

VIGO System

Oczekując na przełom

Szacujemy w 2021E przychody VIGO na PLN 67.6m (+26% r/r, zgodnie celem strategii) a znorm. zysk netto na PLN 25.2m (+39% r/r). VIGO jest na drodze do zrealizowania 5-letniego CAGR przychodów (2016-21E) na poziomie 22%, przy regularnych wzrostach. Zgodnie z nową strategią, zarząd oczekuje również 22% CAGR przychodów w 2021-23E, co jednak może być odbierane lekko negatywnie, uwzględniając bardziej agresywną strategię inwestycyjną spółki (CAPEX w wysokości PLN 30-40m, brak dywidendy). Niemniej jednak zwracamy uwagę, na wymagającą bazę dla 2022E (rekordowy 2021E w technikach wojskowych). Co również istotne, wpływ ostatniego programu inwestycyjnego wciąż nie jest w pełni widoczny w wynikach, biorąc pod uwagę że nowe produkty (tanie detektory i materiały dla fotoniki) pozostają w fazie rozwoju. W naszej opinii oczekiwania zarządu opublikowane w strategii nie uwzględniają potencjalnego dużego kontraktu, który mógłby wykorzystać powstały potencjał spółki. Jednocześnie spodziewamy się że zapowiadane zwiększenie inwestycji w spółce przyczyni się do wzrostu raczej w długim terminie, w związku z czym zmieniamy nasze założenie stopy wzrostu w okresie rezydualnym do 4% z 3% poprzednio. Spółka jest notowana na naszych prognozach na P/E 19/7x i 17.5x w 2021/22E. Podtrzymujemy rekomendacje BUY, ustalając wartość godziwą na PLN 750.0.

Aktualizacja strategii, opcje menadżerskie i perspektywa średniookresowa

Strategia VIGO jest w naszej opinii ukierunkowana na długoterminowy wzrost, niemniej jednak cele finansowe na lata 2021-23E (tożsame z celami programu opcji pracowniczych ustanowionego 09.2021) z PLN 100m przychodów i PLN 60m. znorm. EBITDA oczekiwanych w 2023E prezentują raczej ewolucyjną ścieżkę wzrostu. Prognozujemy, że spółka wygeneruje PLN 79.4m przychodów oraz PLN 28.6m znorm. zysku netto w 2022E (+18%/+14%), za sprawą wzrostu w przemyśle (+25% r/r), spowolnieniu w technikach wojskowych (-33% r/r) oraz presji płacowej po stronie kosztów. W 2023E oczekujemy PLN 107.0m przychodów oraz PLN 38.0m znorm. zysku netto (+35%/+33%), za sprawą dalszego wzrostu w przemyśle, medycynie i materiałach półprzewodnikowych. Oczekujemy pełnego rozwodnienia z tytułu obecnego programu motywacyjnego (4% obecnych akcji).

Segment materiałów dla fotoniki

23 listopada VIGO podpisało zamówienie nowej maszyny do epitaksji za kwotę EUR 5.4m (PLN 25m). Nowe urządzenie prawdopodobnie będzie gotowe operacyjnie od 2023E (instalacja w 2H22E). Szacujemy potencjał produkcyjny 2 maszyn na PLN 80-100m rocznie (standardowe obłożenie). Pomimo wysokich inwestycji, jedynie nieznacznie zwiększamy nasze oczekiwania co do przychodów segmentu w 2022E do PLN 9.1m (zgodnie z oczekiwaniami zarządu), jako że spółka wciąż jest w fazie prototypowania. W długim terminie zakładamy 60% wykorzystania mocy produkcyjnych 2 maszyn co przekłada się na prognozę PLN 60m przychodów segmentu w 2026E (28% przychodów VIGO), przy znorm. marży zysku netto na poziomie 30% dla segmentu.

