

# VIGO Photonics

## Tanie detektory w drodze do klienta

Po rozczarowujących wynikach VIGO w 2024 roku, spodziewamy się, że 2025 rok przyniesie dla odbicie, napędzane nowymi produktami, ekspansją w USA i silnym popytem ze strony polskiego sektora zbrojeniowego. W 2025 roku spółka realizuje pierwszą na dużą skalę dostawę tanich detektorów w ilości ponad 10 tys. dla jednego klienta. Według zarządu, przyszłe zapotrzebowanie odbiorcy może się zwielokrotnić, a firma planuje rozszerzyć dostawy do innych podmiotów z branży. Zwracamy również uwagę na ciągle silny popyt z USA i rosnące inwestycje w polskim segmencie wojskowym. W nadchodzących miesiącach spodziewamy się także podpisania umowy z PCO na dostawy matryc IR, co może okazać się przełomem dla VIGO (szacujemy związane z tym przychody na poziomie PLN 7.0m i PLN 22.4m w latach 2026E/27E). W sumie w 2025E/26E prognozujemy przychody na poziomie PLN 95.2m/120.4m (wzrost o 21%/27% r/r) i znorm. zysk netto na poziomie PLN 1.0m/15.0m (w porównaniu do straty PLN 5.2m w 2024E). W nadchodzących latach spodziewamy się, że firma będzie stopniowo poprawiać swoją rentowność dzięki zmniejszającej się presji inflacyjnej i stabilizacji dostępności komponentów. Na naszych prognozach, VIGO notowane jest na EV/EBITDA 2024E/25E na poziomie 23.8x/12.4x, co oznacza odpowiednio 87%/19% premii w stosunku do fotonicznych korporacji. Utrzymujemy rekomendację KUPUJ i obniżając Wartość Godziwą do PLN 500.0, ze względu na znacznie gorsze wyniki w 2024E w porównaniu z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami.

**Nowe produkty, ekspansja w USA i silny popyt zbrojeniówki napędzą wzrost w 2025E.** Szacujemy przychody spółki w 2025E w wysokości PLN 95m (+21% r/r), głównie dzięki segmentom przemysłowemu i wojskowemu. Segment przemysłowy po latach solidnych wyników (CAGR 2017-23 wynoszący 19%) odnotował 24% spadek sprzedaży w 2024 roku do PLN 34m, ze względu na słabość rynku półprzewodników wpływającą na kluczowych klientów spółki. W 2025E prognozujemy znaczące odbicie sprzedaży do PLN 43m, (+27% r/r), głównie dzięki kontraktom na sprzedaż nowych produktów (ok. PLN 6m w tym tanie detektory, detektory chłodzone ciekłym azotem) oraz dalszej ekspansji w USA. Prognozujemy także dalsze wzrosty w segmencie wojskowym do PLN 28m (+20% r/r), głównie dzięki inwestycjom w Polsce (wzrost o 35% r/r w porównaniu do ok 67% r/r w 2024E). Pomimo naszych oczekiwań znaczącej poprawy sprzedaży, prognozujemy tylko nieznacznie pozytywny znorm. wynik netto w 2025E (PLN 1m), ze względu na częściowe obciążenie kosztami rozwoju projektów Matryc IR i HyperPIC.

**Kontrakt na matryce IR napędzi ekspansję sprzedaży w latach 2026-28E.** Uważamy, że podpisanie umowy produkcyjnej na Matryce IR z PCO może nastąpić w ciągu najbliższych miesięcy. Zwracamy uwagę, że list intencyjny w tej sprawie został podpisany już w 3Q23; jednak zarząd PCO został zmieniony w sierpniu 2024, co spowolniło proces negocjacji. Obecnie spodziewamy się ukończenia linii produkcyjnej w połowie 2026E z początkową sprzedażą ponad 50 matryc w tym roku (PLN 7m przychodów). Następnie w latach 2027E/28E spodziewamy się zwiększenia produkcji do 174 i 263 sztuk (już jako główny dostawca) co przekłada się odpowiednio na PLN 22.4/34.0m w przychodach dla firmy.

