

# VIGO System

## Detektory są odporne na wirusa

Szacunkowe przychody VIGO za 2Q20 udowodniły, że spółka nie jest wrażliwa na wpływ pandemii COVID-19. Po potwierdzeniu kluczowych kontraktów, coraz bliższa wydaje się perspektywa roku 2021, który może okazać się przełomowy zarówno dla segmentu detektorów MID-IR, jak i materiałów dla fotoniki. Podnosimy o 10% naszą prognozę przychodów dla 2020E do PLN 58.5m (+36% r/r) oraz o 6% dla 2021E do PLN 73.6m (+26% r/r), odzwierciedlając niższe ryzyko związane z pandemią oraz podtrzymujemy nasze oczekiwania odnośnie wprowadzenia tanich detektorów oraz segmentu materiałów dla półprzewodników. Oczekujemy także, iż wraz ze wzrostem skali działalności spółka powinna powrócić do dotychczasowej rentowności, przy zysku netto PLN 20.3m (+46% r/r, 34% powyżej naszej poprzedniej prognozy) oraz PLN 26.6m (+31% r/r, 16% powyżej poprzedniej prognozy) w latach 2020/21E (marża netto odpowiednio 35/36% vs. 32% w 2019 i średnio 36% w 2016-18). Na naszych prognozach spółka jest wyceniana na P/E 19.7x oraz 15.1x w 2020/21E oraz EV/EBITDA 14.5x i 11.2x w 2020/21E, co uważamy za atrakcyjny poziom. Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ oraz podwyższamy naszą wartość godziwą do PLN 650.0 z PLN 480.0.

### Wpływ COVID-19 na biznes raczej ograniczony

Zaraportowane szacunkowe przychody za 2Q20 wyniosły PLN 13.9m, +65% r/r oraz +12% k/k. Segment przemysłowy wydawał się być najbardziej narażony na wpływ spowolnienia gospodarczego. Jednak w 2Q20 stał się jednym z głównych motorów wzrostu, generując po dwóch słabszych kwartałach wynik o 44% wyższy k/k. Zarząd VIGO na czerwcowej konferencji potwierdził, iż nie oczekuje istotnego wpływu epidemii na działalność, podtrzymując cel wzrostu o co najmniej 10% r/r w segmencie przemysłowym. Według CFO cel ten można nawet uznać za konserwatywny. W związku z tym podnosimy naszą prognozę przychodów z przemysłu w 2020E do PLN 28.8m (+13% r/r) z wcześniej szacowanych PLN 22.8m (-11% r/r, co obecnie wydaje nam się bardzo pesymistycznym scenariuszem).

### Silny portfel zamówień na 2020, przed potencjalnie rewolucyjnym 2021 rokiem

Wraz z potwierdzeniem kontraktu od Safran Aerotechnics (EUR 5.4m) oraz podpisaniem w maju kontraktu z Caterpillarem (EUR 3.0m), obydwie rekordowe dla VIGO, spółka istotnie zabezpieczyła portfel zamówień na 2020E. Obecnie zwracamy uwagę na 2021E, kiedy spodziewamy się pojawienia pierwszej znaczącej sprzedaży tanich detektorów (szacujemy wolumen na poziomie PLN 5k oraz przychody PLN 3m). Oprócz nowej linii detektorów, w 2021E spodziewamy się także istotnego wzrostu w segmencie materiałów dla półprzewodników. Ostatnie płaskie k/k wyniki segmentu stanowią w naszej opinii ryzyko dla osiągnięcia celu EUR 1m przychodów w tym roku. Z drugiej strony pozytywnie postrzegamy konstrukcje pierwszego polskiego lasera VCSEL oraz otwarcie biura sprzedaży w Azji, co powinno przyspieszyć komercjalizację. Podtrzymujemy naszą prognozę przychodów segmentu na poziomie PLN 4m w 2020E oraz PLN 20m w 2024E, szacując udział segmentu w EBITDA spółki w 2024E na 11% (PLN 6m).

Tabela 1. Podsumowanie prognoz finansowych (PLN m)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Przychody	27.2	37.4	42.9	58.5	73.6	83.5
EBITDA	12.6	16.2	18.6	27.9	36.3	39.1
Zysk netto	9.5	13.0	13.9	20.3	26.6	28.3
EV/EBITDA (x)	17.4	12.5	15.6	14.5	11.2	10.3
P/E (x)	24.2	15.4	19.6	19.7	15.1	14.2
DY	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	5.0%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

