

- Prognozujemy zysk netto PLN 9.4m w 2016p i PLN 13m w 2018p
- Nakłady inwestycyjne 2016-2018: PLN 55m
- Wycena P/E 17.6x w 2016p i 12.6x w 2017p

## Kluczowe lata nadchodzą

Spółka przedstawiła szczegóły dotyczące strategii VIGO 2020, która ma pozwolić VIGO na dokonanie skoku technologicznego i wykorzystanie perspektyw światowego rynku sensorów średniej podczerwieni. Budowa nowego zakładu za PLN 55m ma zostać ukończona w 2018r. i umożliwić osiągnięcie w 2020r. jasno zdefiniowanych celów finansowych zarządu: PLN 80m przychodów przy PLN 30m EBITDA. Z uwagi na brak zamówienia ze strony francuskiej firmy Zodiac Aerospace obniżaliśmy naszą prognozę EBITDA i zysku netto na 2016p o 14% i 21% do odpowiednio PLN 12.1m i PLN 9.4m. Niemniej traktujemy to jako jednorazową przeszkodę w realizacji strategii i wraz z powrotem francuskiego koncernu w 2017p oczekujemy wzrostu zysku netto o 39%/r do PLN 13m i o kolejne 12% r/r do PLN 14.5m w 2018p. Na naszych prognozach na lata 2016-2018, VIGO wyceniane jest obecnie z mnożnikiem P/E odpowiednio 17.6x w 2016p, 12.6x w 2017p oraz 11.4x w 2018p. Pomimo intensywnego programu inwestycyjnego VIGO podtrzymało politykę dywidendową z min. poziomem dywidendy na poziomie 50% zysku netto. Pomimo niższych prognoz na 2016p uznając długoterminowy potencjał spółki ustalamy 12m cenę docelową dla akcji VIGO System na poziomie PLN 277 (z PLN 279 wcześniej).

**Strategia VIGO 2020 – rekordowy capex i ambitne cele finansowe.** Zarząd VIGO System opublikował szczegółowe założenia dotyczących strategii do 2020r. Nakłady inwestycyjne na budowę nowego zakładu, który umożliwi wzrost mocy produkcyjnych do 100k detektorów został oszacowany na PLN 55m, a budowa ma się zakończyć w połowie 2018r. Jednocześnie zarząd określił cele finansowe na 2020r.: przychodowy na poziomie PLN 80m w 2020p przy EBITDA PLN 30m, wobec odpowiednio PLN 25.6m i PLN 11.5m w 2015r.

**Polityka min. 50% wypłaty dywidendy utrzymana.** Pomimo intensywnego programu inwestycyjnego zarząd podtrzymał politykę dywidendową spółki do 2020r. z wypłatami na poziomie min. 50% zysku netto. Jest to możliwe z jednej strony dzięki silnemu bilansowi, a z drugiej, dzięki korzystnemu rozłożeniu capexu w czasie i dostępnym zewnętrznym źródłom finansowania (kredyty bankowe, środki UE). Po wypłacie DPS PLN 6.5 (DY 2.7%) w 2016r. szacujemy DPS 6.4 (DY 2.8%) w 2017p i DPS PLN 8.9 (DY 3.9%) w 2018p.

**Obniżamy prognozę zysku netto na 2016p do PLN 9.4m.** Z uwagi na uwzględnienie braku zamówienia od Zodiac Aerospace, który w 2015r. odpowiadał za 20% przychodów spółki, obniżaliśmy naszą prognozę przychodów 2016p o 20% do PLN 25.6m. W związku z powyższym obniżamy nasze szacunki EBITDA i zysku netto o 14% i 20% do odpowiednio. Niemniej od 2017p zakładamy powrót klienta francuskiego, co przy jednoczesnym dalszym wzroście zamówień od pozostałych klientów implikuje wzrost zysku netto o 39% r/r do PLN 13m w 2017p i PLN 14.6m w 2016p.

**Wycena.** Na naszych prognozach akcje VIGO są obecnie wyceniane na mnożnikach P/E 17.6x w 2016p, 12.6x na 2017p i 11.4x na 2018p przy EV/EBITDA odpowiednio na poziomie 12.8x, 9.6x i 8.5x.

