

VIGO System

Oczekując na nową strategię

W okresie 2017-20 VIGO osiągnęło średnioroczny wzrost przychodów na poziomie 25%, podwajając skalę działalności spółki w 3 lata. Dynamiczny wzrost został zrealizowany pomimo wybuchu pandemii COVID-19, transformacji technologicznej związanej z otwarciem nowego zakładu, jak również otworzenia nowej działalności (materiały półprzewodnikowe). Obecny program inwestycyjny VIGO ma się zakończyć w 2021 r., a okres 2021-23E wydaje się mieć potencjał do utrzymania wzrostu z lat poprzednich. Szacujemy, że VIGO wygeneruje PLN 104.6m przychodów w 2023E (2020-23E CAGR 25%). Oczekujemy także poprawy w znorm. marży netto do poziomu średnio 37% w najbliższych latach (vs. 34% w 2020 r.), dzięki pełniejszemu wykorzystaniu mocy produkcyjnych, jak i efektowi skali. VIGO System jest wyceniane na naszych prognozach na P/E 22.3/18.5x w latach 2021/22E co uważamy za umiarkowany poziom dla spółki o wzrostowym profilu. Podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ oraz podwyższamy FV do PLN 850.0 (12% potencjału wzrostu), z PLN 660.0 poprzednio.

Perspektywy na 2021E.

Podtrzymujemy nasze prognozy przychodów na poziomie PLN 68.1m (wzrost o 27% r/r) oraz znorm. zysku netto PLN 24.8m (wzrost o 37% r/r) w 2021E. Obniżamy nasze oczekiwania dla segmentu przemysłowego o 6% do PLN 26.5m, ze względu na słabsze wyniki w 1Q21 (który został obciążony opóźnieniami związanymi z pandemią) oraz podnosimy o 10% nasze szacunki przychodów z technik wojskowych do PLN 20.0m, zgodnie z celem zarządu (obecnie spółka realizuje kontrakt z Safranem szybciej niż w pierwotnym planie).

Perspektywy średnioterminowe.

Podnosimy nasze prognozy przychodów na lata 2022/23E o 6% do PLN 82.1m/104.6m, ze względu na wyższe oczekiwania co do wyników segmentów wojskowości i medycyny. Pozytywnie oceniamy rozpoczęcie negocjacji z Safranem odnośnie nowego kontraktu, którego ewentualny brak wydawał nam się ryzykiem dla wyników w 2022E. Jednocześnie potencjalny start produkcji urządzeń medycznych przez partnera VIGO w 2022/23E może okazać się dużą szansą dla spółki. Obecnie prognozujemy znorm. zysk netto na poziomie PLN 30.0m/39.3m w 2022/23E, wzrost o 17%/9% vs. poprzednio.

Nowa strategia i potencjał w długim terminie.

VIGO planuje publikację nowej strategii w ciągu najbliższych tygodni. Nie spodziewamy się rewolucyjnych zmian, raczej prawdopodobne wydaje nam się kontynuowanie obecnej ścieżki wzrostu (20-30% średnioroczny wzrost przychodów przy wysokich marżach netto). W naszej opinii jest zbyt wcześnie na kolejny duży program inwestycyjny VIGO w najbliższych latach (prawdopodobna jest koncentracja na wykorzystaniu obecnego potencjału). Istotne inwestycje są naszym zdaniem możliwe po 2023E, co może wiązać się z rozwojem spółki w kierunku sektorów komplementarnych dla produktów VIGO.