Tabela 1. Podsumowanie prognoz finansowych (PLN m)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Przychody	42.9	53.5	67.6	79.4	107.0	138.0
EBITDA	18.6	26.5	33.0	37.3	53.9	66.3
Znorm. zysk netto	13.9	18.1	25.2	28.6	38.0	49.1
EV/EBITDA (x)	17.0	17.4	17.3	16.7	11.5	8.8
P/E (x)	19.6	22.8	19.7	17.5	13.2	10.5
DY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

TMT | Nowe technologie

VIGO SYSTEM

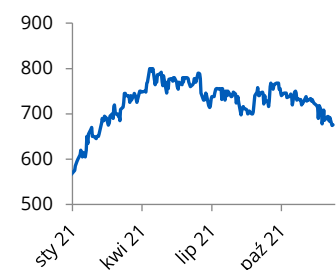
KUPUJ

FV PLN 750.0 z PLN 850.0

10% potencjału wzrostu

Cena z dnia 9 grudnia 2021 PLN 682.0

Utrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	0.7
Kapitalizacja (EUR m)	109.8
12M średni dzienny wolumen (k)	0.3
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.1
12M max/min (PLN)	818.0/555.0
Udział w WIG (%)	0.1
Reuters	VGOP.WA
Bloomberg	VGO PW

Stopa zwrotu

1M	-6.3%
3M	-7.8%
12M	+18.6%

Akcjonariat

Warsaw Equity Management	14.3%
Józef Piotrowski	11.9%
TFI Investors SA	9.7%
Janusz Kubrak	6.6%
Mirosław Grudzień	5.1%
Pozostali	46.6%

Analityk

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

VIGO System

KUPUJ

FV PLN 750

Kapitalizacja EUR 109.8m

potencjał wzrostu +10%

Mnożniki wyceny	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E (x)	22.8	19.7	17.5	13.2	10.5
EV/EBITDA (x)	17.4	17.3	16.7	11.5	8.8
EV/Sales (x)	7.9	7.7	6.5	4.6	3.5
P/BV (x)	4.1	3.7	3.0	2.5	2.1
FCF yield (%)	2.0%	0.0%	1.6%	3.9%	9.7%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Na akcję	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Liczba akcji (m szt.)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
EPS znorm. (PLN)	24.8	34.5	38.9	51.5	64.8
BVPS (PLN)	138.0	183.8	224.5	273.9	328.5
FCFPS (PLN)	11.6	-0.1	10.9	26.3	61.5
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

dynamika y/y (%)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Przychody	24.6%	26.4%	17.6%	34.7%	29.0%
EBITDA	42.3%	24.7%	12.9%	44.5%	23.1%
EBIT	44.3%	28.9%	11.0%	32.5%	28.7%
Zysk netto znorm.*	30.3%	39.2%	13.5%	33.1%	29.1%

Wskaźniki finansowe	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Marża na sprzed. (%)	66.6%	66.5%	62.6%	57.0%	54.4%
Marża EBITDA (%)	49.5%	48.9%	46.9%	50.4%	48.1%
Marża EBIT (%)	37.8%	38.6%	36.4%	35.9%	35.8%
Marża netto znorm. (%)	33.8%	37.3%	36.0%	35.6%	35.6%
Dług netto / EBITDA (x)	0.7	0.9	0.6	-0.1	-0.6
Dług netto / Kapitał wł. (x)	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.1
Dług netto / Aktywa (x)	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1
ROE (%)	21.5%	21.5%	19.1%	20.7%	21.8%
ROA (%)	12.3%	12.8%	11.2%	12.5%	14.0%
ROIC (%)	19.8%	16.6%	13.1%	14.5%	18.0%

Segment detektorów	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Przychody	51.5	63.8	70.3	90.6	110.9
Przemysł	23.6	30.3	37.8	45.4	53.6
Wojsko	13.4	21.0	14.1	16.2	18.3
Transport	6.2	8.0	9.0	10.0	10.7
Medycyna i nauka	7.8	4.0	4.6	9.2	11.5
Pozostałe	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Tani moduł detekcyjny	0.0	0.0	4.3	9.3	16.4
EBIT	19.3	25.1	26.2	34.1	41.7
EBITDA	25.2	31.1	33.7	47.6	56.7
Zysk netto znorm.*	18.3	24.2	25.8	33.7	41.4
marża netto znorm.*	35.5%	37.9%	36.7%	37.3%	37.3%

Materiały dla fotoniki	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Przychody	1.9	3.8	9.1	16.4	27.1
EBIT	0.9	1.0	2.8	4.3	7.7
EBITDA	1.2	1.8	3.6	6.2	9.6
Zysk netto znorm.*	-0.2	1.0	2.8	4.3	7.7
marża netto znorm.*	-9%	27%	30%	26%	28%