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

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody	20.5	25.6	25.5	34.3	43.2
znorm. EBIT	8.3	9.6	9.4	13.3	15.2
znorm. EBITDA	9.8	11.5	12.1	17.0	20.8
znorm. zysk netto	8.2	9.5	9.4	13.0	14.5
P/E	20.4	18.7	17.6	12.6	11.4
EV/EBITDA	16.0	14.5	12.8	9.6	8.5

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM,

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	277
Cena poprzednia (PLN)	279
Cena bieżąca (PLN)	226
Potencjał wzrostu/spadku	23%
Min (52T)	202
Max (52T)	270
Liczba akcji (m)	0.73
Kapitalizacja (PLNm)	164.8
Dług netto (PLNm)	-10.7
EV (PLNm)	154.1
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.147

Akcjonariat	%
Józef Piotrowski	11.9
Nemico Limited	9.9
Janusz Kubrak	6.6
Jadwiga Nowak	5.8
Mirosław Grudzień	5.8
Investors TFI S.A.	5.8
mWealth Management S.A.	5.1

### 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.

### VIGO vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

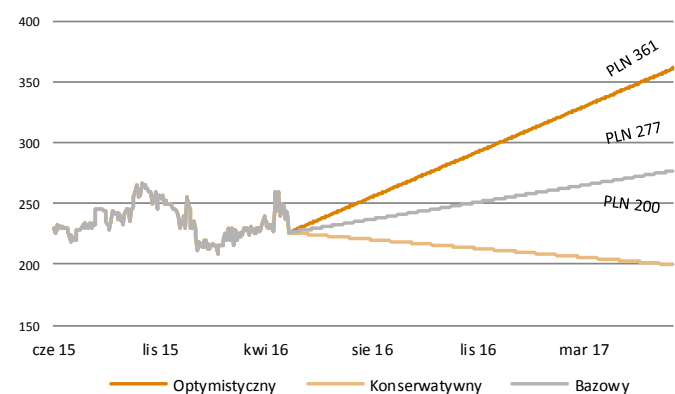
**Piotr Nawrocki, CFA**  
Dyrektor Działu Analiz  
(+48) 22 378 9214  
Piotr.Nawrocki@vestor.pl