Tabela 1. Podsumowanie prognoz finansowych (PLN m)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody	67.9	75.4	78.3	95.2	120.4	155.6
Znorm. EBITDA	15.0	20.0	12.0	16.2	31.4	49.2
Znorm. zysk netto	7.7	11.3	-5.2	1.0	15.0	30.7
EV/EBITDA (x)	24.6	19.7	33.8	23.8	12.4	7.6
P/E (x)	42.9	31.6	na	362.1	25.0	12.2

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

TMT | Nowe technologie

## VIGO PHOTONICS

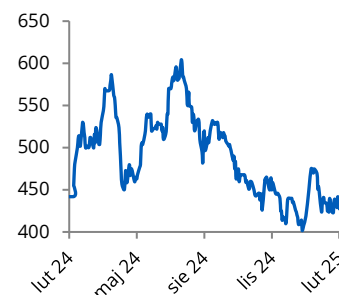
### KUPUJ

### FV PLN 500.0

17% potencjału wzrostu

Cena z dnia 11 lutego 2025 PLN 428.0

Rekomendacja utrzymana



#### Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	0.875
Kapitalizacja (EUR m)	89.8
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	-4.3%
3M	-3.8%
12M	-4.0%

#### Akcjonariat

Warsaw Equity Management	14.3%
Józef Piotrowski	9.8%
Allianz OFE	6.7%
Investors TFI	6.4%
Janusz Kubrak	5.5%
Pozostali	75.8%

#### Analitik

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

## VIGO Photonics\*

## KUPUJ

FV PLN 500

Kapitalizacja EUR 89.8m potencjał wzrostu +17%

Mnożniki wyceny	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	31.6	na	362.1	25.0	12.2
EV/EBITDA (x)	19.7	33.8	23.8	12.4	7.6
EV/Sales (x)	5.2	5.2	4.0	3.2	2.4
P/BV (x)	1.8	2.2	2.0	1.8	1.6
FCF yield (%)	0.7%	-3.0%	-3.4%	1.5%	7.5%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Na akcję	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Liczba akcji (m szt.)	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
EPS znorm. (PLN)	15.5	-6.0	1.2	17.1	35.1
BVPS (PLN)	271.9	219.2	219.5	233.4	268.5
FCFPS (PLN)	3.8	-13.8	-15.0	6.7	31.9
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

dynamika y/y (%)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody	11.1%	3.9%	21.5%	26.5%	29.2%
EBITDA	32.8%	-40.0%	34.9%	94.5%	56.4%
EBIT	29.6%	na	na	591.0%	102.0%
Zysk netto znorm.**	46.9%	na	na	1350.9%	104.6%

Wskaźniki finansow	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Marża na sprzed. (%)	49.0%	43.4%	40.8%	47.3%	52.3%
Marża EBITDA (%)	26.5%	15.3%	17.0%	26.1%	31.6%
Marża EBIT (%)	15.2%	-2.7%	2.6%	14.1%	22.0%
Marża netto znorm. (%)	15.0%	-6.7%	1.1%	12.5%	19.7%
Dług netto / EBITDA (x)	2.4	0.3	1.5	0.9	0.2
Dług netto / Kapitał wł.	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0
Dług netto / Aktywa (x)	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0
ROE (%)	6.7%	-2.7%	0.5%	7.6%	14.0%
ROA (%)	3.9%	-1.7%	0.4%	4.9%	9.3%
ROIC (%)	3.5%	-3.2%	-2.2%	4.1%	10.9%

Segment detektorów	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Przychody</b>	<b>72.2</b>	<b>69.6</b>	<b>84.2</b>	<b>106.2</b>	<b>137.5</b>
Przemysł	45.0	34.0	43.1	54.0	62.7
Wojsko	11.6	23.2	27.9	37.9	59.4
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	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	9.8	-1.8	0.8	13.8	28.9
EBITDA	20.6	15.6	19.2	33.6	49.6
<b>Zysk netto znorm.**</b>	<b>9.9</b>	<b>-3.9</b>	<b>-0.6</b>	<b>11.8</b>	<b>25.6</b>
marża netto znorm.**	13.7%	-5.7%	-1.0%	8.5%	18.6%

Materiały dla fotonii	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Przychody</b>	<b>3.2</b>	<b>8.8</b>	<b>10.9</b>	<b>14.2</b>	<b>18.1</b>
EBIT	1.7	-0.3	1.7	3.2	5.3
EBITDA	3.2	1.6	4.0	5.5	7.6
<b>Zysk netto znorm.**</b>	<b>1.4</b>	<b>-1.1</b>	<b>1.7</b>	<b>3.2</b>	<b>5.1</b>
marża netto znorm.**	36.7%	-10.3%	13.3%	19.7%	25.2%