Tabela 1. Podsumowanie prognoz finansowych (PLN m)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	37.4	42.9	53.5	68.1	82.1	104.6
EBITDA	16.2	18.6	26.5	32.6	40.7	51.9
Znorm. zysk netto	13.0	13.9	18.1	24.8	30.0	39.3
EV/EBITDA (x)	12.5	15.6	16.0	17.3	13.5	10.4
P/E (x)	15.4	19.6	22.8	22.3	18.5	14.1
DY	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	2.2%	2.7%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

TMT

VIGO SYSTEM

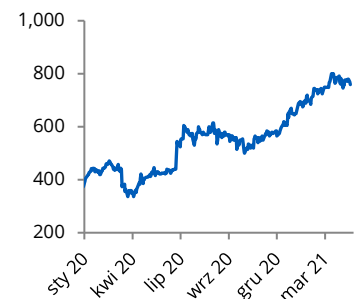
KUPUJ

FV PLN 850.0 z PLN 660.0

12% potencjału wzrostu

Cena z dnia 18 maja 2021 PLN 760.0

Utrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	0.7
Kapitalizacja (EUR m)	122.4
12M średni dzienny wolumen (k)	0.5
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.1
12M max/min (PLN)	818.0/412.0
Udział w WIG (%)	0.1
Reuters	VGOP.WA
Bloomberg	VGO PW

Stopa zwrotu

1M	-5.0%
3M	+11.8%
12M	+76.7%

Akcjonariat

Józef Piotrowski	11.9%
Xarus Holdings Limited	9.9%
TFI Investors SA	9.8%
Janusz Kubrak	6.6%
Mirosław Grudzień	5.1%
Pozostali	56.7%

Analitik

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

VIGO System

KUPUJ

FV PLN 850

Kapitalizacja EUR 122.4m potencjał wzrostu +12%

Mnożniki wyceny	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E (x)	19.6	22.8	22.3	18.5	14.1
EV/EBITDA (x)	15.6	16.0	17.3	13.5	10.4
EV/Sales (x)	6.8	7.9	8.3	6.7	5.1
P/BV (x)	4.0	4.1	4.6	4.1	3.6
FCF yield (%)	-5.5%	1.1%	1.1%	4.9%	5.1%
DY (%)	0.0%	0.0%	1.6%	2.2%	2.7%

Na akcję	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Liczba akcji (m szt.)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EPS znorm. (PLN)	19.0	24.8	34.0	41.2	53.9
BVPS (PLN)	93.4	138.0	164.5	183.5	211.1
FCFPS (PLN)	-22.0	6.7	8.8	37.4	38.0
DPS (PLN)	0.0	0.0	12.4	17.0	20.6

dynamika y/y (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	14.6%	24.6%	27.3%	20.6%	27.5%
EBITDA	14.6%	42.3%	23.3%	24.7%	27.6%
EBIT	9.8%	44.3%	24.3%	20.6%	30.5%
Zysk netto znorm.*	6.6%	30.3%	37.1%	21.1%	31.0%

Wskaźniki finansow	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Marża na sprzed. (%)	63.0%	66.6%	67.1%	63.4%	60.5%
Marża EBITDA (%)	43.4%	49.5%	47.9%	49.6%	49.6%
Marża EBIT (%)	32.7%	37.8%	36.9%	36.9%	37.8%
Marża netto znorm. (%)	32.4%	33.8%	36.4%	36.6%	37.6%
Dług netto / EBITDA (x)	1.1	0.7	0.6	0.1	-0.2
Dług netto / Kapitał wł.	0.3	0.2	0.2	0.0	-0.1
Dług netto / Aktywa (x)	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
ROE (%)	22.7%	21.5%	22.5%	23.7%	27.3%
ROA (%)	12.7%	12.3%	13.4%	14.0%	16.5%
ROIC (%)	19.1%	19.8%	19.6%	21.9%	28.0%

Segment detektorów	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	42.7	51.5	64.1	74.6	93.5
Przemysł	25.4	23.6	26.5	30.7	35.0
Wojsko	8.1	13.4	20.0	13.4	15.4
Transport	5.8	6.2	7.0	7.9	8.8
Medycyna i nauka	3.1	7.8	7.8	11.3	14.7
Pozostałe	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
Tani moduł detekcyjny	0.0	0.0	2.3	10.8	19.0
EBIT	14.3	19.3	24.4	28.4	36.2
EBITDA	18.8	25.2	31.0	38.0	47.7
Zysk netto znorm.*	14.1	18.3	24.0	28.1	35.9
marża netto znorm.	33.1%	35.5%	37.5%	37.7%	38.4%

