

- Prognozujemy zysk netto PLN 3.9m w 2Q15, +74% r/r
- Prognozujemy zn. zysk netto PLN 11.4m w 2015p (+39% r/r)
- Wycena P/E 14.7x w 2015p i 13.3x w 2016p z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych

Budowanie bazy do dalszych wzrostów

Podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla Vigo System do PLN 302 z PLN 288. Zwracamy uwagę na następujące pozytywne informacje ze spółki: 1) wysoką dynamikę przychodów w 2 kwartale 2015 r.: 34% wzrost r/r do PLN 8.1m; 2) uruchomienie w kwietniu laboratorium MBE – strategicznej inwestycji w nową klasę detektorów, które mają wejść do sprzedaży w 2 poł. 2016r.; 3) bezterminowe wydłużenie zezwolenia na działalność w strefie ekonomicznej. Spodziewamy się bardzo dobrych wyników w 2 kwartale (zysk netto PLN 3.9m, 74% wzrost r/r) i podtrzymujemy naszą prognozę znormalizowanego zysku netto w wys. PLN 11.4 (+39% r/r) w 2015p oraz PLN 12.6m w 2016p. Na naszych prognozach na lata 2015-2016, VIGO wyceniane jest obecnie z P/E 14.7x i 13.3x oraz EV/EBITDA 11.8x i 10.4x, z dwucyfrowym dyskontem do grupy porównawczej. Jednocześnie zwracamy uwagę na wysoki potencjał dywidendowy spółki i oczekujemy wzrostu DPS do PLN 11.2 w 2016p, co implikuje stopę dywidendy 4.9%.

Oczekując bardzo dobrych wyników za 2 kwartał 2015r. i podtrzymujemy całoroczną prognozę. VIGO poinformowało, iż przychody w 2Q15 sięgnęły PLN 8.1m i były wyższe o 34% r/r oraz 46% kw/kw. Zważywszy na stałą strukturę kosztów spółki w 2Q prognozujemy 62% r/r i 104% kw/kw wzrost EBITDA do PLN 4.4m oraz odpowiednio 74% r/r i 209% kw/kw wzrostu zysku netto do PLN 3.9m. Jednocześnie podtrzymujemy naszą całoroczną prognozę znormalizowanego zysku netto w 2015p na poziomie PLN 11.4m (+39% r/r).

Strategia „VIGO 2017”: Podwojenie sprzedaży i przyśpieszenie inwestycji celem zwiększenia wolumenów produkcji. W ramach strategii VIGO 2017, zakładającej m.in. podwojenie sprzedaży w okresie 2014-2017 Zarząd poinformował, iż wydatki inwestycyjne w 2015r. wyniosą PLN 9.8m (vs nasza wcześniejsza prognoza PLN 7m). Z tych środków Zarząd planuje m.in. inwestycję w automatyzację montażu i kontroli jakości detektorów, co przygotuje spółkę na większe wolumeny produkcji. Także zgodnie z planem w kwietniu br. dokonano otwarcia kluczowej inwestycji spółki - laboratorium supersieci - MBE. Komercyjna produkcja detektorów w oparciu o technologię MBE ma ruszyć w połowie 2016r.

Potencjał dywidendowy. Po kulminacji wydatków inwestycyjnych w 2015p i zakończeniu kluczowych inwestycji, zakładamy, że dodatnia pozycja gotówkowa pozwoli spółce wypłacać wysokie dywidendy w kolejnych latach. Oczekujemy wzrostu DPS z PLN 5.6 (DY 2.5%) w 2015p do PLN 11.2 (DY 4.9%) w 2016p i PLN 14.6 (DY 6.4%) w 2017p.

Wycena. Na naszych prognozach akcje VIGO są obecnie wyceniane na mnożnikach P/E 14.7x w 2015p i 13.3x na 2016p oraz EV/EBITDA odpowiednio na poziomie 11.8x i 10.4x, co implikuje dwucyfrowe dyskonta do spółek porównywalnych pomimo, iż spółka charakteryzuje się wyższą oczekiwaną dynamiką wzrostu zysków, wyższą stopą zwrotu z kapitałów własnych (ROE 36%), jak i zdecydowanie wyższą stopą dywidendy.

VIGO System: Prognozy i wskaźniki wyceny (PLNm)

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	20.6	20.5	28.4	32.7	38.6
znorm. EBITDA	8.8	9.8	13.5	15.0	17.8
znorm. Zysk netto	7.4	8.2	11.4	12.6	15.1
znorm. P/E	22.6	20.5	14.7	13.3	11.1
znorm. EV/EBITDA	18.0	16.1	11.8	10.4	8.5
DPS*	5.3	10.0	5.6	11.2	14.6
Stopa dywidendy*	n.a.	n.a.	2.5%	4.9%	6.4%

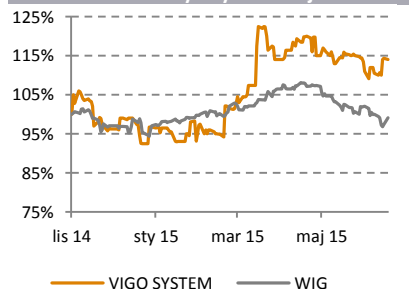
Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM, *wypłacona w danym roku

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	302
Cena poprzednia (PLN)	288
Cena bieżąca (PLN)	229
Potencjał wzrostu/spadku	32%
Min (52T)	173
Max (52T)	242
Liczba akcji (m)	0.73
Kapitalizacja (PLNm)	167
Dług netto (PLNm)	-5.8
EV (PLNm)	162
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.074

Akcjonariat	
S FIZ Aktywów Niepublicznych	14.3
Józef Piotrowski	11.9
Janusz Kubrak	6.6
Mirosław Grudzień	5.8
Jadwiga Nowak	5.8
TFI Pioneer Pekao IM	5.1
Pozostali	50.5

Opis spółki
VIGO jest jedną z najbardziej innowacyjnych polskich spółek technologicznych specjalizującą się w produkcji niechłodzonych fotonowych detektorów podczerwieni oraz pomiarowych i obserwacyjnych kamer termowizyjnych. 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 jak techniki wojskowe, kolejnictwo, energetyka czy medycyna.