TMT

## VIGO SYSTEM

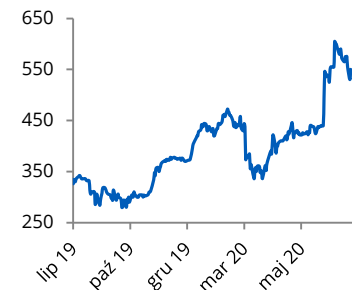
### KUPUJ

FV PLN 650.0 z PLN 480.0

18% potencjału wzrostu

Cena z dnia 28 Lipca 2020 PLN 550.0

Utrzymana



### Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	0.7
Kapitalizacja (EUR m)	91.2
12M średni dzienny wolumen (k)	0.6
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.06
12M max/min (PLN)	630.0/262.0
Udział w WIG (%)	0.1
Reuters	VGOP.WA
Bloomberg	VGO PW

### Stopa zwrotu

1M	+1.9%
3M	+34.1%
12M	+62.7%

### 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%

### Analityk

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

## VIGO System

## KUPUJ

FV PLN 650

Kapitalizacja EUR 91.2m

potencjał wzrostu +18%

Mnożniki wyceny	2018	2019	2020E	2021E	2022E
P/E (x)	15.4	19.6	19.7	15.1	14.2
EV/EBITDA (x)	12.5	15.6	14.5	11.2	10.3
EV/Sales (x)	5.4	6.8	6.9	5.5	4.8
P/BV (x)	3.7	4.0	4.5	3.8	3.5
FCF yield (%)	-8.0%	-5.5%	2.0%	2.7%	6.1%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	5.0%

Na akcję	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Liczba akcji (m szt.)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EPS (PLN)	17.9	19.0	27.9	36.4	38.9
BVPS (PLN)	74.4	93.4	121.2	143.7	155.3
FCFPS (PLN)	-22.3	-22.0	11.3	14.9	33.3
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	13.9	27.3

dynamika y/y (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Przychody	37.7%	14.6%	36.4%	25.9%	13.5%
EBITDA	29.1%	14.6%	50.2%	30.0%	7.8%
EBIT	31.0%	9.8%	54.5%	25.6%	6.4%
Zysk netto	36.5%	6.6%	46.2%	30.8%	6.7%

Wskaźniki finansowe	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Marża na sprzed. (%)	54.7%	63.0%	67.1%	63.3%	59.7%
Marża EBITDA (%)	43.4%	43.4%	47.8%	49.3%	46.8%
Marża EBIT (%)	34.1%	32.7%	37.0%	36.9%	34.6%
Marża netto (%)	34.8%	32.4%	34.7%	36.1%	33.9%
Dług netto / EBITDA (x)	0.2	1.1	0.4	0.3	0.2
Dług netto / Kapitał wł. (x)	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1
Dług netto / Aktywa og. (x)	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0
ROE (%)	27.3%	22.7%	26.0%	27.5%	26.0%
ROA (%)	17.8%	12.7%	14.4%	15.7%	15.1%
ROIC (%)	29.0%	19.1%	23.0%	25.2%	24.5%

Segment detektorów	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Przychody</b>	<b>37.4</b>	<b>42.7</b>	<b>54.5</b>	<b>66.9</b>	<b>73.4</b>
Przemysł	20.3	25.4	28.8	33.1	37.7
Wojsko	8.1	8.1	11.2	18.1	12.7
Transport	5.8	5.8	8.0	8.1	9.0
Medycyna i nauka	2.8	3.1	6.0	4.2	5.8
Pozostałe	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Tani moduł detekcyjny	0.0	0.0	0.0	2.9	7.7
EBIT	12.8	14.3	21.3	26.2	27.0
EBITDA	16.2	18.8	26.8	34.5	36.4
<b>Zysk netto</b>	<b>13.0</b>	<b>14.1</b>	<b>20.0</b>	<b>25.5</b>	<b>26.4</b>
<b>marża netto</b>	<b>34.8%</b>	<b>33.1%</b>	<b>36.6%</b>	<b>38.2%</b>	<b>35.9%</b>

Materiały dla fotoniki	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Przychody</b>		<b>0.2</b>	<b>4.0</b>	<b>6.7</b>	<b>10.1</b>
EBIT		-0.3	0.3	1.0	2.0
EBITDA		-0.3	1.2	1.8	2.8
<b>Zysk netto</b>		<b>-0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.9</b>
<b>marża netto</b>		<b>-153%</b>	<b>8%</b>	<b>15%</b>	<b>19%</b>

Koszty rodzajowe	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Koszty pracownicze	-14.1	-15.8	-19.1	-23.6	-27.9
Materiały i energia	-6.4	-8.5	-9.5	-12.9	-15.2
Amortyzacja	-3.5	-4.6	-6.3	-9.1	-10.2
Usługi obce i pozostałe	-2.8	-3.7	-4.5	-4.9	-5.4

