

WIELTON

Kupuj

(Poprzednia: Zawieszona)

Wolumenowa ofensywa

Cena docelowa: 16 PLN

Potencjał wzrostu: +57%

Wznawiamy wydawanie rekomendacji dla WLT od zalecenia KUPIJ wyznaczając 12M cenę docelową na 16 PLN na akcję (57% potencjału wzrostu). W I kw.'22 zarząd ma przedstawić strategię na lata 2022-2026, która pod względem rozwoju geograficznego i produktowego będzie w naszej ocenie zbliżona do poprzedniej. Zakładamy, że spółce uda się zrealizować cele przychodowe (2,4mld PLN) wyznaczone w poprzedniej strategii wydłużonej do 2021r., jednak wolumen będzie naszym zdaniem niższy niż zakładane 25 tys., podobnie jak marża EBITDA (<6,5% vs. zakładane 8%). Analizując głębiej założenia dla poszczególnych krajów oraz kategorii produktowych widzimy obszary wzrostu spółki w kolejnych latach. Celem spółki było m.in. osiągnięcie pozycji nr1 w Polsce (w '20 nr3), TOP3 we Włoszech (nr6), TOP5 w Niemczech (nr10), TOP5 w krajach CIS (nr10 w Rosji) oraz zdobycie 2% udziału w segmencie chłodni, jednak założeń tych nie udało się dotychczas zrealizować. W naszych prognozach zakładamy, że cele te pozostaną utrzymane w kolejnej strategii, co będzie się wiązało ze wzrostem udziałów rynkowych w Polsce do ~18% (vs. 12,4% w '20), do 9% we Włoszech (vs. 4,4%), 7% w Niemczech (vs. 1,7%) oraz 5% w Rosji (vs. 2,3%). Spółka powinna być w stanie umocnić także swoją pozycję w regionie CEE, gdzie systematycznie rozbudowywany jest kanał sprzedaży (zakładamy wzrost udziałów do 12% z 6% obecnie). Wzrost biznesu wynikający z poprawy udziałów na obecnych rynkach szacujemy na 5 tys. sztuk.

Zwracamy także uwagę na potencjał rozwoju produktowego zarówno na poziomie Grupy Wielton jak i poszczególnych spółek. Przejmowane dotychczas spółki były wyspecjalizowane w 1-2 kategoriach produktowych: Fruehauf - kurtyny i furgony, Langendorf - inloadery i podkontenerowce, Lawrance David - kurtyny i last mile. Grupa z kolei nie posiada jeszcze kompetencji w segmencie chłodni, które odpowiadają za ok. 13% europejskiego rynku. Po rozpoczętej w ub.r. modernizacji zakładów w Wieluniu moce produkcyjne wzrosły z 45 sztuk dziennie na koniec '19 do 75 sztuk obecnie, a na koniec roku wyniosą 83 sztuki dziennie, co implikuje wzrost wolumenów z poziomu 11500 rocznie do 19000 sztuk obecnie (+7500) oraz 21000 sztuk na koniec roku (+9500). Inwestycja ta stanowi krok milowy w odbudowie pozycji na rynku polskim oraz zwiększeniu udziału na rynku europejskim. Kolejną kluczową inwestycją będzie budowa zakładu płyt izolowanych (oddanie w listopadzie 2023r), które pozwolą Grupie nie tylko wejść w segment chłodni, ale także rozwinąć sprzedaż zabudów last mile oraz furgonów.

Producenci samochodów ciężarowych w Europie utrzymują rekordowo wysokie order intake, a współczynnik book-to-bill istotnie przekracza 1x (str. 4). Biorąc pod uwagę silne skorelowanie rynku samochodów ciężarowych oraz nacze jesteśmy optymistycznie nastawieni do wolumenów sprzedaży Grupy Wielton w 2H'21. Start projektów infrastrukturalnych powinien dodatkowo napędzić popyt na wywrotki, w których Wielton ma bardzo mocną pozycję. Rosnące ceny materiałów oraz komponentów, a szczególnie ich ograniczona dostępność stanowi dla spółki pewne ryzyko, jednak ryzyko to jest dużo większe w przypadku mniejszych podmiotów (ograniczone finansowanie bankowe, mniejsza wiarygodność dla dostawców/klientów). W poprzednim kryzysie udział 5-ciu największych producentów w Europie wzrósł z ~30% w 2009r do ~60% w 2016r.

Po stronie ryzyk zwracamy uwagę na 1) mocno rosnące koszty materiałów (stal, aluminium, drewno), które w naszym odczuciu nie pozwolą spółce osiągnąć w br. zakładanego celu marży EBITDA, 2) rosnące koszty energii elektrycznej, gazu oraz koszty pracy, które będą z kolei ciężać poprawie marży w przyszłym roku (efekt ten powinien być jednak zrekomensowany wzrostem efektywności i większą produkcją po modernizacji zakładów, szczególnie w Wieluniu), 3) rekordowy order intake OEM, który może spowodować lukę popytową w przyszłym roku, 4) przejściowe problemy z dostępnością półprzewodników u producentów samochodów ciężarowych.

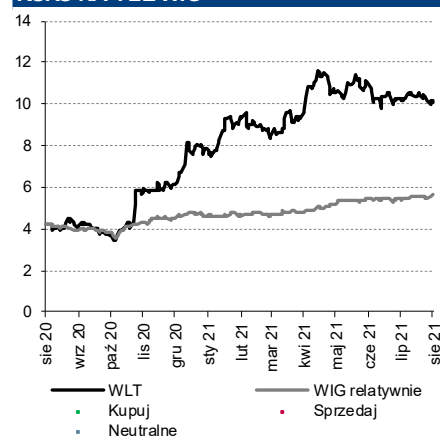
mIn PLN	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	2 068,3	2 343,2	1 817,3	2 571,8	2 705,6	2 872,8
EBITDA	129,8	141,8	97,7	159,3	179,8	185,9
EBIT	96,1	89,7	37,0	95,8	115,8	121,5
Zysk netto	69,4	57,6	31,1	64,0	81,8	86,2
EPS (PLN)	1,15	0,95	0,52	1,06	1,36	1,43
P/E (x)	8,9	10,7	19,8	9,6	7,5	7,1
EV/EBITDA (x)	7,4	7,2	10,0	5,7	4,8	4,5
P/BV (x)	1,8	1,6	1,5	1,4	1,2	1,1
DY (%)	2,5%	3,2%	0,0%	3,2%	3,9%	4,9%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

DANE SPÓŁKI

Ticker	WLT		
Sektor	Przemysł transportowy		
Kurs (PLN)	10,20		
52 tyg. min/max (PLN)	3,33 / 11,6		
Liczba akcji (mln szt.)	60,4		
Kapitalizacja (mln PLN)	616		
Free-float	27,6%		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,50		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-0,4%	-3,4%	140,6%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Zawieszona	20.07.2021	b.d.
Zawieszona	21.04.2021	b.d.
Zawieszona	10.12.2020	b.d.
Zawieszona	20.10.2020	b.d.
Zawieszona	13.07.2020	b.d.
Zawieszona	21.04.2020	b.d.
Zawieszona	16.03.2020	b.d.

AKCJONARIAT

	Udział %
FORUM 109 FIZ	37,6%
MPSZ Sp. z o.o	13,4%
Łukasz Tyłkowski	9,7%
VESTA FIZ	6,7%
TFI Aviva Investors Poland SA	5,0%

WAŻNE DATY

Raport za II kw.'21	16.09.2021
Raport za III kw.'21	18.11.2021

ANALITYK

Łukasz Rudnik	(22) 330 11 22
	l.rudnik@trigon.pl

Wielton

Bloomberg ticker

WLT PW

Rekomendacja
Kupuj
Cena docelowa (PLN)
16,0
Kurs (PLN)
10,2
Potencjał wzrostu
57%

Poprzednia rekomendacja

Zawieszona

Poprzednia cena docelowa (PLN)

b.d.

Liczba akcji (mln)

60,4

Kapitalizacja (mln PLN)

616

EV (mln PLN)

981

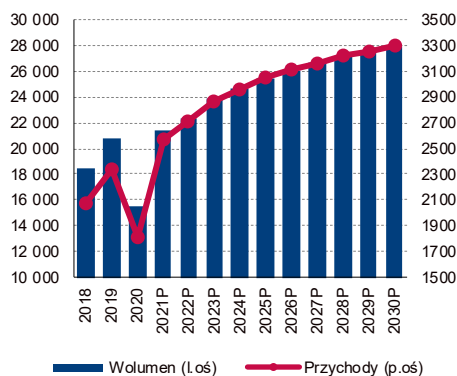
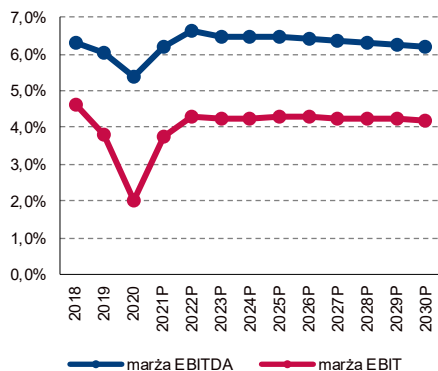
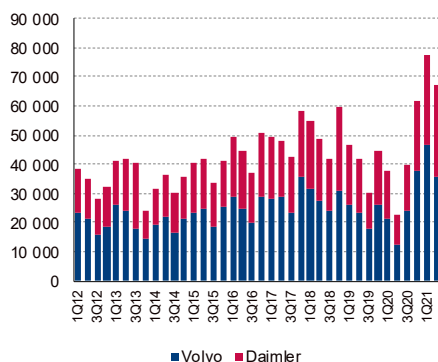
Łukasz Rudnik

lukasz.rudnik@trigon.pl

T: +48 22 330 11 22

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E (x)	10,7	19,8	9,6	7,5	7,1
P/E skor. (x)	15,6	70,7	9,9	7,5	7,1
P/BV (x)	1,6	1,5	1,4	1,2	1,1
EV/EBITDA (x)	7,6	10,0	5,7	4,8	4,5
EV/EBITDA skor. (x)	9,0	14,1	5,8	4,8	4,5
EV/Sprzedaż (x)	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
FCF Yield (%)	3,1%	12,5%	15,3%	11,3%	10,6%
DY (%)	3,2%	0,0%	3,2%	3,9%	4,9%

Wskaźniki finansowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EPS (PLN)	1,0	0,5	1,1	1,4	1,4
EPS skor. (PLN)	0,7	0,1	1,0	1,4	1,4
DPS (PLN)	0,3	0,0	0,3	0,4	0,5
BVPS (PLN)	6,2	6,7	7,5	8,4	9,3
Liczba akcji (mln)	60,4	60,4	60,4	60,4	60,4
Kapitalizacja (mln PLN)	616	616	616	616	616
EV (mln PLN)	1 014	981	915	870	834

Prognoza przychodów oraz wolumenu sprzedaży

Marża EBITDA oraz EBIT

Order intake samochodów ciężarowych w Europie


Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	2 343,2	1 817,3	2 571,8	2 705,6	2 872,8
Koszty wytworzenia	2 075,9	1 629,0	2 257,4	2 360,6	2 509,8
Zysk brutto ze sprzedaży	267,3	188,3	314,4	345,0	362,9
EBITDA	141,8	97,7	159,3	179,8	185,9
EBITDA skor.	119,1	69,7	157,0	179,8	185,9
Amortyzacja	52,1	60,7	63,5	64,0	64,4
EBIT	89,7	37,0	95,8	115,8	121,5
Zysk brutto	80,5	20,0	83,3	103,6	109,2
Zysk mniejszości	0,3	-3,8	0,4	0,0	0,0
Zysk netto	57,6	31,1	64,0	81,8	86,2
Zysk netto skor.	39,5	8,7	62,2	81,8	86,2

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	108,1	149,2	165,2	139,5	134,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-82,6	-68,8	-70,5	-70,0	-69,5
CAPEX	-89,3	-72,2	-70,9	-70,0	-69,5
Przepływy z działalności finansowej	-1,8	-50,4	-134,3	-66,8	-62,0
Dywidenda	-19,9	0,0	-19,9	-24,2	-30,2
FCF	18,8	77,0	94,3	69,5	65,3
Przeływ pieniężny netto	23,8	30,0	-39,5	2,7	3,3

Bilans (mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa	1 397,8	1 479,3	1 551,8	1 580,7	1 639,0
Rzeczowe akty wa trwałe	463,0	491,6	502,0	508,0	513,1
Wartość firmy	64,0	64,0	64,0	64,0	64,0
Wartości niematerialne i prawne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gotówka	58,1	88,8	51,4	54,1	57,5

