

VIGO Photonics

Dostrzegając strategiczny potencjał Mid IR

VIGO rozpoczęło przegląd opcji strategicznych we wrześniu 2024 roku i według zarządu proces ten przebiega zgodnie z planem, a zakończyć może się do końca roku. Pomimo słabszych wyników finansowych w ostatnich latach, uważamy, że unikalna technologia oraz duża ekspozycja na zastosowania wojskowe (w tym potencjalne nowe zastosowania związane z matrycami IR oraz systemami naprowadzania inteligentnych pocisków) czynią VIGO interesującym celem dla inwestorów strategicznych z branży półprzewodników i obronności. Fabryka HyperPIC może w perspektywie średnioterminowej stać się strategicznym aktywem, biorąc pod uwagę postęp technologiczny w branży sensorów. Zwracamy uwagę na szybki rozwój detektorów SWIR oraz potencjał technologii Mid IR do stania się kolejnym dużym skokiem technologicznym w zastosowaniach konsumenckich. Ponadto, kontrakt matrycowy z PCO potwierdza powrót spółki na ścieżkę rentowności oraz solidne fundamenty jej podstawowej działalności, podczas gdy nagroda Defender za kamery IR oparte na technologii VIGO potwierdza kompetencje inżynierskie spółki. Co więcej, potencjalne przejęcie mniejszego producenta detektorów IR może poprawić pozycję konkurencyjną VIGO. Według naszych prognoz, VIGO jest wyceniane na 2026E/27E EV/EBITDA na poziomie 20.4x/12.1x, vs. spółki fotoniczne wyceniane 17.0x/12.8x (spółka dopiero odbudowuje rentowność). Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ, obniżając wartość godziwą do PLN 610.0, ze względu na bardziej konserwatywne założenia dla segmentów wojskowego i przemysłowego w nadchodzących latach.

Przemysł i wojsko motorami wzrostu. Oczekujemy przyspieszenia sprzedaży VIGO w 2H25 dzięki solidnym perspektywom dla przemysłu oraz odbiciu w segmencie wojskowym po słabym 1H. Łącznie prognozujemy sprzedaż w 2025E na PLN 93.9m (wzrost o 20% r/r), przy znorm. stracie netto PLN 5.8m (vs. straty PLN 3.6m w 2024). W latach 2026E–27E głównym motorem sprzedaży będą matryce IR, dodając odpowiednio PLN 8m i PLN 23m do przychodów (bez zmian vs. poprzed.). Przy oczekiwanym solidnym wzroście w przemyśle, wspieranym przez nowe produkty i ekspansję w USA, prognozujemy sprzedaż PLN 111.4m/144.2m w 2026E/27E (spadek o 8%/7% vs. poprzed., z uwagi na wolniejsze tempo ekspansji w segmencie wojskowym, z wyłączeniem matryc). W średnim terminie dostrzegamy pozytywne czynniki dla spółki związane z rozwojem matryc IR, nowymi kontraktami wojskowymi, ekspansją w branży laserów IR oraz ogólną ekspansją w USA.

Poprawa rentowności wraz z redukcją kosztów i zwiększeniem produkcji matryc IR. W 2H25 spółka zrestrukturyzowała bazę kosztową, a główne efekty mają być widoczne w pełni w 2026E. Z jednej strony nastąpiła redukcja kosztów wynagrodzeń, z drugiej wzrosły koszty związane z uruchomieniem produkcji matryc IR (szacujemy marginalną rentowność matryc w 2026E). Oczekujemy, że koszty operacyjne (Opex) w 2026E/27E wyniosą odpowiednio PLN 105m i PLN 125m (wzrost o 1%/19%), co przełoży się na znorm. EBITDA na poziomie PLN 23.1m/39.1m (spadek o 6%/10% vs. poprzed.) oraz znorm. zysk netto PLN 9.7m/22.4m (wzrost o 18% i spadek o 9% vs. poprzednio).

Tabela 1. Podsumowanie prognoz finansowych (PLN m)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	67.9	75.4	78.3	93.9	111.4	144.2
Znorm. EBITDA	15.0	15.0	5.5	6.6	23.1	39.1
Znorm. zysk netto	7.7	9.0	-3.6	-5.8	9.7	22.4
EV/EBITDA (x)	24.6	26.3	73.0	68.3	20.4	12.1
P/E (x)	42.9	39.7	na	-78.3	47.0	20.4

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research *Projekt HyperPIC nie jest uwzględniony w naszych szczegółowych prognozach i wycenie VIGO Photonics ze względu na brak jasnej ścieżki finansowania projektu.

