

## Aktualizacja raportu

- Inwestycja w nowy zakład postępuje zgodnie z harmonogramem, przeprowadzka ma nastąpić w 1Q19.
- W 2019F prognozujemy przychody na poziomie PLN46m (wzrost o 23% r/r) i EBITDA PLN21m (wzrost o 26% r/r).
- P/E 14x i EV/EBITDA 10x na 2019F, odpowiednio 27% i 13% dyskonta do spółek porównywalnych.

## Więcej detektorów, fotonika i lasery

W 2018 r. przychody spółki wzrosły o 38% r/r do PLN37m dzięki wysokiej dynamice w przemyśle, kolejnictwie i technikach wojskowych. W 2019F prognozujemy przychody na poziomie PLN46m (wzrost o 23% r/r) i EBITDA PLN21m (wzrost o 26% r/r). 2019 r. będzie dla VIGO przełomowy – przeprowadzka do nowego zakładu ma nastąpić w 1Q19, w 2019 r. ma się też rozpocząć rozbudowa clean-roomu i inwestycja w nowe kierunki rozwoju (materiały dla fotoniki, lasery kaskadowe). Na naszych prognozach, VIGO jest wyceniane na EV/EBITDA 10x na 2019F, z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych, co naszym zdaniem nie jest uzasadnione biorąc pod uwagę atrakcyjny wskaźnik PEG.

**Bardzo dobre perspektywy na 2019 r.** W 2018 r. przychody wyniosły PLN37m (wzrost o 38% r/r) i były bliskie celu spółki (PLN40m), który pierwotnie miał być zrealizowany w 2017 r. W 2019 r. przychody mają wyraźnie przekroczyć PLN40m. W przemyśle, utrzymana ma być dynamika wzrostu o 20-30% r/r. W technikach wojskowych, pozyskano nowe zamówienie od Zodiac (EUR1.6m) oraz nawiązano współpracę z 2 nowymi klientami z Europy. W kolejnictwie, nowy kontrakt od Caterpillar (EUR2m) jest o 30% wyższy od poprzednich, spółka liczy też na nowe zamówienia z rynku chińskiego.

**Inwestycja w nowy zakład postępuje zgodnie z harmonogramem.** Spółka otrzymała pozwolenie na użytkowanie i rozpoczęła wyposażanie budynku, zarząd podtrzymuje cel rozpoczęcia produkcji z nowego zakładu pod koniec 1Q19. Obecne moce produkcyjne spółki są w pełni wykorzystane, a po ukończeniu inwestycji, moce produkcyjne mają wzrosnąć z obecnych 8-10 tys. detektorów/rocznie do ok. 40-50 tys. detektorów. W 2019 r. ma się również rozpocząć II etap budowy nowego zakładu – rozbudowa clean-roomu.

**Nowe kierunki rozwoju – materiały dla fotoniki, lasery kaskadowe.** W maju ogłoszono 2 nowe kierunki rozwoju – materiały półprzewodnikowe dla fotoniki i kwantowe lasery kaskadowe. Nakłady na materiały dla fotoniki są planowane na PLN20m, a przychody z tego biznesu po 5 latach od zakończenia inwestycji mają przewyższać obecne przychody VIGO. Z kolei rozwój laserów kaskadowych będzie wymagał prac R&D, obszar ten ma mieć co najmniej 10% udziału w przychodach w średnim terminie.

**Aktualizacja prognoz.** Nasza prognoza przychodów na 2018F okazała się być o 7% zbyt optymistyczna, obniżamy naszą prognozę EBITDA w 2018F o 18% do PLN17m, wzrost o 34% r/r. W 2019F, prognozujemy przychody na poziomie PLN46m (wzrost o 23% r/r, o 1% mniej od naszej poprzedniej prognozy) i EBITDA PLN21m (wzrost o 26% r/r, o 9% mniej niż poprzednio).

**Wycena.** Na naszych prognozach akcje VIGO są wyceniane na P/E 14x i EV/EBITDA 10x na 2019F, odpowiednio 27% i 13% dyskonta do spółek porównywalnych, co naszym zdaniem nie jest uzasadnione biorąc pod uwagę dwukrotnie wyższą marżę EBITDA i atrakcyjny wskaźnik PEG (P/E do 3-letniego CAGR EPS) - 0.6x vs. 1.5x spółek porównywalnych. Na skutek niższych prognoz i wyższych nakładów, obniżamy naszą cenę docelową z PLN455 do PLN400.

### VIGO System: Prognozy i wskaźniki wyceny (PLNm)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
Przychody	25.6	27.2	37.4	45.9	59.5	69.3
Znorm. EBITDA	12.7	12.6	16.9	21.3	28.8	31.4
Znorm. Zysk netto	10.7	9.6	13.6	14.4	19.3	21.5
P/E	19.1	21.2	14.9	14.1	10.6	9.4
EV/EBITDA	15.2	15.2	12.0	10.3	7.4	6.1

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

#### Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	400
Cena bieżąca (PLN)	279
Potencjał wzrostu/spadku	43%
Poprzednia cena docelowa (PLN)	455
Data popr. rekomendacji	05.12.17
Min (52T)	248
Max (52T)	335
Liczba akcji (m)	0.73
Kapitalizacja (PLNm)	203
Dług netto (2018F, PLNm)	-1.5
EV (2018F, PLNm)	201.9
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.13

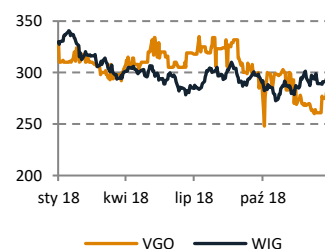
#### Akcjonariat

	%
Warsaw Equity Group	14.3%
Józef Piotrowski	11.9%
Janusz Kubrak	6.6%
Jadwiga Nowak	5.8%
Mirosław Grudzień	5.1%
Investors TFI	9.9%
Pozostali	46.4%

#### Opis spółki

VIGO System specjalizuje się w produkcji niechłodzonych fotonowych detektorów podczerwi. 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-Wańsiewska, CFA

Wicedyrektor Działu Analiz

Doradca inwestycyjny nr 597

(+48) 22 378 9169

[Beata.Szparaga@vestor.pl](mailto:Beata.Szparaga@vestor.pl)



## Ostatnie wydarzenia

W 2018 r. spółka opublikowała bardzo dobre wyniki, zaprezentowała aktualizację strategii VIGO 2020 oraz rozpoczęła budowę nowego zakładu. Przychody wyniosły PLN37m (wzrost o 38% r/r) i były blisko celu PLN40m (który pierwotnie miał być zrealizowany w 2017 r.). Głównym czynnikiem wzrostu w zeszłym roku był segment Przemysł, ale wysoką dynamikę miały też Techniki wojskowe i Kolejnictwo. W 9M18 EBITDA wyniosła PLN13m (wzrost o 18% r/r) – marża EBITDA pogorszyła się z 51% do 46% głównie z powodu wzrostu zatrudnienia (o ok. 20 osób, w celu wyszkolenia kadry do nowego zakładu) i jednorazowej wypłaty premii dla zarządu za zysk w latach 2015-17 (PLN0.6m).

