

VIGO System

Omówienie wyników za 3Q19

Opinia. Neutralnie, wyniki zgodne z naszymi prognozami. W 9M19 spółka wypracowała PLN 32m przychodów, (71% naszej rocznej prognozy PLN 45m, +20% r/r) oraz PLN 9.8m zysku netto (71% naszych oczekiwań na ten rok na poziomie PLN 13.7m, +5% r/r). Spodziewamy się poprawy dynamiki wyników w 2020E, oczekując PLN 17m zysku netto, +24% r/r. Obecnie kluczowymi czynnikami dla kursu akcji powinny być informacje o nowych kontraktach. VIGO spodziewa się zakończenia obecnego zlecenia dla Zodiaca do grudnia 2019, widzi także potencjał na otrzymanie zamówień z rynku chińskiego. Spółka oczekuje co najmniej 10% dynamiki przychodów segmentu przemysłowego w 2020E oraz EUR 1m przychodów z nowego segmentu – materiałów dla fotoniki. Na naszych prognozach VIGO jest obecnie wyceniane na P/E 16.5x oraz 13.3x na lata 2019E i 2020E, co uważamy za atrakcyjny poziom.

VIGO System zaraportowało w 3Q19 odpowiednio PLN 11.9m przychodów (zgodnie ze wstępnymi danymi), PLN 5.6m EBITDA (+24% r/r, +4% vs. IPOPEMA) oraz PLN 3.7m zysku netto (+10% r/r zgodnie z naszymi oczekiwaniami):

- **Przychody.** Przychody spółki wyniosły PLN 11.9m (+29% r/r, zgodnie z danymi wstępnymi), w tym PLN 6.7m z segmentu przemysłowego (+42% r/r oraz +44% r/r w 9M19), PLN 3.5m z technik wojskowych (+33% r/r) oraz PLN 0.9m z segmentu transport (płasko r/r).
- **Marża brutto na sprzedaży.** Marża brutto na sprzedaży wyniosła 63.8%, 0.7m pp powyżej naszych oczekiwań dzięki wysokiemu poziomowi przychodów i działaniu dźwigni operacyjnej.
- **Koszty sprzedaży i zarządu.** Koszty sprzedaży i zarządu wyniosły PLN 3.5m (vs oczekiwane przez nas PLN 3.8m), wzrost o 71% r/r oraz płasko kw/kw. Spodziewamy się istotniejszego wzrostu powyższych kosztów w 4Q19 (wygenerowanego głównie przez wzrost amortyzacji w związku z oddaniem nowego zakładu).
- **EBITDA.** EBITDA VIGO wyniosła PLN 5.6m (+24% r/r, 4% powyżej prognozy IPOPEMA), EBIT wyniósł PLN 4.4m (+21% r/r, 5% powyżej IPOPEMA).
- **Net profit.** Zysk netto wyniósł PLN 3.7m (+10% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami). Spółka odnotowała PLN 0.6m kosztów finansowych netto (głównie koszty różnic kursowych) oraz nieistotny poziom opodatkowania.
- **Capex.** Capex brutto (bez grantów) za 3Q19 wyniósł PLN 10.3m (zgodnie z naszymi oczekiwaniami), wliczając w to PLN 1.6m wydatków na R&D. Spółka otrzymała w 3Q19 PLN 0.9m dofinansowania z grantów.
- **Dług netto.** Dług netto osiągnął PLN 27.2m na koniec kwartału (poniżej naszych oczekiwań PLN 32.6m). Dług brutto wzrósł o PLN 8m kw/kw do poziomu PLN 38.3m

Tablica 1. VIGO System podsumowanie prognoz finansowych 2016-21E

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	25.6	27.2	37.4	45.0	57.6	70.8
EBITDA	12.0	12.6	16.2	19.4	27.4	35.5
Zysk netto	10.0	9.5	13.0	13.7	17.0	24.1
P/E (x)	22.6	23.7	17.4	16.5	13.3	9.4
EV/EBITDA (x)	17.9	17.1	14.2	13.3	9.2	6.8