**VIGO System**

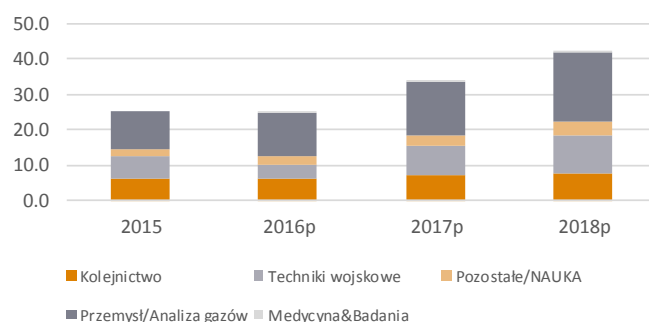
Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Wskaźniki wyceny	2014	2015	2016p	2017p	2018p
P/E	20.1	17.4	17.6	12.6	11.4
EV/EBITDA	15.8	13.4	12.8	9.6	8.5
P/BV	6.6	5.4	4.7	3.8	2.6
Dywidenda na akcję*	10.0	5.6	6.5	6.4	8.9
Stopa dywidendy	n.a.	2.5%	2.9%	2.8%	4.0%
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>20.5</b>	<b>25.6</b>	<b>25.5</b>	<b>34.3</b>	<b>43.2</b>
Koszty sprzedaży	-9.7	-11.7	-12.3	-16.6	-23.0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>10.8</b>	<b>13.9</b>	<b>13.2</b>	<b>17.7</b>	<b>20.2</b>
Koszty sprzedaży i zarządu	-3.4	-4.9	-5.0	-5.6	-6.2
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	<b>7.4</b>	<b>9.0</b>	<b>8.2</b>	<b>12.1</b>	<b>14.0</b>
Pozostałe przychody operacyjne	1.4	1.1	1.7	1.7	1.7
Pozostałe koszty operacyjne	-1.3	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
<b>EBIT</b>	<b>7.4</b>	<b>9.6</b>	<b>9.4</b>	<b>13.3</b>	<b>15.2</b>
znorm. EBIT	<b>8.3</b>	<b>9.6</b>	<b>9.4</b>	<b>13.3</b>	<b>15.2</b>
Amortyzacja	1.5	1.9	2.7	3.6	5.6
<b>EBITDA</b>	<b>8.9</b>	<b>11.5</b>	<b>12.1</b>	<b>17.0</b>	<b>20.8</b>
znorm. EBITDA	<b>9.8</b>	<b>11.5</b>	<b>12.1</b>	<b>17.0</b>	<b>20.8</b>
Koszty finansowe netto	-0.1	-0.1	0.1	-0.2	-0.7
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>7.3</b>	<b>9.5</b>	<b>9.5</b>	<b>13.1</b>	<b>14.6</b>
Podatek dochodowy	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
<b>Zysk netto</b>	<b>7.3</b>	<b>9.5</b>	<b>9.4</b>	<b>13.0</b>	<b>14.5</b>
znorm. Zysk netto	<b>8.2</b>	<b>9.5</b>	<b>9.4</b>	<b>13.0</b>	<b>14.5</b>
Dynamiki wzrostu	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Wzrost przychodów (%)	-1%	25%	0%	35%	26%
Wzrost znorm. EBITDA (%)	11%	18%	5%	40%	23%
Wzrost znorm. zysku netto	11%	16%	-1%	39%	11%
Marże	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Marża na sprzedaży (%)	36%	35%	32%	35%	32%
Marża EBITDA (%)	48%	45%	48%	49%	48%
Marża EBIT (%)	40%	38%	37%	39%	35%
Efektywna stopa podatkowa	1%	1%	1%	1%	1%
Marża zysku netto (%)	40%	37%	37%	38%	33%
Bilans (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Rzeczowe aktywa trwałe	12.7	15.7	19.2	33.2	66.2
WNiP	1.0	1.6	2.3	2.2	1.6
Rozliczenia międzyokresowe	2.7	5.1	5.1	5.1	5.1
Środki pieniężne	12.4	12.0	11.5	14.3	20.3
Należności handlowe	2.4	2.3	3.0	4.0	5.1
Zapasy	1.9	2.3	2.4	3.2	4.1
<b>Aktywa razem</b>	<b>33.2</b>	<b>38.9</b>	<b>43.5</b>	<b>62.1</b>	<b>102.4</b>
Dług	2.6	1.5	1.5	11.5	31.5
Zobowiązania handlowe	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
Rozliczenia międzyokresowe	4.9	6.3	6.3	6.3	6.3
Inne zobowiązania	0.5	0.6	0.8	1.0	1.4
<b>Kapitały własne</b>	<b>25.0</b>	<b>30.3</b>	<b>34.9</b>	<b>43.3</b>	<b>63.2</b>
<b>Pasywa</b>	<b>33.2</b>	<b>38.9</b>	<b>43.5</b>	<b>62.1</b>	<b>102.4</b>
Kapitał obrotowy	3.8	3.9	4.7	6.4	7.9
Dług netto	-9.8	-10.5	-9.9	-2.8	11.2
Przepływy pieniężne (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Zysk netto</b>	<b>7.3</b>	<b>9.5</b>	<b>9.4</b>	<b>13.0</b>	<b>14.5</b>
Amortyzacja	1.5	1.9	2.7	3.6	5.6
Zmiany w kapitale obrotowym	-2.3	-2.7	-0.9	-1.6	-1.5
Inne zmiany	-0.9	0.0	-0.1	0.2	0.7
<b>Przepływy z dział. operacyjnej</b>	<b>5.6</b>	<b>8.6</b>	<b>11.2</b>	<b>15.2</b>	<b>19.2</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-1.7	-4.6	-7.0	-17.5	-38.0
Inne przepływy inwestycyjne	-0.8	-1.4	0.3	0.2	0.1
<b>Przepływy z dział. inwestycyjnej</b>	<b>-2.5</b>	<b>-6.1</b>	<b>-6.7</b>	<b>-17.3</b>	<b>-37.9</b>
Zmiany netto zadłużenia	-0.8	-0.8	0.0	10.0	20.0
Odsetki zapłacone	-0.1	0.0	-0.2	-0.4	-0.8
Dywidendy	-6.9	-4.1	-4.7	-4.7	-6.5
<b>Przepływy z dział. finansowej</b>	<b>-1.6</b>	<b>-3.0</b>	<b>-5.0</b>	<b>4.9</b>	<b>24.7</b>
<b>Zmiana gotówki</b>	<b>1.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.5</b>	<b>2.8</b>	<b>6.0</b>
Dźwignia i stopy zwrotu	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Dług netto/EBITDA (x)	-1.1	-0.9	-0.8	-0.2	0.5
Dług netto/kapitały własne (x)	-0.4	-0.3	-0.3	-0.1	0.2
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	89.2	214.3	39.3	33.3	20.0
ROE (%)	33%	31%	27%	30%	23%
ROA (%)	22%	24%	22%	21%	14%