Celem spółki na 2019 r. jest wyraźnie przekroczyć poziom PLN40m przychodów. W ramach aktualizacji strategii, zarząd ogłosił dwa nowe kierunki rozwoju (materiały półprzewodnikowe dla fotoniki, kwantowe lasery kaskadowe) i w związku z tym podniósł planowany capex do 2020 r. o PLN20m (do PLN86m) oraz poinformował o zamiarze niewypłacania dywidendy z zysków z lat 2017-20. W 2018 r. VIGO System sprzedało ok. 8 tys. detektorów podczerwieni (wzrost o 44% r/r) i w niektórych miesiącach problemem spółki był brak wystarczających mocy produkcyjnych. Budowa nowego zakładu (wzrost mocy produkcyjnych do 40-50 tys. detektorów) postępuje zgodnie z harmonogramem, przeprowadzka jest planowana na 1Q19.

**W 2018 r. przychody wyniosły o PLN37m, wzrosły o 38% r/r**

**Tabela 1. Aktualizacja strategii VIGO 2020 – główne założenia**

	2017	2020	po 2020
Technologia	MOCVD	MOCVD, MBE	MOCVD, MBE w skali przemysłowej
Produkt	niszowy produkt o wysokiej cenie	seryjny produkt w przystępnej cenie	produkt masowy
Zastosowanie	high-end (instalacje przemysłowe, kolej, wojsko, kosmos, nauka)	high-end oraz mid-end (warsztaty, szpitale, budynki, stacje meteo)	elektronika użytkowa, motoryzacja
Klienci	pionierzy technologiczni, start-upy, uczelnie	międzynarodowe korporacje technologiczne	międzynarodowe korporacje technologiczne
Wolumen (tys. detektorów)	6	30	
Przychody (PLNm)	27	80	CAGR 20-30%
Marża netto	35%	35-40%	

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

### Perspektywy na 2019 r.

Spółka spodziewa się wyraźnego przekroczenia poziomu PLN40m przychodów w 2019 r. W przemyśle, zarząd spodziewa się utrzymania dynamiki wzrostu 20-30% r/r – spodziewa się m.in. wzrostu zamówień od klienta z USA (materiały półprzewodnikowe), liczy na nowe, znaczące zamówienia od klienta europejskiego (pomiar grubości lakieru). W technikach wojskowych, poza zamówieniem od Zodiac (o którym więcej poniżej), nawiązano współpracę z 2 nowymi klientami z Europy, a od PCO spółka oczekuje zamówień na porównywalnym poziomie r/r. W kolejnictwie, nowy kontrakt od Caterpillar (EUR2m) jest o 30% wyższy od poprzedniego i podpisano go na krótszy okres niż poprzednio (24M zamiast 30M). Spółka liczy że duża część tej umowy będzie zrealizowana w 2019 r., liczy też na nowe zamówienia z rynku chińskiego, na którym VIGO ma 2 klientów z kolejnictwa.

**Celem spółki na 2019 r. jest wyraźnie przekroczyć PLN40m przychodów**

#### 1. Kolejnictwo

- **Zamówienie od Caterpillar.** W dniu 24 września 2018 r. spółka zawarła z Caterpillar Company umowę na sprzedaż detektorów o wartości EUR2m. Detektory mają być sprzedane do 11 września 2020 r., z możliwością przesunięcia terminu dostawy najpóźniej do 31 grudnia 2020 r. Umowa została zawarta na 2 lata podczas gdy poprzednie umowy z tym klientem były podpisywane na 3 lata. Wartość umowy jest jednocześnie o 23% wyższa od poprzedniej – z października 2016 r.

- **Zamówienia z rynku chińskiego.** Spółka pozyskała 2 klientów z rynku chińskiego – niewielkie przychody od jednego z nich zostały zrealizowane w 2018 r., spółka liczy na kolejne zamówienia w 2019 r.

## 2. Techniki wojskowe

- **Zamówienie od Zodiac.** W dniu 11 października 2018 r. spółka otrzymała zamówienie od Zodiac Aerotechnics na dostawę detektorów o wartości EUR1.6m w terminie od 8 lutego do 26 lipca 2019 r. Jest to pierwsza transza w ramach projektu realizowanego przez Zodiac - produktem końcowym jest inteligentna amunicja. Projekt ma być realizowany do 2021 r., spółka spodziewa się kolejnych zamówień – jest szansa na kolejne jeszcze w 2019 r. Zarząd nie ma wiedzy kto jest ostatecznym klientem dla tej amunicji. Wydaje nam się jednak, że VIGO prawdopodobnie jest dostawcą detektorów do inteligentnej amunicji dla amerykańskiej armii. W maju 2018 r. przedstawiciel jednostki odpowiedzialnej za amunicję w amerykańskiej armii poinformował, że amerykańska armia za pośrednictwem Agencji Wsparcia i Zamówień NATO negocjuje kontrakt na dostawę 3,141 sztuk 155mm precyzyjnej amunicji BONUS firmy BAE Systems. Jednocześnie, jak wynika ze sprawozdań grupy Safran, do której należy Zodiac Aerotechnics, BAE Systems jest klientem grupy Safran w segmencie Defence. Na każdym pocisku najnowszej wersji systemu BONUS znajdują się 2 detektory, które niezależnie szukają celu i mają zasięg 32tys m<sup>2</sup>. Mogą one być wystrzelone z dowolnego 155mm systemu artyleryjskiego, w tym z samobieżnych wozów bojowych M109 czy ultralekkiej haubicy M777. Dostawy pierwotnie miały być podzielone na 3 transze – 500 sztuk pierwotnie miało być dostarczonych w 2018 r., kolejne transze były planowane na 2019 i 2020 r. W dniu 9 października 2018 r. (czyli 2 dni przed podpisaniem przez VIGO umowy z Zodiac), BAE Systems poinformowało, że został podpisany kontrakt na dostawę inteligentnej amunicji 155m dla amerykańskiej armii i dostawy mają nastąpić w 2020 r. System BONUS jest już wykorzystywany przez armie Finlandii, Francji, Norwegii i Szwecji. W naszych prognozach, zakładamy, że otrzymane przez VIGO w październiku zamówienie (EUR1.6m) będzie jedynym zleceniem od Zodiac realizowanym przez spółkę w 2019 r. W 2020 r. i 2021 r. natomiast zakładamy kolejne dostawy – EUR2.8m w każdym z tych lat.
  - **Inni klienci.** Spółka spodziewa się utrzymania zamówień od PCO na poziomie z 2018 r., prowadzi rozmowy z nowymi klientami z segmentu wojskowego z Europy.
2. **Przemysł.** VIGO spodziewa się utrzymać dynamikę wzrostu sprzedaży dla klientów z sektora przemysłowego (analiza gazów, kontrola pracy laserów, przemysłowe spektrofotometry), liczy na wzrost przychodów w tym segmencie o 20-30% r/r w 2019 r. Spółka liczy na rosnące zamówienia od nowego klienta z rynku amerykańskiego (przemysł półprzewodnikowy) i na nowe, znaczące zamówienia od klienta europejskiego (pomiar grubości lakieru).

