

Aktualizacja raportu

- Bardzo dobre wyniki za 1Q17, wzrost portfela zamówień, intensyfikacja działań sprzedażowych.
- Prognozujemy 2017F EBITDA PLN18.3m, wzrost o 52% r/r, 8% powyżej celu spółki.
- Wycena P/E 17.6x na 2017F i 16.1x na 2018F z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych.

Wzrost epitaksjalny

Kurs akcji VIGO System wzrósł w ciągu ostatnich 12M o 57%, jednak naszym zdaniem nie dyskontuje jeszcze poprawy wyników i potencjału spółki. Biorąc pod uwagę konkurencyjne parametry detektorów VIGO, zintensyfikowane działania sprzedażowe i rozbudowę mocy produkcyjnych, prognozujemy, że spółka osiągnie CAGR przychodów i EPS w latach 2016-19F na poziomie odpowiednio 27% i 22%. Podnosimy nasze prognozy EBITDA o 8% do PLN18m (wzrost o 52% r/r, 8% powyżej celu spółki) w 2017F i o 6% do PLN22m (wzrost o 20% r/r) w 2018F. Na naszych prognozach, VIGO jest wyceniane z P/E 17.6x na 2017F i 16.1x na 2018F oraz EV/EBITDA 14.6x i 12.5x odpowiednio na najbliższe lata, z wysokim dyskontem do spółek porównywalnych. Dodatkowo, zwracamy uwagę na wskaźnik PEG (P/E do 3-letniego CAGR EPS), który dla VIGO wynosi 0.8x (vs. 2x dla spółek porównywalnych). Podwyższamy naszą cenę docelową do PLN468 ze względu na podniesienie prognoz i wzrost wskaźników spółek porównywalnych.

Bardzo dobre wyniki za 1Q17. Przychody wyniosły PLN6.3m, wzrosły o 34% r/r i były zgodne z szacunkowymi przychodami opublikowanymi wcześniej przez spółkę. Najbardziej wzrosły przychody w segmencie Przemysł – wyniosły PLN3.2m, wzrost o 53% r/r. EBITDA wyniosła PLN3.1m, wzrost o 118% r/r, 8% powyżej naszej prognozy. Zysk netto wyniósł PLN2.4m, wzrost o 160% r/r, 3% poniżej naszej prognozy głównie ze względu na wyższą amortyzację.

Intensyfikacja działań sprzedażowych, wzrost mocy produkcyjnych. Od 2016 r. VIGO rozbudowuje swój dział sprzedaży, który regularnie uczestniczy w zagranicznych konferencjach, organizuje warsztaty dla zagranicznych dystrybutorów i jeździ na roadshowy. Szczególnie perspektywiczny wydaje się być rynek azjatycki, który wg zarządu mógłby przyczynić się do podwojenia przychodów spółki. Zgodnie ze strategią VIGO na lata 2016-20, w 2H17 ma się rozpocząć budowa nowego zakładu, w którym moce produkcyjne mają wzrosnąć z obecnych 10-20 tys. do ok. 100 tys. detektorów rocznie.

Podwyższenie prognoz. Podnosimy naszą prognozę przychodów na 2017F o 4% do PLN35.6m (wzrost o 39% r/r), 11% niżej od celu spółki. Szacujemy EBITDA na poziomie PLN18.3m, wzrost o 52% r/r, o 8% więcej od prognozy zarządu, o 8% więcej od naszej poprzedniej prognozy. W 2018F, spodziewamy się przychodów na poziomie PLN44m, wzrost o 24% r/r, o 2% więcej niż prognozowaliśmy poprzednio i EBITDA PLN22m, wzrost o 20% r/r, o 6% więcej od naszej poprzedniej prognozy.

Wycena. Na naszych prognozach akcje VIGO są obecnie wyceniane na mnożnikach P/E 17.6x na 2017F i 16.1x na 2018F oraz EV/EBITDA 14.6x na 2017F i 12.5x na 2018F. Mnożniki przekładają się na dyskonto od kilku do kilkudziesięciu procent do bezpośrednich konkurentów (Hamamatsu, Teledyne), co naszym zdaniem nie jest uzasadnione biorąc pod uwagę ponad dwukrotnie wyższą marżę EBITDA VIGO i atrakcyjny wskaźnik PEG na poziomie 0.8x.

VIGO System: Prognozy i wskaźniki wyceny (PLNm)

	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Przychody	20.5	25.6	25.6	35.6	44.3	52.0
Znorm. EBIT	8.1	10.0	10.5	15.6	17.3	19.9
Znorm. EBITDA	9.6	11.7	12.7	18.3	22.0	25.9
Znorm. Zysk netto	8.0	9.8	10.7	15.4	16.8	19.4
P/E	33.8	27.5	25.4	17.6	16.1	14.0
EV/EBITDA	27.1	22.3	20.5	14.6	12.5	10.3
Stopa dywidendy	2.6%	1.5%	1.7%	2.2%	3.4%	3.7%

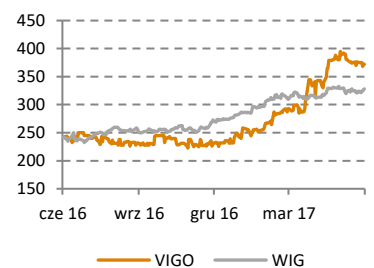
Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	468
Cena bieżąca (PLN)	372
Potencjał wzrostu/spadku	26%
Poprzednia cena docelowa (PLN)	277
Min (52T)	218
Max (52T)	395
Liczba akcji (m)	0.73
Kapitalizacja (PLNm)	271
Dług netto (2017F, PLNm)	-3.3
EV (2017F, PLNm)	267.9
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.41

Akcjonariat	
Warsaw Equity Group	14.3%
Józef Piotrowski	11.9%
Janusz Kubrak	6.6%
Jadwiga Nowak	5.8%
Mirosław Grudzień	5.8%
Investors TFI	5.8%
Pozostali	49.9%

Opis spółki
VIGO System specjalizuje się w produkcji niechłodzonych fotonowych detektorów podczerwieni. Korzenie firmy sięgają 1987 roku i wywodzą się ze środowiska naukowego Wojskowej Akademii Technicznej. Dzięki prowadzonym pracom badawczo-rozwojowym i współpracy z ośrodkami badawczymi spółka nieustannie utrzymuje się w gronie światowych liderów technologicznych w dziedzinie fotoniki. Produkty spółki znajdują coraz szersze zastosowania w takich dziedzinach przemysłu takich jak: techniki wojskowe, kolejnictwo, energetyka czy medycyna.

VIGO vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Beata Szparaga-Wańiewska, CFA
Wicedyrektor Działu Analiz
Doradca inwestycyjny nr 597
(+48) 22 378 9169
Beata.Szparaga@vestor.pl