Podstawowe dane			
Cena akcji (PLN)	226.0		
Min (52W, PLN)	200.0		
Max (52W, PLN)	270.0		
Kapitalizacja (PLN m)	164.8		
Dług netto	-10.7		
EV (PLN m)	154.1		
Analiza scenariuszowa	Optymistyczny	Bazowy	Konserwatywny
Przychody 2016	28.5	25.5	23.3
Przychody 2017	40.0	34.3	26.9
Zysk netto 2016	11.7	9.4	7.6
Zysk netto 2017	16.9	13.0	8.0
P/E 2016 (x)	15.2	17.6	23.3
P/E 2017 (x)	10.5	12.6	22.1
EV/EBITDA 2016 (x)	11.4	12.8	16.2
EV/EBITDA 2017 (x)	8.2	9.6	15.0
DCF (PLN/akcja)	<b>347</b>	<b>254</b>	<b>178</b>
<b>12m cena docelowa (PLN)</b>	<b>361</b>	<b>277</b>	<b>200</b>

**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	2016p	2017p	2018p
Marża netto	37%	37%	33%
Obrotowość aktywów	0.6	0.6	0.4
Dźwignia finansowa	1.2	1.4	1.6
<b>ROE</b>	<b>27%</b>	<b>29%</b>	<b>23%</b>

**Ryzyka**

Za główne czynniki ryzyka dla naszych prognoz uważamy brak długoterminowego portfela zamówień. Dodatkowo istnieje ryzyko, że planowane przez zarząd inwestycje w nowe moce produkcyjne okażą się nietrafione i wyniku braku popytu nie będą zagospodarowane.

# Strategia VIGO 2020

## Założenia strategiczne

W kwietniu 2016r. zarząd VIGO System przedstawił szczegółowe założenia strategii VIGO 2020, której pierwszy zarys pojawił się w listopadzie 2015r. Zarząd wskazał korzystne otoczenie rynkowe dla rynku fotoniki i przede wszystkim rynku sensorów podczerwieni których głównym elementem są detektory podczerwieni produkowane przez VIGO. Zgodnie z informacjami z opublikowanej strategii rynek sensorów średniej podczerwieni powinien rosnąć w tempie 37% rocznie do 2020r. VIGO wskazało ponadto na nowe zastosowania sensorów chociażby w :

- Monitoringu jakości powietrza
- Inteligentnych budynkach
- Automatyce przemysłowej
- Medycynie
- Petrochemii,
- Bezpieczeństwie publicznym.

Zarząd VIGO wskazał, iż partnerzy VIGO sygnalizują zapotrzebowanie na detektory podczerwieni na poziomie kilkuset tysięcy sztuk rocznie już w 2020r., a za główną barierę dla upowszechnienia tej technologii uznają wysokie ceny komponentów i ograniczoną podaż.

Kierując się powyższymi przesłankami strategia VIGO 2020 została oparta na trzech kierunkach:

1. **Zwiększenie mocy produkcyjnych** – budowa nowego zakładu i wzrost mocy produkcyjnych do 100k detektorów rocznie ,co pozwoli na wykorzystanie efektu skali i znacząco obniży ceny detektorów.
2. **Rozwój technologii produkcji**- ciągle udoskonalanie parametrów technicznych detektorów pozwalających na zwiększenie czułości, szybkości, niezawodności oraz utrzymanie pozycji lidera technologii produkcji detektorów podczerwieni. Dobrym przykładem jest wdrożenie technologii MBE od połowy 2016p i rozwój rodziny detektorów szybkich, czułych, wytrzymałych na narażenia, tanich i wieloelementowych (linijki i matryce)
3. **Zwiększenie wartości dodanej dla klientów** - poprzez oferowanie komplementarnych produktów i usług. Kluczowym elementem tego celu jest budowa centrum aplikacyjno-wdrożeniowego, które ułatwi klientom budowę produktów końcowych oraz skróci okres od pomysłu do wdrożenia.