RACHUNEK ZYSKÓW (PLN m)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Przychody	27.2	37.4	42.9	58.5	73.6	83.5
Koszt własny sprzedaży	-11.3	-16.9	-15.9	-19.3	-27.0	-33.6
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>15.9</b>	<b>20.5</b>	<b>27.0</b>	<b>39.2</b>	<b>46.6</b>	<b>49.9</b>
Koszty sprzedaży	-1.6	-2.2	-2.4	-2.6	-3.3	-3.6
Koszty zarządu	-5.5	-7.7	-12.2	-16.2	-18.3	-20.3
Pozostałe koszty operacyjne	1.0	2.1	1.6	1.3	2.2	3.0
<b>EBITDA</b>	<b>12.6</b>	<b>16.2</b>	<b>18.6</b>	<b>27.9</b>	<b>36.3</b>	<b>39.1</b>
<b>EBIT</b>	<b>9.8</b>	<b>12.8</b>	<b>14.0</b>	<b>21.7</b>	<b>27.2</b>	<b>28.9</b>
Koszty finansowe netto	-0.1	0.3	-0.1	-1.1	-0.4	-0.3
<b>Zysk brutto</b>	<b>9.6</b>	<b>13.0</b>	<b>13.9</b>	<b>20.5</b>	<b>26.8</b>	<b>28.6</b>
Podatek dochodowy	-0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.3
<b>Zysk netto</b>	<b>9.5</b>	<b>13.0</b>	<b>13.9</b>	<b>20.3</b>	<b>26.6</b>	<b>28.3</b>

BILANS (PLN m)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>38.0</b>	<b>67.4</b>	<b>98.8</b>	<b>114.8</b>	<b>136.6</b>	<b>142.1</b>
WNIP	6.3	6.8	12.4	17.3	20.6	23.7
Nakłady na prace rozwojowe	11.1	14.4	16.7	20.0	24.0	28.8
Inwestycje w jedn. stowarzyszone	0.8	1.3	2.3	6.3	6.3	6.3
Rzeczowe aktywa trwałe	19.9	45.0	67.5	71.2	85.7	83.3
Inne aktywa trwałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>18.4</b>	<b>22.8</b>	<b>28.9</b>	<b>39.4</b>	<b>46.8</b>	<b>48.5</b>
Zapasy	3.4	4.1	6.9	8.0	9.9	11.0
Należności handlowe	2.4	5.6	7.1	7.7	9.7	11.0
Środki pieniężne	11.4	9.3	12.8	22.5	26.0	25.3
Inne aktywa obrotowe	1.2	3.7	2.1	1.2	1.2	1.2
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>56.4</b>	<b>90.2</b>	<b>127.7</b>	<b>154.2</b>	<b>183.4</b>	<b>190.6</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>41.2</b>	<b>54.2</b>	<b>68.1</b>	<b>88.4</b>	<b>104.8</b>	<b>113.2</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>6.6</b>	<b>17.9</b>	<b>47.1</b>	<b>52.1</b>	<b>65.1</b>	<b>63.2</b>
Dług	0.0	5.5	26.8	27.8	32.8	28.8
inne zobowiązania długoterminowe	6.6	12.4	20.3	24.2	32.3	34.3
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>8.7</b>	<b>18.1</b>	<b>12.5</b>	<b>13.7</b>	<b>13.5</b>	<b>14.3</b>
Zobowiązania handlowe	0.9	7.0	1.6	2.6	4.1	5.6
Dług	0.0	7.9	6.5	6.4	4.4	3.4
inne zobowiązania krótkoterminowe	7.8	3.3	4.5	4.7	5.0	5.3
<b>Pasywa ogółem</b>	<b>56.4</b>	<b>90.2</b>	<b>127.7</b>	<b>154.2</b>	<b>183.4</b>	<b>190.6</b>
Cykl konwersji gotówki (dni)	60.7	-8.8	2.6	48.0	41.0	35.0
Dług brutto (PLN m)	0.0	13.3	33.3	34.2	37.2	32.2
<b>Dług netto (PLN m)</b>	<b>-11.4</b>	<b>4.0</b>	<b>20.5</b>	<b>11.8</b>	<b>11.2</b>	<b>6.9</b>

PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE (PLN m)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>12.3</b>	<b>9.1</b>	<b>15.4</b>	<b>24.5</b>	<b>30.5</b>	<b>33.9</b>
Zysk brutto	9.6	13.0	13.9	20.5	26.8	28.6
Amortyzacja	2.8	3.5	4.6	6.3	9.1	10.2
Zmiana w kapitale obrotowym	0.6	-5.9	-1.6	-1.1	-2.4	-0.9
Inne	-0.7	-1.5	-1.5	-1.2	-3.1	-3.9
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-5.0</b>	<b>-24.6</b>	<b>-31.1</b>	<b>-16.0</b>	<b>-19.4</b>	<b>-9.4</b>
Dotacje	4.0	1.9	8.9	6.3	11.5	6.3
CAPEX bez prac rozwojowych	-2.4	-21.6	-32.0	-7.8	-19.9	-3.1
CAPEX na prace rozwojowe	-5.9	-4.3	-7.4	-10.5	-11.0	-12.5
Inwestycje netto w jedn. stowarzysz.	-0.8	-0.5	-0.6	-4.0	0.0	0.0
Inne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-6.4</b>	<b>13.3</b>	<b>19.2</b>	<b>1.2</b>	<b>-7.5</b>	<b>-25.2</b>
Zmiana w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	-0.4	13.3	19.7	1.5	3.0	-5.0
Odsetki zapłacone	0.0	-0.1	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3
Dywidendy	-6.0	0.0	0.0	0.0	-10.2	-19.9
Inne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>0.9</b>	<b>-2.2</b>	<b>3.5</b>	<b>9.7</b>	<b>3.6</b>	<b>-0.7</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okr.</b>	<b>11.4</b>	<b>9.3</b>	<b>12.8</b>	<b>22.5</b>	<b>26.0</b>	<b>25.3</b>

