIn szt.)	60,4		
Kapitalizacja (mIn PLN)	725		
Free-float	39,0%		
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	1,18		
	1M	3M	1Y
Zmiana kursu	-8,8%	16,3%	132,6%

- Jest to głównie efekt znaczącego wzrostu poziomów zapasu o 75mln PLN kw./kw. i +190mln PLN ytd
- Poziom należności handlowych był zbliżony kw./kw., a poziom zobowiązań handlowych o 30mln PLN wyższy względem Q2'21
- Po stronie zapasów wyraźnie wzrosły wyroby gotowe do poziomu 162mln PLN (+90mln PLN kw./kw. i +38mln PLN ytd) oraz materiały 274mln PLN (+37mln PLN kw./kw. i +137mln PLN ytd)
- Względem Q2'21 spadek natomiast poziom produkcji w toku do 78mln PLN (-46mln PLN kw./kw.)

Komentarz: Przy okazji publikacji prognozy kwartalnej w październiku zwracaliśmy uwagę, że z uwagi na braki w półprzewodnikach, część klientów WLT, która decyduje się na zakup ciągnika+naczepe, może przesunąć odbiory naczepe z uwagi na przesunięcia w odbiorach ciężarówek. Ryzyko to wydaje się materializować co może skutkować podwyższonym poziomem zadłużenia na koniec roku

#Prognozy zarządu na 2021r.

- wolumen sprzedaży powyżej 20 tys. sztuk // **Komentarz:** Podtrzymujemy nasze tegoroczne prognozy dotyczące wolumenu sprzedaży na poziomie 21300 szt. co implikuje ok. 5300 pojazdów na Q4'21. Zwracamy uwagę na duży zapas wyrobów gotowych, prawdopodobnie klienci wstrzymują się z odbiorami czekając na dostawy ciągników siodłowych, których produkcja przeciąga się z uwagi na braki półprzewodników. Mimo, że Q4'21 jest sezonowo najłagodniejszym kwartałem, uważamy że wzrosty wolumenów kw./kw. są jak najbardziej realne z uwagi na 1) wzrost mocy produkcyjnych po dokonanych inwestycjach oraz 2) duże zapotrzebowanie na produkty wynikające m.in. ze wzrostu cen frachtu morskiego i większej utylizacji mocy produkcyjnych w europejskim przemyśle w celu uzupełnienia braków komponentów z Azji, jest to jeden z czynników który wpływa na rekordowo długi backlog spółki
- przychody ze sprzedaży w wysokości 2,4 mld zł // **Komentarz:** W dalszym ciągu zakładamy osiągnięcie ok. 2,55mld PLN przychodów w '21. Zwracamy uwagę że pomimo 2% niższego wolumenu sprzedaży niż zakładaliśmy w Q3'21 przychody były zgodne z naszymi oczekiwaniami, co świadczy o wzroście średniej ceny produktów. Pomijając przychody ze sprzedaży usług i towarów, średnia cena w Q3'21 wyniosła 122 tys. PLN, tj. +2,1% kw./kw. oraz +2,5% r./r. Dalszej inflacji cenowej spodziewamy się w Q4'21, ponieważ przy 5-6msc backlogu sprzedaż rozpoznana w Q3'21 dotyczy zamówień składanych przez klientów w lutym -kwietniu tj. przed wzrostem cen większości komponentów, czy materiałów
- marża EBITDA na poziomie około 7% // **Komentarz:** W całym roku oczekiwaliśmy marży EBITDA na poziomie 6,4% (7% w H1'21 i 5,7% w H2'21). Biorąc pod uwagę większą niż zakładaliśmy erozję marży w Q3'21 widzimy potrzebę obniżenia naszych oczekiwań w zakresie marży na Q4'21, jednak oczekujemy poprawy kw./kw. Obniżamy nasze oczekiwania marży EBITDA w Q4'21 z 6% na 5%, co implikuje ok. 32mln PLN zysku EBITDA oraz 152mln PLN EBITDA w '21 (6% marży EBITDA). Sprzedaż w Q4'21 będzie dotyczyć zamówień składanych w okresie maj-lipiec, zatem obserwowany był w tym czasie dalszy wzrost cen stali, aluminium, sklejki oraz kosztów energii. Efekt ten będzie jednak minimalizowany przez większą skalę podwyżek w tym okresie.
- wskaźnik dług netto/EBITDA około 2 na koniec 2021 roku // **Komentarz:** Przy oczekiwanych przez nas 152mln PLN zysku EBITDA w br. osiągnięcie celu zadłużenia wymagałoby spadku zadłużenia o 110mln PLN w Q4'21, co naszym zdaniem jest mało realne. Spodziewamy się uwolnienia kapitału obrotowego na produktach gotowych, ale skala może być niewystarczająca do realizacji tego celu.
- CAPEX 45–50mln PLN // **Komentarz:** Po 9M21 wydatki inwestycyjne wyniosły 67mln PLN, w tym 7mln PLN dotyczy wartości niematerialnych. Zarząd podniósł swoje prognozy tegorocznych wydatków na rzeczowe aktywa trwałe do 70mln PLN.

