

# VIGO System

## Omówienie wyników za 2Q20

*Opinia. Wyniki są w dużej mierze zgodne z naszymi oczekiwaniami. 2Q20 był kolejnym silnym kwartałem dla VIGO, pomimo pandemii. Zwracamy szczególną uwagę na wzrost marż, który wynikał z utrzymania płaskiego poziomu kosztów oraz rekordowych przychodów. Spodziewamy się iż podwyższone marże mogą zostać utrzymane także w kolejnych kwartałach.*

W 2Q20 VIGO System osiągnęło PLN 13.9m przychodów (zgodnie z szacunkowymi danymi), PLN 6.9m EBITDA (+144% r/r, 8% powyżej oczekiwań IPOPEMA) oraz zysk netto PLN 5.6m (+187% r/r, 5% powyżej oczekiwań IPOPEMA):

- **Przychody.** Przychody spółki wyniosły PLN 13.9m (+65% r/r, zgodnie z wstępnymi danymi), w tym PLN 13.5m przychodów z segmentu detektorów IR (+60% r/r i +12% k/k) oraz PLN 0.4m przychodów z segmentu materiałów półprzewodnikowych (płasko k/k). Przychody zostały wygenerowane głównie przez segmenty przemysłu (54% przychodów w 2Q20) oraz technik wojskowych (21% przychodów).
- **Marża brutto na sprzedaży.** Marża brutto na sprzedaży wyniosła 67.4% (vs. 61.4% in 1Q20), 4pp powyżej naszych oczekiwań. Wzrost był przede wszystkim skutkiem wyższych wolumenów produkcyjnych.
- **Koszty sprzedaży i zarządu.** Koszty sprzedaży i zarządu wyniosły PLN 4.9m płasko k/k.
- **EBITDA.** EBITDA VIGO wyniosła PLN 6.9m (+144% r/r, +26% q/q oraz 8% powyżej naszych oczekiwań), natomiast EBIT PLN 5.4m (+194% r/r, +36% k/k oraz 12% powyżej prognozy IPOPEMA).
- **Zysk netto.** Zysk netto wyniósł PLN 5.6m (+187% r/r, +113% k/k, 5% powyżej naszej prognozy). Spółka odnotowała PLN 0.2m pozytywnego wyniku na działalności finansowej, za sprawą pozytywnego wpływu różnic kursowych. Poziom opodatkowania pozostał w 2Q20 nieistotny.
- **Operacyjne przepływy pieniężne.** Operacyjne przepływy pieniężne wyniosły PLN 3.9m (-36% r/r, -42% k/k). Niższy wynik k/k był skutkiem negatywnego wpływu wzrostu kapitału obrotowego.
- **Capex.** Capex brutto wyniósł PLN 5.7m, w tym PLN 3.6m wydatków na B&R (wzrost o 58% k/k). VIGO otrzymało również dotacje w wysokości PLN 4.5m na projekty R&D.
- **Dług netto.** Dług netto wyniósł PLN 17.0m na koniec 2Q20 (vs PLN 18.0m oczekiwane przez IPOPEMA).