Pasywa	1 397,8	1 479,3	1 551,8	1 580,7	1 639,0
Kapitał własny	377,1	403,7	449,9	507,6	563,6
Kapitały mniejszości	26,3	23,9	25,7	25,7	25,7
Zobowiązania oprocentowane	456,4	453,7	350,5	307,9	276,1
Dług netto skor.	398,3	364,9	299,1	253,8	218,7
Kapitał obrotowy netto	289,0	248,1	249,8	256,2	272,0

Wskaźniki operacyjne	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wzrost sprzedaży (%)	13%	-22%	42%	5%	6%
wzrost EPS skor. (%)	-17%	-46%	106%	28%	5%
marża brutto na sprzedaży (%)	11,4%	10,4%	12,2%	12,8%	12,6%
marża EBITDA skor. (%)	5,1%	3,8%	6,1%	6,6%	6,5%
marża EBIT (%)	3,8%	2,0%	3,7%	4,3%	4,2%
marża netto skor. (%)	1,7%	0,5%	2,4%	3,0%	3,0%
ROE (%)	11,1%	2,2%	14,6%	17,1%	16,1%
ROA (%)	2,8%	0,6%	4,1%	5,2%	5,4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	3,8%	4,0%	2,8%	2,6%	2,4%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,7	1,2	1,1	1,1	1,1
Dług netto/kapitał własny (x)	1,1	0,9	0,7	0,5	0,4
Dług netto/EBITDA (x)	2,8	3,7	1,9	1,4	1,2
Cykl konwersji gotówki (dni)	43	52	33	31	30
Cykl rotacji zapasów (dni)	67	78	57	58	57
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	55	68	55	57	56
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	80	94	79	84	83

Źródło: Spółka, Trigon DM

Spis treści

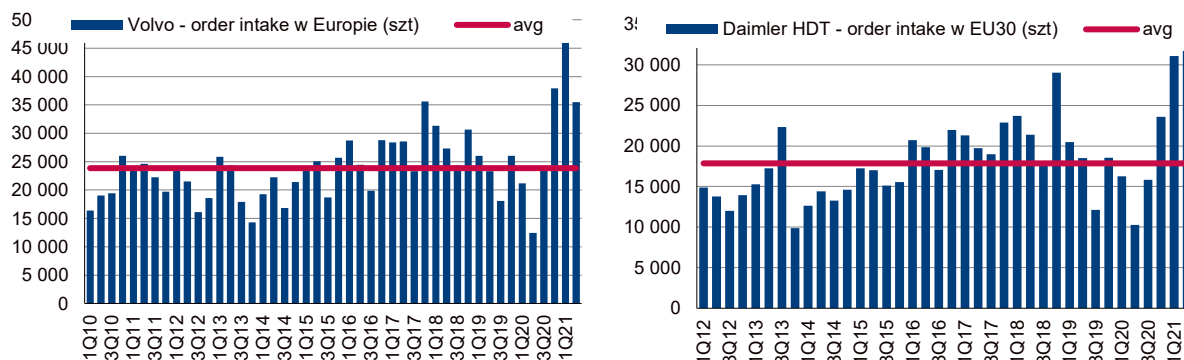
Podsumowanie inwestycyjne	4
Wycena dochodowa.....	9
Wycena porównawcza	10
Wielton - Model biznesowy i strategia.....	12
Czynniki ryzyka	20
Założenia finansowe	21

Podsumowanie inwestycyjne

Mocny outlook branżowych liderów

Prezentacje zarówno dostawców części jak również producentów OEM wskazują na bardzo dobre tegoroczne prognozy dla rynku samochodów ciężarowych oraz przyczep i naczep. SAF Holland podniósł swoje oczekiwania wzrostu europejskiego rynku samochodów ciężarowych z 15% r./r. do 22%, natomiast w przypadku naczep z 16% do 20%. JOST Werke także zakłada wzrost obu segmentów w Europie o 15-20% w br. W przypadku rynku amerykańskiego oczekiwania dotyczące tegorocznego wzrostu sięgają natomiast 35-40%. Wysoki popyt na naczepy odzwierciedla również, który jest mocno skorelowany z tym segmentem, rynek samochodów ciężarowych. Volvo Truck (Volvo, Renault) oraz Daimler odpowiadają odpowiednio za 25% i 20% europejskiego rynku samochodów ciężarowych, a ich order intake pozostają na poziomie najwyższym w ostatnich 10 latach, sygnalizując bardzo dobrą sprzedaż w H2'21. W przypadku koncernu TRATON, w Q2'21 wzrost zamówień na HDT pod marką Scania wzrósł r./r. o 180% do 37,4 tys., przy wzroście sprzedaży o 128% do 25,2 tys., natomiast zamówienia na samochody pod marką MAN wzrosły o 167% r./r. do 34,3 tys. przy wzroście sprzedaży o 84% do 22,9 tys. W przypadku Volvo Truck (Volvo i Renault) dynamika zamówień wzrosła o 190% przy wzroście sprzedaży o 70%. W przypadku CNH (Iveco) dynamika wzrostu zamówień wyniosła 172% a współczynnik book-to-bill wyniósł 1,22x. Daimler z kolei odnotował wzrost zamówień w Europie o 208% r./r. przy wzroście sprzedaży o 88%, book-to-bill wzrósł natomiast do 1,75x.

Order intake Volvo Truck i Daimler w ujęciu kwartalnym



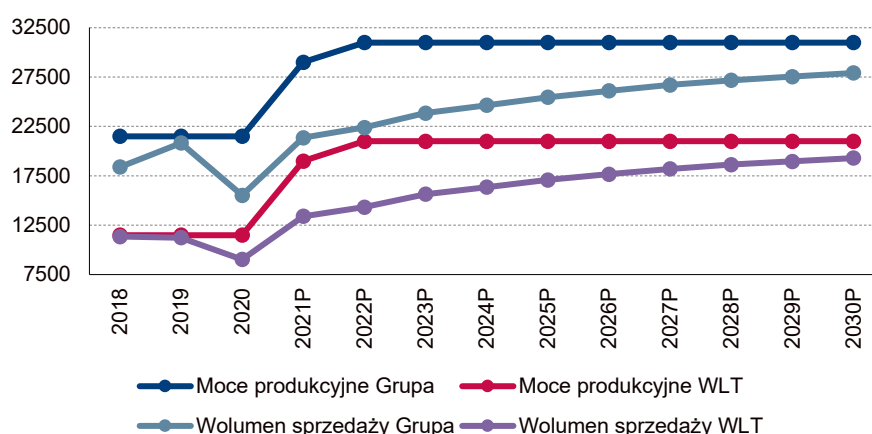
Źródło: Volvo Truck, Daimler, Trigon DM

Rozbudowa mocy produkcyjnych

W lipcu Wielton poinformował o wzroście produkowanych dziennie wolumenów o blisko 50% względem 2019 roku. Jest to efekt zakończonej modernizacji zakładu w Wieluniu, która rozpoczęła się w 2020r. i w kolejnych kwartałach powinna przełożyć się na wzrost wolumenów sprzedaży. W ostatnim wywiadzie Prezes doprecyzował, że dzienna produkcja wzrosła z 45 sztuk do 75 sztuk, natomiast do końca roku produkcja osiągnie 83 pojazdy dziennie. Szacujemy, że moce produkcyjne wzrosły obecnie o ok. 7500 sztuk rocznie, natomiast docelowo wzrosną o 9500 sztuk, względem 2019r gdzie produkcja wyniosła 11500 sztuk pojazdów. Inwestycja ta stanowi krok milowy w odbudowie pozycji na rynku polskim oraz zwiększeniu udziału na rynku europejskim. Kolejną kluczową inwestycją będzie budowa zakładu płyt izolowanych (2022-23, oddanie w listopadzie 2023r), które pozwolą Grupie nie tylko wejść w segment chłodni, ale także rozwinąć sprzedaż zabudów last mile oraz furgonów. Zakład w Wieluniu ma kluczowe znaczenie z

punktu widzenia Grupy, ponieważ dostarcza podwozia do spółek zależnych we Francji, Niemczech, Wielkiej Brytanii czy we Włoszech. Optymalizacja procesów produkcyjnych objęła m.in. podział procesu produkcyjnego (trzy obszary odpowiadające konkretnym grupom produktowym), co pozwoliło zaprojektować i wdrożyć nowy, zoptymalizowany układ hali produkcyjnej (zredukowanie średniego czasu produkcji o 40%). Kolejna istotna inwestycja związana jest z budową zakładu produkcyjnego Langendorf Polska w Wieluniu, który stanie się centrum kompetencyjnym naczep niskopodwoziowych i będzie realizować zamówienia na produkty niestandardowe, spersonalizowane do oczekiwań klientów oraz elementy konstrukcyjne na potrzeby niemieckiego Langendorfa. Do 2024 roku spółka ma zatrudnić ok. 100 osób.

Prognoza zdolności produkcyjnych Grupy Wielton



Źródło: Trigon DM

Umacnianie pozycji na obecnych rynkach oraz dalsza dywersyfikacja w Europie

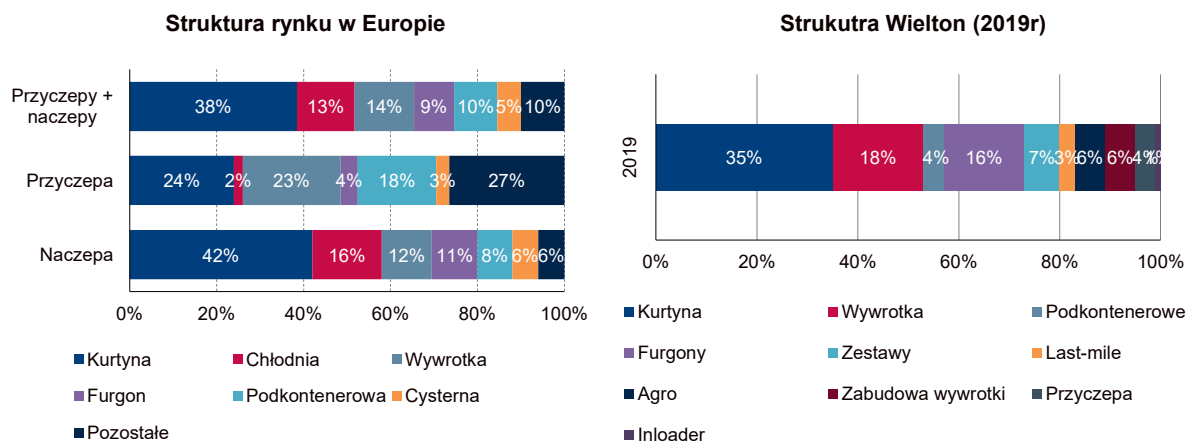
Dokonane przez Wielton w poprzednich latach akwizycje mają kluczowe znaczenie z punktu widzenia dalszej ekspansji geograficznej w Europie. Fruehauf jako lider rynku francuskiego stanowi idealny bazę do ekspansji na rynek hiszpański oraz w krajach BeNeLuxu, Langendorf na rynek DACH, natomiast marka Wielton systematycznie zyskuje udziały rynkowe w krajach CEE oraz w krajach bałkańskich, które z kolei odgrywają coraz większą rolę w europejskim transporcie drogowym. Spółka znajduje się w TOP3 producentów na 3 z 6 kluczowych rynków europejskich: Polsce (nr3), Francji (nr1) oraz Wielkiej Brytanii (nr2), z kolei udziały rynkowe w Niemczech (nr10), Hiszpani, czy we Włoszech (nr 6) są stosunkowo niskie i tam właśnie upatrujemy potencjał wzrostu w kolejnych latach.

Rozszerzenie oferty produktowej w ramach Grupy

Zarząd Grupy Wielton od lat pracuje nad dywersyfikacją produktową czego przykładem są realizowane akwizycje: Fruehauf (silna pozycja w furgonach), Langendorf (inloadery), Lawrance David (last mile). Po okresie reorganizacji spółek w obszarze produkcyjnym i kosztowym (unifikacja komponentów), w kolejnych latach spodziewamy się większej aktywności w obszarze cross-sellingu poszczególnych grup produktowych. Know-how produktowy Wieltonu, który z powodzeniem będzie naszym zdaniem wykorzystany na pozostałych rynkach to głównie kurtyny, wywrotki oraz naczepy podkontenerowe, w przypadku Fruehauf są to furgony, w Langendorfie naczepy niskopodwoziowe, a w Lawrance David naczepy last mile. Należy pamiętać że dotychczas spółka nie była obecna w rynku chłodni, które stanowią ok. 13% europejskiego rynku. To właśnie cross-

selling będzie miał kluczowy wpływ na zwiększenie przez WLT udziału w europejskim rynku przyczep i naczepek oraz skrócenie dystansu do europejskich liderów: Schmitza i Krone.