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

# Wycena

Tabela 2. Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%) FV (PLN/akcje)	
DCF	100%	650.0
Porównawcza	0%	850.2
<b>Wartość godziwa (FV)</b>		<b>650.0</b>
Cena bieżąca		550.0
<b>Potencjał wzrostu/spadku</b>		<b>18%</b>

Wycena DCF	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	TV
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>58.5</b>	<b>73.6</b>	<b>83.5</b>	<b>101.1</b>	<b>121.2</b>	<b>121.2</b>
- zmiana r/r	36%	26%	13%	21%	20%	
<b>EBITDA</b>	<b>27.9</b>	<b>36.3</b>	<b>39.1</b>	<b>47.5</b>	<b>56.5</b>	<b>56.5</b>
- marża EBITDA	47.8%	49.3%	46.8%	47.0%	46.6%	46.6%
- zmiana r/r	50%	30%	8%	21%	19%	
<b>EBIT znorm.*</b>	<b>19.3</b>	<b>23.7</b>	<b>24.7</b>	<b>31.4</b>	<b>38.3</b>	<b>38.3</b>
Stopa podatkowa	1%	1%	1%	1%	1%	9%
<b>NOPAT</b>	<b>19.1</b>	<b>23.5</b>	<b>24.4</b>	<b>31.1</b>	<b>37.9</b>	<b>34.8</b>
- zmiana r/r	58%	23%	4%	27%	22%	
Amortyzacja	6.3	9.1	10.2	11.2	12.3	12.3
Zmiana w kapitale obrotowym	-1.1	-2.4	-0.9	-2.8	-3.1	-2.5
CAPEX	-16.0	-19.4	-9.4	-11.3	-12.8	-12.3
<b>FCF</b>	<b>8.2</b>	<b>10.9</b>	<b>24.3</b>	<b>28.2</b>	<b>34.3</b>	<b>32.4</b>
Stopa wolna od ryzyka	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
Beta	1.81	1.77	1.67	1.59	1.52	1.59
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	10.8%	10.6%	10.2%	9.8%	9.4%	9.7%
Koszt długu po podatku	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
% Dług	28%	26%	22%	18%	14%	17%
% Kapitał własny	72%	74%	78%	82%	86%	83%
<b>WACC</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.2%</b>
Czynnik dyskontowy (%)	97%	89%	83%	76%	71%	
wartość bieżąca FCF (PLN m)	8.0	9.7	20.1	21.5	24.3	
wartość bieżąca FCF 2020-24E (PLN m)	83.6					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	2.5%					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLN m)	407.8					
EV (PLN m)	491.4					
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	3.0					
Dywidenda wypłacona (PLN m)	0.0					
Dług netto (PLN m, 4Q19)	20.5					
<b>Wartość kapitału własnego (PLN m)</b>	<b>473.9</b>					
Liczba akcji (rozwodniona, m)	0.7					
<b>Wartość godziwa FV (PLN)</b>	<b>650.0</b>					
Cena bieżąca	550.0					
<b>Potencjał wzrostu/spadku</b>	<b>18%</b>					

Analiza wrażliwości DCF		WACC (%)				
Stopa wzrostu rezydualnego (%)		7.2%	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%
1.5%		644	600	562	529	501
2.0%		700	647	602	564	532
2.5%		767	703	650	605	567
3.0%		851	771	706	652	607
3.5%		956	854	774	709	655

Wolumen sprzedaży tani moduł detekcyjny (2024E+)		Cena netto tani moduł detekcyjny (EUR, 2024E+)				
		42	63	95	142	213
10.0		501	510	524	545	576
20.0		519	538	566	608	670
40.0		556	594	650	733	859
60.0		594	650	733	859	1047
90.0		650	733	859	1047	1329

Materiały dla fotoniki - koszty materiałów jako % przychodów (2024E+)		Przychody segmentu materiały dla fotoniki (PLNm, 2024E+)				
		5.0	10.0	20.0	40.0	79.9
20%		631	646	677	738	860
30%		628	639	663	711	805
40%		622	633	650	683	751
50%		616	626	636	656	696
60%		610	618	622	629	642