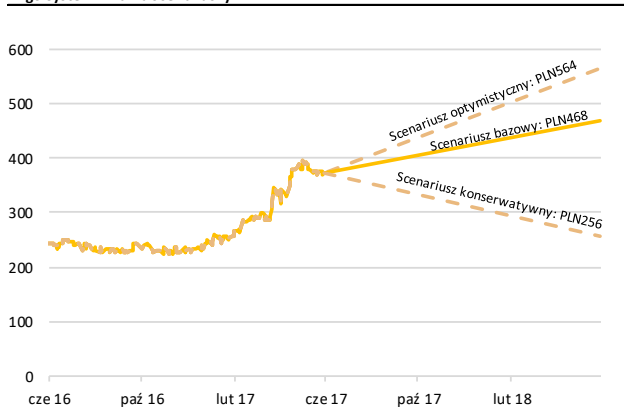
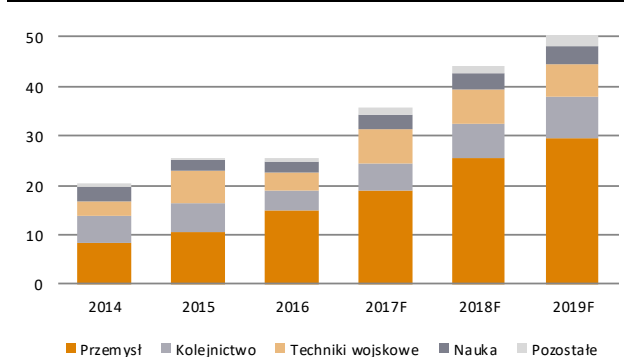
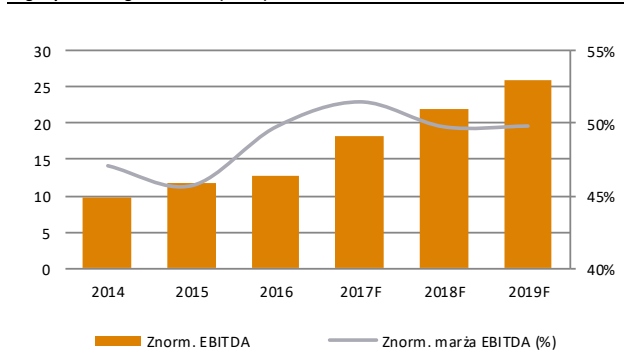
Vigo System: Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Przychody	20.5	25.6	25.6	35.6	44.3	52.0
Zużycie materiałów i energii	-3.6	-4.7	-3.9	-5.5	-6.8	-8.0
Wynagrodzenia i ubezpieczenia	-6.3	-7.3	-6.7	-8.2	-11.8	-14.2
Amortyzacja	-1.5	-1.7	-2.2	-2.7	-4.8	-6.0
Usługi obce	-0.9	-1.0	-1.3	-1.7	-2.1	-2.4
Pozostałe	-1.2	-1.6	-1.8	-2.8	-3.2	-3.6
Pozostała działalność operacyjna	0.0	0.3	0.3	0.8	1.6	2.1
EBITDA	8.9	11.3	12.0	18.3	22.0	25.9
Znorm. EBITDA	9.6	11.7	12.7	18.3	22.0	25.9
EBIT	7.4	9.6	9.9	15.6	17.3	19.9
Koszty finansowe netto	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.3	-0.3
Zysk brutto	7.3	9.5	10.1	15.6	17.0	19.6
Podatek	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
Zysk netto	7.3	9.4	10.0	15.4	16.8	19.4
Znorm. zysk netto	8.0	9.8	10.7	15.4	16.8	19.4
Bilans (PLNm)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Rzeczowe aktywa trwałe	12.3	16.2	19.3	31.9	45.0	42.0
Wartości niematerialne i prawne	1.0	2.7	6.2	8.1	10.6	11.5
Nakłady na prace rozwojowe	0.0	0.8	3.4	4.8	7.8	11.7
Inne aktywa trwałe	0.1	0.0	0.0	3.0	3.0	3.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	12.4	12.0	10.8	12.2	12.7	14.9
Należności	2.4	3.8	4.3	5.8	7.2	8.4
Zapasy	1.9	2.3	2.8	3.9	4.8	5.7
Rozliczenia międzyokresowe	3.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Nakłady na prace rozwojowe	0.0	3.8	3.3	5.2	6.2	7.4
Aktywa razem	33.2	41.8	50.4	75.1	97.6	104.8
Dług	2.6	1.5	0.5	8.9	16.4	10.3
Zobowiązania handlowe	0.2	0.5	0.6	0.8	1.0	1.1
Inne zobowiązania krótkoterminowe	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9
Rozliczenia międzyokresowe	4.9	6.5	10.0	15.9	22.5	25.9
Rezerwy	0.2	0.4	1.3	1.8	2.2	2.6
Zobowiązania i rezerwy razem	8.3	9.4	12.7	28.0	42.9	40.8
Kapitały własne	25.0	32.4	37.7	47.1	54.7	64.0
Pasywa	33.2	41.8	50.4	75.1	97.6	104.8
Dług netto	-9.8	-10.5	-10.3	-3.3	3.7	-4.6
Przepływy pieniężne (PLNm)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Zysk netto	7.3	9.4	10.0	15.4	16.8	19.4
Zmiany w kapitale obrotowym	-0.8	0.0	-2.5	-2.3	-2.0	-1.7
Amortyzacja	1.5	1.7	2.2	2.7	4.8	6.0
Inne zmiany niepieniężne	-2.4	-1.2	-0.6	-0.6	-1.2	-1.7
Przepływy z działalności operacyjnej	5.6	9.9	9.1	15.3	18.4	21.9
Nakłady na środki trwałe	-1.7	-6.0	-6.0	-14.8	-17.8	-1.1
Nakłady na prace rozwojowe	0.0	-1.5	-3.9	-6.0	-7.1	-8.4
Inne przepływy inwestycyjne	-0.8	5.1	0.0	-3.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2.5	-2.4	-9.9	-23.8	-24.9	-9.4
Zmiany w kapitale własnym netto	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany zadłużenia netto	0.4	-0.8	-0.8	8.5	7.5	-6.2
Dywidendy	-6.9	-4.1	-4.7	-6.0	-9.3	-10.1
Dotacje	0.0	2.0	5.1	7.5	9.0	6.3
Inne przepływy finansowe	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.3	-0.3
Przepływy z działalności finansowej	-1.6	-3.0	-0.4	9.9	7.0	-10.3
Zmiana stanu gotówki	1.5	4.6	-1.3	1.4	0.5	2.2
Wskaźniki	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Dynamiki wzrostu						
Wzrost przychodów (%)	-0.8%	25.0%	-0.1%	39.3%	24.4%	17.4%
Wzrost EBITDA (%)	6.0%	26.6%	6.8%	52.1%	20.2%	17.5%
Wzrost zysku netto (%)	5.0%	29.4%	6.1%	54.1%	9.2%	15.3%
Marże						
Marża brutto (%)	52.7%	55.2%	59.5%	66.0%	60.0%	57.2%
Znorm. marża EBITDA (%)	47.1%	45.7%	49.7%	51.5%	49.7%	49.8%
Marża EBIT (%)	36.1%	37.4%	38.7%	43.9%	39.0%	38.3%
Marża zysku netto (%)	35.6%	36.9%	39.1%	43.3%	38.0%	37.3%
Na akcję						
Liczba akcji (średnia ważona, mln)	0.712	0.729	0.729	0.729	0.729	0.729
Znorm. Zysk na akcję (PLN)	10.2	12.9	13.7	21.1	23.1	26.6
Wartość księgowa na akcję (PLN)	35	44	52	65	75	88
Dywidenda na akcję (PLN)	9.5	5.6	6.5	8.2	12.7	13.9
FCF na akcję (PLN)	9.5	7.3	4.8	-2.1	2.7	25.1
Dźwignia i stopy zwrotu						
Dług netto/EBITDA (x)	-1.1	-0.9	-0.9	-0.2	0.2	-0.2
Dług netto/Kapitały własne (x)	-0.4	-0.3	-0.3	-0.1	0.1	-0.1
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	11.2	11.2	14.5	2.6	1.7	3.0
Cykl konwersji gotówki (dni)	91.1	79.0	109.6	127.7	121.5	119.8
ROA (%)	23.5%	25.2%	21.7%	24.6%	19.5%	19.2%
ROIC (%)	31.7%	32.3%	29.1%	32.9%	26.9%	27.1%
ROE (%)	32.7%	32.9%	28.6%	36.4%	33.1%	32.7%
Wskaźniki wyceny						
P/E (x)	33.8	27.5	25.4	17.6	16.1	14.0
EV/EBITDA (x)	27.1	22.3	20.5	14.6	12.5	10.3
EV/Sprzedaż (x)	12.8	10.2	10.2	7.5	6.2	5.1
P/BV (x)	10.9	8.4	7.2	5.8	5.0	4.2
Stopa FCF (%)	2.5%	2.0%	1.3%	-0.6%	0.7%	6.8%
Stopa dywidendy (%)	2.6%	1.5%	1.7%	2.2%	3.4%	3.7%