Struktura europejskiego rynku naczepek i przyczep pod względem kategorii produktowych na tle Wielton



Źródło: ICCT, Prezentacja Wielton, Trigon DM

Rosnące znaczenie usług posprzedażowych

Okres pandemii spółka wykorzystała na rebranding obszaru serwisowego i stworzenie jednej wspólnej marki ABERG dla usług posprzedażowych poszczególnych spółek z Grupy. W ostatnich dwóch latach przychody Grupy Wielton z usług serwisowych oraz sprzedaży części zamiennych wyniosły ~27mln PLN (części zamienne ok. 20mln PLN, usługi serwisowe ok. 7mln PLN). Zakładamy, że wraz z rozbudową centrów serwisowych przychody z tego obszaru będą rosły w tempie >20% rocznie, charakteryzując się jednocześnie wyższą marżą niż średnia dla całej grupy. Do końca 2021r spółka planuje podzielić europejski rynek na 7 centrów posprzedażowych, z których każde będzie odpowiedzialne za wszystkie marki Grupy Wielton na jego terytorium. W kolejnych latach powstanie zintegrowany system IT do zarządzania biznesem usług posprzedażowych, który uprości obsługę poprzez sieć serwisową.

Potencjał w agro

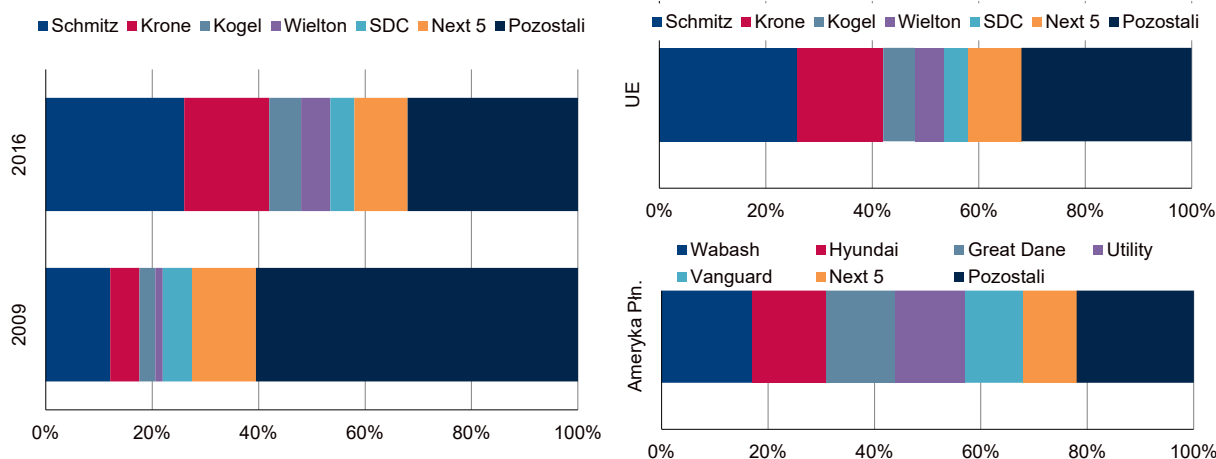
Potencjał spółki dostrzegamy także w rozwoju segmentu Agro, którego wolumen sprzedaży w ub.r. wyniósł 1208 sztuk i był na poziomie zbliżonym do 2019r. Warto jednak zwrócić uwagę, że za ok. 49% sprzedaży tego segmentu odpowiada rynek Polski, kolejno jest rynek niemiecki i czeski z udziałami na poziomie odpowiednio ~22% i ~16%. Pozostałe ~13% przypada głównie na rynki CEE. Biorąc pod uwagę wielkość sektora rolniczego np. we Francji czy też porównując wolumen sprzedaży na rynku czeskim do pozostałych krajów CEE widać, że spółka ma jeszcze sporą przestrzeń do zwiększenia swojej obecności w Europie jak również do dalszej penetracji rynków CEE.

Kryzysy wzmacniają liderów

Kryzys finansowy 2008-2009 jest doskonałym przykładem na to że kryzysy umacniają pozycję liderów. Wg raportu ICCT w 2009r udział największego producenta przyczep i naczepek w UE, spółki Schmitz wynosił ok. 12%, natomiast kolejno znajdowały się Krone 6%, SDC 6%, Kogel 3% Wielton 1,5%. Udział pięciu największych producentów wynosił zatem 28%, a na kolejnych pięciu przypadało 12%. Z kolei w 2016 roku na europejskiego lidera, spółkę Schmitz przypadało 26% rynku, kolejno był Krone 16%, Kogel 6%, Wielton

6%, SDC 5%. Udział TOP5 zwiększył się zatem do 58% (+30pp), a TOP6-10 utrzymał się na poziomie ok. 10%. Zwracamy jednocześnie uwagę że na rynku Ameryki Północnej udział TOP5 wynosi blisko 70%, przy czym rozkłada się on równo pomiędzy czołowych producentów.

Zmiana struktury rynku w Europie w latach 2009-2016

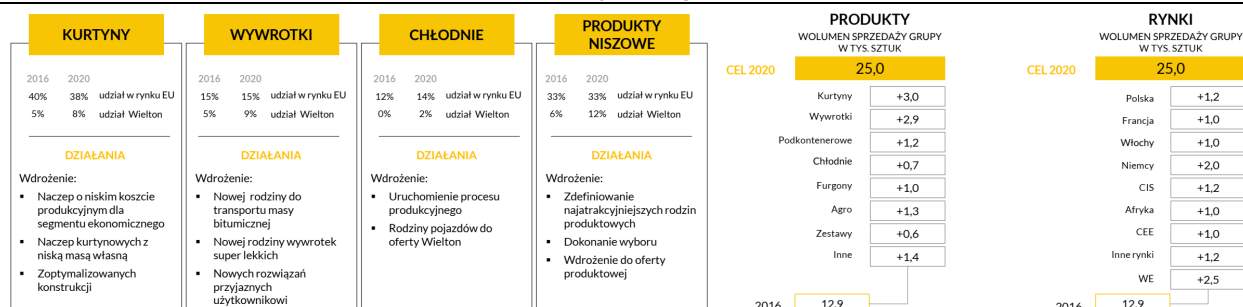


Źródło: ICCT, Trigon DM

Rozliczenie strategii na lata 2017-2020 wydłużonej do 2021

W momencie ogłaszania obecnie obowiązującej strategii spółka posiadała w swoim portfolio 12 grup produktowych oraz sieć serwisową liczącą 200 punktów, przy zatrudnieniu w grupie sięgającym 2000 osób. W ofercie spółki dominowały wówczas kurtyny (37%), wywrotki (16%), platformy (14%) oraz furgony (11%). Uzupełnieniem były z kolei zestawy kubaturowe (8%), przyczepy (6%) oraz agro (5%). Od strony wynikowej spółka generowała wówczas sprzedaż na poziomie 12,9 tys. szt. Przy przychodach wynoszących 1,2mld PLN i zysku EBITDA 106mln PLN (8,9% marży). Strategia zakładała osiągnięcie sprzedaży na poziomie 25 tys. szt. Przy 2,4mld PLN przychodów i marży EBITDA 8%. W rozbiciu geograficznym spółce udało się zrealizować cel utrzymania pozycji TOP3 w Europie oraz nr1 we Francji. Nie udało się natomiast zrealizować celów dla Polski (nr1), Włoch (TOP3), Niemiec (TOP5) oraz CIS (TOP5). Zgodnie z zapowiedziami spółka zbudowała sieć serwisową liczącą ponad 500 punktów na koniec '20. Grupa zbudowała także kompetencje w zarządzaniu pojazdami używanymi na które obecnie obserwowany jest bardzo duży popyt. Biorąc pod uwagę spadek marży trudno jednoznacznie określić czy udało się zrealizować cele produkcyjne/operacyjne 1) redukcja lead time o 25%, 2) wzrost efektywności o 3% rocznie, 3) redukcja cen zakupu komponentów o 1,5-2%.

Założenia wolumenowe oraz produktowe poprzedniej strategii



Źródło: Spółka, Trigon DM

Co przyniesie strategia Wielton na lata 2022-2026?

Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami w połowie roku zarząd rozpoczął pracę nad kolejną strategią, która zostanie przedstawiona interesariuszom w I kw.'22. Biorąc pod uwagę zachodzące obecnie zmiany w sektorze w jakim działa Wielton, które wynikają m.in. z problemów z dostępnością niektórych komponentów, zwiększonym zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy, przy jednoczesnym konserwatywnym podejściu banków do zwiększania limitów kredytowych, a co za tym idzie ostrożnym podejściu dostawców komponentów, którzy w naszym odczuciu preferują duże, stabilne finansowo podmioty z dostęp do finansowania zewnętrznego, spodziewamy się że konsolidacja na rynku będzie postępować. W 2021r zarząd prognozuje wolumen sprzedaży na poziomie >20 tys. sztuk. Mając na uwadze niskie obecnie udziały rynkowe w takich krajach jak Niemcy (nr10), Hiszpania i Włochy (nr6), mniejsze niż zakładano efekty cross-sellingu produktowego w ramach Grupy, jak również brak chłodni w ofercie oraz ograniczenie oferty last mile jedynie do rynku brytyjskiego, nie wykluczamy że wolumeny w strategii do 2026 roku będą zbliżone do 30 tys. sztuk pojazdów, co będzie implikować ok. 3,5mld PLN przychodów. Jednocześnie w naszych projekcjach przyjmujemy relatywnie konserwatywne podejście do wolumenów oraz przychodów w 2026r na poziomie odpowiednio 26 tys. sztuk pojazdów i przychody rzędu 3mld PLN.

Zobowiązania warunkowe z tytułu nabycia Langendorf i Lawrance David

W ub.r. uległa zmianie umowa nabycia pozostałych 20% w spółce Langendorf, poprzez wydłużenie okresu współpracy z osobą pełniącą obecnie funkcję dyrektora zarządzającego do 2025 roku, po którym ma nastąpić wykup udziałów (nie później niż do 30 kwietnia 2021r) oraz zmianę struktury i wartości transakcji poprzez wykup jednorazowy udziałów po cenie sprzedaży uzależnionej od sumy EBITDA osiągniętej przez Langendorf w latach 2019-2024. W przypadku sumy EBITDA w ww. okresie <15mln EUR, cena wyniesie >2,7mln EUR, natomiast w przypadku sumy EBITDA >24mln EUR, cena przekroczy >6,5mln EUR (umowa nie określa ceny maksymalnej). Wielton posiada także opcję nabycia 25% udziałów w Lawrance David w modelu earn-out po zakończeniu roku finansowego 2021/22 (cena nabycia 75% udziałów w 2018r wyniosła 26mln GBP). Maksymalna cena za nabycie pozostałych 25% udziałów wynosi 22mln GBP pod warunkiem osiągnięcia średniej marży EBITDA grupy LD w latach 2019-2022 na poziomie 10mln GBP.

Prognoza wyników za II kw.'21

WLT: Prognoza wyników za II kw.'21

mIn PLN	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	y/y	q/q
Przychody	342	488	515	633	687	101%	8%
EBITDA	6,1	34,0	40,0	43,8	44,7	+	2%
EBIT	-7,8	19,0	22,9	28,0	28,7	-	3%
Zysk netto	7,7	11,2	18,5	18,8	19,5	152%	4%
P/E12M trailing	32,6	35,3	19,8	11,0	9,1		
EV/EBITDA 12M trailing	13,0	12,8	10,0	7,6	5,8		
zmiana przychodów r./r.	-50%	-5%	2%	34%	101%		
marża EBITDA	1,8%	7,0%	7,8%	6,9%	6,5%		
marża EBIT	-	3,9%	4,4%	4,4%	4,2%		
marża netto	2,3%	2,3%	3,6%	3,0%	2,8%		

Źródło: WLT, Trigon DM

Wycena dochodowa

Jako metodę wyceny dochodowej stosujemy model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF).