Źródło: Dane spółki, 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	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2019-22E	2019-22E	2020E
HAMAMATSU PHOTON	7 574	39.6	33.3	29.2	19.3	16.4	14.7	0.9%	5.0%	8.5%	9.0%
TELEDYNE TECH	11 334	31.8	28.2	25.8	19.7	17.2	15.3	n.a.	3.1%	4.6%	n.a.
NIPPON CERAMIC	554	33.2	27.2	22.6	n.a.	n.a.	n.a.	2.1%	-0.2%	-3.3%	3.6%
II-VI INC	4 848	21.9	16.6	13.5	14.4	9.8	8.5	n.a.	33.4%	52.9%	11.8%
OPTEX GROUP CO L	443	29.7	18.6	14.9	n.a.	n.a.	n.a.	2.4%	3.8%	10.9%	4.6%
VISUAL PHOTONICS	538	27.0	21.6	16.6	15.1	11.9	10.0	2.8%	16.3%	22.7%	19.4%
IPG PHOTONICS	9 665	60.6	38.7	27.1	28.1	19.5	14.1	0.0%	7.3%	25.9%	6.9%
<b>MEDIANA</b>		<b>31.8</b>	<b>27.2</b>	<b>22.6</b>	<b>19.3</b>	<b>16.4</b>	<b>14.1</b>	<b>2.1%</b>	<b>5.0%</b>	<b>10.9%</b>	<b>8.0%</b>
VIGO System	107	19.7	15.1	14.2	14.5	11.2	10.3	0.0%	24.9%	26.8%	26.0%
premia/dyskonto (do mediany)		-38%	-45%	-37%	-25%	-32%	-27%				
Waga		25%	25%		25%	25%					

Wycena na akcję (PLN) 850.2

Źródło: IPOPEMA Research, Bloomberg, dane pobrane z dnia 28.07.2020.

Tabela 4. VIGO System - zmiana prognoz 2020-22E

	2020E		Zmiana	2021E		Zmiana	2022E		Zmiana
	Nowe	Poprzednie	(%)	Nowe	Poprzednie	(%)	Nowe	Poprzednie	(%)
Przychody	58.5	53.2	10%	73.6	69.5	6%	83.5	81.3	3%
EBITDA	27.9	22.4	25%	36.3	32.7	11%	39.1	37.3	5%
EBIT	21.7	15.8	37%	27.2	23.6	15%	28.9	27.3	6%
Zysk netto	20.3	15.2	34%	26.6	22.8	16%	28.3	26.6	6%
Capex netto	-16.0	-21.6	-26%	-19.4	-13.5	44%	-9.4	-9.2	2%

Źródło: IPOPEMA Research

## Prognozy Finansowe 2020-22E

Tabela 5. VIGO System – prognozy finansowe 2020-22E

PLNm	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>27.2</b>	<b>37.4</b>	<b>42.9</b>	<b>58.5</b>	<b>73.6</b>	<b>83.5</b>
Przemysł	15.6	20.3	25.4	28.8	33.1	37.7
Wojsko	4.8	8.1	8.1	11.2	18.1	12.7
Transport	3.5	5.8	5.8	8.0	8.1	9.0
Pozostałe	3.2	3.2	3.5	6.5	4.7	6.3
Tani moduł detekcyjny	0.0	0.0	0.0	0.0	2.9	7.7
Materiały dla fotoniki	0.0	0.0	0.2	4.0	6.7	10.1
<b>EBIT</b>	<b>9.8</b>	<b>12.8</b>	<b>14.0</b>	<b>21.7</b>	<b>27.2</b>	<b>28.9</b>
Moduły detekcyjne	9.8	12.8	14.3	21.3	26.2	27.0
Materiały dla fotoniki	0.0	0.0	-0.3	0.3	1.0	2.0
<b>EBITDA</b>	<b>12.6</b>	<b>16.2</b>	<b>18.6</b>	<b>27.9</b>	<b>36.3</b>	<b>39.1</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>9.5</b>	<b>13.0</b>	<b>13.9</b>	<b>20.3</b>	<b>26.6</b>	<b>28.3</b>
Marża brutto na sprzedaży (%)	58%	55%	63%	67%	63%	60%
Marża EBITDA (%)	46%	43%	43%	48%	49%	47%
Marża zysku netto (%)	35%	35%	32%	35%	36%	34%
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>12.3</b>	<b>9.1</b>	<b>15.4</b>	<b>24.5</b>	<b>30.5</b>	<b>33.9</b>
<b>CAPEX (bez dotacji)</b>	<b>-9.1</b>	<b>-26.5</b>	<b>-40.0</b>	<b>-22.3</b>	<b>-30.9</b>	<b>-15.7</b>
dotacje do CAPEXu*	4.0	1.9	8.9	6.3	11.5	6.3
<b>Dług netto</b>	<b>-11.4</b>	<b>4.0</b>	<b>20.5</b>	<b>11.8</b>	<b>11.2</b>	<b>6.9</b>