Przychody wg segmentów (PLNm)		2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Przemysł	8.3	10.4	15.1	18.8	25.6	29.4	
Kolejnictwo	5.6	6.1	4.0	5.8	7.0	8.4	
Techniki wojskowe	2.9	6.4	3.6	6.9	6.9	6.9	
Nauka	3.0	2.1	2.1	3.0	3.3	3.6	
Pozostałe	0.6	0.6	0.8	1.1	1.5	3.7	
Przychody	20.5	25.6	25.6	35.6	44.3	52.0	

Vigo System: Analiza scenariuszy

	Optymistyczny	Bazowy	Konserwatywny
Przychody 2017F	40.6	35.6	33.2
Przychody 2020F	80.5	60.5	36.2
EBITDA 2017F	21.3	18.3	16.3
EBITDA 2020F	36.8	29.1	16.8
12M cena docelowa	564	468	256
Potencjał wzrostu	52%	26%	-31%

Vigo System: Analiza scenariuszy

Vigo System: Prognoza przychodów (PLNm)

Vigo System: Prognoza EBITDA (PLNm)

Główne ryzyka do naszych prognoz i wyceny

Za główne czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji uważamy: (1) brak długoterminowego portfela zamówień; (2) ryzyko, że nowe moce produkcyjne nie będą wykorzystywane; (3) dostępność dotacji; (4) ryzyko pojawienia się konkurencyjnej technologii; (5) ryzyko walutowe; (6) ryzyko podaży akcji.

Ostatnie wydarzenia

Realizacja strategii VIGO2020

Zgodnie ze strategią VIGO na lata 2016-20 opublikowaną w marcu 2016 r., spółka realizuje program inwestycyjny – budowę nowego zakładu. W dniu 25 kwietnia spółka uzyskała pozwolenie na budowę nowego zakładu. Rozpoczęto postępowanie przetargowe dotyczące generalnego wykonawcy, wyposażenia i systemu zarządzania produkcją. Zgodnie z pierwotnym harmonogramem inwestycji, zakończenie inwestycji jest obecnie planowane na połowę 2018 r., a przeprowadzka do nowego zakładu i stopniowe zwiększanie skali produkcji ma nastąpić w 2H18. W nowym zakładzie, moce produkcyjne mają wzrosnąć z obecnych 10-20 tys. detektorów rocznie do ok. 100 tys. detektorów. Dla porównania, w 2016 r. spółka sprzedała 5.3 tys. detektorów (o 21% więcej r/r). Capex na nowy zakład jest planowany na PLN13.8m w 2017 r. i PLN16.8m w 2018 r., z czego PLN6m ma być sfinansowane z dotacji.

Rysunek 1. VIGO System: Wizualizacja siedziby spółki po wybudowaniu nowego zakładu



Źródło: Dane spółki

W ramach strategii na lata 2016-20, spółka postawiła sobie za cel osiągnięcie przychodów na poziomie PLN40m w 2017 r. (co oznaczałoby wzrost o 56% r/r) i PLN80m w 2020 r. oraz EBITDA PLN17m w 2017 r. (wzrost o 34% r/r na poziomie znormalizowanym) i PLN30m w 2020 r. Na ostatniej konferencji zarząd podtrzymał cel osiągnięcia PLN40m przychodów w 2017 r., zaznaczając, że jest on możliwy do zrealizowania przy założeniu pozyskania kolejnego zlecenia od Zodiac (do końca czerwca), utrzymania zamówień z PCO i utrzymania dynamiki sprzedaży dla klientów w segmencie przemysł (ok. 20% r/r). W naszych prognozach, konserwatywnie nie zakładamy dodatkowego zamówienia od Zodiac i prognozujemy przychody na poziomie PLN36m, 11% poniżej prognozy zarządu. Jednakże, na poziomie EBITDA spodziewamy się wyniku PLN18m, 8% powyżej celu spółki gdyż uważamy założoną przez spółkę marżowość za konserwatywną.

Działania sprzedażowe

Przed 2016 r., sprzedaż w VIGO System opierała się głównie na wieloletnich relacjach z kluczowymi klientami i na działalności dystrybutorów, natomiast spółka sama nie prowadziła skoordynowanych działań mających na celu pozyskiwanie nowych klientów. W zeszłym roku spółka wzmocniła swój dział sprzedaży (zatrudnienie wzrosło z 3 do 5 osób) i rozpoczęła prowadzenie aktywnej polityki sprzedażowej. W konsekwencji, koszty sprzedaży wzrosły z PLN1.1m w 2015 r. do PLN1.7m w 2016 r. Zespół sprzedażowy VIGO uczestniczy w zagranicznych konferencjach oraz organizuje warsztaty dla zagranicznych dystrybutorów w siedzibie spółki – pierwsza edycja warsztatów została zorganizowana we wrześniu 2016 r., w tym roku są planowane kolejne. W 2016 r. pozyskano nowych dystrybutorów z Chin, Meksyku i Korei oraz zaktywizowano dotychczasowych. Szczególnie perspektywiczne wydają

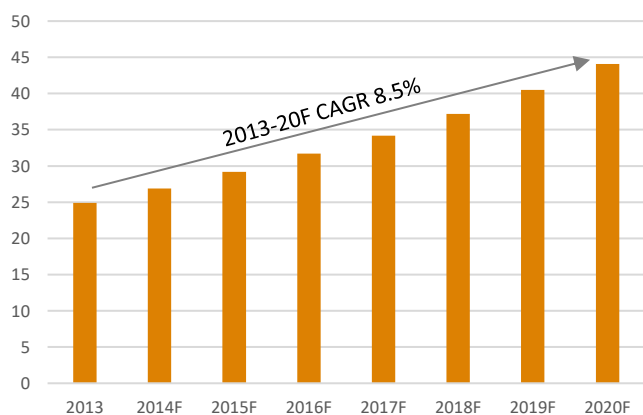
się być rynki chiński i japoński, zarząd liczy, że w dłuższym terminie odbierze część tego rynku konkurencji.

W tym roku spółka uczestniczyła w kilku konferencjach, m.in. w największych targach fotoniki na świecie – SPIE Photonics West w San Francisco. Przedstawiciele VIGO System odbyli również wizyty u obecnych i potencjalnych klientów przemysłowych i medycznych w USA, u których widać perspektywę na wzrost zapotrzebowania na detektory. W Chinach, spółka spotkała się z producentami sensorów kolejowych i analizatorów gazu, wysłała do nich próbki detektorów, które wróciły już z pozytywnym feedbackiem (detektory VIGO są lepsze od amerykańskiej konkurencji). Potencjalna współpraca z tymi klientami mogłaby wg zarządu przełożyć się na podwojenie przychodów VIGO. W 2017 r. spółka realizuje dla chińskich klientów z segmentu kolejnictwa niewielkie zamówienia (kilkadziesiąt – kilkaset sztuk), w przyszłym roku liczy na więcej, a docelowo co najmniej PLN5m/rocznie przychodów. Na rynku europejskim, spółka wystawiała się ostatnio na konferencji w Hannoverze i odbyła również roadshow po dotychczasowych i potencjalnych klientach. W najbliższym czasie VIGO rozpocznie współpracę z nowym dystrybutorem we Francji, ostatnio pozyskano też nowego dystrybutora na Chiny (w segmencie przemysłowym).

