

VIGO System

2Q21E Prognoza wyników

Prognoza 2Q21E

VIGO opublikowało już przychody za 2Q21 na poziomie PLN 18.0m (wzrost o 24% k/k), wygenerowane głównie przez segment przemysłowy (PLN 7.3m) oraz technik wojskowych (PLN 6.8m). Zwracamy również uwagę na wyraźną poprawę w segmencie materiałów dla półprzewodników, który osiągnął PLN 1.1m przychodów (wzrost o 100% q/q). Prognozujemy marże brutto na sprzedaży VIGO na poziomie 68%, wzrost o 4pp k/k, blisko celu spółki na rok 2021. Szacujemy koszty sprzedaży i zarządu na płaskim k/k poziomie PLN 5.3m, co przekłada się na oczekiwany wynik netto spółki w wysokości PLN 7.8m (nie spodziewamy się istotnych kosztów finansowych i podatku). Prognozujemy CAPEX netto VIGO na poziomie PLN 4.6m oraz gotówkę netto w wysokości PLN 23m.

Perspektywy na cały 2021 rok

W 1H21 przychody VIGO wyniosły PLN 32.6m, wzrost o 24% r/r, co odpowiada 48% naszej rocznej prognozy PLN 68.1m (wzrost o 26% r/r). Uważamy nasze prognozy za osiągalne dla spółki, szczególnie uwzględniając proces skalowania segmentu materiałów dla fotoniki oraz wprowadzenie nowych produktów do sprzedaży. Zwracamy również uwagę, iż nasza prognoza znormalizowanej EBITDA na poziomie PLN 28.7m jest zgodna z oczekiwaniami spółki (PLN 29.5m). Nasza prognoza na poziomie zysku netto wynosi PLN 24.8m (wzrost o 37% r/r), przy marży netto 36% vs. 34% w 2020. Jako że segmenty wojskowości i transportu są prawdopodobnie na dobrej drodze aby zrealizować swoje cele sprzedażowe, obecnie głównym wyzwaniem dla spółki będzie utrzymanie dobrego poziomu sprzedaży w przemyśle, jak również osiągnięcie kolejnych kamieni milowych w medycynie i materiałach dla fotoniki.

Opinia. W ostatniej aktualizacji strategii spółka zaprezentowała kluczowe obszary wzrostu biznesu, poczynając od detektorów MID-IR, poprzez materiały dla fotoniki (obecny biznes), a także w nowych obszarach źródeł podczerwieni, systemów PIC oraz matryc IR. W naszej opinii koncentracja na długoterminowym wzroście jak najbardziej ma sens dla spółki technologicznej takiej jak VIGO, niemniej negatywnym jest fakt, iż prawdopodobnie pierwsze efekty w postaci wyników finansowych mogą pojawić się raczej nie wcześniej niż w 2022-23E. Z drugiej strony w 2022E widzimy realną szansę na kontrakt z partnerem, który mógłby wesprzeć VIGO we wprowadzeniu jego produktów na rynek masowy. Oczekiwany przez spółkę CAGR przychodów 2020-23E na poziomie 23% jest lekko poniżej naszych oczekiwań 25%, spółka oczekuje także istotnego spadku marży znormalizowanej EBITDA do poziomu 40% w 2023E, spadek z 47% w 2020 (my oczekujemy spadku do 42%). W naszej opinii istotne pogorszenie marżowości jest raczej ostrożnym założeniem, uwzględniając stabilność kosztów operacyjnych spółki. Na naszych prognozach VIGO jest wyceniane na P/E 21.8x oraz 18.0x w latach 2021/22E.