**Tabela 1. Vigo System: Plany strategiczne do 2020 r.**

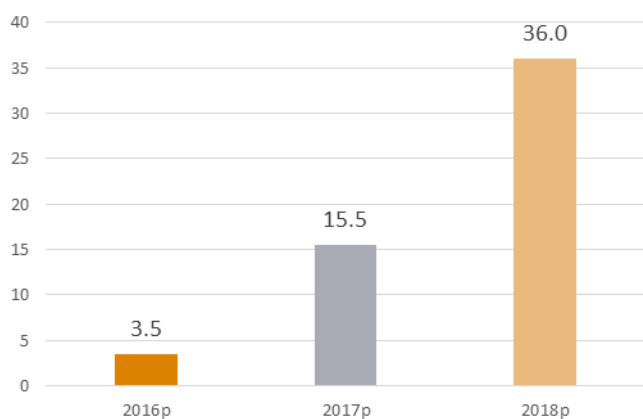
	VIGO dzisiaj	VIGO 2020
<b>Technologia</b>	MOCVD	MOCVD, MBE
<b>Produkt</b>	Niszowy produkt o wysokiej cenie	Seryjny produkt w przystępnej cenie
<b>Zastosowania</b>	High end (instalacje przemysłowe, kolej, wojsko, kosmos, nauka)	High-end oraz mid-end (warsztaty, szpitale, budynki, stacje meteo)
<b>Klienci</b>	pionierzy technologiczni, start-upy, uczelnie	międzynarodowe korporacje technologiczne
<b>Wolumen produkcji</b>	5k	>100k
<b>Typowe serie produkcyjne</b>	10-50szt./zamówienie	1000-10000szt/zamówienie

Źródło:

## Budowa nowego zakładu – rekordowy capex

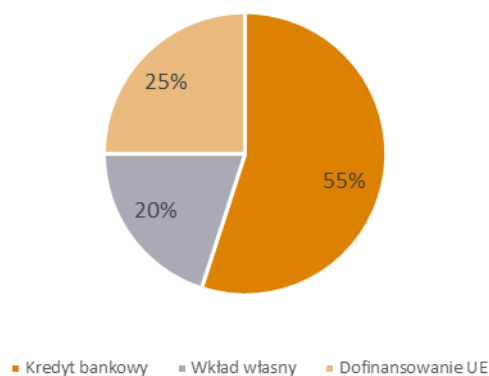
Kluczowym elementem nowej strategii jest budowa nowego zakładu produkcyjnego, który umożliwi zwiększenie mocy produkcyjnych, automatyzację produkcji oraz budowę centrum wdrożeniowo- aplikacyjnego. Zarząd oszacował koszt budowy nowego zakładu na PLN 55m, co jest największa inwestycją w historii firmy. Budowa nowego zakładu ma się rozpocząć w 2016p i ma być on operacyjny od II połowy 2018p.

**Wykres 1. Nakłady na budowę nowego zakładu.**



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

**Wykres 2. Finansowanie budowy zakładu produkcyjnego**



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

**Ambitne cele finansowe na 2020r.**

Przy okazji określenia celów w wymiarze strategicznym Zarząd określił także ambitne cele finansowe, które zakładają podwojenie sprzedaży względem 2014r. do PLN 40m w 2017p i czterokrotny wzrost do PLN 80m w 2020r. W związku z planowanym upowszechnieniem stosowania sensorów średniej poczerwieni spółka założyła spadek średniej ceny pojedynczego detektora do ok. EUR 500-800 z obecnych EUR 150-200, co skutkuje planowanym spadkiem marży EBITDA do 43% w 2017p i 38% w 2020p wobec 45% w 2015.

**Tabela 2. VIGO System: Cele finansowe wg strategii VIGO 2020**

	Jedn.	2015	2017p	2020p
Przychody	PLN m	26	40	80
EBITDA	PLN m	12	17	30
marża EBITDA	%	45%	43%	38%
Dywidenda	%	50%	>50% zysku	

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

## Zmiana prognoz finansowych

Przy okazji publikacji wyników finansowych za 1Q16 zarząd VIGO poinformował, że zamówienia dla francuskiej firmy Zodiac Aerotechnics raczej nie będą realizowane w 2016p tylko przesuną się na 2017p. W 2015r. klient ten odpowiadał za PLN 5.1m przychodów, czyli 20% ogółu przychodów spółki. Stąd obniżamy naszą prognozę przychodów na 2016p o 17% do PLN 25.5m. Obniżenie poziomu przychodów skutkuje także obniżeniem naszych szacunków EBITDA i zysku netto na 2016p o odpowiednio 14% i 21% do PLN 12.1m i PLN 9.4m. Jednocześnie oczekujemy powrotu francuskiego kontrahenta w 2017p, gdzie oczekujemy 34% r/r wzrostu przychodów do PLN 34.3m. W naszych prognozach zakładamy wolniejsze dochodzenie przez VIGO System do celów sprzedażowych tj. PLN 40m przychodów w 2017p. Z drugiej strony uważamy, że szacunki zarządu odnośnie marży EBITDA są konserwatywne zważywszy na wysoki poziom kosztów stałych, które w przypadku zwiększenia skali działalności powinny ulec rozproszeniu. Podsumowując nasza prognoza EBITDA na PLN 2017p w wysokości PLN 17m jest zgodna z celem strategicznym VIGO. Z uwagi na zwiększenie naszych szacunków dotyczących wartości amortyzacji (oddanie laboratorium MBE) przy niezmienionej prognozie EBITDA obniżamy o 10% nasz szacunek zysku netto na 2017p do PLN 13m.