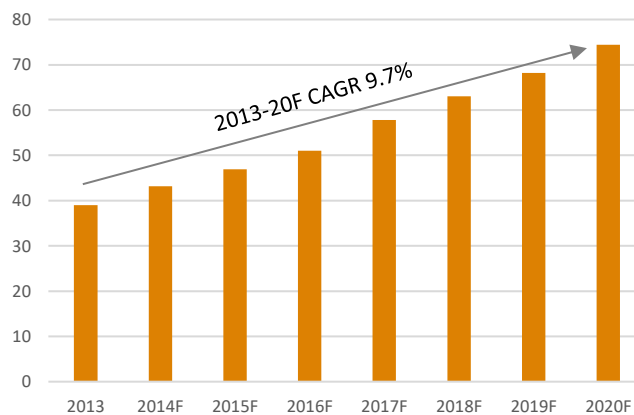
Rozwój nowych produktów - detektory MBE (arsenek galowo-indowy)

VIGO od 2015 r. rozwija nową technologię produkcji detektorów – opartą o metodę MBE (*Molecular Beam Epitaxy* – epitaksja z wiązek molekularnych). W 1Q17 spółka zakończyła I etap prac rozwojowych związanych z wdrożeniem technologii MBE, według zarządu uzyskano parametry lepsze od konkurencji. Pierwsze prototypy zostały wysłane do klientów, wg zarządu feedback jest pozytywny. W czerwcu spółka opublikuje swój nowy katalog, w którym po raz pierwszy znajdą się detektory MBE, odbędą się wówczas również warsztaty dla dystrybutorów. VIGO spodziewa się pierwszych przychodów z detektorów MBE w 2H17. Celem zarządu jest aby detektory MBE stanowiły ok. 40% sprzedaży w 2020 r.

Wykres 1. Prognoza globalnego rynku detektorów opartych o technologię MCT (stop kadmu i tellurku rtęci, US\$m)



Wykres 2. Prognoza globalnego rynku detektorów opartych o technologię MBE (arsenek galowo-indowy, US\$m)



Źródło: MarketsandMarkets, pt. "GLOBAL IR DETECTOR MARKET (2013-2020)", 2014

Źródło: MarketsandMarkets, pt. "GLOBAL IR DETECTOR MARKET (2013-2020)", 2014

MBE to technologia wytwarzania warstw półprzewodnikowych polegająca na osadzaniu kolejnych, atomowej grubości, warstw materiału na podłożu krystalicznym przez parowanie w bardzo wysokiej próżni pierwiastków z komórek efuzyjnych. Detektory MBE są odporniejsze na narażenia, bardziej jednorodne i tańsze w produkcji, w ich produkcji – w przeciwieństwie do detektorów MCT (które stanowią większość przychodów VIGO), nie wykorzystuje się rtęci, kadmu i telluru, a zastosowanie znajdują one w medycynie, kontroli procesów przemysłowych, monitoringu środowiska, bezpieczeństwie i wojsku.

Wg raportu „Global IR detector market in 2013-2020” wartość rynku detektorów podczerwieni opartych o technologię MBE może wzrosnąć z US\$39m w 2013 r. do US\$74m w 2020F (średnioroczna

stopa wzrostu 9.7%). Konkurencja VIGO - Teledyne Technologies i Hamamatsu, od paru lat sprzedaje detektory MBE, jednak według spółki, detektory MBE rozwijane przez VIGO we współpracy z WAT charakteryzują się lepszymi parametrami.

Wypłata dywidendy

W dniu 24 maja WZA przegłosowało wypłatę dywidendy. VIGO System wypłaci DPS PLN8.24 (stopa dywidendy: 2.2%), co przekłada się na stopę wypłaty dywidendy na poziomie 60% zysku netto. Polityka dywidendowa spółki zakłada wypłatę co najmniej 50% zysku, w 2016 r. VIGO wypłaciło 50% zysku z 2015 r. czyli DPS PLN6.49.

Wyniki za 1 kwartał 2017 r.

- W 1Q17 przychody wyniosły PLN6.3m, wzrosły o 34% r/r i były zgodne z szacunkowymi przychodami opublikowanymi wcześniej przez spółkę.
- W 1Q17, podobnie jak w 4Q16 najbardziej wzrosły przychody w segmencie Przemysł – wyniosły PLN3.2m, wzrost o 53% r/r głównie ze względu na intensyfikację współpracy z producentami analizatorów gazu. Sprzedaż w segmencie Kolejnictwa wyniosła PLN1.6m, wzrost o 29% r/r dzięki wysokiemu wykonaniu kontraktu z Caterpillar. Segment Nauka przyniósł sprzedaż PLN0.8m (wzrost o 46% r/r). Techniki wojskowe odnotowały sprzedaż PLN0.7m (wzrost o 5% r/r, w 1Q17 spółka zrealizowała 20% kontraktu z Zodiac Aerotechnics, którego wartość wynosi EUR765k).
- Marża brutto na sprzedaży wyniosła 65% vs. 42% w 1Q16, powyżej naszej prognozy (60%) głównie ze względu na zmianę zasad rachunkowości – część kosztów wcześniej ujmowanych w koszcie wytworzenia przypada obecnie na koszty ogólnego zarządu.
- Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły PLN2m vs. PLN1.3m w 1Q16, lekko powyżej naszych założeń (PLN1.6m) ze względu na powyższą zmianę zasad rachunkowości.
- Wynik na pozostałej działalności operacyjnej był dodatni i wyniósł PLN0.4m (vs. PLN0.3m w 1Q16), zgodnie z naszą prognozą.
- EBITDA wyniosła PLN3.1m, wzrost o 118% r/r, 8% powyżej naszej prognozy.
- EBIT wyniósł PLN2.5m, wzrost o 162% r/r, 1% poniżej naszej prognozy przez wyższą niż zakładaliśmy amortyzację (PLN0.6m vs. PLN0.5m w 1Q16 vs. nasza prognoza PLN0.4m).
- Wynik na działalności finansowej był bliski zeru, podobnie jak efektywna stopa podatku.
- Zysk netto wyniósł PLN2.4m, wzrost o 160% r/r, 3% poniżej naszej prognozy.
- Cash flow operacyjny wyniósł PLN2.2m, wzrost o 67% r/r. Cash flow operacyjny przed zmianami kapitału obrotowego wyniósł PLN3m, wzrost o 109% r/r. W 1Q17 spółka otrzymała PLN2.2m dotacji (są one prezentowane w przepływach z działalności finansowej). Gotówka netto wyniosła PLN11.9m vs. PLN7.8m w 1Q16 vs. PLN10.4m w 4Q16.

W 1Q17 przychody wzrosły o 34% r/r i były zgodne z szacunkowymi, EBITDA wyniosła PLN3.1m, wzrost o 118% r/r, 8% powyżej naszej prognozy

Tabela 2. VIGO System: Wyniki za 1Q17 (PLNm)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	% r/r	1Q17F Vestor	1Q17 vs. Vestor
Przychody	4.7	7.0	6.2	7.7	6.3	34%	6.3	0%
EBIT	0.9	2.9	2.9	3.2	2.5	162%	2.5	-1%
EBITDA	1.4	3.6	3.6	3.4	3.1	118%	2.9	8%
Znorm. EBITDA	1.4	3.6	3.6	4.1	3.1	118%	2.9	8%
Zysk netto	0.9	3.0	2.7	3.3	2.4	160%	2.5	-3%
Znorm. zysk netto	0.9	3.0	2.7	4.0	2.4	160%	2.5	-3%

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Prognozy finansowe

Tabela 3. VIGO System: Zmiana prognoz, porównanie z celem zarządu (PLNm)

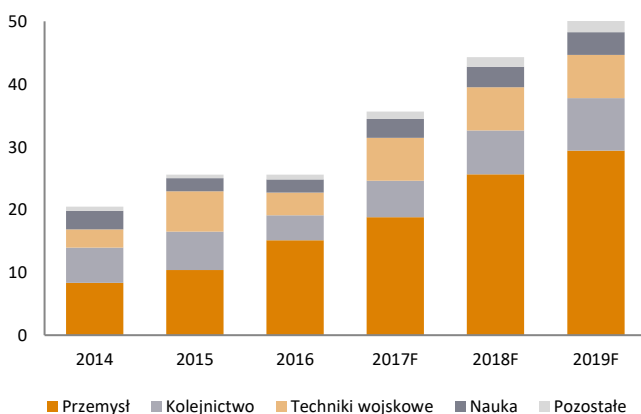
	2017F					2018F				
	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)	% r/r	Cel spółki	Vestor vs. spółka	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)	% r/r
Przychody	35.6	34.3	4%	39%	40	-11%	44.3	43.2	2%	24%
EBIT	15.6	13.3	17%	58%			17.3	15.2	13%	10%
marża operacyjna	43.9%	38.8%	-	-			39.0%	35.2%	-	-
EBITDA	18.3	17.0	8%	52%	17	8%	22.0	20.8	6%	20%
marża EBITDA	51.5%	49.4%	-	-			49.7%	48.1%	-	-
Zysk netto	15.4	13.0	18%	54%			16.8	14.5	16%	9%
marża netto	43.3%	38.0%	-	-			38.0%	33.4%	-	-
Dług netto	-3.3	-2.8	n.d.	n.d.			3.7	11.2	-67%	n.d.
Cash flow operacyjny	15.3	15.2	1%	69%			18.4	19.2	-4%	20%
Capex	23.8	17.3	38%	140%			24.9	37.9	-34%	5%
DPS	8.2	6.4	28%	27%			12.7	8.9	42%	54%
FCF	-1.5	-2.3	n.d.	n.d.			2.0	-6.8	n.d.	n.d.