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Podnosimy prognozowany 2019-22E CAGR przychodów segmentu detektorów IR do 20% (z 18% poprzednio) ze względu na oczekiwany solidny wynik 2020E. Po publikacji wstępnych przychodów za 1H20 na poziomie PLN 26.3m (+32% r/r), podpisaniu kontraktu z Caterpillarem oraz potwierdzeniu kontraktu z Safran Aerotechnics, oczekiwania co do 2020 roku mogą być bardziej doprecyzowane, a wpływ pandemii na sprzedaż wydaje się raczej nieistotny. Prognozujemy przychody VIGO na poziomie PLN 58.5m w bieżącym roku, wzrost o 36% r/r, w tym PLN 28.8m przychodów z przemysłu (+13% r/r), PLN 11.2m z technik wojskowych (+39% r/r, w tym PLN 7.8m z nowego kontraktu z Safranem), PLN 8.0m z transportu oraz PLN 6.0m z medycyny i nauki. Podtrzymujemy naszą prognozę dla segmentu materiałów półprzewodnikowych na poziomie PLN 4m w tym roku, spodziewając się większości tej kwoty w 4Q20E. W 2021E szacujemy przychody spółki na PLN 73.6m (+26% r/r), głównie za sprawą wyników segmentu przemysłowego oraz technik wojskowych. W długim terminie widzimy potencjał do pozytywnego zaskoczenia dzięki wprowadzeniu tanich detektorów oraz materiałów dla fotoniki, jednak w naszej prognozie uwzględniamy raczej ewolucyjny scenariusz, zgodnie z którym oczekujemy w 2022E PLN 8m przychodów z tanich detektorów oraz PLN 10m z segmentu prowadzonego przez doktora Strupińskiego.

**Prognozujemy EBITDA na PLN 27.9m (+50% r/r) w 2020E oraz PLN 36.3m (+30% r/r) w 2021E.** Największą część kosztów operacyjnych spółki stanowią wynagrodzenia, które prognozujemy na poziomie PLN 15.7m w 2020E (+19% r/r) oraz PLN 19.4m in 2021E (+24% r/r), za sprawą wzrostu nowego segmentu działalności. Koszty materiałów i energii, których oczekujemy na poziomie odpowiednio PLN 9.5m w 2020E oraz PLN 12.9m w 2021E, prawdopodobnie istotniejszy wzrost będą odnotowywać od 2021E, kiedy to powinna ruszyć produkcja tanich detektorów, a także rozwinąć się działalność segmentu materiałów półprzewodnikowych. Spodziewamy się, iż wraz ze spadkiem jednostkowych kosztów stałych produkcji spółka zacznie obniżać ceny detektorów, co poskutkuje wyższym udziałem materiałów i energii w strukturze kosztów VIGO.

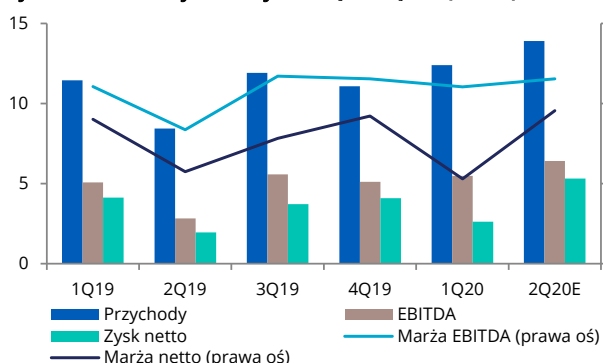
**Szacujemy EBIT na PLN 21.7m (+54% r/r) w 2020E oraz PLN 27.2m (+26% r/r) w 2021E.** Prognozujemy amortyzację na poziomie PLN 6.3m w 2020E oraz PLN 9.1m w 2021E, kiedy to oczekujemy jej wzrostu wraz z zakończeniem budowy nowego clean roomu.

**Prognozujemy zysk netto PLN 20.3m (+46% r/r) w 2020E oraz PLN 26.6m (+31% r/r) w 2021E.** Szacujemy marżę netto segmentu detektorów na 37% i 38% w latach 2020-21E (vs 33% w 2019) oraz marże materiałów dla fotoniki na 8% i 15% w 2020-21E (vs oczekiwania zarządu ok. 30% marży netto segmentu w średnim terminie). Spodziewamy się utrzymania przez VIGO korzystnej efektywnej stopy podatkowej na poziomie ok. 1% w okresie naszej szczegółowej prognozy.

