VIGO System

Oczekując na odpowiedni sygnał

Szacujemy przychody VIGO za 2020E na poziomie PLN 53m, wzrost o 24% r/r, co jest rezultatem o 9% niższym od naszej poprzedniej prognozy (głównie za sprawą negatywnego zaskoczenia w segmencie przemysłowym), niemniej jednak powyższy wynik uważamy za duży sukces w roku pandemii. Co więcej, zwracamy uwagę na dobre perspektywy spółki na 2021E wsparte solidnym portfelem zamówień w technikach wojskowych (cel przychodowy zarządu na poziomie PLN 20m), potencjalny powrót segmentu przemysłowego do wzrostu sprzed pandemii, wprowadzenie tanich modułów detekcyjnych do sprzedaży oraz dalsze skalowanie działalności segmentu materiałów półprzewodnikowych. Prognozujemy 2021E przychody spółki na poziomie PLN 67m, wzrost o 26% r/r. Oczekujemy także postępującej poprawy znorm. marż netto do 36.6% z 34.3%, wraz ze wzrostem skali produkcji, szacując PLN 24.6m zysku netto w 2021E (wzrost o 42% r/r). Na naszych prognozach spółka jest wyceniana na P/E 23.2x oraz 16.3x w 2020/21E oraz EV/EBITDA 16.3x i 12.5x w 2020/21E. Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ oraz podwyższamy naszą wartość godziwą do PLN 660.0 z PLN 650.0.

Rok 2020 prawdopodobnie zapewni spółce solidną bazę wynikową...

Prognozujemy iż w 2020E VIGO wygeneruje PLN 53.3m przychodów (+24% r/r) oraz PLN 17.3m zysku netto (+25% r/r), za sprawą wzrostu w segmentach technik wojskowych (PLN 12.7m, +58% r/r), medycyny i nauki (PLN 7.6m, +146% r/r) oraz materiałów półprzewodnikowych (PLN 2m). Słabszych wyników oczekujemy od segmentu przemysłowego (PLN 24.5m, -4% y/y). Prognozujemy także poprawę znorm. marży netto (wyłączając wpływ różnic kursowych) o 2pp, do 34.3%.

...która powinna być znacząco rozszerzona w 2021E...

Spodziewamy się, iż w roku 2021E wzrost przychodów VIGO będzie kontynuowany w tempie 26% r/r do poziomu PLN 67.3m. Kluczowych przyrostów spodziewamy się w 1) technikach wojskowych, przy PLN 18.1m przychodów (+43% r/r) lekko poniżej celu spółki (PLN 20m, w tym PLN 15m z kontraktu z Safranem); 2) przemyśle, gdzie przychody szacujemy na PLN 28.2m (+15% r/r, vs. 2016-19 CAGR 19%); 3) a także dzięki rozpoczęciu sprzedaży tanich modułów (prognozujemy 5 tys. sztuk sprzedanych za PLN 2m). Oczekujemy także dalszego szybkiego wzrostu w materiałach półprzewodnikowych, niemniej jednak przesuwamy naszą prognozę PLN 4m przychodów o rok do 2021E (60% celu VIGO). Szacujemy, iż VIGO ma potencjał do poprawy marży netto o 2.3pp do 36.6%, zakładając umiarkowany, 19% wzrost wynagrodzeń (37% kosztów operacyjnych w 2021E).

...przy obiecujących perspektywach na długoterminowy wzrost.

VIGO intensywnie pracuje nad rozszerzeniem swojej bazy klientów dzięki nowym produktom i aplikacjom. Spodziewamy się, iż dzięki unikatowej technologii, rozwijanej przy silnym budżecie R&D spółka będzie w stanie generować długoterminowy wzrost, szczególnie dzięki linii tanich detektorów (est. PLN 29m przychodów w 2025E) oraz materiałów dla fotoniki (przychód PLN 20m in 2025E).