Koszty rodzajowe	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Koszty pracownicze	-31.8	-37.7	-40.1	-47.7	-56.8
Materiały i energia	-17.1	-19.4	-22.8	-27.8	-35.3
Amortyzacja	-12.4	-19.1	-20.8	-22.1	-23.1
Usługi obce i pozostałe	-10.0	-13.2	-16.1	-18.5	-20.6

RACHUNEK ZYSKÓW (PLNm)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody	67.9	75.4	78.3	95.2	120.4	155.6
Koszt własny sprzedaży	-32.8	-38.5	-44.3	-56.3	-63.5	-74.2
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>35.1</b>	<b>36.9</b>	<b>34.0</b>	<b>38.9</b>	<b>56.9</b>	<b>81.4</b>
Koszty sprzedaży	-10.4	-9.4	-13.4	-15.4	-17.7	-23.1
Koszty zarządu	-20.6	-18.5	-24.5	-30.2	-32.5	-34.8
Pozostałe koszty oper. netto	4.8	2.4	1.8	9.2	10.2	10.8
<b>EBITDA</b>	<b>18.2</b>	<b>23.8</b>	<b>17.0</b>	<b>23.2</b>	<b>39.1</b>	<b>57.2</b>
<b>EBITDA znorm.**</b>	<b>15.0</b>	<b>20.0</b>	<b>12.0</b>	<b>16.2</b>	<b>31.4</b>	<b>49.2</b>
<b>EBIT</b>	<b>8.8</b>	<b>11.4</b>	<b>-2.1</b>	<b>2.5</b>	<b>16.9</b>	<b>34.2</b>
Koszty finansowe netto	-1.1	-0.1	-2.3	-1.4	-1.9	-1.9
<b>Zysk brutto</b>	<b>7.7</b>	<b>11.3</b>	<b>-5.2</b>	<b>1.0</b>	<b>15.0</b>	<b>32.3</b>
Podatek dochodowy	-0.5	-14.3	-0.4	-0.2	-2.9	-1.6
Zysk netto	7.2	-3.0	-5.6	0.8	12.2	30.7
<b>Zysk netto znorm.**</b>	<b>7.7</b>	<b>11.3</b>	<b>-5.2</b>	<b>1.0</b>	<b>15.0</b>	<b>30.7</b>

BILANS (PLNm)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>218.9</b>	<b>225.4</b>	<b>229.1</b>	<b>255.1</b>	<b>265.9</b>	<b>269.3</b>
WNIP	19.4	29.9	47.1	53.8	57.1	57.3
Nakłady na prace rozwojowe	53.4	59.2	51.9	62.0	70.7	78.2
Inwestycje w jedn. Stow.	6.7	12.6	14.6	14.6	14.6	14.6
Rzeczowe aktywa trwałe	113.5	111.9	104.1	113.5	113.4	109.2
Aktywo z tyt. Pod. odroczonego	22.0	7.8	7.5	7.3	6.2	6.2
Inne aktywa trwałe	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>35.1</b>	<b>96.9</b>	<b>53.5</b>	<b>36.9</b>	<b>48.7</b>	<b>75.8</b>
Zapasy	15.3	12.0	16.2	14.1	16.5	20.1
Należności handlowe	14.3	15.9	16.7	17.5	21.1	26.9
Środki pieniężne	2.3	2.8	18.0	3.6	9.2	27.0
Inne aktywa obrotowe	3.3	66.1	2.5	1.7	1.8	1.9
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>254.0</b>	<b>322.3</b>	<b>282.6</b>	<b>292.0</b>	<b>314.6</b>	<b>345.1</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>138.5</b>	<b>198.2</b>	<b>191.7</b>	<b>192.0</b>	<b>204.1</b>	<b>234.8</b>
<b>Zobowiązania długoter.</b>	<b>81.9</b>	<b>80.2</b>	<b>63.7</b>	<b>69.4</b>	<b>77.5</b>	<b>75.8</b>
Dług	28.9	19.7	12.3	19.3	29.3	29.3
inne zobowiązania długoter.	53.0	60.5	51.3	50.0	48.2	46.4
<b>Zobowiązania krótkoter.</b>	<b>33.6</b>	<b>43.9</b>	<b>27.2</b>	<b>30.6</b>	<b>32.9</b>	<b>34.5</b>
Zobowiązania handlowe	4.4	2.8	3.2	6.8	8.0	9.4
Dług	21.4	32.5	9.5	9.0	9.5	9.0
inne zobowiązania krótkoter.	7.8	8.6	14.5	14.7	15.4	16.1
<b>Pasywa ogółem</b>	<b>254.0</b>	<b>322.3</b>	<b>282.6</b>	<b>292.0</b>	<b>314.6</b>	<b>345.1</b>
Cykl konwersji gotówki (dni)	67.0	105.0	91.0	77.0	68.0	64.0
Dług brutto (PLN m)	49.4	51.3	21.9	28.4	38.9	38.4
<b>Dług netto (PLN m)</b>	<b>47.1</b>	<b>48.5</b>	<b>3.8</b>	<b>24.8</b>	<b>29.7</b>	<b>11.4</b>