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Podnosimy naszą prognozę przychodów na 2017F o 4% do PLN35.6m (wzrost o 39% r/r). Nasza prognoza jest jednocześnie o 11% niższa od celu spółki opublikowanego w ramach strategii na lata 2016-20. W naszych szacunkach konserwatywnie nie zakładamy dodatkowego zlecenia od Zodiac Aerotechnics, co jest wg zarządu warunkiem koniecznym do realizacji PLN40m przychodów w tym roku. Spodziewamy się, że techniki wojskowe będą najszybciej rosnącym segmentem przychodów w 2017 r. (PLN6.9m, wzrost o 91% r/r) ze względu na podpisany pod koniec 2016 r. kontrakt z Zodiac Aerotechnics na EUR765k i brak współpracy z tym klientem w 2016 r. Drugim najszybciej rosnącym segmentem naszym zdaniem powinno być kolejnictwo, gdzie prognozujemy 45% wzrostu przychodów r/r do PLN5.8m w konsekwencji większego wykorzystania dotacji z nowej perspektywy UE w kolejnictwie. W segmencie przemysł – który w 4Q16 i 1Q17 był głównym czynnikiem wzrostu przychodów, prognozujemy sprzedaż PLN18.8m, wzrost o 24% r/r. Zakładamy poprawę marży EBITDA z 47% w 2016 r. do 52% w 2017F ze względu na efekt dźwigni operacyjnej i szacujemy EBITDA na poziomie PLN18.3m, wzrost o 52% r/r, o 8% więcej od celu zarządu i jednocześnie o 8% więcej od naszej poprzedniej prognozy. Prognozujemy wzrost amortyzacji z PLN2.2m do PLN2.7m w 2017F i w konsekwencji spodziewamy się zysku operacyjnego PLN15.6m, wzrost o 58% r/r. Spodziewamy się neutralnego wyniku na działalności finansowej, niewielkiego podatku i w konsekwencji prognozujemy zysk netto PLN15.4m, wzrost o 54% r/r.

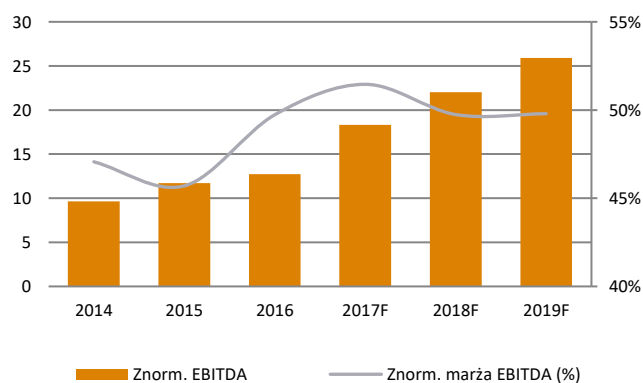
Nasza prognoza na 2017F jest 11% poniżej celu spółki na przychodach, 8% powyżej na poziomie EBITDA

Wykres 4. VIGO System: Prognoza przychodów (PLNm)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

Wykres 5. VIGO System: Prognoza EBITDA (PLNm)

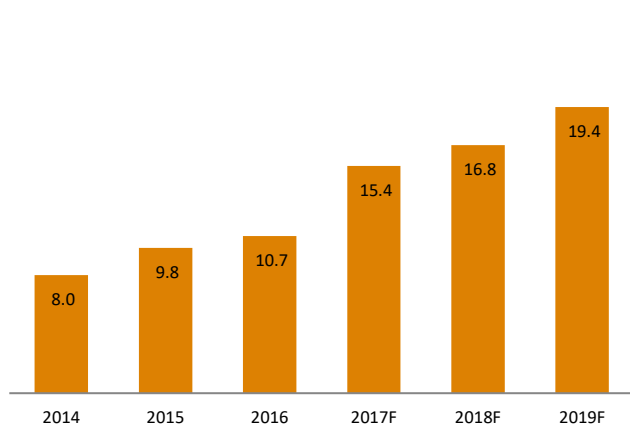


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

W 2018F, spodziewamy się przychodów na poziomie PLN44m, wzrost o 24% r/r, o 2% więcej niż prognozowaliśmy poprzednio. Spodziewamy się, że przemysł będzie najszybciej rosnącym segmentem przychodów – szacujemy sprzedaż na poziomie PLN25.6m, wzrost o 36% r/r. Zakładamy 20% wzrostu r/r w segmencie kolejnictwo, 10% w segmencie nauka, oraz konserwatywnie zakładamy płaskie przychody w segmencie techniki wojskowe. Zakładamy lekkie pogorszenie marży EBITDA z 52% w 2017F do 50% w 2018F ze względu na oczekiwany wzrost kosztów osobowych (wzrost zatrudnienia i wypłata członkom zarządu premii w kwocie 1% zysku netto osiągniętego w 2015-17 czyli łącznie PLN0.7m na naszych prognozach) i prognozujemy EBITDA PLN22m, wzrost o 20% r/r. Zakładamy wzrost amortyzacji po zakończeniu budowy nowego zakładu do PLN4.8m w 2018F z PLN2.7m w 2017F i spodziewamy się zysku operacyjnego PLN17.3m, wzrost o 10% r/r. Prognozujemy niewielkie koszty finansowe netto i niską efektywną stopę podatku i spodziewamy się zysku netto na poziomie PLN16.8m, wzrost o 9% r/r.

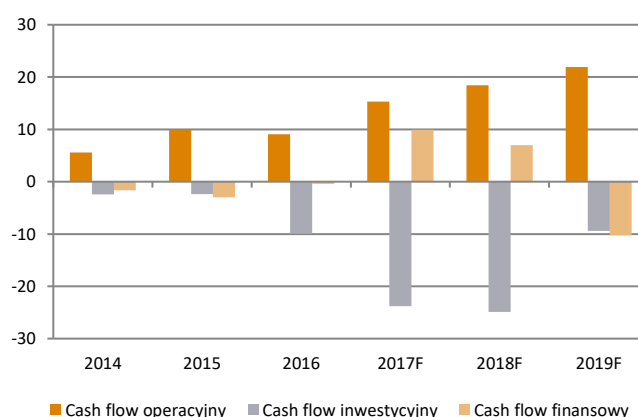
W 2018F prognozujemy 24% wzrostu przychodów i 20% wzrostu EBITDA

Wykres 6. VIGO System: Prognoza zysku netto (PLNm)



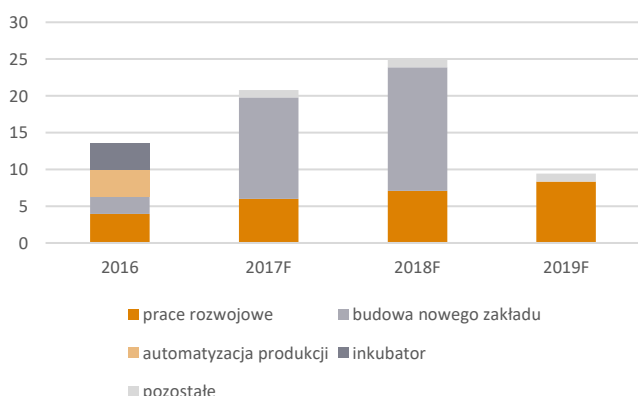
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