Tabela 1. Podsumowanie prognoz finansowych (PLN m)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody	37.4	42.9	53.3	67.3	77.8	98.7
EBITDA	16.2	18.6	25.3	33.8	38.4	50.1
Zysk netto	13.0	13.9	17.3	24.6	25.8	35.9
EV/EBITDA (x)	12.5	15.6	16.3	12.5	10.7	7.9
P/E (x)	15.4	19.6	23.2	16.3	15.6	11.2
DY	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	3.1%	3.2%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

TMT

VIGO SYSTEM

KUPUJ

FV PLN 660.0 z PLN 650.0

20% potencjału wzrostu

Cena z dnia 4 grudnia 2020 PLN 550.0

Utrzymana

Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	0.
Kapitalizacja (EUR m)	89.
12M średni dzienny wolumen (k)	0.
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.0
12M max/min (PLN)	630.0/326.
Udział w WIG (%)	0.
Reuters	VGOP.W
Bloomberg	VGO PV

Stopa zwrotu

1M	+6.8%
3M	-6.8%
12M	+45.5%

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%

Analityk

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

VIGO System

KUPUJ **FV PLN 660**

Kapitalizacja EUR 89.1m potencjał wzrostu +20%

Mnożniki wyceny	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
P/E (x)	19.6	23.2	16.3	15.6	11.2
EV/EBITDA (x)	15.6	16.3	12.5	10.7	7.9
EV/Sales (x)	6.8	7.7	6.3	5.3	4.0
P/BV (x)	4.0	4.7	4.0	3.5	2.9
FCF yield (%)	-5.5%	2.0%	-0.5%	5.9%	6.9%
DY (%)	0.0%	0.0%	2.2%	3.1%	3.2%

Na akcję	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Liczba akcji (m szt.)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EPS (PLN)	19.0	23.7	33.8	35.3	49.2
BVPS (PLN)	93.4	117.0	139.0	157.4	189.0
FCFPS (PLN)	-22.0	11.0	-3.1	33.3	37.7
DPS (PLN)	0.0	0.0	11.9	16.9	17.7

dynamika y/y (%)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody	14.6%	24.3%	26.2%	15.6%	27.0%
EBITDA	14.6%	36.1%	33.3%	13.9%	30.3%
EBIT	9.8%	34.4%	33.9%	4.3%	38.8%
Zysk netto	6.6%	24.6%	42.5%	4.5%	39.3%

Wskaźniki finansowe	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Marża na sprzed. (%)	63.0%	62.7%	61.7%	57.3%	56.8%
Marża EBITDA (%)	43.4%	47.5%	50.2%	49.4%	50.7%
Marża EBIT (%)	32.7%	35.3%	37.5%	33.9%	37.0%
Marża netto (%)	32.4%	32.4%	36.6%	33.1%	36.4%
Dług netto / EBITDA (x)	1.1	0.6	0.8	0.4	0.0
Dług netto / Kapitał wł. (x)	0.3	0.2	0.3	0.1	0.0
Dług netto / Aktywa og. (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
ROE (%)	22.7%	22.6%	26.4%	23.9%	28.4%
ROA (%)	12.7%	12.6%	15.2%	13.9%	17.4%
ROIC (%)	19.1%	19.8%	22.0%	20.5%	27.4%

Segment detektorów	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody	**42.7**	**51.3**	**63.3**	**71.0**	**88.5**
Przemysł	25.4	24.5	28.2	32.2	36.4
Wojsko	8.1	12.7	18.1	10.9	12.5
Transport	5.8	6.1	6.7	7.3	7.9
Medycyna i nauka	3.1	7.6	7.6	9.5	12.7
Pozostałe	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Tani moduł detekcyjny	0.0	0.0	2.2	10.6	18.6
EBIT	14.3	19.1	25.2	25.7	34.6
EBITDA	18.8	24.8	32.8	37.0	47.4
Zysk netto	14.1	18.5	24.6	25.1	34.0
marża netto	**33.1%**	**36.0%**	**38.8%**	**35.4%**	**38.4%**

Materiały dla fotoniki	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody	**0.2**	**2.0**	**4.0**	**6.8**	**10.2**
EBIT	-0.3	-0.3	0.1	0.6	1.9
EBITDA	-0.3	0.5	0.9	1.5	2.7
Zysk netto	-0.2	-1.2	0.1	0.6	1.9
marża netto	**-153%**	**-60%**	**2%**	**9%**	**18%**

Koszty rodzajowe	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Koszty pracownicze	-15.8	-17.9	-21.4	-25.0	-30.4
Materiały i energia	-8.5	-9.3	-12.6	-15.3	-20.8
Amortyzacja	-4.6	-6.5	-8.5	-12.1	-13.6
Usługi obce i pozostałe	-3.7	-4.6	-5.5	-6.4	-7.6