TMT

**VIGO System****KUPUJ****FV PLN 650.00**

12% potencjału wzrostu

Cena na 27 sierpnia 2020 PLN 580.0

**Analityk**

Michał Wojciechowski  
michal.wojciechowski@ipopema.pl  
+ 48 22 236 92 69

Tabela 1. VIGO System 2Q20 omówienie wyników

| P&L (PLN m)  | 1Q19        | 2Q19         | 3Q19        | 4Q19        | 1Q20        | 2Q20        | y/y         | q/q         | 2Q20E        | Actual vs IPOPEMA |
|--|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>                              | <b>11.5</b> | <b>8.4</b>   | <b>11.9</b> | <b>11.1</b> | <b>12.4</b> | <b>13.9</b> | <b>65%</b>  | <b>12%</b>  | <b>13.9</b>  | <b>0%</b>         |
| Przemysł   | 7.8         | 6.1          | 6.7         | 4.8         | 5.3         | 7.5         | 24%         | 44%         | 7.5          | 0%                |
| Wojsko   | 0.2         | 0.5          | 3.5         | 3.9         | 0.9         | 3.0         | 540%        | 234%        | 3.0          | 0%                |
| Transport  | 2.9         | 1.3          | 0.9         | 0.7         | 2.3         | 1.9         | 42%         | -19%        | 1.9          | 0%                |
| Medycyna i nauka   | 0.5         | 0.4          | 0.7         | 1.4         | 3.5         | 1.0         | 115%        | -72%        | 1.0          | 0%                |
| Inne   | 0.1         | 0.1          | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 15%         | 46%         | 0.1          | 0%                |
| Materiały dla fotoniki                                     | 0.0         | 0.0          | 0.0         | 0.2         | 0.4         | 0.4         | na          | 3%          | 0.4          | 0%                |
| Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów         | -4.1        | -3.5         | -4.3        | -3.9        | -4.8        | -4.5        | 29%         | -5%         |              |                   |
| <b>Zysk/(strata) brutto na sprzedaży</b>                   | <b>7.3</b>  | <b>4.9</b>   | <b>7.6</b>  | <b>7.2</b>  | <b>7.6</b>  | <b>9.4</b>  | <b>90%</b>  | <b>23%</b>  |              |                   |
| Pozostałe przychody operacyjne                             | 0.4         | 0.6          | 0.7         | 1.0         | 1.2         | 1.0         | 72%         | -16%        |              |                   |
| Koszty sprzedaży   | -0.7        | -0.5         | -0.6        | -0.6        | -0.6        | -0.8        | 52%         | 44%         |              |                   |
| Koszty ogólnego zarządu                                    | -2.6        | -3.0         | -2.9        | -3.7        | -4.2        | -4.1        | 35%         | -3%         |              |                   |
| Pozostałe koszty operacyjne                                | -0.4        | -0.1         | -0.4        | -0.3        | -0.1        | -0.1        | -43%        | -2%         |              |                   |
| <b>EBITDA</b>  | <b>5.1</b>  | <b>2.8</b>   | <b>5.6</b>  | <b>5.1</b>  | <b>5.5</b>  | <b>6.9</b>  | <b>144%</b> | <b>26%</b>  | <b>6.4</b>   | <b>8%</b>         |
| <b>EBIT</b>  | <b>4.2</b>  | <b>1.8</b>   | <b>4.4</b>  | <b>3.6</b>  | <b>4.0</b>  | <b>5.4</b>  | <b>194%</b> | <b>36%</b>  | <b>4.8</b>   | <b>12%</b>        |
| Przychody finansowe netto                                  | 0.0         | 0.1          | -0.6        | 0.4         | -1.3        | 0.2         | 88%         | na          |              |                   |
| <b>Zysk brutto</b>   | <b>4.1</b>  | <b>1.9</b>   | <b>3.7</b>  | <b>4.1</b>  | <b>2.6</b>  | <b>5.6</b>  | <b>188%</b> | <b>113%</b> |              |                   |
| Podatek dochodowy  | 0.0         | 0.0          | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | na          | 130%        |              |                   |
| <b>Zysk netto</b>  | <b>4.1</b>  | <b>1.9</b>   | <b>3.7</b>  | <b>4.1</b>  | <b>2.6</b>  | <b>5.6</b>  | <b>187%</b> | <b>113%</b> | <b>5.3</b>   | <b>5%</b>         |
| <b>Marże</b>   | <b>1Q19</b> | <b>2Q19</b>  | <b>3Q19</b> | <b>4Q19</b> | <b>1Q20</b> | <b>2Q20</b> | <b>y/y</b>  | <b>q/q</b>  | <b>2Q20E</b> |                   |
| Marża brutto na sprzedaży                                  | 64.0%       | 58.3%        | 63.8%       | 64.7%       | 61.4%       | 67.4%       | 9.1 pp      | 5.9 pp      | 63.4%        | 4 pp              |
| Marża EBITDA   | 44.3%       | 33.4%        | 46.8%       | 46.2%       | 44.2%       | 49.7%       | 16.2 pp     | 3.5 pp      | 45.8%        | 3.9 pp            |
| Marża EBIT   | 36.4%       | 21.8%        | 36.7%       | 32.9%       | 32.1%       | 38.9%       | 17.2 pp     | 6 pp        | 34.5%        | 4.4 pp            |
| Marża netto  | 36.1%       | 23.0%        | 31.3%       | 36.9%       | 21.2%       | 40.2%       | 17.2 pp     | 3.3 pp      | 37.9%        | 2.3 pp            |
| <b>Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)</b>             | <b>1Q19</b> | <b>2Q19</b>  | <b>3Q19</b> | <b>4Q19</b> | <b>1Q20</b> | <b>2Q20</b> | <b>y/y</b>  | <b>q/q</b>  | <b>2Q20E</b> |                   |
| <b>Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>   | <b>0.6</b>  | <b>6.1</b>   | <b>3.5</b>  | <b>5.2</b>  | <b>6.7</b>  | <b>3.9</b>  | <b>-36%</b> | <b>-42%</b> |              |                   |
| <b>Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b> | <b>-9.8</b> | <b>-13.3</b> | <b>-9.4</b> | <b>1.4</b>  | <b>-4.4</b> | <b>-1.6</b> | <b>-88%</b> | <b>-64%</b> | <b>-2.9</b>  | <b>-46%</b>       |
| dotacje  | 0.2         | 0.9          | 0.9         | 6.9         | 0.4         | 4.5         | 385%        | 1080%       |              |                   |
| wydatki inwestycyjne                                       | -10.0       | -14.3        | -10.3       | -5.4        | -4.7        | -5.7        | -60%        | 20%         |              |                   |
| <b>Środki pieniężne netto z działalności finansowej</b>    | <b>8.1</b>  | <b>9.0</b>   | <b>6.9</b>  | <b>-4.8</b> | <b>-1.9</b> | <b>-1.6</b> | <b>na</b>   | <b>-16%</b> |              |                   |
| <b>Zmiana gotówki razem</b>                                | <b>-1.0</b> | <b>1.8</b>   | <b>0.9</b>  | <b>1.8</b>  | <b>0.5</b>  | <b>1.0</b>  | <b>-47%</b> | <b>107%</b> |              |                   |
| Dług netto/(gotówka netto)                                 | 13.2        | 20.4         | 27.2        | 20.5        | 19.6        | 17.0        | -17%        | -13%        | 18.0         | -6%               |

