

2Q19 Omówienie wyników

Opinia: Wyniki zgodne z oczekiwaniami, czekamy na wpływ uruchomienia nowej fabryki i kolejne kontrakty

- **Przychody.** Przychody 2Q19 wyniosły PLN 8.4m (zgodnie z danymi szacunkowymi spółki). Vigo zanotowało istotny wzrost w segmencie przemysłowym (PLN 6.1m, +30% r/r), oraz niższe przychody w technikach wojskowych (PLN 0.5m, -80% r/r ze względu na brak realizacji zleceń dla Zodiaca) i transporcie (PLN 1.1m, -27% y/y). Spółka poinformowała o rozpoczęciu realizacji kontraktu dla Zodiaca w 3Q19 (EUR 1.6m).
- **Koszty.** 2Q19 Koszt własny sprzedaży wyniósł PLN 3.5m (zgodnie z naszymi oczekiwaniami), -14.5% r/r ze względu na niższy wolumen produkcji. 2Q19 koszty sprzedaży i zarządu wzrosły o 10% r/r do PLN 3.6m ze względu na wzrost wynagrodzeń w spółce. Amortyzacja wyniosła PLN 1.0m, +10% kw/kw (spodziewamy się jej istotnego wzrostu w 3Q/4Q19, gdy spółka rozpocznie amortyzację nowego budynku)
- **EBITDA.** 2Q19 EBITDA wyniosła PLN 2.8m (5% poniżej naszych oczekiwań, -30% r/r).
- **Zysk netto.** 2Q19 Zysk netto wyniósł PLN 1.9m (zgodnie z naszymi oczekiwaniami, spadek o 45% r/r). The company had PLN 0.1m net financial operations result and has paid no tax in 2Q19.
- **Operacyjne przepływy pieniężne.** Przepływy operacyjne wyniosły PLN 6.3m. Spółka odnotowała PLN 1.1m spadku gotówki ze względu na wzrost zapasów.
- **CAPEX.** Nakłady inwestycyjne brutto spółki wyniosły PLN 14.3m (zgodnie z naszymi oczekiwaniami). Spółka otrzymała także PLN 0.9m środków pieniężnych z grantów (vs PLN 0.2m zakładane w naszych oczekiwaniach).
- **Dług netto.** Na koniec 2Q19 VIGO miało PLN 20.4m długu netto (5% powyżej naszych oczekiwań), włączając PLN 30.4m długu brutto oraz PLN 10.0m gotówki
- **Nowa Fabryka detektorów.** VIGO potwierdziło zakończenie procesu przenoszenia produkcji do nowopowstałej fabryki.
- **2Q19 konferencja wynikowa.** Konferencja wynikowa spółki po 2Q19 odbędzie się 3 Września w hotelu Westin, ul. Jana Pawła II 21.
- **Opinia:** Neutralnie, wyniki są zgodne z naszymi oczekiwaniami na głównych liniach. W 1H19 przychody spółki wzrosły do PLN 20.0m (+6% r/r), natomiast zysk netto spadł o 15% r/r do 6.1m. Podtrzymujemy nasze oczekiwania na 2019 (PLN 45m przychodów, wzrost o 20% r/r oraz PLN 13.7m zysku netto, wzrost o 5% r/r), spodziewając się kontynuacji ponad 20% r/r wzrostu w segmencie przemysłowym oraz realizacji kontraktu dla Zodiaca w 2H19. Oczekujemy, iż kluczowe dla wyników spółki w przyszłości okaże się rozpoczęcie działalności nowej fabryki oraz jej wpływ na marże netto w przyszłych latach (spodziewamy się spadku marży z 35% w 2018 do 30% w latach 2019-20). Oczekujemy także na informacje o nowych

VIGO System

Kupuj

FV PLN 380.00

+21% potencjał wzrostu

Cena na 20 Sierpnia 2019: PLN 314.0

Analityk

Michał Wojciechowski +48 22 236 9269
michal.wojciechowski@ipopema.pl

kontraktach (od Zodiaca, Caterpillara oraz potencjalnych nowych klientów z Chin i segmentu przemysłowego), które mogą zostać podpisane jeszcze w 2H19.

Tabela 1: VIGO System – Wyniki finansowe, 2Q17-2Q19 (PLN m)

P&L (PLN m)	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	y/y	q/q	2Q19E	
Przychody ze sprzedaży	9.8	9.3	9.2	11.5	8.4	-13.8%	-26.3%	8.5	-1%
Przemysł	4.7	4.7	6.0	7.8	6.1	29.8%	-22.4%	6.1	0%
Wojsko	2.4	2.6	1.4	0.2	0.5	-80.3%	172.4%	0.5	-6%
Transport	1.8	0.9	1.2	2.9	1.3	-27.3%	-53.5%	1.4	-4%
Medycyna i nauka	0.7	0.9	0.6	0.5	0.4	-39.9%	-6.7%	0.4	12%
Pozostałe	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	-21.6%	36.9%	0.1	10%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-4.1	-4.2	-4.9	-4.1	-3.5	-14.2%	-14.5%	-3.6	-2%
Zysk/(strata) brutto na sprzedaży	5.7	5.1	4.3	7.3	4.9	-13.6%	-32.9%	4.9	0%
Pozostałe przychody operacyjne	0.9	0.6	0.7	0.4	0.6	-32.2%	29.8%	0.6	-4%
Koszty sprzedaży	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.5	4.0%	-21.4%	-0.5	1%
Koszty ogólnego zarządu	-2.4	-1.5	-2.1	-2.6	-3.0	28.4%	17.5%	-2.8	9%
Pozostałe koszty operacyjne	-0.4	-0.1	0.0	-0.4	-0.1	-77.9%	-72.4%	-0.1	-3%
EBITDA	4.1	4.5	3.3	5.1	2.8	-31.2%	-44.2%	3.0	-5%
EBIT	3.2	3.6	2.4	4.2	1.8	-43.2%	-55.9%	2.1	-12%
Przychody finansowe netto	0.3	-0.2	0.1	0.0	0.1	-66.9%	na	-0.2	
Zysk brutto	3.6	3.4	2.4	4.1	1.9	-45.3%	-53.0%	1.9	1%
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na	0.0	
Zysk netto	3.5	3.4	2.4	4.1	1.9	-45.0%	-53.0%	1.9	2%
Marże	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	y/y	q/q	2Q19E	
Marża brutto na sprzedaży	58.1%	54.7%	46.5%	64.0%	58.3%	0.2 pp	-5.7 pp	57.6%	0.6 pp
Marża EBITDA	42.0%	48.3%	35.7%	44.3%	33.5%	-8.5 pp	-10.8 pp	35.1%	-1.6 pp
Marża EBIT	33.0%	38.5%	25.9%	36.4%	21.8%	-11.3 pp	-14.7 pp	24.5%	-2.8 pp
Marża netto	36.0%	36.4%	26.6%	36.1%	23.0%	-13 pp	-13.1 pp	22.4%	0.6 pp
Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	y/y	q/q	2Q19E	
Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej	3.0	6.6	-1.7	0.5	6.3	108.8%	1238.8%		
Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-6.0	-6.5	-10.6	-9.8	-13.3	123.5%	36.6%		
dotacje	0.3	0.1	0.1	0.2	0.9	210.7%	318.5%	0.2	318%
w ydatki inwestycyjne	-4.6	-6.5	-12.5	-10.0	-14.3	212.7%	42.8%	-14.5	-1%
Dług netto/(gotówka netto)	-9.8	-10.1	4.0	13.2	20.4	na	54.4%	19.4	5%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie („Program”) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”). Szczegółowe informacje o Programie dostępne są na stronie internetowej GPW pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwwp>. Prawa autorskie do dokumentu przysługują GPW. Z tytułu przygotowania dokumentu IPOPEMA Securities S.A. będzie otrzymywała od GPW wynagrodzenie, na warunkach określonych w umowie zawartej pomiędzy IPOPEMA Securities S.A. a GPW.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie bez obowiązku informowania o tym fakcie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

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

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględnienia potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahanom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wymiowanego przez ww. spółkę.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model dyskontowania dywidend), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które często wiążą się z porównaniami z wybranymi firmami partnerskimi. Modele przepływów pieniężnych zawierają prognozy przepływów pieniężnych, które napływają do firmy i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Porównania porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jak kosztowne może być jedno przedsiębiorstwo w stosunku do wybranego komparatora. Subiektywne opinie autora lub autorów dokumentu, ukształtowane przez ich wiedzę i doświadczenie, odgrywają istotną rolę w wycenie. Uwzględniono również założenia dotyczące wielu zmiennych ekonomicznych, w szczególności stóp procentowych, inflacji i kursów walutowych, a różnicowanie tych założeń może prowadzić do znacząco odmiennych opinii. Siłą modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest bliższa uwaga firmy na samodzielne działanie i powiązanie wyceny z jej podstawową wartością. Stabiłością takiej metody jest liczba założeń, które należy przyjąć i wynikająca z nich wrażliwość na te założenia. Metody porównań równorzędnych są mniej zależne od osądu analityka co do poszczególnych parametrów, jednak problem z tą metodą pojawia się, gdy komparator równorzędny jest nadmiernie lub niedowartościowany. Co więcej, wiodące wielokrotności (w oparciu o przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne) obejmują szacunkowe wartości analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Przewiduje się, że raport analityczny dotyczący spółki będzie aktualizowany przynajmniej dwa razy w roku począwszy od daty publikacji raportu inicjującego, oraz w przypadku kluczowych wydarzeń i/lub zmian w założeniach dotyczących raportu.

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

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

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
 Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
 LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.
 NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
 Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez łączne przychody bankowe.
 ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.
 ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.
 EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.
 EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją i amortyzacją.
 EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę występujących akcji).
 Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.
 Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w pewnym okresie czasu.
 CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.
 BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.
 P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.
 DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.
 DY - stopa dywidendy - dywidenda w danym roku podzielona przez bieżącą cenę.
 DDM - model dyskontowy dywidendy - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.
 FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

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

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

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

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

IPOPEMA Research - Distribution by rating category (Apr 1 – June 30, 2019)

	Number	%
--	--------	---

CD Projekt

Kup	6	20%
Trzymaj	6	20%
Sprzedaj	3	20%
Suma	15	100%

Historia ratingu – VIGO System

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
02/08/2019	Kupuj	PLN 380.00	PLN 334.00	Michał Wojciechowski