RACHUNEK ZYSKÓW (PLN m)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody	37.4	42.9	53.3	67.3	77.8	98.7
Koszt własny sprzedaży	-16.9	-15.9	-19.9	-25.8	-33.2	-42.7
Zysk brutto na sprzedaży	**20.5**	**27.0**	**33.4**	**41.5**	**44.5**	**56.0**
Koszty sprzedaży	-2.2	-2.4	-3.1	-3.9	-4.4	-5.5
Koszty zarządu	-7.7	-12.2	-15.0	-16.6	-20.1	-21.7
Pozostałe koszty operacyjne	2.1	1.6	3.5	4.2	6.3	7.7
EBITDA	**16.2**	**18.6**	**25.3**	**33.8**	**38.4**	**50.1**
EBIT	**12.8**	**14.0**	**18.8**	**25.2**	**26.3**	**36.5**
Koszty finansowe netto	0.3	-0.1	-1.5	-0.3	-0.3	-0.3
Zysk brutto	**13.0**	**13.9**	**17.3**	**24.9**	**26.0**	**36.3**
Podatek dochodowy	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4
Zysk netto	**13.0**	**13.9**	**17.3**	**24.6**	**25.8**	**35.9**

BILANS (PLN m)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Aktywa trwałe	**67.4**	**98.8**	**112.9**	**145.8**	**152.8**	**161.0**
WNiP	6.8	12.4	18.6	25.3	30.0	34.5
Nakłady na prace rozwojowe	14.4	16.7	20.0	24.0	28.8	34.5
Inwestycje w jedn. stowarzyszone	1.3	2.3	4.6	4.6	4.6	4.6
Rzeczowe aktywa trwałe	45.0	67.5	69.7	91.9	89.5	87.4
Inne aktywa trwałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa obrotowe	**22.8**	**28.9**	**34.2**	**30.7**	**40.9**	**57.5**
Zapasy	4.1	6.9	7.3	9.0	10.2	12.7
Należności handlowe	5.6	7.1	7.5	9.2	10.7	13.5
Środki pieniężne	9.3	12.8	14.1	8.0	15.4	26.7
Inne aktywa obrotowe	3.7	2.1	5.2	4.5	4.5	4.6
Aktywa ogółem	**90.2**	**127.7**	**147.1**	**176.5**	**193.7**	**218.6**
Kapitał własny	**54.2**	**68.1**	**85.3**	**101.3**	**114.7**	**137.8**
Zobowiązania długoterminowe	**17.9**	**47.1**	**48.0**	**60.8**	**63.1**	**63.4**
Dług	5.5	26.8	24.0	29.0	25.0	22.0
inne zobowiązania długoterminowe	12.4	20.3	24.0	31.8	38.1	41.4
Zobowiązania krótkoterminowe	**18.1**	**12.5**	**13.8**	**14.4**	**15.8**	**17.4**
Zobowiązania handlowe	7.0	1.6	2.7	4.0	5.6	7.1
Dług	7.9	6.5	6.3	5.3	4.8	4.3
inne zobowiązania krótkoterminowe	3.3	4.5	4.8	5.1	5.5	6.0
Pasywa ogółem	**90.2**	**127.7**	**147.1**	**176.5**	**193.7**	**218.6**
Cykl konwersji gotówki (dni)	-8.8	2.6	50.0	43.0	37.0	36.0
Dług brutto(PLN m)	13.3	33.3	30.3	34.3	29.8	26.3
Dług netto (PLN m)	**4.0**	**20.5**	**16.2**	**26.3**	**14.4**	**-0.4**

PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE (PLN m)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przepływy operacyjne	**9.1**	**15.4**	**21.5**	**27.6**	**30.6**	**38.1**
Zysk brutto	13.0	13.9	17.3	24.9	26.0	36.3
Amortyzacja	3.5	4.6	6.5	8.5	12.1	13.6
Zmiana w kapitale obrotowym	-5.9	-1.6	-0.7	-2.3	-1.1	-3.8
Inne	-1.5	-1.5	-1.6	-3.5	-6.4	-7.9
Przepływy inwestycyjne	**-24.6**	**-31.1**	**-17.4**	**-28.8**	**-6.1**	**-10.2**
Dotacje	1.9	8.9	6.5	12.6	13.1	11.6
CAPEX bez prac rozwojowych	-21.6	-32.0	-6.5	-26.6	-3.6	-4.0
CAPEX na prace rozwojowe	-4.3	-7.4	-11.8	-14.8	-15.6	-17.8
Inwestycje netto w jedn. stowarzysz.	-0.5	-0.6	-2.3	0.0	0.0	0.0
Inne	0.0	0.0	-3.3	0.0	0.0	0.0
Przepływy finansowe	**13.3**	**19.2**	**-2.8**	**-5.0**	**-17.1**	**-16.6**
Zmiana w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	13.3	19.7	-2.5	4.0	-4.5	-3.5
Odsetki zapłacone	-0.1	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	-8.6	-12.3	-12.9
Inne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana środków pieniężnych	**-2.2**	**3.5**	**1.3**	**-6.1**	**7.4**	**11.2**
Środki pieniężne na koniec okr.	**9.3**	**12.8**	**14.1**	**8.0**	**15.4**	**26.7**

