

Solidna konstrukcja podstawą do wzrostów

VISTAL (VTL)

Cena bieżąca [PLN]	14,1
Wycena końcowa [PLN]	16,2
Potencjał	15,0%
Rekomendacja	KUPUJ

Podstawowe dane

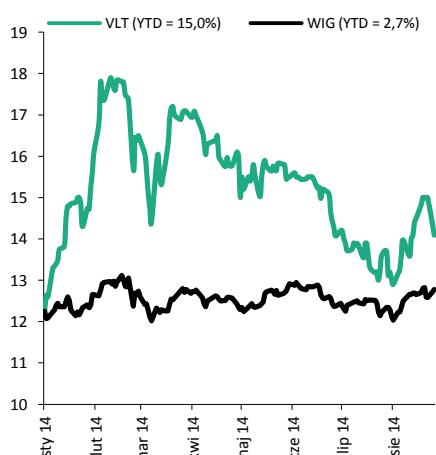
Kapitalizacja [mln PLN]	200,2
Ilość akcji [mln szt.]	14,2
Max/min 52 tyg. [PLN]	18,4/11,1
Dzienny obrót [3M, tys. PLN]	90,2

Struktura akcjonariatu

Ryszard Matyka	52,8%
Bożena Matyka	17,6%
Pozostali	29,6%
Free float	29,6%

Stopa zwrotu [%]

1M	3M	6M	YTD
3,7%	-10,8%	-18,9%	15,0%



Profil firmy

Vistal to grupa będąca producentem konstrukcji stalowych wykorzystywanych w przemyśle budowlanym, energetycznym, okrętowym i offshore. Zakres prac oferowanych przez spółkę to prefabrykacja, prace antykorozyjne, transport i montaż obiektów stalowych. Spółka działa zarówno w Polsce, jak i w Europie (głównie Norwegia i Szwecja).

Analitik

Marek Straszak

marek.straszak@dmbps.pl

tel. (22) 53 95 540

DANE FINANSOWE [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	230,2	283,4	303,3	349,8	381,5
zmiana r/r	-7,0%	23,1%	7,0%	15,3%	9,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	29,0	53,0	54,7	65,2	72,3
marża brutto	12,6%	18,7%	18,0%	18,6%	18,9%
EBIT	0,0	23,5	24,1	32,0	38,7
marża EBIT	0,0%	8,3%	7,9%	9,1%	10,1%
Zysk (strata) netto	1,1	20,4	13,6	20,7	27,1
marża netto	0,5%	7,2%	4,5%	5,9%	7,1%
P/E (x)*	185,6	9,8	14,7	9,7	7,4
P/BV (x) *	2,5	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (x)*	28,0	9,4	9,9	7,6	6,5
EV/EBIT (x)*	-	13,6	15,4	11,4	9,1

Źródło: Spółka, P - prognozy DM Banku BPS

Vistal jest spółką, która naszym zdaniem skorzysta z planowanego wzrostu nakładów w segmencie budownictwa drogowego, kolejowego i energetycznego. Co ważne, spółka ta nie jest uzależniona wyłącznie od koniunktury polskiego rynku budowlanego, gdyż około połowy swoich przychodów generuje za granicą – głównie w krajach skandynawskich, gdzie również przeprowadzane są duże programy inwestycyjne mające na celu rozwój infrastruktury. Ponadto Vistal swój dalszy wzrost chce oprzeć także na usługach świadczonych na rynku offshore. Uważamy, że dobra koniunktura w tych segmentach, będzie miała pozytywne przełożenie na wyniki spółki w następnych latach i dlatego rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Vistalu z zaleceniem KUPUJ.

Uwolnienie pełnych mocy produkcyjnych od 2015. Szacujemy, że przychody Vistalu wzrosną w tym roku o ok. 7% r/r i przekroczą 300 mln PLN. Znaczniejszego wzrostu sprzedaży (15,3% r/r) oczekujemy dopiero w roku 2015. Naszym zdaniem będzie to spowodowane możliwością pełnego wykorzystania dodatkowych mocy produkcyjnych zakładu na Nabrzeżu Indyjskim w Gdyni (zakończenie prac planowane jest na 4Q'14) oraz rozpoczęciem realizacji kontraktów infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków budżetu unijnego.