Założenia do wyceny:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 2%,
- Premia za ryzyko 6,5% (zgodnie z metodologią TDM, spółka wchodzi w skład indeksu sWIG80),
- Beta nielewarowana na poziomie 1x,
- Zobowiązania warunkowe z tytułu wykupu 20% w Langendorf na poziomie 6,5mln EUR oraz 10mln GBP za 25% udziałów w Lawrance David

WLT: Wycena DCF

WYCENA DCF	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Wolumen nacze p i przyczep	18 396	20 824	15 532	21 361	22 389	23 850	24 650	25 450	26 100	26 700	27 175	27 550	27 925
Polska	4 859	4 007	2 722	4 760	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Francja	5 352	5 697	4 166	5 494	5 274	5 300	5 400	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500
Wielka Brytania	1 194	4 035	3 391	3 954	4 300	4 400	4 500	4 600	4 650	4 700	4 750	4 800	4 850
Niemcy	1 209	1 209	743	1 108	1 250	1 400	1 600	1 800	2 000	2 200	2 275	2 350	2 425
Rosja	1 972	2 189	1 622	1 719	1 800	1 700	1 700	1 700	1 700	1 700	1 700	1 700	1 700
Włochy	740	680	467	881	865	1 000	1 100	1 200	1 300	1 400	1 500	1 500	1 500
CEE	0	1 054	782	1 457	1 600	1 750	1 900	2 050	2 200	2 300	2 400	2 500	2 600
Pozostałe	3 070	2 065	1 639	1 988	2 300	3 300	3 450	3 600	3 750	3 900	4 050	4 200	4 350
Przychody - nacze py	1 957	2 195	1 692	2 439	2 566	2 728	2 815	2 897	2 958	3 009	3 061	3 103	3 146
Polska	461	376	228	469	500	500	500	500	500	500	500	500	500
Francja	628	684	542	728	707	716	729	743	743	743	743	743	743
Wielka Brytania	102	335	297	386	421	440	450	460	465	470	475	480	485
Niemcy	235	231	163	227	250	266	288	306	320	330	341	353	364
Rosja	189	217	159	174	187	179	179	179	179	179	179	179	179
Włochy	76	68	49	91	91	98	107	117	127	137	146	146	146
CEE	0	116	89	152	168	184	200	215	231	242	252	263	273
Pozostałe	268	169	255	243	242	347	362	378	394	410	425	441	457
Przychody - usł ug	36	51	46	54	60	65	70	75	75	75	75	75	75
Przychody - towary	76	97	79	79	80	80	80	80	80	80	80	80	80
Przychody razem	2068	2343	1817	2572	2706	2873	2965	3052	3113	3164	3216	3258	3301
EBITDA	130	142	98	159	180	186	191	197	199	200	202	203	204
<i>marża EBITDA</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,1%</i>	<i>5,4%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,2%</i>
EBIT	96	90	37	96	116	121	126	132	133	135	136	138	139
<i>marża EBIT</i>	<i>4,6%</i>	<i>3,8%</i>	<i>2,0%</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,2%</i>
Efekt w na stopa podatko w a	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
NOPLAT	76	71	29	76	91	96	100	104	105	106	108	109	109
Amortyzacja				63	64	64	65	66	66	66	66	66	66
CAPEX				-71	-70	-70	-70	-66	-66	-66	-66	-66	-66
Zmiana w kapitale obrotow ym				-2	-6	-16	-9	-8	-6	-5	-5	-4	-4
FCF				67	79	75	86	96	100	102	103	105	105
D/(E+D)				43,8%	37,8%	32,9%	27,0%	20,2%	12,8%	10,7%	9,9%	9,2%	8,6%
Beta lewaro w ana				1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt dłu gu po opodatko w aniu				2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Koszt kapitału w lasnego				12,6%	11,7%	11,1%	10,4%	9,8%	9,3%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%
WACC				8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Współczynnik dyskontujący				0,92	0,85	0,79	0,73	0,67	0,62	0,57	0,53	0,49	0,45
Suma DFCF				588									
Stopa rezydualna				1,0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna				644									
Dług netto				365									
Zobowiązania w arunkow e (Langendorf + LD)				-72									
Dyw idenda				0									
Aktyw a podatko w e				0									
Wartość spółki na dzień (1.1.2021)				796									
Wartość spółki na dzień (26.8.2021)				861									
Ilość akcji (mln. szt)				60,4									
Wartość spółki na 1 akcje (26.8.2021)				14,3									
Cena docelowa 12M				16,0									
Obecny kurs rynkow y				10,2									
Dyskonto / (premia)				57%									

Analiza	odch. marża EBIT					
	w raźliw ości	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%
WACC	6,8%	18,7	20,7	22,7	24,7	26,7
	7,3%	16,4	18,3	20,1	22,0	23,8
	7,8%	14,5	16,2	17,9	19,6	21,3
	8,3%	12,9	14,5	16,0	17,6	19,2
	8,8%	11,4	12,9	14,4	15,9	17,4
	9,3%	10,2	11,6	12,9	14,3	15,7
	9,8%	9,0	10,3	11,7	13,0	14,3

Źródło: Trigon DM

Wycena porównawcza

Główni konkurenci spółki na rynku europejskim tj. Schmitz, Krone, Kogel, Schwarzmuller nie są podmiotami giełdowymi dlatego wycena porównawcza bazuje na podmiotach z ekspozycją na segment pojazdów ciężarowych, gdzie wyróżniamy dwie grupy: producentów OEM oraz dostawców Tier 1 oraz polskich spółkach przemysłowych.

1) Wycena na podstawie mediany wskaźnika P/E dla lat 2021-23P.

2) Wycena na podstawie mediany wskaźnika EV/EBITDA dla lat 2021-23P.

Ostateczna wycena porównawcza jest średnią z dwóch powyższych metod. Każdej z nich przypisujemy równą wagę 50%. Każda z grup porównawczych ma równy udział w wycenie.

Wskaźniki spółek z grupy porównawczej

	EV/EBITDA				P/E				EV/EBIT			
	2020	2021P	2022P	2023P	2020	2021P	2022P	2023P	2020	2021P	2022P	2023P
Wielton	10,0	5,7	4,8	4,5	19,8	9,6	7,5	7,1	26,5	9,6	7,5	6,9
Polski przemysł (33%)	8,4	5,8	5,9	5,1	11,7	7,9	10,7	10,5	10,8	7,6	8,9	7,5
Alumetal	10,6	5,8	7,5	7,0	17,4	7,2	10,7	10,3	15,6	7,0	9,7	9,2
Cognor	8,7	3,6	5,2	4,7	23,7	5,5	9,2	8,4	15,0	4,5	7,7	6,9
Kęty	10,4	8,8	9,5	9,2	15,0	12,1	13,7	13,3	13,3	10,8	12,1	11,7
Mangata	9,6	7,1	5,9	5,1	15,2	10,6	8,8	7,9	17,9	11,4	8,9	7,5
MFO	8,8	4,4	5,3	4,6	11,2	5,2	7,7	6,9	10,2	4,7	6,0	5,0
Raw Iplug	7,2	5,1	5,3	4,8	11,7	7,9	9,1	8,3	10,3	6,6	7,2	6,6
Stalprodukt	3,9	2,7	2,9	2,6	11,0	7,5	11,2	12,1	7,0	4,2	5,1	4,7
AC Autogaz	8,4	8,9	8,4	8,0	12,0	13,5	12,6	10,5	10,9	11,8	10,9	10,3
Amica	4,5	5,8	6,4	6,1	8,1	10,7	14,5	13,1	5,9	8,1	10,3	9,8
Arctic Paper	3,5	2,9	2,9	2,9	4,7	5,8	5,9	6,5	6,0	4,6	4,7	5,0
Famur	2,2	2,7	2,4	2,0	7,3	10,7	12,0	12,4	3,9	5,9	5,4	4,5
Forte	8,6	8,5	8,5	8,3	28,0	12,6	13,2	12,3	12,0	11,8	12,1	11,5
Korporacja KGL	5,4	4,7	3,9	3,2	10,8	7,5	5,2	4,3	10,8	9,0	6,6	5,3
New ag	5,0	6,1	7,4	8,5	5,2	7,9	9,6	11,0	5,7	7,6	9,5	11,3
Śnieżka	9,5	9,1	8,5	8,1	13,6	13,8	13,6	13,0	12,6	12,4	11,8	11,0
Tier 1 (33%)	9,5	6,4	5,5	4,4	21,1	10,3	8,3	7,2	19,0	6,4	7,0	6,1
Cummins	11,5	9,3	8,3	8,0	19,0	14,2	12,6	12,2	15,5	9,3	10,2	9,8
Meritor	12,3	6,4	---	---	23,1	8,3	5,6	5,3	27,8	6,4	---	---
Allison Transmission	8,7	7,2	6,1	5,8	12,1	8,9	7,5	7,2	11,1	7,2	7,5	7,0
Dana	9,3	5,6	4,5	3,9	51,7	9,4	6,7	6,3	27,8	5,6	6,6	5,6
American Axle	5,0	3,8	3,1	2,7	---	5,7	3,6	3,4	15,7	3,8	6,3	5,1
Wabash	13,7	7,8	---	---	116,4	20,0	10,5	7,8	51,7	7,8	---	---
Maxitrans	1,5	---	12,8	---	1,4	9,6	20,8	---	1,8	---	---	---
SAF Holland	6,6	5,9	4,9	4,4	13,3	11,1	9,1	8,3	11,3	5,9	7,0	6,1
Kongsberg Automotive	9,7	4,7	3,9	3,3	---	11,0	7,0	5,5	58,0	4,7	6,5	5,3
JOST	9,9	7,7	6,2	5,6	24,8	14,3	13,0	12,4	22,3	7,7	9,9	8,9
OEM (33%)	7,0	6,0	4,8	4,1	21,9	13,3	11,5	11,2	15,9	6,0	9,3	8,5
Traton	9,5	5,2	3,9	3,6	---	9,3	6,4	5,9	130,7	5,2	6,1	5,3
Volvo	9,1	6,7	6,1	5,7	19,8	12,7	11,3	11,0	16,7	6,7	8,5	7,8
PACCAR	4,9	7,9	5,6	4,6	21,9	14,2	11,6	11,3	15,0	7,9	10,1	9,3
CNH	1,0	1,0	1,9	1,9	155,9	13,8	11,9	11,3	11,4	1,0	10,3	9,9
Wycena cząstkowa	422	638	692	598	567	672	829	829				
Waga roku	0%	33%	33%	33%	0%	33%	33%	33%				
Wycena cząstkowa			643				777					
Waga w wskaźniku			50%				50%					
Wycena porównawcza	11,8											
TP 12M	12,9											

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Wskaźniki dla WLT są przyjęte zgodnie z naszymi projekcjami. Wartości wskaźników spółek zagranicznych z grupy porównawczej przedstawiają konsensus Bloomberg, natomiast w przypadku spółek krajowych wskaźniki oparte są o prognozy Trigon DM. Nie

dokonywaliśmy korekty o zdarzenia jednorazowe.

Podsumowanie wycen

WLT: Podsumowanie wyceny

Podsumowanie wycen	Wycena bieżąca	Wycena 12M	Waga	Target price	Upside
DCF	14,3	16,0	100%	16,0	57%
Porów naw cza	11,8	12,9	0%		

Źródło: Trigon DM

Wycena na podstawie modelu DCF implikuje 45% potencjału wzrostu kursu, natomiast wycena porównawcza 28%. Z uwagi na brak spółek porównawczych o identycznym profilu działalności 100% wagi przypisujemy metodzie DCF. **Nasza ostateczna 12-miesięczna cena docelowa wynosi 16 PLN na akcję i implikuje 57% potencjału wzrostu kursu z obecnego poziomu.**

Porównanie wskaźników P/E i EV/EBITDA przy obecnym kursie i na naszej cenie docelowej

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Wskaźniki bazujące na cenie bieżącej									
WLT	9,6	7,5	7,1	6,2	5,2	4,9	10,3	8,1	7,5
	8,2	12FWD		5,6	12FWD		8,9	12FWD	
Wskaźniki bazujące na cenie docelowej									
WLT	15,1	11,8	11,2	8,4	7,2	6,8	14,0	11,2	10,3
	12FWD	11,4	12FWD	6,9	12FWD	10,6			

Źródło: Trigon DM

Wielton - model biznesowy

Grupa Wielton jest 3-cim co do wielkości produkcji w Europie oraz 8-mym na świecie producentem naczep, przyczep i zabudów samochodowych dla transportu drogowego i rolnictwa. Spółka działa na rynku od 25 lat i skupia silne marki lokalne na głównych europejskich rynkach, w tym Wielton (Polska, CEE), Langendorf (Niemcy, DACH), Lawrence David (Wielka Brytania), Fruehauf (Francja), Viberti (Włochy). Na portfolio produktowe składa się 12 grup pojazdów w ok. 800 konfiguracjach uzależnionych od potrzeb klientów.

Spółka posiada 4 zakłady produkcyjne zlokalizowane w Wieluniu (Polska), Auxerre (Francja), Waltrop i Peterborough (Wielka Brytania) oraz montownie znajdujące się w Rosji (Sheremetyevo) i we Włoszech (Pescera). Wielton posiada także spółki handlowe na Białorusi, Ukrainie i w Wybrzeżu Kości Słoniowej. Na sieć serwisową grupy składa się 550 punktów zlokalizowanych w 30 krajach.

Grupa Wielton posiada także własne centra serwisowe: dwa należą do Langendorf i zlokalizowane są w Niemczech (Waltrop i Poczdam), kolejne dwa posiadają Lawrence David. W planach na bieżący rok było otwarcie 3 z 7 centrów serwisowych zlokalizowanych w Polsce, Niemczech oraz Rosji. W ostatnich latach przychody spółki ze sprzedaży usług kształtowały się na poziomie ok. 50mln PLN, natomiast przychody ze sprzedaży części zamiennych wynosiły nieco ponad 20mln PLN.