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Wycena

Tabela 2. Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%)	FV (PLN/akcję)
DCF	100%	660.0
Porównawcza	0%	942.0
Wartość godziwa (FV)		**660.0**
Cena bieżąca		550.0
Potencjał wzrostu/spadku		**20%**

Wycena DCF

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	TV
Przychody ze sprzedaży	**53.3**	**67.3**	**77.8**	**98.7**	**119.7**	**141.6**	**141.6**
- zmiana r/r	*24%*	*26%*	*16%*	*27%*	*21%*	*18%*	
EBITDA	**25.3**	**33.8**	**38.4**	**50.1**	**58.7**	**67.9**	**67.9**
- marża EBITDA	*47.5%*	*50.2%*	*49.4%*	*50.7%*	*49.1%*	*48.0%*	*48.0%*
- zmiana r/r	*36%*	*33%*	*14%*	*30%*	*17%*	*16%*	
EBIT znorm.*	**16.5**	**20.5**	**19.5**	**28.2**	**34.0**	**38.1**	**38.1**
Stopa podatkowa	*0%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*9%*
NOPAT	**16.4**	**20.3**	**19.3**	**28.0**	**33.6**	**37.7**	**34.6**
- zmiana r/r	*36%*	*24%*	*-5%*	*45%*	*20%*	*12%*	
Amortyzacja	6.5	8.5	12.1	13.6	15.1	17.6	17.6
Zmiana w kapitale obrotowym	-0.7	-2.3	-1.1	-3.8	-3.4	-2.3	-2.3
CAPEX	-14.1	-28.8	-6.1	-10.2	-11.5	-11.7	-17.6
FCF	**8.0**	**-2.2**	**24.2**	**27.5**	**33.8**	**41.3**	**32.4**
Stopa wolna od ryzyka	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
Beta	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	10.4%	10.3%	9.8%	9.4%	9.0%	9.3%	9.3%
Koszt długu po podatku	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%
% Dług	26%	25%	21%	16%	12%	10%	14%
% Kapitał własny	74%	75%	79%	84%	88%	90%	86%
WACC	**7.9%**	**8.0%**	**8.0%**	**8.0%**	**8.0%**	**8.1%**	**8.1%**
Czynnik dyskontowy (%)		92%	85%	79%	73%	68%	
wartość bieżąca FCF (PLN m)		-2.1	20.7	21.7	24.7	27.9	
wartość bieżąca FCF 2020-24E (PLN m)	93.0						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	2.5%						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLN m)	402.1						
EV (PLN m)	495.1						
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	4.6						
Dywidenda wypłacona (PLN m)	-2.0						
Dług netto (PLN m, 4Q19)	16.2						
Wartość kapitału własnego (PLN m)	**481.5**						
Liczba akcji (rozwodniona, m)	0.7						
Wartość godziwa FV (PLN)	**660.0**						
Cena bieżąca	550.0						
Potencjał wzrostu/spadku	**20%**						

Analiza wrażliwości DCF

Stopa wzrostu rezydualnego (%)	WACC (%)				
	7.1%	**7.6%**	**8.1%**	**8.6%**	**9.1%**
1.5%	660	612	572	537	507
2.0%	717	660	612	572	537
2.5%	787	717	660	612	572
3.0%	874	787	717	660	612
3.5%	984	874	787	717	660

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

Tabela 3. Analiza wrażliwości DCF

Wolumen sprzedaży tani moduł detekcyjny (2025E+)	Cena netto tani moduł detekcyjny (EUR, 2025E+)				
	29	**44**	**66**	**99**	**149**
25.0	408	424	448	483	536
50.0	440	471	518	589	695
100.0	503	566	660	801	1014
150.0	566	660	801	1014	1332
225.0	660	801	1014	1332	1809