VGO vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

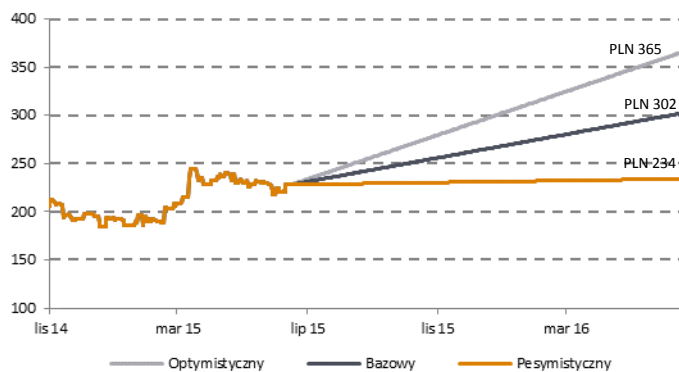
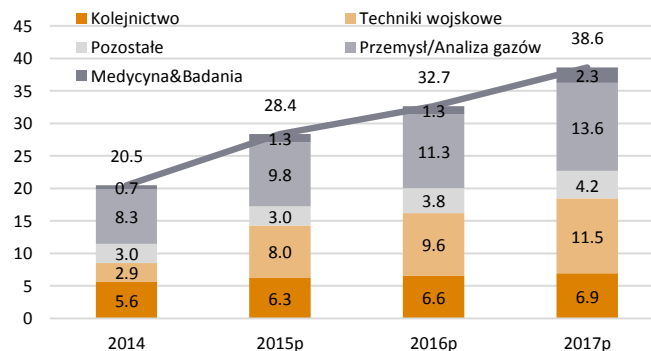
Piotr Nawrocki, CFA
Dyrektor Działu Analiz
(+48) 22 378 9214
Piotr.Nawrocki@vestor.pl

VIGO System
Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Wskaźniki wyceny	2013	2014	2015p	2016p	2017p
P/E	22.7	20.5	14.7	13.3	11.1
EV/EBITDA	18.2	16.1	11.8	10.4	8.5
P/BV	8.5	6.7	5.3	4.6	4.1
Dywidenda na akcję*	5.3	10.0	5.6	11.2	14.6
Stopa dywidendy	n.a.	n.a.	2.4%	4.9%	6.4%
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody ze sprzedaży	20.6	20.5	28.4	32.7	38.6
Koszty sprzedaży	-10.5	-9.7	-13.2	-15.9	-19.0
Zysk brutto ze sprzedaży	10.2	10.8	15.2	16.8	19.6
Koszty sprzedaży i zarządu	-3.6	-3.4	-4.4	-4.9	-5.3
Zysk ze sprzedaży	6.6	7.4	10.8	11.9	14.3
Pozostałe przychody operacyjne	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4
Pozostałe koszty operacyjne	-1.2	-1.3	-0.7	-0.7	-0.7
EBIT	7.1	7.4	11.5	12.6	15.0
znorm. EBIT	7.5	8.3	11.5	12.6	15.0
Amortyzacja	1.3	1.5	2.0	2.4	2.8
EBITDA	8.4	8.9	13.5	15.0	17.8
znorm. EBITDA	8.8	9.8	13.5	15.0	17.8
Koszty finansowe netto	0.0	-0.1	-0.5	0.0	0.2
Zysk przed opodatkowaniem	7.1	7.3	11.0	12.7	15.2
Podatek dochodowy	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Zysk netto	6.9	7.3	10.9	12.6	15.1
znorm. Zysk netto	7.4	8.2	11.4	12.6	15.1
Dynamiki wzrostu	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Wzrost przychodów (%)	8%	-1%	39%	15%	18%
Wzrost znorm. EBITDA (%)	6%	11%	38%	11%	19%
Wzrost znorm. zysku netto	-1%	11%	39%	10%	20%
Marże	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Marża na sprzedaży (%)	32%	36%	38%	36%	37%
Marża EBITDA (%)	43%	48%	48%	46%	46%
Marża EBIT (%)	36%	40%	41%	39%	39%
Efektywna stopa podatkowa	2%	1%	1%	1%	1%
Marża zysku netto (%)	36%	40%	40%	38%	39%
Bilans (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Rzeczowe aktywa trwałe	11.0	12.7	18.2	18.1	18.0
WNiP	0.5	1.0	3.2	3.1	2.7
Rozliczenia międzyokresowe	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
Środki pieniężne	10.9	12.4	10.4	13.4	16.6
Należności handlowe	1.8	2.4	3.0	3.4	4.0
Zapasy	1.9	1.9	2.7	3.1	3.6
Aktywa razem	28.8	33.2	40.2	43.9	47.7
Dług	3.8	2.6	2.6	1.8	1.0
Zobowiązania handlowe	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
Rozliczenia międzyokresowe	4.7	4.9	4.9	4.9	4.9
Inne zobowiązania	0.5	0.5	0.9	1.0	1.2
Kapitały własne	19.6	25.0	31.8	36.2	40.5
Pasywa	28.8	33.2	40.2	43.9	47.7
Kapitał obrotowy	3.0	3.8	4.9	5.6	6.6
Dług netto	-7.0	-9.8	-7.7	-11.6	-15.6
Przepływy pieniężne (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Zysk netto	6.9	7.3	10.9	12.6	15.1
Amortyzacja	1.3	1.5	2.0	2.4	2.8
Zmiany w kapitale obrotowym	-0.8	-3.0	-1.2	-0.7	-1.0
Inne zmiany	-0.4	-0.9	0.5	0.0	-0.2
Przepływy z dział. operacyjnej	7.1	4.9	12.3	14.2	16.7
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-1.7	-2.1	-9.8	-2.2	-2.2
Inne przepływy inwestycyjne	0.2	-0.8	0.3	0.3	0.3
Przepływy z dział. inwestycyjnej	-1.5	-2.9	-9.5	-1.9	-1.9
Zmiany netto zadłużenia	-1.5	-0.8	0.0	-0.8	-0.8
Odsetki zapłacone	-0.2	-0.1	-0.8	-0.3	-0.1
Dywidendy	-3.7	-6.9	-4.1	-8.2	-10.7
Przepływy z dział. finansowej	-4.6	-0.5	-4.9	-9.3	-11.6
Zmiana gotówki	0.9	1.5	-2.1	3.1	3.2
Dźwignia i stopy zwrotu	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Dług netto/EBITDA (x)	-0.8	-1.1	-0.6	-0.8	-0.9
Dług netto/kapitały własne (x)	-0.4	-0.4	-0.2	-0.3	-0.4
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	44.4	89.2	14.2	49.1	104.6
ROE (%)	38%	33%	36%	35%	37%
ROA (%)	24%	22%	27%	29%	32%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM
**Dywidenda wypłacana w danym roku*