**Tabela 3. VIGO System: Zmiana prognoz finansowych (PLNm)**

	2015A			2016p			2017p		
	Raport.	Prognoza	Zmiana	Nowe	Poprz.	Zmiana	Nowe	Poprz.	Zmiana
Przychody	25.6	25.6	0%	25.5	30.8	-17%	34.3	36.6	-6%
EBIT	9.6	10.3	-6%	9.4	11.9	-21%	13.3	14.4	-7%
EBITDA	11.5	12.2	-5%	12.1	14.2	-14%	17.0	17.2	-1%
Zysk netto	9.5	10.0	-5%	9.4	11.8	-21%	13.0	14.4	-10%

Źródło: Vestor DM

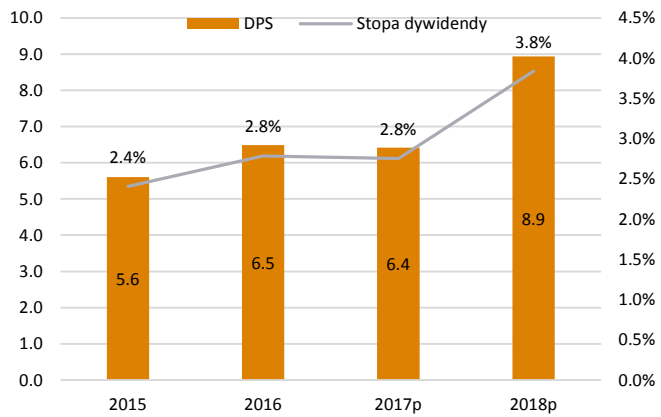
Pomimo największego w historii programu inwestycyjnego spółka zadeklarowała do 2020e. podtrzymanie polityki dywidendowej zakładającej wypłatę min. 50% zysku netto. Zwracamy uwagę, że jest możliwe dzięki:

- Silnej pozycji bilansowej spółki – pozycja gotówkowa PLN 10.5m na koniec 2015r.
- Konsekwentnej generacji środków pieniężnych z działalności operacyjnej
- Planowanemu dofinansowaniu projektu ze źródeł zewnętrznych takich jak dotacje UE na poziomie 25% projektu (do PLN 14m)
- Rozłożeniu programu inwestycyjnego w czasie- większość nakładów ma być poniesiona w 2018p, kiedy EBITDA powinna już przekraczać PLN 20m

Dodatkowo z tytułu działalności w strefie ekonomicznej 65% poniesionych nakładów inwestycyjnych czyli ok. PLN 27m powinno zostać rozliczone w formie ulgi podatkowej. Stąd w ostatecznym rozliczeniu poziom nakładów poniesionych przez VIGO System może wynieść nie PLN 55m, a ok. PLN 15m – wobec EBITDA osiągniętej w 2015r. na poziomie PLN 11.5m. W szczytowym momencie tj. w 2018r. oczekujemy, że dług netto wyniesie PLN 11.1m- poniżej jednokrotności EBITDA.

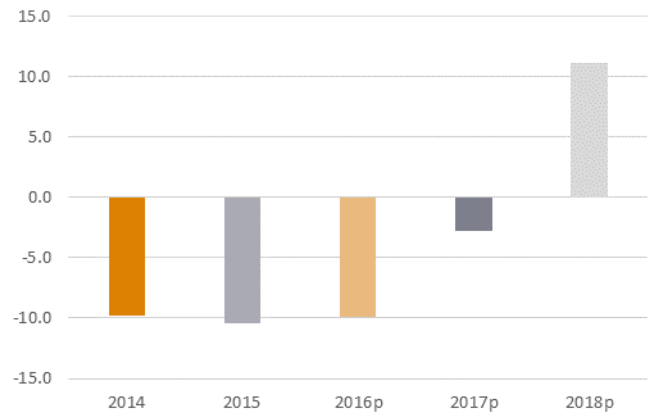
W związku z powyższym zakładając 50% wypłatę zysku w formie dywidendy oczekujemy DPS 6.4 w 2017p (DY 2.8%) i DPS PLN 8.9 (3.8%).