Materiały dla fotonii	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	0.2	1.9	4.0	7.4	11.1
EBIT	-0.3	0.9	0.8	1.9	3.4
EBITDA	-0.3	1.2	1.6	2.7	4.2
Zysk netto znorm.*	-0.2	-0.2	0.8	1.9	3.4
marża netto znorm.	-153%	-9%	19%	26%	30%

Koszty rodzajowe	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Koszty pracownicze	-15.8	-18.8	-22.3	-27.2	-34.7
Materiały i energia	-8.5	-9.4	-11.1	-14.3	-19.6
Amortyzacja	-4.6	-6.2	-7.5	-10.4	-12.4
Usługi obce i pozostałe	-3.7	-4.6	-5.6	-6.7	-8.0

RACHUNEK ZYSKÓW (PLNm)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	37.4	42.9	53.5	68.1	82.1	104.6
Koszt własny sprzedaży	-16.9	-15.9	-17.8	-22.4	-30.0	-41.4
Zysk brutto na sprzedaży	20.5	27.0	35.6	45.7	52.1	63.3
Koszty sprzedaży	-2.2	-2.4	-3.4	-4.2	-5.0	-6.3
Koszty zarządu	-7.7	-12.2	-15.9	-19.1	-21.7	-24.1
Pozostałe koszty operacyjne	2.1	1.6	3.8	2.8	5.0	6.7
EBITDA	16.2	18.6	26.5	32.6	40.7	51.9
EBIT	12.8	14.0	20.2	25.1	30.3	39.6
Koszty finansowe netto	0.3	-0.1	-2.1	-0.3	-0.3	-0.3
Zysk brutto	13.0	13.9	18.1	24.8	30.0	39.3
Podatek dochodowy	0.0	0.0	14.5	3.6	-3.8	-4.2
Zysk netto	13.0	13.9	32.5	28.4	26.3	35.1
Zysk netto znorm.*	13.0	13.9	18.1	24.8	30.0	39.3

BILANS (PLNm)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Aktywa trwałe	67.4	98.8	129.1	163.0	169.9	179.2
WNiP	6.8	12.4	14.9	23.4	31.0	38.3
Nakłady na prace rozwojowe	14.4	16.7	24.7	29.6	35.5	42.6
Inwestycje w jedn. Stow.	1.3	2.3	4.3	7.3	7.3	7.3
Rzeczowe aktywa trwałe	45.0	67.5	70.7	84.5	81.8	80.9
Aktywo z tyt. Pod. odroczonego	0.0	0.0	14.5	18.0	14.3	10.1
Inne aktywa trwałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa obrotowe	22.8	28.9	38.0	41.2	55.8	71.0
Zapasy	4.1	6.9	9.2	10.1	11.9	14.9
Należności handlowe	5.6	7.1	9.9	10.8	13.1	16.7
Środki pieniężne	9.3	12.8	13.2	15.6	26.1	34.6
Inne aktywa obrotowe	3.7	2.1	5.6	4.6	4.7	4.8
Aktywa ogółem	90.2	127.7	167.1	204.1	225.7	250.2
Kapitał własny	54.2	68.1	100.6	119.9	133.8	153.9
Zobowiązania długoter.	17.9	47.1	49.6	67.3	73.9	76.8
Dług	5.5	26.8	24.1	29.1	25.1	21.1
inne zobowiązania długoter.	12.4	20.3	25.5	38.2	48.7	55.7
Zobowiązania krótkoter.	18.1	12.5	16.9	16.9	18.0	19.5
Zobowiązania handlowe	7.0	1.6	1.7	2.4	3.7	5.1
Dług	7.9	6.5	6.4	5.4	4.9	4.4
inne zobowiązania krótkoter.	3.3	4.5	8.7	9.0	9.4	10.0
Pasywa ogółem	90.2	127.7	167.1	204.1	225.7	250.2
Cykl konwersji gotówki (dni)	-8.8	2.6	79.4	72.4	66.4	65.4
Dług brutto (PLN m)	13.3	33.3	30.6	34.6	30.1	25.6
Dług netto (PLN m)	4.0	20.5	17.3	19.0	4.0	-9.0