Materiały dla fotoniki - koszty materiałów jako % przychodów (2025E+)	Przychody segmentu materiały dla fotoniki (PLNm, 2025E+)				
	5.0	**10.0**	**20.0**	**40.0**	**79.9**
20.0%	636	651	680	739	857
30.0%	631	644	667	712	804
35.0%	628	641	660	699	777
40.0%	625	637	653	685	750
50.0%	620	630	640	659	696

Źródło: IPOPEMA Research,

Tabela 4. VIGO System – wycena porównawcza

SPÓŁKA	Market Cap	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			DY	CAGR Przychodów	CAGR Zysk netto	ROE
	USD m	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2019-22E	2019-22E	2020E
HAMAMATSU PHOTON	9,335	49.6	42.6	38.0	24.6	21.5	19.3	0.7%	*6.0%*	*13.0%*	*8.6%*
TELEDYNE TECH	14,487	39.8	35.1	31.3	24.7	21.4	19.9	n.a.	*3.0%*	*6.0%*	*n.a.*
NIPPON CERAMIC	779	39.0	31.4	25.7	n.a.	n.a.	n.a.	1.5%	*3.0%*	*3.0%*	*4.1%*
II-VI INC	7,379	32.6	20.9	18.4	19.6	10.7	9.1	n.a.	*12.0%*	*-289.0%*	*11.8%*
OPTEX GROUP CO L	733	48.7	30.5	24.4	n.a.	n.a.	n.a.	1.5%	*4.0%*	*11.0%*	*4.6%*
VISUAL PHOTONICS	632	33.1	26.7	20.9	18.6	15.7	12.6	2.5%	*13.0%*	*18.0%*	*18.7%*
IPG PHOTONICS	11,303	68.9	42.4	31.8	32.5	22.1	17.5	0.0%	*6.0%*	*26.0%*	*7.2%*
MEDIANA		**39.8**	**31.4**	**25.7**	**24.6**	**21.4**	**17.5**	**1.5%**	**6.0%**	**11.0%**	**7.9%**
VIGO System	107	23.2	16.3	15.6	16.3	12.5	10.7	0.0%	*21.9%*	*22.9%*	*22.6%*
premia/dyskonto (do mediany)		*-42%*	*-48%*	*-39%*	*-34%*	*-41%*	*-39%*				
Waga		25%	25%		25%	25%					
Wycena na akcję (PLN)		**942.0**									

Źródło: IPOPEMA Research, Bloomberg, dane pobrane z dnia 4.12.2020.

Tabela 5. VIGO System - zmiana prognoz 2020-22E

	2020E	2020E	Zmiana	2021E	2021E	Zmiana	2022E	2022E	Zmiana
	Nowe	Poprzednie	(%)	Nowe	Poprzednie	(%)	Nowe	Poprzednie	(%)
Przychody	**53.3**	**58.5**	**-9%**	**67.3**	**73.6**	**-9%**	**77.8**	**81.3**	**-4%**
EBITDA	25.3	27.9	-9%	33.8	36.3	-7%	38.4	37.3	3%
EBIT	18.8	21.7	-13%	25.2	27.2	-7%	26.3	27.3	-4%
Zysk netto	**17.3**	**20.3**	**-15%**	**24.6**	**26.6**	**-7%**	**25.8**	**26.6**	**-3%**
Capex netto	**(14.1)**	**(16.0)**	**-12%**	**(28.8)**	**(19.4)**	**48%**	**(6.1)**	**(9.2)**	**-34%**