PRZEP. PIENIĘŻNE (PLNm)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>3.8</b>	<b>15.3</b>	<b>5.0</b>	<b>15.1</b>	<b>17.7</b>	<b>32.1</b>
Zysk brutto	7.7	11.3	-5.2	1.0	15.0	32.3
Amortyzacja	9.4	12.4	19.1	20.8	22.1	23.0
Zmiana w kapitale obrotowym	-4.3	0.1	-3.7	4.9	-4.9	-8.0
Inne	-9.0	-7.9	-5.2	-11.5	-14.5	-15.2
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-22.1</b>	<b>-17.4</b>	<b>-19.7</b>	<b>-34.2</b>	<b>-20.6</b>	<b>-11.9</b>
Dotacje	25.5	14.7	4.1	12.9	13.5	14.4
CAPEX bez prac rozwojowych	-23.4	-22.5	-1.8	-19.0	-9.8	-5.8
CAPEX na prace rozwojowe	-21.4	-4.2	-19.3	-28.0	-24.3	-20.6
Inwestycje net. w jedn. stow.	-2.9	-5.3	-2.7	0.0	0.0	0.0
Inne	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>14.1</b>	<b>2.6</b>	<b>30.0</b>	<b>4.5</b>	<b>8.6</b>	<b>-2.4</b>
Zmiana w kapitale własnym	0.0	0.0	61.5	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	15.1	4.9	-29.8	5.9	10.5	-0.5
Odsetki zapłacone	-1.0	-2.3	-1.8	-1.4	-1.9	-1.9
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
<b>Zm. środków pieniężnych</b>	<b>-4.2</b>	<b>0.5</b>	<b>15.3</b>	<b>-14.5</b>	<b>5.6</b>	<b>17.8</b>
<b>Śr. pieniężne na koniec okr.</b>	<b>2.3</b>	<b>2.8</b>	<b>18.0</b>	<b>3.6</b>	<b>9.2</b>	<b>27.0</b>

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: 4Q24E Prognoza wyników .....	7
Załącznik 2: Ryzyka inwestycyjne.....	8
Załącznik 3: ESG .....	9

# Wycena

Tabela 2. VIGO Photonics – Podsumowanie wyceny (PLN)

Metoda wyceny	Waga (%)	Wartość Godziwa (PLN/akcja)
DCF	100%	500.0
Porównawcza	0%	245.0
<b>Wartość godziwa (FV)</b>		<b>500.0</b>
Cena bieżąca		428.0
<b>Potencjał wzrostu/spadku</b>		<b>17%</b>