**Wykres 3. Vigo System: Wyплаты dywidend w latach 2015-2018**



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

**Wykres 4. Vigo System: Dług netto w latach 2014-2018p (PLN m)**



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

## Wycena – cena docelowa PLN 277 na akcję

Wyceniamy VIGO przy użyciu dwóch metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Wycenę porównawczą oparliśmy o grupę spółek technologicznych działających w zbliżonych do VIGO segmentach rynku. W oparciu o wartość godziwą ustaliśmy 12-miesięczną cenę docelową dla akcji VIGO na poziomie PLN 277, 17% powyżej obecnej ceny rynkowej.

**Tabela 4. VIGO System: Podsumowanie wyceny**

Metoda Wyceny	Metodologia	PLNm	Na akcję	Waga	Komentarz
Wycena DCF	Zdysk. przepływy gotówkowe za 2016-2020	185	254	50%	WACC 7.7-9.3%, stopa wzrostu g= 1%
Wycena porównawcza	Mnożniki 2015-2016 P/E i EV/EBITDA	189	260	50%	równe 25% wagi dla 4 mnożników
<b>Implikowana wycena</b>	<b>Średnia ważona</b>	<b>187</b>	<b>257</b>		
<b>12m cena docelowa</b>		<b>202</b>	<b>277</b>		<b>koszt kapitału własnego=7.8%</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

### Wycena DCF

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

- 5 letnią szczegółową prognozę finansową na lata 2016-2020.
- Kalkulację wartości rezydualnej opieramy o znormalizowane przepływy pieniężne na bazie prognozy przepływu rezydualnego po roku 2020.
- Do kalkulacji wartości rezydualnej używamy stopy wzrostu równej 1%.
- Czynniki dyskontowe zostały zbudowane w oparciu o średnioważony koszt kapitału (WACC) wynoszący 7.7% na lata 2015-2020 oraz 9.4% na potrzeby kalkulacji wartości rezydualnej.
- Używamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.2% (prognozowana wg agencji Bloomberg rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa na koniec 2016r.) na okres 2015-2019p oraz 4.5% do kalkulacji wartości rezydualnej.
- Używamy zalewarowanej bety na poziomie 1.04x.

**Tabela 5. VIGO System: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)**

WACC obliczenia (%)	2015-2020	TV
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.2%	4.5%
Beta	1.04x	1.20x
Premia za ryzyko rynkowe (%)	4.5%	4.5%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>7.8%</b>	<b>9.9%</b>
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.2%	4.5%
Premia za ryzyko kredytowe (%)	2.0%	2.0%
Stopa podatkowa	1.1%	0.8%
<b>Koszt kapitału obcego</b>	<b>5.1%</b>	<b>6.5%</b>
% D	4.2%	16.9%
% E	95.8%	83.1%
<b>WACC</b>	<b>7.7%</b>	<b>9.3%</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 6. VIGO System: Wycena DCF**

PLNm o ile nie podano inaczej

	Jednostka	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	TV
Przychody	PLN m	25.5	34.3	43.2	55.7	71.0	
EBITDA	PLN m	12.1	17.0	20.8	23.8	30.2	
EBIT	PLN m	9.4	13.3	15.2	14.1	19.6	
Podatek od EBIT	PLN m	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
NOPAT	PLN m	9.3	13.2	15.1	14.0	19.5	
Amortyzacja	PLN m	2.7	3.6	5.6	9.7	10.6	
Zmiany w kapitale obrotowym WC	PLN m	-0.9	-1.6	-1.5	-2.4	-4.7	
Wydatki inwestycyjne	PLN m	-7.0	-17.5	-26.0	-7.0	-7.0	
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>PLN m</b>	<b>4.2</b>	<b>-2.3</b>	<b>-6.8</b>	<b>14.3</b>	<b>18.4</b>	<b>18.6</b>
Czynnik dyskontowy	%	93%	86%	80%	74%	69%	
Wartość bieżąca FCF	PLN m	3.9	-2.0	-5.5	10.6	12.7	
Wartość bieżąca FCF 2015-2020	PLN m	20					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	%	1.0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	PLN m	154					
Wartość przedsiębiorstwa	PLN m	173					
Dług netto na dzień 31.12.2015r.*	PLN m	-5.7					
Wartość kapitału własnego na dzień 30.12.2015r.	PLN m	<b>179</b>					
Miesiąc	x	<b>5</b>					
<b>Wycena</b>	<b>PLN m</b>	<b>185</b>					
<b>Wartość na akcję</b>	<b>PLN/akcję</b>	<b>254</b>					