Nowa hala początkowo źródłem kosztów, następnie szansą na wyższe marże. Uważamy, że w roku 2014 wygenerowana marża brutto ze sprzedaży obniży się z 18,7% do 18,0% z powodu kosztów (m.in. amortyzacji) związanych z nowym zakładem produkcyjnym. Naszym zdaniem oddany do użytku zakład powinien przyczynić się do poprawy zyskowności spółki z powodu możliwości produkcji dużych i skomplikowanych konstrukcji stalowych, których marżowości są wyższe. Szacujemy, że spółka w 2015 osiągnie rentowność brutto ze sprzedaży na poziomie 18,6% i 18,9% w roku 2016.

Więcej kapitału w działalności operacyjnej. Na koniec 1H'14, w związku ze zwiększeniem się poziomu należności, wzrósł znacznie poziom kapitału obrotowego netto do ok. 89 mln PLN. Szacujemy, że na koniec tego roku część gotówki zostanie odzyskana i poziom kapitału obrotowego netto będzie wynosił ok. 67 mln PLN, co stanowiłoby około 22% sprzedaży i byłoby wartością o 5 p.p. wyższą niż na koniec roku 2013.

Wysoka dźwignia finansowa. W 1H'14 bardzo dynamicznie wzrósł poziom zadłużenia odsetkowego netto w porównaniu ze stanem na koniec roku 2013. W tym czasie dług netto wzrósł z 120 mln PLN do 177 mln PLN. Szacujemy, że spółka w najbliższych latach nie będzie dążyła do znacznej spłaty tych zobowiązań, a raczej będzie starała się utrzymać strukturę tego zadłużenia (60:40 z większym udziałem zobowiązań długoterminowych).

Capex i dywidendy. W poprzednim i obecnym roku spółka poniosła znaczne nakłady inwestycyjne na budowę nowej hali na Nabrzeżu Indyjskim (łącznie 102 mln PLN). Vistal zamierza przeprowadzić jeszcze 2 mniejsze inwestycje związane z zakupem i modernizacją zakładu w Czarnej Białostockiej oraz budową Centrum Operacyjnego Grupy Vistal. W związku z tym przewidujemy, że wydatki inwestycyjne w tym roku wyniosą 42 mln PLN, a w następnym 20 mln PLN. Uważamy, że po tym okresie spółka może zacząć wypłacać dywidendę, której współczynnik wypłaty zakładamy początkowo na poziomie 50%, a później 67%.

Jest to streszczenie raportu analitycznego. Pełen raport dostępny dla klientów DM BPS znajduje się na stronie internetowej.

Dom Maklerski Banku BPS S.A., ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa, infolinia: 801 321 456, www.dmbps.pl, e-mail: dm@dmbps.pl

Dom Maklerski Banku BPS SA

ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,
tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556
www.dmbps.pl
dm@dmbps.pl

Departament Analiz:

Marcin Stebakow, MPW – handel, przemysł spożywczy

Dyrektor Departamentu Analiz

marcin.stebakow@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 548

Kamil Artyszuk – obligacje

kamil.artyszuk@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 535

Marta Czajkowska-Bałdyga – banki

marta.czajkowska-baldyga@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 527

Tomasz Kania – usługi finansowe, deweloperzy, producenci maszyn górniczych

tomasz.kania@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 542

Marek Straszak, MPW, DI – budownictwo, materiały budowlane

marek.straszak@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 540

Łukasz Rydzkowski

lukasz.rydzkowski@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 527

Analizy techniczne:

Jacek Borawski, Sławomir Rudaś

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Majka, MPW

Wiceprezes Zarządu

piotr.majka@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 520

Krzysztof Solus, MPW

Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży Instytucjonalnej

krzysztof.solus@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 55

Bogdan Dzimira, MPW, Doradca Inwestycyjny

bogdan.dzimira@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 523

Jan Woźniak, MPW

jan.wozniak@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 536

Artur Kobos, MPW

artur.kobos@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 511

Bartosz Szaniawski

bartosz.szaniawski@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 525

Departament Sprzedaży Detalicznej:

Beata Zbrzezna, MPW

beata.zbrzezna@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 544

Lech Kucharski, MPW

lech.kucharski@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 522

Anna Pajkert,

anna.pajkert@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 078

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

1. Skróty zastosowane w Rekomendacji, inne niż zamieszczone w treści Rekomendacji

DM BPS

Dom Maklerski Banku BPS S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Grzybowska 81, wpisana do rejestru do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000304923, z kapitałem zakładowym w wysokości 6.669.000 złotych w całości opłaconym, posiadająca REGON: 141428071, NIP: 1080005418.

Rozporządzenie

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19.10.2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. nr 206, poz. 1715).

2. Wyjaśnienia dotyczące stosowanej w Rekomendacji terminologii fachowej i wskaźników

Dług netto – suma kredytów, papierów dłużnych, oprocentowanych pożyczek pomniejszona o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

EBIT – zysk z działalności operacyjnej

EBITDA – zysk z działalności operacyjnej przed potrąceniem salda na działalności finansowej, opodatkowaniem i amortyzacją.

EV – (wartość ekonomiczna; EV= MC + dług netto) suma kapitalizacji i długu netto

Marża EBIT – (EBIT/Przychody ze sprzedaży) zysk z działalności operacyjnej podzielony przez przychody ze sprzedaży

Marża EBITDA – (EBITDA/Przychody ze sprzedaży) EBITDA podzielony przez przychody ze sprzedaży

ROS – (zysk netto/przychody ze sprzedaży) rentowność sprzedaży

ROA – (zysk netto/aktywa) rentowność aktywów

ROE – (zysk netto/kapitał własny) rentowność kapitału własnego

EBIT/EV – iloraz zysku z działalności operacyjnej i wartości ekonomicznej (suma kapitalizacji i długu netto)

MC/EBIT – iloraz kapitalizacji (iloczyn kursu akcji i liczby akcji) oraz zysku z działalności operacyjnej

MC/S – iloraz kapitalizacji (liczba wyemitowanych akcji razy kurs akcji) i przychodów ze sprzedaży

P/E – (Cena/Zysk) kursu akcji podzielony przez roczny zysk netto przypadający na akcję

P/BV – (Cena/Wartość Księgową) kursu akcji podzielony przez wartość księgową przypadającą na akcję

P/CF – Cena/(zysk netto + amortyzacja)+kursu akcji podzielony przez sumę przypadającego na akcję zysku netto i amortyzacji

Stopa dywidendy – (DY) dywidenda na akcję podzielona przez kurs akcji

3. Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

- „**kupuj**” oznacza prognozowanie wzrostu o co najmniej 10%
- „**trzymaj**” oznacza prognozowanie wzrostu bądź spadku do 10%
- „**sprzedaj**” oznacza prognozowanie spadku ponad 10%

4. Podmiot odpowiedzialny za sporządzenie Rekomendacji i osoba ją sporządzająca

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie niniejszej rekomendacji, zwanej dalej „Rekomendacją”, będącej rekomendacją w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), jest Dom Maklerski Banku BPS SA z siedzibą w Warszawie, ul. Grzybowska 81, który jest nadzorowany przez Komisję Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie.

Sporządzającym Rekomendację, zwanym dalej jako Analityk, jest Marek Straszak, posiadający tytuł Maklera Papierów Wartościowych i Doradcy Inwestycyjnego.

5. Termin obowiązywania Rekomendacji i data pierwszej publikacji

Rekomendacja została sporządzona i została przekazana do dystrybucji w dniu 29 maja 2014 roku i jest kierowana do klientów oraz potencjalnych klientów DM BPS. Rekomendacja jest ważna w okresie do 12 miesięcy od daty sporządzenia, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana.