PRZEP. PIENIĘŻNE (PLNm)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przepływy operacyjne	9.1	15.4	21.2	28.9	32.2	39.5
Zysk brutto	13.0	13.9	18.1	24.8	30.0	39.3
Amortyzacja	3.5	4.6	6.2	7.5	10.4	12.4
Zmiana w kapitale obrotowym	-5.9	-1.6	-5.1	-1.2	-2.9	-5.3
Inne	-1.5	-1.5	2.0	-2.3	-5.3	-6.9
Przepływy inwestycyjne	-24.6	-31.1	-15.9	-21.2	-4.5	-11.3
Dotacje	1.9	8.9	10.1	16.6	16.5	14.6
CAPEX bez prac rozwojowych	-21.6	-32.0	-8.5	-18.8	-3.0	-5.0
CAPEX na prace rozwojowe	-4.3	-7.4	-12.0	-16.0	-18.1	-20.9
Inwestycje net. w jedn. stow.	-0.5	-0.6	-2.5	-3.0	0.0	0.0
Inne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy finansowe	13.3	19.2	-5.1	-5.4	-17.2	-19.8
Zmiana w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	13.3	19.7	-4.7	4.0	-4.5	-4.5
Odsetki zapłacone	-0.1	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	-9.0	-12.4	-15.0
Inne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zm. środków pieniężnych	-2.2	3.5	0.2	2.4	10.5	8.5
Śr. pieniężne na koniec okr.	9.3	12.8	13.2	15.6	26.1	34.6

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research *Wyniki znormalizowane o wpływ niegotówkowego aktywa z tyt. podatku odroczonego

Wycena

Tabela 2. Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%) FV (PLN/akcje)	
DCF	100%	850.0
Porównawcza	0%	854.0
Wartość godziwa (FV)		850.0
Cena bieżąca		760.0
Potencjał wzrostu/spadku		12%

Wycena DCF

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TV
Przychody ze sprzedaży	68.1	82.1	104.6	126.4	149.0	172.0	172.0
- zmiana r/r	27%	21%	27%	21%	18%	15%	
EBITDA	32.6	40.7	51.9	61.7	72.0	81.7	81.7
- marża EBITDA	47.9%	49.6%	49.6%	48.8%	48.3%	47.5%	47.5%
- zmiana r/r	23%	25%	28%	19%	17%	13%	
EBIT znorm.*	21.2	24.3	31.9	37.7	42.4	48.5	48.5
Stopa podatkowa	0%	0%	0%	0%	1%	5%	9%
NOPAT	21.2	24.3	31.9	37.7	42.0	46.1	44.1
- zmiana r/r	28%	14%	31%	18%	12%	10%	
Amortyzacja	7.5	10.4	12.4	14.3	17.0	19.4	19.4
Zmiana w kapitale obrotowym	-1.2	-2.9	-5.3	-4.9	-4.8	-4.9	-3.7
CAPEX	-21.2	-4.5	-11.3	-13.3	-14.2	-17.0	-19.4
FCF	6.4	27.3	27.7	33.7	40.1	43.5	40.5
Stopa wolna od ryzyka	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
Beta	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	9.8%	9.4%	9.0%	8.8%	8.6%	8.6%	8.6%
Koszt długu po podatku	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
% Dług	22%	18%	14%	10%	7%	4%	4%
% Kapitał własny	78%	82%	86%	90%	93%	96%	96%
WACC	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.3%	8.3%	8.3%
Czynnik dyskontowy (%)	95%	88%	81%	75%	69%	64%	
wartość bieżąca FCF (PLN m)	6.1	24.0	22.5	25.3	27.8	27.9	
wartość bieżąca FCF 2021-26E (PLN m)	133.6						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	3.0%						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLN m)	506.3						
EV (PLN m)	639.9						
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	4.3						
Dywidenda wypłacona (PLN m)	-7.0						
Dług netto (PLN m, 4Q20)	17.3						
Wartość kapitału własnego (PLN m)	620.0						
Liczba akcji (rozwodniona, m)	0.7						
Wartość godziwa FV (PLN)	850.0						
Cena bieżąca	760.0						
Potencjał wzrostu/spadku	12%						

Analiza wrażliwości DCF

Stopa wzrostu rezydualnego (%)	WACC (%)				
	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%
2.0%	843	784	734	691	654
2.5%	919	847	787	736	694
3.0%	1012	923	850	790	739
3.5%	1130	1016	926	853	793
4.0%	1284	1135	1020	930	857

Źródło: IPOPEMA Research *EBIT znormalizowany o niegotówkowe pozostałe przychody operacyjne – rozliczenie dotacji do prac rozwojowych.

Tabela 3. VIGO System – wycena porównawcza

SPÓŁKA	Market Cap		P/E (x)			EV/EBITDA (x)			DY	CAGR Przychodów	CAGR Zysk netto	ROE
	USD m	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2020-23E	2020-23E	2021E	
HAMAMATSU PHOTON	9,966	51.6	45.3	40.0	25.7	23.0	20.7	0.6%	7.0%	16.0%	9.0%	
TELEDYNE TECH	15,319	36.1	31.5	26.9	22.9	19.3	14.3	n.a.	15.0%	18.0%	n.a.	
NIPPON CERAMIC	691	25.5	22.6	20.4	n.a.	n.a.	n.a.	2.0%	8.0%	18.0%	5.8%	
II-VI INC	6,663	17.5	16.3	13.6	8.5	7.0	5.5	0.0%	16.0%	-308.0%	15.8%	
OPTEX GROUP	664	19.3	16.5	14.4	n.a.	n.a.	n.a.	1.6%	13.0%	51.0%	10.3%	
VISUAL PHOTONICS	648	20.1	17.0	15.7	13.0	11.2	10.3	3.6%	22.0%	29.0%	30.2%	
IPG PHOTONICS	10,484	35.8	29.2	25.1	18.9	15.8	13.6	0.0%	14.0%	39.0%	11.1%	
MEDIANA		25.5	22.6	20.4	18.9	15.8	13.6	1.1%	14.0%	18.0%	10.7%	
VIGO System	150	22.3	18.5	14.1	17.3	13.5	10.4	1.6%	25.1%	29.5%	22.5%	
premia/dyskonto (do mediany)		-12%	-18%	-31%	-8%	-14%	-24%					
Waga		25%	25%		25%	25%						

Wycena na akcję (PLN) 854.0

Źródło: IPOPEMA Research, Bloomberg, dane pobrane z dnia 18.05.2021.

Tabela 4. VIGO System - zmiana prognoz 2021-23E

	2021E		Zmiana	2022E		Zmiana	2023E		Zmiana
	Nowe	Poprzednie	(%)	Nowe	Poprzednie	(%)	Nowe	Poprzednie	(%)
Przychody	68.1	67.3	1%	82.1	77.8	6%	104.6	98.7	6%
EBITDA	32.6	33.8	-3%	40.7	38.4	6%	51.9	50.1	4%
EBIT	25.1	25.2	0%	30.3	26.3	15%	39.6	36.5	8%
Znorm. zysk netto	24.8	24.6	1%	30.0	25.8	17%	39.3	35.9	9%
Capex netto	(21.2)	(28.8)	-26%	(4.5)	(6.1)	-26%	(11.3)	(10.2)	11%

Źródło: IPOPEMA Research

Podsumowanie konferencji za 1Q21

Poniżej prezentujemy nasze podsumowanie konferencji wynikowej VIGO System za pierwszy kwartał 2021 roku, która odbyła się 11 maja 2021:

- **Perspektywy na 2021 rok.** Spółka podtrzymała swoje cele wynikowe na ten rok (wzrost przychodów o co najmniej 20% r/r). Zgodnie z zapowiedzią CFO kontrakt z Safranem powinien zostać zrealizowany wcześniej niż pierwotnie oczekiwano, co ogranicza ryzyko nie osiągnięcia celu PLN 20m przychodów z segmentu technik wojskowych w tym roku. Spółka spodziewa się także poprawy wyników w segmencie przemysłowym w najbliższych kwartałach (oczekiwany poziom zamówień na 2Q21 przewyższa poziom zrealizowane w 1Q), częściowo dzięki wprowadzaniu nowych produktów do oferty. W segmencie transportowym VIGO planuje realizację dodatkowych zamówień na rynku chińskim. W segmencie medycyny przychody spadły porównując r/r, co wynikało z faktu iż w 1Q21 spółka nie zrealizowała większych kamieni milowych w projekcie, niemniej VIGO oczekuje zakończenia fazy B&R produktu do końca tego roku (partner planuje start produkcji od 2022 r. lub 2023 r.).
- **Perspektywy w średnim okresie.** CFO oczekuje utrzymania tempa wzrostu przychodów VIGO na poziomie 20-30% rocznie w najbliższym okresie. Jednocześnie zarząd aktywnie pracuje nad projektami które mogą stwarzać szanse na dodatkowe przyspieszenie tego wzrostu.
- **Kontrakt z Safran.** Spółka rozpoczęła negocjacje odnośnie nowego kontraktu z Safran Aerotechnics (obecny kontrakt powinien zostać zakończony do końca tego roku). Zarząd VIGO zwraca uwagę, iż ciężko na tym etapie komentować potencjalną skalę kolejnego zamówienia, jednakże spółka oczekuje że nie powinno ono być niższe niż w poprzednich latach.
- **Nowe produkty.** Spółka pracuje obecnie nad kilkoma nowymi liniami produktowymi, których próbki spotkały się z pozytywnym odbiorem klientów. CFO spodziewa się, iż nowe produkty będą już widocznie kontrybuować do wyników od 2 półrocza 2021.
- **Materiały dla fotoniki.** Obecnie dział epitaksji VIGO produkuje materiały półprzewodnikowe dla 5 klientów (powtarzalne zamówienia), jednakże VIGO pracuje także nad nawiązaniem współpracy z 10 kolejnymi klientami o większym potencjale zamówień. Co więcej, kolejni partnerzy rozpoczęli proces kwalifikacji produktów VIGO zarówno w pierwszym jak i drugim kwartale 2021 r. CFO spodziewa się systematycznego wzrostu przychodów segmentu materiałów półprzewodnikowych zarówno w 2 kwartale 2021 jak i w całym 2 półroczu.
- **Wpływ pandemii COVID-19 na produkcję.** VIGO odczuło wpływ pandemii COVID-19 na produkcję co wiązało się z niższym zasobem dostępnych pracowników w marcu 2021 oraz opóźnieniami w produkcji. Opóźnienia te były w dużej mierze nadrobione w kwietniu 2021. Spółka cały czas nie dostrzega istotnego negatywnego wpływu pandemii na zamówienia od klientów i dostawy materiałów.
- **Budowa cleanroom.** Spółka zakończyła etap rekonstrukcji budynku w kwietniu. Obecnie prace nad finalizacją projektu (przygotowanie nowych instalacji i sprzętu) powinny zakończyć się do końca tego roku.
- **Budżet B&R.** Spółka planuje zwiększyć budżet B&R na ten rok do poziomu ok. PLN 16m z PLN 13m pierwotnego planu, ze względu na rozpoczęcie dodatkowych projektów B&R w lutym 2021. Istotna część budżetu B&R nadal powinna być pokrywana z dotacji.
- **Nowa strategia.** VIGO planuje publikację nowej strategii w przeciągu najbliższych tygodni. Zapowiedzi zarządu wskazują na raczej ewolucyjny niż rewolucyjny charakter nowej strategii. Spółka potwierdziła także że przy okazji strategii chce zaprezentować szersze spojrzenie na perspektywy rynku na którym operuje.

Załącznik 1 - Ryzyka inwestycyjne

Wśród kluczowych naszym zdaniem czynników ryzyka dla działalności i wyników VIGO System wyróżniamy:

Ryzyko spadku popytu na produkty spółki. Rynek średniej podczerwieni, na którym działa VIGO System jest dynamicznie rozwijającym się obszarem fotoniki. Istnieje jednak ryzyko, iż na skutek różnych czynników, w tym makroekonomicznych, politycznych czy technologicznych popyt na detektory istotnie osłabnie i rynek nie będzie rozwijał się z dotychczasową, ponadprzeciętną dynamiką.

Ryzyko utraty kluczowych klientów. W 2020 r. aż 48% przychodów ze sprzedaży spółki wygenerowały kontrakty z 4 klientami. Zakończenie współpracy z którymś z klientów, bądź ograniczenie zapotrzebowania przez klienta wiążące się z ograniczeniem/brakiem zamówień może istotnie negatywnie wpłynąć na dynamikę wyników spółki. Zwracamy jednak uwagę na ograniczoną konkurencję (tylko kilka podmiotów na rynku średniej podczerwieni) oraz wysokie koszty przejścia z jednej technologii na inną (co jest jednak także barierą dla pozyskiwania przez VIGO nowych partnerów).

Ryzyko konkurencji. Ze względu na wysoką koncentrację rynku (tylko kilku producentów) oraz wysokie bariery wejścia ryzyko konkurencji można uważać za stosunkowo niskie. Niemniej jednak wraz z dalszym dynamicznym rozwojem rynku średniej podczerwieni oraz upowszechnianiem się rozwiązań opartych o detektory mid IR istnieje prawdopodobieństwo, iż wiodące firmy technologiczne podejmą decyzję o wejściu na rynek. Jednocześnie ze względu na szybki rozwój technologii i starzenie się produktu istnieje ryzyko uzyskania przewagi technologicznej przez któregoś z konkurentów.

Ryzyko utraty kluczowych pracowników. Działalność VIGO wymaga wysoce wyspecjalizowanych pracowników, których podaż na rynku jest bardzo ograniczona. Jednocześnie wysokie kwalifikacje kadry są uważane przez zarząd za jedną z kluczowych przewag VIGO na rynku.

Ryzyko alternatywnych technologii. Istnieje ryzyko pojawienia się alternatywnych technologii, które mogłyby zastąpić rozwiązania VIGO uzyskując lepsze parametry działania i/lub niższą cenę.

Ryzyko awarii sprzętu. Aparatura wykorzystywana przez VIGO jest wysoko zaawansowana technologicznie i nie jest powszechnie dostępna na rynku, przez co ewentualne awarie mogłyby skutkować zarówno sporymi nakładami na sprzęt, jak i przestojem w produkcji.

Ryzyko utraty dofinansowania. Aby utrzymywać wysoki poziom dofinansowania do badań i rozwoju spółka musi spełniać szereg kryteriów. Utrata dofinansowania, lub jego mniejsza dostępność w przyszłości wiązałyby się z koniecznością zaangażowania większych środków własnych lub podwyższeniem kredytów.

Ryzyko walutowe. Większość przychodów spółki jest generowana w EUR, natomiast koszty oparte głównie na kosztach wynagrodzeń i świadczeń pracowniczych są głównie ponoszone w PLN co wiąże się z występowaniem ryzyka walutowego w działalności spółki. VIGO nie stosuje instrumentów zabezpieczających od zmiany kursu.

Załącznik 2 - ESG

Poniżej prezentujemy naszą analizę działalności VIGO pod kątem kryteriów społecznej odpowiedzialności biznesu - ESG (Environmental, Social responsibility, Governance):

Environmental. Detektory produkcji spółki mogą skutecznie pozwalać na wykrywanie emisji szkodliwych gazów, przez co są wykorzystywane przez sektor branży ochrony środowiska jak i sektor przemysłowy, gdzie istotnie przyczyniają się do polityki obniżania emisji szkodliwych gazów. Badania prowadzone przez konsorcja z udziałem VIGO w ramach europejskiego programu Horyzont 2020 mają na celu opracowanie nowoczesnych technologii i urządzeń do analizy jakości wody w tym: opracowanie przenośnego urządzenia do monitoringu jakości wody pod względem zanieczyszczeń bakteryjnych w ważnych punktach sieci dystrybucji wody (Waterspy, 731778) oraz opracowanie demonstratora urządzenia spektrometrycznego do monitoringu zanieczyszczeń olejowych w sieciach przesyłowych wody pitnej i przemysłowej, szczególnie w przemyśle petrochemicznym (projekt AQUARIUS, 731465). Obydwa projekty mają w naszej opinii istotne znaczenie zarówno z perspektywy ochrony środowiska, jak i ograniczenia rozprzestrzeniania się niebezpiecznych chorób.

Spółka inwestuje w rozwój technologii produkcji detektorów (w tym nowoczesny zakład i clean room), co pozwala na optymalizację procesu produkcji wiążącą się ze zmniejszeniem zużycia materiałów i energii (tani detektor) oraz poprawę uzysku (m.in. dzięki planowanemu nowemu clean room'owi). VIGO pracuje obecnie nad rozwojem detektorów z materiałów grupy A(III)B(V) w celu zastąpienia produktów opartych o związki HgCdTe, zawierające rtęć (która zgodnie z dyrektywą RoHS ma zostać wycofana z użytku w zastosowaniach komercyjnych do lipca 2024 r.). Ostateczny termin wycofania detektorów HgCdTe z oferty VIGO nie został jeszcze wyznaczony.

Social responsibility. Detektory VIGO są także stosowane w przemyśle zbrojeniowym, szczególnie w zastosowaniach artyleryjskich gdzie służą do precyzyjnego namierzania celów (redukcja liczby przypadkowych ofiar), a także do systemów wczesnego ostrzegania przed namierzaniem. Obecnie prowadzone są badania nad zastosowaniem detektorów do wykrywania narkotyków lub środków wybuchowych.

Governance. Od dnia 21 listopada 2014 roku, gdy akcje VIGO System zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, spółka przyjęła i na bieżąco stosuje zasady ładu korporacyjnego określone przez GPW. Pozytywnie oceniamy fakt prowadzenia przejrzystej polityki korporacyjnej przejawiającej się m.in.: 1) brakiem transakcji z podmiotami powiązanymi, 2) rynkowym wynagrodzeniem zarządu, 3) transparentną polityką dywidendową, 4) stałymi i jasnymi zasadami polityki rachunkowości oraz wysoką jakością prezentowanych danych finansowych, 5) Raportowaniem sprzedaży spółki na koniec każdego kwartału kalendarzowego oraz przestrzeganiem terminów raportowania okresowego. Dobrą praktyką spółki jest także prezentacja strategii wraz z średniookresowymi celami finansowymi, których realizacja była jednak kilkakrotnie opóźniana w ostatnim okresie. Pozytywnie oceniamy długoterminowe zaangażowanie zarządu spółki oraz jego profesjonalizm. VIGO organizuje także regularne spotkania z inwestorami po publikacji wyników kwartalnych, na których zarząd pozostaje do dyspozycji akcjonariuszy.

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 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 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. 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 dyskontowania dywidendy), 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.

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:

- 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 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% oraz 10%
Sprzedaj	poniżej -10%

IPOPEMA Research (1 stycznia – 31 marca, 2021)

	Liczba	%
Kup	15	94%
Trzymaj	0	0%
Sprzedaj	1	6%
Suma	16	100%

Historia ratingu – 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