Źródło: IPOPEMA Research

Prognozy Finansowe 2020-23E

Tabela 6. VIGO System – prognozy finansowe 2020-23E

PLNm	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody ze sprzedaży	**37.4**	**42.9**	**53.3**	**67.3**	**77.8**	**98.7**
Przemysł	20.3	25.4	24.5	28.2	32.2	36.4
Wojsko	8.1	8.1	12.7	18.1	10.9	12.5
Transport	5.8	5.8	6.1	6.7	7.3	7.9
Medycyna i nauka	2.8	3.1	7.6	7.6	9.5	12.7
Pozostałe	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Tani moduł detekcyjny	0.0	0.0	0.0	2.2	10.6	18.6
Materiały dla fotoniki	0.0	0.2	2.0	4.0	6.8	10.2
EBIT	**12.8**	**14.0**	**18.8**	**25.2**	**26.3**	**36.5**
Moduły detekcyjne	12.8	14.3	19.1	25.2	25.7	34.6
Materiały dla fotoniki	0.0	-0.3	-0.3	0.1	0.6	1.9
EBITDA	**16.2**	**18.6**	**25.3**	**33.8**	**38.4**	**50.1**
Zysk netto	**13.0**	**13.9**	**17.3**	**24.6**	**25.8**	**35.9**
Marża brutto na sprzedaży (%)	55%	63%	63%	62%	57%	57%
Marża EBITDA (%)	43%	43%	47%	50%	49%	51%
Marża zysku netto (%)	35%	32%	32%	37%	33%	36%
Przepływy z działalności operacyjnej	**9.1**	**15.4**	**21.5**	**27.6**	**30.6**	**38.1**
CAPEX (bez dotacji)	**-26.5**	**-40.0**	**-20.6**	**-41.4**	**-19.2**	**-21.8**
dotacje do CAPEXu*	1.9	8.9	6.5	12.6	13.1	11.6
Dług netto	**4.0**	**20.5**	**16.2**	**26.3**	**14.4**	**-0.4**

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Prognozujemy 2020-25 CAGR przychodów segmentu detektorów podczerwieni na poziomie 19% (vs. 2015-20E CAGR 15%). Szacujemy, że w 2020E segment wygeneruje PLN 51.3m przychodów (wzrost o 20% r/r), wynik o 6% gorszy od naszej poprzedniej prognozy częściowo ze względu na negatywny wpływ pandemii COVID-19. W latach 2020-25E spodziewamy się wzrostu obecnego biznesu (bez taniego modułu) w tempie 12% CAGR, niemniej przy zmianie głównych motorów wzrostu. W samym roku 2021E segment wojskowy będzie kluczowy dla poprawy wyników (oczekujemy PLN 18m przychodów, wzrost o 43% r/r), jednakże będzie to prawdopodobnie rekordowy rok ze względu na kontrakt z Safranem, którego ostrożnie nie spodziewamy się na takich samych poziomach w kolejnych latach (zakładamy 40% spadek przychodów segmentu w 2022E). Z drugiej strony mamy obecnie wyższe oczekiwania wobec segmentu medycyny i nauki (szacowany CAGR 2020-25E na poziomie 22%), w którym to w naszej opinii mogą pojawić się pierwsze masowe zastosowania detektorów (prawdopodobnie jednak nie wcześniej niż w 2023E). Kolejnym istotnym czynnikiem wzrostu segmentu IR jest nowy produkt, tani moduł detekcyjny, dla którego sprzedaży przygotowujemy oddzielną prognozę. Szacujemy, że spółka sprzeda odpowiednio 5 tys., 25 tys. oraz 50 tys. tanich modułów w latach 21-23E, co powinno przełożyć się na przychody rzędu PLN 2m, PLN 11m oraz PLN 19m w kolejnych latach (21% łącznych przychodów ze sprzedaży detektorów w 2023E). W naszych szacunkach zakładamy iż sprzedaż tanich detektorów osiągnie poziom 100 tys. sztuk w 2025E (PLN 29m przychodów), niemniej jednak uważamy, iż wewnętrzne cele spółki mogą być bardziej ambitne i zakładać realizacje tego celu w krótszym czasie.

Szacujemy, iż przychody z segment półprzewodnikowego osiągną poziom PLN 4m w 2021E (2x więcej niż w 2020E, 60% celu zarządu VIGO) oraz PLN 20m w 2025E. W tym momencie cały czas oczekujemy na przełomowy kontrakt w nowym segmencie, aczkolwiek podkreślamy dotychczasowe sukcesy na polu naukowym (m.in. powstanie pierwszego polskiego lasera VCSEL). VIGO obecnie prowadzi rozmowy z potencjalnymi klientami z różnych regionów, co maksymalizuje szanse na sukces projektu. Nasze szacunki pozostają bardziej ostrożne od oczekiwań zarządu, co daje potencjał do pozytywnego zaskoczenia. Prognozowane przez nas przychody segmentu na poziomie PLN 20m w 2025E odpowiadają wykorzystaniu zaledwie 25% potencjału segmentu (estymowanej efektywności jednej maszyny do epitaksji).