Podstawowe dane			
Cena akcji (PLN)	229.4		
Min (52W, PLN)	172.9		
Max (52W, PLN)	242.1		
Kapitalizacja (PLN m)	167.2		
Dług netto	-5.8		
EV (PLN m)	161.5		
Analiza scenariuszowa	Optymistyczny	Bazowy	Konserwatywny
Przychody 2015	29.8	28.4	27.5
Przychody 2016	37.3	32.7	26.3
Zysk netto 2015	12.6	11.4	10.6
Zysk netto 2016	15.1	12.6	9.6
P/E 2015 (x)	13.2	14.7	15.7
P/E 2016 (x)	11.0	13.3	17.4
EV/EBITDA 2015 (x)	10.7	11.8	12.5
EV/EBITDA 2016 (x)	8.6	10.4	13.3
DCF (PLN/akcja)	333	258	176
12m cena docelowa (PLN)	365	302	234

VIGO System: Analiza scenariuszy

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM
VIGO System: Przychody ze sprzedaży według segmentów

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Model DuPonta	2014	2015p	2016p
Marża netto	40%	38%	39%
Obrotowość aktywów	0.7	0.7	0.8
Dźwignia finansowa	1.3	1.2	1.2
ROE	36%	35%	37%

Czynniki ryzyka

Za główne czynniki ryzyka dla naszych prognoz uważamy brak długoterminowego portfela zamówień, ryzyko opóźnień zamówień z krajowego przemysłu zbrojeniowego oraz ryzyko walutowe związane z realizowaniem ok. 80% przychodów w EUR.

Podsumowanie inwestycyjne

Strategia VIGO 2017: uruchomienie laboratorium MBE i capex na 2015r.

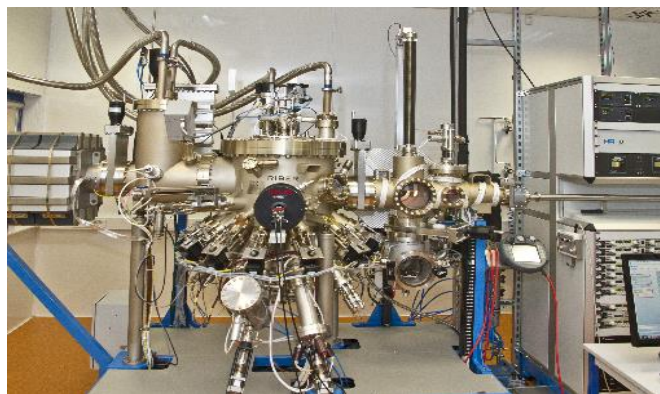
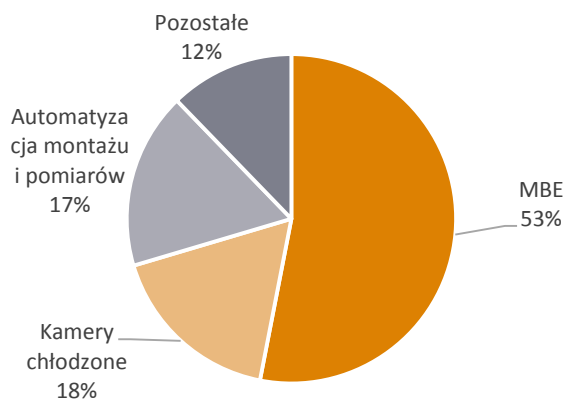
W dniu 27 kwietnia br. odbyło się uroczyste otwarcie laboratorium do technologii tzw. supersieci MBE (Molecular Beam Epitaxy). Inwestycja w nowe laboratorium o wartości ok. PLN 11m była współfinansowana w równych częściach przez VIGO i Wojskową Akademię Techniczną. Zgodnie z harmonogramem inwestycji w ciągu najbliższego roku będą trwały prace badawczo-rozwojowe, a uruchomienie komercyjnej sprzedaży detektorów opartych na technologii MBE powinno nastąpić w połowie 2016r. Detektory wyprodukowane w technologii MBE mają być dedykowane przede wszystkim do zastosowań wymagających wyższej odporności detektorów na trudne warunki eksploatacji i są istotną częścią strategii nowego Zarządu zakładającej dynamiczne zwiększanie skali sprzedaży w ciągu najbliższych lat.

Spółka poinformowała także o planowanej wielkości nakładów inwestycyjnych w 2015r. na poziomie PLN 9.8m (wobec naszego wcześniejszego szacunku na poziomie PLN 7m). Poza planowanymi wcześniej głównymi inwestycjami czyli MBE i technologią kamer chłodzonych (do zastosowań militarnych) Zarząd poinformował, iż w 2015p przeznaczy dodatkowe PLN 1.7m na inwestycje w automatyzację montażu i pomiaru detektorów, które wskazał jako tzw. „wąskie gardła” na drodze do podwojenia przychodów do 2017r. (przy parokrotnym zwiększeniu wolumenów produkcji).