Wielton SA jest największym w Polsce producentem naczep, przyczep i zabudów samochodowych. W latach 2018-2020 w Polsce zarejestrowano odpowiednio 4038, 3231 i 2043 nowych naczep i przyczep o DMC>3,5t wyprodukowanych przez Wielton, co przekłada się na udział 15,5%, 14,1%, 12,4% nowych rejestracji w podgrupie naczep i przyczep w Polsce. W kategorii nowych przyczep dla rolnictwa udział Wielton SA wyniósł 8,7% w '20, wobec 8,9% w '21. W ofercie spółki znajdują się naczepy wywrotki, naczepy skrzyniowo-plandekowe, naczepy platformy, zestawy kubaturowe, naczepy specjalistyczne do przewozu maszyn i urządzeń o znacznych gabarytach, zabudowy wywrotki oraz produkty Agro. W latach 2018-2020 Wielton sprzedał odpowiednio 11351, 11232 i 9024 sztuk pojazdów, z czego za granicę trafiło kolejno 6492, 7259 i 6333 pojazdów. Wzrost znaczenia eksportu wynika z zacieśnienia współpracy z Lawrence David, która gdzieś w ub.r. trafiło 2010 podwozi, wobec 753 rok wcześniej.

Wolumen sprzedaży Wielton SA w ujęciu geograficznym

	Naczepy, przyczepy zabudowy																Agro		
	Polska	Rosja	Włochy	Ukraina	CZ/SK	Niemcy	Białoruś	Francja	Ukraina	Rumunia	Litwa	Bułgaria	Serbia	Węgry	Łotwa	Estonia	Pozostałe	Kraj	Eksport
2018	4859	2015	901		600	359	357	347	336	325	306	259		225	76	26	360	568	972
2019	3973	2357	611	753	504	363	351	351	515	348	153	109	127	286	55	48	328	683	1217
2020	2691	1412	434	2011	468	355	245	29	237	284	109	144	134	124	31	54	262	617	1208

Źródło: Spółka, Trigon DM

Fabryka w Wieluniu jest głównym centrum produkcyjnym w Grupie i zaopatruje pozostałe rynki w Grupie. W ostatnim wywiadzie Prezes zwracał uwagę, że okres pandemii został wykorzystany na modernizację fabryki, co pozwoliło na zwiększenie dziennej produkcji z 45 pojazdów w grudniu 2019r do 75 sztuk obecnie, a po zakończeniu kolejnego etapu modernizacji na przełomie Q3/Q4'21 możliwości produkcyjne wzrosną do 83 sztuk dziennie. Przyjmując za punkt wyjścia rok 2018 i 2019 i zakładając takie samo wykorzystanie mocy obecne zdolności produkcyjne zakładu w Wieluniu szacujemy na

18800 szt. (+65%), natomiast na koniec roku powinny one wzrosnąć do 20800 szt (+85%), co przy porównywalnych możliwościach produkcyjnych w pozostałych zakładach implikuje zbliżenie się do 30000 szt. pojazdów rocznie.

Wolumen sprzedaży Wielton SA w ujęciu produktowym

Wielton S.A. - wolumen sprzedaży	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Polska	4 535	4 859	3 973	2 691	45%	43%	35%	30%
Eksport	5 442	6 492	7 259	6 333	55%	57%	65%	70%
Razem (szt)	9 977	11 351	11 232	9 024	100%	100%	100%	100%
Naczepy	3 571	3 760	3 041	1 979	36%	33%	27%	22%
Wywrotki stalowe	1 081	1 740	1 733	963	11%	15%	15%	11%
Wywrotki aluminiowe	1 217	1 397	1 356	808	12%	12%	12%	9%
Zestawy	1 214	1 254	739	450	12%	11%	7%	5%
Naczepy podkontenerowe i podwoz	960	1 059	1 637	2 479	10%	9%	15%	27%
- w tym podwozia do Lawrance Dav	b.d.	1	751	2 010	0%	0%	7%	22%
Przyczepy rolnicze (AGRO)	784	972	1 217	1 208	8%	9%	11%	13%
Zabudowy	914	919	1 244	967	9%	8%	11%	11%
Przyczepy	151	188	156	82	2%	2%	1%	1%
Inne	85	62	109	88	1%	1%	1%	1%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Fruehauf SAS jest wiodącym producentem naczep i przyczep ciężarowych we Francji. Spółka posiada szerokie know-how m.in. w zakresie produkcji furgonów. Po przejęciu przez Wielton oferta spółki została rozbudowana o wywrotki aluminiowe oraz o pojazdy niskopodwoziowe. Zatrudnienie w spółce na koniec 2020r wyniosło 765 osób, wobec 670 rok wcześniej. W ub.r. w zakładzie zainstalowano zrobotyzowaną linię produkcyjną. W latach 2018-2020 wolumen sprzedaży Fruehauf wyniósł odpowiednio 5352, 5697 i 4166 sztuk pojazdów, a udziały w rejestracjach wyniósł kolejno 18,3%, 20,1% i 18,2%. Oprócz sprzedaży na rynek francuski spółka jest także obecna w krajach Beneluksu, Hiszpanii oraz Portugalii. Roczne przychody Fruehauf w latach 2018-2020 wyniosły 631/691/548mln PLN.

Langendorf GmbH jest liderem w segmencie pojazdów specjalnych przeznaczonych do transportu szkła. W ofercie znajdują się również naczepy, wywrotki, naczepy niskopodwoziowe oraz dwupoziomowe, czy transportery prefabrykatów budowlanych. Wielton posiada 80% udziałów w Langendorf GmbH, zgodnie z umowa z 3 listopada 2020r nabycie pozostałych 20% udziałów nastąpi w formie wykupu jednorazowego w 2025r i uzależnione będzie od sumy EBITDA osiągniętej przez Langendorf w latach 2019-2024 (EBITDA <15mln EUR, min. 2,7mln EUR, EBITDA >24mln EUR, min. 6,5mln EUR). W latach 2018-2020 Langendorf sprzedał odpowiednio 1099, 1079 i 743 sztuk pojazdów osiągając przychody na poziomie kolejno 260/256/186mln PLN. Spółka sprzedaje swoje produkty także na eksport m.in. do: Włoch, Polski, Norwegii, Holandii, Szwajcarii, Austrii i Francji. W ub.r. 35% przychodów pochodziło z eksportu, wobec 49% rok wcześniej. Zatrudnienie w spółce na koniec 2020r wyniosło 265 osób. Spółka Langendorf GmbH jest podmiotem dominującym, wobec powstałej w 2020r spółki Langendorf Polska, która stała się nowoczesnym centrum kompetencji naczep niskopodwoziowych, inloaderów i pojazdów specjalistycznych.

Lawrance David jest drugim co do wielkości producentem naczep, przyczep i zabudów samochodowych na rynku brytyjskim. Z dniem 1 października 2018 roku spółka weszła do Grupy Wielton. W latach 2018-2020 Lawrance David wraz ze spółką zależną Roscope sprzedał odpowiednio 4093, 4035 i 3391 osiągając w tym okresie przychody na poziomie 380/383/328mln PLN. W ub.r. udziały rynkowe Lawrance David w rejestracji nowych pojazdów wyniosły 10,9% wobec, 8% rok wcześniej. Zatrudnienie w spółce na koniec 2020r wyniosło 242 osób.

Viberti Rimorchi wytwarza przede wszystkim naczepy kurtynowe, naczepy podkontenerowe i naczepy wywrotki pod marką Viberti oraz izotermiczne furgonetki oraz cysterny dla artykułów spożywczych, chemicznych z logo Cardi w zakładzie produkcyjnym w Pescarze. W latach 2018-2020 sprzedaż spółki wyniosła odpowiednio 740, 680 i 467 pojazdów, a udziały w rejestracjach nowych pojazdów wyniosły kolejno 4,8%, 5,1% i 4,4%. Przychody ze sprzedaży spółki w analogicznym okresie kształtowała się na poziomie 74,8/67,8/49,3mln PLN. Zatrudnienie w spółce na koniec 2020r wyniosło 32 osoby.

OOO Wielton prowadzi działalność handlową i marketingowo-reklamową na rynku rosyjskim. Od 2012r odbywa się montaż wyrobów marki Wielton, zakład produkuje nadwozia wywrotek na podwoziach dostarczanych przez producentów m.in. Scanie, Volvo, Renault czy Mercedesa. W latach 2018-2020 sprzedaż spółki wyniosła odpowiednio 1972, 2189 i 1622 pojazdów, a udziały w rejestracjach nowych pojazdów wyniosły kolejno 3%, 3,2% i 2,3%. Sprzedaż zabudów wywrotek nie jest ujęta w statystykach rejestracji (894 w '20 i 1064 w '19), ponieważ wyroby te sprzedawane są bezpośrednio do producentów ciężarówek (Scania, Volvo, MAN). Przychody ze sprzedaży spółki w analogicznym okresie kształtowała się na poziomie 141/166/130mln PLN. Zatrudnienie w spółce na koniec 2020r wyniosło 38 osoby.

Udziały rynkowe i konkurencja. Udział spółki pod względem rejestracji w Polsce wyniósł w ub.r. 12,4%. Wśród głównych konkurentów w Polsce znajdują się Schmitz (21,4%), Krone (17%), Koegel (7,7%) oraz Schwarzmuller (4%). TOP5 producentów posiada udział w rynku na poziomie 63%, natomiast TOP6-15 20,6%. W przypadku rynku francuskiego głównymi konkurentami Fruehauf są Schmitz, Krone, Lecitrailer, Chereau oraz Benalu. Ich udział we francuskim rynku sięga ponad 61%. W rynku niemieckim niekwestionowanymi liderami są Schmitz oraz Krone, kolejno znajdują się Kogel, Schwarzmuller i Fliegl. We Włoszech główni konkurenci Viberti to Krone, Schmitz, Menci i Tecnokar Trailers. Na rynku brytyjskim głównym konkurentem dla Lawrance David jest SDC, należący do chińskiego producenta CIMC. Rynek ten w odróżnieniu od Europy kontynentalnej zdominowany jest przez krajowych producentów.

Udziały rynkowe oraz pozycja Grupy Wielton na głównych rynkach

Pozycja WLT	2018	2019	2020	Udział WLT	2018	2019	2020
Polska	3	3	3	Polska	15,5%	14,1%	12,4%
Francja	1	1	1	Francja	18,3%	20,1%	18,2%
Włochy	5	6	6	Włochy	4,8%	5,1%	4,4%
Rosja	8	7	10	Rosja	3,0%	3,2%	2,3%
Wielka Brytania	2	5	2	Wielka Brytania	10,3%	8,0%	10,9%
Niemcy	9	10	10	Niemcy	1,4%	1,4%	1,7%
CEE	4	4	4	CEE	5,6%	4,7%	6,0%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Struktura produktowa. Sprzedaż Wielton SA stanowi ok. 60% sprzedaży całej Grupy, przy czym w ostatnich latach istotnie zmieniła się geografia sprzedaży na korzyść eksportu, którego udział wzrósł z 57% w 2018r do 70% w 2020r. Był to efekt m.in. słabszego popytu na rynku polskim, który kurczył się w ostatnich latach, przy jednoczesnym wysokim popycie w spółkach zależnych oraz konieczności zastąpienia zewnętrznych dostawców osi na rynku brytyjskim. Struktura sprzedaży Grupy jest zbliżona do struktury rynku z tą różnicą, że spółka nie posiada jeszcze w swojej ofercie chłodni. Naczepy stanowią ok. 50% sprzedaży, na wywrotki przypada 16%, z kolei naczepy podkontenerowe i przyczepy rolne stanowią odpowiednio 6% i 8% sprzedaży wolumenowej. W ub. latach obserwowany jest stopniowy wzrost średniej ceny produktu,

która w 2020r wyniosła 109 tys. PLN. Średnia cena naczep kształtuje się na poziomie ok. 144 tys. PLN, natomiast w przypadku wywrotek jest to ~120 tys. PLN. Pozostałe kategorie produktowe charakteryzują się wyraźnie niższą ceną.

Struktura asortymentowa sprzedaży przyczep, naczep i zabudów Wielton SA i Grupy Wielton

Wielton S.A. - wolumen sprzedaży					Wolumen sprzedaży - Grupa				
	2017	2018	2019	2020		2017	2018	2019	2020
Polska	4 535	4 859	3 973	2 691	Polska	4 535	4 859	4 007	2 722
Eksport	5 442	6 492	7 259	6 333	Rynki zagraniczne	10 574	13 537	16 817	12 810
Razem (szt)	9 977	11 351	11 232	9 024	Razem (szt)	15 109	18 396	20 824	15 532
Naczepy	3 571	3 760	3 041	1 979	Naczepy	7 028	8 499	10 563	7 826
Wywrotki stalowe	1 081	1 740	1 733	963	Wywrotki stalowe	1 509	2 019	2 198	1 598
Wywrotki aluminiowe	1 217	1 397	1 356	808	Wywrotki aluminiowe	1 194	1 717	1 660	978
Zestawy	1 214	1 254	739	450	Naczepy podkontenerowe i podwozi	1 671	1 577	1 504	994
Naczepy podkontenerowe i podwozi	960	1 059	1 637	2 479	Zestawy	1 190	1 255	731	455
- w tym podwozia do Lawrance Dav	b.d.	b.d.	751	2 010	Przyczepy rolnicze (AGRO)	784	974	1 217	1 209
Przyczepy rolnicze (AGRO)	784	972	1 217	1 208	Zabudowy w wywrotki	916	918	1 275	1 035
Zabudowy	914	919	1 244	967	Przyczepy	573	559	596	409
Przyczepy	151	188	156	82	Inne	244	878	1 080	1 028
Inne	85	62	109	88					

Źródło: Spółka, Trigon DM

Akwizycje i synergie. W latach 2015-2020 Wielton dokonał czterech istotnych akwizycji, które pozwoliły spółce wejść na nowe rynki oraz poszerzyć ofertę produktową. W 2015r dokonano akwizycji włoskich marek Viberti, Cardi oraz Merker oraz spółki Fruehauf, lidera francuskiego rynku naczep i przyczep. Akwizycja ta pozwoliła poszerzyć kompetencje Wieltonu o furgony, natomiast w drugą stronę nastąpił transfer technologii w obszarze wywrotek. Przejęcie niemieckiej spółki Langendorf pozwoliło poszerzyć kompetencje w obszarze naczep niskopodwoziowych. Proces integracji i cross sellingu jest w spółce w dalszym stopniu rozwijany. Akwizycja brytyjskiej firmy Lawrance David wiązała się natomiast z przejęciem kompetencji w segmencie produktów last-mile, jednocześnie rozpoczęto sprzedaż podwozi z Wieltonia do zakładów Lawrance David w ramach integracji pionowej w Grupie.

Synergie produktowe w ramach Grupy Wielton

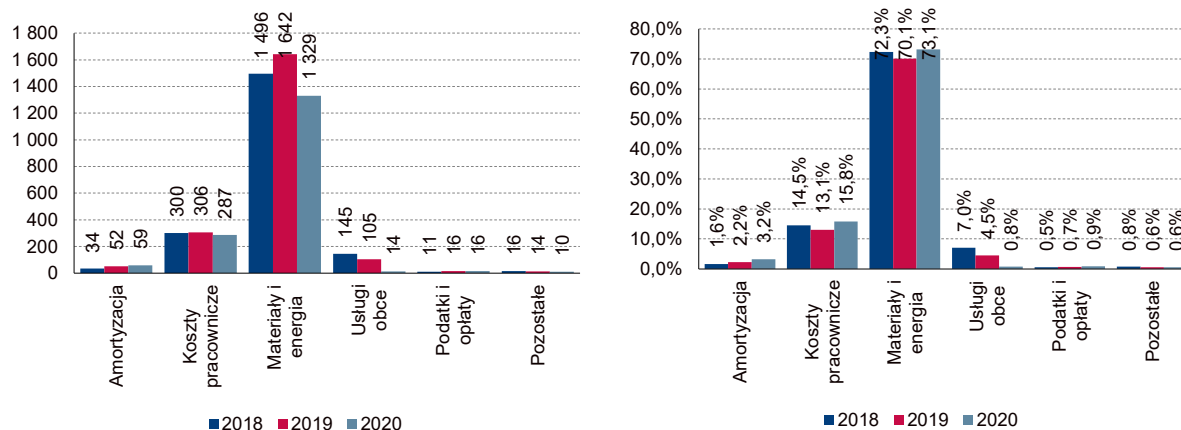
		R Y N E K						
		WIELTON	FRUEHAUF	Langendorf	LAWRENCE DAVID	VIBERTI	Wielton Rosja	Wielton Afryka
P R O D U K C J A	WIELTON		Wywrotki	Ramy, gotowe wywrotki, zestawy przestrzenne	Kompletne podwozia	Kity do montażu (kurtyny, furgony, podkontenery)	Kity do montażu wywrotek, kurtyny	Wywrotki i naczepy niskopodwoziowe
	FRUEHAUF		Furgony					
	Langendorf	Naczepy niskopodwoziowe	Naczepy niskopodwoziowe		Naczepy niskopodwoziowe, naczepy dwupodłogowe	Naczepy niskopodwoziowe	Inloadery, naczepy niskopodwoziowe, wywrotki	Naczepy niskopodwoziowe

Źródło: Spółka

Zużycie materiałów i energii. Udział kosztów zużycia materiałów i energii stanowi ponad 70% udział w stosunku do osiągniętych przychodów. Największym dostawcą Grupy Wielton jest SAF Holland, którego udział w zaopatrzeniu wyniósł w ub.r. 12,63%, co stanowi 8,9% w relacji do przychodów (tj. 160mln PLN, 10 tys. PLN/pojazd). Do produkcji jednej naczepy spółka zużywa ok. 3 ton stali (dostawcy: SSAB, ThyssenKrupp, ArcelorMittal, VeostAlpine), 325kg aluminium (Grupa Kęty, Hydro Aluminium), 340kg drewna (Koskisen) i 67kg farby i lakierów (Helios, Novol). Biorąc pod uwagę roczną produkcję w wysokości 20 tys. sztuk implikuje to roczne zużycie stali na poziomie 60 tys.

ton, aluminium 6,5 tys. ton, drewna 6,8 tys. ton oraz farb 1,3 tys. ton. Przy obecnych cenach stali oraz aluminium, które wynoszą ok. 5000 PLN/t oraz 2400 USD/t roczne koszty tych surowców szacujemy na 300mln PLN i 60mln PLN. Wśród pozostałych dostawców znajdują się: 1) panele furgonowe (Polyfont, The European Van Company), 2) hydraulika i siłowniki (Hyva, Binotto), 3) opony (Bridgestone, Michelin, Continental, GoodYear), 4) układy hamulcowe (Wabco, Knorr-Bremse, Haldex). Zużycie energii elektrycznej na jednostkę produktu wynosi ok. 6,4 MWh/szt. co implikuje 130 tys. MWh zużytej rocznie.

Koszty rodzajowe w latach 2018-2020 w ujęciu nominalnym (l.w.) oraz jako relacja do przychodów (p.w.)



Źródło: Spółka, Trigon DM

Główne rynki zbytu. Od momentu akwizycji spółki Fruehauf rynek francuski pozostaje dla Grupy Wielton największym rynkiem pod względem przychodów, generując ok. 27% skonsolidowanej sprzedaży. Kolejnym rynkiem jest rynek brytyjski, który z udziałem na poziomie 18% wyprzedził w ub.r. rynek polski, który odpowiadał za 16,4% przychodów. Zakładamy, że w br. rynek polski odzyska drugie miejsce pod względem przychodów ze sprzedaży, na co pozwoli m.in. zakończona w połowie roku modernizacja zakładów produkcyjnych, która znacząco zwiększa zdolności produkcyjne w fabryce w Wieluniu. Kolejne kluczowe rynki to rynek rosyjski oraz niemiecki, które odpowiadają za odpowiednio 8,3% i 7,7% skonsolidowanej sprzedaży. Udział Grupy Wielton na tych rynkach pozostaje jednak relatywnie niski (<5%).

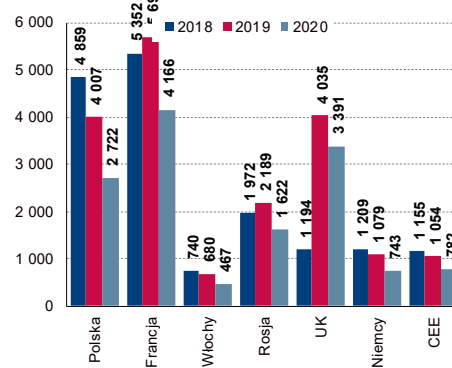
Struktura przychodów ze sprzedaży Grupy Wielton

Przychody - Grupa (m ln Pln)	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Francja	543	587	667	483	34%	28%	28%	27%
Polska	451	506	416	298	28%	24%	18%	16%
Niemcy	81	172	166	140	5%	8%	7%	8%
Rosja	133	170	193	151	8%	8%	8%	8%
Wielka Brytania	b.d.	111	384	326	b.d.	5%	16%	18%
Włochy	107	104	73	56	7%	5%	3%	3%
Szwajcaria	b.d.	42	28	53	b.d.	2%	1%	3%
Szwecja	b.d.	32	43	12	b.d.	2%	2%	1%
CEE + Balkany, w tym*:	93	198	211	160	6%	10%	9%	9%
Rumunia	27	35	40	35	2%	2%	2%	2%
Bułgaria	14	31	13	19	1%	1%	1%	1%
Słowacja	26	30	19	11	2%	1%	1%	1%
Ukraina	27	30	52	32	2%	1%	2%	2%
Węgry	b.d.	28	33	13	b.d.	1%	1%	1%
Białoruś	b.d.	27	25	20	b.d.	1%	1%	1%
Czechy	b.d.	18	29	32	b.d.	1%	1%	2%
Pozostałe kraje	189	146	162	139	12%	7%	7%	8%
Przychody ze sprzedaży	1 597	2 068	2 343	1 817	100%	100%	100%	100%

* Serbia, Estonia, Litwa, Łotwa a prezentowane w Pozostałe kraje

Źródło: Spółka, Trigon DM

Wolumen sprzedaży produktów (szt)



Europejski rynek samochodów ciężarowych oraz naczep i przyczep

W momencie ogłaszania przez Wielton strategii (2017 rok) europejski rynek pozostawał mocno rozdrobniony. Dwóch czołowych producentów niemieckich posiadało udziały na poziomie 33%, natomiast średniej wielkości producenci o zasięgu europejskim/regionalnym 16% (w tym Wielton 4,6%). Pozostała część udziałów rynkowych należała do mniejszych podmiotów skoncentrowanych na jednym rynku i niszowej specjalizacji.

Europejski rynek naczep i przyczep można uznać za rynek dojrzały, który podlega cyklicznym wahaniom. W prezentacji strategii Wielton zakładał poziom sprzedaży na europejskim rynku w wysokości od 253 do 270 tys. sztuk w latach 2015-2020. Wg ówczesnej prezentacji zdecydowanie największym rynkiem są Niemcy (54 tys. szt.), następnie Francja (23 tys. szt.), Polska (21 tys. szt.) oraz Włochy (14 tys. szt.). Prezentacja ta nie uwzględniała rynku brytyjskiego oraz hiszpańskiego, które wg raportu ICCT wynoszą odpowiednio 25,5 tys. sztuk oraz 15,5 tys. szt.

Wg raportu ICCT pt. „EU Trailer Market” z 2018r największym producentem w UE jest Schmitz, którego prognozowana produkcja w latach 2017-2021 miała wynieść 48,5 tys. sztuk, kolejno jest Krone (30,6 tys. sztuk) oraz Wielton i Kogel (po 11,5 tys. sztuk). TOP10 producentów odpowiada za 76% europejskiej produkcji (w Ameryce Płn. jest to 86%), natomiast TOP25 stanowi 90% rynku (w Ameryce Płn. jest to 95%). Biorąc pod uwagę, że TOP11-25 stanowi 14% europejskiego rynku średnia sprzedaż wśród tych podmiotów wynosi 1900 sztuk rocznie.