6. Historia Rekomendacji

DM BPS w okresie ostatnich 12 miesięcy nie sporządzał rekomendacji odnośnie instrumentów finansowych lub emitenta objętych niniejszą Rekomendacją.

7. Metody wyceny zastosowane w Rekomendacji

Przy sporządzaniu Rekomendacji oparto się o następujące metody wyceny: (i) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i (ii) porównawczą.

Wycena metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) polega na dyskontowaniu prognozowanych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. DCF uznawany jest za metodologicznie jedną z najlepszych metod wyceny. Wadą metody jest duża czasochłonność oraz wrażliwość na zmiany parametrów.

Wycena metodą porównawczą bazuje na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki z odpowiednimi mnożnikami innych porównywalnych spółek. Zaletami wyceny mnożnikowej jest niska czasochłonność oraz opieranie się na prawie jednej ceny. Wadą jest zmniejszenie znaczenia czynników specyficznych dla wycenianej spółki.

8. Źródła informacji

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności i rzetelności przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności na podstawie ogólnodostępnych informacji. Ponadto oparto się o informacje pochodzące od emitenta instrumentów finansowych objętych Rekomendacją, zawarte w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Ani DM BPS ani Analityk nie gwarantują kompletności i dokładności danych źródłowych, w szczególności w przypadku gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu Rekomendacji okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Rekomendacja przed jej dystrybucją nie była przekazywana emitentowi instrumentów finansowych objętych Rekomendacją.

9. Powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywizm Rekomendacji

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie Rekomendacji DM BPS nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych objętych Rekomendacją. DM BPS nie dokonuje ani nie dokonywał nabywania lub zbywania instrumentów finansowych objętych Rekomendacją na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową. Według najlepszej wiedzy DM BPS emitent/emitenci instrumentów finansowych objętych Rekomendacją nie posiadają akcji/udziałów DM BPS lub podmiotów z nim powiązanych. Zgodnie z wiedzą DM BPS ani pomiędzy DM BPS ani Analitykiem lub jego osobami bliskimi, a emitentem nie występują jakiegokolwiek powiązania, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia.

Wynagrodzenie osób uczestniczących w sporządzaniu Rekomendacji, w tym Analityka, nie jest zależne od wyników finansowych transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej DM BPS dotyczących instrumentów finansowych, których dotyczy Rekomendacja. Ponadto, ani DM BPS ani Analityk nie otrzymał i nie otrzyma od emitenta jakiegokolwiek świadczenia pieniężnego lub niepieniężnego z tytułu sporządzenia Rekomendacji lub związanego z nią.

W okresie 12 miesięcy przed sporządzeniem Rekomendacji, DM BPS nie świadczył usług na rzecz emitenta/emitentów, których dotyczy Rekomendacja, ani nie otrzymał wynagrodzenia lub obietnicy wynagrodzenia od takich podmiotów. Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności DM BPSłożył emitentowi lub innym podmiotom wymienionym w Rekomendacji, ofertę świadczenia usług z zakresu, i że w wyniku złożenia takiej oferty, może dojść do zawarcia umów z emitentem lub takimi podmiotami.

Na dzień sporządzenia Rekomendacji, DM BPS nie posiada akcji emitenta instrumentów finansowych, będących przedmiotem rekomendacji oraz nie pełni roli animatora rynku oraz animatora emitenta.

Na dzień sporządzenia Rekomendacji Analityk nie posiada akcji emitenta instrumentów finansowych będących przedmiotem rekomendacji. Według najlepszej wiedzy DM BPS podmioty z nimi powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych objętych Rekomendacją w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Rekomendacja nie stanowi jakiegokolwiek gwarancji, że strategia, prognoza czy projekcja cenowa w niej zawarte są odpowiednie dla konkretnego inwestora i że spełnią się one w przyszłości. Korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż sformułowane czynniki ryzyka. Ani DM BPS ani Analityk nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie Rekomendacji ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie Rekomendacji, lub jej części, oraz zwartych w niej zaleceń, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody DM BPS jest zabronione.