## Inwestycje

Według majowej aktualizacji strategii, capex spółki do 2020 r. ma wynieść PLN85.6m, w tym: (1) PLN41.6m na trwającą obecnie budowę nowego zakładu; (2) PLN24m na budowę clean roomu; (3) PLN20m na rozwój technologii materiałów dla fotoniki (większe moce epitaksji). Dodatkowo spółka planuje przeznaczyć min. 10% przychodów na R&D i PLN12.5m w latach 2018-25 na inkubator nowych technologii.

**Capex do 2020 r. ma  
wynieść PLN86m**

Na listopadowej konferencji zarząd podtrzymał plan łącznych nakładów na poziomie PLN86m w latach 2018-20, jednak część nakładów pierwotnie planowanych w 2018 r. została przesunięta na 2019 r. W 9M18 capex wyniósł PLN14m (PLN3.4m na R&D, PLN9.6m na budowę zakładu), vs. pierwotny plan nakładów w całym roku na poziomie PLN38m. Część nakładów na nowy zakład została przesunięta na 2019 r. ze względu na przesunięcie dostaw sprzętu. W 2019 r. nakłady wzrosną – planowana jest inwestycja w clean room (PLN24m) oraz zakup systemu do epitaksji (EUR2.6m).

### 1. Budowa nowego zakładu: I etap – budowa hali montażowej

Inwestycja postępuje zgodnie z harmonogramem, spółka otrzymała już pozwolenie na użytkowanie i rozpoczęła wyposażanie budynku. Niedługo ma się rozpocząć przeniesienie produkcji, które ma się odbywać stopniowo, bez istotnego wpływu na przestój biznesu. Budżet inwestycji (PLN41m), który w marcu został podwyższony o PLN10m, nie powinien być już przekroczony, zarząd podtrzymuje cel rozpoczęcia produkcji z nowego zakładu pod koniec 1Q19. Po ukończeniu inwestycji, moce produkcyjne wzrosną z obecnych 8-10 tys. detektorów/rocznie do ok. 40-50 tys. detektorów (zakładając pracę zmianową i większe serie produkcji, niezbyt skomplikowanych detektorów). Obecne moce produkcyjne spółki są w pełni wykorzystane, zwłaszcza w 2Q18 spółka nie wyrabiała się z realizacją zamówień.

**Przeprowadzka do nowego zakładu planowana na koniec 1Q19**

**Obraz 1. Budowa nowego zakładu (listopad 2018 r.)**



Źródło: Dane spółki

### 2. Budowa nowego zakładu: II etap – rozbudowa clean-roomu

VIGO przygotowuje się obecnie do II etapu inwestycji w ramach strategii VIGO 2020 – budowy clean roomu czyli pomieszczeń do wzrostu i obróbki (processing) struktur detekcyjnych. Obecny clean-room jest drugim – po montażu, wąskim gardłem procesu produkcji detektorów. Inwestycja ma na celu poprawę jakości procesu produkcji detektorów – zwiększenie powtarzalności, obniżenie kosztów i sprostanie wymaganiom jakościowym najbardziej wymagających klientów (przemysł wojskowy, kosmiczny, półprzewodnikowy). Obecnie trwa projektowanie, inwestycja ma się rozpocząć w 2Q19, a produkcja w nowym clean-roomie ma ruszyć w 2020 r. Po oddaniu clean-roomu do użytku, moce produkcyjne mają wzrosnąć do ok. 100tys.detektorów/rocznie. Nakłady na clean room są planowane w wysokości PLN24m, spółka złożyła wniosek o grant w kwocie PLN6m. W naszych prognozach uwzględniliśmy capex na clear-room zgodnie z informacjami podanymi przez spółkę, konserwatywnie nie założyliśmy na razie dotacji na ten cel.

**Rozbudowa clean-roomu – drugiego wąskiego gardła produkcji detektorów jest planowana na lata 2019-20**

**Wykres 1. Clean-room: Harmonogram inwestycji**



Źródło: Dane spółki

### 3. Materiały półprzewodnikowe dla fotoniki – współpraca z dr Włodzimierzem Strupińskim

W maju, w ramach aktualizacji strategii, ogłoszono plan wejścia w nowy obszar działalności - rozwój produkcji półprzewodnikowych materiałów dla fotoniki podczerwieni. Spółka planuje uruchomienie produkcji warstw epitaksjalnych złożonych z GaAs i InP do masowej produkcji produktów fonicznych i mikroelektronicznych (takich jak np. lasery i diody podczerwieni stosowane w elektronice użytkowej, kamery 3D, systemy rozpoznawania twarzy, skanowania 3D, czujniki gazu i inne).