Wykres 7. VIGO System: Prognoza przepływów pieniężnych (PLNm)



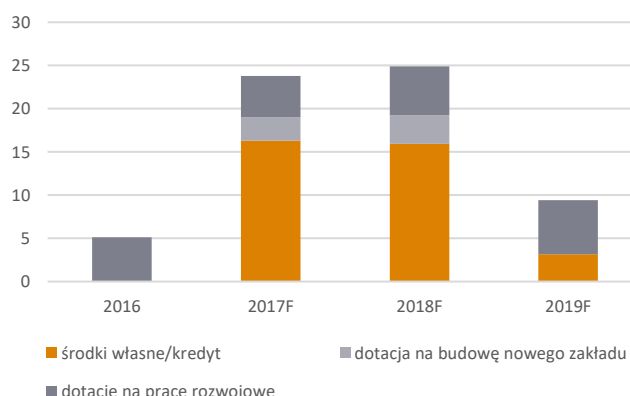
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

Wykres 8. VIGO System: Prognoza capexu (PLNm)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

Wykres 9. VIGO System: Źródła finansowania capexu (PLNm)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

Zakładamy nakłady inwestycyjne na poziomie PLN23.8m w 2017F i PLN24.9m w 2018F. Większość capexu stanowi budowa nowego zakładu (wzrost mocy produkcyjnych z obecnych 10-20 tys. detektorów rocznie do ok. 100 tys. detektorów) – odpowiednio PLN13.8m i 16.8m w tym i przyszłym roku, zgodnie z planowanymi przez spółkę nakładami. Na razie nie zakładamy realizacji II etapu rozbudowy mocy produkcyjnych, na który nakłady mogłyby wynieść PLN23-25m gdyż w horyzoncie naszej prognozy nie zakładamy takiego wzrostu przychodów, który uzasadniałyby dalszą rozbudowę

mocy. Prognozujemy nakłady na prace badawczo-rozwojowe w kwocie PLN6m w 2017F i PLN7.1m w 2018F oraz PLN3m nakładów na inkubator VIGO WE Innovation w 2017F. Zakładamy, że dotacje wyniosą PLN7.5m w 2017F i PLN9m w 2018F. W konsekwencji, prognozujemy gotówkę netto PLN3.3m w 2017F (vs. PLN10.3m w 2016) i PLN3.7m długu netto w 2018F.

Wycena

Wyceniamy VIGO System przy użyciu dwóch metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Wycenę porównawczą oparliśmy o grupę spółek technologicznych działających w zbliżonych do VIGO segmentach rynku. W oparciu o wartość godziwą ustaliśmy 12-miesięczną cenę docelową dla akcji VIGO na poziomie PLN468, 26% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Wycena metodami DCF i porównawczą

Tabela 4. VIGO System: Podsumowanie wyceny (PLN/akcję)

DCF	376.2	50%
Wycena porównawcza (2017-18F)	484.1	50%
Wycena kapitału własnego	430.2	
Koszt kapitału własnego	9%	
12M cena docelowa	468.0	
Cena bieżąca	372.0	
Potencjał wzrostu	26%	

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena DCF

Tabela 5. VIGO System: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału

Dług/(dług+kapitał własny)	11.9
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.7
Premia za ryzyko rynkowe (%)	4.5
Beta (x)	1.1
Koszt kapitału własnego (%)	8.7
Koszt długu (%)	3.8
Koszt długu po podatku (%)	3.7
WACC (%)	8.1

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 6. VIGO System: Wycena DCF (PLNm)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	> 2021F
Przychody	35.6	44.3	52.0	60.5	70.3	70.3
Znorm. EBIT*	14.5	15.3	17.4	20.0	23.0	23.0
Efektywna stopa podatkowa (%)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	10.0
Podatek od EBIT	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	2.3
NOPAT	14.4	15.1	17.2	19.8	22.7	20.7
Amortyzacja	2.7	4.8	6.0	6.4	6.9	6.9
Zmiany w kapitale obrotowym	-2.3	-2.0	-1.7	-1.9	-2.2	-1.4
Capex (netto, uwzględniając dotacje)	-16.3	-15.9	-3.1	-3.6	-4.0	-6.9
Wolne przepływy pieniężne	-1.5	2.0	18.3	20.7	23.3	19.3
Czynnik dyskontowy (%)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
Wartość bieżąca FCF	-1.4	1.7	14.5	15.1	15.8	
Wartość bieżąca FCF 2017-21	46.3					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	2.1%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	222.1					
Wartość przedsiębiorstwa	268.4					
Kapitały mniejszości	0.0					
Dług netto (1Q17)	-11.9					
Dywidenda	-6.0					
Wartość kapitału własnego (PLNm)	274.3					
Liczba akcji (m)	0.7					
Wartość godziwa (PLN/akcję)	376.2					

*EBIT znormalizowany o niegotówkowe rozliczenie dotacji (proporcjonalne do amortyzacji nakładów)

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 7. VIGO System: Wrażliwość modelu DCF

	Premia za ryzyko rynkowe (%)		
	3.5%	4.5%	5.5%
0.0%	335.8	291.7	257.1
1.0%	381.5	325.1	282.4
2.0%	454.9	376.2	319.7
2.5%	486.9	397.5	334.7
3.0%	538.9	431.1	357.9

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena porównawcza

Grupę spółek porównywalnych zbudowaliśmy w oparciu o globalne spółki działające w dziedzinie fotoniki i optoelektroniki, w tym o bezpośrednich konkurentów VIGO w zakresie produkcji detektorów jak Hamamatsu i Teledyne Technologies czy światowego lidera w dziedzinie systemów termowizyjnych Flir Systems.

Wycenę metoda porównawczą oparliśmy o mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2017-18F. Mnożnikom przypisaliśmy równe wagi, wycena porównawcza implikuje wartość godziwą VIGO na poziomie PLN484/ akcję.

Tabela 8. VIGO System: Wycena porównawcza

	Kraj	Kurs (08/06/17)	Kapitalizacja (USDm)	Średni dzienny obrot (3M, USDm)	Stopa zwrotu		P/E			EV/EBITDA			P/BV 2017F	ROE 2017F	Marża EBITDA (2017F)	DY 2017F	2016-19F CAGR		PEG*	
					1M	12M	2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F					Przychody	EPS		
VIGO System	PL	372.0	72	0.1	0.1%	57.1%	17.7	16.2	14.1	14.7	12.6	10.4	5.8	36.4	51%	2.2%	27%	22%	0.8	
Producenci fotoniki i optoelektroniki																				
HAMAMATSU	JP	3475.0	5 276	14.5	-0.1%	20.0%	33.1	30.0	27.0	15.6	13.7	12.5	3.1	9.4	25%	1.0	3%	11%	3.1	
TELEDYNE	US	131.1	4 626	17.6	-2.0%	30.7%	24.9	20.7	19.9	n.a.	n.a.	n.a.	2.9	n.a.	16%	n.a.	9%	8%	3.2	
FLIR SYSTEMS	US	37.4	5 097	26.6	1.1%	20.8%	20.1	18.2	17.6	12.4	11.3	10.2	3.0	13.6	23%	1.5	7%	10%	2.1	
ZHEJIANG DALI	CN	7.9	534	11.0	-10.3%	-33.4%	65.9	49.4	26.4	n.a.	n.a.	n.a.	3.7	4.0	17%	0.4	n.a.	62%	1.1	
NIPPON CERAMIC	JP	2740.0	662	2.3	12.9%	43.2%	27.5	23.0	20.8	n.a.	n.a.	n.a.	1.6	5.4	22%	1.8	8%	26%	1.0	
II-VI INC	US	33.0	2 080	28.3	5.3%	60.6%	24.7	20.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.4	10.0	n.a.	n.a.	12%	n.a.	n.a.	
OPTEX GROUP	JP	3770.0	597	2.7	13.7%	13.6%	23.9	23.4	23.0	11.8	13.5	16.0	2.5	11.4	15%	1.2	6%	17%	1.4	
FOCUSED PHOTONICS	CN	28.3	1 886	24.1	0.2%	12.7%	23.8	18.8	15.6	19.9	15.8	11.7	4.6	16.6	20%	0.6	28%	26%	0.9	
VISUAL PHOTONICS	TW	59.6	366	3.3	9%	-3%	20.9	17.2	n.a.	13.5	10.0	n.a.	3.8	18.4	33%	4.0	n.a.	n.a.	n.a.	
AMPHENOL CORP-A	US	76.2	23 282	76.5	4.8%	28.2%	25.7	23.9	22.3	n.a.	n.a.	n.a.	6.3	23.8	24%	0.8	5%	8%	3.2	
Średnia							29.1	24.5	21.6	14.6	12.9	12.6	3.4	12.5	22%	1.4	10%	21%	2.0	
VIGO System - Implikowana wycena (PLN/akcję)							614.4	566.1		372.0	384.0									
VIGO System - średnia z wyceny porównawczej							484.1													