Koszty rodzajowe	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Koszty pracownicze	-18.8	-22.4	-28.8	-37.8	-47.2
Materiały i energia	-9.4	-11.0	-12.5	-19.3	-28.4
Amortyzacja	-6.2	-6.9	-8.3	-15.5	-16.9
Usługi obce i pozostałe	-4.6	-6.8	-7.8	-9.3	-11.0

RACHUNEK ZYSKÓW (PLNm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Przychody	42.9	53.5	67.6	79.4	107.0	138.0
Koszt własny sprzedaży	-15.9	-17.8	-22.6	-29.7	-46.0	-62.9
Zysk brutto na sprzedaży	27.0	35.6	45.0	49.7	61.0	75.1
Koszty sprzedaży	-2.4	-3.4	-3.8	-4.4	-5.8	-7.3
Koszty zarządu	-12.2	-15.9	-20.0	-21.8	-26.4	-29.2
Pozostałe koszty operacyjne	1.6	3.8	4.9	5.4	9.6	10.8
EBITDA	18.6	26.5	33.0	37.3	53.9	66.3
EBITDA znorm.	17.1	24.5	30.0	30.9	43.2	54.4
EBIT	14.0	20.2	26.1	28.9	38.4	49.4
Koszty finansowe netto	-0.1	-2.1	-0.9	-0.4	-0.3	-0.3
Zysk brutto	13.9	18.1	25.2	28.6	38.0	49.1
Podatek dochodowy	0.0	14.5	9.7	2.4	-0.6	-2.5
Zysk netto	13.9	32.5	34.9	31.0	37.4	46.7
Zysk netto znorm.*	13.9	18.1	25.2	28.6	38.0	49.1

BILANS (PLNm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Aktywa trwałe	98.8	129.1	178.7	229.0	247.5	265.1
WNiP	12.4	14.9	13.4	47.4	53.0	63.6
Nakłady na prace rozwojowe	16.7	24.7	42.4	50.8	61.0	67.1
Inwestycje w jedn. Stow.	2.3	4.3	4.7	4.7	4.7	4.7
Rzeczowe aktywa trwałe	67.5	70.7	94.0	99.5	102.8	106.2
Aktywo z tyt. Pod. odroczonego	0.0	14.5	24.2	26.5	25.9	23.5
Inne aktywa trwałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa obrotowe	28.9	38.0	46.5	54.0	77.8	111.1
Zapasy	6.9	9.2	9.9	11.6	15.3	19.3
Należności handlowe	7.1	9.9	10.8	12.6	17.0	22.0
Środki pieniężne	12.8	13.2	14.1	18.7	34.3	58.4
Inne aktywa obrotowe	2.1	5.6	11.7	11.1	11.2	11.4
Aktywa ogółem	127.7	167.1	225.2	282.9	325.4	376.2
Kapitał własny	68.1	100.6	134.0	164.9	202.4	249.0
Zobowiązania długoter.	47.1	49.6	73.5	99.2	101.7	103.3
Dług	26.8	24.1	33.6	29.6	25.6	20.6
inne zobowiązania długoter.	20.3	25.5	39.8	69.6	76.1	82.6
Zobowiązania krótkoter.	12.5	16.9	17.8	18.8	21.3	23.9
Zobowiązania handlowe	1.6	1.7	2.9	3.6	5.7	7.7
Dług	6.5	6.4	7.1	6.6	6.1	5.6
inne zobowiązania krótkoter.	4.5	8.7	7.8	8.5	9.5	10.5
Pasywa ogółem	127.7	167.1	225.2	282.9	325.4	376.2
Cykl konwersji gotówki (dni)	2.6	79.4	72.4	66.4	65.4	64.4
Dług brutto(PLN m)	33.3	30.6	40.8	36.3	31.8	26.3
Dług netto (PLN m)	20.5	17.3	26.6	17.6	-2.5	-32.1