Źródło: IPOPEMA Research

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

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>78.3</b>	<b>95.2</b>	<b>120.4</b>	<b>155.6</b>	<b>187.6</b>	<b>213.5</b>	<b>238.6</b>	<b>266.0</b>	<b>295.0</b>	<b>308.3</b>
- zmiana r/r	4%	21%	27%	29%	21%	14%	12%	12%	11%	
<b>EBITDA znorm.*</b>	<b>12.0</b>	<b>16.2</b>	<b>31.4</b>	<b>49.2</b>	<b>61.3</b>	<b>69.3</b>	<b>76.3</b>	<b>82.9</b>	<b>89.4</b>	<b>93.4</b>
- znorm. marża EBITDA	15.3%	17.0%	26.1%	31.6%	32.7%	32.5%	32.0%	31.2%	30.3%	30.3%
- zmiana r/r	-40%	35%	95%	56%	25%	13%	10%	9%	8%	
<b>EBIT znorm.*</b>	<b>-7.1</b>	<b>-4.6</b>	<b>9.3</b>	<b>26.1</b>	<b>38.1</b>	<b>45.8</b>	<b>52.4</b>	<b>58.2</b>	<b>63.8</b>	<b>66.6</b>
Stopa podatkowa	-8%	0%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	9%
<b>NOPAT</b>	<b>-7.7</b>	<b>-4.6</b>	<b>9.3</b>	<b>24.8</b>	<b>36.2</b>	<b>43.5</b>	<b>49.8</b>	<b>55.3</b>	<b>60.6</b>	<b>60.6</b>
- zmiana r/r				168%	46%	20%	14%	11%	10%	
Amortyzacja	19.1	20.8	22.1	23.0	23.2	23.5	24.0	24.7	25.7	25.7
Zmiana w kapitale obrotowym	-3.7	4.9	-4.9	-8.0	-6.2	-5.7	-5.3	-5.4	-5.5	-3.2
CAPEX	-19.8	-34.2	-20.6	-11.9	-13.5	-14.3	-15.2	-16.1	-17.1	-25.7
<b>FCF</b>	<b>-12.1</b>	<b>-13.1</b>	<b>5.9</b>	<b>27.9</b>	<b>39.6</b>	<b>47.0</b>	<b>53.3</b>	<b>58.5</b>	<b>63.6</b>	<b>57.4</b>
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		5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Zalewarowna beta		1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
Koszt kapitału własnego		13.6%	14.0%	13.9%	13.7%	13.5%	13.4%	13.3%	13.2%	13.2%
Koszt długu po podatku		5.9%	5.5%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.0%
<b>WACC</b>		<b>12.6%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.7%</b>
Czynnik dyskontowy (%)		90%	80%	71%	63%	56%	50%	44%	39%	
wartość bieżąca FCF (PLN m)		-11.8	4.7	19.8	24.9	26.2	26.4	25.7	24.9	
wartość bieżąca FCF 2025E-32E (PLN m)	140.8									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	4.5%									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLN m)	287.2									
EV (PLN m)	428.0									
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	14.6									
Pozostałe (PLN m)	0.0									
Dług netto (PLN m, 4Q24E)	3.8									
<b>Wartość kapitału własnego (PLN m)</b>	<b>438.0</b>									
Liczba akcji (rozwodniona, m)	0.875									
<b>Wartość godziwa FV (PLN)</b>	<b>500.0</b>									
Cena bieżąca	428.0									
<b>Potencjał wzrostu/spadku</b>	<b>17%</b>									

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 (%)				
	11.7%	12.2%	12.7%	13.2%	13.7%
<b>3.5%</b>	494	475	459	444	430
<b>4.0%</b>	518	498	478	461	446
<b>4.5%</b>	546	522	500	482	465
<b>5.0%</b>	578	550	525	504	484
<b>5.5%</b>	616	582	554	529	507

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 5. VIGO Photonics – wycena porównawcza

SPÓŁKA	Kapitalizacja		P/E (x)			EV/EBITDA (x)			DY 2025E	CAGR Przychodów 2023-26E	CAGR Zysk netto 2023-26E	ROE 2025E
	USD m	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E					
HAMAMATSU	3,858	18.6	25.9	22.5	9.8	11.6	10.5	2.2%	2.1%	-16.5%	6.3%	
TELEDYNE TECHNOLOGIES	23,695	26.2	23.6	21.6	19.2	17.2	15.6	1.0%	3.5%	6.0%	10.1%	
NIPPON CERAMIC	492	16.1	14.5	13.2	n.a.	n.a.	n.a.	4.2%	3.6%	5.2%	8.1%	
OPTEX GROUP	407	11.7	9.7	7.9	5.9	4.6	3.9	2.7%	8.7%	17.7%	n.a.	
VISUAL PHOTONICS	895	41.9	31.8	25.5	26.5	20.0	16.1	2.4%	20.6%	38.3%	26.5%	
IPG PHOTONICS	2,697	n.a.	32.0	21.3	n.a.	12.8	9.7	n.a.	-3.7%	-18.7%	6.2%	
<b>MEDIANA</b>		<b>18.6</b>	<b>24.7</b>	<b>21.5</b>	<b>14.5</b>	<b>12.8</b>	<b>10.5</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.5%</b>	<b>5.6%</b>	<b>8.1%</b>	
VIGO Photonics	93	na	362.1	25.0	33.8	23.8	12.4	0.0%	16.9%	9.9%	0.5%	
premija/dyskonto (do mediany)		0%	1364%	16%	134%	87%	19%					
Waga			25%	25%		25%	25%					