*PEG – 2017F P/E w stosunku do 2016-19F CAGR EPS; Źródło: Bloomberg, Vestor DM

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM") z siedzibą w Warszawie, al. Jana Pawła II 22, 00-133 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2016 r., poz. 1636 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2016 r., poz. 1639 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2016 r., poz. 1289 – j.t. z późn. zm.).

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ VESTOR DM NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. VESTOR DM ZA PRZYGOTOWANIE NINIEJSZEGO RAPORTU OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI.

Vestor DM podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez Vestor DM.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor DM z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor DM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

Vestor DM nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor DM. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor DM w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor DM oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor DM, Vestor DM oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor DM) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor DM i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor DM i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie podlegają nadzorowi sprawowanemu przez Komisję Nadzoru Finansowego, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATEŁOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

VESTOR DM ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor DM niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahanom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagle i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM.

INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCNEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR DM.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ. VESTOR DM OTRZYMYWAŁ W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY I BĘDZIE OTRZYMYWAĆ W PRZYSZŁOŚCI WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUG NA RZECZ EMITENTA Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER.

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ VESTOR DM ORAZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOSÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIWANYCH W RAMACH TRANSAKcji Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA, DOKONYWANYCH PRZEZ VESTOR DM, A OPISANYCH POWYŻEJ. TAKA SYTUACJA MOŻE PROWADZIĆ DO POWSTANIA POTENCJALNEGO LUB RZECZYWISTEGO KONFLIKTU INTERESÓW. JEDNOCZEŚNIE VESTOR DM OŚWIADCZA, ŻE STOSUJE ODPOWIEDNIE REGULACJE WEWNĘTRZNE, KTÓRE MAJĄ SŁUżyć ZARZĄDZANIU TEGO RODZAJU KONFLIKTAMI W CELU ELIMINACJI ICH SKUTKÓW I ZAPEWNIENIA PRAWIDŁOWEJ OCHRONY INWESTORÓW, A KTÓRE SĄ SZCZEGÓŁOWO OPISANE W DALSZEJ CZĘŚCI NINIEJSZEGO ZASTRZEŻENIA PRAWNEGO.

Vestor DM nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

Vestor DM nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

Vestor DM nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

Vestor DM nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Osoby, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji nie posiadają akcji Emitenta, jednakże w przeszłości nabywały akcje Emitenta.

Vestor DM nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor DM nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, łącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor DM składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Podmioty powiązane z Vestor DM lub Vestor DM mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („instrumenty finansowe”).

Vestor DM może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor DM mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje stanowiących więcej niż 0,5% wszystkich wyemitowanych akcji przez Emitenta.

Analitycy sporządzający niniejszy raport pozostają w stosunku pracy z Vestor DM na podstawie zawartej umowy o pracę. Analitycy Vestor DM działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Vestor DM, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

Vestor DM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

Vestor DM zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnego raportu.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy, nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie, Vestor DM wydał: 3 rekomendacji kupuj, 2 rekomendacji Akumuluj, 3 rekomendacji Neutralnie, 1 rekomendację Redukuj oraz 1 rekomendację Sprzedaj. Oprócz powyższego, Vestor DM wydał 5 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 47 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA VIGO SYSTEM S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 1.06.2016 ROKU I NIE WSKAZYWAŁA KIERUNKU REKOMENDACYJNEGO.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. W okresie kolejnych 12 miesięcy Vestor DM zamierza wydać, co najmniej aktualizację niniejszego raportu.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vestor DM, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor DM do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor DM, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami Vestor DM lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor DM jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor DM. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor DM.

Copyright © 2017 Vestor DM Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opis zastosowanych w organizacji mechanizmów chińskich murów zapobiegających powstaniu konfliktów interesów:

W Vestor DM obowiązuje „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Vestor Domu Maklerskim S.A.”, który określa sposób postępowania w celu przeciwdziałania powstawaniu oraz sprawnego zarządzania konfliktami interesów poprzez wyeliminowanie ryzyka naruszenia interesu klienta, jak również określa środki i procedury zarządzania konfliktami interesów. Obowiązki z zakresu przeciwdziałania powstawaniu, zarządzania oraz monitorowania w przypadku powstania konfliktu interesów wykonuje wyznaczona jednostka organizacyjna, której pracownicy dysponują następującymi narzędziami zapewniającymi prawidłowe wykonywanie tych zadań: (i) dostęp do wszelkiej dokumentacji zarówno Spółki jak i spółki zależnej, (ii) uprawnienia do żądania przedstawienia wyjaśnień przez wszystkich pracowników, (iii) możliwość analizowania zawieranych przez osoby powiązane transakcji własnych.

Dom Maklerski stosuje następujące mechanizmy mające na celu zapobieganie powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku istnienia takiego konfliktu - zarządzanie i monitorowanie nimi w celu zapobiegania potencjalnemu niekorzystnemu wpływowi na interesy klientów:

Niezależność działania: zapewnienie niezależności działania każdej jednostki organizacyjnej Vestor DM, która oznacza w szczególności, że (i) nie istnieje możliwość wywierania niekorzystnego wpływu osób trzecich na sposób wykonywania przez pracowników czynności związanych z prowadzeniem przez Vestor DM działalności, (ii) zakres zadań danej jednostki organizacyjnej jest przypisany danej jednostce organizacyjnej i co do zasady nie krzyżuje się z zakresem zadań innych jednostek organizacyjnych;

- i. Niezależność wynagrodzeń: Vestor DM zapobiega powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników wykonujących określone czynności z zakresu działalności maklerskiej, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które stanowią lub mogą stanowić źródło konfliktu interesów;
- ii. Efektywny nadzór: zapewnienie nadzoru nad pracownikami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu klientów, w zakresie działalności prowadzonej przez Vestor DM, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy klientami lub interesami klienta i Vestor DM, w tym:
 - system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający niezwłoczne informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania;
 - nadzór nad transakcjami własnymi dokonywanymi przez osoby powiązane, okresowe przeglądy i ocena skuteczności wdrożonych przez Vestor DM systemów kontrolnych i procedur; prowadzenie wymaganych prawem rejestrów oraz ewidencji, przede wszystkim rejestru konfliktów interesów związanych z istotnym ryzykiem naruszenia interesów klienta;
- iii. Odmowa działania: prawo odmowy przez Vestor DM podjęcia działań na rzecz klienta, jeżeli z uwagi na zaangażowanie w określone działania na rzecz innego klienta Vestor DM nie może skutecznie zarządzać potencjalnymi konfliktami interesów, bądź uniemożliwiają to ograniczenia prawne lub regulacje wewnętrzne;
- iv. Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub bezpośrednio po sobie następującego wykonywania przez danego pracownika zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Vestor DM, jeżeli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;
- v. Chińskie mury: Vestor DM podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Vestor DM określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom klienta lub klientów, lub zapewnia nadzór nad takim przepływem informacji, gdy przepływ taki jest konieczny.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów rekomendacji kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Vestor DM opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu rekomendacji Vestor DM korzysta co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) Zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) Porównawczej (w tym model ROE-P/BV)
- 3) Mnożnik docelowy
- 4) Analiza scenariuszowa
- 5) Zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części (sum of the parts)
- 8) Zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)
- 9) Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV)