TMT | Nowe technologie

VIGO PHOTONICS

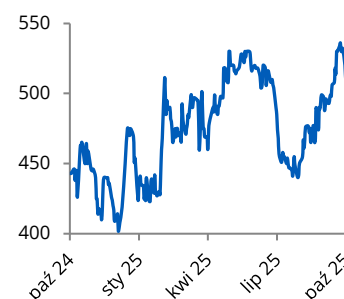
KUPUJ

FV PLN 610.0

17% potencjału wzrostu

Cena z dnia 15 października 2025 PLN 522.0

Rekomendacja utrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	0.875
Kapitalizacja (EUR m)	107.4
12M średni dzienny wolumen (k)	0.4
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.1
12M max/min (PLN)	540 / 400
Udział w WIG (%)	0.1
Reuters	VGOP.WA
Bloomberg	VGO PW

Stopa zwrotu

1M	5.0%
3M	11.5%
12M	17.3%

Akcjonariat

Warsaw Equity Management	14.3%
Józef Piotrowski	9.4%
Allianz OFE	6.7%
Investors TFI	6.5%
Janusz Kubrak	5.5%
Pozostali	57.7%

Analitik

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

VIGO Photonics*						RACHUNEK ZYSKÓW (PLNm)						
KUPUJ						2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
Kapitalizacja EUR 107.4m						Przychody	67.9	75.4	78.3	93.9	111.4	144.2
potencjał wzrostu +17%						Koszt własny sprzedaży	-32.8	-35.8	-38.7	-47.3	-41.5	-52.2
						Zysk brutto na sprzedaży	35.1	39.6	39.6	46.6	69.9	91.9
						Koszty sprzedaży	-10.4	-9.4	-13.5	-15.3	-16.4	-21.6
						Koszty zarządu	-20.6	-33.7	-35.9	-42.1	-47.6	-51.4
						Pozostałe koszty oper. netto	4.8	11.9	5.2	7.3	7.7	7.9
						EBITDA	18.2	18.8	8.8	10.0	26.6	42.7
						EBITDA znorm.**	15.0	15.0	5.5	6.6	23.1	39.1
						EBIT	8.8	8.5	-4.6	-3.5	13.5	26.8
						Koszty finansowe netto	-1.1	-0.1	-1.0	-2.3	-3.8	-3.2
						Zysk brutto	7.7	9.0	-3.6	-5.8	9.7	23.6
						Podatek dochodowy	-0.5	-14.3	-0.4	1.1	-1.8	-1.2
						Zysk netto	7.2	-5.3	-4.1	-4.7	7.9	22.4
						Zysk netto znorm.**	7.7	9.0	-3.6	-5.8	9.7	22.4
						BILANS (PLNm)						
						2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
						Aktywa trwałe	218.9	163.5	166.2	178.4	199.5	208.8
						WNiP	19.4	12.3	15.0	12.9	20.3	21.5
						Nakłady na prace rozwojowe	53.4	15.0	16.9	27.1	33.1	36.9
						Inwestycje w jedn. Stow.	6.7	12.6	17.8	21.6	21.6	21.6
						Rzeczowe aktywa trwałe	113.5	111.9	104.8	100.3	108.1	112.3
						Aktywo z tyt. Pod. odroczonego	22.0	7.8	7.5	7.2	7.1	7.1
						Inne aktywa trwałe	3.9	3.9	4.2	9.4	9.4	9.4
						Aktywa obrotowe	35.1	96.6	53.7	60.0	73.8	73.8
						Zapasy	15.3	11.8	15.8	15.5	20.5	25.3
						Należności handlowe	14.3	15.9	16.9	19.9	21.5	27.5
						Środki pieniężne	2.3	2.8	17.3	21.7	28.7	17.9
						Inne aktywa obrotowe	3.3	66.1	3.8	3.0	3.0	3.1
						Aktywa ogółem	254.0	260.1	219.9	238.4	273.3	282.5
						Kapitał własny	138.5	176.2	170.5	169.0	176.9	199.3
						Zobowiązania długoterm.	81.9	40.3	27.2	48.2	75.7	61.3
						Dług	28.9	19.7	11.9	32.7	57.7	47.7
						inne zobowiązania długoterm.	53.0	20.6	15.3	15.4	17.9	13.6
						Zobowiązania krótkoterm.	33.6	43.6	22.2	21.3	20.7	21.9
						Zobowiązania handlowe	4.4	2.8	4.6	5.6	4.7	6.0
						Dług	21.4	32.5	8.8	6.9	7.4	6.9
						inne zobowiązania krótkoterm.	7.8	8.3	8.8	8.8	8.6	9.1
						Pasywa ogółem	254.0	260.1	219.9	238.4	273.3	282.5
						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	39.6	65.1	54.6
						Dług netto (PLN m)	47.1	48.5	2.2	17.9	36.4	36.7
						PRZEP. PIENIĘŻNE (PLNm)						
						2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
						Przepływy operacyjne	3.8	-1.6	-7.6	0.2	12.1	24.9
						Zysk brutto	7.7	9.0	-3.6	-5.8	9.7	23.6
						Amortyzacja	9.4	10.3	13.4	13.5	13.0	15.9
						Zmiana w kapitale obrotowym	-4.3	0.3	-3.2	-0.2	-7.5	-9.6
						Inne	-9.0	-20.7	-14.2	-7.3	-3.1	-4.9
						Przepływy inwestycyjne	-22.1	-0.4	-6.0	-13.2	-26.7	-22.1
						Dotacje	25.5	14.7	8.3	3.2	7.5	3.1
						CAPEX bez prac rozwojowych	-23.4	-4.9	-2.3	-4.1	-17.5	-14.5
						CAPEX na prace rozwojowe	-21.4	-4.9	-8.8	-11.9	-16.7	-10.7
						Inwestycje net. w jedn. stow.	-2.9	-5.3	-3.3	-0.4	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	17.5	21.7	-13.7
						Zmiana w kapitale własnym	0.0	0.0	61.5	0.0	0.0	0.0
						Zmiana zadłużenia	15.1	4.9	-31.3	18.3	25.5	-10.5
						Odsetki zapłacone	-1.0	-2.3	-2.1	-0.7	-3.8	-3.2
						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	4.4	7.1	-10.9
						Śr. pieniężne na koniec okr.	2.3	2.8	17.3	21.7	28.7	17.9