**Prognozujemy CAPEX netto, po grantach na PLN 16.0m i PLN 19.4m odpowiednio w 2020-21E.** Szacujemy, iż kluczowe wydatki w 2020E stanowiąc będą nakłady na B&R na poziomie PLN 10.5m, budowa clean roomu (oczekujemy startu w 4Q20E, nakłady PLN 6m w tym roku), oraz inkubator nowych technologii (budżet PLN 4m na 2020, z czego dotychczas wykorzystano PLN 1.2m). W 2021E oczekujemy ukończenia budowy clean roomu (nakłady na poziomie PLN 17.2m), oraz wzrostu wydatków na B&R do PLN 11.0m. Zakładamy także, iż VIGO otrzyma PLN 6.3m oraz PLN 11.5m dotacji w 2020/21E (w tym przyznane PLN 6m dofinansowania do clean roomu).

**Dywidendy.** Oczekujemy powrotu spółki do wypłat dywidendy od 2021E, spodziewając się wypłaty 50% zysku za 2020E (DPS PLN 13.9, DY 2.5%). Uważamy ten scenariusz za szczególnie prawdopodobny ze względu na fakt, iż zarząd rozważał już wypłatę dywidendy w 2020 r., co jednak nie zostało zrealizowane ze względu na niepewność związaną z wybuchem pandemii. W kolejnych latach widzimy potencjał na wypłatę nawet 75% zysku, jako że spółka zakończy program inwestycyjny i nie planuje istotnie zredukować obecnego poziomu zadłużenia.

Wykres 22. VIGO System wyniki 1Q19-2Q20E (PLNm)



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Figure 23. VIGO System – Struktura przychodów w 2017-2022E

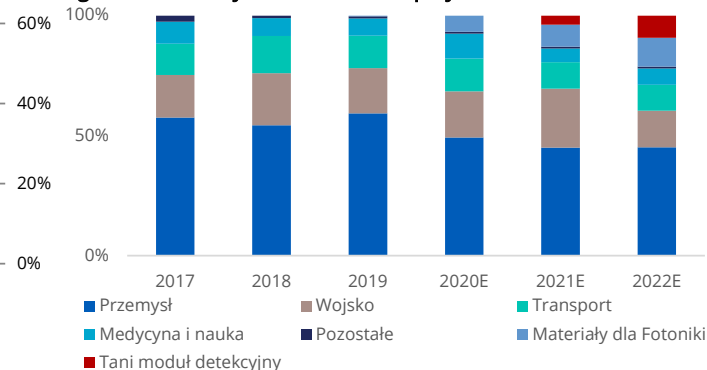
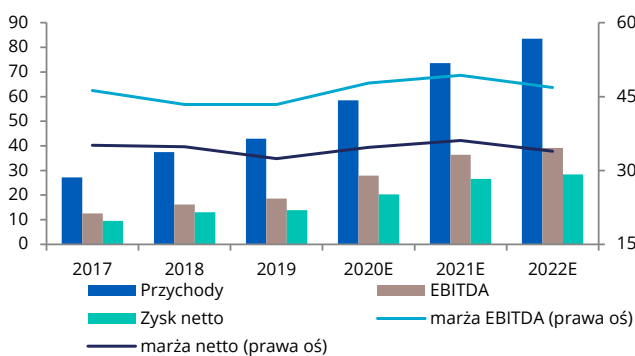
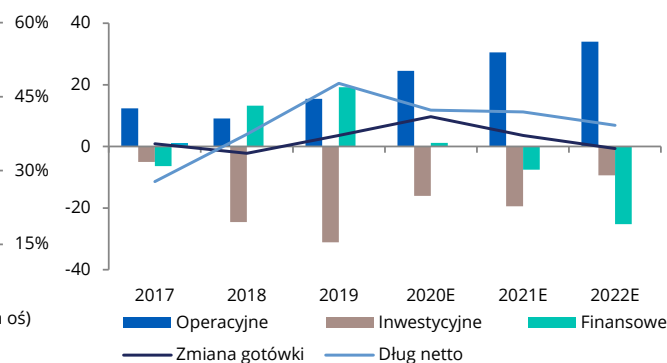


Figure 24. VIGO System – Przychody, EBITDA, Zysk netto (PLN m) w latach 2017-2022E



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Figure 35. VIGO System – Przepływy pieniężne w 2017-2022E (PLN m)