Wycena na akcję (PLN)

245.0

Źródło: IPOPEMA Research, Bloomberg dane z dnia 11.02.2025

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

	2025E		Zmiana (%)	2026E		Zmiana (%)	2027E		Zmiana (%)
	Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie	
<b>Przychody</b>	<b>95.2</b>	<b>123.1</b>	<b>-23%</b>	<b>120.4</b>	<b>169.1</b>	<b>-29%</b>	<b>155.6</b>	<b>203.9</b>	<b>-24%</b>
EBITDA	23.2	47.4	-51%	39.1	71.1	-45%	57.2	81.2	-29%
EBIT	2.5	29.6	-92%	16.9	51.5	-67%	34.2	60.7	-44%
<b>Znorm. zysk netto</b>	<b>1.0</b>	<b>27.9</b>	<b>-96%</b>	<b>15.0</b>	<b>50.2</b>	<b>-70%</b>	<b>30.7</b>	<b>56.5</b>	<b>-46%</b>

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). Poniżej przedstawiamy nasze główne założenia dotyczące projektu:

- **Faza B+R w latach 2023E-28E** z łącznymi nakładami inwestycyjnymi w wysokości 32.7 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
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>22.5</b>	<b>97.5</b>	<b>147.0</b>	<b>216.0</b>
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%
<b>Znorm. EBIT</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-13.0</b>	<b>-20.2</b>	<b>11.1</b>	<b>33.0</b>
marża						-58%	-21%	8%	15%
NOPLAT	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-10.5	-16.4	9.0	26.7
Amortyzacja	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.6	12.2	13.8	18.0
<b>CAPEX netto</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.3</b>	<b>-2.6</b>	<b>-4.3</b>	<b>-29.3</b>	<b>-43.7</b>	<b>-3.9</b>	<b>-12.2</b>	<b>-18.0</b>
Capex brutto	0.0	-2.3	-5.3	-8.6	-58.6	-83.2	-20.6	-20.6	-18.0
Dotacje	0.0	0.9	2.6	4.3	29.3	39.4	16.7	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
<b>Łączne przepływy pieniężne</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.3</b>	<b>-2.6</b>	<b>-4.3</b>	<b>-30.9</b>	<b>-51.2</b>	<b>-23.4</b>	<b>-0.9</b>	<b>21.1</b>
Stopa dyskontowa		100%	88%	77%	68%	60%	53%	46%	
Wartość bieżąca przepływów p.	0.0	-1.3	-2.3	-3.3	-21.0	-30.5	-12.3	-0.4	
Wzrost w okresie rezydualnym	4.5%								
NPV (mln euro)	<b>54.2</b>								
NPV (mln zł)	<b>226.1</b>								

Źródło: IPOPEMA Research

## Załącznik 1: 4Q24E Prognoza wyników

Prognozujemy przychody za 4Q24E na poziomie PLN 24.1m (wzrost o 54% k/k, zgodnie z danymi wstępnymi), znorm. EBITDA na poziomie PLN 3.3m (w porównaniu do nieistotnego poziomu w 3Q24) i norm. stratę netto na poziomie PLN 0.8m (w porównaniu do straty PLN 4.1m kwartał wcześniej).

- **Przychody.** VIGO zaraportowało wstępne przychody na poziomie PLN 24.1m (wzrost o 9% r/r, wzrost o 54% k/k), w tym PLN 11.5m z segmentu przemysłowego (spadek o 18% r/r, wzrost o 53% k/k), PLN 6.9m z segmentu wojskowego (wzrost o 115% r/r, wzrost o 70% k/k) i PLN 1.3m z transportu (spadek o 10% r/r, wzrost o 85% k/k). Segment Materiały dla fotoniki wygenerował rekordowe przychody na poziomie PLN 2.9m w kwartale, co oznacza wzrost o 64% r/r i o 55% k/k.
- **Marża brutto.** Spodziewamy się marży brutto na poziomie 39% w kwartale, bez zmian k/k, pomimo wzrostu sprzedaży.
- **Koszty sprzedaży i zarządu.** Prognozujemy koszty sprzedaży i zarządu na poziomie PLN 10.1m, wzrost o 2% k/k.
- **EBITDA.** Szacujemy znorm. EBITDA na poziomie PLN 3.3m (w porównaniu do nieistotnego poziomu kwartał wcześniej) i EBIT na poziomie PLN 0.0m (w porównaniu do PLN -3.1m w 3Q24).
- **Zysk netto.** Prognozujemy znorm. stratę netto na poziomie PLN 0.8m (w porównaniu do PLN 3.9m zysku w 4Q23 i do PLN 4.1m straty w 3Q24). Spodziewamy się lekkiego ujemnego wyniku finansowego netto i nieistotnego poziomu zapłaconego podatku dochodowego.

Tabela 8. VIGO Photonics 4Q24E prognoza wyników

P&L (PLN m)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	y/y	q/q
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>22.1</b>	<b>15.8</b>	<b>22.7</b>	<b>15.7</b>	<b>24.1</b>	<b>9%</b>	<b>54%</b>
Przemysł	14.1	6.8	8.1	7.6	11.5	-18%	53%
Wojsko	3.2	4.4	7.9	4.0	6.9	115%	70%
Transport	1.4	2.0	3.3	0.7	1.3	-10%	85%
Medycyna i nauka	1.3	1.0	1.0	1.5	1.5	20%	0%
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Materiały dla fotoniki	1.8	1.6	2.4	1.9	2.9	64%	55%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-11.3	-8.2	-11.8	-9.5	-14.7	30%	54%
<b>Zysk/(strata) brutto na sprzedaży</b>	<b>10.8</b>	<b>7.6</b>	<b>10.9</b>	<b>6.1</b>	<b>9.4</b>	<b>-13%</b>	<b>53%</b>
Pozostałe przychody operacyjne	2.7	2.4	2.4	2.7	2.7	1%	0%
Koszty sprzedaży	-2.4	-2.9	-3.3	-3.5	-3.7	53%	6%
Koszty ogólnego zarządu	-4.7	-5.3	-6.5	-6.3	-6.3	34%	0%
Pozostałe koszty operacyjne	-3.4	-2.4	-1.9	-2.1	-2.1	-39%	0%
<b>EBITDA</b>	<b>6.3</b>	<b>3.9</b>	<b>6.0</b>	<b>2.0</b>	<b>5.1</b>	<b>-19%</b>	<b>152%</b>
<b>Znorm. EBITDA</b>	<b>5.0</b>	<b>2.3</b>	<b>4.4</b>	<b>0.0</b>	<b>3.3</b>	<b>-34%</b>	<b>6976%</b>
<b>EBIT</b>	<b>3.0</b>	<b>-0.6</b>	<b>1.5</b>	<b>-3.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-99%</b>	<b>na</b>
Przychody finansowe netto	0.9	-0.2	-0.4	-0.9	-0.9	na	0%
Zysk brutto	<b>3.9</b>	<b>-0.8</b>	<b>0.6</b>	<b>-4.1</b>	<b>-0.8</b>	<b>na</b>	<b>-80%</b>
Podatek dochodowy	-13.7	0.0	-0.1	-0.3	0.0	-100%	-100%
Zysk netto	-9.8	-0.9	0.5	-4.4	-0.8	-91%	-81%
<b>Znorm. zysk netto</b>	<b>3.9</b>	<b>-0.8</b>	<b>0.6</b>	<b>-4.1</b>	<b>-0.8</b>	<b>na</b>	<b>-80%</b>

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

## Załącznik 2: 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 2023 roku 40% przychodów spółki zostało wygenerowanych z kontraktów z 4 klientami (w porównaniu z 39% w 2022 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 spowodowałyby 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 3: 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 powiązаныmi; 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. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, [www.ipopema.pl](http://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 należyłą 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 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 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 października 2024 – 31 grudnia 2024)

	Liczba	%
Kup	48	62%
Trzymaj	20	25%
Sprzedaj	10	13%
Suma	78	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
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