Prognozujemy koszty operacyjne na poziomie PLN 48/59m w 2021/22E, zakładając ich wzrost odpowiednio o 25% i 23% r/r, co powinno przełożyć się na poprawę marży operacyjnej. Szacujemy wzrost kosztów w 2020E na 18% r/r, do poziomu PLN 38.3m, głównie za sprawą wzrostu w wynagrodzeniach (PLN 14.7m, +12% r/r, 38% łącznych kosztów operacyjnych), amortyzacji (PLN 6.5m, +42% r/r, 17% kosztów) oraz usług obcych (PLN 4m, +35% r/r, 10%

kosztów). W następujących latach spodziewamy się, iż to materiały będą kluczowym czynnikiem wzrostu kosztów, zakładając 35/22% zwiększenie tej pozycji w 2021/22E do PLN 12.6/15.3m. Szacujemy, iż wynagrodzenia będą wzrastać wolniej (spółka nie wykazuje istotnych wakatów w dziale produkcji, a wzrost zatrudnienia powinien dotyczyć głównie działu B&R, co przełoży się raczej na wysokość CAPEXu), w tempie 19/17% r/r w 2021/22E, osiągając poziomy PLN 17.5/20.6m. Prognozujemy amortyzację na poziomie PLN 8.5m oraz PLN 12.1m w 2021/22E, za sprawą oddania clean roomu (w 2022E) oraz amortyzacji nakładów na B&R.

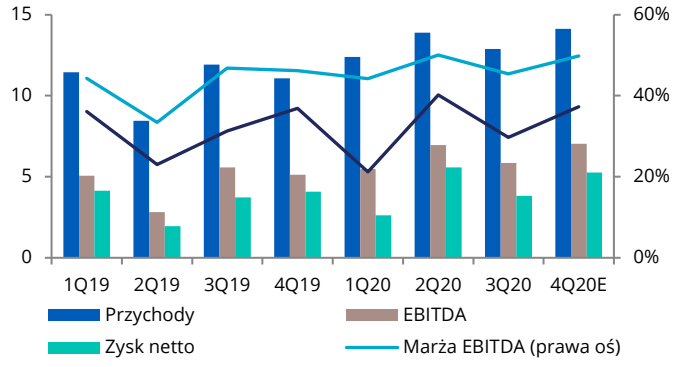
Prognozujemy EBITDA na poziomie PLN 33.8m (+33% r/r) w 2021E oraz PLN 38.4m (+14% r/r) w 2022E oraz EBIT PLN 25.2m (+34% r/r) i PLN 26.3m (+4% r/r) w odpowiednich latach.

Szacujemy zysk netto na PLN 24.6m (+42% r/r) w 2021E oraz PLN 25.8m (+5% r/r) w 2022E. W 2020E marża netto VIGO była obciążona negatywnym efektem przeszacowania różnic kursowych (szacujemy oczyszczoną marże na poziomie 34.3%). W latach 2021/22E oczekujemy, iż VIGO osiągnie marże netto na poziomie odpowiednio 36.6% oraz 33.1%. Nie spodziewamy się zwiększenia stopy opodatkowania wyniku spółki w latach 2020-25E ze względu na korzyści z działalności w specjalnej strefie ekonomicznej (w przyszłości spółka może także skorzystać z ulgi IP Box).

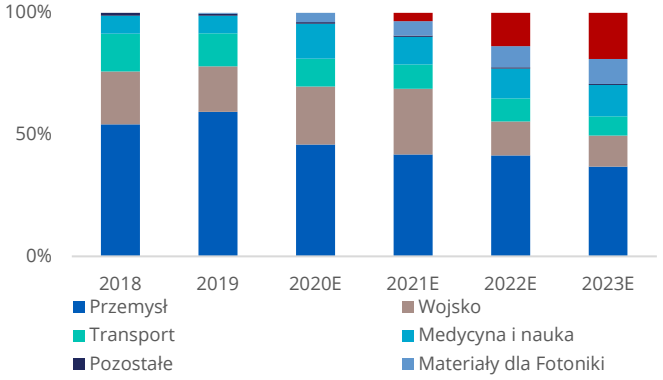
Prognozujemy CAPEX netto z uwzględnieniem dotacji na poziomie PLN 14.1m, PLN 28.8m oraz PLN 6.1m w 2020-22E. Kluczowymi częściami składowymi będą nakłady na nowy clean room (PLN 2m w 2020E oraz PLN 22m w 2021E), którego ukończenia spodziewamy się na przełomie lat 2021/22E oraz intensywny wzrost nakładów na B&R do PLN 14.8m w 2021E (+25% r/r) oraz PLN 15.6m w 2022E (+5% r/r), który jednak w znacznej części będzie pokryty z dotacji (szacujemy, iż VIGO otrzyma PLN 12.6m oraz PLN 13.1m dotacji w latach 2021E oraz 2022E, w tym PLN 6m na budowę clean roomu). Spodziewamy się także pozostałych wydatków na doposażenia i odtworzenie na poziomie PLN 4.6m w 2021E oraz PLN 3.6m in 2022E.

