

VIGO Photonics

Matryce podczerwieni i tanie detektory napędzają wzrost

Z podpisanym kontraktem PCO na matryce IR oraz pierwszymi znaczącymi dostawami tanich detektorów w tym roku, VIGO osiągnęło przełom w sprzedaży nowych produktów. Dalsza ekspansja wolumenów jest prawdopodobna jako naturalny wynik rosnących zamówień (klient z Chin, potencjał zamówień PCO przekraczający wartość minimalną) oraz adopcji zwalidowanych produktów przez pierwszych naśladowców (potencjalne zagraniczne kontrakty na matryce IR, kolejne kontrakty na tanie detektory w przemyśle wydobywczym). Obok mocnych perspektyw dla segmentu wojskowego, (rosnące budżety wojskowe w Polsce i Europie), solidnie prezentuje się segment przemysłowy (choć pewna niepewność związana jest z wpływem ceł). W 2025E/26E/27E prognozujemy przychody na poziomie PLN 95.2/120.4/155.9m (wzrost o 21%/29%/28% r/r) oraz skoryg. wynik netto PLN -3.0/8.2/24.7m (vs. strata PLN 5.2m w 2024). Presja inflacyjna oraz wzrost cen komponentów dobiegły końca, jednak powrót do rozsądnej rentowności bez istotnych redukcji zajmie prawdopodobnie kilka lat. Według naszych prognoz, VIGO notowane jest na poziomie EV/EBITDA wynoszącym 47.6x/19.2x w 2025E/26E (vs. konkurencja na poziomie 14.9x/10.1x). Utrzymujemy rekomendację KUPUJ, zwiększając wartość godziwą do PLN 640.0/akcja w związku z ekspansją matryc IR i tanich detektorów.

Matryce IR z potencjałem na więcej. 7 kwietnia spółka podpisała strategiczny kontrakt z PCO na dostawy matryc IR w latach 2026-31 o łącznej wartości PLN 192m (11% powyżej naszych wcześniejszych prognoz). Umowa określa wartość minimalnych dostaw, podczas gdy szacujemy, że potencjał sprzedaży może być nawet o 20-30% wyższy w przypadku, gdyby VIGO zostało wyłącznym dostawcą dla PCO (standard w krajach z lokalnymi dostawcami; jednak w naszym scenariuszu bazowym zakładamy wartość zamówienia niemal na minimalnym poziomie). Ponadto spółka może rozpocząć sprzedaż matryc IR za granicę, co naszym zdaniem jest prawdopodobne ze względu na rosnące budżety wojskowe w Europie i wysokie zapotrzebowanie przy ograniczonej mocy konkurentów VIGO. W naszym modelu zakładamy, że oprócz kontraktu PCO w 2028E VIGO rozpocznie dostawy matryc IR do innych klientów o łącznej wartości EUR 1.8m i EUR 2.8/3.3m w latach 2029E/30E (ok. jedna trzecia wartości kontraktu PCO).

Potencjał na podwojenie sprzedaży tanich detektorów w 2026E. Po długim procesie wejścia na rynek, VIGO jest na etapie dostarczenia ponad 10 tys. tanich detektorów do klienta z Chin w tym roku (ok. PLN 4m sprzedaży, przemysł wydobywczy). Uwzględniając wielkość pilotażowej dostawy i skalę klienta (potencjał na 10x zlecenia), jak również kilku innych klientów w lejku sprzedażowym z potencjałem na dostawy w przyszłym roku (Chiny, USA, Europa), oczekujemy wzrostu sprzedaży tanich detektorów do PLN 10m w 2026E (2.5x). Jednym z potencjalnych scenariuszy jest podwojenie wielkości zamówienia przez klienta z Chin oraz nowe zamówienia na 5 tys. detektorów od innych klientów.

Tabela 1. Podsumowanie prognoz finansowych (PLN m)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	67.9	75.4	78.3	94.4	121.6	155.9
Znorm. EBITDA	15.0	15.0	5.5	9.5	24.7	43.4
Znorm. zysk netto	7.7	9.0	-3.6	-3.0	8.2	24.7
EV/EBITDA (x)	24.6	26.3	73.0	47.6	19.2	10.5
P/E (x)	42.9	39.7	na	na	53.9	18.0

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research *Projekt HyperPIC nie jest uwzględniony w naszych szczegółowych prognozach i wycenie VIGO Photonics; w zależności od polityki rachunkowości, uwzględnienie części wydatków/kosztów związanych z projektem w rachunku zysków i strat spółki może negatywnie wpłynąć na prognozowaną rentowność. Szczegóły znajdują się w sekcji modelu finansowego projektu HyperPIC.

TMT | Nowe technologie

VIGO PHOTONICS

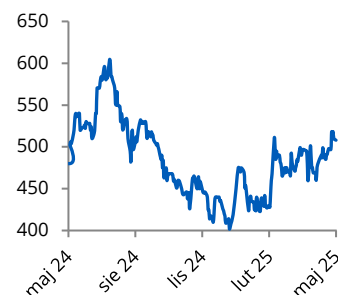
KUPUJ

FV PLN 640.0

26% potencjału wzrostu

Cena z dnia 12 maja 2025 PLN 508.0

Rekomendacja utrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	0.875
Kapitalizacja (EUR m)	104.8
12M średni dzienny wolumen (k)	0.4
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.1
12M max/min (PLN)	604 / 400
Udział w WIG (%)	0.1
Reuters	VGOP.WA
Bloomberg	VGO PW

Stopa zwrotu

1M	8.3%
3M	18.7%
12M	8.5%

Akcjonariat

Warsaw Equity Management	14.3%
Józef Piotrowski	9.8%
Allianz OFE	6.7%
Investors TFI	6.5%
Janusz Kubrak	5.5%
Pozostali	57.3%

Analitik

Michał Wojciechowski
Michal.Wojciechowski@ipopema.pl
+ 48 22 236 92 69

VIGO Photonics*

KUPUJ

FV PLN 640

Kapitalizacja EUR 104.8m

potencjał wzrostu +26%

Mnożniki wyceny	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	39.7	na	na	53.9	18.0
EV/EBITDA (x)	26.3	73.0	47.6	19.2	10.5
EV/Sales (x)	5.2	5.1	4.8	3.9	2.9
P/BV (x)	2.0	2.4	2.6	2.5	2.2
FCF yield (%)	3.8%	-1.2%	-4.1%	-2.8%	5.4%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Na akcję	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Liczba akcji (m szt.)	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
EPS znorm. (PLN)	12.3	-4.2	-3.4	9.4	28.2
BVPS (PLN)	241.7	194.9	192.6	200.3	228.5
FCFPS (PLN)	20.5	-5.4	-21.1	-15.0	28.5
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

dynamika y/y (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	11.1%	3.9%	20.5%	28.8%	28.2%
EBITDA	-0.4%	-63.4%	73.0%	160.2%	76.0%
EBIT	-3.6%	na	na	-914.0%	151.1%
Zysk netto znorm.**	16.9%	na	na	-376.0%	199.6%

Wskaźniki finansowe	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Marża na sprzed. (%)	52.6%	50.5%	52.4%	57.9%	62.0%
Marża EBITDA (%)	19.9%	7.0%	10.0%	20.3%	27.8%
Marża EBIT (%)	11.3%	-5.9%	-1.5%	9.3%	18.3%
Marża netto znorm. (%)	11.9%	-4.6%	-3.2%	6.8%	15.8%
Dług netto / EBITDA (x)	3.2	0.4	2.6	1.9	0.7
Dług netto / Kapitał wł. (x)	0.3	0.0	0.1	0.3	0.2
Dług netto / Aktywa (x)	0.2	0.0	0.1	0.2	0.1
ROE (%)	5.7%	-2.1%	-1.8%	4.8%	13.2%
ROA (%)	3.5%	-1.5%	-1.3%	3.4%	9.3%
ROIC (%)	2.2%	-4.0%	-2.6%	3.8%	11.0%

Segment detektorów	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	69.2	69.6	83.9	108.5	139.8
Przemysł	45.0	34.0	44.2	56.8	66.9
Wojsko	11.6	23.2	26.5	37.4	57.6
Transport	7.9	7.3	7.7	8.4	9.0
Medycyna i nauka	4.5	5.0	5.4	5.9	6.4
Pozostałe	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	7.0	-3.2	-1.0	10.5	25.7
EBITDA	18.5	7.0	11.0	24.9	41.9
Zysk netto znorm.**	8.1	-1.5	-2.6	7.4	22.1
marża netto znorm.**	11.8%	-2.2%	-2.4%	5.3%	15.8%

Materiały dla fotoniki	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	6.2	8.7	10.5	13.1	16.0
EBIT	1.5	-1.5	-0.4	0.9	2.8
EBITDA	3.3	1.8	1.9	3.2	5.1
Zysk netto znorm.**	0.8	-2.1	-0.4	0.9	2.6
marża netto znorm.**	8.1%	-18.1%	-3.2%	5.2%	13.1%

Koszty rodzajowe	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Koszty pracownicze	-39.4	-46.5	-49.1	-56.1	-64.2
Materiały i energia	-21.2	-22.1	-24.6	-29.3	-35.3
Amortyzacja	-10.3	-13.3	-14.2	-16.8	-18.6
Usługi obce i pozostałe	-12.6	-14.4	-17.5	-19.9	-22.2

RACHUNEK ZYSKÓW (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	67.9	75.4	78.3	94.4	121.6	155.9
Koszt własny sprzedaży	-32.8	-35.8	-38.7	-44.9	-51.1	-59.2
Zysk brutto na sprzedaży	35.1	39.6	39.6	49.5	70.5	96.7
Koszty sprzedaży	-10.4	-9.4	-13.5	-15.3	-17.9	-23.3
Koszty zarządu	-20.6	-33.7	-35.9	-42.8	-48.8	-52.8
Pozostałe koszty oper. netto	4.8	11.9	5.2	7.3	7.7	7.9
EBITDA	18.2	18.8	8.8	12.8	28.1	47.0
EBITDA znorm.**	15.0	15.0	5.5	9.5	24.7	43.4
EBIT	8.8	8.5	-4.6	-1.4	11.3	28.5
Koszty finansowe netto	-1.1	-0.1	-1.0	-1.6	-3.1	-2.5
Zysk brutto	7.7	9.0	-3.6	-3.0	8.2	26.0
Podatek dochodowy	-0.5	-14.3	-0.4	0.6	-1.6	-1.3
Zysk netto	7.2	-5.3	-4.1	-2.4	6.7	24.7
Zysk netto znorm.**	7.7	9.0	-3.6	-3.0	8.2	24.7

BILANS (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa trwałe	218.9	163.5	166.2	183.3	204.3	200.9
WNiP	19.4	12.3	15.0	21.2	26.4	25.3
Nakłady na prace rozwojowe	53.4	15.0	16.9	22.9	29.5	33.5
Inwestycje w jedn. Stow.	6.7	12.6	17.8	17.8	17.8	17.8
Rzeczowe aktywa trwałe	113.5	111.9	104.8	109.1	118.1	111.8
Aktywo z tyt. Pod. odroczonego	22.0	7.8	7.5	8.0	8.2	8.2
Inne aktywa trwałe	3.9	3.9	4.2	4.2	4.2	4.2
Aktywa obrotowe	35.1	96.6	53.7	42.2	54.1	71.2
Zapasy	15.3	11.8	15.8	18.1	22.4	27.4
Należności handlowe	14.3	15.9	16.9	19.0	23.5	29.7
Środki pieniężne	2.3	2.8	17.3	2.7	5.7	11.5
Inne aktywa obrotowe	3.3	66.1	3.8	2.4	2.5	2.6
Aktywa ogółem	254.0	260.1	219.9	225.5	258.4	272.1
Kapitał własny	138.5	176.2	170.5	168.5	175.2	199.9
Zobowiązania długoterm.	81.9	40.3	27.2	34.9	59.2	47.3
Dług	28.9	19.7	11.9	18.9	43.9	33.9
inne zobowiązania długoterm.	53.0	20.6	15.3	15.9	15.3	13.4
Zobowiązania krótkoterm.	33.6	43.6	22.2	22.1	24.0	24.8
Zobowiązania handlowe	4.4	2.8	4.6	4.9	5.8	6.8
Dług	21.4	32.5	8.8	8.2	8.7	8.2
inne zobowiązania krótkoterm.	7.8	8.3	8.8	9.0	9.4	9.9
Pasywa ogółem	254.0	260.1	219.9	225.5	258.4	272.1
Cykl konwersji gotówki (dni)	67.0	101.8	105.9	103.9	95.9	91.9
Dług brutto (PLN m)	49.4	51.3	19.5	27.1	52.6	42.1
Dług netto (PLN m)	47.1	48.5	2.2	24.4	46.9	30.6

PRZEP. PIENIĘŻNE (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przepływy operacyjne	3.8	-1.6	-7.6	3.7	10.6	25.6
Zysk brutto	7.7	9.0	-3.6	-3.0	8.2	26.0
Amortyzacja	9.4	10.3	13.4	14.2	16.8	18.5
Zmiana w kapitale obrotowym	-4.3	0.3	-3.2	-4.4	-7.9	-10.4
Inne	-9.0	-20.7	-14.2	-3.2	-6.6	-8.5
Przepływy inwestycyjne	-22.1	-0.4	-6.0	-23.6	-29.9	-6.8
Dotacje	25.5	14.7	8.3	7.1	7.7	8.2
CAPEX bez prac rozwojowych	-23.4	-4.9	-2.3	-13.8	-19.3	-4.0
CAPEX na prace rozwojowe	-21.4	-4.9	-8.8	-16.9	-18.4	-11.1
Inwestycje net. w jedn. stow.	-2.9	-5.3	-3.3	0.0	0.0	0.0
Inne	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy finansowe	14.1	2.6	28.2	5.3	22.4	-13.0
Zmiana w kapitale własnym	0.0	0.0	61.5	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	15.1	4.9	-31.3	6.9	25.5	-10.5
Odsetki zapłacone	-1.0	-2.3	-2.1	-1.6	-3.1	-2.5
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zm. środków pieniężnych	-4.2	0.6	14.6	-14.6	3.0	5.8
Śr. pieniężne na koniec okr.	2.3	2.8	17.3	2.7	5.7	11.5

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research *przedstawione dane nie uwzględniają konsolidacji projektu HyperPIC (wycenianego w oddzielnym modelu)

**Wyniki znormalizowane o wpływ niegotówkowego aktywa z tyt. podatku odroczonego oraz rozliczenia dotacji

Spis Treści

Spis Treści..... 3

Wycena 4

 Prognozy finansowe dla projektu HyperPIC 6

Załącznik 1: Podsumowanie konferencji 4Q24..... 8

Załącznik 1: 1Q25E Prognoza wyników 10

Załącznik 2: Ryzyka inwestycyjne..... 11

Załącznik 3: ESG 12

Wycena

Tabela 2. VIGO Photonics – Podsumowanie wyceny (PLN)

Metoda wyceny	Waga (%)	Wartość Godziwa (PLN/akcja)
DCF	100%	640.0
Porównawcza	0%	313.0
Wartość godziwa (FV)		640.0
Cena bieżąca		508.0
Potencjał wzrostu/spadku		26%

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 3. VIGO Photonics – wycena DCF (PLN m)

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
Przychody ze sprzedaży	78.3	94.4	121.6	155.9	196.8	229.0	253.9	278.6	306.1	319.8
- zmiana r/r	4%	21%	29%	28%	26%	16%	11%	10%	10%	
EBITDA znorm.*	5.5	9.5	24.7	43.4	65.7	78.6	85.4	91.5	99.0	103.5
- znorm. marża EBITDA	7.0%	10.0%	20.3%	27.8%	33.4%	34.3%	33.6%	32.9%	32.4%	32.4%
- zmiana r/r	-63%	73%	160%	76%	51%	20%	9%	7%	8%	
EBIT znorm.*	-7.9	-4.8	7.9	24.9	47.5	60.4	66.9	72.8	79.8	83.4
Stopa podatkowa	-12%	0%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	9%
NOPAT	-8.9	-4.8	7.9	23.7	45.1	57.4	63.6	69.1	75.8	75.9
- zmiana r/r				201%	91%	27%	11%	9%	10%	
Amortyzacja	13.4	14.2	16.8	18.5	18.2	18.2	18.4	18.8	19.3	19.3
Zmiana w kapitale obrotowym	-3.2	-4.4	-7.9	-10.4	-12.0	-9.8	-7.1	-6.8	-7.5	-6.2
CAPEX	-6.1	-23.6	-29.9	-6.8	-8.4	-8.9	-9.5	-10.1	-10.7	-19.3
FCF	-4.7	-18.5	-13.1	24.9	43.0	56.8	65.4	71.0	76.9	69.7
Premia za ryzyko (ERP)		5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Stopa wolna od ryzyka		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Zalewarowna beta		1.5	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
Koszt kapitału własnego		13.2%	14.3%	13.7%	13.1%	12.7%	12.4%	12.2%	12.2%	12.2%
Koszt długu po podatku		6.2%	5.5%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.0%
WACC		12.2%	12.3%	12.3%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
Czynnik dyskontowy (%)		93%	83%	74%	66%	58%	52%	47%	41%	
wartość bieżąca FCF (PLN m)		-17.1	-10.9	18.3	28.2	33.2	34.1	33.0	31.9	
wartość bieżąca FCF 2025E-32E (PLN m)	150.8									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	4.5%									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLN m)	394.4									
EV (PLN m)	545.2									
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	17.8									
Pozostałe (PLN m)	0.0									
Dług netto (PLN m, 4Q24E)	2.2									
Wartość kapitału własnego (PLN m)	560.0									
Liczba akcji (rozwodniona, m)	0.875									
Wartość godziwa FV (PLN)	640.0									
Cena bieżąca	508.0									
Potencjał wzrostu/spadku	26%									

Źródło: IPOPEMA Research *EBIT znormalizowany o niegotówkowe pozostałe przychody operacyjne - rozliczenie dotacji do prac rozwojowych. Wycena nie uwzględnia projektu HyperPIC ze względu na jego wczesny etap i wysokie ryzyko realizacji.

Tabela 4. Analiza wrażliwości DCF

Residual growth rate (%)	WACC (%)				
	11.2%	11.7%	12.2%	12.7%	13.2%
3.5%	631	604	580	558	539
4.0%	667	635	608	584	562
4.5%	708	672	640	612	588
5.0%	755	713	676	644	617
5.5%	811	761	719	681	649

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 5. VIGO Photonics – wycena porównawcza

SPÓŁKA	Kapitalizacja		P/E (x)			EV/EBITDA (x)			DY	CAGR Przychodów	CAGR Zysk netto	ROE
	USD m	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E				
HAMAMATSU	3,128	21.8	19.0	16.1	9.2	8.5	7.0	2.6%		6.2%	1.9%	6.2%
TELEDYNE TECHNOLOGIES	23,145	23.1	21.1	19.7	17.0	15.4	13.5	1.0%		5.6%	8.5%	10.1%
NIPPON CERAMIC	532	14.2	13.1	11.8	n.a.	n.a.	n.a.	4.3%		4.3%	9.3%	8.8%
OPTEX GROUP	395	8.9	7.8	7.1	4.4	3.8	3.2	3.0%		6.5%	15.3%	11.6%
VISUAL PHOTONICS	640	23.9	18.6	15.1	14.9	10.1	9.0	3.5%		17.8%	27.8%	22.9%
IPG PHOTONICS	2,757	56.9	36.2	25.9	15.0	11.4	n.a.	0.0%		4.8%	-188.5%	3.8%
MEDIANA		22.4	18.8	15.6	14.9	10.1	8.0	2.8%		5.9%	8.9%	9.4%
VIGO Photonics	116	na	53.9	18.0	47.6	19.2	10.5	0.0%		17.3%	-2.8%	-1.8%
premia/dyskonto (do mediany)				15%	220%	90%	31%					
Waga			25%	25%		25%	25%					

Wycena na akcję (PLN)

313.0

Źródło: IPOPEMA Research, Bloomberg dane z dnia 12.05.2025

Tabela 6. VIGO Photonics – zmiana prognoz finansowych 2025E-27E

	2025E	2025E	Zmiana	2026E	2026E	Zmiana	2027E	2027E	Zmiana
	Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie	
Przychody	94.4	95.2	-1%	121.6	120.4	1%	155.9	155.6	0%
EBITDA	12.8	23.2	-45%	28.1	39.1	-28%	47.0	57.2	-18%
EBIT	(1.4)	2.5	na	11.3	16.9	-33%	28.5	34.2	-17%
Znorm. zysk netto	(3.0)	1.0	na	8.2	15.0	-45%	24.7	30.7	-20%

Źródło: IPOPEMA Research

Prognozy finansowe dla projektu HyperPIC

Poniżej przedstawiamy uproszczony model finansowy dla projektu HyperPIC. Ponownie podkreślamy, że prognozy są pokazywane tylko w celach prezentacyjnych i nie są uwzględnione w naszych szczegółowych prognozach dla VIGO Photonics, nie są również uwzględnione w naszej wycenie spółki ze względu na początkowy etap projektu i potencjalne wiele czynników wpływających na ostateczny zakres i rentowność inwestycji (jednak uważamy, że biorąc pod uwagę znaczącą pomoc publiczną w wysokości 102.9 mln euro zatwierdzoną przez Unię Europejską, inwestorzy powinni rozważyć projekt jako główny potencjał wzrostu naszej wyceny i prognoz).

Zwracamy uwagę, że w zależności od przyszłej wdrożonej polityki rachunkowości spółka może zacząć ujmować część wydatków związanych z projektem HyperPIC w swoim rachunku zysków i strat, co prawdopodobnie może negatywnie wpłynąć na jej rentowność. W przypadku takiej sytuacji nasze prognozy P&L mogą nie być w pełni porównywalne z danymi raportowanymi przez VIGO. Jednocześnie zmiany w prezentacji rozpoznania księgowego nakładów nie mają wpływu na analizę perspektyw spółki opartą o realne przepływy pieniężne. W naszej opinii prezentacja obecnej działalności VIGO i projektu HyperPIC w oddzielnych modelach daje najbardziej klarowny obraz sytuacji spółki.

Poniżej przedstawiamy nasze główne założenia dotyczące projektu:

- **Faza B+R w latach 2023E-28E** z łącznymi nakładami inwestycyjnymi w wysokości 31.9 mln euro; po tym okresie dalsze B+R w wysokości 8 mln euro rocznie.
- **Budowa fabryki PIC w latach 2027E-2030E** z łącznymi nakładami inwestycyjnymi w wysokości 150 mln euro; po 2030E oczekujemy nakładów utrzymaniowych w wysokości 10 mln euro rocznie.
- **Pomoc publiczna w wysokości 102.9 mln euro** otrzymana do 2030E.
- **Docelowa zdolność produkcyjna fabryki na poziomie ok. 40 mln PIC**, z docelową ceną jednostkową PIC na poziomie 10 euro.
- **Łączna zdolność generowania przychodów ze sprzedaży do 400 mln euro**, przy stosunku zdolności/nakładów inwestycyjnych na fabrykę na poziomie 3.0x, w porównaniu z medianą dla analizowanych inwestycji Hamamatsu w nowe obiekty na poziomie 3.6x.
- Początkowa cena PIC na poziomie 15 euro/jednostka, obniżona do 12 euro/jednostka w długim terminie.
- **Start produkcji PIC w 2028E na poziomie 5% zdolności fabryki** (ze względu na mieszankę różnych produktów szacujemy wykorzystanie zdolności jako % maksymalnej zdolności przychodów ze sprzedaży) i **osiągnięcie 54% zdolności w długim terminie (2030E+)**.
- **40% łącznego budżetu projektu do 2030E finansowane z długu** (głównie pozyskanego na budowę fabryki).
- Łączny wymagany kapitał własny (nie uwzględniając dotacji) na poziomie prawie EUR 50m, który ma być pokryty przez VIGO lub potencjalnych partnerów i klientów (potencjalne płatności zaliczkowe za zabezpieczenie dedykowanej zdolności).
- Podkreślamy, że plan strategiczny dla VIGO zakłada **zabezpieczenie początkowych kontraktów na produkcję PIC już na etapie B+R**; dlatego wykorzystanie zdolności produkcyjnej powinno być już w pewnym stopniu zabezpieczone przed inwestycją w fabrykę, co zmniejsza ryzyko projektu.

Tabela 7. Projekt HyperPIC – model finansowy (EUR m)

HyperPIC NPV (mln euro)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	LT
Przychody ze sprzedaży	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	22.5	97.5	147.0	216.0
Cena (EUR/sztuka)						15.0	15.0	14.0	12.0
Wolumen (mln sztuk)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	6.5	10.5	18.0
<i>Wykorzystanie potencjału</i>						6%	24%	37%	54%
Znorm. EBIT	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-13.0	-20.3	11.0	33.0
marża						-58%	-21%	8%	15%
NOPLAT	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-10.5	-16.4	8.9	26.7
Amortyzacja	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.6	12.3	13.9	18.0
CAPEX netto	0.0	-0.8	-2.4	-4.3	-29.3	-42.6	-3.9	-12.2	-18.0
Capex brutto	0.0	-1.4	-4.9	-8.6	-58.6	-83.6	-20.6	-20.6	-18.0
Dotacje	0.0	0.6	2.4	4.3	29.3	41.1	16.8	8.5	0.0
Zmiana w kapitale obrotowym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-3.4	-11.3	-7.4	-1.5
Koszty finansowe netto	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.6	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1
Łączne przepływy pieniężne	0.0	-0.8	-2.4	-4.3	-30.9	-50.0	-23.3	-0.8	21.1
Stopa dyskontowa		100%	88%	77%	68%	60%	53%	47%	
Wartość bieżąca przepływów p.	0.0	-0.8	-2.2	-3.3	-21.0	-30.0	-12.4	-0.4	
Wzrost w okresie rezidualnym	4.5%								
NPV (mln euro)	66.7								
NPV (mln zł)	278.2								

Źródło: IPOPEMA Research

Załącznik 1: Podsumowanie konferencji 4Q24

Poniżej przedstawiamy nasze główne wnioski z konferencji wynikowej VIGO Photonics za 4Q24, która odbyła się 6 maja 2025:

Perspektywy na 2025 rok. Według CFO ten rok zapowiada się obiecująco pod względem sprzedaży. Spółka wprowadziła na rynek dwa nowe produkty (detektory chłodzone oraz przystępne cenowo detektory). Celem spółki jest wzrost przychodów o 20% r/r. CFO podkreśla, że najtrudniejszy etap gwałtownego wzrostu kosztów już minął (priorytetem firmy było utrzymanie kadry zamiast zwolnień). Koszty prawdopodobnie wzrosną o kilka procent ze względu na nowe projekty, ale rentowność powinna poprawić się na wszystkich poziomach, co powinno zapewnić, że VIGO nie zakończy roku z ujemnym wynikiem netto (na porównywalnej bazie, przy zastrzeżeniu że nowe podejście do ujmowania wydatków na R&D i rozpoczęcie nowych projektów mogą jeszcze negatywnie wpłynąć na rentowność).

Portfel zamówień. Spółka zaraportowała rekordową wartość zamówień na koniec kwietnia, wynoszącą prawie PLN 40m, co oznacza wzrost o 9% r/r (tylko w kwietniu spółka pozyskała dodatkowe zamówienia o wartości PLN 16m).

Detektory chłodzone ciekłym azotem. Nowa linia chłodzonych detektorów ma przynieść dodatkowe przychody w wysokości kilku milionów PLN w tym roku ze sprzedaży do klienta z USA. Spółka obecnie poszukuje nowych klientów dla tego produktu w Europie i Azji.

Przystępne cenowo detektory. Sprzedaż detektorów do klienta z Chin powinna wygenerować około PLN 4m przychodów w tym roku. Po tym początkowym zamówieniu zarząd spodziewa się kolejnych zamówień od tego samego klienta oraz innych podmiotów w sektorze. Chiński klient szacuje swoje roczne zapotrzebowanie na ponad 10-krotnie większą liczbę niż początkowe zamówienie na około 10 tys. sztuk. VIGO jest również w kontakcie z dwoma innymi chińskimi klientami. Dodatkowo inni klienci rozważają zastosowania tanich detektorów w medycynie i wojsku, choć prace są na wczesnym etapie. Cena modułu przystępnego detektora jest poniżej EUR 100, a minimalne zamówienie wynosi około 1 000 sztuk.

Segment wojskowy. Dynamika wzrostu w segmencie wojskowym będzie prawdopodobnie słabsza niż w ubiegłym roku, ale pozostaje silna.

Materiały półprzewodnikowe. Przychody z segmentu materiałów półprzewodnikowych powinny wzrosnąć o 20% r/r, choć nieco wolniej niż w ubiegłym roku, głównie dzięki materiałom dla warstw laserów QCL oraz magazynom energii.

Matryce IR. To skomplikowane urządzenia wymagające partnerów technologicznych. Klienci mają surowe wymagania, ponieważ są to aplikacje wojskowe. CFO uważa za sukces osiągnięcie gotowości produkcyjnej w ciągu czterech lat od podstaw, co oznacza, że przyspieszenie procesu produkcji może być trudne. Zarząd widzi możliwości na kontrakty produkcyjne dla zagranicznych podmiotów wojskowych i cywilnych, biorąc pod uwagę długie czasy realizacji u konkurencji (z uwagi na ogólny wzrost popytu wojskowego).

Rentowność matryc IR. Tylko jeden komponent technologiczny matryc IR pochodzi od partnera i wymaga opłaty licencyjnej, ale jest to minimalny poziom i nie obniży znacząco marży firmy. Pozostałe procesy są realizowane wewnętrznie, co zapewnia wysoką rentowność działalności.

HyperPIC. Spółka planuje rozpoczęcie budowy fabryki w 2027 roku. Przed zakończeniem projektu HyperPIC zarząd widzi możliwości generowania przychodów po osiągnięciu kluczowych kamieni milowych, takich jak sprzedaż laserów QCL.

Lasery QCL. W ramach przygotowań R&D do HyperPIC spółka planuje rozwój technologii produkcji laserów QCL. Lasery kaskadowe są komplementarne do detektorów VIGO, ponieważ wykorzystują podobną technologię i struktury. Zarząd chce być gotowy do produkcji laserów QCL w ciągu 1-2 lat. Ich klienci często kupują detektory od VIGO, ale lasery pozyskują od innych dostawców. VIGO zamierza szybko zintegrować ofertę związaną z laserami do swojego portfolio.

Przegląd opcji strategicznych. We wrześniu ubiegłego roku spółka rozpoczęła proces przeglądu opcji strategicznych. Według CFO nie należy spodziewać się większych ogłoszeń w najbliższym czasie, ale aktualizacje mogą pojawić się w drugiej połowie 2025 roku. Spółka ma partnerów bardzo zainteresowanych jej działalnością i nadchodzącymi projektami.

Finansowanie. Spółka obecnie koncentruje się na zabezpieczeniu źródeł finansowania dla HyperPIC i innych strategicznych projektów, z aktualizacjami w tym zakresie spodziewanymi jeszcze w tym roku.

Rynek USA i taryfy. Spółka utrzymuje, że taryfy USA nie mają bezpośredniego wpływu na jej sprzedaż, ale produkty jej europejskich klientów są objęte taryfami, co może prowadzić do pośrednich negatywnych konsekwencji dla popytu na detektory VIGO. W mediach pojawiały się spekulacje na temat możliwego objęcia taryfami w USA również produktów półprzewodnikowych, ale skutki realne działania w tym zakresie są niepewne ze względu na zmienność stanowisk administracji.

Podwyżki cen. Według CFO analiza firmy skupia się na możliwych podwyżkach cen w USA, gdzie taryfy i słaby kurs dolara mogą uzasadniać korekty cenowe.

Załącznik 2: 1Q25E Prognoza wyników

Prognozujemy przychody za 1Q25E na poziomie PLN 22.1m (spadek o 8% q/q, zgodnie z danymi wstępnymi), znorm. EBITDA na poziomie PLN 2.0m (vs. PLN -1.3m w 4Q24) oraz znorm. stratę netto na poziomie PLN 1.0m (vs. PLN 0.7m zysku netto kwartał wcześniej), co będzie wynikać z:

- **Przychody.** VIGO zaraportowało wstępne przychody na poziomie PLN 22.1m, co oznacza wzrost o 39% r/r i spadek o 8% k/k. Wynik napędzany był segmentami przemysłowym i wojskowym oraz odbiciem w segmencie medycyny i nauki. Spadek w segmencie materiałów dla fotoniki wynikał z tymczasowego wstrzymania dostaw warstw InP z powodu chińskich kontroli eksportowych oraz oczekiwania na przyznanie licencji eksportowych.
- **Marża brutto.** Oczekujemy marży brutto na poziomie 50% w kwartale. Zaznaczamy, że raportowana marża brutto prawdopodobnie będzie generalnie wyższa ze względu na zmiany w ujmowaniu wydatków na R&D (obecnie w kosztach zarządów) niż w latach poprzednich przed zmianą w polityce rachunkowości.
- **Koszty sprzedaży i zarządu.** Prognozujemy koszty sprzedaży i zarządu na poziomie PLN 13.2m, w tym PLN 9.4m kosztów zarządu (poziom wyższy od poprzednich kwartałów ze względu na zmiany w polityce rach.) oraz PLN 3.8m kosztów sprzedaży (stabilnie k/k).
- **EBITDA.** Szacujemy znorm. EBITDA na poziomie PLN 2.0m (vs. PLN -1.3m w 4Q24) oraz EBIT na poziomie PLN -0.5m (vs. PLN -2.5m w 4Q24).
- **Zysk netto.** Prognozujemy znorm. stratę netto na poziomie PLN -1.0m (vs. PLN 0.7m zysku w 4Q24). Oczekujemy niewielkiego negatywnego wyniku finansowego netto oraz nieistotnego poziomu zapłaconego podatku dochodowego.

Tabela 8. VIGO Photonics 1Q25E prognoza wyników

P&L (PLN m)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	y/y	q/q
Przychody ze sprzedaży	15.8	22.7	15.7	24.1	22.1	39%	-8%
Przemysł	6.8	8.1	7.6	11.5	10.5	55%	-9%
Wojsko	4.4	7.9	4.0	6.9	6.6	49%	-4%
Transport	2.0	3.3	0.7	1.3	1.1	-47%	-17%
Medycyna i nauka	1.0	1.0	1.5	1.5	2.7	181%	76%
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Materiały dla fotoniki	1.6	2.4	1.9	2.9	1.2	-26%	-58%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-8.2	-11.8	-9.5	-9.1	-11.0	34%	21%
Zysk/(strata) brutto na sprzedaży	7.6	10.9	6.1	15.0	11.0	45%	-26%
Pozostałe przychody operacyjne	2.4	2.4	2.7	7.2	3.7	54%	-49%
Koszty sprzedaży	-2.9	-3.3	-3.5	-3.8	-3.8	30%	0%
Koszty ogólnego zarządu	-5.3	-6.5	-6.3	-17.7	-9.4	76%	-47%
Pozostałe koszty operacyjne	-2.4	-1.9	-2.1	-3.1	-2.1	-13%	-34%
EBITDA	3.9	6.0	2.0	-3.1	2.8	-27%	na
Znorm. EBITDA	2.3	4.4	0.0	-1.3	2.0	-13%	na
EBIT	-0.6	1.5	-3.1	-2.5	-0.5	-18%	-79%
Przychody finansowe netto	-0.2	-0.4	-0.9	0.5	-0.5	184%	na
Zysk brutto	-0.8	0.6	-4.1	0.7	-1.0	25%	na
Podatek dochodowy	0.0	-0.1	-0.3	0.0	0.1	na	na
Zysk netto	-0.9	0.5	-4.4	0.7	-1.0	12%	na
Znorm. zysk netto	-0.8	0.6	-4.1	0.7	-1.0	25%	na

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Załącznik 3: Ryzyka inwestycyjne

Wśród kluczowych naszym zdaniem czynników ryzyka dla działalności i wyników VIGO Photonics wyróżniamy:

Ryzyko spadku popytu na produkty firmy. Rynek detektorów średniej podczerwieni, na którym działa VIGO, jest obecnie dynamicznie rozwijającą się częścią fotoniki. Niemniej jednak istnieje ryzyko, że z różnych powodów (w tym makroekonomicznych, politycznych lub technologicznych) popyt na detektory spadnie znacząco, a rynek nie będzie rósł z aktualną, wysoką dynamiką.

Ryzyko utraty kluczowych klientów. W 2024 roku 42% przychodów spółki zostało wygenerowanych z kontraktów z 4 klientami (w porównaniu z 40% w 2023 roku). Zakończenie współpracy z każdym z nich lub zmniejszenie wartości kontraktów mogłoby znacząco wpłynąć na dynamikę przychodów VIGO. Zauważamy jednak, że konkurencja na rynku detektorów podczerwieni jest niska (wysokie bariery wejścia) i istnieje wysoki koszt wymiany technologii (który jest również barierą dla VIGO i oznacza, że pozyskiwanie nowych partnerów jest trudniejsze).

Ryzyko konkurencji. Ze względu na wysokie skupienie na rynku (tylko kilku producentów) i wysokie bariery wejścia (skomplikowana technologia) zakładamy, że ryzyko konkurencji jest dość niskie. Niemniej jednak przy dalszym dynamicznym wzroście rynku i popularyzacji zastosowań detektorów średniej podczerwieni istnieje ryzyko, że wiodące firmy technologiczne zdecydują się wejść na rynek. Innym ryzykiem jest szybki rozwój technologii i krótki cykl życia produktu (istnieje ryzyko uzyskania przewagi technologicznej przez jednego z konkurentów).

Ryzyko niepowodzenia kluczowych projektów. Podkreślamy, że realizacja głównych nowych projektów, takich jak inwestycja w segment materiałów półprzewodnikowych, matryce IR technologii PIC, może zakończyć się niepowodzeniem i nie wygenerować oczekiwanych zysków dla firmy lub wygenerować wyższe niż przewidywane nakłady kapitałowe, co może negatywnie wpłynąć na wyniki finansowe i wycenę.

Ryzyko utraty kluczowych pracowników. Produkcja detektorów podczerwieni jest procesem, który wymaga wysoko wyspecjalizowanych pracowników, których podaż na rynku jest bardzo ograniczona. Jednocześnie wysokie kwalifikacje personelu są postrzegane przez zarząd jako jedna z zalet VIGO.

Ryzyko alternatywnej technologii. Istnieje ryzyko, że na rynku pojawi się inna alternatywna technologia, która zastąpi produkty VIGO lepszymi parametrami i/lub niższą ceną.

Ryzyko awarii sprzętu. Sprzęt używany przez VIGO jest bardzo zaawansowany i nie jest powszechnie dostępny na rynku. W przypadku awarii firma mogłaby mieć problem z opóźnieniami w produkcji. Koszty wymiany/naprawy maszyn mogłyby być również znaczne.

Ryzyko niższych dotacji/subwencji w przyszłości. Aby utrzymać wysoki poziom dotacji do wydatków na B+R firma musi spełniać wiele kryteriów. Utrata dotacji lub niższy poziom dotacji w przyszłości spowodowałby konieczność wyższych własnych wydatków firmy na B+R lub wyższego poziomu zadłużenia.

Ryzyko walutowe. Większość przychodów VIGO jest generowana w EUR, podczas gdy koszty (oparte na wynagrodzeniach i innych świadczeniach pracowniczych) są głównie w PLN, co skutkuje narażeniem na ryzyko walutowe. VIGO nie korzysta z instrumentów zabezpieczających ryzyko walutowe.

Ryzyko ograniczenia dostępu do materiałów w wyniku ustawodawstwa. Zgodnie z dyrektywą UE ROHS niektóre substancje, które obecnie są używane do produkcji detektorów VIGO, nie będą już dostępne do użytku w przyszłości ze względu na ich niebezpieczny charakter. Szczegółowy opis dyrektywy ROHS i jej wpływu na biznes VIGO przedstawiamy w osobnym rozdziale Ryzyko ograniczenia dostępu do materiałów w wyniku ustawodawstwa.

Załącznik 4: ESG

Poniżej prezentujemy naszą analizę działalności VIGO pod kątem kryteriów społecznej odpowiedzialności biznesu - ESG (Environmental, Social responsibility, Governance):

Środowisko. Detektory VIGO służą do analizy i wykrywania szkodliwych gazów, a więc są wykorzystywane w sektorze ochrony środowiska, jak i w zastosowaniach przemysłowych, gdzie mogą istotnie przyczynić się do polityki ograniczania emisji szkodliwych gazów.

Projekty B+R prowadzone przez konsorcja z aktywnym udziałem VIGO (które są częścią europejskiego programu Horyzont 2020) mają na celu rozwój nowych technologii i urządzeń do kontroli jakości wody. VIGO uczestniczy w projekcie Waterspy, który ma na celu opracowanie mobilnych urządzeń do kontroli jakości wody (analizujących zanieczyszczenie bakteryjne) w ważnych punktach sieci dystrybucji wody. Drugi projekt - AQUARIUS - ma na celu opracowanie urządzenia do spektroskopii do monitorowania zanieczyszczenia olejem w sieciach przesyłowych wody pitnej i przemysłowej, zwłaszcza w przemyśle petrochemicznym. Naszym zdaniem oba projekty mogą pomóc w zmniejszeniu poziomu zanieczyszczenia i zmniejszeniu liczby chorób, zwłaszcza w krajach rozwijających się.

VIGO inwestuje również w rozwój technologii detektorów (inwestycja w nową halę produkcyjną i nową salę czystą), co skutkuje optymalizacją procesu produkcyjnego i niższym zużyciem materiałów i energii (tani detektor) i wyższą wydajnością (dzięki nowemu cleanroomowi). VIGO obecnie rozwija detektory z materiałów A(III)B(V), które mają zastąpić produkty oparte na związkach HgCdTe (zawierających rtęć, która zgodnie z dyrektywą UE ROHS zostanie wycofana z zastosowań komercyjnych w najbliższych latach). VIGO nie zdecydowało jeszcze, kiedy detektory HgCdTe zostaną usunięte z jego oferty, ale intensywnie pracuje nad substytutami bez niebezpiecznych związków (w tym tanim modułem detekcyjnym).

Zużycie wody do produkcji jest monitorowane na bieżąco. Firma nie używa żadnych paliw kopalnych do ogrzewania. Nie posiada własnych pieców grzewczych. Raz na kwartał przeprowadzane są analizy jakości fizycznej i chemicznej ścieków. Dotychczas nie odnotowano żadnych przekroczeń. Grupa generuje odpady komunalne i niebezpieczne, a także inne odpady związane z jej działalnością. Prowadzone są ewidencje odpadów określonych w ustawie.

Odpowiedzialność społeczna. Detektory VIGO są wykorzystywane do celów wojskowych, głównie w zastosowaniach artyleryjskich (inteligentna amunicja, zmniejszenie liczby ofiar przypadkowych dzięki lepszemu celowaniu) i systemach ostrzegania przed śledzeniem. Obecnie analizowane są zastosowania w wykrywaniu narkotyków i materiałów wybuchowych.

Zarządzanie. Od 21 listopada 2014 roku, kiedy akcje VIGO Photonics zostały dopuszczone do obrotu na GPW, spółka przyjęła i przestrzegała zasad polityki ładu korporacyjnego GPW. Mamy pozytywną opinię o ładzie korporacyjnym VIGO ze względu na: 1) brak transakcji z podmiotami powiązanymi; 2) rynkowe wynagrodzenia zarządu; 3) przejrzystą politykę dywidendową; 4) solidne i jasne standardy i politykę rachunkowości, wraz z wysokiej jakości prezentowanymi danymi finansowymi; i 5) raportowanie danych sprzedażowych na koniec każdego kwartału i przestrzeganie terminów sprawozdawczości finansowej. Inną dobrą praktyką spółki jest również prezentowanie strategii ze średnioterminowymi celami finansowymi, choć jej realizacja była kilkakrotnie opóźniana w ostatnich latach. Podoba nam się długoterminowe zaangażowanie zarządu i jego kwalifikacje zawodowe. Spółka organizuje również regularne spotkania z inwestorami po publikacji wyników kwartalnych, kiedy zarząd jest gotowy odpowiedzieć na pytania akcjonariuszy.

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Próżna 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. 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. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. 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, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany 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, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniana 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 lub 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 uwzględniania 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 wahaniom, 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 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 jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

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. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., OncoArendi Therapeutics S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., Vigo Photonics S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpw>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A. i Impact Developer & Contractor S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model dyskontowania dywidendy), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

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.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania 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 przychody.

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.

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 określonym czasie.

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 na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - 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. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. 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	pomiędzy (włączając) -10% oraz 10%
Sprzedaj	poniżej -10%

IPOPEMA Research (1 stycznia 2024 – 31 marca 2025)

	Liczba	%
Kup	13	81%
Trzymaj	1	6%
Sprzedaj	2	13%
Suma	16	100%

Historia ratingu – VIGO Photonics

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
24.08.2022	KUPUJ	660.0	556.0	Michał Wojciechowski
28.03.2023	TRZYMAJ	600.0	566.0	Michał Wojciechowski
19.06.2023	ZAWIESZONA	-	652.0	Michał Wojciechowski
19.02.2024	KUPUJ	600.0	484.0	Michał Wojciechowski
21.06.2024	KUPUJ	600.0	540.0	Michał Wojciechowski
12.02.2025	KUPUJ	500.0	428.0	Michał Wojciechowski
13.05.2025	BUY	640.0	508.0	Michał Wojciechowski