#Inwestycje

- Pod koniec H1'21 zakończono modernizację zakładu, która zwiększyła możliwości produkcyjne z 45 sztuk dziennie do 75 sztuk
- W Lawrance David zakończono reorganizację wydziału, w miejsce produkcji gniazdowej wprowadzony system produkcji liniowej
- W spółce Langendorf inwestycje skoncentrowane było wokół polskiego zakładu spółki, gdzie instalowano maszyny
- Tegoroczny capex został podniesiony z 45-50mln PLN do 70mln PLN

#Outlook Q4'21 i 2022r. W Q4'21 spodziewamy się sprzedaży ok. 5300 sztuk naczep oraz 5% marży EBITDA, co przełoży się na 32mln PLN zysku EBITDA (-20% r./r.). W naszej ocenie obecne otoczenie rynkowe będzie wspierać procesy konsolidacyjne na rynku, co powinno pozytywnie wpływać na marże w sektorze w dłuższym terminie. Braki komponentów (elektronika, automatyka), opóźnianie odbiorów naczep przez klientów z uwagi na opóźnienia w produkcji ciągników (wzrost zapasów, wolniejszy sptyw należności), wzrost cen materiałów i wynagrodzeń (stal, aluminium, sklejka, koszty pracy), bardziej rygorystyczne podejście banków do finansowania są naturalnym czynnikiem, które będą prowadzić do dalszej konsolidacji rynku wokół liderów, do których m.in. zalicza się Wielton, który korzysta na dużej koncentracji aktywów produkcyjnych w Polsce oraz korzystnej relacji EUR/PLN. W 1H'22 spodziewamy się nasilenia zjawisk konsolidacyjnych na rynku (przejmowanie udziałów mniejszych podmiotów). Na początku 2022r spółka przedstawi także zaktualizowaną strategię. Oczekujemy że w perspektywie kilku najbliższych lat zarząd będzie celował w ponad 28 tys. sztuk pojazdów (m.in. dzięki modernizacji i rozbudowie zakładów), co będzie osiągnięte m.in. przez dywersyfikację geograficzną, wykorzystanie know-how obecnych spółek zależnych w celu cross-sellingu oraz wejścia w nowe kategorie produktowe (chłodnie i izotermy).

Łukasz Rudnik

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2

02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

http://www.trigon.pl | E: recepcja@trigon.pl

Grzegorz Kujawski, Head of Research

Konsument, Finanse

Maciej Marcinowski, Deputy Head of Research

Strategia, Banki, Finanse, Przemysł drzewny

Kacper Koproń

Gaming, TMT

Katarzyna Kosiorek

Biotechnologia

Michał Kozak

Paliwa, Chemia, Energetyka

Dominik Niszczyński

TMT

Łukasz Rudnik

Przemysł, Wydobywanie

David Sharma

Budownictwo, Deweloperzy

Sales:

Paweł Szczepański, Head of Sales

Paweł Czupryński

Sebastian Kosakowski

Michał Sopiński

Hubert Kwiecień

Disclaimer

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób). Dokument nie stanowi rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów („Rozporządzenie”). W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktem interesów znajdują się na stronie www.trigon.pl. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przeszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego. Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń.