

Wielton

 sektor / branża: *przemysł elektromaszynowy*

 Ticker: WLT
 ISIN: PLWELTN00012

Opis spółki

Wielton S.A. to największy polski producent przyczep, naczip oraz zabudów. Producent z Wielunia działa na polskim rynku od ponad 10 lat, jego produkty znalazły uznanie zarówno w kraju jak i za granicą.

Dane podstawowe

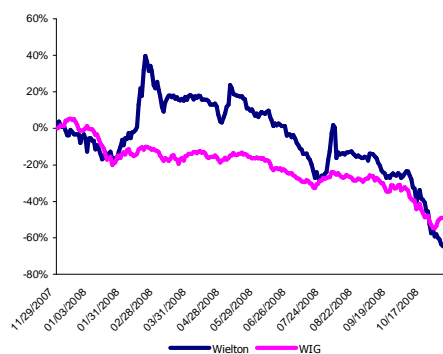
Cena bieżąca	2,70
Wycena DCF	4,03
Cena docelowa	-
Liczba akcji (tys.)	60 375
Kapitalizacja (mln zł)*	163,0
EV (mln zł)*	189,6

Akcjonariat	% akcji	% głosów
IPOPEMA 1 FINANZ	41,4%	41,4%
Jakub Prozner	16,0%	16,0%
Łukasz Tylkowski	12,7%	12,7%
Mariusz Szataniak	6,7%	6,7%
Paweł Szataniak	6,7%	6,7%
free float	16,60%	16,6%

Notowania

max cena 52 tygodnie (PLN)	12,60
min cena 52 tygodnie (PLN)	2,66

* przy cenie zamknięcia 2,70 zł



Analitik:

Tomasz Manowicz

tel. (22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowicz@bgz.pl

Wyniki trzeciego kwartału 2008

Perspektywy dla spółki są bardzo niekorzystne, a pierwszym złym sygnałem są wyniki trzeciego kwartału 2008 r. Spółka osiągnęła w tym okresie 101 mln zł przychodu wobec 98 mln w tym samym okresie roku poprzedniego (wzrost o 2,8 %). Natomiast narastająco przez trzy kwartały Wielton wypracował 316 mln zł przychodów (wobec 279 mln, wzrost o 13,2%).

Zysk z działalności operacyjnej w trzecim kwartale wyniósł 12 mln zł (wobec 17,5 mln, spadek o 45%). Jest to efekt dówch czynników - mocnej złotówki oraz spowolnienia na rynku transportowym. Ze względu na fakt, iż 60% sprzedaży spółka kieruje na export, aprecjacja złotego powoduje zmniejszenie się wartości przychodów, przy czym znaczna część kosztów ponoszona jest w polskiej walucie.

Istotnym czynnikiem jest spadek popytu na dobra trwałe. Jest to skutek kryzysu finansowego, który spowodował, że otrzymanie finansowania na inwestycje stało się trudne, a to pociąga za sobą ograniczenie zakupów. Najdotkliwiej odczuwany jest zastój na rynkach wschodnich (Rosja i Ukraina), które są głównymi odbiorcami sprzedaży exportowej spółki.

Trochę bardziej korzystnie spółka wypadła na poziomie wyniku netto, osiągając 10 mln zł zysku (wobec 13,9 mln, spadek o 28%). Wynik netto wspierany jest przez saldo działalności finansowej, na którą składają się zyski z opcji walutowych stosowanych dla zabezpieczenia pozycji względem euro.

Prognoza

Wyniki spółki w dużej mierze zależą od koniunktury makroekonomicznej a także od sytuacji na rynku kredytowym ze względu na fakt, iż dobra inwestycyjne finansowane są zazwyczaj kapitałem obcym. W związku z tym przeciągający się kryzys w sektorze bankowym będzie negatywnie wpływał na osiągnięte przychody. Z drugiej strony jego szybkie zakończenie przyczyniłoby się do dynamicznej poprawy wyników spółki.

Ponieważ sprzedaż w krajach, które są głównymi odbiorcami eksportu producenta (Rosja, Ukraina), znacząco się obniżyła, spółka koncentruje się obecnie na rynku polskim, gdzie popyt jest dość stabilny. W trzecim kwartale Wielton zwiększył swój udział w rynku krajowym do 11% (z 9% w pierwszej połowie roku). Dodatkowo spółka zamierza zintensyfikować swoją sprzedaż w innych krajach Europy Południowej (Rumunia, Bułgaria) oraz zdobywać nowe rynki (Kazachstan). Duże nadzieje związane są również z inwestycjami w infrastrukturę i Euro2012.

Czynnikami korzystnie wpływającym na wyniki będzie rozpoczęta właśnie restrukturyzacja zatrudnienia, której efektem będzie zwolnienie ok. 200 pracowników spółki. Pozwoli to osiągnąć oszczędności rzędu 0,5 mln zł miesięcznie. Proces ten jest reakcją zarządu na bieżącą sytuację i zapewni dostosowanie do potrzeb rynku.

Ze względu na obecną sytuację makroekonomiczną zmieniamy swoje nastawienie do spółki z pozytywnego na neutralne, jednak nie zdecydowaliśmy się na wyznaczenie ceny docelowej.

	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody (mln PLN)	385,6	388,4	372,4	519,7	598,5	667,5
EBITDA (mln PLN)	62,1	60,0	42,1	67,3	75,2	77,3
EBIT (mln PLN)	56,9	52,6	32,3	57,0	64,3	65,8
Zysk netto (mln PLN)	44,8	51,4	27,7	50,5	57,7	51,4
EPS (PLN)	0,74	0,85	0,46	0,84	0,96	0,85
P / E*	3,6	3,2	5,9	3,2	2,8	3,2
EV / EBITDA*	3,1	3,2	4,5	2,8	2,5	2,5

P - prognozy BM BGZ

Wyniki finansowe

Tab. 1 Wyniki trzeciego kwartału 2008

	3Q 2008	3Q 2007	zmiana	1-3Q 2008	1-3Q 2007	zmiana
Ilość sprzedanych pojazdów	1413	1263	11,9%	4240	3530	20,1%
Przychody	101,4	98,6	2,8%	316,7	279,5	13,3%
EBIT	12	17,6	-31,8%	48,6	41,8	16,3%
EBITDA	13,7	18,9	-27,5%	53,4	45,6	17,1%
Zysk netto	10,1	13,9	-27,3%	46,5	32,2	44,4%
Środki pieniężne	5,9	14,0	-57,9%			
Zadłużenie	32,5	22,1	47,1%			
Przepływy z działalności operacyjnej	-5,0	7,1				
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-12,8	-10,7				
Przepływy z działalności finansowej	-6,1	-1,7				

Źródło: Spółka, BM BGZ S.A.

Osiągnięte wyniki są niższe od wcześniejszych zapowiedzi i oczekiwań. W trzecim kwartale sprzedano 1413 naczep i przyczep, co stanowi wzrost o 12% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego. Jednak spółka zakładała, iż w tym roku sprzeda niemal 7000 sztuk pojazdów, a do tej pory zrealizowała jedynie 4233 zamówienia. Spadek sprzedaży na rynkach wschodnich sprawia, że osiągnięcie planowanych wyników staje się niemożliwe do spełnienia. Wynik osiągnięty w czwartym kwartale będzie zapewne jeszcze niższy niż w ostatnim.

Ze względu na słabe wyniki w trzecim kwartale i pesymistyczne oczekiwania względem czwartego kwartału spółka zdecydowała się na zaktualizowanie prognoz finansowych na 2008 r. Jedną jedyną wartością, która uległa zmniejszeniu są przychody (z 534 mln zł na 390 mln zł). Jedną z najważniejszych przyczyn obniżenia tej wartości jest kurs euro. Prognoza była tworzona przy założeniu, że średni kurs EUR/PLN wynosić będzie 3,75, natomiast jego faktyczna wartość za trzy kwartały 2008 r. wyniosła 3,43. Prognoza zysku operacyjnego oraz zysku netto nie uległa zmianie, gdyż ich realizacja nie jest zagrożona, głównie dzięki bardzo dobrym wynikom w pierwszym półroczu. Wysoki współczynnik realizacji prognoz wskazuje, że oczekiwania względem ostatniego kwartału tego roku są bardzo niskie – jedynie 73 mln przychodów i 3,5 mln zysku.

Tab. 2 Prognozy spółki na 2008 r. oraz ich realizacja

	Prognoza z 2007 r.	Prognoza aktualna	Dotychczasowe wykonanie	Dotychczasowe wykonanie (%)
Ilość sprzedanych pojazdów	6964	-	4240	60,9%
Przychody	534,0	390,0	316,7	81,2%
EBIT	60,5	60,5	48,6	80,3%
Zysk netto	50,0	50,0	46,5	93,0%

Źródło: Spółka.

SYTUACJA W SPÓŁCE

Wychodząc naprzeciw bieżącej sytuacji makroekonomicznej, Zarząd zdecydował się zrestrukturyzować zatrudnienie w spółce. Podjęto decyzję o zwolnieniu 200 osób (całkowite zatrudnienie wynosi obecnie ok. 850

osób) do końca stycznia przyszłego roku. Pozwoli to spółce zaoszczędzić ok. 0,5 mln zł w każdym miesiącu. Nie jest to ratowanie spółki, a jedynie dostosowanie do sytuacji panującej na rynku.

Niezagrożona pozostaje również płynność w spółce. Środki pieniężne na koniec trzeciego kwartału wynoszą 5,9 mln zł, natomiast zadłużenie 32,5 mln zł, przy czym dominująca jego część to zadłużenie długoterminowe (22,7 mln). Spółka w dalszym ciągu realizuje swój program inwestycyjny, który planowo będzie ukończony w 2009 r. Utrzymująca się stagnacja na rynku transportowym może jednak spowodować przesunięcie realizacji projektu na kolejny rok.

Wycena

Zaktualizowana przez nas wycena spółki, przeprowadzona metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych wskazuje na fundamentalną wartość Wieltonu na poziomie 4,03 zł. Najbliższy rok będzie jednak bardzo ciężki dla spółki, dlatego jej krótkoterminowe perspektywy nie są zbyt optymistyczne. W dłuższym terminie sytuacja powinna jednak ulec poprawie, co przełoży się na polepszenie wyników spółki. Z tego względu nie zdecydowaliśmy się na ustalenie krótkoterminowej ceny docelowej, wskazując jednocześnie na długoterminowy potencjał Wieltonu.

Decydującym czynnikiem obniżającym wycenę była zmiana założeń dotyczących sprzedaży. Trudna sytuacja makroekonomiczna oraz problemy z finansowaniem zakupów przyczynią się do znacznego spadku popytu na produkty Wieltonu. Dlatego zdecydowaliśmy się na obniżenie prognoz wolumenu sprzedaży na przyszły rok o 30% (z 6900 na 4700 szt.) oraz o 20% na kolejne lata.

Tab. Wycena Wielton S.A. metodą DCF

(mln PLN)	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody	388,4	372,4	519,7	598,5	667,5	744,2	795,9	884,2	974,3	1 049,3
EBIT	52,6	32,3	57,0	64,3	65,8	66,5	61,3	60,5	58,9	52,0
<i>Efektywna stopa podatkowa</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>
NOPLAT	42,6	28,7	48,7	54,6	55,8	56,4	52,2	51,5	50,2	42,9
Amortyzacja	7,3	9,8	10,3	10,9	11,6	11,1	11,6	12,4	13,2	14,1
CAPEX	37,7	6,2	8,4	8,9	9,5	10,2	10,9	11,6	12,4	13,2
Inwestycje w kapitał obrotowy	33,1	2,2	12,3	6,6	5,7	6,4	4,3	7,4	7,5	6,3
FCFF	-20,1	30,2	38,4	50,0	52,1	50,9	48,6	45,0	43,6	37,6
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,72	1,70	1,69	1,66	1,64	1,62	1,61	1,60	1,60	1,59
Koszt kapitału własnego	15,4%	15,3%	15,3%	15,1%	15,0%	14,9%	14,9%	14,8%	14,8%	14,7%
Koszt długu	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
% kapitału własnego	84,8%	86,0%	86,4%	88,5%	89,9%	90,8%	91,6%	92,2%	92,7%	93,2%
% długu	15,17%	14,02%	13,57%	11,51%	10,06%	9,19%	8,38%	7,79%	7,26%	6,81%
WACC	14,09%	14,10%	14,10%	14,12%	14,14%	14,15%	14,16%	14,17%	14,17%	14,18%
Suma DFCF	180,6									
Wartość rezydualna (TV)	314,8									
Zdyskontowana TV	89,6									
Wartość działalności operacyjnej	270,2									
Gotówka netto	-26,6									
Wartość kapitału własnego	243,6									
Liczba akcji (mln szt.)	60,4									
Wartość 1 akcji (5.11.2008)	4,03 zł									

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A. Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 6-9 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 6-9 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%,
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa z inwestycji będzie wahać się w przedziale (-10%; + 10%),
- **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w § 9 i § 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

BIURO MAKLERSKIE BGŻ S.A.

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgz.pl

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

tel.

(22) 32 94 327
(22) 32 94 328

e-mail

makler@bmbgz.pl

Obsługa klientów indywidualnych

Oddziały Banku BGŻ oraz internetowy serwis transakcyjny

bmBGZ.net