Dywidenda. W 2020 r. zarząd nie rekomendował wypłaty dywidendy, ze względów ostrożnościowych po wybuchu pandemii. Widzimy jednak potencjał do powrotu do polityki dywidendowej, biorąc pod uwagę stabilną sytuację finansową spółki (dług netto/EBITDA na poziomie 0.6x na koniec 2020E) i oczekujemy w 2021E wypłaty DPS PLN 11.9 (DY 2.2%).

Wykres 1. VIGO System wyniki 1Q19-4Q20E (PLNm)

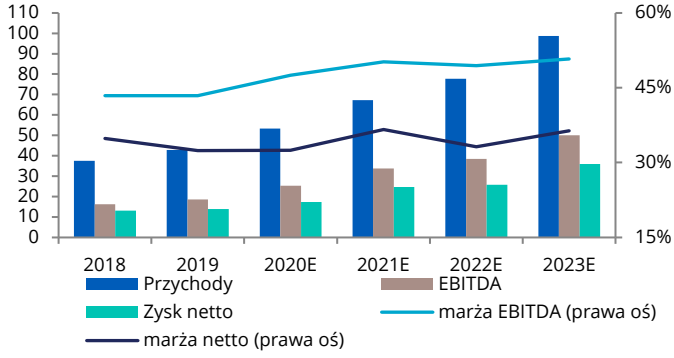


Wykres 2. VIGO System – Struktura przychodów w 2018-2023E

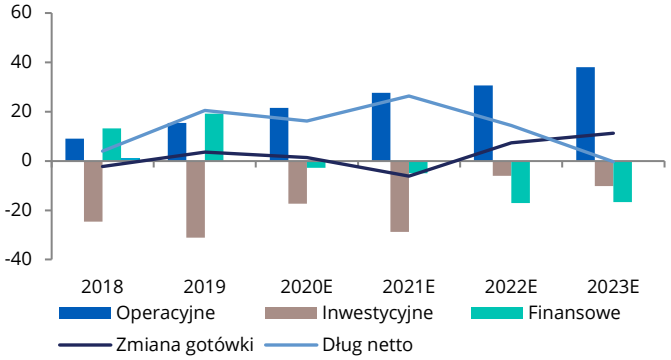


Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Wykres 3. VIGO System – Przychody, EBITDA, Zysk netto (PLN m) w latach 2018-2023E



Wykres 4. VIGO System – Przepływy pieniężne w 2018-2023E (PLN m)



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

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 2019 r. aż 49% przychodów ze sprzedaży spółki wygenerowały kontrakty z 3 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 koncentracje 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 wiązałaby 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 optymalizacje 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, zwierające 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. Poniżej prezentujemy zestawienie dotyczące generowania odpadów przez spółkę w latach 2018 i 2019:

Tabela 7. VIGO System – Zestawienie odpadów generowanych przez VIGO System w latach 2018 i 2019 (w tonach)

Kategorie odpadów	2018	2019
Papier, tektura	1.4	2.0
Tworzywa sztuczne	0.9	1.4
Elektrośmieci	-	0.4
Drewno	-	0.3
Zmieszane	17.7	16.8
Razem odpady inne niż niebezpieczne	**20.0**	**20.9**
Odpady niebezpieczne*	**2.4**	**2.0**

*Źródło: VIGO System, IPOPEMA Research *Odpady niebezpieczne są odbierane i utylizowane przez wyspecjalizowane w tym zakresie firmy*

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 wykrywani 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 kilkukrotnie 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. 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 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/gpwpa. 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 jakiejkolwiek odpowiedzialności za jakiekolwiek 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 jakiejkolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiejkolwiek 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 osiągniecia 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 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.

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 lipca– 30 września, 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	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
04.12.2020	KUPUJ	660.0	550.0	Michał Wojciechowski