Źródło: Szacunki Vestor DM, znormalizowany o wypłaconą dywidendę

**Tabela 7. VIGO System: Wrażliwość modelu DCF**

w PLNm

Stopa wolna od ryzyka w TV(%)	Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)					
	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	
		0%	1%	1%	2%	3%
	249	263	278	315	366	
	239	252	265	298	343	
	230	241	<b>254</b>	284	323	
	222	232	243	270	305	
	215	224	234	258	289	

Źródło: Szacunki Vestor DM

Premia za ryzyko rynkowe (%)	Niezwlewarowana Beta (x)				
	0.50	0.75	1.0	1.25	1.5
	405	342	295	258	229
	385	321	273	237	208
	367	301	<b>254</b>	218	190
	350	284	237	202	175
	335	268	221	187	161

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Wycena porównawcza**

Wycenę metodą porównawczą oparliśmy o mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2016-2018p. Mnożnikom na lata 2016p i 2017p przypisaliśmy wagę po 50%. Wycena i mnożniki na rok 2018 mają charakter prezentacyjny z wagą 0%. Wycena porównawcza implikuje wartość godziwą VIGO na poziomie PLN 189m lub PLN 260 na akcję.



**Tabela 8. VIGO System: Podsumowanie wyceny porównawczej**

PLNm o ile nie podano inaczej

		P/E			EV/EBITDA		
		2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Spółki porównywalne	x	20.8	18.3	14.9	11.1	10.0	9.9
Wyniki VIGO	PLNm	9.4	13.0	14.5	12.1	17.0	20.8
Wycena VIGO	PLNm	195	238	218	145	180	208
<b>Wycena VIGO</b>	<b>PLN/akcja</b>	<b>267</b>	<b>326</b>	<b>299</b>	<b>199</b>	<b>247</b>	<b>285</b>
<b>Waga</b>	<b>%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>0%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>0%</b>
<b>Średnia ważona</b>	<b>PLN/akcja</b>	<b>260</b>					

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.

**Tabela 9. VIGO System: Wycena porównawcza**

Nazwa	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Hamamatsu Photonics	29.4	26.6	23.0	12.6	11.3	10.2
Teledyne Technologies	19.2	17.5	16.2	11.1	10.0	9.6
Flir Systems	18.9	16.9	14.8	10.9	10.0	9.1
Zhejiang Dali Technology	92.1	69.1	15.0	60.5	48.7	n.a.
Nippon Ceramic	24.0	19.2	14.4	8.6	6.5	5.3
II-VI	17.6	16.9	11.6	8.6	7.7	n.a.
Optex Co Ltd	19.2	15.8	13.1	n.a.	n.a.	n.a.
Focused Photonics Hangzhou	26.1	19.0	15.0	22.5	15.5	12.4
Visual Photonics Epitaxy	16.8	15.8	13.7	11.0	9.9	n.a.
Amphenol Corp.	22.4	20.2	18.3	14.2	13.2	12.6
<b>Mediana</b>	<b>20.8</b>	<b>18.3</b>	<b>14.9</b>	<b>11.1</b>	<b>10.0</b>	<b>9.9</b>
<b>VIGO</b>	<b>17.6</b>	<b>12.6</b>	<b>11.4</b>	<b>12.8</b>	<b>9.6</b>	<b>8.5</b>
vs spółki porównywalne	-15%	-31%	-23%	15%	-5%	-14%

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 ZOSTAŁY 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 otrzymania 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 wahanom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagle i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotykać 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, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY 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 nie świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności oferowania instrumentów finansowych.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta/Emitentów.

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

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.

Analitycy 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: 1 rekomendację kupuj, 2 rekomendacje Akumuluj, 7 rekomendacji Neutralnie, 7 rekomendacji Redukuj oraz 2 rekomendacje Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 14 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 64 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor sporządził i opublikował w dniu 16 lipca 2015 r. raport aktualizujący z ceną docelową 302PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 229PLN, w dniu 4 grudnia 2015 r. kolejny raport aktualizujący z ceną docelową 306PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 249PLN oraz w dniu 12 stycznia 2016 r. z ceną docelową 279PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 229PLN. Vestor nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy zostaną opublikowane kolejne aktualizacje raportu analitycznego, za które otrzyma on wynagrodzenie.

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 © 2016 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 można uznać 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**