

VIGO System

Nowa strategia 2021-26

Opinia. Cele strategiczne VIGO są zbliżone do naszych oczekiwań na poziomie przychodów oraz 3-16% poniżej naszych oczekiwań na poziomie znorm. wyniku EBITDA. W naszej opinii obecne cele są znacznie bardziej realistyczne niż w przypadku poprzedniej strategii, zwracamy też uwagę że zarząd nie uwzględnił wszystkich potencjalnych projektów co pozostawia przestrzeń do pozytywnego zaskoczenia. Z drugiej strony przestawienie produkcji na technologie detektorów III-V zamiast MCT podobnie jak potencjalne opóźnienia we wprowadzaniu nowych produktów stanowią główne ryzyka dla strategii spółki w średnim terminie. Uważamy także że inwestorzy mogli oczekiwać wyższej dynamiki wyników finansowych, biorąc pod uwagę wysoki poziom nakładów inwestycyjnych planowanych przez zarząd. Obecnie na naszej prognozie VIGO jest wyceniane na 2021E P/E 23x.

Nowa strategia.

16 czerwca 2021 spółka opublikowała nową strategię na lata 2021-26. Zgodnie z jej założeniami VIGO planuje rozwój w poniższych obszarach: 1) detektorów MCT; 2) detektorów opartych o materiały z grupy III-V; 3) epitaksji; 4) technologii źródeł podczerwieni; 5) technologii systemów optoelektronicznych i fonicznych układów scalonych dla średniej oraz krótkiej podczerwieni;

VIGO opublikowało także cele finansowe na lata 2021-23. Spółka planuje osiągnięcie dynamiki wzrostu przychodów na poziomie 20-30% przy utrzymaniu marży brutto na sprzedaży powyżej 60% a marży znorm. EBITDA powyżej 40% w tych latach. Cele finansowe na poszczególne lata prezentują się następująco:

- 2021: PLN 67m przychodów i PLN 29.5m znormalizowanej EBITDA
- 2022: PLN 80m przychodów i PLN 33.5m znormalizowanej EBITDA
- 2023: PLN 100m przychodów i PLN 40m znormalizowanej EBITDA
- Średnioroczny CAPEX w latach 2021-23 na infrastrukturę jak i badania i rozwój na poziomie PLN 30-40m, sfinansowany ze środków własnych jak i grantów.

Ze względu na planowany poziom nakładów inwestycyjnych zarząd proponuje zmianę polityki dywidendowej VIGO oraz rezygnację z wypłaty dywidendy w najbliższym czasie.

Poniżej prezentujemy najważniejsze kwestie poruszone przez zarząd w czasie konferencji poświęconej nowej strategii, która odbyła się 17 czerwca 2021.

Perpektywy sprzedażowe. W średnim terminie zarząd oczekuje iż detektory MCT pozostaną głównym źródłem przychodów spółki, jednak udział detektorów z grupy III-V powinien zacząć istotnie wzrastać od 2022-23 r. Do końca 2023 r. spółko widzi także potencjał na istotne przychody z materiałów półprzewodnikowych jak i źródeł średniej podczerwieni.

Koszty operacyjne. Zgodnie z celami finansowymi spółki marże na działalności VIGO mogą ulec obniżeniu jako że zarząd widzi konieczność zwiększenia inwestycji w obszarach takich jak jakość produkcji a także rozwój infrastruktury i likwidacja wąskich gardeł. Spółka chce także zwiększać zatrudnienie poprzez pozyskiwanie wykwalifikowanej kadry zarówno w Polsce jak i Azji i Europie Zachodniej.

Nakłady inwestycyjne. VIGO planuje utrzymać CAPEX na poziomie PLN 30-40m w latach 2021-23, w tym ok. PLN 20m nakładów na B&R rocznie. Zarząd uważa że VIGO jest dobrze przygotowane do utrzymania wysokiego poziomu dofinansowania do projektów, jednak nie wyklucza także zwiększenia udziału

TMT

VIGO System**KUPUJ****FV PLN 850.00**

9% potencjału wzrostu

Cena na 17 czerwca 2021 PLN 778.0

Analityk

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

finansowania własnego w przyszłości. Zarząd uważa także, iż niezbędne będzie zwiększenie potencjału produkcyjnego spółki w średnim terminie.

Przejście technologiczne od detektorów MCT do III-V. W średnim terminie jednym z kluczowych dla VIGO czynników będzie przestawienie istotnej części produkcji na detektory III-V nie zawierające substancji niebezpiecznych, co jest wymagane przez europejską dyrektywę RoHS do 2024 r. (efektywna data wprowadzenia może jednak ulec opóźnieniu jako że branża wciąż nie jest przygotowana na zmiany). Obecnie zdecydowana większość detektorów VIGO jest produkowana w technologii MCT, której sprzedaż zostanie ograniczona (ograniczenia jednak nie dotkną rynków USA i Azji jak również wybranych sektorów, takich jak techniki wojskowe). Zarząd ostrożnie zakłada że przychody VIGO z produktów MCT osiągną szczyt w najbliższych latach. Spółka opracowała już technologie produkcji detektorów III-V o parametrach technicznych zbliżonych do detektorów MCT, które jednak są zgodne z nową dyrektywą. Niemniej konkurencja sprzedaje aktywnie rozwiązania oparte o detektory z tej grupy, VIGO natomiast dopiero inicjuje szersze działania sprzedażowe.

Ekspansja na rynkach USA i Azji. Średnioterminowa strategia VIGO zakłada również rozwój spółki na nowych rynkach, przede wszystkim w USA oraz Azji. Spółka spodziewa się, iż inwestycje i koszty związane z ekspansją mogą wynieść kilka mln złotych w tym roku. Zarząd chce zainwestować nie tylko w biura sprzedaży, ale także w ogólne wsparcie klienta w tym projektowanie rozwiązań.

Nowe obszary wzrostu. VIGO widzi potencjał w nowych obszarach takich jak technologia źródeł średniej podczerwieni oraz matryce podczerwieni (których główne aplikacje to sektory technik wojskowych oraz przemysł kosmiczny). Spółka nie wyklucza potencjalnej współpracy przy opracowywaniu nowych projektów, co mogłoby się przyczynić do przyspieszenia rozwoju technologii.

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. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawionych 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 prognozą zamy 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 sporządzaniu zachowała należyte 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 jakichkolwiek 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 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 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 sporządzanie 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. 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 metodą 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 wartościowe, 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 - 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 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 stycznia 2021 – 31 marca 2021)

	Liczba	%
Kup	15	94%
Trzymaj	0	0%
Sprzedaj	1	6%
Suma	16	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