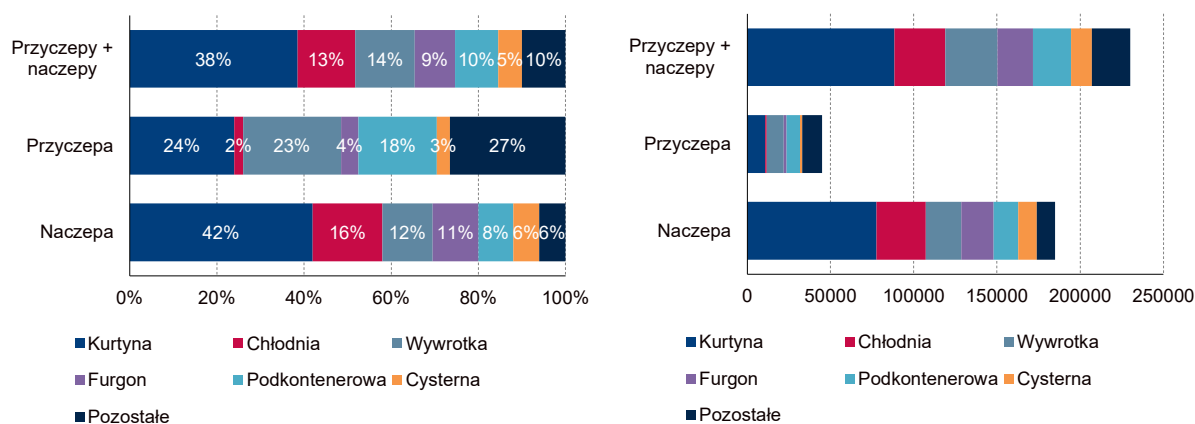
Producenci naczep i przyczep w Europie

	Średnia produkcja w latach 2010-2016	produkcja w latach 2017-2021
Schmitz	41 654	48 454
Krone	26 240	30 622
Kogel	10 488	11 235
Wielton SA	4 802	11 481
SDC	5 984	8 070
Leci Trailer	3 174	5 265
Schwarzmulle	3 536	4 940
Fliegl	2 890	3 813
Van Hool	2 435	3 023
Montracon	2 801	3 084

Źródło: ICCT, Trigon DM

W raporcie ICCT uwagę zwraca również silna koncentracja na rynku niemieckim, gdzie trzech czołowych producentów (Schmitz, Krone, Kogel) posiada ~90% udziałów rynkowych. Kolejne pozycje przypadają Schwarzmuller (4%) oraz Fliegl (2,5%). Z kolei w przypadku rynku brytyjskiego ~30% udziałów należy do spółki SDC, która w 2016r została przejęta przez CIMC. Liderem na rynku hiszpańskim jest natomiast LeciTrailer z udziałem na poziomie 25%, spółka ma również dobrze rozwiniętą sprzedaż w krajach ościennych gdzie trafia 1/3 produkcji.

Od strony kategorii produktowych największy udział w rejestracjach w przypadku naczep posiadają kurtyny (42%), chłodnie (16%), wywrotka (12%), furgony (11%) oraz podkontenerowce (8%). Struktura w segmencie naczep różni się dość istotnie, udział kurtyn wynosi 24%, wywrotek 23%, przyczep podkontenerowych 18%, a pozostałe odpowiadają za 27%. Raport wskazuje na wielkość rynku naczep i przyczep odpowiednio na poziomie 185 tys. i 45 tys. szt.

Struktura rynku pod względem kategorii produktowych


Źródło: ICCT, Trigon DM

Bazując na ostatnich prezentacjach spółki oszacowaliśmy średnią wielkość rynku naczep i przyczep w krajach, które są obecnie kluczowe z perspektywy Grupy Wielton. W naszej metodologii zastosowaliśmy średnią ważoną, przypisując dla 2020r wagę 0,3x z uwagi na szerokie restrykcje w funkcjonowaniu biznesu.

Wielkość rynku przyczep i naczep na wybranych rynkach

Rynek (szt)	2018	2019	2020 śr 2018-2020*	Pozycja WLT	2018	2019	2020	
Polska	26 120	22 965	16 445	23 389	Polska	3	3	3
Francja	27 979	28 389	22 703	27 405	Francja	1	1	1
Włochy	15 803	14 494	11 468	14 625	Włochy	5	6	6
Rosja	33 195	32 336	31 499	32 589	Rosja	8	7	10
Wielka Brytania	23 666	24 885	18 281	23 422	Wielka Brytania	2	5	2
Niemcy	51 775	50 123	41 628	49 625	Niemcy	9	10	10
CEE	20 482	19 007	13 886	18 910	CEE	4	4	4

Źródło: Spółka, Trigon DM, *średnia ważona, waga dla roku 2020 wynosi 0,3x z uwagi na liczne ograniczenia w funkcjonowaniu branży

Zwracamy uwagę, że w niektórych krajach występuje istotna różnica między raportowanymi przez spółkę udziałami rynkowymi opartymi na rejestracjach, a faktyczną sprzedażą w danym kraju. W przypadku rynku polskiego w 2020r wielkość rejestracji wyniosła ~2000 szt. przy faktycznej sprzedaży na poziomie ~2700 szt. (rok wcześniej różnica wyniosła 800 szt.). Różnice te występują także w przypadku rynku rosyjskiego oraz brytyjskiego, gdzie różnica pomiędzy poziomem rejestracji, a realną sprzedażą wynosi odpowiednio ~730 vs ~1600 szt. (rok wcześniej 1200 szt. różnicy) oraz ~2000 vs. ~3400 szt. (rok wcześniej 2000 szt. różnicy). W przypadku Rosji różnica wynika w sprzedaży zabudów na potrzeby OEM (Volvo, Mercedes, Scania), które nie podlegają osobnej rejestracji i nie są ujęte w oficjalnych statystykach, natomiast w przypadku rynku brytyjskiego różnica związana jest z zabudowami last mile.

Popyt na naczepy i przyczepy jest mocno skorelowany z rynkiem samochodów ciężarowych o DMC>16t. Ponad 90% rejestracji pojazdów ciężarowych w Europie przypada na pięć koncernów TRATON (dawniej Volkswagen, brand Scania i MAN) ~25%, Volvo Truck (Volvo i Renault) ~25%, Daimler ~20%, PACCAR (DAF) ~15%, Iveco (CNH) ~12%.

Wszystkie z wymienionych koncernów zwracają uwagę na rekordowe order intake (book-to-bill >1x) i dynamiczne odbicie rynku HDT w br. W przypadku koncernu TRATON, w Q2'21 wzrost zamówień na HDT pod marką Scania wzrósł r./r. o 180% do 37,4 tys., przy wzroście sprzedaży o 128% do 25,2 tys., natomiast zamówienia na samochody pod

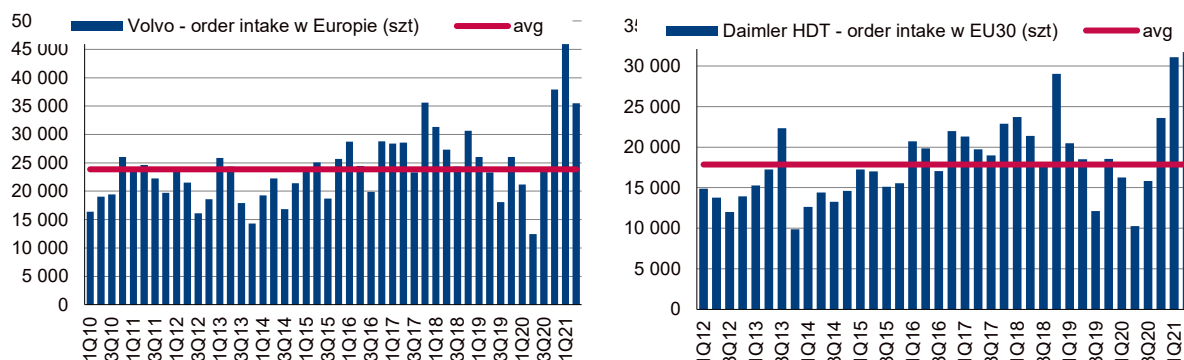
marką MAN wzrosły o 167% r./r. do 34,3 tys. przy wzroście sprzedaży o 84% do 22,9 tys. W przypadku Volvo Truck (Volvo i Renault) dynamika zamówień wzrosła o 190% przy wzroście sprzedaży o 70%. W przypadku CNH (Iveco) dynamika wzrostu zamówień wyniosła 172% a współczynnik book-to-bill wyniósł 1,22x. Daimler z kolei odnotował wzrost zamówień w Europie o 208% r./r. przy wzroście sprzedaży o 88%, book-to-bill wzrósł natomiast do 1,75x.

Rejestracje HDT i M&HDT w Europie w tys. sztuk

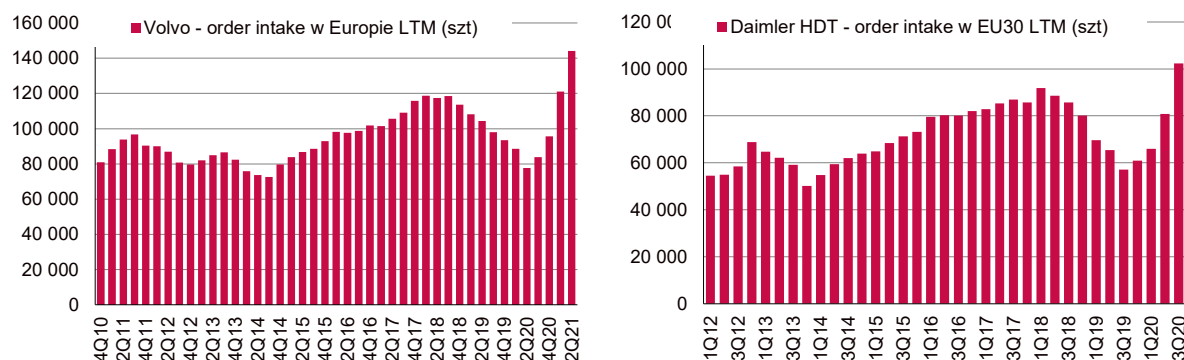
HDT >16t	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	średnia 2011-2020
Niemcy	60,2	54,4	54,6	57,9	60,9	63,9	64,7	66,8	68,0	50,3	60,2
Francja	39,9	36,5	37,6	32,7	36,9	41,6	44,5	48,5	49,5	36,7	40,4
Wielka Brytania	29,0	28,8	37,8	27,1	35,8	35,9	40,6	38,5	43,4	27,8	34,5
Polska	14,6	14,0	16,7	15,4	20,2	24,4	25,3	27,4	25,4	18,3	20,2
Włochy	13,9	9,9	9,6	9,5	11,9	18,1	19,6	20,6	19,0	16,5	14,9
Hiszpania	15,5	12,3	11,0	13,8	19,2	20,8	20,7	19,8	20,5	15,9	16,9
Pozostali	70,0	65,0	71,4	69,1	82,3	95,1	94,6	99,0	99,5	67,7	81,4
Razem	242,9	221,1	238,8	225,4	267,2	299,8	310,0	320,6	325,2	233,2	268,4

M&HDT >3,5t	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	średnia 2011-2020
Niemcy	96,4	86,9	86,8	86,0	89,7	92,6	91,8	94,4	98,4	74,8	89,8
Francja	49,4	45,7	45,0	38,8	42,8	48,2	51,3	55,5	56,3	42,7	47,5
Wielka Brytania	40,9	42,3	53,0	38,2	51,0	51,7	54,6	52,5	59,2	39,3	48,3
Polska	17,1	16,4	19,7	17,7	22,4	26,6	27,7	29,9	28,3	20,7	22,7
Włochy	19,5	13,7	12,7	12,7	15,1	23,4	24,3	25,6	23,6	20,3	19,1
Hiszpania	16,3	12,8	13,2	16,2	22,4	24,7	24,7	24,2	24,6	19,2	19,8
Pozostali	84,4	77,7	84,0	80,5	94,6	108,2	107,9	113,9	113,9	79,6	94,5
Razem	323,9	295,6	314,3	290,1	338,1	375,4	382,3	395,8	404,3	296,6	341,6

Źródło: ACEA, Trigon DM

Order intake Volvo Truck i Daimler w ujęciu kwartalnym


Źródło: Volvo Truck, Daimler, Trigon DM

Order intake Volvo Truck i Daimler w ujęciu LTM


Źródło: Volvo Truck, Daimler, Trigon DM

Czynniki ryzyka

Ryzyka związane z działalnością Grupy:

- Ryzyko braku realizacji zakładanej przez nas dywersyfikacji geograficznej
- Ryzyko braku realizacji zakładanej przez nas dywersyfikacji produktowej oraz cross-sellingu
- Ryzyko wzrostu kosztów działalności związanych z materiałami (stal, aluminium), komponentami oraz kosztami pracy, którego spółka może nie być w stanie zrekompensować podwyżkami cen produktów
- Utrzymujące się problemy z dostępnością półprzewodników po stronie producentów samochodów ciężarowych

Ryzyka związane z otoczeniem regulacyjnym:

- Pakiet mobilności oraz inne regulacje uderzające w przewoźników na rynkach gdzie spółka ma silną pozycję rynkową (Polska, Francja, Wielka Brytania, CEE)

Założenia finansowe

Podstawowe KPI dotyczące udziałów rynkowych i sprzedaży

Przychody	2018	2019	2020	śr2018-20	2022P	2026P	2030P	śr 2022-2030
Polska (WLT)	461	376	228	355	500	500	500	500
Francja (FRU)	628	684	542	618	707	743	743	731
Włochy (Viberti)	76	68	49	64	91	127	146	121
Rosja (WLT)	189	217	159	188	187	179	179	181
Wielka Brytania (LD)	111	335	297	247	421	465	485	457
Niemcy (Langendorf)	235	231	163	210	250	320	364	311
CEE (WLT)	122	116	89	109	168	231	273	224
Pozostałe	137	169	166	157	242	394	457	364
Razem produkty	1 957	2 195	1 692	1 948	2566	2958	3146	2890
+ towary	36	51	46	44	60	75	75	70
+ usługi	76	97	79	84	80	80	80	80
Przychody ogółem	2 068	2 343	1 817	2 076	2706	3113	3301	3040