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie („Program”) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”). Szczegółowe informacje o Programie dostępne są na stronie internetowej GPW pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwp>. Prawa autorskie do dokumentu przysługują GPW. Z tytułu przygotowania dokumentu IPOPEMA Securities S.A. będzie otrzymywała od GPW wynagrodzenie, na warunkach określonych w umowie zawartej pomiędzy IPOPEMA Securities S.A. a GPW.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie bez obowiązku informowania o tym fakcie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy i promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahanom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne materiały, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem [www.ipopemasecurities.pl](http://www.ipopemasecurities.pl). Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: AS S.A., Capital Park S.A., PKB Pekabex S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model zdyskontowania dywidend), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Przewiduje się, że raport analityczny dotyczący spółki będzie aktualizowany przynajmniej dwa razy w roku począwszy od daty publikacji raportu inicjującego, oraz w przypadku kluczowych wydarzeń i/lub zmian w założeniach dotyczących raportu.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. sporządzała rekomendacje dotyczące spółki.

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, które zostały rozpowszechnione w okresie ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępny na stronie internetowej pod adresem [www.ipopemasecurities.pl](http://www.ipopemasecurities.pl).

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę sporządzenia dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w materiale obejmują:

NIŁ - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.

NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.

Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.

FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w materiale.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy nadawaniu ratingów dla spółek stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

| Rating   | Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji |
|----------|---|
| Kup      | powyżej 10%                               |
| Trzymaj  | pomiędzy (włączając) -10% and 10%         |
| Sprzedaj | poniżej -10%                              |

IPOPEMA Research ( 1 kwiecień – 30 czerwiec 2020)

|          | Liczba | %    |
|----------|--------|------|
| Kup      | 23     | 55%  |
| Trzymaj  | 11     | 26%  |
| Sprzedaj | 8      | 19%  |
| Suma     | 42     | 100% |

Historia ratingu – VIGO System

| Data       | Rekomendacja | FV         | Cena z rekomendacji | Autor                |
|------------|--------------|------------|---------------------|----------------------|
| 02.08.2019 | KUPUJ        | PLN 380.00 | PLN 334.00          | Michał Wojciechowski |
| 16.04.2020 | KUPUJ        | PLN 480.00 | PLN 384.00          | Michał Wojciechowski |
| 29.07.2020 | KUPUJ        | PLN 650.00 | PLN 550.00          | Michał Wojciechowski |