## 2Q20E Prognoza wyników

Tabela 6. VIGO System 2Q20E prognoza wyników

Rachunek zysków (PLN m)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	y/y	q/q
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>11.5</b>	<b>8.4</b>	<b>11.9</b>	<b>11.1</b>	<b>12.4</b>	<b>13.9</b>	<b>65%</b>	<b>12%</b>
Przemysł	7.8	6.1	6.7	4.8	5.3	7.5	24%	44%
Wojsko	0.2	0.5	3.5	3.9	0.9	3.0	540%	234%
Transport	2.9	1.3	0.9	0.7	2.3	1.9	42%	-19%
Medycyna i nauka	0.5	0.4	0.7	1.4	3.5	1.0	115%	-72%
Pozostałe	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	15%	46%
Segment materiały dla fotoniki	0.0	0.0	0.0	0.2	0.4	0.4	na	3%
<b>EBITDA</b>	<b>5.1</b>	<b>2.8</b>	<b>5.6</b>	<b>5.1</b>	<b>5.5</b>	<b>6.4</b>	<b>126%</b>	<b>16%</b>
<b>EBIT</b>	<b>4.2</b>	<b>1.8</b>	<b>4.4</b>	<b>3.6</b>	<b>4.0</b>	<b>4.8</b>	<b>161%</b>	<b>20%</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>4.1</b>	<b>1.9</b>	<b>3.7</b>	<b>4.1</b>	<b>2.6</b>	<b>5.3</b>	<b>171%</b>	<b>100%</b>
<b>Marże</b>	<b>1Q19</b>	<b>2Q19</b>	<b>3Q19</b>	<b>4Q19</b>	<b>1Q20</b>	<b>2Q20</b>	<b>y/y</b>	<b>q/q</b>
Marża brutto na sprzedaży	64.0%	58.3%	63.8%	64.7%	61.4%	63.4%	5.2 pp	2 pp
Marża EBITDA	44.3%	33.4%	46.8%	46.2%	44.2%	45.8%	12.4 pp	-0.4 pp
Marża EBIT	36.4%	21.8%	36.7%	32.9%	32.1%	34.5%	12.7 pp	1.6 pp
Marża netto	36.1%	23.0%	31.3%	36.9%	21.2%	37.9%	14.9 pp	1 pp
<b>Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)</b>	<b>1Q19</b>	<b>2Q19</b>	<b>3Q19</b>	<b>4Q19</b>	<b>1Q20</b>	<b>2Q20</b>	<b>y/y</b>	<b>q/q</b>
<b>CAPEX netto (po dotacjach)</b>	<b>-9.8</b>	<b>-13.3</b>	<b>-9.4</b>	<b>1.4</b>	<b>-4.4</b>	<b>-2.9</b>	<b>-78.1%</b>	<b>-33.1%</b>
<b>Dług netto / (gotówka netto)</b>	<b>13.2</b>	<b>20.4</b>	<b>27.2</b>	<b>20.5</b>	<b>19.6</b>	<b>18.0</b>	<b>-12%</b>	<b>-8%</b>

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

VIGO System opublikuje wyniki za 2Q20E 28 Sierpnia 2020.

Prognozujemy 2Q20E przychody na poziomie PLN 13.9m (+65% r/r, zgodnie ze wstępnymi szacunkami spółki), EBITDA PLN 6.4m (+126% r/r) oraz zysk netto PLN 5.3m (+171% r/r).

**Przychody.** Zgodnie ze wstępnymi danymi opublikowanymi przez spółkę, VIGO wygenerowało PLN 13.9m przychodów (+65% r/r, +12% k/k), w tym PLN 7.5m w sektorze przemysłowym (+24% r/r, +44% k/k), PLN 3.0m w technikach wojskowych (+540% r/r), PLN 1.9m w transporcie (+42% r/r) oraz PLN 1.0m w sektorze medycyna i nauka (+115% r/r). Nowy segment materiały półprzewodnikowe wygenerował PLN 0.4m przychodów, płasko k/k/.

**Marża brutto na sprzedaży.** Szacujemy marżę brutto na sprzedaży na poziomie 63% vs. 61% osiągnięte w 1Q20. Spodziewamy się, iż wzrostowi przychodów nie towarzyszył proporcjonalny wzrost kosztów ze względu na ich w dużej mierze stały charakter (duży udział kosztów osobowych).

**Koszty sprzedaży i zarządu.** Prognozujemy koszty sprzedaży i zarządu na poziomie PLN 5.1m, +8% k/k, głównie ze względu na wyższy poziom premii opartej o wyniki spółki.

**EBITDA.** Prognozujemy EBITDA na poziomie PLN 6.4m (+126% r/r) oraz EBIT PLN 4.8m (+161% r/r).

**Zysk netto.** Oczekujemy iż spółka osiągnie wynik netto na poziomie PLN 5.3m (+171% r/r). Spodziewamy się pozytywnego wpływu różnic kursowych oraz utrzymania niematerialnego poziomu opodatkowania.

**CAPEX.** Szacujemy, iż VIGO wydało PLN 3.3m na nakłady inwestycyjne, w tym PLN 2.3m na B&R, oraz PLN 1.0m na program inwestycyjny. Spodziewamy się także otrzymania PLN 0.4m dotacji do inwestycji.

**Dług netto.** Prognozujemy dług netto na poziomie PLN 18.0m na koniec kwartału, w tym PLN 32.1m długu brutto oraz PLN 14.1m środków pieniężnych.

# 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 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. 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
<b>Razem odpady inne niż niebezpieczne</b>	<b>20.0</b>	<b>20.9</b>
<b>Odpady niebezpieczne*</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>

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 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. 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](http://www.ipopema.pl). Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękną 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](http://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](http://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 kwietnia – 30 czerwca, 2020)

	Number	%
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