Wykres 1. VIGO System: Struktura nakładów inwestycyjnych w 2015p

Dane w PLN m

Rysunek 1. Laboratorium MBE



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki

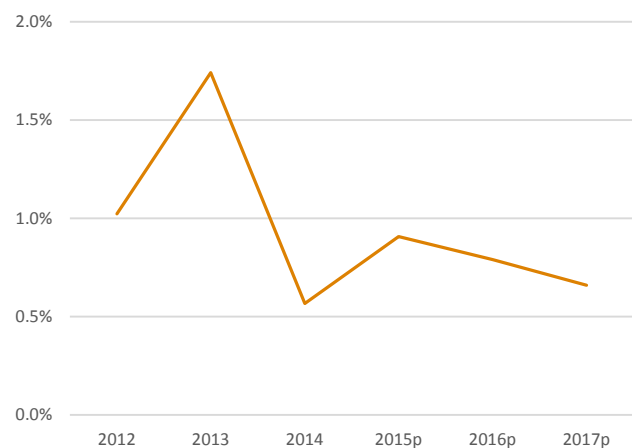
Przedłużenie działalności w strefie ekonomicznej i plany ulg podatkowych dla innowacyjnych firm

Na początku czerwca VIGO poinformowało, iż Ministerstwo Gospodarki wydłużyło bezterminowo zezwolenie na działalność spółki w Tarnobrzskiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej Euro-Park Wisłosan (TSSE). Poprzednie pozwolenie obowiązywało do 15 listopada 2017r. Nowa decyzja oznacza, iż do końca działalności strefy tj. do 2026r. VIGO System spółka będzie mogła rozliczać 65% poniesionych wydatków inwestycyjnych w formie ulgi podatkowej. Zgodnie z naszymi wyliczeniami, na obecnych zasadach do 2018r. efektywna stopa podatkowa dla spółki będzie zbliżona do 0%. Jednocześnie zwracamy uwagę, iż w toku ostatniej kampanii prezydenckiej oraz rozpoczynającej się kampanii parlamentarnej główne obozy polityczne w Polsce zakładają w swoich programach wsparcie dla innowacyjnych firm, głównie poprzez podatki. Stąd istnieje według nas duża szansa na to, że VIGO będzie mogło odliczać nawet 100% wydatków inwestycyjnych w formie ulgi podatkowej niezwiązanej już z działalnością w strefie ekonomicznej. Przyjęcie założenia o 100% odpisie

podatkowym wydatków inwestycyjnych zwiększałoby naszą wycenę DCF akcji VIGO o 13% do PLN 291/akcja (PLN 212m).

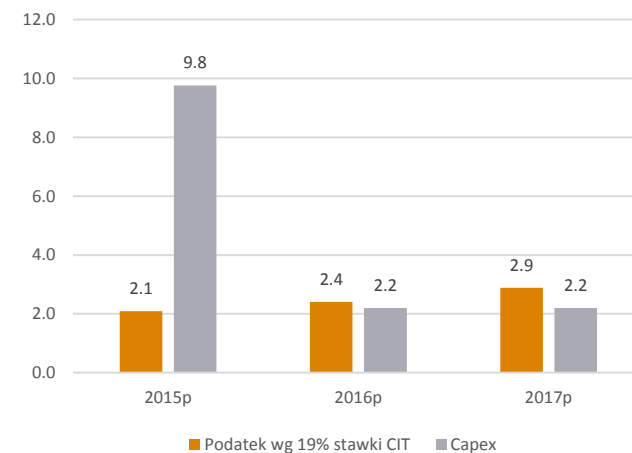
Wykres 2. VIGO System: Efektywna stopa podatkowa

Dane w %



Wykres 3. Wydatki inwestycyjne vs teoretyczna wartość podatku CIT przy stawce 19%

Dane w PLN m



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Prognoza wyników 2 kwartału 2015r.

Przychody VIGO w 2Q15 wyniosły PLN 8.1m i były wyższe o 34% r/r 46% kw/kw. 1H15 przychody wyniosły PLN 13.7m (+23% r/r). Według naszych szacunków, wzrost sprzedaży był wynikiem przede wszystkim kontraktu z francuską firmą Zodiac Aerospace, z którego według naszych szacunków mogło pochodzić ok. PLN 3m lub 37% sprzedaży.

Prognozujemy, iż przy zbliżonej strukturze kosztowej do 1Q15, dzięki ekspansji sprzedaży w 2Q15 rentowność VIGO na poziomie zysku EBITDA wzrosła do 54% wobec jedynie 39% w 1Q15. Stąd szacujemy, że EBITDA w 2Q15 wyniosła PLN 4.4m (+62% r/r, +104% kw/kw). Na poziomie zysku netto spodziewamy się wzrostu marży do 48% i wyniku na poziomie PLN 3.9m (+33% r/r, +126% kw/kw). W naszych prognozach nie założyliśmy wpływu żadnych zdarzeń jednorazowych. Z drugiej strony zauważamy, że raportowany wynik może być znowu zaburzony przez zmiany kursów walutowych (EUR, CHF).