TMT

VIGO System

KUPUJ
FV PLN 850.00

15% potencjał wzrostu

Cena na 22 lipca 2021 PLN 740.0

Analityk

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

Tabela 1. VIGO System 2Q21E prognoza wyników

P&L (PLN m)	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	y/y	q/q
Przychody ze sprzedaży	13.9	12.9	14.3	14.6	18.0	30%	24%
Przemysł	7.5	5.4	5.4	5.4	7.3	-4%	34%
Wojsko	3.0	4.7	4.8	5.0	6.8	127%	35%
Transport	1.9	1.1	0.8	2.4	1.9	1%	-19%
Medycyna i nauka	1.0	0.9	2.5	1.0	0.9	-9%	-16%
Pozostałe	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	-48%	-59%
Materialy dla fotoniki	0.4	0.5	0.6	0.5	1.1	190%	102%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-4.5	-5.1	-3.4	-5.2	-5.8	20.4%	10.4%
Zysk(strata) brutto na sprzedaży	9.4	7.8	10.8	9.4	12.2	60.8%	30.8%
Pozostałe przychody operacyjne	1.0	0.8	1.4	1.4	1.4	18.5%	-1.5%
Koszty sprzedaży	-0.8	-0.8	-1.2	-0.7	-0.9	63.3%	21.1%
Koszty ogólnego zarządu	-4.1	-3.3	-4.2	-4.4	-4.4	5.4%	0.5%
Pozostałe koszty operacyjne	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	614.3%	-5.4%
EBITDA	7.0	5.8	8.2	6.8	9.5	73.4%	39.0%
EBIT	5.4	4.3	6.5	5.2	7.9	98.6%	52.0%
Przychody finansowe netto	0.2	-0.5	-0.5	-0.3	-0.1	-93.6%	-71.1%
Zysk brutto	5.6	3.8	6.1	4.9	7.8	196.9%	59.6%
Podatek dochodowy	0.0	0.0	14.5	0.5	0.0	-100.0%	-100.0%
Zysk netto	5.6	3.8	20.5	5.4	7.8	198.1%	45.1%
Znorm. zysk netto	5.6	3.8	6.1	4.9	7.8	198.1%	59.6%
Marże	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	y/y	q/q
Marża brutto na sprzedaży	67.4%	60.4%	76.0%	64.2%	68.0%	6.6 pp	3.8 pp
Marża EBITDA	50.1%	45.4%	57.3%	46.9%	52.8%	8.6 pp	5.9 pp
Marża EBIT	38.9%	33.3%	45.9%	35.7%	43.9%	11.8 pp	8.2 pp
Marża netto	40.2%	29.7%	42.4%	33.6%	43.4%	22.3 pp	9.8 pp
Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	y/y	q/q
dotacje	4.1	1.0	4.6	3.0	2.0	423.6%	-32.6%
wydatki inwestycyjne	-5.4	-3.3	-9.3	-8.7	-6.6	29.6%	-24.2%
Dług netto/(gotówka netto)	17.0	17.0	17.3	21.7	23.0	17.4%	6.2%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Próżna 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. 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, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany 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, o ile przy jego sporządzeniu zachowała należyty staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. 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 jakiegokolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub 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 wahaniom 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 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 dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty 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 <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje,p162>. 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: AC S.A., Capital Park S.A., Mirbud S.A., PKB Pekabex S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzenie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model dyskontowania 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. Do tegoż 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 księgowo, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

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.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje,p162>.

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

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

- NII - 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 - rezerwa 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 z dyskontowanych 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 dokumencie.

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 stosowaniu ratingów dla firm 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 (i włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	Poniżej -10%

IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 kwietnia 2021 – 30 czerwca 2021)

	Liczba	%
Kup	19	76%
Trzymaj	6	4%
Sprzedaj	0	0%
Suma	25	100%

Historia ratingów – VIGO System

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
02.08.2019	KUPUJ	380.0	330.0	Michał Wojciechowski
16.04.2020	KUPUJ	480.0	384.0	Michał Wojciechowski
29.07.2020	KUPUJ	650.0	550.0	Michał Wojciechowski
08.12.2020	KUPUJ	660.0	550.0	Michał Wojciechowski
19.05.2021	KUPUJ	850.0	760.0	Michał Wojciechowski