Wolumen	2018	2019	2020	śr2018-20	2022P	2026P	2030P	śr 2022-2030
Polska (WLT)	4 859	4 007	2 722	3 863	5 000	5 000	5 000	5 000
Francja (FRU)	5 352	5 697	4 166	5 072	5 274	5 500	5 500	5 425
Włochy (Viberti)	740	680	467	629	865	1 300	1 500	1 222
Rosja (WLT)	1 972	2 189	1 622	1 928	1 800	1 700	1 700	1 733
Wielka Brytania (LD)	1 194	4 035	3 391	2 873	4 300	4 650	4 850	4 600
Niemcy (LAN+WLT)	1 209	1 079	743	1 010	1 250	2 000	2 425	1 892
CEE (WLT)	1 155	1 054	782	997	1 600	2 200	2 600	2 133
Pozostałe	1 915	2 083	1 639	1 879	2 300	3 750	4 350	3 467
Razem	18 396	20 824	15 532	18 251	22389	26100	27925	25 471

Rynek (szt)	2018	2019	2020	śr2018-20*	2022P	2026P	2030P	śr 2022-2030
Polska	26 120	22 965	16 445	23 389	23 400	23 400	23 400	23 400
Francja	27 979	28 389	22 703	27 405	27 400	27 400	27 400	27 400
Włochy	15 803	14 494	11 468	14 625	14 600	14 600	14 600	14 600
Rosja	33 195	32 336	31 499	32 589	14 600	14 600	14 600	14 600
Wielka Brytania	23 666	24 885	18 281	23 422	23 400	23 400	23 400	23 400
Niemcy	51 775	50 123	41 628	49 625	23 400	23 400	23 400	23 400
CEE	20 482	19 007	13 886	18 910	18 900	18 900	18 900	18 900

Udział (%)	2018	2019	2020	śr2018-20	2022P	2026P	2030P	śr 2022-2030
Polska	15,5%	14,1%	12,4%	14,0%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%
Francja	18,3%	20,1%	18,2%	18,9%	19,2%	20,1%	20,1%	19,8%
Włochy	4,8%	5,1%	4,4%	4,8%	5,9%	8,9%	10,3%	8,4%
Rosja	3,0%	3,2%	2,3%	2,8%	5,5%	4,8%	4,8%	5,0%
Wielka Brytania	10,3%	8,0%	10,9%	9,7%	9,8%	11,3%	12,2%	11,1%
Niemcy	1,4%	1,4%	1,7%	1,5%	3,6%	6,8%	8,7%	6,4%
CEE	5,6%	4,7%	6,0%	5,4%	8,5%	11,6%	13,8%	11,3%

Źródło: szacunki i prognozy Trigon DM, *średnia ważona: waga roku 2018 wynosi 1x, 2019: 1x, 2020: 0,33x z uwagi na covid-19

Rachunek wyników (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	2 068,3	2 343,2	1 817,3	2 571,8	2 705,6	2 872,8
Koszty wytworzenia	1 785,1	2 075,9	1 629,0	2 257,4	2 360,6	2 509,8
Zysk brutto ze sprzedaży	283,2	267,3	188,3	314,4	345,0	362,9
Koszty sprzedaży	112,1	125,1	102,2	138,0	145,4	155,1
Koszty ogólnego zarządu	76,8	82,5	73,2	81,4	83,8	86,3
Zysk ze sprzedaży	94,3	59,6	12,9	95,0	115,8	121,5
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1,8	30,1	24,1	0,8	0,0	0,0
EBITDA	129,8	141,8	97,7	159,3	179,8	185,9
EBITDA skor.	129,8	119,1	69,7	157,0	179,8	185,9
Amortyzacja	33,7	52,1	60,7	63,5	64,0	64,4
EBIT	96,1	89,7	37,0	95,8	115,8	121,5
Wynik na działalności finansowej	-12,5	-9,2	-17,0	-12,5	-12,2	-12,3
Zysk brutto	83,5	80,5	20,0	83,3	103,6	109,2
Podatek dochodowy	12,6	22,6	-7,3	18,8	21,8	22,9
Zysk mniejszości	1,6	0,3	-3,8	0,4	0,0	0,0
Zysk netto	69,4	57,6	31,1	64,0	81,8	86,2
Zysk netto skor.	69,4	39,5	8,7	62,2	81,8	86,2

marża brutto ze sprzedaży	13,7%	11,4%	10,4%	12,2%	12,8%	12,6%
marża EBITDA skor.	6,3%	5,1%	3,8%	6,1%	6,6%	6,5%
marża EBIT	4,6%	3,8%	2,0%	3,7%	4,3%	4,2%
marża netto skor.	3,4%	1,7%	0,5%	2,4%	3,0%	3,0%

zmiana przychodów r./r.	29%	13%	-22%	42%	5%	6%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	30%	-6%	-30%	67%	10%	5%
zmiana EBITDA skor. r./r.	12%	-8%	-41%	125%	15%	3%
zmiana EBIT r./r.	8%	-7%	-59%	159%	21%	5%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-10%	-43%	-78%	614%	32%	5%

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
Przychody	505,6	472,5	342,1	488,2	514,6	633,0
Koszty wytworzenia	449,8	422,3	327,9	424,4	454,4	552,4
Zysk brutto ze sprzedaży	55,8	50,2	14,2	63,8	60,2	80,6
Koszty sprzedaży	32,4	27,2	19,7	28,1	27,2	31,1
Koszty ogólnego zarządu	21,8	19,4	17,5	16,4	19,9	22,3
Zysk ze sprzedaży	1,6	3,5	-22,9	19,2	13,1	27,2
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	7,4	-0,6	15,1	-0,2	9,8	0,8
EBITDA	22,6	17,7	6,1	34,0	40,0	43,8
EBITDA skor.	22,6	14,4	-9,0	34,2	30,2	41,5
Amortyzacja	13,6	14,7	13,9	15,0	17,1	15,7
EBIT	9,0	3,0	-7,8	19,0	22,9	28,0
Wynik na działalności finansowej	-2,3	-10,9	-0,5	-3,1	-2,5	-2,1
Zysk brutto	6,7	-7,9	-8,4	15,9	20,4	26,0
Podatek dochodowy	1,8	-1,2	-14,3	5,5	2,7	6,8
Zysk mniejszości	0,0	-0,4	-1,8	-0,8	-0,9	0,4
Zysk netto	4,9	-6,4	7,7	11,2	18,5	18,8
Zysk netto skor.	4,9	-9,0	-4,3	11,4	10,7	16,9

marża brutto ze sprzedaży	11,0%	10,6%	4,2%	13,1%	11,7%	12,7%
marża EBITDA skor.	4,5%	3,0%	-	7,0%	5,9%	6,6%
marża EBIT	1,8%	0,6%	-	3,9%	4,4%	4,4%
marża netto skor.	1,0%	-	-	2,3%	2,1%	2,7%

zmiana przychodów r./r.	-17,6%	-26,2%	-50,1%	-4,6%	1,8%	34,0%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	-27,8%	-36,2%	-80,8%	9,0%	7,8%	60,6%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-20,6%	-62,9%	-	40,4%	33,8%	188,1%
zmiana EBIT r./r.	-51,7%	-89,9%	-	-9,8%	154,6%	843,7%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-63,0%	-	-	126,0%	118,9%	-

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	576,8	645,1	692,0	707,8	713,7	718,8
Rzeczowe aktywa trwałe	386,3	463,0	491,6	502,0	508,0	513,1
Wartości niematerialne i prawne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wartość firmy	64,0	64,0	64,0	64,0	64,0	64,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	126,6	118,1	136,5	141,8	141,8	141,8
Aktywa obrotowe	837,3	752,7	787,2	844,0	866,9	920,1
Zapasy	401,4	360,7	338,0	371,7	381,3	404,8
Należności handlowe	386,4	320,7	353,7	415,1	425,8	452,1
Pozostałe	13,2	13,3	6,7	5,7	5,7	5,7
Gotówka	36,3	58,1	88,8	51,4	54,1	57,5
Aktywa	1 414,2	1 397,8	1 479,3	1 551,8	1 580,7	1 639,0
Kapitał własny	336,7	377,1	403,7	449,9	507,6	563,6
Kapitał zakładowy	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1
Pozostałe	255,3	307,4	360,6	373,8	413,7	465,3
Zysk (strata) netto	69,4	57,6	31,1	64,0	81,8	86,2
Kapitały mniejszości	25,6	26,3	23,9	25,7	25,7	25,7
Zobowiązania długoterminowe	328,8	383,7	366,4	305,7	279,5	259,9
Zobowiązania oprocentowane	251,0	305,3	285,9	215,8	189,6	170,0
Pozostałe	77,8	78,4	80,5	89,9	89,9	89,9
Zobowiązania krótkoterminowe	723,0	610,7	685,2	770,5	767,9	789,8
Zobowiązania oprocentowane	132,4	151,1	167,8	134,7	118,3	106,1
Zobowiązania handlowe	512,3	392,4	443,6	537,1	550,9	584,9
Pozostałe	78,3	67,2	73,8	98,7	98,7	98,7
Pasywa	1 414,2	1 397,8	1 479,3	1 551,8	1 580,7	1 639,0
Kapitał obrotowy netto	275,5	289,0	248,1	249,8	256,2	272,0
Dług netto	347,2	398,3	364,9	299,1	253,8	218,7
Dług netto skor.	347,2	398,3	364,9	299,1	253,8	218,7
Dług netto/EBITDA (x)	2,7	2,8	3,7	1,9	1,4	1,2
Dług netto/kapitał własny (x)	1,0	1,1	0,9	0,7	0,5	0,4
ROE (%)	21%	11%	2%	15%	17%	16%
ROA (%)	6%	3%	1%	4%	5%	5%
Cykl konwersji gotówki (dni)	37	43	52	33	31	30
Cykl rotacji zapasów (dni)	67	67	78	57	58	57
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	57	55	68	55	57	56
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	86	80	94	79	84	83

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	66,5	108,1	149,2	165,2	139,5	134,8
Zysk (strata) netto	69,4	57,6	31,1	64,0	81,8	86,2
Amortyzacja	33,7	52,1	60,7	63,5	64,0	64,4
Zmiany w kapitale obrotowym	-97,1	-13,4	40,9	-1,7	-6,4	-15,8
Zmiana zapasów	-150,7	40,7	22,8	-33,7	-9,6	-23,6
Zmiana należności handlowych	-127,1	65,8	-33,1	-61,4	-10,7	-26,3
Zmiana zobowiązań handlowych	180,7	-120,0	51,2	93,5	13,8	34,0
Pozostałe	60,5	11,8	16,5	39,4	0,0	0,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-204,7	-82,6	-68,8	-70,5	-70,0	-69,5
CAPEX	-209,9	-89,3	-72,2	-70,9	-70,0	-69,5
Pozostałe	5,2	6,8	3,4	0,5	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	124,2	-1,8	-50,4	-134,3	-66,8	-62,0
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	172,8	72,9	-2,7	-103,1	-42,6	-31,8
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	-15,1	-19,9	0,0	-19,9	-24,2	-30,2
Pozostałe	-33,5	-54,8	-47,7	-11,2	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto	-14,0	23,8	30,0	-39,5	2,7	3,3
Środki pieniężne na początek okresu	49,4	36,3	58,1	88,8	51,4	54,1
Środki pieniężne na koniec okresu	36,3	58,1	88,8	51,4	54,1	57,5

Źródło: Spółka, Trigon DM

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

Research:

Grzegorz Kujawski, Head of Research
Konsument, Finanse

Maciej Marcinowski, Deputy Head of Research
Strategia, Banki, Finanse

Kacper Koproń
Gaming, TMT

Katarzyna Kosiorek
Biotechnologia

Michał Kozak
Paliwa, Chemia, Energetyka

Dominik Niszcz
TMT

Łukasz Rudnik
Przemysł, Wydobycie

David Sharma
Budownictwo, Deweloperzy

Sales:

Paweł Szczepański, Head of Sales

Paweł Czupryński

Sebastian Kosakowski

Michał Sopiński

Hubert Kwiecień

Disclaimer

Informacje ogólne

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 adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia 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) jako rekomendacja w rozumieniu *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym 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 partykularnych lub wskazań konfliktów interesów („Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).*

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. - minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany - zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF - cash flow, przepływy pieniężne
capex - suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
rentowność zysku brutto na sprzedaży - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję
 P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
 EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
 EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
 DY - stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – Wielton S.A.

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządziła: Łukasz Rudnik

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto wycenę dochodową.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. 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 przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Postępując 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.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzeniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązaniymi z Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzeniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktami interesów znajdują się na stronie www.trigon.pl.

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.

Data podana na pierwszym stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.trigon.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 26 sierpnia 2021 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 27 sierpnia 2021r. godz.: 8.15