Tabela 1. Prognoza wyników za 2Q15

	1Q14	2Q14	1Q15	2Q15p	r/r	kw/kw	1H15p	2015p	1H15/2015
Przychody	5.1	6.1	5.6	8.1	34%	46%	13.7	28.4	48%
EBITDA	2.1	2.7	2.2	4.4	62%	104%	6.6	13.5	49%
EBIT	1.7	2.4	1.7	3.9	64%	127%	5.7	11.5	49%
Zysk netto	1.7	2.3	1.3	3.9	74%	209%	5.2	10.9	47%
znorm. zysk netto	1.7	2.9	1.7	3.9	33%	126%	5.6	11.4	50%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

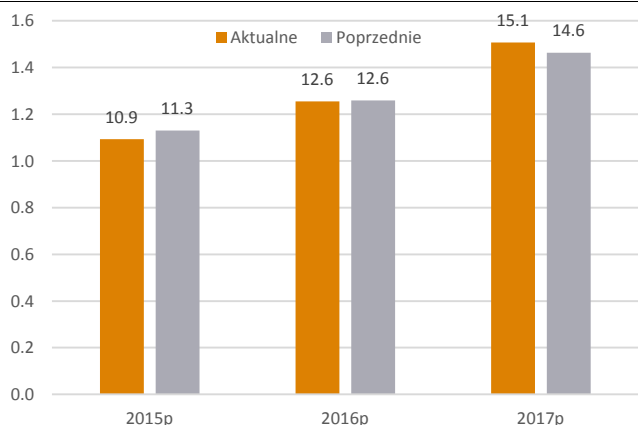
Podtrzymujemy prognozę PLN 11.4m znorm. zysku netto w 2015r.

Podtrzymujemy naszą całoroczną prognozę przychodów VIGO System w 2015r. na poziomie PLN 28.4m przy znormalizowanym wyniku netto na poziomie PLN 11.4m. Jednakże z uwagi na rozpoznane w 1Q15 jednorazowych kosztów finansowych związanych ze zmianami kursów walut w wysokości PLN 463tys. obniżyliśmy oczekiwany przez nas raportowany poziom zysku netto do PLN 10.9m. Prognozy na 2016r. pozostawiliśmy bez zmian, podczas gdy podwyższyliśmy nasz szacunek

zysku netto w 2017r. do PLN 15.1m z PLN 14.6m ze względu na obniżenie prognozowanego podatku z uwagi wydłużenie działalności w strefie ekonomicznej i wyższy capex w 2015r. Zwracamy uwagę, iż nasza prognoza przychodów na 2017r. w wysokości PLN 38.6m odbiega od strategicznego celu Zarządu spółki zakładającego podwojenie sprzedaży do 2017r., co implikowałoby przychody na poziomie PLN 41m w 2017r.

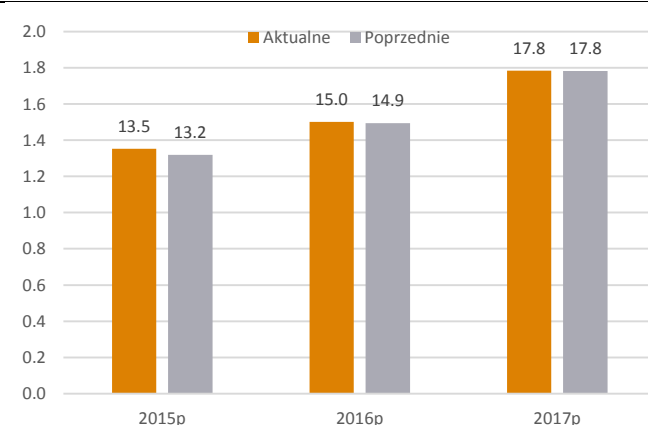
Wykres 4. VIGO System: Zmiana prognoz zysku netto wg wartości raportowanych w latach 2015-2017

Dane w PLN m



Wykres 5. VIGO System: Zmiana prognoz EBITDA w latach 2015-2017

Dane w PLN m



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wycena - podnosimy cenę docelową do PLN 302/akcję.

Na naszych znormalizowanych prognozach VIGO wyceniane jest obecnie na mnożniku P/E 14.7x na 2015p i P/E 13.3x na 2016p z odpowiednio 33% i 32% dyskonta do spółek porównywalnych. Jednocześnie przy zakładanej przez nas 75% wypłacie dywidendy z zysku 2015r. z uwagi na realizację głównych inwestycji w tym roku, oczekiwana stopa dywidendy wynosi 4.9%. Wyceniamy VIGO przy użyciu dwóch metod: DCF oraz metody porównawczej. Na podstawie metody DCF wyceniamy VIGO na PLN 258 na akcję, a wyceny porównawczej na poziomie PLN 296 na akcję. Przypisując obydwu wycenom 50% wagę wyceniamy akcje spółki na poziomie PLN 277 na akcję, co implikuje 12m cenę docelową na poziomie PLN 302 na akcję, 32% powyżej aktualnej ceny rynkowej i 5% powyżej naszej poprzedniej ceny docelowej.

Tabela 2. VIGO: Podsumowanie wyceny

Metoda Wyceny	Metodologia	PLN m	Na akcję	Waga	Komentarz
Wycena DCF	Zdysk. przepływy gotówkowe za 2014-2018	188	258	50%	WACC 8.5-9.5%, stopa wzrostu g= 2%
Wycena porównawcza	Mnożniki 2015-2016 P/E i EV/EBITDA	216	296	50%	równe 25% wagi dla 4 mnożników
Implikowana wycena	Średnia ważona	202	277		
12m cena docelowa		220	302		koszt kapitału własnego=8.9%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena – cena docelowa PLN 302 na akcję

Wyceniamy VIGO przy użyciu dwóch metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą. Wycenę porównawczą oparliśmy o grupę spółek technologicznych działających w zbliżonych do VIGO segmentach rynku. Średnia z dwóch metod wyceny implikuje wartość godziwą akcji VIGO System na poziomie PLN 277 na akcję. W oparciu o wartość godziwą ustaliśmy 12-miesięczną cenę docelową dla akcji VIGO na poziomie PLN 302, 32% powyżej obecnej ceny rynkowej. Nasza cena docelowa implikuje mnożniki P/E na poziomie 19.3x na 2015r. i 17.5x na 2016r przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie odpowiednio 15.7x i 13.9x.