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny, scenariusz bazowy, scenariusz pozytywny, przy czym każdemu scenariuszowi nadawane są prawdopodobieństwa. Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta może być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże wartości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do przeprowadzenia. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może nie doszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wyceny wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uznaje się niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych jest duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i przyjąć, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV - risk-adjusted net present value) jest metodą stosowaną do prognozy przyszłych przepływów pieniężnych w ryzykownych projektach. W wycenie spółek biotechnologicznych, polega ona na ważeniu przepływów pieniężnych w poszczególnych fazach rozwoju leku prawdopodobieństwem sukcesu w danej fazie. Głównymi zaletami tej metody jest uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu. Wadami tej metody jest duża ilość założeń i wysoki poziom skomplikowania obliczeń.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacjach:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość księgową

BV – wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ (zysk operacyjny + amortyzacja)

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

ROA – zwrot na aktywach

COE – koszt kapitału własnego

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Vestor DM w okresie ostatnich 12 miesięcy:

Spółka	Data rekomendacji	Analitik	TP	Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji	Rekomendacja	Time	
Pekao	2016-06-14	Michał Fidelus		156.0	146.5	Neutralnie	12M
Marvipol	2016-06-16	Marek Szymański		10.5	6.9	Brak	12M
mBank	2016-06-24	Michał Fidelus		293.0	333.4	Sprzedaj	12M
PKP Cargo	2016-06-28	Piotr Nawrocki		36.0	33.0	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-06-30	Michał Fidelus		62.0	52.2	Kupuj	12M
The Farm 51	2016-07-08	Michał Mordel		13.8	12.5	Brak	12M
PGNIG	2016-07-20	Beata Szparaga		5.1	5.6	Redukuj	12M
PKN Orlen	2016-07-27	Beata Szparaga		72.0	65.7	Neutralnie	12M
LC Corp	2016-08-01	Marek Szymański		2.6	2.0	Kupuj	12M
Robyg	2016-08-01	Marek Szymański		3.7	2.9	Kupuj	12M
Dom Development	2016-08-01	Marek Szymański		59	54.0	Akumuluj	12M
mBank	2016-08-02	Michał Fidelus		293.0	310.8	Redukuj	12M
Mercator Medical	2016-08-02	Piotr Nawrocki		22.9	14.0	Brak	12M
ING BSK	2016-08-08	Michał Fidelus		142.0	139.9	Neutralnie	12M
Eurocash	2016-08-11	Jakub Rafał		50	54	Redukuj	12M
Quercus TFI	2016-08-18	Michał Fidelus		6.2	5.2	Kupuj	12M
Eurocash	2016-08-22	Jakub Rafał		43	46.3	Redukuj	12M
Marvipol	2016-08-26	Marek Szymański		11.4	6.5	Brak	12M
K2 Internet	2016-09-09	Adam Siniarski		21.5	13.6	Brak	12M
Vantage Development	2016-09-14	Marek Szymański		4.3	2.7	Brak	12M
Archicom	2016-09-15	Marek Szymański		22.5	14.7	Brak	12M
PKO BP	2016-09-19	Michał Fidelus		28	27.0	Neutralnie	12M
BZ WBK	2016-09-19	Michał Fidelus		314	310.5	Neutralnie	12M
mBank	2016-09-19	Michał Fidelus		308	344.1	Redukuj	12M
Millennium	2016-09-19	Michał Fidelus		5.1	5.6	Redukuj	12M
Getin Noble Bank	2016-09-19	Michał Fidelus		0.46	0.5	Redukuj	12M
Warimpex	2016-09-21	Marek Szymański		3.88	3.2	Brak	12M
Mex Polska	2016-09-26	Michał Mordel		11.4	6.3	Brak	12M
Mercator Medical	2016-10-07	Piotr Nawrocki		26.5	17.4	Brak	12M

OT Logistics	2016-10-14	Piotr Nawrocki	259	241	Brak	12M
PRÓCHNIK	2016-10-26	Marek Szymański	1.64	1.28	Brak	12M
MARVIPOL	2016-12-05	Marek Szymański	14.0	10.7	Brak	12M
Mercator Medical	2016-12-09	Aleksandra Jakubowska	27.2	18.8	Brak	12M
Eurocash	2017-01-11	Jakub Rafał	41	40.6	Trzymaj	12M
Pekao	2017-01-13	Michał Fidelus	147	128	Kupuj	12M
Mex Polska	2017-02-02	Aleksandra Jakubowska	11.9	7.7	Brak	12M
ING BSK	2017-02-03	Michał Fidelus	158.0	167.0	Redukuj	12M
GTC	2017-02-06	Marek Szymański	8.6	8.5	Neutralnie	12M
PKN	2017-02-15	Beata Szparaga	96.0	86.9	Akumuluj	12M
Lotos	2017-02-15	Beata Szparaga	48.0	43.1	Akumuluj	12M
PKO BP	2017-02-22	Michał Fidelus	32.5	35.1	Redukuj	12M
Pekao	2017-02-22	Michał Fidelus	147.0	145.0	Neutralnie	12M
BZ WBK	2017-02-22	Michał Fidelus	357.0	370.6	Neutralnie	12M
mBank	2017-02-22	Michał Fidelus	368.0	419.9	Sprzedaj	12M
ING BSK	2017-02-22	Michał Fidelus	167.0	177.9	Redukuj	12M
Handlowy	2017-02-22	Michał Fidelus	75.0	82.0	Redukuj	12M
Millennium	2017-02-22	Michał Fidelus	6.4	7.0	Redukuj	12M
Alior	2017-02-22	Michał Fidelus	75.0	66.0	Kupuj	12M
Getin Noble Bank	2017-02-22	Michał Fidelus	2.56	2.1	Kupuj	12M
Dom Development	2017-02-23	Marek Szymański	69.0	63.7	Akumuluj	12M
LC Corp	2017-02-23	Marek Szymański	2.6	2.0	Kupuj	12M
Robyg	2017-02-23	Marek Szymański	4.0	3.0	Kupuj	12M
Eurocash	2017-02-24	Jakub Rafał	36.0	35.0	Trzymaj	12M
KGHM	2017-03-02	Marcin Stebakow	152.0	131.5	Kupuj	12M
Emperia	2017-03-09	Jakub Rafał	79	73	Akumuluj	12M
PKN	2017-03-23	Beata Szparaga	105.0	105.0	Neutralnie	12M
Lotos	2017-03-23	Beata Szparaga	52.0	57.9	Redukuj	12M
Eurocash	2017-03-28	Jakub Rafał	36	32	Akumuluj	12M
Marvipol	2017-04-06	Marek Szymański	17.0	13.3	Brak	12M
Mex Polska	2017-04-07	Aleksandra Jakubowska	12.1	7.3	Brak	12M
Archicom	2017-04-19	Marek Szymański	22.5	16.2	Brak	12M
Grupa Azoty	2017-04-25	Katarzyna Włodarczyk	62.1	68.9	Sprzedaj	12M
Mercator Medical	2017-04-27	Aleksandra Jakubowska	25.1	18.0	Brak	12M
KGHM	2017-05-11	Marcin Stebakow	121	116	Neutralnie	12M
JSW	2017-05-11	Marcin Stebakow	112	78	Kupuj	12M
11 Bit Studios	2017-05-12	Jakub Rafał	255.8	177.2	Kupuj	12M
Warimpex	2017-05-29	Marek Szymański	5.66	5.11	Brak	12M
Kruk	2017-06-02	Michał Fidelus	316.0	300.9	Neutralnie	12M

KAŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE