

VIGO Photonics

Na drodze do aplikacji masowych

W 1H22 VIGO wypracowało PLN 32m przychodów (płasko r/r, 40% celu na 2022) i spodziewamy się, że w całym roku osiągnie przychód PLN 77m, +8% r/r. Wyłączając segment wojskowości (którego wyniki są zależne od harmonogramu kontraktów) przychody powiększyły się w 1H22 o 30% r/r, głównie za sprawą mocnej sprzedaży do przemysłu (+44% r/r), pomimo ograniczeń produkcji związanych z przebudową clean roomu oraz spowolnienia gospodarczego. Co więcej, niesprzyjające warunki makroekonomiczne mogą być czynnikiem zachęcającym firmy do inwestycji w inteligentne rozwiązania służące poprawie efektywności, także oparte na technologii VIGO. Uważamy także, że słabszy wynik w obszarze wojskowości jest raczej przejściowym skutkiem długiego procesu decyzyjnego, a bazowym scenariuszem pozostaje zwiększenie wydatków na inteligentne rozwiązania w przemyśle zbrojeniowym. Na koniec warto zaznaczyć, że VIGO pracuje obecnie nad trzema projektami o rocznym potencjale przychodowym na poziomie powyżej EUR 10m, które mogą wejść do produkcji w średnim terminie i znacząco poprawić wyniki spółki. Na naszych prognozach na lata 2022/23E VIGO jest wyceniane na P/E 20.4/12.4x, co uważamy za atrakcyjny poziom. Podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ, obniżając wartość godziwą do PLN 660/akcję, ze względu na m.in. wzrost stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko.

Perspektywy 2022-23E – następny kontrakt od Safran oraz nowe aplikacje

Spodziewamy się, że sektor przemysłowy pozostanie kluczowym czynnikiem wzrostu w 2022 roku, przy oczekiwanej sprzedaży PLN 42m, +36% r/r (brak negatywnych sygnałów spowolnienia). Słabszych wyników oczekujemy z segmentu technik wojskowych (PLN 12m przychodów, -48% r/r) oraz umiarkowanych w materiałach półprzewodnikowych (PLN 7.8m, vs. PLN 4.3m rok temu). W 2023E prognozujemy że spółka zrealizuje istotny wzrost sprzedaży w wojskowości (PLN 19m, +55% r/r), ze względu na nowy kontrakt od Safran, a także utrzyma dobre wyniki w przemyśle (PLN 52m, +24% r/r) i znacząco poprawi wyniki segmentu półprzewodników (PLN 13m). W 2023E VIGO przewiduje także wejście do produkcji kilku kluczowych aplikacji. Łącznie szacujemy 2022/23E przychody VIGO na PLN 77m/102m (-3%/-5% vs. poprzednie szacunki) oraz znorn. zysk netto na PLN 20.0m/32.8m, przy zn. marży netto 26%/32% (vs. 36% oczekiwane poprzednio). Istotny spadek marżowości w tym roku będzie w naszej opinii wynikać z ogólnego wpływu inflacji na koszty operacyjne, który to zostanie w przyszłym roku pokryty przez przeskalowanie produkcji i podwyżki cennika.

Perspektywa średnioterminowa – wielkoskalowe kontrakty i rynek masowy

VIGO pracuje nad co najmniej 3 kontraktami o potencjale powyżej EUR 10m rocznej sprzedaży. Wśród nich są detektory SWIR III-V w biomedycynie (faza demonstracyjna), matryce IR dla wojska i detektory MWIR III-V w motoryzacji (obydwa projekty w fazie koncepcyjnej). Zakończenie prac rozwojowych planowane jest na 2023-24 r. Konserwatywnie szacujemy 15%/33%/20% szans na wdrożenie poszczególnych projektów w latach 2024E/24E/25E.

Tabela 1. Podsumowanie prognoz finansowych (PLN m)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Przychody	53.5	71.5	77.0	101.6	135.1	173.9
EBITDA	26.5	31.5	31.5	46.2	62.2	80.6
Znorm. zysk netto	18.1	24.4	20.0	32.8	46.9	62.3
EV/EBITDA (x)	17.4	17.5	16.8	11.0	7.7	5.3
P/E (x)	22.8	20.0	20.4	12.4	8.9	6.7
DY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

TMT | Nowe technologie

VIGO PHOTONICS

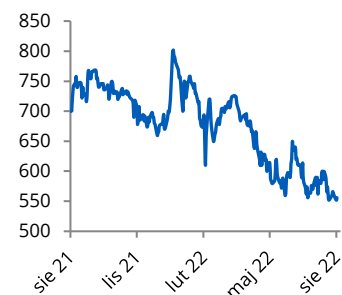
KUPUJ

FV PLN 660.0 z PLN 750.0

19% potencjału wzrostu

Cena z dnia 23 sierpnia 2022 PLN 556.0

Utrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	0.7
Kapitalizacja (EUR m)	85.0
12M średni dzienny wolumen (k)	0.5
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.1
12M max/min (PLN)	840.0/536.0
Udział w WIG (%)	0.1
Reuters	VGOP.WA
Bloomberg	VGOP.PW

Stopa zwrotu

1M	-4.0%
3M	-5.0%
12M	-21.0%

Akcjonariat

Warsaw Equity Management	14.3%
Józef Piotrowski	11.9%
TFI Investors SA	9.6%
Janusz Kubrak	6.6%
Mirosław Grudzień	5.1%
Others	52.5%

Analityk

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

SPIS TREŚCI

Wycena	4
Dzień inwestora oraz podsumowanie strategii.....	6
2Q22 Prognoza wyników	99
Załącznik 1 - Ryzyka inwestycyjne.....	11
Załącznik 2 - ESG	12

Wycena

Tabela 2. Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%) FV (PLN/akcje)	
DCF	100%	660.0
Porównawcza	0%	662.0
Wartość godziwa (FV)		660.0
Cena bieżąca		556.0
Potencjał wzrostu/spadku		19%

Wycena DCF

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
Przychody ze sprzedaży	77.0	101.6	135.1	173.9	214.4	258.0	258.0
- zmiana r/r	8%	32%	33%	29%	23%	20%	
EBITDA	31.5	46.2	62.2	80.6	96.4	112.4	96.4
- marża EBITDA	41.0%	45.5%	46.0%	46.3%	44.9%	43.6%	37.4%
- zmiana r/r	0%	47%	34%	30%	20%	17%	
EBIT znorm.*	16.4	26.5	38.2	50.3	60.6	72.4	72.4
Stopa podatkowa	0%	0%	0%	0%	0%	5%	9%
NOPAT	16.4	26.5	38.2	50.3	60.6	68.8	65.9
- zmiana r/r	-26%	61%	44%	32%	20%	14%	
Amortyzacja	10.0	12.6	14.7	17.8	20.6	22.5	22.5
Zmiana w kapitale obrotowym	-2.5	-4.9	-6.1	-6.5	-6.8	-6.7	-6.4
CAPEX	-41.0	-16.7	-18.0	-19.2	-20.5	-21.8	-22.5
FCF	-17.0	17.4	28.8	42.5	54.0	62.9	59.5
Stopa wolna od ryzyka	6.3%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
Beta	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Koszt kapitału własnego	15.0%	14.3%	13.9%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
Koszt długu po podatku	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
% Dług	23%	17%	12%	7%	6%	5%	5%
% Kapitał własny	77%	83%	88%	93%	94%	95%	95%
WACC	12.7%	12.8%	13.0%	13.1%	13.2%	13.2%	13.2%
Czynnik dyskontowy (%)	96%	85%	75%	67%	59%	52%	
wartość bieżąca FCF (PLN m)	-16.3	14.8	21.7	28.3	31.8	32.8	
wartość bieżąca FCF 2022-27E (PLN m)	113.0						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	5.0%						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLN m)	399.5						
EV (PLN m)	512.5						
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	6.8						
Pozostałe (PLN m)	4.2						
Dług netto (PLN m, 4Q21)	28.2						
Wartość kapitału własnego (PLN m)	495.3						
Liczba akcji (rozwodniona, m)	0.750						
Wartość godziwa FV (PLN)	660.0						
Cena bieżąca	556.0						
Potencjał wzrostu/spadku	19%						

Analiza wrażliwości DCF

Stopa wzrostu rezydualnego (%)	WACC (%)				
	12.2%	12.7%	13.2%	13.7%	14.2%
4.0%	655	624	597	572	550
4.5%	692	657	626	599	574
5.0%	734	695	660	629	601
5.5%	783	737	697	662	631
6.0%	840	786	740	700	665

Źródło: IPOPEMA Research *EBIT znormalizowany o niegotówkowe pozostałe przychody operacyjne – rozliczenie dotacji do prac rozwojowych.

Tabela 3. VIGO Photonics – wycena porównawcza

SPÓŁKA	Market Cap		P/E (x)			EV/EBITDA (x)			DY	CAGR	CAGR Zysk netto	ROE
	USD m	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	Przychodów 2021-24E	2021-24E	2022E	
HAMAMATSU	7,308	23.6	23.3	22.9	13.9	13.1	12.4	1.0%	9.1%	17.6%	15.2%	
TELEDYNE TECH	18,040	21.8	20.0	18.8	16.5	14.5	12.9	n.a.	9.1%	28.7%	10.6%	
NIPPON CERAMIC	506	13.5	18.2	16.8	n.a.	n.a.	n.a.	3.4%	6.5%	7.9%	6.2%	
II-VI INC	7,190	14.9	13.5	11.0	9.3	5.8	4.5	-0.1%	18.3%	39.3%	12.0%	
OPTEX GROUP	553	13.9	11.8	10.4	n.a.	n.a.	n.a.	1.8%	11.5%	21.8%	13.3%	
VISUAL PHOTONICS	440	17.5	14.5	11.9	10.7	8.6	7.0	5.1%	8.2%	9.4%	22.7%	
IPG PHOTONICS	4,820	20.2	17.7	15.4	7.9	6.7	n.a.	0.0%	5.3%	4.1%	8.9%	
MEDIANA		17.5	17.7	15.4	10.7	8.6	9.7	1.4%	9.1%	17.6%	12.0%	
VIGO Photonics	85	20.4	12.4	8.9	16.8	11.0	7.7	0.0%	23.6%	24.3%	13.1%	
premia/dyskonto (do mediany)		17%	-30%	-42%	58%	27%	-21%					
Waga		17%	17%	17%	17%	17%	17%					

Wycena na akcję (PLN)

662.0

Źródło: IPOPEMA Research, Bloomberg dane z dnia 23.08.2022

Tabela 4. VIGO Photonics - zmiana prognoz 2022-24E

	2022E		Zmiana (%)	2023E		Zmiana (%)	2024E		Zmiana (%)
	Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie	
Przychody	77.0	79.4	-3%	101.6	107.0	-5%	135.1	138.0	-2%
EBITDA	31.5	37.3	-15%	46.2	53.9	-14%	62.2	66.3	-6%
EBIT	21.5	28.9	-26%	33.7	38.4	-12%	47.5	49.4	-4%
Znorm. zysk netto	20.0	28.6	-30%	32.8	38.0	-14%	46.9	49.1	-5%

Źródło: IPOPEMA Research

Dzień inwestora oraz podsumowanie strategii

Poniżej prezentujemy nasze kluczowe wnioski z wirtualnego dnia inwestora VIGO Photonics, który odbył się 1 czerwca 2022, na którym to zarząd zaprezentował rozszerzone podsumowanie perspektyw dla spółki wraz z omówieniem kluczowych inicjatyw strategicznych:

Perspektywy na 2022 rok. Po relatywnie słabszych wynikach w 1Q22 (wpływ przebudowy clean roomu) zarząd podkreślił przyspieszenie sprzedaży w Q2. CFO potwierdził, iż spółka wciąż widzi wysoki popyt na swoje produkty w sektorze przemysłowym (oczekiwany wzrost 20-30% rocznie w średnim terminie), co więcej, zarząd oczekuje, że wraz ze spowolnieniem gospodarczym inwestycje w optymalizację produkcji mogą nawet wzrosnąć, co byłoby pozytywne dla VIGO. W sektorze wojskowym zarząd wciąż nie otrzymał istotnych nowych zamówień, co może być związane z dłuższym procesem decyzyjnym.

Ogólne przewagi konkurencyjne. Blisko 90% produktów spółki jest dostosowana do potrzeb klienta, co zarząd uważa za kluczową przewagę VIGO. Spółka przeprowadza także cały proces produkcji wewnątrz, co umożliwia szybsze reagowanie na potrzeby klientów. Zarząd podkreśla także, iż produkty spółki reprezentują najwyższą jakość, co pozwala na kooperacje z takimi instytucjami jak NASA.

Rynek USA. VIGO działa bezpośrednio na rynku amerykańskim od początku 2022 r., niemniej zarząd już teraz pozytywnie ocenia wyniki ekspansji. VIGO jest m.in. w procesie zastąpienia lokalnego dostawcy własną technologią w kontraktach dla dużego klienta (realizacja możliwa w 2023). Według CFO koncentracja na IT w USA pozostawia przestrzeń dla rozwoju sprzedaży produktów VIGO na tym rynku. Według CEO z kolei rynek detektorów podczerwieni w stanach jest niedoinwestowany, w przeciwieństwie do np. rozwijających się inwestycji w Japonii.

Poniżej prezentujemy aktualności odnośnie kluczowych inicjatyw technologicznych spółki:

Detektory MWIR MCT. Rynek detektorów średniej podczerwieni MCT jest szacowany według danych spółki na USD 40m (CAGR 9%). Obecnie średnia cena dla detektorów MCT wynosi EUR 500-1000/moduł. Spółka uważa, że jest w stanie osiągnąć szczyt produkcji na poziomie 20 tys. sztuk (obecnie detektory te stanowią większość sprzedaży VIGO). Perspektywy dla rynku uległy poprawie ze względu na oczekiwane zmiany w dyrektywie RoHS (prawdopodobne przedłużenie okresu użytkowania detektorów do lipca 2028). Obecnie, jednym z kluczowych celów dla segmentu jest ekspansja geograficzna (USA, Azja; według zarządu zainteresowanie tą technologią pozostaje wysokie na wszystkich rynkach geograficznych) oraz dalsza optymalizacja procesu produkcji. Pośród zaprezentowanych potencjalnych aplikacji zwracamy uwagę na projekt dla kolei o potencjalnej wartości EUR 2m rocznej sprzedaży, który obecnie przeszedł walidację i może trafić do produkcji w przyszłym roku (wdrożenie może blisko podwoić przychody z segmentu transportu, w naszych prognozach zakładamy 33% szans, iż projekt ten trafi do realizacji).

Detektory MWIR III-V. Detektory średniej podczerwieni oparte na materiałach III-V InASb reprezentują obecnie najbardziej perspektywiczny rynek dla spółki, który ma potencjał stać się rynkiem masowym w przyszłości. Obecnie wartość rynku szacowana jest na USD 30m, z oczekiwanym średniorocznym tempem wzrostu na poziomie 20%. Rynek jest zdominowany przez Hamamatsu Photonics (blisko 50% udział w rynku) oraz Teledyne (ok. 30%), podczas gdy pozostała konkurencja pozostaje raczej rozdrobniona i posiada ograniczoną ofertę (np. Asahi Kasei posiada jeden produkt). Według zarządu, ze względu na lepsze parametry produktu oraz przewagę technologiczną i atrakcyjną cenę (EUR 100-500/moduł), detektory MWIR III-V prawdopodobnie zwiększą swój udział rynkowy, zastępując inne linie detektorów MCT, PbS czy PbSe (reprezentujące łącznie rynek o wartości EUR 70m). Detektory MWIR III-V mogą także być konkurencyjne wobec detektorów termicznych (rynek o wartości ponad EUR 100m), gdy tylko ich ceny obniżą się do porównywalnych poziomów. VIGO szacuje swój potencjał produkcyjny w tym segmencie na ok 100 tys. detektorów oraz 1m chipów. Spółka dąży do osiągnięcia pozycji lidera rynku, do czego przyczynić się ma unikalna technologia supersieci (pozwala ona uzyskiwać detektorom III-V parametry nawet przewyższające technologię MCT oraz technologie konkurencji VIGO), a także niska cena i miniaturyzacja urządzeń. VIGO planuje także przenieść swoich obecnych nabywców technologii MCT na detektory III-V. W tym

roku spółka otrzymała pierwsze zamówienie na 500 sztuk tanich detektorów dla chińskiego klienta i zarząd oczekuje kolejnych zamówień w najbliższej przyszłości. Na rok 2022 CFO spodziewać się kilkaset tysięcy EUR przychodów ze sprzedaży tej linii produktowej, przy znacznie większej sprzedaży prawdopodobnej w przyszłym roku. Spółka oczekuje, że wybrane kluczowe aplikacje technologii III-V prawdopodobnie trafią do produkcji w latach 2023-25 (obecnie są na etapach prototypów lub demonstratorów). Pośród istotnych aplikacji zwracamy uwagę na projekt zastosowania w detekcji gazu (potencjalna roczna sprzedaż EUR 2m), który ma szansę stać się pierwszym wielkoskalowym zamówieniem na tanie detektory od VIGO (oczekujemy wolumenów powyżej 10 tys. rocznie w przypadku wdrożenia). Inna aplikacja jest związana z obszarem przemysłu motoryzacyjnego, przy potencjale ponad EUR 10m rocznych przychodów dla spółki, z planowaną implementacją do produkcji w 2023 r. W naszych prognozach konserwatywnie zakładamy 20% szansę na sukces przy wdrażaniu tej technologii i rozpoczęcie produkcji w 2025E (biorąc pod uwagę obecny etap prac koncepcyjnych).

W naszej opinii ekspansja VIGO w obszarze detektorów III-V średniej podczerwieni może być obiecująca dla spółki ze względu na wciąż niską konkurencję na tym etapie rozwoju rynku. Niemniej, zwracamy uwagę, iż planowane wyprzedzenie obecnego lidera rynku firmy Hamamatsu (50% udział w rynku) może być wyzwaniem, biorąc pod uwagę, iż większość produktów VIGO w tym obszarze cały czas jest na etapie prototypów.

Detektory SWIR III-V. Detektory krótkiej podczerwieni oparte na materiałach III-V InGaAs reprezentują market o szacowanej wartości USD 150m (2021-25 CAGR powyżej 10%), którego liderami są firmy Hamamatsu oraz Teledyne Judson. Detektory krótkiej podczerwieni III-V są najtańszą linią produktową w ofercie VIGO, z ceną na poziomie EUR 30-50/chip. VIGO szacuje swój potencjał produkcyjny w tym obszarze na 1m chipów. Spółka planuje wejść na rynek krótkiej podczerwieni III-V i osiągnąć minimum 20% udział w rynku (szacowanym na USD 30m). Zarząd szacuje, iż wybrane kluczowe aplikacje wejdą do produkcji w 2023 r. (obecnie są na etapie prototypów/demonstratorów). Zwracamy szczególną uwagę na aplikację biomedyczny sensor w elektronice konsumenckiej, który uważamy za jeden z kluczowych projektów dla VIGO jak i całej branży detektorów IR, z planowanym startem produkcji w 2023 r., oraz potencjalną sprzedażą EUR 10m/rocznie. W naszych prognozach zakładamy jedynie 15% prawdopodobieństwo wdrożenia tego projektu (ze względu na wysoką konkurencję oraz przełomową technologię), zakładając że może ono nastąpić w 2024E.

Epitaksja materiałów III-V. VIGO szacuje rynek epitaksji III-V na USD 2.6mld (2020-27E CAGR 13%). Spółka obecnie planuje podwojenie swojego potencjału produkcji (instalacja 2 reaktora planowana na sierpień), co powinno pozwolić na osiągnięcie potencjału produkcji 18 tys. płytek epitaksjalnych (cena EUR 800-4,500/sztuka). Celem segmentu jest osiągnięcie znaczącej pozycji na rynku epitaksji oraz orientacja na niszowe aplikacje (jak lasery LCSEL, itp.). Obecnie technologia jest w fazie prototypu w 3 kluczowych aplikacjach, przy oczekiwanym osiągnięciu etapu produkcji w latach 2023/24 (niemniej etap produkcji może zostać osiągnięty szybciej w innych, mniejszych projektach).

Źródła podczerwieni. VIGO szacuje rynek źródeł średniej podczerwieni na USD 61m, przy średniorocznym tempie wzrostu na poziomie 10% (2020-26E). Celem spółki jest obecnie rozszerzenie działalności VIGO na ten rynek. Obecnie spółka pracuje nad opracowaniem odpowiednich technologii do produkcji źródeł podczerwieni, przy czym pierwsze struktury opracowane przez VIGO uzyskują dobre parametry. Spółka współpracuje także z zewnętrznymi partnerami, nie wykluczając potencjalnych transakcji M&A w tym obszarze. Ze względu na wstępny etap rozwoju tej inicjatywy, konserwatywnie nie zakładamy żadnych przychodów z tego źródła w naszych szczegółowych prognozach dla spółki.

Systemy PIC. Systemy PIC (Photonic Integrated Circuit) są to kompleksowe rozwiązania integrujące liczne optyczne i elektroniczne komponenty (w tym detektory i źródła IR produkowane w różnych technologiach). Potencjalna wartość rynku może osiągnąć USD 1.5mld, CAGR 12%. Celem VIGO jest opracowanie pierwszego w swojej klasie systemu opartego o średnią podczerwień (przy czym spółka chce także pracować nad rozwiązaniami dla krótkiej podczerwieni). W 2022 r. spółka planuje ukończyć produkcję pierwszych prototypów oraz pozyskać partnerów do dalszych prac badawczych. Obecnie szacowany budżet projektu wynosi PLN 29.3m (istotna skala jak dla Polskiego przemysłu nowych

technologii), przy czym większość nakładów jest pokryta przez przyznaną dotację w wysokości PLN 26.6m. Podobnie jak w przypadku inicjatywy źródeł podczerwieni, ze względu na wczesny etap rozwoju technologii nie uwzględniamy związanych z nią potencjalnych przychodów w naszych szczegółowych prognozach dla spółki.

Matryce podczerwieni. Matryce podczerwieni na wielu rynkach krajowych są produkowane przez lokalnych dostawców na cele aplikacji wojskowych. Projekt planowany przez VIGO jest dedykowany dla polskiego przemysłu zbrojeniowego (Polska kupuje 300 matryc rocznie), którego wartość można szacować na EUR 15m według spółki. VIGO szacuje, że mogłoby produkować 500-1,000 matryc przy cenie na poziomie EUR 30 tys./sztuka (potencjalny roczny przychód na poziomie ponad EUR 10m). Celem spółki jest uzyskanie pozycji kluczowego dostawcy technologii dla Polskiej Armii, jak również potencjalnie uczestniczyć w eksporcie technologii zagranicę (np. jako część eksportu polskiego sprzętu wojskowego). Obecnie spółka jest na etapie prototypu w aplikacjach w technikach wojskowych i kosmicznych (prawdopodobnie prototyp zostanie zaprezentowany partnerom pod koniec tego roku), przy oczekiwanym starcie produkcji w 2023/24 r. W naszych prognozach zakładamy 33% prawdopodobieństwo sukcesu projektu oraz rozpoczęcie produkcji w 2024E, oraz osiągnięcie EUR 10m rocznej sprzedaży od kolejnego roku.

Tabela 5. Wybrane aplikacje produktów VIGO *

Produkt	Aplikacja	Obecny etap rozwoju	Oczekiwany start produkcji**	Potencjalna roczna sprzedaż**
detektory MWIR MCT	Transport kolejowy	Walidacja u klienta	2022/23	EUR >2m
detektory MWIR MCT	Przemysł półprzewodnikowy	Demonstrator	2023	EUR ~1m
detektory MWIR MCT	Detekcja gazów	Walidacja u klienta	2023	EUR ~1m
Detektory MWIR III-V	Detekcja gazów	Prototyp	2022/23	EUR >2m
Detektory MWIR III-V	Motoryzacja	Koncepcja produktu	2023	EUR ~10m
Detektory MWIR III-V	Monitoring emisji	Demonstrator	2025	EUR ~1m
Detektory SWIR III-V	Wojsko	Prototyp	2023	EUR >1m
Detektory SWIR III-V	Czujnik biomedyczny w elektronice konsumenckiej	Demonstrator	2023	EUR ~10m
Detektory SWIR III-V	Detekcja gazów	Demonstrator	2023	EUR ~1m
Epitaksja III-V	Telekomunikacja optyczna – pod produkcję VCSEL	Prototyp	2023/24	EUR >3m
Epitaksja III-V	Telekomunikacja optyczna – pod produkcję detektora	Prototyp	2023/24	EUR ~2m
Epitaksja III-V	Wysokowydajne ogniwa fotowoltaiczne	Prototyp	2023	EUR ~1m
Matryce podczerwieni	Wojsko	Koncepcja produktu	2023/24	EUR >10m
Matryce podczerwieni	Lotnictwo, kosmos	Prototyp	2023/24	EUR ~1m

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research *Zwracamy uwagę, iż tabela prezentuje tylko wybrane projekty spółki, które zostały uznane przez zarząd jako kluczowe ze względu na skalę oraz etap rozwoju. **oczekiwania spółki

Aplikacje masowe na rynku konsumenckim. Długoterminowym celem dla VIGO jest wejście na masowy rynek konsumencki poprzez produkty typu “wearable lab-on-chip”. Pierwsza aplikacja chipów IR (bazująca na krótkiej podczerwieni) jest oczekiwana w przeciągu 2-3 lat. Zarząd spółki uważa, że opracowanie systemów PIC opartych na średniej podczerwieni znacząco rozszerzy możliwości aplikacji tego typu produktów w urządzeniach konsumenckich (jak na przykład inteligentne zegarki). Technologia VIGO osiągnęła już etap proof-of-concept w warunkach laboratoryjnych, obecnie spółka skupia się na miniaturyzacji oraz integracji systemu.

Podczerwień w motoryzacji. Obecnie detektory krótkiej podczerwieni są stosowane przy produkcji większości LIDAR’ów dla samochodów. Niemniej jednak, krótka podczerwień ma istotne ograniczenia (słabe wyniki podczas mgły czy ciężkich warunków atmosferycznych itd.), które mogą zostać przezwyciężone poprzez oparcie produktów o średnią podczerwień. Według CEO liczne firmy motoryzacyjne już obecnie testują rozwiązania oparte o implementację średniej podczerwieni.

VIGO Ventures. Dotychczas VIGO zainwestowało ok. PLN 15m w inkubator VIGO Ventures (pojedyncze inwestycje poniżej EUR 1m), niemniej obecna wycena portfolio inwestycyjnego przekracza już znacząco poniesione nakłady, nawet uwzględniając wczesne etapy projektów. W kolejnych latach VIGO planuje inwestować średnio PLN 5m rocznie w wehikuł. W większości przypadków spółka inwestuje w technologie z potencjalnymi synergiami dla podstawowej działalności VIGO.

Polityka dywidendowa. Zarząd nie oczekuje powrotu do wypłat dywidendy w najbliższej przyszłości, jako że obecnie spółka skupia się na finansowaniu licznych inicjatyw badawczych.

Dotacje. Spółka pozostaje wysoko efektywna w pozyskiwaniu finansowania w postaci grantów na prace badawcze. Zarząd oczekuje że w przyszłości VIGO powinno utrzymać poziom 80% pokrycia kosztów B&R w finansowaniu z dotacji publicznych, szczególnie uwzględniając obecne cele gospodarcze UE, zgodnie z którymi inwestycje w obszarze fotoniki powinny być rozszerzane.

Zatrudnienie. Obecnie VIGO zatrudnia 220 pracowników.

2Q22E Prognoza wyników

VIGO Photonics opublikuje wyniki za 2Q22 19 września 2022.

***Opinia. Neutralnie.** Spółka prawdopodobnie zaprezentuje wyraźną poprawę wyników po słabym 1Q22, w którym to wyniki były obciążone procesem przebudowy clean roomu. Zwracamy również uwagę na stabilny poziom kosztów operacyjnych, co w obecnym otoczeniu postrzegamy pozytywnie. Niemniej jednak, uważamy cel przychodowy na poziomie PLN 80m na te rok za ambitny, biorąc pod uwagę iż w 1H22 spółka zrealizowała jedynie 40% tego poziomu, a w 2H22 sytuacja makroekonomiczna wydaje się dość niepewna.*

Prognozujemy 2Q22 przychody na poziomie PLN 20.3m (wzrost o 13% r/r, zgodnie z danymi wstępnymi), EBITDA na PLN 8.9m (wzrost o 7% r/r) oraz znorm. zysk netto na PLN 6.5m (spadek o 7% r/r):

Przychody. VIGO zaraportowało wstępne przychody na poziomie PLN 20.3m (wzrost o 13% r/r, wzrost o 73% k/k), w tym PLN 10m przychodów z sektora przemysłowego (wzrost o 38% r/r, wzrost o 20% k/k), PLN 4.7m z technik wojskowych (spadek o 30% r/r, vs. PLN 0.3m w 1Q22) oraz PLN 3.0m z transportu (wzrost o 57% k/k i 100% r/r). Materiały dla fotoniki wygenerowały PLN 1.3m przychodów w 2 kwartale, wzrost o 21% r/r, wobec PLN 0.5m in 1Q22.

Marża brutto na sprzedaży. Spodziewamy się marży brutto na sprzedaży na poziomie 65% w 2 kwartale, w pobliżu średnioterminowej średniej dla spółki.

Koszty sprzedaży i zarządu. Prognozujemy koszty sprzedaży i zarządu na poziomie PLN 7.8m, płasko k/k.

EBITDA. Szacujemy EBITDA na PLN 8.9m (wzrost o 7% r/r) oraz EBIT na PLN 6.9m (wzrost o 5% r/r).

Zysk netto. Prognozujemy PLN 6.5m znorm. Zysku netto (spadek o 7% r/r). Spadek zysku r/r wynika z oczekiwanego przez nas negatywnego wyniku na działalności finansowej (niegotówkowy negatywny wpływ różnic kursowych). Spodziewamy się też nieistotnego poziomu podatku gotówkowego w kwartale.

CAPEX. Szacujemy CAPEX brutto za 2Q22E na poziomie PLN 9m, w tym PLN 5m na B&R. Podkreślamy, iż większość nakładów na clean room została zrealizowana z końcem 1Q22, a kolejna płatność za nową maszynę do epitaksji powinna nastąpić w 2H22. Spodziewamy się także, iż VIGO otrzyma dotacje w wysokości PLN 3.5m w ciągu kwartału.

Dług netto. Szacujemy dług netto VIGO na PLN 33.2m na koniec kwartału, spadek o 11% vs. 1Q22.

Tabela 6. VIGO Photonics 2Q22E prognoza wyników

P&L (PLN m)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	r/r	k/k
Przychody ze sprzedaży	12.4	13.9	12.9	14.3	14.6	18.0	16.7	22.3	11.7	20.3	13%	73%
Przemysł	5.3	7.5	5.4	5.4	5.4	7.3	7.5	10.8	8.3	10.0	38%	20%
Wojsko	0.9	3.0	4.7	4.8	5.0	6.8	5.9	5.5	0.3	4.7	-30%	1669%
Transport	2.3	1.9	1.1	0.8	2.4	1.9	1.5	2.9	1.5	3.0	57%	100%
Medycyna i nauka	3.5	1.0	0.9	2.5	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1	1.2	36%	11%
Pozostałe	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-32%	325%
Materiały dla fotoniki	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	1.1	0.6	2.0	0.5	1.3	21%	146%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-4.8	-4.5	-5.1	-3.4	-5.2	-6.5	-5.1	-9.6	-3.1	-7.1	9%	129%
Zysk/(strata) brutto na sprzedaży	7.6	9.4	7.8	10.8	9.4	11.5	11.6	12.7	8.6	13.2	15%	53%
Pozostałe przychody operacyjne	1.2	1.0	0.8	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8	1.8	26%	0%
Koszty sprzedaży	-0.6	-0.8	-0.8	-1.2	-0.7	-0.9	-0.9	-1.8	-1.9	-2.0	123%	2%
Koszty ogólnego zarządu	-4.2	-4.1	-3.3	-4.2	-4.4	-5.2	-4.9	-5.5	-5.7	-5.8	11%	1%
Pozostałe koszty operacyjne	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.2	-0.1	-1.1	-1.2	-0.3	26%	-74%
EBITDA	5.5	7.0	5.8	8.2	6.8	8.3	8.9	7.5	3.3	8.9	7%	166%
EBIT	4.0	5.4	4.3	6.5	5.2	6.6	7.2	5.8	1.6	6.9	5%	343%
Przychody finansowe netto	-1.3	0.2	-0.5	-0.5	-0.3	0.4	-0.4	0.0	-0.5	-0.4	na	-26%
Zysk brutto	2.6	5.6	3.8	6.1	4.9	7.0	6.8	5.7	1.0	6.5	-7%	539%
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	14.5	0.5	0.0	1.8	5.6	2.6	0.0	-100%	-100%
Zysk netto	2.6	5.6	3.8	20.5	5.4	7.0	8.6	11.3	3.6	6.5	-8%	80%
Znorm. zysk netto	2.6	5.6	3.8	6.1	4.9	7.0	6.8	5.7	1.0	6.5	-7%	539%
Marże	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	r/r	k/k
Marża brutto na sprzedaży	61.4%	67.4%	60.4%	76.0%	64.2%	63.8%	69.6%	56.9%	73.6%	65.0%	1.2 pp	-8.6 pp
Marża EBITDA	44.2%	50.1%	45.4%	57.3%	46.9%	45.8%	53.5%	33.6%	28.4%	43.6%	-2.2 pp	15.2 pp
Marża EBIT	32.1%	38.9%	33.3%	45.9%	35.7%	36.4%	43.3%	25.9%	13.3%	33.9%	-2.5 pp	20.6 pp
Marża netto	21.2%	40.2%	29.7%	42.4%	33.6%	38.8%	40.7%	25.8%	8.7%	31.9%	-6.9 pp	23.3 pp
Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	r/r	k/k
dotacje	0.4	4.1	1.0	4.6	3.0	4.3	6.8	1.0	7.0	3.5	-19%	-50%
wydatki inwestycyjne	-5.1	-5.4	-3.3	-9.3	-8.7	-6.3	-12.5	-23.7	-13.5	-9.0	43%	-33%
Dług netto/(gotówka netto)	19.6	17.0	17.0	17.3	21.7	21.0	16.4	28.2	37.1	33.2	58%	-11%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Załącznik 1 - Ryzyka inwestycyjne

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

Ryzyko spadku popytu na produkty spółki. Rynek średniej podczerwieni, na którym działa VIGO Photonics jest dynamicznie rozwijającym się obszarem fotoniki. Istnieje jednak ryzyko, iż na skutek różnych czynników, w tym makroekonomicznych, politycznych czy technologicznych popyt na detektory istotnie osłabnie i rynek nie będzie rozwijał się z dotychczasową, ponadprzeciętną dynamiką.

Ryzyko utraty kluczowych klientów. W 2020 r. aż 48% przychodów ze sprzedaży spółki wygenerowały kontrakty z 4 klientami. Zakończenie współpracy z któryms z klientów, bądź ograniczenie zapotrzebowania przez klienta wiążące się z ograniczeniem/brakiem zamówień może istotnie negatywnie wpłynąć na dynamikę wyników spółki. Zwracamy jednak uwagę na ograniczoną konkurencję (tylko kilka podmiotów na rynku średniej podczerwieni) oraz wysokie koszty przejścia z jednej technologii na inną (co jest jednak także barierą dla pozyskiwania przez VIGO nowych partnerów).

Ryzyko konkurencji. Ze względu na wysoką koncentrację rynku (tylko kilku producentów) oraz wysokie bariery wejścia ryzyko konkurencji można uważać za stosunkowo niskie. Niemniej jednak wraz z dalszym dynamicznym rozwojem rynku średniej podczerwieni oraz upowszechnianiem się rozwiązań opartych o detektory mid IR istnieje prawdopodobieństwo, iż wiodące firmy technologiczne podejmą decyzję o wejściu na rynek. Jednocześnie ze względu na szybki rozwój technologii i starzenie się produktu istnieje ryzyko uzyskania przewagi technologicznej przez któregoś z konkurentów.

Ryzyko utraty kluczowych pracowników. Działalność VIGO wymaga wysoce wyspecjalizowanych pracowników, których podaż na rynku jest bardzo ograniczona. Jednocześnie wysokie kwalifikacje kadry są uważane przez zarząd za jedną z kluczowych przewag VIGO na rynku.

Ryzyko alternatywnych technologii. Istnieje ryzyko pojawienia się alternatywnych technologii, które mogłyby zastąpić rozwiązania VIGO uzyskując lepsze parametry działania i/lub niższą cenę.

Ryzyko awarii sprzętu. Aparatura wykorzystywana przez VIGO jest wysoko zaawansowana technologicznie i nie jest powszechnie dostępna na rynku, przez co ewentualne awarie mogłyby skutkować zarówno sporymi nakładami na sprzęt, jak i przestojem w produkcji.

Ryzyko utraty dofinansowania. Aby utrzymać wysoki poziom dofinansowania do badań i rozwoju spółka musi spełniać szereg kryteriów. Utrata dofinansowania, lub jego mniejsza dostępność w przyszłości wiązałaby się z koniecznością zaangażowania większych środków własnych lub podwyższeniem kredytów.

Ryzyko walutowe. Większość przychodów spółki jest generowana w EUR, natomiast koszty oparte głównie na kosztach wynagrodzeń i świadczeń pracowniczych są głównie ponoszone w PLN co wiąże się z występowaniem ryzyka walutowego w działalności spółki. VIGO nie stosuje instrumentów zabezpieczających od zmiany kursu.

Załącznik 2 - ESG

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

Environmental. Detektory produkcji spółki mogą skutecznie pozwalać na wykrywanie emisji szkodliwych gazów, przez co są wykorzystywane przez sektor branży ochrony środowiska jak i sektor przemysłowy, gdzie istotnie przyczyniają się do polityki obniżania emisji szkodliwych gazów. Badania prowadzone przez konsorcja z udziałem VIGO w ramach europejskiego programu Horyzont 2020 mają na celu opracowanie nowoczesnych technologii i urządzeń do analizy jakości wody w tym: opracowanie przenośnego urządzenia do monitoringu jakości wody pod względem zanieczyszczeń bakteryjnych w ważnych punktach sieci dystrybucji wody (Waterspy, 731778) oraz opracowanie demonstratora urządzenia spektrometrycznego do monitoringu zanieczyszczeń olejowych w sieciach przesyłowych wody pitnej i przemysłowej, szczególnie w przemyśle petrochemicznym (projekt AQUARIUS, 731465). Obydwa projekty mają w naszej opinii istotne znaczenie zarówno z perspektywy ochrony środowiska, jak i ograniczenia rozprzestrzeniania się niebezpiecznych chorób.

Spółka inwestuje w rozwój technologii produkcji detektorów (w tym nowoczesny zakład i clean room), co pozwala na optymalizację procesu produkcji wiążącą się ze zmniejszeniem zużycia materiałów i energii (tani detektor) oraz poprawę uzysku (m.in. dzięki planowanemu nowemu clean room'owi). VIGO pracuje obecnie nad rozwojem detektorów z materiałów grupy A(III)B(V) w celu zastąpienia produktów opartych o związki HgCdTe, zawierające rtęć (która zgodnie z dyrektywą RoHS ma zostać wycofana z użytku w zastosowaniach komercyjnych do lipca 2024 r.). Ostateczny termin wycofania detektorów HgCdTe z oferty VIGO nie został jeszcze wyznaczony.

Social responsibility. Detektory VIGO są także stosowane w przemyśle zbrojeniowym, szczególnie w zastosowaniach artyleryjskich gdzie służą do precyzyjnego namierzania celów (redukcja liczby przypadkowych ofiar), a także do systemów wczesnego ostrzegania przed namierzaniem. Obecnie prowadzone są badania nad zastosowaniem detektorów do wykrywania narkotyków lub środków wybuchowych.

Governance. Od dnia 21 listopada 2014 roku, gdy akcje VIGO Photonics zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, spółka przyjęła i na bieżąco stosuje zasady ładu korporacyjnego określone przez GPW. Pozytywnie oceniamy fakt prowadzenia przejrzystej polityki korporacyjnej przejawiającej się m.in.: 1) brakiem transakcji z podmiotami powiązanymi, 2) rynkowym wynagrodzeniem zarządu, 3) transparentną polityką dywidendową, 4) stałymi i jasnymi zasadami polityki rachunkowości oraz wysoką jakością prezentowanych danych finansowych, 5) Raportowaniem sprzedaży spółki na koniec każdego kwartału kalendarzowego oraz przestrzeganiem terminów raportowania okresowego. Dobrą praktyką spółki jest także prezentacja strategii wraz z średniookresowymi celami finansowymi, których realizacja była jednak kilkakrotnie opóźniana w ostatnim okresie. Pozytywnie oceniamy długoterminowe zaangażowanie zarządu spółki oraz jego profesjonalizm. VIGO organizuje także regularne spotkania z inwestorami po publikacji wyników kwartalnych, na których zarząd pozostaje do dyspozycji 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 należyty 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 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 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 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 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/gpwa>.

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 zdyskontowania 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 księgowo, 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.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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 kwietnia 2022 – 30 czerwca 2022)

	Liczba	%
Kup	17	71%
Trzymaj	5	21%
Sprzedaj	2	8%
Suma	24	100%

Historia ratingu – VIGO Photonics

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
02.08.2019	KUPUJ	380.0	330.0	Michał Wojciechowski
16.04.2020	KUPUJ	480.0	384.0	Michał Wojciechowski
29.07.2020	KUPUJ	650.0	550.0	Michał Wojciechowski
08.12.2020	KUPUJ	660.0	550.0	Michał Wojciechowski
19.05.2021	KUPUJ	850.0	760.0	Michał Wojciechowski
13.12.2021	KUPUJ	750.0	682.0	Michał Wojciechowski
24.08.2022	KUPUJ	660.0	556.0	Michał Wojciechowski