Tabela 3.VIGO: Podsumowanie wyceny

Metoda Wyceny	Metodologia	PLN m	Na akcję	Waga	Komentarz
Wycena DCF	Zdysk. przepływy gotówkowe za 2014-2018	188	258	50%	WACC 8.5-9.5%, stopa wzrostu g= 2%
Wycena porównawcza	Mnożniki 2015-2016 P/E i EV/EBITDA	216	296	50%	równe 25% wagi dla 4 mnożników
Implikowana wycena	Średnia ważona	202	277		
12m cena docelowa		220	302		koszt kapitału własnego=8.9%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena DCF

Wycena VIGO metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF zwraca wartość PLN 188m lub PLN 258 na akcję, co implikuje mnożniki P/E 16.5x i 15.0x na lata 2015-2016 oraz mnożniki EV/EBITDA odpowiednio 13.3x i 11.8x.

Nasz model wyceny został zbudowany w oparciu o następujące główne założenia:

- 5 letnią szczegółową prognozę finansową na lata 2015-2019 (szczegółowy opis prognoz finansowych w rozdziale „Prognozy finansowe”).
- Kalkulację wartości rezydualnej opieramy o znormalizowane przepływy pieniężne na bazie prognozy przepływu rezydualnego po roku 2019.
- Do kalkulacji wartości rezydualnej używamy stopy wzrostu równej 2%.
- Czynniki dyskontowe zostały zbudowane w oparciu o średnioważony koszt kapitału (WACC) wynoszący 8.5%-8.6% na lata 2015-2019p w zależności od struktury kapitału prognozowanej na kolejne lata.
- Używamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.45% (prognozowana wg agencji Bloomberg rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa na koniec 2015r.) na okres 2015-2019p oraz 4.5% do kalkulacji wartości rezydualnej.
- Używamy zalewarowanej bety na poziomie 1.02-1.08x.
- W celu wyznaczenia wartości kapitałów własnych używamy wartość długu netto na dzień 31.12.2014r. skorygowany o dywidendę wypłaconą w czerwcu 2015r. w wysokości PLN 4.1m.

Tabela 4. VIGO: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

WACC obliczenia(%)	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	TV
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	4.5%
Beta	1.08x	1.07x	1.04x	1.02x	1.02x	1.02x
Premia za ryzyko rynkowe (%)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	8.9%	8.8%	8.7%	8.6%	8.5%	9.6%
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	4.5%
Premia za ryzyko kredytowe (%)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Stopa podatkowa	0.9%	0.8%	0.7%	9.5%	14.4%	14.4%
Koszt kapitału obcego	5.4%	5.4%	5.4%	4.9%	4.7%	5.6%
% D	7.6%	4.8%	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%
% E	92.4%	95.2%	97.6%	97.6%	97.8%	97.8%
WACC	8.6%	8.6%	8.6%	8.5%	8.5%	9.5%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 5. VIGO: Wycena DCF

PLN m o ile nie podano inaczej

	Jednostka	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	TV
Przychody	PLN m	28.4	32.7	38.6	39.8	41.9	
EBITDA	PLN m	13.5	15.0	17.8	18.3	19.9	
EBIT	PLN m	11.5	12.6	15.0	15.4	16.9	
Podatek od EBIT	PLN m	-0.1	-0.1	-0.1	-1.5	-2.4	
NOPAT	PLN m	11.4	12.5	14.9	13.9	14.5	14.8
Amortyzacja	PLN m	2.0	2.4	2.8	2.9	3.0	2.2
Zmiany w kapitale obrotowym WC	PLN m	-1.2	-0.7	-1.0	-0.2	-0.4	0.0
Wydatki inwestycyjne	PLN m	-9.8	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2
Wolne przepływy finansowe	PLN m	2.5	12.0	14.5	14.4	14.9	14.8
ROIC (%)	%	41%	36%	39%	33%	34%	
Czynnik dyskontowy	%	92%	85%	78%	72%	66%	
Wartość bieżąca FCF	PLN m	2.3	10.2	11.3	10.4	9.9	
Wartość bieżąca FCF 2014-2019	PLN m	44					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	%	2.0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	PLN m	131					
Wartość przedsiębiorstwa	PLN m	175					
Dług netto na dzień 31.12.2014r.	PLN m	-5.7					
Wartość kapitału własnego na dzień 31.12.2014	PLN m	180					
Miesiąc	x	6					
Wycena	PLN m	188					
Wartość na akcję	PLN/akcję	258					

Źródło: Szacunki Vestor DM

Analiza wrażliwości wyceny DCF
Tabela 6. VIGO: Wrażliwość modelu DCF

(WYCENA w PLN m)

Stopa wolna od ryzyka w TV(%)	Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)				
	0.0%	1%	2%	3%	4%
3.5%	233	256	286	328	387
4.0%	224	245	271	307	357
4.5%	216	235	258	289	331
5.0%	209	226	247	274	310
5.5%	203	218	237	261	292

Źródło: Szacunki Vestor DM

Premia za ryzyko rynkowe (%)	Nielewarowana Beta (x)				
	0.8	1.0	1.1	1.5	2
4.0%	429	351	298	228	185
4.5%	407	329	277	210	169
5.0%	386	310	258	194	156
5.5%	368	292	242	181	145
6.0%	351	277	228	169	135

Źródło: Szacunki Vestor DM

Analiza scenariuszowa

Poza scenariuszem bazowym, którego szczegółowe założenia zostały przedstawione w rozdziale *Prognozy finansowe* celem poglądowym stworzyliśmy dwa alternatywne scenariusze: pozytywny i konserwatywny.