PRZEP. PIENIĘŻNE (PLNm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Przepływy operacyjne	15.4	21.2	26.2	29.1	38.0	48.4
Zysk brutto	13.9	18.1	25.2	28.6	38.0	49.1
Amortyzacja	4.6	6.2	6.9	8.3	15.5	16.9
Zmiana w kapitale obrotowym	-1.6	-5.1	-1.2	-2.8	-6.2	-7.0
Inne	-1.5	2.0	-4.7	-5.0	-9.4	-10.6
Przepływy inwestycyjne	-31.1	-15.9	-34.9	-20.1	-17.5	-18.5
Dotacje	8.9	10.1	20.0	36.2	17.1	18.5
CAPEX bez prac rozwojowych	-32.0	-8.5	-28.3	-12.0	-10.2	-10.6
CAPEX na prace rozwojowe	-7.4	-12.0	-18.5	-44.2	-24.5	-26.4
Inwestycje net. w jedn. stow.	-0.6	-2.5	-2.2	0.0	0.0	0.0
Inne	0.0	-3.0	-6.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy finansowe	19.2	-5.1	9.9	-4.5	-4.8	-5.8
Zmiana w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	19.7	-4.7	10.2	-4.1	-4.5	-5.5
Odsetki zapłacone	-0.4	-0.4	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zm. środków pieniężnych	3.5	0.2	1.3	4.5	15.6	24.1
Śr. pieniężne na koniec okr.	12.8	13.2	14.1	18.7	34.3	58.4

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

Wycena

Tabela 2. Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%) FV (PLN/akcje)	
DCF	100%	750.0
Porównawcza	0%	893.3
Wartość godziwa (FV)		750.0
Cena bieżąca		682.0
Potencjał wzrostu/spadku		10%

Wycena DCF

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TV
Przychody ze sprzedaży	67.6	79.4	107.0	138.0	173.9	211.8	211.8
- zmiana r/r	26%	18%	35%	29%	26%	22%	
EBITDA	33.0	37.3	53.9	66.3	79.4	93.6	93.6
- marża EBITDA	48.9%	46.9%	50.4%	48.1%	45.7%	44.2%	44.2%
- zmiana r/r	25%	13%	45%	23%	20%	18%	
EBIT znorm.*	23.1	22.5	27.7	37.5	45.6	55.4	55.4
Stopa podatkowa	0%	0%	0%	0%	0%	0%	9%
NOPAT	23.1	22.5	27.7	37.5	45.6	55.4	50.4
- zmiana r/r	14%	-2%	23%	35%	22%	21%	
Amortyzacja	6.9	8.3	15.5	16.9	19.5	21.8	21.8
Zmiana w kapitale obrotowym	-1.2	-2.8	-6.2	-7.0	-7.6	-8.0	-3.8
CAPEX	-28.9	-20.1	-17.5	-18.5	-19.4	-20.2	-21.8
FCF	-0.1	8.0	19.4	28.9	38.1	49.0	46.7
Stopa wolna od ryzyka	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.5%	3.5%
Beta	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	11.3%	10.9%	10.5%	10.2%	10.0%	10.2%	10.2%
Koszt długu po podatku	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
% Dług	23%	18%	14%	10%	6%	4%	4%
% Kapitał własny	77%	82%	86%	90%	94%	96%	96%
WACC	9.4%	9.5%	9.6%	9.7%	9.7%	9.9%	9.9%
Czynnik dyskontowy (%)	95%	86%	79%	72%	66%	60%	
wartość bieżąca FCF (PLN m)	-0.1	6.9	15.3	20.7	25.0	29.3	
wartość bieżąca FCF 2021-26E (PLN m)	97.1						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	4.0%						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLN m)	494.4						
EV (PLN m)	591.6						
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	4.3						
Dywidenda wypłacona (PLN m)	-9.7						
Dług netto (PLN m, 4Q20)	17.3						
Wartość kapitału własnego (PLN m)	568.8						
Liczba akcji (rozwodniona, m)	0.8						
Wartość godziwa FV (PLN)	750.0						
Cena bieżąca	682.0						
Potencjał wzrostu/spadku	10%						

Analiza wrażliwości DCF

Stopa wzrostu rezydualnego (%)	WACC (%)				
	8.9%	9.4%	9.9%	10.4%	10.9%
3.0%	744	693	649	612	579
3.5%	807	747	696	652	614
4.0%	884	811	750	699	655
4.5%	978	888	814	753	701
5.0%	1097	982	891	817	756

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

Tabela 3. VIGO System – wycena porównawcza

SPÓŁKA	Market Cap USD m	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			DY 2021E	CAGR Przychodów 2020-23E	CAGR Zysk netto 2020-23E	ROE 2021E
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E				
HAMAMATSU	10,237	44.9	37.5	35.4	24.1	20.4	18.9	0.6%	3.9%	7.0%	11.1%
TELEDYNE TECH	20,312	28.0	25.6	23.2	23.2	17.4	15.5	n.a.	23.3%	27.4%	13.5%
NIPPON CERAMIC	691	25.5	21.5	19.1	n.a.	n.a.	n.a.	1.8%	10.0%	20.0%	6.2%
II-VI INC	7,087	18.5	18.5	15.1	10.0	8.4	6.9	0.0%	5.8%	23.5%	16.0%
OPTEX GROUP	546	16.0	13.9	12.2	n.a.	n.a.	n.a.	1.8%	14.5%	51.6%	10.8%
VISUAL PHOTONICS	933	29.8	25.9	23.0	18.3	16.3	14.9	2.2%	19.7%	28.3%	27.5%
IPG PHOTONICS	8,899	32.4	27.8	23.1	16.5	14.0	12.5	0.0%	13.9%	34.4%	10.3%
MEDIANA		28.0	25.6	23.0	18.3	16.3	14.9	1.2%	13.9%	27.4%	11.1%
VIGO System	150	19.7	17.5	13.2	17.3	16.7	11.5	0.0%	26.0%	28.1%	21.5%
premia/dyskonto (do mediany)		-29%	-32%	-42%	-6%	2%	-23%				
Waga		25%	25%		25%	25%					

Wycena na akcję (PLN)

893.3

Źródło: IPOPEMA Research, Bloomberg

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

	2021E		Zmiana (%)	2022E		Zmiana (%)	2023E		Zmiana (%)
	Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie	
Przychody	67.6	68.1	-1%	79.4	82.1	-3%	107.0	104.6	2%
EBITDA	33.0	32.6	1%	37.3	40.7	-8%	53.9	51.9	4%
Znorm. zysk netto	25.2	24.8	2%	28.6	30.0	-5%	38.0	39.3	-3%

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

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

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

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

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

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

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

Załącznik 2 - ESG

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

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

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

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

Governance. Od dnia 21 listopada 2014 roku, gdy akcje VIGO System zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, spółka przyjęła i na bieżąco stosuje zasady ładu korporacyjnego określone przez GPW. Pozytywnie oceniamy fakt prowadzenia przejrzystej polityki korporacyjnej przejawiającej się m.in.: 1) brakiem transakcji z podmiotami powiązanymi, 2) rynkowym wynagrodzeniem zarządu, 3) transparentną polityką dywidendową, 4) stałymi i jasnymi zasadami polityki rachunkowości oraz wysoką jakością prezentowanych danych finansowych, 5) Raportowaniem sprzedaży spółki na koniec każdego kwartału kalendarzowego oraz przestrzeganiem terminów raportowania okresowego. Dobrą praktyką spółki jest także prezentacja strategii wraz z średniookresowymi celami finansowymi, których realizacja była jednak 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. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. 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, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należyta staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniana bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez 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 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 wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., OncoArendi Therapeutics S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A. i Impact Developer & Contractor S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model zdyskontowania 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 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 księgowo, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.

NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.

Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda 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 dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	powyżej 10%
Trzymaj	pomiędzy (włączając) -10% oraz 10%
Sprzedaj	poniżej -10%

IPOPEMA Research (1 lipca 2021 – 30 września 2021)

	Liczba	%
Kup	52	74%
Trzymaj	14	20%
Sprzedaj	4	6%
Suma	70	100%

Historia ratingu – VIGO System

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
02.08.2019	KUPUJ	380.0	330.0	Michał Wojciechowski
16.04.2020	KUPUJ	480.0	384.0	Michał Wojciechowski
29.07.2020	KUPUJ	650.0	550.0	Michał Wojciechowski
08.12.2020	KUPUJ	660.0	550.0	Michał Wojciechowski
19.05.2021	KUPUJ	850.0	760.0	Michał Wojciechowski
13.12.2021	KUPUJ	750.0	682.0	Michał Wojciechowski