**Materiały dla fotoniki – capex PLN20m, potencjalne przychody na poziomie obecnych przychodów VIGO**

**Wykres 2. Materiały półprzewodnikowe: harmonogram inwestycji**



Źródło: Dane spółki

W lipcu podpisano term-sheet, a 20 września zawarto umowę o realizację wspólnego przedsięwzięcia w tym obszarze z dr Włodzimierzem Strupińskim oraz spółką ENT S.A., w której dr Strupiński jest jedynym akcjonariuszem. Dr Strupiński ma ponad 30-letnie doświadczenie w nanostrukturalnych związkach półprzewodnikowych grupy III-V, w ramach spółki ENT S.A. skomercjalizował on technologię produkcji materiałów półprzewodnikowych w mniejszej skali i sprzedawał wytwarzane materiały półprzewodnikowe do m.in. instytutów R&D i firm projektujących urządzenia foniczne. Profil naukowy dr Strupińskiego znajduje się pod linkiem <https://bit.ly/2uhOUfK> (indeks h: 27, liczba publikacji: 222, liczba cytowań: 3067). Zgodnie z warunkami umowy, dr Strupiński został pracownikiem VIGO, ma wdrożyć technologię opracowaną w ENT S.A. i przeskalować ją do skali przemysłowej. W ciągu 2-3 lat ta działalność ma generować znaczące przychody i rentowność. Zarząd chciałby żeby przychody z tej działalności były na poziomie obecnych przychodów VIGO, choć uważa, że potencjał tego segmentu jest dużo większy. Dr Strupińskiemu będzie się należała premia – 15% zysku netto ze sprzedaży związków półprzewodnikowych oraz wynagrodzenie od sukcesu całego przedsięwzięcia – 15-24% od wzrostu wartości spółki z tytułu rozwoju tej działalności (iloczyn udziału w EBITDA i kapitalizacji VIGO w 2024 r., pomniejszonej o oczekiwany wzrost z inwestycji, który wynosi 10%) – płatne w akcjach lub w gotówce.

Nakłady na rozwój produkcji półprzewodnikowych materiałów dla fotoniki są planowane na PLN20.5m, wliczając prace R&D oraz zakup systemu epitaksjalnego. System epitaksjalny został zamówiony w październiku (za EUR2.6m), ma zostać dostarczony w maju, a jego kalibracja jest planowana na 2H19. W 2020 r. ma się rozpocząć sprzedaż materiałów półprzewodnikowych. Nakłady na prace R&D mają być współfinansowane z dotacji (obecnie dotacje finansują ok. 80% nakładów spółki na R&D). W naszych prognozach uwzględniliśmy nakłady na zakup systemu epitaksjalnego. Na razie nie prognozujemy nakładów na R&D w tym zakresie ani przychodów z tej działalności.

### 4. Rozwój technologii kwantowych laserów kaskadowych

Drugim, nowym obszarem działalności ogłoszonym wraz z aktualizacją strategii jest rozwój technologii kwantowych laserów kaskadowych. W ramach tego segmentu VIGO planuje rozwijać własne produkty takie jak materiały półprzewodnikowe, elektronikę sterującą, w tym zintegrowane, miniaturowe moduły detektorowo-laserowe. Rynek laserów kaskadowych jest wg danych spółki wart ok. US\$60m (vs. rynek detektorów średniej podczerwieni – US\$100m). Lasery kaskadowe to projekt komplementarny do detektorów średniej podczerwieni, spółka będzie oferować ten produkt m.in. obecnym klientom, cykl sprzedażowy w tym obszarze może być więc podobny do cyklu sprzedażowego detektorów (projekty R&D prowadzone wspólnie z klientami). Nakłady na rozwój tego segmentu będą składały się głównie z kosztów R&D, które – podobnie jak w przypadku detektorów, mają być współfinansowane z dotacji. Zarząd oczekuje, że przychody z tego obszaru będą miały udział w przychodach spółki na poziomie co najmniej 10% w średnim terminie (do 5 lat), z dużym potencjałem wzrostu w kolejnych latach.

**Lasery kaskadowe – w średnim terminie mają mieć 10% udział w przychodach, nakłady – R&D prowadzone wspólnie z klientami**

W naszych prognozach, na razie nie zakładamy nakładów na rozwój technologii laserów kaskadowych ani przychodów z tej działalności.

### **Finansowanie**

W związku ze zwiększonymi nakładami, spółka nie wypłaciła dywidendy z zysku za 2017 r., zarząd planuje też niewypłacanie dywidendy z zysków z lat 2018-20. Na koniec 3Q18, spółka miała gotówkę netto w kwocie PLN10m, planowane jest zwiększenie zadłużenia brutto do ok. PLN51m długu. VIGO dysponuje 4 kredytami – (1) EUR5.8m na finansowanie budowy nowego zakładu, (2) EUR3.6m na inwestycję w materiały półprzewodnikowe dla fotoniki, (3) PLN6m kredytu technologicznego, (4) PLN3m kredytu obrotowego.

Prognozujemy gotówkę netto PLN2m w 2018F oraz dług netto PLN17m w 2019F (dług netto/EBITDA 0.8x). W 2020F, zakładamy spadek zadłużenia netto do PLN10m.

## Prognozy finansowe

Tabela 2. VIGO System: Zmiana prognoz (PLNm)

	2018F				2019F				2020F	
	Obecne	Poprzednie	różnica (%)	% r/r	Obecne	Poprzednie	różnica (%)	% r/r	Obecne	% r/r
<b>Przychody</b>	<b>37.4</b>	<b>40.3</b>	<b>-7%</b>	<b>38%</b>	<b>45.9</b>	<b>46.3</b>	<b>-1%</b>	<b>23%</b>	<b>59.5</b>	<b>30%</b>
EBIT	13.2	17.1	-23%	35%	15.7	18.5	-15%	19%	21.4	36%
<b>EBITDA</b>	<b>16.9</b>	<b>20.5</b>	<b>-18%</b>	<b>34%</b>	<b>21.3</b>	<b>23.4</b>	<b>-9%</b>	<b>26%</b>	<b>28.8</b>	<b>35%</b>
marża EBITDA	45.1%	50.9%	-6p.p.	-1p.p.	46.5%	50.6%	-4p.p.	1p.p.	48.5%	2p.p.
<b>Zysk netto</b>	<b>13.6</b>	<b>16.8</b>	<b>-19%</b>	<b>42%</b>	<b>14.4</b>	<b>18.0</b>	<b>-20%</b>	<b>5%</b>	<b>19.3</b>	<b>34%</b>
Dług netto	-1.5	0.8	n.d.	n.d.	17.3	0.3	4966%	n.d.	10.2	-41%
<b>Capex</b>	<b>32.2</b>	<b>31.4</b>	<b>2%</b>	<b>256%</b>	<b>42.1</b>	<b>17.1</b>	<b>146%</b>	<b>31%</b>	<b>19.9</b>	<b>-53%</b>
DPS	0.0	8.2	n.d.	-100%	0.0	13.8	n.d.	n.d.	0.0	n.d.
FCF	-10.2	-5.2	n.d.	n.d.	-17.2	10.5	n.d.	n.d.	9.4	n.d.

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

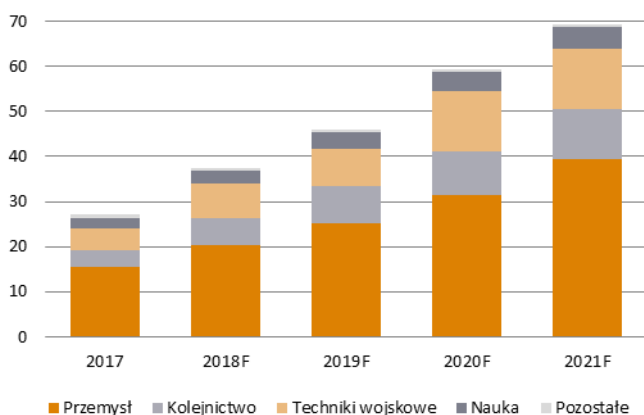
Przychody w 2018 r. wyniosły PLN37m (wzrost o 38% r/r), o 7% mniej niż prognozowaliśmy głównie ze względu na niższe niż zakładaliśmy zamówienia w Przemśle, mimo wyższych niż prognozowaliśmy przychodów w Kolejnictwie i Technikach wojskowych. Zakładamy r/r porównywalną marżę EBITDA na poziomie 45% i spodziewamy się EBITDA w wysokości PLN17m, wzrost o 34% r/r (o 18% mniej niż prognozowaliśmy w poprzedniej rekomendacji).

W 2019F, prognozujemy przychody na poziomie PLN46m, wzrost o 23% r/r, o 1% mniej od naszej poprzedniej prognozy. Oczekujemy, że głównym czynnikiem wzrostu w przyszłym roku będzie segment Przemysł, w którym zakładamy utrzymanie dynamiki wzrostu przychodów i prognozujemy przychody na poziomie PLN25m, wzrost o 25% r/r. Zakładamy wzrost ze względu na oczekiwane przez nas pozyskanie nowych klientów i rosnące wolumeny w kontraktach z dotychczasowymi klientami. W Technikach Wojskowych, zakładamy przychody na poziomie PLN8.2m (wzrost o 7% r/r) – uwzględniamy nowy kontrakt z Zodiac i zakładamy r/r płaskie zlecenia od PCO. W Kolejnictwie prognozujemy przychody w wysokości PLN8.2m (wzrost o 38% r/r) – biorąc pod uwagę umowę z Caterpillar podpisaną w październiku (czas realizacji krótszy o 1/3, wartość wyższa o 23% w porównaniu z poprzednim kontraktem) i rozpoczętą ostatnio współpracę z klientami z Chin. Zakładamy poprawę marży EBITDA o 1ppt i prognozujemy EBITDA PLN21m, wzrost o 26% r/r i o 9% mniej od naszej poprzedniej prognozy. Podwyższamy prognozę nakładów z PLN17m do PLN42m ze względu na: (1) przesunięcie części nakładów na nowy zakład z 2018 r. i przekroczenie budżetu tej inwestycji o PLN10m czyli 30% pierwotnego budżetu; (2) inwestycję w clean-room, której wcześniej nie zakładaliśmy (PLN24m – zakładamy połowę nakładów w 2018 r.); (3) zakup systemu do epitaksji (EUR2.6m). Prognozujemy dług netto PLN17m w 2019F, co przekłada się na dług netto/EBITDA 0.8x.

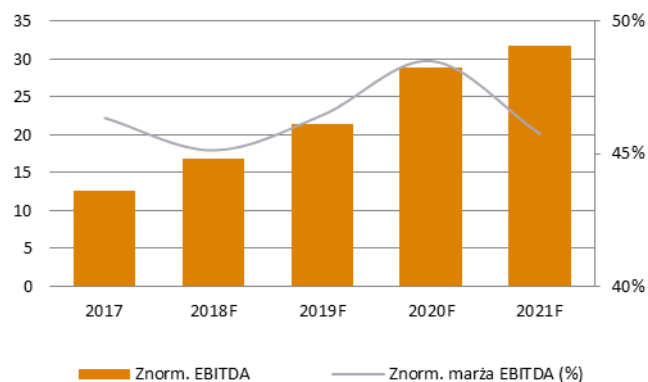
**Obniżamy prognozę na 2018F o 7% i 18% odpowiednio na poziomie przychodów i EBITDA**

**W 2019F prognozujemy wzrost przychodów o 23% i porównywalny wzrost EBITDA**

Wykres 3. VIGO System: Prognoza przychodów (PLNm)



Wykres 4. VIGO System: Prognoza EBITDA (PLNm)



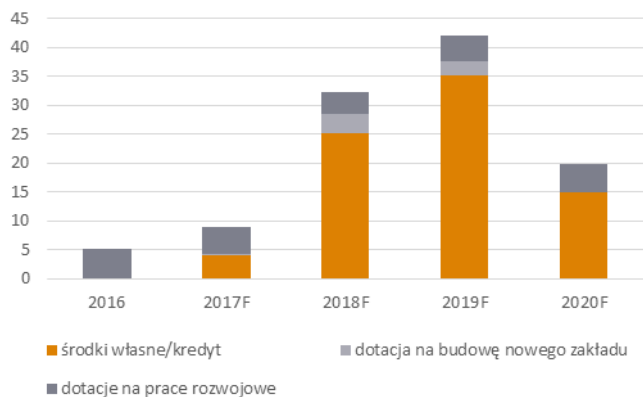
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

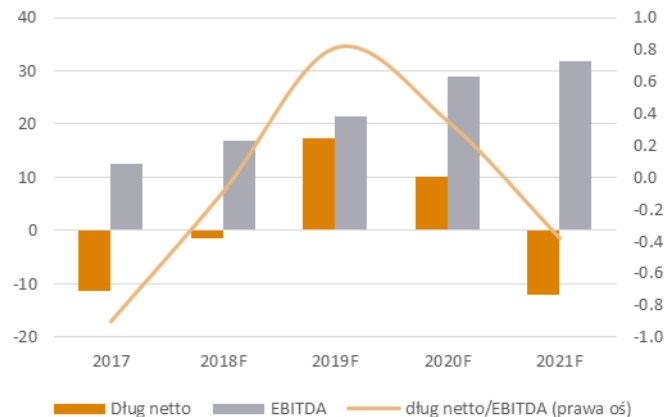


W 2020F, prognozujemy wzrost przychodów o 30% r/r do PLN59m – zakładamy, że głównym czynnikiem wzrostu będą segmenty Przemysł oraz Techniki wojskowe (kolejna transza projektu, którego realizacja rozpocznie się w 2018F). Prognozujemy wzrost EBITDA o 35% do PLN29m.

**Wykres 5. VIGO System: Nakłady i finansowanie (PLNm)**



**Wykres 6. VIGO System: Prognoza zadłużenia (PLNm)**



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

## 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 ustalamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN400, 43% powyżej obecnej ceny rynkowej.

**Wycena metodami DCF i porównawczą**

**Tabela 3. VIGO System: Podsumowanie wyceny (PLN/akcję)**

DCF	346.5	50%
Wycena porównawcza (2019-20F)	376.8	50%
<b>Wycena kapitału własnego</b>	361.7	
Koszt kapitału własnego	10%	
<b>12M cena docelowa</b>	400.0	
Cena bieżąca	279.0	
Potencjał wzrostu	43%	

Źródło: Szacunki Vestor DM

## Wycena DCF

**Tabela 4. VIGO System: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału**

<b>Dług/(dług+kapitał własny)</b>	<b>25.0</b>
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.8
Premia za ryzyko rynkowe (%)	4.5
Beta (x)	1.5
<b>Koszt kapitału własnego (%)</b>	<b>10.4</b>
Koszt długu po podatku (%)	3.8
<b>WACC (%)</b>	<b>8.7</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 5. VIGO System: Wycena DCF (PLNm)**

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	> 2023F
<b>Przychody</b>	<b>45.9</b>	<b>59.5</b>	<b>69.3</b>	<b>80.9</b>	<b>92.7</b>	<b>80.9</b>
<b>Znorm. EBIT*</b>	<b>13.7</b>	<b>18.7</b>	<b>20.2</b>	<b>24.3</b>	<b>26.1</b>	<b>26.1</b>
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	0.3	2.6
<b>NOPAT</b>	<b>13.5</b>	<b>18.5</b>	<b>20.0</b>	<b>24.1</b>	<b>25.8</b>	<b>23.5</b>
Amortyzacja	5.6	7.4	8.2	8.4	10.1	10.1
Zmiany w kapitale obrotowym	-1.2	-1.8	-1.3	-1.6	-1.6	-1.6
Capex (netto, uwzględniając dotacje)	-35.2	-14.8	-3.1	-3.4	-3.8	-10.1
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>-17.2</b>	<b>9.4</b>	<b>23.7</b>	<b>27.5</b>	<b>30.5</b>	<b>21.9</b>
Czynnik dyskontowy (%)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
Wartość bieżąca FCF	-15.8	7.9	18.5	19.7	20.1	
<b>Wartość bieżąca FCF 2019-23</b>	<b>50.7</b>					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.5%					
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>	<b>200.3</b>					
Wartość przedsiębiorstwa	251.1					
Dług netto (2018F)	-1.5					
<b>Wartość kapitału własnego (PLNm)</b>	<b>252.6</b>					
Liczba akcji (m)	0.7					
<b>Wartość godziwa (PLN/akcję)</b>	<b>346.5</b>					

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

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 6. VIGO System: Wrażliwość modelu DCF**

	Premia za ryzyko rynkowe (%)		
	3.5%	4.5%	5.5%
0.0%	347.3	297.6	259.1
1.0%	391.5	329.3	282.7
1.5%	416.1	<b>346.5</b>	295.2
2.0%	451.4	370.5	312.4
2.5%	490.1	396.0	330.3

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 metodą porównawczą oparliśmy o mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2018-19F. Mnożnikom przypisaliśmy równe wagi, wycena porównawcza implikuje wartość godziwą VIGO na poziomie PLN377/akcję.

Tabela 7. VIGO System: Wycena porównawcza

	Kraj	Kurs (7/01/19)	Kapitalizacja (USDm)	Średni dzienny obrot (3M, USDm)	Stopa zwrotu		P/E			EV/EBITDA			P/BV 2019F	ROE 2019F	Marża EBITDA (2019F)	DY 2019F	2017-20F CAGR		PEG*	
					1M	12M	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F					Przychody	EPS		
VIGO System	PL	279.0	54	0.03	3.7%	-13.4%	14.9	14.1	10.6	12.0	10.3	7.4	2.9	23.2	46%	0.0%	30%	26%	0.6	
<b>Producenci fotoniki i optoelektroniki</b>																				
HAMAMATSU	JP	3665.0	5 574	15.1	-5.7%	-7.5%	27.3	25.6	22.9	13.5	12.9	11.6	2.9	11.1	27%	1.1	8%	14%	1.9	
TELEDYNE	US	207.7	7 495	32.3	1.8%	11.5%	23.8	22.9	21.4	n.a.	n.a.	n.a.	3.4	n.a.	19%	n.a.	8%	13%	1.8	
FLIR SYSTEMS	US	43.2	5 981	54.7	-0.2%	-9.3%	19.6	18.2	16.5	13.3	11.3	n.a.	3.1	n.a.	26%	1.6	3%	12%	1.6	
NIPPON CERAMIC	JP	2340.0	587	1.8	-11.6%	-19.6%	22.4	19.7	16.8	n.a.	n.a.	n.a.	1.3	6.5	24%	2.4	7%	16%	1.4	
II-VI	US	31.3	1 990	39.6	-8.7%	-37.7%	19.4	12.7	10.0	n.a.	8.1	7.0	1.9	13.4	20%	n.a.	17%	27%	0.7	
OPTEX GROUP	JP	1818.0	632	4.1	-13.2%	-42.0%	18.4	17.5	15.4	n.a.	n.a.	n.a.	2.0	n.a.	n.a.	1.9	7%	9%	2.1	
FOCUSED PHOTONICS	CN	24.5	1 620	12.9	-4.1%	-31.6%	18.1	14.4	11.8	15.9	12.6	10.1	3.2	17.8	20%	1.3	26%	26%	0.7	
VISUAL PHOTONICS	TW	64.0	384	11.6	13%	-34%	27.7	23.9	16.0	17.7	14.5	9.7	4.4	17.8	32%	3.6	11%	23%	1.2	
AMPHENOL	US	78.3	23 600	157.8	-6.0%	-11.8%	21.2	19.5	17.4	n.a.	n.a.	n.a.	5.9	28.3	25%	1.2	9%	12%	1.8	
<b>Średnia</b>							<b>22.0</b>	<b>19.4</b>	<b>16.5</b>	<b>15.1</b>	<b>11.9</b>	<b>9.6</b>	<b>3.1</b>	<b>15.8</b>	<b>24%</b>	<b>1.9</b>	<b>11%</b>	<b>17%</b>	<b>1.5</b>	
<b>VIGO - premia/dyskonto do spółek porównywalnych</b>										<b>-32%</b>	<b>-27%</b>	<b>-36%</b>	<b>-21%</b>	<b>-13%</b>	<b>-23%</b>	<b>-6%</b>	<b>-32%</b>			
VIGO System - Implikowana wycena (PLN/akcję)							411.4	382.5	434.7	351.9	324.0	366.1								
VIGO System - średnia z wyceny porównawczej (2019-20)										<b>376.8</b>										

\*PEG – 2018F P/E w stosunku do 2017-20F 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 2 009 570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r., poz. 1768 – 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.).

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

Niniejszy dokument stanowi publikację handlową w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy w związku z powyższym nie został on przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejszy dokument stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

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, w związku z powyższym przy sporządzeniu niniejszego dokumentu Vestor DM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji 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. Vestor DM nie świadczy usług doradztwa podatkowego związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe i zaleca skontaktowanie się z niezależnym doradcą podatkowym. Należy zwrócić uwagę, że podstawy i poziomy opodatkowania mogą ulegać zmianom.

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.

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 dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad obiektywizmu w oparciu o ogólnodostępne informacje w tym informacji publikowanych przez Emitenta. 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. Niniejszy dokument wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia. 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 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 znajdując 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 OBYWATELOM 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 JAKIKOLWIEK 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 wahaniom 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 nagłe 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 WYCEN/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, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM BYŁ UCZESTNIKIEM KONSORCJUM OFERUJĄCYM INSTRUMENTY FINANSOWE WYEMITOWANE PRZEZ EMITENTA.

Vestor DM nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisje inwestycyjne lub usługowe. Pracownik przygotowujący powyższy raport posiadał w przeszłości akcje Emitenta.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor DM otrzymał wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług dla Emitenta.

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 i nie nabywały w przeszłości akcji Emitenta.

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, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor DM lub podmioty powiązane z Vestor DM składać będą oferty 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 na rzecz Emitenta, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta.

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.

Z wyjątkiem umów maklerskich zawartych z klientami, na podstawie których Vestor DM sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie tych klientów, Vestor DM nie jest stroną jakiegokolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie.

Wynagrodzenie otrzymane przez osoby przygotowujące ten dokument może zależeć pośrednio od wyników finansowych uzyskanych przez Vestor DM lub jego podmioty powiązane z transakcji Investment Banking, związanych z instrumentami finansowymi wyemitowanymi przez Emitenta.

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.

Wszystkie szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną opinię analityków na dzień wydania niniejszego raportu.

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 jakichkolwiek 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.

Vestor DM mógł wydać i może wydać w przyszłości raporty dotyczące Emitenta, które różnią się od niniejszego raportu i zawierają inne wnioski w porównaniu do informacji zawartych w niniejszym raporcie. Raporty te odpowiadają przyjętym w nich założeniom, poglądom i metodom analitycznym analityków, którzy je przygotowali, a Vestor DM nie jest zobowiązany aby dostarczyć inne raporty odbiorcom niniejszego dokumentu.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. Rekomendacja wydana przez Vestor DM obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba, że w tym okresie rekomendacja zostanie zaktualizowana. 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.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 10 rekomendacji Kupuj, 6 rekomendacji Akumuluj, 3 rekomendacje Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 6 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego w tym 6 na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner, publikacje handlowe w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, która nie wskazywała kierunku inwestycyjnego. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających łącznie każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 24 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA VIGO SYSTEM S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 05 GRUDNIA 2017 I NIE WSKAZYWAŁA KIERUNKU REKOMENDACYJNEGO.

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 © 2019 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:

- i. 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;
- ii. 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;
- iii. 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;
- iv. 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;
- v. 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, jeśli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;
- vi. 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 wycenia 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 można uważać 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 księgowa

BV – wartość księgowa

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

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

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

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

Nr.	Spółka	Data rekomendacji	Analityk	TP	Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji	Rekomendacja	Horyzont
1/2018	PKO BP	2018-01-08	Michał Fidelus	45	44.3	Neutralnie	12M
2/2018	Pekao	2018-01-08	Michał Fidelus	152	134.3	Kupuj	12M
3/2018	BZ WBK	2018-01-08	Michał Fidelus	442	408.4	Akumuluj	12M
4/2018	mBank	2018-01-08	Michał Fidelus	443	496	Sprzedaj	12M
5/2018	ING BSK	2018-01-08	Michał Fidelus	222	215	Neutralnie	12M
6/2018	Handlowy	2018-01-08	Michał Fidelus	86	83	Neutralnie	12M
7/2018	Millennium	2018-01-08	Michał Fidelus	8.9	9.4	Redukuj	12M
8/2018	Alior	2018-01-08	Michał Fidelus	87	78	Akumuluj	12M
9/2018	Getin Noble Bank	2018-01-08	Michał Fidelus	1.55	1.71	Redukuj	12M
10/2018	PKN	2018-01-09	Beata Szparaga-Waśniewska	117	106.7	Neutralnie	12M
11/2018	Lotos	2018-01-09	Beata Szparaga-Waśniewska	54	57.4	Redukuj	12M
12/2018	PKP Cargo	2018-02-14	Marcin Stebakow	68	58.8	Kupuj	12M
13/2018	BZ WBK	2018-02-21	Michał Fidelus	436	385.8	Kupuj	12M

14/2018	Wielton	2018-02-23	Marcin Górnik	15.3	12.36	Kupuj	12M
15/2018	Selvita	2018-03-20	Beata Szparaga-Waśniewska	85	59	Brak	12M
16/2018	JSW	2018-03-22	Marcin Stebakow	99	95.3	Neutralnie	12M
17/2018	Marvipol Development	2018-03-26	Marek Szymański	8.9	8.7	Brak	12M
18/2018	Kruk	2018-03-28	Michał Fidelus	286	208	Kupuj	12M
19/2018	British Automotive Holding	2018-03-28	Marek Szymański	10.5	8.3	Brak	12M
20/2018	Aplisens	2018-04-04	Michał Wojciechowski	15.1	12.9	Kupuj	12M
21/2018	Wielton	2018-04-05	Marcin Górnik	16.0	13.7	Kupuj	12M
22/2018	KGHM	2018-04-16	Marcin Stebakow	110.0	92.0	Kupuj	12M
23/2018	LPP	2018-04-18	Marek Szymański	9000	8965	Neutralnie	12M
24/2018	CCC	2018-04-18	Marek Szymański	310	272	Kupuj	12M
25/2018	mBank	2018-04-19	Michał Fidelus	441	439	Neutralnie	12M
26/2018	AC	2018-04-23	Marcin Górnik	38.5	40.8	Redukuj	12M
27/2018	MZN Property	2018-05-08	Aleksandra Jakubowska	2.2	1.9	Brak	12M
28/2018	Pekao	2018-05-16	Michał Fidelus	148	118.7	Kupuj	12M
29/2018	Archicom	2018-05-24	Marek Szymański	23.0	15.9	Brak	12M
30/2018	PKO BP	2018-05-25	Michał Fidelus	42.0	38.9	Neutralnie	12M
31/2018	Warimpex	2018-05-28	Marek Szymański	8.3	6.0	Brak	12M
32/2018	Handlowy	2018-06-20	Michał Fidelus	81.0	67.0	Kupuj	12M
33/2018	Dom Development	2018-06-25	Marek Szymański	90.0	86.0	Neutralnie	12M
34/2018	Atal	2018-06-25	Marek Szymański	43.0	37.0	Akumuluj	12M
35/2018	LC Corp	2018-06-25	Marek Szymański	3.0	2.4	Kupuj	12M
36/2018	Lokum Deweloper	2018-06-25	Marek Szymański	25.0	18.8	Kupuj	12M
37/2018	CCC	2018-07-16	Marek Szymański	280.0	204.0	Kupuj	12M
38/2018	LPP	2018-07-16	Marek Szymański	9200.0	9105	Neutralnie	12M
39/2018	PKN	2018-07-19	Beata Szparaga-Waśniewska	104.0	81.06	Kupuj	12M
40/2018	CD Projekt	2018-07-25	Maciej Hebda	231.0	208.00	Akumuluj	12M
41/2018	11 bit studios	2018-07-25	Michał Wojciechowski	511.0	426.0	Kupuj	12M
42/2018	PlayWay	2018-07-25	Maciej Hebda	195.0	149.0	Kupuj	12M
43/2018	Millennium	2018-07-30	Michał Fidelus	9.3	8.9	Neutralnie	12M
44/2018	BZ WBK	2018-08-02	Michał Fidelus	410.0	378.2	Akumuluj	12M
45/2018	Synektik	2018-08-07	Beata Szparaga-Waśniewska	20.0	14.9	Kupuj	12M
46/2018	ML System	2018-08-28	Maciej Hebda	38.6	33.3	Brak	12M
47/2018	CD Projekt	2018-08-29	Maciej Hebda	228.0	219.2	Neutralnie	12M
48/2018	11 bit studios	2018-09-03	Michał Wojciechowski	386.0	380.0	Neutralnie	12M
49/2018	Alior	2018-09-05	Michał Fidelus	85.0	66.9	Kupuj	12M
50/2018	British Automotive Holding	2018-09-05	Marek Szymański	2.2	1.9	Brak	12M
51/2018	Wielton	2018-09-12	Marcin Górnik	15.5	9.7	Kupuj	12M
52/2018	Atal	2018-09-13	Marek Szymański	41.0	31.5	Kupuj	12M
53/2018	PKN	2018-09-14	Beata Szparaga-Waśniewska	109.0	99.4	Neutralnie	12M
54/2018	Ten Square Games	2018-09-20	Maciej Hebda	116.0	96.5	Kupuj	12M
55/2018	Archicom	2018-09-21	Marek Szymański	20.5	13.2	Brak	12M
56/2018	Marvipol	2018-09-21	Marek Szymański	8.0	3.5	Brak	12M
57/2018	PlayWay	2018-09-25	Maciej Hebda	177	151	Kupuj	12M
58/2018	JSW	2018-10-01	Marcin Górnik	72.7	66.2	Neutralnie	12M
59/2018	Bogdanka	2018-10-01	Marcin Górnik	69.2	60.0	Akumuluj	12M
60/2018	4fun Media	2018-10-29	Michał Wojciechowski	20.5	13.0	Brak	12M
61/2018	Elemental Holding	2018-11-14	Marcin Górnik	1.8	1.1	Brak	12M
62/2018	CD Projekt	2018-11-15	Maciej Hebda	202	146.5	Kupuj	12M
63/2018	Lokum Deweloper	2018-11-15	Marek Szymański	26.0	17.4	Kupuj	12M
64/2018	CCC	2018-11-16	Marek Szymański	260	182	Kupuj	12M
65/2018	11 bit studios	2018-11-19	Michał Wojciechowski	270	247	Neutralnie	12M
66/2018	LC Corp	2018-11-22	Marek Szymański	3.2	2.5	Kupuj	12M
67/2018	ML System	2018-11-22	Maciej Hebda	35.3	27.1	Brak	12M
68/2018	LPP	2018-11-26	Marek Szymański	8600	7850	Akumuluj	12M
69/2018	PlayWay	2018-11-27	Maciej Hebda	172	140	Kupuj	12M
70/2018	Atal	2018-12-10	Marek Szymański	38.0	29.7	Kupuj	12M
71/2018	Dom Development	2018-12-10	Marek Szymański	75.0	65.6	Akumuluj	12M
72/2018	Archicom	2018-12-10	Marek Szymański	19.0	11.9	Brak	12M
73/2018	PKO BP	2018-12-10	Michał Fidelus	45.0	40.6	Akumuluj	12M
74/2018	Pekao	2018-12-10	Michał Fidelus	139.0	108.6	Kupuj	12M
75/2018	Santander Bank Polska	2018-12-10	Michał Fidelus	395.0	353.0	Akumuluj	12M
76/2018	mBank	2018-12-10	Michał Fidelus	440.0	429.0	Neutralnie	12M
77/2018	ING BSK	2018-12-10	Michał Fidelus	197.0	180.0	Akumuluj	12M
78/2018	Handlowy	2018-12-10	Michał Fidelus	75.6	70.0	Neutralnie	12M
79/2018	Millennium	2018-12-10	Michał Fidelus	9.7	9.1	Neutralnie	12M
80/2018	Alior Bank	2018-12-10	Michał Fidelus	70.0	55.2	Kupuj	12M
81/2018	Getin Noble Bank	2018-12-10	Michał Fidelus	0.76	0.31	Kupuj	12M
82/2018	Selvita	2018-12-12	Beata Szparaga-Waśniewska	85.0	49.0	Brak	12M
83/2018	Celon Pharma	2018-12-12	Beata Szparaga-Waśniewska	33.0	32.4	Neutralnie	12M
84/2018	Warimpex	2018-12-21	Marek Szymański	8.0	4.6	Brak	12M