Tabela 7. VIGO: Scenariusz bazowy

PLN m

	Jedn.	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	PLN m	20.5	28.4	32.7	38.6
EBITDA	PLN m	9.8	13.5	15.0	17.8
Zysk netto	PLN m	8.2	10.9	12.6	15.1
Capex	PLN m	-2.9	-9.8	-2.2	-2.2
Dywidenda na akcję	PLN/akcja	10.0	5.6	11.2	14.6
Stopa dywidendy	%	n.a.	2.5%	4.9%	6.4%
P/E	x	20.5	14.7	13.3	11.1
EV/EBITDA	x	16.1	11.8	10.4	8.5
DCF	PLN/akcja		258		

Źródło: Szacunki Vestor DM

Scenariusz optymistyczny

W scenariuszu optymistycznym zakładamy ponowienie zamówienia od francuskiego kontrahenta w 2016 r. Dodatkowo zakładamy pozytywny finał negocjacji odnośnie dostaw detektorów VIGO na rynek chiński. Nowy kontrakt przełożyłby się na ok. PLN 2-4m dodatkowych przychodów rocznie. Ponadto w zakresie segmentu technik wojskowych zakładamy wzrost przychodów już w 2016p w związku z szybkim wprowadzeniem do sprzedaży chłodzonych kamer termowizyjnych. Z drugiej strony szybszy rozwój sprzedaży przełożyłby się także na istotne zwiększenie kosztów pracy. W scenariuszu optymistycznym zakładalibyśmy wzrost zatrudnienia nowych osób do 80 etatów w 2016p (vs 75 osób w scenariuszu bazowym) i 85 etatów w 2017p (vs 80 etatów w scenariuszu bazowym) przy jednoczesnym tempie wzrostu skali wynagrodzeń o 7% (vs 3-5% w scenariuszu bazowym). Szybsza sprzedaż determinowałaby także według nas dodatkowe nakłady inwestycyjne w nowe technologie i nowe rozwiązania, co ograniczyłoby stopę wypłaty dywidendy z zysku za 2015r. do 50%. Dodatkowo w scenariuszu pozytywnym zakładamy, że w wyniku wsparcia dla spółek innowacyjnych w Polsce zostanie wprowadzone ustawodawstwo umożliwiające odpisywanie 100% nakładów inwestycyjnych w formie ulgi podatkowej.

Tabela 8. VIGO: Scenariusz optymistyczny

PLN m

	Jedn.	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	PLN m	20.5	29.8	37.3	44.7
EBITDA	PLN m	9.8	14.8	17.7	20.8
Zysk netto	PLN m	8.2	12.6	15.1	17.6
Capex	PLN m	-2.9	-9.8	-6.0	-5.0
Dywidenda na akcję	PLN/akcja	10.0	5.6	8.3	15.6
Stopa dywidendy	%	n.a.	2.5%	3.7%	6.8%
P/E	x	20.5	13.2	11.0	9.5
EV/EBITDA	x	16.1	10.7	8.7	7.3
DCF	PLN/akcja		333		

Źródło: Szacunki Vestor DM

Scenariusz konserwatywny

W scenariuszu konserwatywnym zakładamy stagnację przychodów spółki po 2015p, poprzez fiasko prac nad dostawami do polskiego sektora zbrojeniowego m.in. poprzez opóźnienia w opracowaniu technologii nowych kamer termowizyjnych. Ponadto w tym scenariuszu założyliśmy, że firma Zodiac Aerospace ponawia w 2016r. zamówienie na 60% wartości kontraktu w 2015r. W scenariuszu konserwatywnym zakładamy, iż z uwagi na brak zwiększonej sprzedaży spółka nie tylko ograniczyłaby przyjęcia nowych osób po 2015p, ale nawet ograniczyła zatrudnienie w 2016p do 65 osób, a więc poziomu z 2014 r. Ponadto w przypadku niepowodzenia planów rozwojowych zakładamy ograniczenie wydatków inwestycyjnych po 2015p. do połowy wartości amortyzacji. W efekcie braku potrzeby nowych inwestycji w scenariuszu konserwatywnym założyliśmy 100% wskaźnik wypłaty dywidendy.

Tabela 9. VIGO: Scenariusz konserwatywny

PLN m

	Jedn.	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	PLN m	20.5	27.5	26.3	26.3
EBITDA	PLN m	9.8	12.7	11.9	11.3
Zysk netto	PLN m	8.2	10.6	9.6	8.9
Capex	PLN m	-2.9	-9.8	-1.0	-1.0
Dywidenda na akcję	PLN/akcja	10.0	5.6	13.9	13.1
Stopa dywidendy	%	n.a.	2.5%	6.1%	5.8%
P/E	x	20.5	15.8	17.5	18.8
EV/EBITDA	x	16.1	12.6	13.3	14.0
DCF	PLN/akcja		176		

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena porównawcza

Wycenę metoda porównawczą oparliśmy o mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2015-2017p. Mnożnikom na lata 2015 i 2016 przypisaliśmy wagę po 50%. Wycena i mnożniki na rok 2017 mają charakter prezentacyjny z wagą 0%. Wycena porównawcza implikuje wartość godziwą akcji VIGO na poziomie PLN 216m lub PLN 296 na akcję.

Tabela 10. VIGO: Podsumowanie wyceny porównawczej

PLN m o ile nie podano inaczej

		P/E			EV/EBITDA		
		2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Spółki porównywalne	x	22.1	19.6	15.3	13.1	11.3	10.1
Wyniki VIGO	PLN m	11.4	12.6	15.1	13.5	15.0	17.8
Wycena VIGO	PLN m	251	246	231	185	181	197
Wycena VIGO	PLN/akcja	345	337	317	253	248	270
Waga	%	25%	25%	0%	25%	25%	0%
Średnia ważona	PLN/akcja			296			

Źródło: Szacunki Vestor DM

Grupa spółek porównywalnych. 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. Analiza grupy porównawczej pokazuje wspólne cechy, którymi charakteryzują się spółki technologiczne:

- Stabilna generacja przepływów pieniężnych i dodatnia pozycja gotówkowa
- Regularne wypłaty dywidendy
- Ponadprzeciętne dla szerokich indeksów rentowność i stopy zwrotu na kapitale własnym

Nasza analiza dodatkowo pokazuje, iż VIGO idealnie wpisuje się w wyżej wymienione kryteria spółki technologicznej.

