

# Research

Poland | Equity Research

Research Department

[research@trigon.pl](mailto:research@trigon.pl)[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## WIELTON Wywrot(k)owy kwartał

Pomimo iż wynik I kw.'23 były lepsze w ujęciu r./r. (EBITDA +25%, zysk netto +52%), okazały się one znacznie niższe od naszych oczekiwań oraz guidance'u Zarządu, co skłania nas do obniżenia naszej rekomendacji do Trzymaj z ceną docelową 8,9 PLN (poprzednio Kupuj, TP 11,4 PLN). W dalszym ciągu spodziewamy się przedstawienia przez Spółkę ambitnych założeń finansowych w planowanej na przełom czerwca/lipca strategii, jednak obawiamy się, że inwestorzy mogą przykładać obecnie większą wagę do outlooku krótko- i średnioterminowego, który staje się coraz bardziej wymagający (wolniejszy sływ nowych zamówień, słabsze dane o produkcji przemysłowej). Tym samym, mimo oczekiwanej przez nas atrakcyjnej waluacji spółki na bazie KPI zawartych w strategii, większa presja konkurencyjna oraz cenowa na rynku naczeł i przyczep, będzie ograniczać potencjał do poprawy wyników związany z działaniami efektywnościowymi (produkcja) i optymalizacyjnymi (koszty) w spółce w krótkim terminie. W rezultacie uważamy, że Zarządowi nie uda się zrealizować zapowiedzianej na 2023r prognozy od strony wolumenów sprzedaży (23500 szt.) i zysku EBITDA (212mln PLN). Nie zmieniamy z kolei naszych oczekiwań dotyczących rozwoju długoterminowego spółki, gdzie w dalszym ciągu dostrzegamy potencjał do (1) zwiększania wolumenów poprzez ekspansję produktową i geograficzną oraz (2) poprawy rentowności, dzięki integracji pionowej w kluczowych komponentach kosztowych (osie, płyt izolacyjne dla chłodzi i furgonów, stalowe elementy hydroformowane).

**Wyniki I kw.'23.** Wyniki EBITDA za I kw.'23 był o 28% gorszy od konsensusu oraz o 36% gorszy od naszych prognoz, z kolei na poziomie zysku netto zaraportowany wynik był gorszy odpowiednio o 53% i 58%. Również poziom przychodów, które wyniosły 849mln PLN, był niższy od konsensusu o 3% i stanowi ok. 24% wykonania tegorocznej prognozy (3,6mld PLN), przy niższym poziomie wykonania wolumenów, który po Q1'23 wynosi 22% (5259 z prognozowanych 23500 szt. w '23r). Wyniki I kw.'23 nie potwierdziły zatem komunikowanej przez Zarząd trajektorii zysku EBITDA, który wg zapowiedzi po I kw. miał wyraźnie przekraczać założenia prognozy rocznej (212/4=53mln PLN). Rynek oczekiwał istotnego obniżenia poziomu kosztów zarządu, co było sygnalizowane na konferencji po wynikach za 2022r, tymczasem wszystko wskazuje na to że ich kalkulacja oparta na analizie różnicy tej pozycji na bazie raportu za 2022r oraz po 9M2022 dawała zaburzony obraz IV kw.'22 (koszty zarządu na poziomie 20mln PLN), co szerzej omawiamy w dalszej części raportu. Skala efektów realizowanych projektów oszczędnościowych takich jak 49+ oraz 100+ jest jeszcze relatywnie nieduża i większe poziomy oszczędności przyjdzie nam jeszcze poczekać.

**Backlog na stabilnym poziomie.** Na koniec Q1'23 backlog spółki na 4 głównych rynkach (Polska, Francja, Wielka Brytania, Niemcy) wyniósł 9,9 tys. szt. co stanowi wzrost o 8% kw./kw. Najdłuższy backlog na poziomie 5-6msc ma obecnie LD, we FRU backlog sięga 5msc, natomiast w Wieluniu ok. 3msc. Spodziewamy się, że wolumen sprzedaży w Q2'23 wzrośnie zatem do 5,5 tys. szt. względem 5,29 tys. szt. w Q1'23.

**Nowe zamówienia na samochody ciężarowe zróżnicowane w zależności od producenta.** Analizując raporty producentów HDT >16t za Q1'23 widać spore zróżnicowanie pod względem sływu nowych zamówień. Na plus wyróżnia się Volvo Truck (Volvo, Renault), którego zamówienia w Europie sięgnęły w Q1'23 26 tys. szt. (śr '22 to 22,6 tys. szt). W przypadku Mercedes-Benz wolumen zamówień wyniósł 32,9 tys. szt. (śr '22 to 35,4 tys. szt). Z kolei poziom nowych zamówień w Traton (Scania, MAN) wyniósł w Q1'23 53,6 tys. szt. (śr'22 to 68,6 tys. szt.), bez podziału geograficznego.

**Wyczekiwanie na nową strategię.** Nowa strategia ma zostać zaprezentowana na przełomie czerwca i lipca. W naszych prognozach zakładamy, że w 2027r wolumen sprzedaży osiągnie ok. 29 tys. szt. (5-letni CAGR 4,5%), a marża EBITDA wzrośnie do 6,5% (EBITDA 275mln PLN, 5-letni CAGR 6,3%). Nasze założenia są konserwatywne, względem komunikacji Zarządu dotyczącej ekspansji produktowej i geograficznej oraz programów optymalizacji kosztowej.

**Dywidenda.** Podczas ostatniej konferencji Zarząd podkreślił, że będzie rekomendował wypłatę dywidendy z zysku za 2022r, natomiast nie zapadła jeszcze decyzja dotycząca dodatkowego skupu akcji własnych. Zakładamy, że dywidenda z zysku za 2023r wyniesie ok. 0,33 PLN/akcję, co oznacza że na dywidendę trafi 20mln PLN (DPR=17,5%).

**Ryzyka.** (1) Spadek nowych zamówień na HDT/naczeł, (2) nasilenie się spowolnienia gospodarczego/recesja, (3) dalszy wzrost kosztów finansowania skutkujący przejściowym wydłużeniem cyklu życia obecnych HDT/naczeł, (4) nasilenie się presji konkurencyjnej, (5) większa niż zakładam skala przejściowego wzrostu kosztów planowanej ekspansji (produkcja/sprzedaż).

**Wycena.** Cenę docelową akcji WLT w horyzoncie 12-miesięcznym ustalamy na podstawie metody DCF na poziomie 8,9 PLN. Wartość bieżąca akcji WLT względem krajowych spółek przemysłowych natomiast 7,9 PLN, jednak z uwagi różny profil działalności podmiotów z grupy porównawczej, nie bierzemy jej pod uwagę przy ustalaniu ceny docelowej.

mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 817,3	2 696,4	3 433,4	3 505,7	3 676,8	3 938,0
EBITDA	97,7	144,5	203,0	174,8	210,1	246,3
EBIT	37,0	79,3	130,9	96,4	120,0	151,7
Zysk netto	31,1	47,3	114,3	40,4	62,8	92,7
EPS (PLN)	0,52	0,78	1,89	0,67	1,04	1,54
P/E (x)	17,1	11,3	4,7	13,2	8,5	5,7
EV/EBITDA (x)	9,2	6,1	5,0	6,4	5,4	4,7
P/BV (x)	1,3	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8
DY (%)	0,0%	3,7%	0,0%	3,7%	3,7%	5,9%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

## Trzymaj

(Poprzednia: Kupuj; 11,4 PLN)

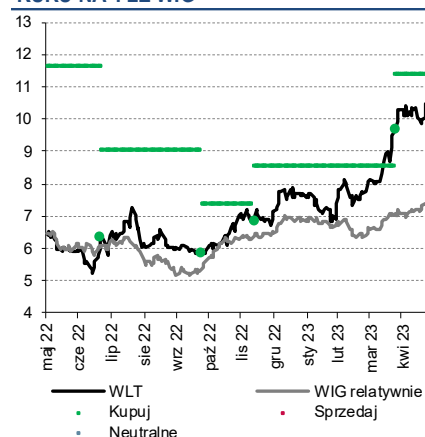
Cena docelowa: 8,9 PLN

Potencjał wzrostu: +1%

### DANE SPÓŁKI

Ticker	WLT
Sektor	Przemysł transportowy
Kurs (PLN)	8,81
52 tyg. min/max (PLN)	5,22 / 10,9
Liczba akcji (mIn szt.)	60,4
Kapitalizacja (mIn PLN)	532
Free-float	0,3
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	1,0
Zmiana kursu	1M 3M 1Y
	-14,1% 18,9% 35,3%

### KURS NA TLE WIG



### HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	11,4
Kupuj	12.12.2022	8,6
Kupuj	24.10.2022	7,4
Kupuj	21.07.2022	9,1
Kupuj	22.04.2022	11,7
Kupuj	20.04.2022	11,7
Kupuj	09.12.2021	14,3

### AKCJONARIAT

	Udział %
MP Inwestors	37,6%
MPSZ Sp. z o.o.	13,4%
Łukasz Tylikowski	9,7%
VESTA FIZ	5,9%

### WAŻNE DATY

Raport Q2'23	14.09.2023
Raport Q3'23	16.11.2023

### ANALITYK

Łukasz Rudnik

## WIELTON

Bloomberg ticker WLT PW

**Rekomendacja** Trzymaj  
**Cena docelowa (PLN)** 8,9

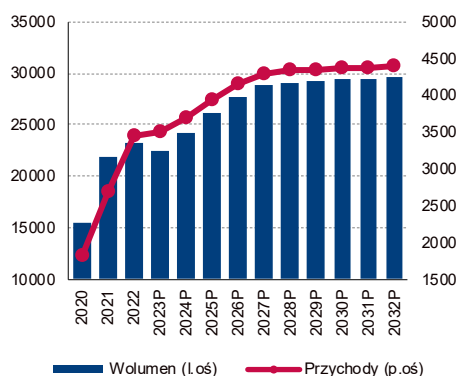
**Kurs (PLN)** 8,8  
**Potencjał wzrostu** 1%

Poprzednia rekomendacja Kupuj  
Poprzednia cena docelowa (PLN) 11,4

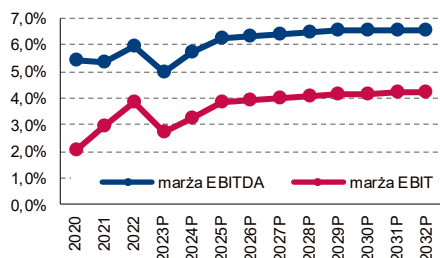
Liczba akcji (mln) 60,4  
Kapitalizacja (mln PLN) 532  
EV (mln PLN) 1 023

Łukasz Rudnik  
lukasz.rudnik@trigon.pl  
T: +48 22 330 11 22

### Prognoza przychodów oraz wolumenu sprzedaży



### Marża EBITDA oraz EBIT



### Udziały rynkowe i pozycja WLT

Udział WLT	2018	2019	2020	2021	2022
Polska	12,4%	12,7%	15,7%	12,7%	15,7%
Francja	18,2%	19,7%	19,7%	19,7%	19,3%
Włochy	4,4%	5,9%	5,2%	5,9%	6,6%
Wielka Brytania	10,9%	12,8%	12,2%	12,8%	12,2%
Niemcy	2,1%	1,5%	1,5%	1,5%	2,0%
Hiszpania				3,5%	3,2%
CEE	6,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Agro - Polska				8,8%	9,2%

Pozycja WLT	2018	2019	2020	2021	2022
Polska	3	3	3	3	2
Francja	1	1	1	1	1
Włochy	5	6	6	7	5
Wielka Brytania	2	5	2	2	2
Niemcy	9	10	10	10	5
Hiszpania				6	6
CEE	4	4	4	5	5
Agro - Polska				3	3

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	11,3	4,7	13,2	8,5	5,7
P/E skor. (x)	11,6	5,0	13,3	8,5	5,7
P/BV (x)	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8

EV/EBITDA (x)	6,5	5,0	6,4	5,4	4,7
EV/EBITDA skor. (x)	6,6	5,3	6,4	5,4	4,7
EV/Sprzedaż (x)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

FCF Yield (%)	7,8%	-17,1%	-10,6%	-2,1%	2,9%
DY (%)	3,7%	0,0%	3,7%	3,7%	5,9%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,8	1,9	0,7	1,0	1,5
EPS skor. (PLN)	0,8	1,8	0,7	1,0	1,5
DPS (PLN)	0,3	0,0	0,3	0,3	0,5
BVPS (PLN)	7,3	9,2	9,6	10,3	11,3

Liczba akcji (mln)	60,4	60,4	60,4	60,4	60,4
Kapitalizacja (mln PLN)	531,9	531,9	531,9	531,9	531,9
EV (mln PLN)	883,7	1 022,7	1 113,5	1 144,6	1 160,4

### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>2 696</b>	<b>3 433</b>	<b>3 506</b>	<b>3 677</b>	<b>3 938</b>
Koszty wytworzenia	2 388	3 018	3 085	3 213	3 421
Zysk brutto ze sprzedaży	308	415	420	464	517
EBITDA	144	203	175	210	246
<b>EBITDA skor.</b>	<b>143</b>	<b>194</b>	<b>174</b>	<b>210</b>	<b>246</b>
Amortyzacja	65	72	78	90	95
EBIT	79	131	96	120	152
Zysk brutto	59	127	55	79	117
Zysk mniejszości	0	0	-1	0	0
Zysk netto	47	114	40	63	93
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>46</b>	<b>107</b>	<b>40</b>	<b>63</b>	<b>93</b>

### Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>129</b>	<b>41</b>	<b>122</b>	<b>149</b>	<b>156</b>
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-71	-132	-177	-160	-140
CAPEX	-87	-133	-179	-160	-140
Przepływy z działalności finansowej	-26	83	7	15	-10
Dywidenda	-20	0	-20	-20	-31
FCF	41	-91	-57	-11	16
Przepływy pieniężne netto	32	-7	-48	3	5

### Bilans (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa</b>	<b>1 858</b>	<b>2 105</b>	<b>2 263</b>	<b>2 348</b>	<b>2 490</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	526	585	661	731	776
Wartość firmy	64	64	64	64	64
Wartości niematerialne i prawne	0	0	0	0	0
Gotówka	124	116	70	74	79
<b>Pasywa</b>	<b>1 858</b>	<b>2 105</b>	<b>2 263</b>	<b>2 348</b>	<b>2 490</b>
Kapitał własny	440	554	579	622	684
Kapitały mniejszości	26	11	10	10	10
Zobowiązania oprocentowane	475	607	652	686	707

Dług netto skor.	352	491	582	613	629
Kapitał obrotowy netto	228	400	443	447	479

### Wskaźniki operacyjne

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
wzrost sprzedaży (%)	48%	27%	2%	5%	7%
wzrost EPS skor. (%)	52%	142%	-65%	55%	48%
marża brutto na sprzedaży (%)	11,4%	12,1%	12,0%	12,6%	13,1%
marża EBITDA skor. (%)	5,3%	5,7%	5,0%	5,7%	6,3%
marża EBIT (%)	2,9%	3,8%	2,8%	3,3%	3,9%
marża netto skor. (%)	1,7%	3,1%	1,1%	1,7%	2,4%

ROE (%)	11%	22%	7%	10%	14%
ROA (%)	3%	5%	2%	3%	4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	3,2%	3,9%	5,1%	4,4%	3,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,3	1,8	2,3	1,8	1,5
Dług netto/kapitał własny (x)	0,8	0,9	1,0	1,0	0,9
Dług netto/EBITDA (x)	2,4	2,4	3,3	2,9	2,6

Cykl konwersji gotówki (dni)	29	30	41	41	40
Cykl rotacji zapasów (dni)	66	65	70	72	70
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	56	57	66	65	63
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	93	93	95	96	94

Źródło: Spółka, Trigon DM

## Podsumowanie inwestycyjne

**#Wyniki I kw.'23 rozczarowały.** Wyniki I kw.'23 nie potwierdziły komunikowanej przez Zarząd trajektorii zysku EBITDA, który wg zapowiedzi po I kw. miał wyraźnie przekraczać założenia prognozy rocznej (212/4=53mln PLN). Rynek oczekiwał istotnego obniżenia poziomu kosztów zarządu, co było sygnalizowane na konferencji po wynikach za 2022r, tymczasem wszystko wskazuje na to że ich kalkulacja oparta na analizie różnicy tej pozycji na bazie raportu za 2022r oraz po 9M2022 dawała zaburzony obraz IV kw.'22 (koszty zarządu na poziomie 20mln PLN), co przedstawia załączona poniżej analiza rachunku wyników w ujęciu narastającym oraz kwartalnym. Prawdopodobnie znaczna część tych kosztów w Q4'22 została wykazana w pozostałych kosztach operacyjnych (ok. 12mln PLN). Biorąc pod uwagę wzrost kosztów zarządu do 39,7mln PLN w Q1'23 trudno nam obecnie doszukiwać się na tym poziomie oszczędności związanych z projektami 49+ i 100+, ich efekty zobaczymy prawdopodobnie w drugiej połowie roku.

Rachunek wyników w ujęciu skonsolidowanym oraz jednostkowym, dane narastająco oraz kwartalne

SKONSOLIDOWANE	YTD					Kwartalnie				
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Przychody ze sprzedaży	814 211	1 636 168	2 495 910	3 433 366	848 775	814 211	821 957	859 742	937 456	848 775
Koszt własny sprzedaży	734 034	1 454 062	2 205 537	3 018 155	742 302	734 034	720 028	751 475	812 618	742 302
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>80 177</b>	<b>182 106</b>	<b>290 373</b>	<b>415 211</b>	<b>106 473</b>	<b>80 177</b>	<b>101 929</b>	<b>108 267</b>	<b>124 838</b>	<b>106 473</b>
<b>SG&amp;A</b>	<b>72 877</b>	<b>151 326</b>	<b>227 231</b>	<b>292 943</b>	<b>80 447</b>	<b>72 877</b>	<b>78 449</b>	<b>75 905</b>	<b>65 712</b>	<b>80 447</b>
Koszty sprzedaży	38 428	77 122	122 535	168 394	40 746	38 428	38 694	45 413	45 859	40 746
Koszty ogólnego zarządu	34 449	74 204	104 696	124 549	39 701	34 449	39 755	30 492	19 853	39 701
<b>Pozostała działalność operacyjna</b>	<b>11 123</b>	<b>31 430</b>	<b>30 013</b>	<b>8 652</b>	<b>412</b>	<b>11 123</b>	<b>20 307</b>	<b>-1 417</b>	<b>-21 361</b>	<b>412</b>
Pozostałe przychody operacyjne	9 194	24 987	26 359	19 972	738	9 194	15 793	1 372	-6 387	738
Pozostałe koszty operacyjne	244	1 324	4 113	19 087	326	244	1 080	2 789	14 974	326
Zysk na okazjonalnym nabyciu	2 173	7 767	7 767	7 767	0	2 173	5 594	0	0	0
<b>Zysk (strata) na działalności operacyjnej</b>	<b>18 423</b>	<b>62 210</b>	<b>93 155</b>	<b>130 920</b>	<b>26 438</b>	<b>18 423</b>	<b>43 787</b>	<b>30 945</b>	<b>37 765</b>	<b>26 438</b>
Przychody finansowe	1 946	35 810	34 814	35 245	4 648	1 946	33 864	-996	431	4 648
Koszty finansowe	7 627	15 544	32 974	39 419	10 484	7 627	7 917	17 430	6 445	10 484
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	12 742	82 476	94 995	126 746	20 602	12 742	69 734	12 519	31 751	20 602
Podatek dochodowy	3 005	-3 316	768	12 316	7 808	3 005	-6 321	4 084	11 548	7 808
<b>Zysk (strata) netto na działalności konty</b>	<b>9 737</b>	<b>85 792</b>	<b>94 227</b>	<b>114 430</b>	<b>12 794</b>	<b>9 737</b>	<b>76 055</b>	<b>8 435</b>	<b>20 203</b>	<b>12 794</b>
- akcjonariuszom podmiotu dominującego	8 973	83 978	91 874	114 280	13 662	8 973	75 005	7 896	22 406	13 662
- podmiotom niekontrolującym	764	1 814	2 353	150	-868	764	1 050	539	-2 203	-868

JEDNOSTKOWE	YTD					Kwartalnie				
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
<b>Przychody netto ze sprzedaży P/T/M</b>	<b>462 039</b>	<b>912 880</b>	<b>1 415 760</b>	<b>1 920 211</b>	<b>465 387</b>	<b>462 039</b>	<b>450 841</b>	<b>502 880</b>	<b>504 451</b>	<b>465 387</b>
- od jednostek powiązanych	178 210	326 912	543 828	735 269	162 235	178 210	148 702	216 916	191 441	162 235
Produkty	444 190	872 286	1 353 500	1 840 823	448 224	444 190	428 096	481 214	487 323	448 224
Towary i materiały	17 849	40 594	62 260	79 388	17 163	17 849	22 745	21 666	17 128	17 163
Koszty sprzedanych P/T/M	411 117	809 922	1 252 739	1 680 873	392 978	411 117	398 805	442 817	428 134	392 978
- jednostkom powiązanym	157 644	292 455	481 912	647 192	137 626	157 644	134 811	189 457	165 280	137 626
Koszt w ytworzenia sprzedanych produktów	402 551	785 188	1 211 857	1 627 076	381 426	402 551	382 637	426 669	415 219	381 426
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	8 566	24 734	40 882	53 797	11 552	8 566	16 168	16 148	12 915	11 552
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>50 922</b>	<b>102 958</b>	<b>163 021</b>	<b>239 338</b>	<b>72 409</b>	<b>50 922</b>	<b>52 036</b>	<b>60 063</b>	<b>76 317</b>	<b>72 409</b>
<b>SG&amp;A</b>	<b>34 632</b>	<b>66 477</b>	<b>102 468</b>	<b>145 727</b>	<b>38 099</b>	<b>34 632</b>	<b>31 845</b>	<b>35 991</b>	<b>43 259</b>	<b>38 099</b>
Koszty sprzedaży	20 899	39 289	64 640	90 731	20 596	20 899	18 390	25 351	26 091	20 596
Koszty ogólnego zarządu	13 733	27 188	37 828	54 996	17 503	13 733	13 455	10 640	17 168	17 503
<b>Zysk (strata) na sprzedaży</b>	<b>16 290</b>	<b>36 481</b>	<b>60 553</b>	<b>93 611</b>	<b>34 310</b>	<b>16 290</b>	<b>20 191</b>	<b>24 072</b>	<b>33 058</b>	<b>34 310</b>
<b>Pozostała działalność operacyjna</b>	<b>6 318</b>	<b>6 908</b>	<b>5 990</b>	<b>-17 140</b>	<b>-700</b>	<b>6 318</b>	<b>590</b>	<b>-918</b>	<b>-23 130</b>	<b>-700</b>
Pozostałe przychody operacyjne	7 690	8 463	9 768	14 655	458	7 690	773	1 305	4 887	458
Pozostałe koszty operacyjne	1 372	1 555	3 778	31 795	1 158	1 372	183	2 223	28 017	1 158
<b>EBITDA</b>	<b>30 318</b>	<b>58 808</b>	<b>89 672</b>	<b>107 309</b>	<b>41 131</b>	<b>30 318</b>	<b>28 491</b>	<b>30 864</b>	<b>17 638</b>	<b>41 131</b>
Amortyzacja	7 710	15 419	23 129	30 838	7 521	7 710	7 710	7 710	7 710	7 521

Źródło: Raporty spółki, Trigon DM

**#Backlog na stabilnym poziomie.** Na koniec Q1'23 backlog spółki na 4 głównych rynkach (Polska, Francja, Wielka Brytania, Niemcy) wyniósł 9,9 tys. szt. co stanowi wzrost o 8% kw./kw. Najdłuższy backlog na poziomie 5-6msc ma obecnie LD, we FRU backlog sięga 5msc, natomiast w Wieluniu ok. 3msc. Na bazie raportowanego backlogu spodziewamy się, że wolumen sprzedaży w Q2'23 wzrośnie zatem do 5,5 tys. szt. względem 5,29 tys. szt. w Q1'23.

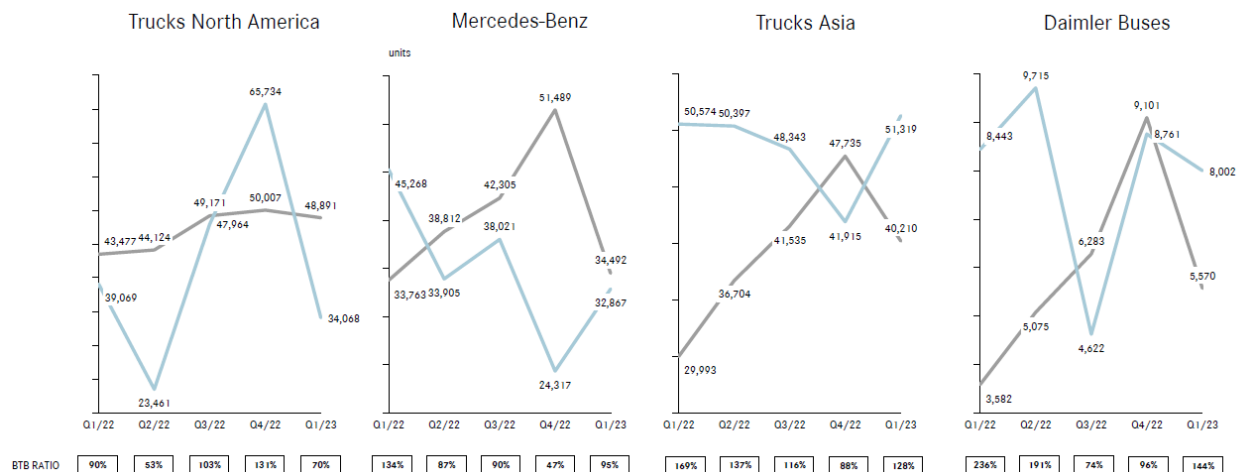
#### Backlog spółki na koniec kwartału

BACKLOG	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q/Q	Y/Y
<b>TOP4 (FR, PL, UK, GR)</b>	<b>16 222</b>	<b>11 885</b>	<b>9 927</b>	<b>9 133</b>	<b>9 901</b>	<b>8%</b>	<b>-39%</b>
Francja	2 580	1 852	1 669	1 920	2 003	4%	-22%
Polska	8 485	5 808	4 774	4 589	4 980	9%	-41%
Wielka Brytania	3 977	3 139	2 745	2 001	2 265	13%	-43%
Niemcy	1 180	1 086	739	623	653	5%	-45%
Langendorf	560	705	556	428	518	21%	-8%
Wielton GmbH	620	381	183	195	135	-31%	-78%
Ukraina		170	40	48	21	-56%	-
CEE	573	240	177	443	190	-57%	-67%
Włochy	524	426	401	401	393	-2%	-25%
Hiszpania	168	157	94	109	156	43%	-7%
Agro	713	264	163				

Źródło: Spółka, Trigon DM

**#Nowe zamówienia na samochody ciężarowe zróżnicowane w zależności od producenta.** Analizując raporty producentów HDT >16t za Q1'23 widać spore zróżnicowanie pod względem splotu nowych zamówień. Na plus wyróżnia się Volvo Truck (Volvo, Renault), którego zamówienia w Europie sięgnęły w Q1'23 26 tys. szt. (śr '22 to 22,6 tys. szt). W przypadku Mercedes-Benz wolumen zamówień wyniósł 32,9 tys. szt. (śr '22 to 35,4 tys. szt). Z kolei poziom nowych zamówień w Traton (Scania, MAN) wyniósł w Q1'23 53,6 tys. szt. (śr'22 to 68,6 tys. szt.), bez podziału geograficznego. Jednocześnie producenci OEM pozostają optymistycznie nastawieni do tegorocznego poziomu rejestracji w Europie: (1) Mercedes-Benz dla EU30 280-320 tys. szt. (292 tys. w '22), (2) Volvo Truck 320 tys. vs. 298 tys. w '22, (3) Traton 336-386 tys. szt vs. 336 tys. szt. w '22, (4) PACCAR 280-320 tys. szt. vs. 300 tys. w '22. Oczekiwania producentów dotyczące silnego rynku rejestracji potwierdzają dane ACEA, jednak niekoniecznie będzie to wpływać na rynek nowych nacze.

#### Napływ nowych zamówień w Mercedes-Benz Truck na wybranych rynkach

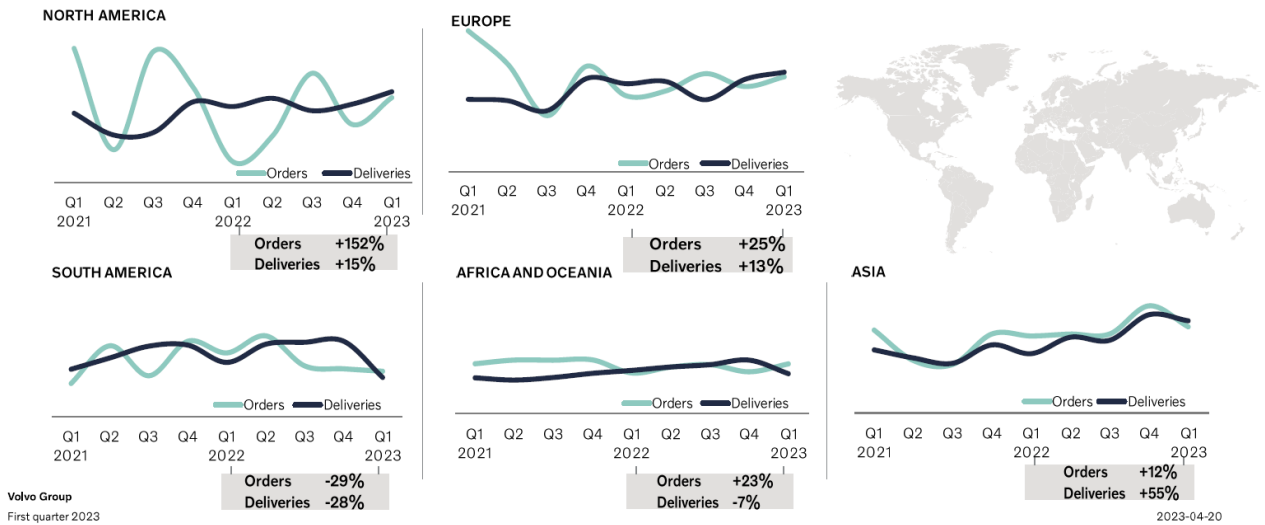


Źródło: Mercedes-Benz Truck

Napływ nowych zamówień w Volvo Truck na wybranych rynkach

Trucks

Quarterly orders +32% and deliveries +11%



Źródło: Volvo Truck

Napływ nowych zamówień w Traton w wybranych markach (Europa - MAN, Scania)



Units	Q1 2023	Q1 2022	+/-	Q1 2023	Q1 2022	+/-	Q1 2023	Q1 2022	+/-	Q1 2023	Q1 2022	+/-
<b>Incoming orders</b>	<b>18,918</b>	<b>20,988</b>	<b>-10%</b>	<b>26,094</b>	<b>31,676</b>	<b>-18%</b>	<b>15,913</b>	<b>29,863</b>	<b>-47%</b>	<b>7,694</b>	<b>13,067</b>	<b>-41%</b>
Trucks	17,771	19,323	-8%	17,721	22,488	-21%	12,468	26,101	-52%	5,799	11,617	-50%
Buses	1,147	1,665	-31%	1,284	1,597	-20%	3,445	3,762	-8%	1,895	1,450	31%
MAN TGE vans	-	-	-	7,089	7,591	-7%	-	-	-	-	-	-
<b>Unit sales</b>	<b>22,626</b>	<b>16,645</b>	<b>36%</b>	<b>27,333</b>	<b>19,325</b>	<b>41%</b>	<b>22,548</b>	<b>17,070</b>	<b>32%</b>	<b>12,148</b>	<b>14,732</b>	<b>-18%</b>
Trucks	21,611	15,900	36%	19,655	14,355	37%	19,246	14,216	35%	9,764	13,109	-26%
Buses	1,015	745	36%	917	707	30%	3,302	2,854	16%	2,384	1,623	47%
MAN TGE vans	-	-	-	6,761	4,263	59%	-	-	-	-	-	-

Źródło: Traton

**#Mocny wzrost rynku samochodów ciężarowych >16t w Europie.** Wg danych ACEA poziom rejestracji samochodów ciężarowych >16t dla EU27+EFTA+UK w Q1'23 wyniósł 87,2 tys. sztuk, co stanowi wzrost o 19% r/r. Warto także odnotować że jest to poziom istotnie wyższy niż średnia kwartalna w latach 2016-2019 (78,5 tys. szt.), czyli w okresie, gdzie odnotowywano rekordowe poziomy pod względem rejestracji samochodów ciężarowych (średnio 314 tys. szt. rocznie). Historycznie świadczyłoby to o dobrych perspektywach dla rynku nacze, jednak dane z rynku niemieckiego wskazują na występowanie obecnie odwrotnych trendów na obu rynkach.

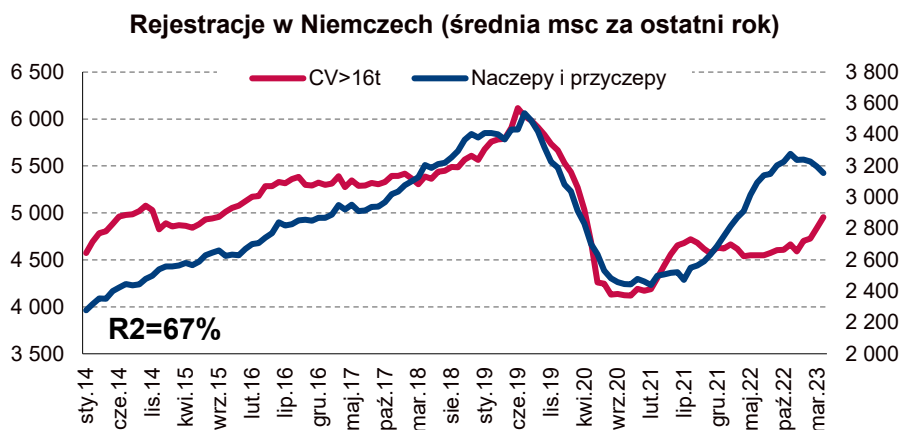
Rejestracje samochodów ciężarowych w Europie

HDT>16t (tys)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	śrQ'16-19	1Q22	1Q23	Y/Y
Francja	29	28	40	36	38	33	37	42	44	49	50	37	39	40	11,5	10,5	11,7	12%
Niemcy	40	49	60	54	55	58	61	64	65	67	68	50	56	55	16,5	14,9	17,9	20%
Włochy	13	12	14	10	10	9	12	18	20	21	19	17	20	22	4,8	5,6	6,3	13%
Polska	6	9	15	14	17	15	20	24	25	27	25	18	30	32	6,4	6,7	7,7	16%
Wielka Brytania	19	20	29	29	38	27	36	36	41	38	43	28	31	36	9,9	8,5	10,0	18%
Hiszpania	8	10	15	12	11	14	19	21	21	20	20	16	18	20	5,1	6,0	7,0	17%
Pozostali	47	46	70	65	71	69	82	95	95	99	99	68	85	94	24,3	21,0	26,5	26%
<b>TOTAL</b>	<b>163</b>	<b>175</b>	<b>243</b>	<b>221</b>	<b>239</b>	<b>225</b>	<b>267</b>	<b>300</b>	<b>310</b>	<b>321</b>	<b>325</b>	<b>233</b>	<b>279</b>	<b>299</b>	<b>78,5</b>	<b>73,2</b>	<b>87,2</b>	<b>19%</b>
r./r.	-48%	8%	39%	-9%	8%	-6%	19%	12%	3%	3%	1%	-28%	20%	7%				

Źródło: ACEA, Trigon DM

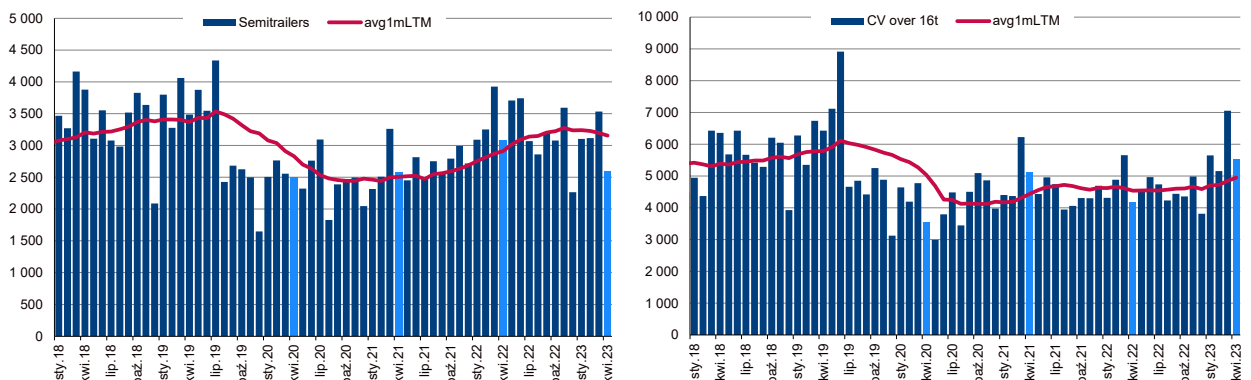
**#Mieszane odczyty z rynku niemieckiego.** Dane niemieckiego stowarzyszenia VDA pokazują mocny kontrast pomiędzy rynkiem naczep i przyczep, a rynkiem samochodów ciężarowych >16t. W przypadku przyczep i naczep w kwietniu poziom rejestracji wyniósł 2588 szt. co stanowi spadek o 27% m/m i 16% spadek r/r. Od początku roku zarejestrowano z kolei 12341 szt. naczep i przyczep co stanowi spadek o 8% r/r. Odwrotna sytuacja występuje z kolei na rynku samochodów ciężarowych >16t, gdzie w kwietniu zarejestrowano 5509 szt. pojazdów (-22% m/m i +32% r/r), natomiast od początku roku poziom rejestracji wyniósł 23368 szt. co stanowi imponujący wzrost r/r o 23%. Historycznie oba rynki wykazywały silną korelację, jednak z uwagi na pandemię i problem z dostępnością półprzewodników rynek samochodów osobowych i ciężarowych miał dużo większe wąskie gardła, niż rynek przyczep i naczep. W rezultacie wymiana floty naczep mogła nastąpić szybciej niż miało to miejsce w przypadku samochodów ciężarowych. Dodatkowo rynek naczep jest bardziej rozdrobniony od rynku samochodów ciężarowych, co pozwoliło na szybsze dostosowanie podaży do bieżącego popytu. Dlatego też spodziewamy się, że po dobrym 2022r rynek przyczep i naczep będzie zachowywał się gorzej, niż rynek samochodów ciężarowych co znajdzie odzwierciedlenie w przejściowym rozkorelowaniu się wieloletniego trendu.

**Średni miesięczny poziom rejestracji samochodów ciężarowych oraz naczep**



Źródło: VDA, Trigon DM

**Miesięczny poziom rejestracji przyczep i naczep oraz samochodów ciężarowych w Niemczech**



Źródło: VDA, Trigon DM

**#Wyczekiwanie na nową strategię.** Nowa strategia ma zostać zaprezentowana na przełomie czerwca i lipca. W naszych prognozach zakładamy, że w 2027r wolumen sprzedaży osiągnie ok. 29 tys. szt. (5-letni CAGR 4,5%), a marża EBITDA wzrośnie do 6,5% (EBITDA 275mln PLN, 5-letni CAGR 6,3%). Nasze założenia są konserwatywne,

względem komunikacji Zarządu dotyczącej ekspansji produktowej i geograficznej oraz programów optymalizacji kosztowej.

**#Potencjał w ekspansji geograficznej.** Grupa Wielton posiada ugruntowaną pozycję na rynku francuskim, polskim oraz brytyjskim, gdzie udziały rynkowe wynoszą odpowiednio 19,3%, 15,7% i 12,2%. Dostrzegamy jeszcze potencjał do zwiększenia udziału na tych rynkach, dzięki wykorzystaniu potencjału cross-sellingowego w ramach Grupy pozostałych kategorii produktowych oraz wejściu w nowe kategorie produktowe (chłodnie). Największy potencjał do wzrostu stanowią natomiast rynki, gdzie Grupa jest już obecna, ale jej udziały rynkowe są relatywnie niskie <5%. Na uwagę zasługuje bez wątpienia rynek niemiecki (2% udziału) oraz pozostałe kraje DACH, Hiszpania (3,2% udziału) i Portugalia, region CEE (5,5% udziału), kraje BeNeLuksu oraz kraje skandynawskie

#### Pozycja rynkowa Grupy Wielton na Wybranych rynkach

Pozycja WLT	2018	2019	2020	2021	2022	Udział WLT	2018	2019	2020	2021	2022
Polska	3	3	3	3	2	Polska	15,5%	14,1%	12,4%	12,7%	15,7%
Francja	1	1	1	1	1	Francja	18,3%	20,1%	18,2%	19,7%	19,3%
Włochy	5	6	6	7	5	Włochy	4,8%	5,1%	5,2%	5,9%	6,6%
Wielka Brytania	2	5	2	2	2	Wielka Brytania	10,3%	8,0%	10,9%	12,8%	12,2%
Niemcy	9	10	10	10	5	Niemcy	1,4%	1,4%	1,7%	1,5%	2,0%
Hiszpania				6	6	Hiszpania				3,5%	3,2%
CEE	4	4	4	5	5	CEE	5,6%	4,7%	6,0%	5,5%	5,5%
Agro - Polska				3	3	Agro - Polska				8,8%	9,2%

Źródło: Prezentacja spółki, Trigon DM

#### Prognoza wielkości poszczególnych rynków oraz udziałów rynkowych Grupy Wielton

Wolumen	2020	2021	2022	śr2020-22	2023P	2026P	2029P
Polska (WLT)	2 043	4 080	4 418	3 514	3 518	4 000	4 000
Francja (FRU)	4 126	4 511	4 431	4 356	4 709	5 250	5 400
Włochy (Viberti)	504	901	1 114	840	1 107	1 350	1 550
Hiszpania (Guillen)			450	450	638	1 200	1 300
Wielka Brytania (LD)*	1 995	2 799	3 369	2 721	2 359	3 000	3 000
Niemcy (LAN+WLT)	866	839	941	882	1 576	2 850	3 350
CEE (WLT)	828	1 031	1 159	1 006	1 718	2 400	2 600
Pozostałe	5 170	7 709	7 298	6 725	6 859	7 550	8 000
<b>Razem</b>	<b>15 532</b>	<b>21 870</b>	<b>23 180</b>	<b>20 194</b>	<b>22 484</b>	<b>27 600</b>	<b>29 200</b>

\*bez last mile (~2000 szt)

Rynek (szt)	2020	2021	2022	śr2020-22	2023P	2026P	2029P
Polska	16 445	32 057	28 225	25 576	27 000	25 000	25 000
Francja	22 703	22 932	22 451	22 695	27 400	27 400	27 400
Włochy	11 468	15 290	16 965	14 574	14 600	14 600	14 600
Hiszpania			14 242	14 242	14 500	14 500	14 500
Wielka Brytania	18 281	21 814	27 666	22 587	23 500	23 400	23 400
Niemcy	41 268	55 767	60 760	52 598	52 500	52 500	52 500
CEE	13 886	18 699	21 044	17 876	21 000	24 000	25 000

Udział (%)	2020	2021	2022	śr2020-22	2023P	2026P	2029P
Polska	12,4%	12,7%	15,7%	13,7%	13,0%	16,0%	16,0%
Francja	18,2%	19,7%	19,7%	19,2%	17,2%	19,2%	19,7%
Włochy	4,4%	5,9%	6,6%	5,8%	7,6%	9,2%	10,6%
Hiszpania			3,2%	3,2%	4,4%	8,3%	9,0%
Wielka Brytania	10,9%	12,8%	12,2%	12,0%	10,0%	12,8%	12,8%
Niemcy	2,1%	1,5%	1,5%	1,7%	3,0%	5,4%	6,4%
CEE	6,0%	5,5%	5,5%	5,6%	8,2%	10,0%	10,4%

Źródło: Prezentacja spółki, Trigon DM

### #WLT: Wyniki 1Q23

mIn PLN	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	Y/Y	Q/Q	1Q23P	kons.	2023PZ	wyk.
Wolumen (szt)	6 073	5 873	5 578	5 656	5 259	-13%	-7%	5656		23 500	22%
Średnia cena (tys PLN)	134	140	154	166	161	20%	-3%	157			
Przychody	814	822	860	937	849	4%	-9%	887,6	878,1	3 600	24%
EBITDA	36,5	61,1	48,2	57,2	45,8	25%	-20%	72,3	63,7	212	22%
EBIT	18,4	43,8	30,9	37,8	26,4	44%	-30%	53,4	44,8	135	20%
Zysk netto	9,0	75,0	7,9	22,4	13,7	52%	-39%	32,6	29,0	b.d.	-
P/E12M trailing	15,4	6,3	6,2	5,1	4,9						
EV/EBITDA 12M trailing	7,8	7,2	6,7	5,3	5,0						
zmiana przychodów r./r.	29%	22%	38%	22%	4%						
marża EBITDA	4,5%	7,4%	5,6%	6,1%	5,4%			8,1%	7,3%	5,9%	
marża EBIT	2,3%	5,3%	3,6%	4,0%	3,1%			6,0%	5,1%		
marża netto	1,1%	9,1%	0,9%	2,4%	1,6%			3,7%	3,3%		

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Wg geografii	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	Y/Y	Q/Q	1Q23P	2022	2023PZ	wyk.
<b>Wolumen (szt)*</b>	<b>6 073</b>	<b>5 873</b>	<b>5 578</b>	<b>5 656</b>	<b>5 259</b>	<b>-13%</b>	<b>-7%</b>	<b>5 675</b>	<b>23 180</b>	<b>23 500</b>	<b>22%</b>
Polska	1 374	1 585	1 309	1 206	1 218	-11%	1%	1 250	4 356	4 356	28%
Francja	1 424	1 188	1 003	1 121	1 109	-22%	-1%	1 100	4 300	4 288	26%
Włochy	233	257	227	285	257	10%	-10%	300	1 115		
Rosja	355	91	114	15	0	-100%	-100%	0	-		
Wielka Brytania	1 010	1 144	1 392	1 335	1 009	0%	-24%	1 150	3 500	3 175	32%
Niemcy	464	504	574	389	376	-19%	-3%	650	1 700	2 718	14%
Hiszpania	158	159	105	97	113	-28%	16%	175	420	489	23%
CEE	483	372	250	198	368	-24%	86%	350	1 200	1 767	21%
Pozostałe	572	573	604	1 010	809	41%	-20%	1 050			

Źródło: dane spółki, Trigon DM

### #Podsumowanie konferencji wynikowej za I kw.'23 [lekko negatywne]

#### #Outlook

- Na rynku widoczne jest schłodzenie popytu i zaostrenie się walki konkurencyjnej, czego nie było jeszcze widać w Q1'23
- Zarząd podtrzymuje cele sprzedażowe (3,6mld PLN i 23,5 tys. szt) i finansowe na 2023r (212mln PLN EBITDA)
- Q2 i Q3 będą najtrudniejsze jeżeli chodzi o ten rok, uruchomiono sporo działań które mają pomóc osiągnąć satysfakcjonujące wyniki (efektywność + negocjacje cen u dostawców + projekty 49+ i 100+, nowe kategorie produktów), dobry portfel zamówień powinien jeszcze wpływać pozytywnie na efekt dźwigni operacyjnej w Q2'23
- Zarząd będzie rekomendował wypłatę dywidendy
- Tegoroczny capex na poziomie 180mln PLN będzie dostosowywany do bieżącej sytuacji rynkowej
- Wyniki EBITDA pod presją w Wielton GmbH (-1,9mln PLN), Wielton Afryka (-0,5mln PLN), Fruehauf (-4mln PLN), Langendorf (+0,4mln PLN) oraz w spółce rosyjskiej (-0,4mln PLN)
- W Fruehauf pierwsze efekty programu poprawy efektywności spodziewane są dopiero w II pół'23
- W Niemczech spółka zaczęła pracę nad marżą po wcześniejszej walce o udziały rynkowe związanej z otwarciem spółki Wielton GmbH
- Na rynku niemieckim widoczne jest spowolnienie sprzedaży w Q2'23 (po Q1'23 -3% r./r.) z uwagi na oczekiwanie na wejście w życie dopłat do zakupu naczepek w kwocie ok. 15% wartości
- Średni miesięczny order book jest zbliżony do obecnej produkcji miesięcznej, w związku z czym w Q2'23 można oczekiwać zbliżonych wolumenów kw./kw.



- w Q1'23 najsilniej rósł rynek UK +9% (WLT -14%), CEE +11% (WLT +8%), Polska +2% (WLT -14%), Włochy +0,4% (WLT +2%), spadały z kolei następujące rynki: Francja -10% (WLT -9%), Niemcy -3% (WLT +3%), Hiszpania -4% (WLT -47%), Agro -25% (WLT +16%)

- Dobry rynek wywrotek w Polsce, słabszy we Francji i Niemczech

- Trwa projekt Optimus, który polega na przeglądzie dostawców i wywieraniu większej presji na obniżenie cen komponentów

## #Polska

- Niższa dynamika wzrostu vs. rynek wynika z wysokiej dynamiki wzrostu w kategorii chłodni, gdzie spółka nie jest obecna

- Mocno spada natomiast rynek kurtyn gdzie spółka ma wysokie udziały rynkowe

- Spółka jest beneficjentem wzrostu rynku wywrotek (wzrost rynku o +28% r./r.), po Q1'23 Wielton był liderem w rejestracjach tej grupy produktowej (154 szt. vs. 84)

- Backlog na poziomie 4980 szt. (3msc produkcji), przychody 167,5mln PLN vs. 154,5mln PLN

- Większa koncentracja na klientach, którzy oczekują produktu spersonalizowanego

## Udziały rynkowe WLT w Polsce

PiN DMC>3,5t	kwi 22	mar 23	kwi 23	y/y	m/m	YTD22	YTD23	y/y
SCHMITZ	552	741	780	41%	5%	2 089	2 570	23%
KRONE	384	627	376	-2%	-40%	1 209	1 732	43%
<b>WIELTON</b>	<b>302</b>	<b>432</b>	<b>267</b>	<b>-12%</b>	<b>-38%</b>	<b>1 411</b>	<b>1 224</b>	<b>-13%</b>
udział WLT	12,7%	14,9%	11,4%	-1,2%	-3,5%	15,3%	13,1%	-2,2%
KOEGEL	241	180	153	-37%	-15%	993	546	-45%
KAESSBOHRER	81	30	28	-65%	-7%	237	162	-32%
<b>OGÓŁEM</b>	<b>2 382</b>	<b>2 900</b>	<b>2 336</b>	<b>-2%</b>	<b>-19%</b>	<b>9 224</b>	<b>9 330</b>	<b>1%</b>
Naczepy kurtynowe	1 177	1 386	1 032	-12%	-26%	4 792	4 295	-10%
Wywrotki	231	344	292	26%	-15%	920	1 187	29%
Furgony	503	653	637	27%	-2%	1 655	2 134	29%

Źródło: PZPM, Trigon DM

## #Francja

- Bezpieczny poziom backlogu (ok. 5msc), udziały bez zmian na poziomie ~19,5%, przychody 189mln PLN vs. 205mln PLN

- Mocna sprzedaż naczep podkontenerowych (119 vs. 86)

- Prace nad poprawą efektywności oraz wyjściem na dodatni wynik w kolejnych kwartałach

## #UK

- Spadek na rynku brytyjskim vs. rosnący rynek wynika głównie z braku realizacji kontraktu dla Amazona w br.

- LD produkuje obecnie sporo produktów spersonalizowanych, co wiąże się z mniejszym wolumenem produkcji ale zapewnia wysoką poziom zysku

- Przychody 156 vs. 124mln PLN, przy płaskim wolumenie sprzedaży, backlog zapewniający produkcje na 5msc

- Guillen rozpoczął produkcję podkontenerówek na rynek UK, co powinno pozytywnie wpływać zarówno na udziały LD jak i produkcję i wyniki Guillena

## #Niemcy

- Tegoroczny plan sprzedaży >2700 szt. (+129% r./r.) może być trudny do zrealizowania

- Odsunięcie decyzji dotyczącej zakupu naczep przez klientów, wyczekiwanie na dofinansowania do zakupu naczep (15% ceny zakupu), projekt był już realizowany w poprzednich latach, decyzja dotycząca dofinansowania powinna zapaść w czerwcu

## #CEE

- Zarząd podtrzymuje tegoroczny plan sprzedaży na poziomie >1750 szt. (+39% r./r.) pomimo niskiego zaawansowania po Q1'23 (368 szt. tj. -24% r./r.)

- Dotychczas spółka była mocniej dostępna w wywrotkach, a mniej w kurtynach, gdzie dopiero teraz planowane jest mocniejsze wejście na rynek po rozpoczęciu bezpośredniej sprzedaży na Słowacji (dotychczas przez dealerów)

## #Hiszpania

- Spadek na rynku hiszpańskim wynika z osłabienia popytu w segmencie kurtyn oraz braku obsługi klientów flotowych, którzy byli mocno aktywni na rynku w Q1'23

- Dotychczas spółka nie obsługiwała klientów flotowych z uwagi na niski wolumen produkcji, od kolejnego kwartału oferta spółki ma być skierowana także do klientów flotowych

- Wzrost produkcji na rynek brytyjski już w Q2'23, pierwsze pojazdy do UK już pojechały, są to nowe rodziny produktowe oferowane przez hiszpańską spółkę dla LD

**Komentarz:** Wydzwięk konferencji odbieramy lekko negatywnie, widzimy narastające obawy dotyczące schłodzenia się popytu w Q2 i Q3'23, przy czym wolumen sprzedaży w Q2'23 będzie jeszcze w miarę dobry z uwagi na porównywalny kw./kw. backlog. Niski poziom kosztów SG&A, które obserwowaliśmy w Q4'22 był w pewnym stopniu efektem przeksięgowania przez co analiza wyników kwartalnych poprzez odjęcie od P&L rocznego, P&L po 9M22 mogła wprowadzić w błąd. Skala programów oszczędnościowych, które było mocno poruszane podczas poprzedniej konferencji nie jest obecnie tak duża jak oczekiwaliśmy. Spodziewamy się, że kwartalny poziom kosztów zarządu będzie się w kolejnych kwartałach kształtował na poziomie 35-40mln PLN, vs. 20mln PLN (kalkulacja 12M-9M) w Q4'22. Widzimy w tym obszarze przestrzeń do korekty naszych prognoz na br., co wpłynie na obniżenie przez nas prognozy EBITDA na 2023 (dotychczas zakładaliśmy 220mln PLN). Przy schłodzeniu popytu rynkowego, negatywny efekt dźwigni może utrudnić spółce realizację tegorocznej prognozy EBITDA (212mln PLN). Nie spodziewamy się, żeby mniejszy wolumen udało się w pełni zrekompensować projektami oszczędnościowymi, tym bardziej biorąc pod uwagę rozbudowę struktur spółki Aberg. W krótkim i średnim terminie dostrzegamy wiele wyzwań, które stoją przed spółką. Jednocześnie perspektywy długoterminowe pozostają dobre: (1) Wielton jest 3cim producentem w Europie, (2) spółka nie jest jeszcze obecna we wszystkich kategoriach produktowych, jednak trwają prace nad rozbudową portfela (chłodnie 15% rynku), (3) spółka jest TOP3 producentów na kilku rynkach (Polska, Francja, UK), posiada mocne udziały na rynku CEE, jednocześnie dalej ma przestrzeń do wzrostu udziałów w krajach DACH, we Włoszech, na Półwyspie Iberyjskim, czy w Skandynawii, (4) konieczne jest większe wykorzystanie kompetencji produktowych poszczególnych spółek w ramach całej Grupy (Wielton – kurtyny, wywrotki, FRU – furgony, Langendorf – niskopodwozowe, LD – last mile), (5) na wszystko nakłada się przestrzeń do dalszej integracji pionowej wraz ze zwiększaniem masy produkcji (płyty izolowane do chłodni/furgonów, hydroformowanie, produkcja osi) oraz dalsza integracja w obszarze zakupów.

## #WLT: Zmiany prognoz

Zmiany prognoz mln PLN	2023P			2024P			2025P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	3 506	3 610	-3%	3 677	3 810	-3%	3 938	3 939	0%
EBITDA	175	220	-21%	210	255	-18%	246	272	-9%
EBIT	96	141	-32%	120	163	-26%	152	175	-13%
Zysk netto	40	76	-46%	63	100	-37%	93	115	-19%

Źródło: Dane Spółki, Trigon DM

## #WLT: Zmiany wycen

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	8,9	100%	11,4	100%	-22%
Wycena porównawcza	7,4	0%	13,5	0%	-45%

Źródło: Trigon DM

## Wycena

**Wycena dochodowa.** Naszą wycenę akcji WLT opieramy w 100% na wycenie DCF. Nasze założenie implikują 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 8,9 PLN na akcję, co względem ostatniej ceny zamknięcia implikuje 1% potencjał wzrostu.

### Założenia wyceny DCF:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6% (vs 6,5% w kwietniu).
- Premia rynkowa na poziomie 6,5% (bez zmian)
- Beta nielewarowana na poziomie 1x
- Rezydualna stopa wzrostu na poziomie 1,5% (bez zmian);
- W wycenie uwzględniamy 15mln PLN zobowiązań warunkowanych na nabycie pozostałych udziałów w Langendorf

### #MFO: Wycena DCF

WYCENA DCF	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	>2032P
Wolumen naczep i przy czep	15532	21870	23180	22484	24200	26050	27600	28800	29050	29200	29350	29500	29650	
Przychody razem	1817	2696	3433	3506	3677	3938	4149	4300	4330	4347	4363	4380	4396	
EBITDA	98	144	203	175	210	246	263	275	278	283	284	285	286	
marża EBITDA	5,4%	5,4%	5,9%	5,0%	5,7%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
EBIT	37	79	131	96	120	152	162	172	176	181	182	183	185	
marża EBIT	2,0%	2,9%	3,8%	2,8%	3,3%	3,9%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Efektywna stopa podatkowa	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	
NOPLAT	29	63	103	76	95	120	128	136	139	143	144	145	146	
Amortyzacja				78	90	95	100	103	103	102	102	102	101	
CAPEX				-179	-160	-140	-120	-103	-103	-102	-102	-102	-101	
Zmiana w kapitale obrotowym				-43	-4	-32	-26	-25	-5	-3	-3	-3	-3	
FCF				-67	21	43	83	111	134	140	141	142	143	145
D/(E+D)				52,9%	52,4%	50,8%	48,8%	45,8%	42,3%	38,4%	38,2%	38,1%	38,1%	38,1%
Beta lewarowana				1,9	1,9	1,8	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Koszt długu po opodatkowaniu				5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	4,5%
Koszt kapitału własnego				18,4%	18,3%	17,9%	17,5%	17,0%	16,4%	15,8%	15,7%	15,7%	15,7%	14,2%
WACC				11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	10,5%
Współczynnik dyskontujący				0,90	0,80	0,72	0,64	0,57	0,51	0,46	0,41	0,37	0,33	0,33
<b>Suma DFCF</b>				<b>395</b>										
Stopa rezydualna				1,5%										
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>				<b>536</b>										
Dług netto				491										
Zobowiązania warunkowe (Langendorf)				15										
Dywidenda				0										
Aktywa podatkowe				0										
<b>Wartość spółki na dzień (1.1.2023)</b>				<b>425</b>										
<b>Wartość spółki na dzień (30.5.2023)</b>				<b>456</b>										
Ilość akcji (mln. szt)				60,4										
<b>Wartość spółki na 1 akcje (30.5.2023)</b>				<b>7,5</b>										
<b>Cena docelowa 12M</b>				<b>8,9</b>										
Obecny kurs rynkowy				8,8										
Dyskonto / (premia)				1%										

Źródło: Trigon DM

Analiza wrażliwości	Zmiana marży EBIT				
	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%
WACC	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
	10,1	8,4	6,9	5,6	4,5
	12,0	10,3	8,7	7,3	6,1
	14,0	12,1	10,4	8,9	7,6
	16,0	13,9	12,2	10,6	9,2
	17,9	15,8	13,9	12,2	10,7
	14,0	12,1	10,4	8,9	7,6
	16,0	13,9	12,2	10,6	9,2
	17,9	15,8	13,9	12,2	10,7
	2,5	3,9	5,4	6,8	8,2

### #WLT: Porównanie mnożników przy obecnej cenie i przy cenie docelowej

	Obecna cena			Cena docelowa		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	13,2	8,5	5,7	13,3	8,6	5,8
EV/EBITDA (x)	6,4	5,4	4,7	6,4	5,5	4,7
P/BV (x)	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	0,8
DY (%)	3,7%	3,7%	5,9%	3,7%	3,7%	5,8%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

**Wycena porównawcza.** Wycenę porównawczą WLT opieramy na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Prezentujemy dwie grupy porównawcze, w skład pierwszej wchodzi polskie spółki przemysłowe, natomiast drugą stanowią światowi producenci komponentów dla producentów samochodów ciężarowych. Główni konkurenci spółki na europejskich rynkach (Schmitz, Krone, Kogel, Fliegl, Lecitrailer, Meiller) nie są podmiotami giełdowymi, podobnie jak producenci krajowi (Bodex, Zasław, Feber). Wartość kapitałów własnych WLT w wycenie porównawczej szacujemy na 7,4 PLN na akcję (jako średnia dla obu grup porównawczych).

- 1) Wycena na podstawie średniej wskaźnika P/E dla lat 2023-25P;
- 2) Wycena na podstawie średniej wskaźnika EV/EBITDA dla lat 2023-25P.

Ostateczna wycena porównawcza jest średnią z dwóch powyższych metod. Każdej z nich przypisujemy równą wagę 50%.

### #WLT: Wycena porównawcza względem polskich spółek przemysłowych

	EV/EBITDA			P/E			EV/EBIT			
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	
Wielton	6,4	5,4	4,7	13,2	8,5	5,7	11,5	9,5	7,6	
<b>Przemysł w PL</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>3,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,4</b>	<b>6,4</b>	<b>5,3</b>	
Alumetal	7,3	7,5	7,2	9,8	9,6	9,2	9,0	9,2	8,8	
Cognor	3,5	6,8	5,9	3,8	11,0	10,6	4,1	9,3	8,3	
Kęty	8,9	8,3	7,7	12,6	11,8	10,5	11,6	10,8	9,8	
Mangata	5,3	5,0	4,8	8,1	8,0	7,0	7,2	7,0	6,6	
MFO	4,8	3,9	3,6	6,7	5,3	4,9	5,5	4,6	4,3	
Rawlplug	3,0	2,8	2,4	5,3	4,4	4,3	3,9	3,7	3,2	
Stalprodukt	1,0	1,3	1,1	4,4	7,8	8,9	1,4	2,1	1,8	
AC Autogaz	5,9	5,1	4,1	9,0	8,4	8,1	7,7	6,5	5,3	
Amica	5,5	4,0	3,5	15,8	7,8	6,4	10,9	6,4	5,3	
Arctic Paper	2,0	2,3	2,0	4,7	6,5	6,9	2,4	2,9	2,7	
Famur	4,2	2,9	2,1	9,3	8,9	7,3	7,4	5,2	3,4	
Forte	6,9	4,7	3,6	11,4	6,0	4,6	11,4	6,4	4,7	
Newag	7,3	6,4	5,2	12,0	9,7	7,0	9,8	8,4	6,5	
<b>Wycena czastkowa</b>	<b>440</b>	<b>451</b>	<b>399</b>	<b>447</b>	<b>516</b>	<b>592</b>				
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%				
<b>Wycena czastkowa</b>		<b>430</b>			<b>519</b>		<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%		EBITDA	174,8	210,1	246,3
<b>Wycena porównawcza</b>	<b>7,9</b>						Z netto	40,4	62,8	92,7
<b>TP 12M</b>	<b>8,9</b>						D. netto	581,6	612,7	628,5

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

**#WLT: Wycena porównawcza względem zagranicznych producentów komponentów do samochodów ciężarowych**

	EV/EBITDA			P/E			EV/EBIT		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Wielton	6,4	5,4	4,7	13,2	8,5	5,7	11,5	9,5	7,6
<b>Tier 1 (50%)</b>	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>	<b>3,9</b>	<b>10,8</b>	<b>9,4</b>	<b>6,9</b>	<b>5,7</b>	<b>7,4</b>	<b>6,3</b>
Cummins	7,1	7,0	6,7	10,8	11,1	10,1	7,1	8,8	8,4
Allison Transmission	6,2	6,1	5,7	7,5	7,7	7,0	6,2	7,4	6,7
Dana	5,2	4,6	4,0	18,8	9,6	6,7	5,2	8,1	6,5
American Axle	4,0	3,5	3,1	19,1	8,4	6,6	4,0	9,3	7,6
Wabash	4,1	4,7	3,8	5,6	7,1	6,9	4,1	5,8	4,6
Maxitrans	8,5	6,5	-	12,9	10,3	-	8,5	7,6	-
SAF Holland	5,9	4,7	3,8	7,4	6,8	6,1	5,9	6,6	5,3
Kongsberg Automotive	3,7	3,5	2,8	30,8	11,7	7,2	3,7	6,1	3,7
JOST	5,7	5,3	4,7	9,0	9,4	8,8	5,7	7,3	6,0
<b>OEM (50%)</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>8,4</b>	<b>9,0</b>	<b>8,8</b>	<b>3,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>
Traton	3,2	2,8	2,3	4,6	4,4	3,8	3,2	4,5	3,6
Volvo	4,0	4,7	4,2	9,1	10,4	9,8	4,0	6,6	5,9
PACCAR	4,9	5,9	5,6	9,4	11,2	10,3	4,9	9,8	9,0
CNH	2,4	2,4	3,1	7,8	7,6	7,8	2,4	8,6	9,5
<b>Wycena czastkowa</b>	<b>232</b>	<b>273</b>	<b>305</b>	<b>389</b>	<b>577</b>	<b>731</b>			
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%			
<b>Wycena czastkowa</b>		<b>270</b>			<b>566</b>		<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Waga wskaźnika		50%			50%	EBITDA	174,8	210,1	246,3
<b>Wycena porównawcza</b>	<b>6,9</b>					Z. netto	40,4	62,8	92,7
<b>TP 12M</b>	<b>7,8</b>					D. netto	581,6	612,7	628,5

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

**#WLT: Podsumowanie wycen**

Podsumowanie wycen	Wycena bieżąca	Wycena 12M	Waga	Target price (12M)	Upside
DCF	7,5	8,9	100%	8,9	1%
Porównawcza	7,4	8,3	0%		

Źródło: Trigon DM

Wycena na podstawie modelu DCF implikuje 1% potencjału wzrostu kursu, natomiast wycena porównawcza 5% potencjał spadku. Z uwagi na brak spółek porównawczych o identycznym profilu działalności 100% wagi przypisujemy metodzie DCF. Nasza ostateczna 12-miesięczna cena docelowa wynosi 8,9 PLN na akcję i implikuje 1% potencjału wzrostu kursu z obecnego poziomu.

## Czynniki ryzyka

### Ryzyka związane z działalnością Spółki:

- (1) Nasilenie się spowolnienia gospodarczego/recesja i związany z tym spadek nowych zamówień na HDT/naczepy
- (2) Dalszy wzrost kosztów finansowania skutkujący przejściowym wydłużeniem cyklu życia obecnych HDT/naczep
- (3) Nasilenie się presji konkurencyjnej związanej z chęcią zapewnienia optymalnego poziomu produkcji zapewniającego pokrycie kosztów funkcjonowania
- (4) Większa niż zakładam skala przejściowego wzrostu kosztów planowanej ekspansji (produkcja/sprzedaż) zarówno geograficznej jak i produktowej oraz związanej z rozwojem spółki Aberg
- (5) Ryzyko braku realizacji zakładanej przez nas dywersyfikacji produktowej oraz cross-sellingu, skutkujący mniejszą niż zakładamy skalą wzrostu na poszczególnych rynkach

## Factsheet

### #Rynek nacze*p* i przyczep

Rynek nacze <i>p</i> i przyczep (rejestracje)												
Kraj	Francja	Polska	Wlk. Bryt.	Niemcy	Włochy	Hiszpania	CEE*	Agro	Rosja	Ukraina	Pozostałe	Razem
2021	22 932	32 057	21 814	55 767	15 290	13 695	18 697	8 644				
2022	22 541	28 225	27 666	60 760	16 965	14 242	21 044	8 079				
2023												
Sprzedaż WLT (szt)												
2021	4 895	5 155	3 867	1 325	921	536	1 245	1 411	2 353	325	373	21 870
2022	4 736	5 474	4 881	1 931	1 002	519	1 303	1 617	575	463	679	23 180
2023												23 500
Przychody (mln PLN)												
2021	643,5	518,7	391,7	280,3	100,3	69	140,6	91,3	254,1	43,4		2696
2022	710,9	690,4	646,2	449,1	138,2	68	179,4	135,4	117,8	83,4		3433
2023P												3600
Konkurencja WLT	Schmitz, Lecitrailer, Krone, Chereau	Schmitz, Krone, Kogel, Schwarzm ueller		Schmitz, Krone	Schmitz, Krone, Menci	Lecitrailer, Schmitz, Krone, IndeTruck, SOR Iberica		Pronar, Metal-Fach, Metaltech, Zaslaw				

### Grupa Wielton na rynku w 2022 roku

Spółka	Fruehauf	Wielton	Lawrance David	Langendorf Wielton GmbH	Viberti	Guillen	Wielton CEE	Wielton Agro**	Rosja	Ukraina	Pozostałe	Razem
udział rynkowy	19,3%	15,7%	12,2%	2,0%	6,6%	3,2%	5,5%	9,2%				
pozycja rynkowa	1	2	2	5	5	6	5	3				
Dane za 2022r												
Wolumen	4736	15018	4881	958*** / 973****	1002	519						
Przychody	724	1920	680	48,5*** / 131,2****	147	76						3433
EBITDA	-5	121	25	13,3*** / -2****	6	5						203
marża EBITDA	-1,9%	6,3%	3,7%	3,8% / -1,8%	4,0%	5,9%						5,9%
marża EBITDA '23	dotatnia			poprawa / dodatnia								5,9%
Rejestracje (szt)												
2021	4511	4080	2799	825	901	481	1031	761				
2022	4341	4418	3368	1192	1114	450	1159	745				
2023P	4288	4356	3175	2718		489	1767	630				
r/r	-1%	-1%	-8%	129%		9%	53%	-15%				

### Struktura portfela

	Kurtyna	Wywrotki	Furgony	Agro	Zabudowy home del.	Zabudowy wywrotki	Pojazdy nisk.	Podkonte nerowe	Zestawy kub.	Inloadery
2021	40%	17%	13%	6%	5%	5%	4%	5%	4%	1%
2022	46%	13%	15%	7%	5%	1%	3%	6%	3%	1%
Sprzedaż szt (2022)	10640	2901	3507	1617	1118	293	805	1391	645	263
Lokalizacja produkcji	Wielton Fruehauf Lawrence David	Wielton Langendorf	Fruehauf Wielton Lawrence David	Wielton	Lawrance David	Wielton Langendorf	Langendorf Wielton Fruehauf	Wielton Fruehauf	Wielton	Langendorf

## Rachunek wyników (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>1 817</b>	<b>2 696</b>	<b>3 433</b>	<b>3 506</b>	<b>3 677</b>	<b>3 938</b>
Koszty wytworzenia	1 629	2 388	3 018	3 085	3 213	3 421
Zysk brutto ze sprzedaży	188	308	415	420	464	517
Koszty sprzedaży	102	141	168	174	184	197
Koszty ogólnego zarządu	73	92	125	151	160	168
Zysk ze sprzedaży	13	75	122	96	120	152
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	24	4	1	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>98</b>	<b>144</b>	<b>203</b>	<b>175</b>	<b>210</b>	<b>246</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>74</b>	<b>143</b>	<b>194</b>	<b>174</b>	<b>210</b>	<b>246</b>
Amortyzacja	61	65	72	78	90	95
<b>EBIT</b>	<b>37</b>	<b>79</b>	<b>131</b>	<b>96</b>	<b>120</b>	<b>152</b>
Wynik na działalności finansowej	-17	-20	-4	-42	-41	-34
Zysk brutto	20	59	127	55	79	117
Podatek dochodowy	-7	12	12	15	17	25
Zysk mniejszości	-4	0	0	-1	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>31</b>	<b>47</b>	<b>114</b>	<b>40</b>	<b>63</b>	<b>93</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>12</b>	<b>46</b>	<b>107</b>	<b>40</b>	<b>63</b>	<b>93</b>
marża brutto ze sprzedaży	10%	11%	12%	12%	13%	13%
marża EBITDA skor.	4%	5%	6%	5%	6%	6%
marża EBIT	2%	3%	4%	3%	3%	4%
marża netto skor.	1%	2%	3%	1%	2%	2%
zmiana przychodów r./r.	-22%	48%	27%	2%	5%	7%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	-30%	64%	35%	1%	10%	11%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-34%	94%	36%	-10%	20%	17%
zmiana EBIT r./r.	-59%	114%	65%	-26%	24%	26%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-65%	290%	133%	-63%	56%	48%
	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>	<b>4Q22</b>	<b>1Q23</b>
<b>Przychody</b>	<b>767</b>	<b>814</b>	<b>822</b>	<b>860</b>	<b>937</b>	<b>849</b>
Koszty wytworzenia	695	734	720	751	813	742
Zysk brutto ze sprzedaży	72	80	102	108	125	106
Koszty sprzedaży	40	38	39	45	46	41
Koszty ogólnego zarządu	25	34	40	30	20	40
Zysk ze sprzedaży	7	7	23	32	59	26
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-1	11	20	-1	-21	0
<b>EBITDA</b>	<b>24</b>	<b>37</b>	<b>61</b>	<b>48</b>	<b>57</b>	<b>46</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>41</b>	<b>50</b>	<b>79</b>	<b>45</b>
Amortyzacja	16	18	17	17	19	19
<b>EBIT</b>	<b>8</b>	<b>18</b>	<b>44</b>	<b>31</b>	<b>38</b>	<b>26</b>
Wynik na działalności finansowej	-14	-6	26	-18	-6	-6
Zysk brutto	1	13	70	13	32	21
Podatek dochodowy	0	3	-6	4	12	8
Zysk mniejszości	-1	1	1	1	-2	-1
<b>Zysk netto</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>75</b>	<b>8</b>	<b>22</b>	<b>14</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>59</b>	<b>9</b>	<b>39</b>	<b>13</b>
marża brutto ze sprzedaży	9%	10%	12%	13%	13%	13%
marża EBITDA skor.	3%	3%	5%	6%	8%	5%
marża EBIT	1%	2%	5%	4%	4%	3%
marża netto skor.	0%	0%	7%	1%	4%	2%
zmiana przychodów r./r.	49%	29%	22%	38%	22%	4%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	19%	0%	11%	68%	74%	33%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-15%	-41%	-13%	80%	207%	79%
zmiana EBIT r./r.	-66%	-34%	40%	157%	380%	44%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-75%	-100%	186%	94%	1358%	17772%

Źródło: Spółka, Trigon DM



## Bilans (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>692</b>	<b>730</b>	<b>817</b>	<b>896</b>	<b>965</b>	<b>1 011</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	492	526	585	661	731	776
Wartości niematerialne i prawne	0	0	0	0	0	0
Wartość firmy	64	64	64	64	64	64
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	136	141	168	170	170	170
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>787</b>	<b>1 127</b>	<b>1 288</b>	<b>1 367</b>	<b>1 382</b>	<b>1 479</b>
Zapasy	338	525	556	628	634	679
Należności handlowe	354	474	606	654	660	707
Pozostałe	7	5	9	15	15	15
Gotówka	89	124	116	70	74	79
<b>Aktywa</b>	<b>1 479</b>	<b>1 858</b>	<b>2 105</b>	<b>2 263</b>	<b>2 348</b>	<b>2 490</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>404</b>	<b>440</b>	<b>554</b>	<b>579</b>	<b>622</b>	<b>684</b>
Kapitał zakładowy	12	12	12	12	12	12
Pozostałe	361	381	428	527	547	579
Zysk (strata) netto	31	47	114	40	63	93
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>366</b>	<b>460</b>	<b>346</b>	<b>345</b>	<b>359</b>	<b>368</b>
Zobowiązania oprocentowane	286	403	267	267	281	290
Pozostałe	81	57	79	78	78	78
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>685</b>	<b>932</b>	<b>1 194</b>	<b>1 328</b>	<b>1 356</b>	<b>1 429</b>
Zobowiązania oprocentowane	168	73	340	385	405	418
Zobowiązania handlowe	444	771	762	839	847	907
Pozostałe	74	88	92	104	104	104
<b>Pasywa</b>	<b>1 479</b>	<b>1 858</b>	<b>2 105</b>	<b>2 263</b>	<b>2 348</b>	<b>2 490</b>
Kapitał obrotowy netto	248	228	400	443	447	479
Dług netto	365	352	491	582	613	629
Dług netto skor.	365	352	491	582	613	629
Dług netto/EBITDA (x)	4	2	2	3	3	3
Dług netto/kapitał własny (x)	1	1	1	1	1	1
ROE (%)	0	0	0	0	0	0
ROA (%)	0	0	0	0	0	0
Cykl konwersji gotówki (dni)	52	29	30	41	41	40
Cykl rotacji zapasów (dni)	78	66	65	70	72	70
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	68	56	57	66	65	63
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	94	93	93	95	96	94

## Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>149</b>	<b>129</b>	<b>41</b>	<b>122</b>	<b>149</b>	<b>156</b>
Zysk (strata) netto	31	47	114	40	63	93
Amortyzacja	61	65	72	78	90	95
Zmiany w kapitale obrotowym	41	20	-173	-43	-4	-32
Zmiana zapasów	23	-187	-31	-72	-6	-45
Zmiana należności handlowych	-33	-120	-132	-48	-6	-47
Zmiana zobowiązań handlowych	51	327	-9	78	8	60
Pozostałe	16	-4	28	46	0	0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-69</b>	<b>-71</b>	<b>-132</b>	<b>-177</b>	<b>-160</b>	<b>-140</b>
CAPEX	-72	-87	-133	-179	-160	-140
Pozostałe	3	16	1	2	0	0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-50</b>	<b>-26</b>	<b>83</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>-10</b>
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	-3	22	132	45	34	21
Wpływy z emisji akcji	0	0	0	0	0	0
Dywidenda	0	-20	0	-20	-20	-31
Pozostałe	-48	-28	-49	-18	0	0
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>-7</b>	<b>-48</b>	<b>3</b>	<b>5</b>
Środki pieniężne na początek okresu	58	89	124	116	70	74
Środki pieniężne na koniec okresu	89	124	116	70	74	79

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

W: <http://www.trigon.pl> | E: [repcja@trigon.pl](mailto:repcja@trigon.pl)



**NAGRODY  
PSIK**  
2022



## EQUITY RESEARCH TEAM

**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 Niszc**  
*TMT*

**Łukasz Rudnik**  
*Przemysł, Wydobycie*

**David Sharma**  
*Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane*

## SALES & TRADING TEAM

**Paweł Szczepański**, Head of Sales

**Michał Sopiński**, Deputy Head of Sales

**Paweł Czupryński**

**Maciej Senderek**

**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  
OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa  
FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale  
NWC – kapitał obrotowy netto  
Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - 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

RFR - stopa wolna od ryzyka

### 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 metody oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

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](http://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.

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

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązaniymi a 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 otrzymał od Emitenta dywidendę. 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 zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski nie pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcji 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 sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi 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 konfliktem interesów znajdują się na stronie [www.trigon.pl](http://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 pierwszej 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 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](http://www.doakcji.trigon.pl), [www.trigon.pl](http://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: 29 maja 2023r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 30 maj 2023r, godz. 7:00