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

TMT

VIGO System

KUPUJ

FV PLN 380.00

23% potencjału wzrostu

Cena na 7 listopada 2019 PLN 310.0

Analityk

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

Tabela 2. VIGO System 3Q19E prognoza wyników

P&L (PLN m)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	y/y	q/q	3Q19E	
Przychody ze sprzedaży	9.3	9.2	11.5	8.4	11.9	27.6%	-26.3%	11.9	0%
Przemysł	4.7	6.0	7.8	6.1	6.7	42.5%	10.6%	6.7	0%
Wojsko	2.6	1.4	0.2	0.5	3.5	33.8%	643.4%	3.5	1%
Transport	0.9	1.2	2.9	1.3	0.9	0.7%	-36.3%	0.9	-5%
Medycyna i nauka	0.9	0.6	0.5	0.4	0.7	-18.2%	65.8%	0.9	-18%
Pozostałe	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	-33.8%	-3.5%	0.2	-34%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-4.2	-4.9	-4.1	-3.5	-4.3	2.0%	22.3%	-4.4	-2%
Zysk/(strata) brutto na sprzedaży	5.1	4.3	7.3	4.9	7.6	48.9%	54.5%	7.5	1%
Pozostałe przychody operacyjne	0.6	0.7	0.4	0.6	0.7	5.1%	17.8%	0.6	14%
Koszty sprzedaży	-0.6	-0.6	-0.7	-0.5	-0.6	9.9%	17.4%	-0.6	-5%
Koszty ogólnego zarządu	-1.5	-2.1	-2.6	-3.0	-2.9	93.2%	-4.3%	-3.2	-9%
Pozostałe koszty operacyjne	-0.1	0.0	-0.4	-0.1	-0.4	315.8%	307.2%	-0.1	212%
EBITDA	4.5	3.3	5.1	2.8	5.6	23.5%	96.8%	5.3	4%
EBIT	3.6	2.4	4.2	1.8	4.4	21.4%	137.6%	4.1	5%
Przychody finansowe netto	-0.2	0.1	0.0	0.1	-0.6	217.4%	na	-0.4	60%
Zysk brutto	3.4	2.4	4.1	1.9	3.7	10.2%	92.9%	3.8	0%
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	nm	nm	0.0	-39%
Zysk netto	3.4	2.4	4.1	1.9	3.7	9.5%	91.7%	3.7	0%
Marże	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	y/y	q/q	3Q19E	
Marża brutto na sprzedaży	54.7%	46.5%	64.0%	58.3%	63.8%	9.1 pp	5.6 pp	63.1%	0.7 pp
Marża EBITDA	48.3%	35.7%	44.3%	33.5%	46.7%	-1.6 pp	13.2 pp	44.8%	1.9 pp
Marża EBIT	38.5%	25.9%	36.4%	21.8%	36.7%	-1.9 pp	14.9 pp	34.8%	1.8 pp
Marża netto	36.4%	26.6%	36.1%	23.0%	31.3%	-5.2 pp	8.3 pp	31.3%	0 pp
Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	y/y	q/q	3Q19E	
Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej	6.6	-1.6	0.4	6.3	3.5	110.3%	1399.3%		
Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-6.5	-10.6	-9.8	-13.3	-9.4	123.5%	36.5%		
dotacje	0.1	0.1	0.2	0.9	0.9	561.8%	-6.7%	0.9	-7%
wydatki inwestycyjne	-6.5	-12.5	-10.0	-14.3	-10.3	58.5%	-27.7%	-10.1	2%
Środki pieniężne netto z działalności finansowej	0.1	11.4	8.1	9.0	6.9	5179.2%	-23.9%		
Zmiana gotówki razem	0.2	-0.8	-1.2	2.0	1.0	364.6%	-51.8%	-5.4	-1.2
Dług netto/(gotówka netto)	-10.1	4.0	13.2	20.4	27.2	na	33.6%	32.6	-17%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

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

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem www.ipopemasecurities.pl. 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 różnice 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 powiązaniu 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.

Rekomendacja 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% and 10%
Sprzedaj	poniżej -10%

IPOPEMA Research (lipiec – wrzesień, 2019)

	Liczba	%
Kup	18	58%
Trzymaj	10	32%
Sprzedaj	3	10%
Suma	31	100%

Historia ratingu – VIGO System

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
02.08.2019	KUPUJ	PLN 380.0	PLN 334.0	Michał Wojciechowski