Z uwagi na płacone dywidendy, silną pozycję bilansową spółki technologiczne z wybranej przez nas grupy porównawczej wyceniane są z premią do szerokich indeksów jak np. SP500 czy Nikkei, co najlepiej widać po medianie mnożnika P/E na najbliższe 2 lata w wysokości 22.1x na 2015r. i 19.6x na 2016r. przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomach odpowiednio 13.1x i 11.3x. Na naszych prognozach VIGO wyceniane jest obecnie z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych pomimo, iż charakteryzuje się wyższą od grupy porównawczej oczekiwaną dynamiką wzrostu zysków w najbliższych dwóch latach, zdecydowanie wyższą stopą zwrotu z kapitałów własnych jak i zdecydowanie wyższą stopą dywidendy. Zwracamy ponadto uwagę na rozbieżność pomiędzy wyceną VIGO w oparciu o mnożniki P/E i EV/EBITDA. Naszym zdaniem VIGO zasługuje na premię wobec spółek porównawczych na mnożniku EV/EBITDA ze względu na 1) wyższy poziom konwersji EBITDA na zysk netto w VIGO z uwagi na zwolnienia podatkowe (którego istnienia po 2017p nie możemy wykluczyć po ostatnich propozycjach legislacyjnych prezydenta) 2) istotnie wyższy poziom stopy dywidendy (mnożniki EV/EBITDA są oparte o prognozowaną wartość długu netto).

Tabela 11. VIGO: Wycena porównawcza

Nazwa	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Hamamatsu Photonics	28.8	25.9	23.4	13.8	12.4	11.3
Teledyne Technologies	19.1	17.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Flir Systems	18.3	16.2	13.8	10.8	9.9	9.0
Zhejiang Dali Technology	79.5	55.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Nippon Ceramic	24.8	21.9	15.6	7.4	6.1	4.9
II-VI	20.0	16.8	15.1	n.a.	n.a.	n.a.
Optex Co Ltd	17.0	13.8	11.5	n.a.	n.a.	n.a.
Focused Photonics Hangzhou	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Visual Photonics Epitaxy	22.1	19.6	n.a.	13.1	11.3	n.a.
Amphenol Corp.	22.3	20.1	18.0	14.2	13.1	12.2
Mediana	22.1	19.6	15.3	13.1	11.3	10.1
VIGO	14.7	13.3	11.1	11.8	10.4	8.5
vs spółki porównywalne	-33%	-32%	-28%	-10%	-8%	-16%

Źródło: Bloomberg, Szacunki Vestor DM

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 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 2014 r., poz. 94 – 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 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

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

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

INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE W ZAKRESIE FAKTÓW STANOWIĄCYCH CZĘŚĆ OPISOWĄ DZIAŁALNOŚCI EMITENTA BYŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE VESTOR, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor 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 nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymaniem niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, 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 jakakolwiek 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 w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor 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, Vestor 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) 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 i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor 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 są regulowane przez KNF, 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 INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

VESTOR ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPLYW 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 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 ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE WSKAZANYM POWYŻEJ.

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.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Vestor świadczył na rzecz Emitenta usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej oferowania instrumentów finansowych obejmujących m.in. przygotowanie prospektu emisyjnego (obejmujące również postępowanie administracyjne mające na celu jego zatwierdzenie) na potrzeby przeprowadzenia oferty publicznej akcji Spółki oraz ich późniejszego dopuszczenia i wprowadzenia na rynek regulowany. Na potrzeby oferty publicznej Vestor przygotował również raport IPO udostępniany wybranym klientom profesjonalnym w liczbie mniej niż 149 podmiotów. Oferta była przeprowadzona ze współoferującym – Biurem Maklerskim Alior Banku S.A. oraz zorganizowanym przez niego konsorcjum. Z tytułu wykonania opisanych powyżej czynności, Vestor otrzymał od Emitenta wynagrodzenie.

Na dzień sporządzenia raportu, Vestor jest stroną umowy zawartej z Emitentem w przedmiocie świadczenia usług Equity Research Partner, na podstawie której przygotował niniejszy oraz poprzednie raporty analityczne.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta/Emitentów, ale zlecił przygotowanie takiego konsorcjum przy publicznej emisji akcji Emitenta w zakresie opisanym powyżej.

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

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

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

Vestor nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor 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 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 składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Vestor otrzymywał w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy oraz może w przyszłości otrzymywać wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta m.in. w zakresie wskazanym powyżej z tytułu świadczenia usługi Equity Research Partner oraz w zakresie opisanym powyżej z tytułu oferowania instrumentów finansowych.

Podmioty powiązane z Vestor lub Vestor 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 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 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.

Analizy Vestor działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Vestor, 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 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 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.

Vestor podkreśla, że dokument ten ma być aktualizowany co najmniej raz w roku.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 2 rekomendacje kupuj, 4 rekomendacje Akumuluj, 9 rekomendacji Neutralnie, 1 rekomendację Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 11 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, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 59 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W okresie ostatnich 12 miesięcy przed sporządzeniem niniejszego raportu, Vestor sporządził raport IPO (opisany powyżej) oraz opublikował w ramach świadczenia usługi Equity Research Partner inicjacyjny raport analityczny w dniu 8 kwietnia 2015 r., który nie zawierał kierunku inwestycyjnego, a cena docelowa została określona jako 288PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 215PLN.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania 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, 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 do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor, 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 lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. 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.

Copyright © 2015 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

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

System rekomendacyjny Vestor 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 niniejszego dokumentu Vestor korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych

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 (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% 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 jest 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 ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uznać można 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 są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

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

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE – koszt kapitału własnego

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

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