Spis Treści

Spis Treści..... 3

Wycena 4

Załącznik 1: Podsumowanie konferencji 2Q25..... 6

Załącznik 2: 3Q25E Prognoza wyników 7

Załącznik 3: Ryzyka inwestycyjne..... 8

Załącznik 4: ESG 9

Wycena

Tabela 2. VIGO Photonics – Podsumowanie wyceny (PLN)

Metoda wyceny	Waga (%)	Wartość Godziwa (PLN/akcja)
DCF	100%	610.0
Porównawcza	0%	449.0
Wartość godziwa (FV)		610.0
Cena bieżąca		522.0
Potencjał wzrostu/spadku		17%

Źródło: IPOPEMA Research

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

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
Przychody ze sprzedaży	93.9	111.4	144.2	182.7	216.5	244.7	275.3	305.7	336.6	351.8
- zmiana r/r	20%	19%	29%	27%	19%	13%	12%	11%	10%	
EBITDA znorm.*	6.6	23.1	39.1	57.1	67.6	72.8	78.8	84.3	86.1	97.0
- znorm. marża EBITDA	7.1%	20.7%	27.2%	31.2%	31.2%	29.8%	28.6%	27.6%	25.6%	27.6%
- zmiana r/r	21%	248%	70%	46%	18%	8%	8%	7%	2%	
EBIT znorm.*	-6.9	10.1	23.2	40.7	50.7	55.4	60.7	65.5	66.7	75.3
Stopa podatkowa	0%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	9%
NOPAT	-6.9	10.1	22.1	38.7	48.1	52.6	57.6	62.2	63.4	68.5
- zmiana r/r	-22%	-246%	119%	75%	25%	9%	10%	8%	2%	
Amortyzacja	13.5	13.0	15.9	16.4	16.9	17.5	18.1	18.8	19.3	19.3
Zmiana w kapitale obrotowym	-0.2	-7.5	-9.6	-10.9	-9.9	-7.7	-8.2	-7.9	-7.8	-6.5
CAPEX	-13.2	-26.7	-22.1	-9.3	-10.0	-10.7	-11.4	-12.2	-13.0	-19.3
FCF	-6.8	-11.2	6.3	34.9	45.1	51.6	56.1	60.8	61.9	62.1
Premia za ryzyko (ERP)	5.5%	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%	5.0%
Zalewarowna beta	1.4	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
Koszt kapitału własnego	13.0%	14.0%	13.5%	12.9%	12.4%	12.1%	11.9%	11.9%	11.8%	11.9%
Koszt długu po podatku	6.2%	5.5%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.0%
WACC	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
Czynnik dyskontowy (%)	98%	87%	78%	70%	63%	56%	50%	45%	40%	
wartość bieżąca FCF (PLN m)	-6.6	-9.7	4.9	24.4	28.3	29.0	28.3	27.4	25.0	
wartość bieżąca FCF 2025E-33E (PLN m)	151.0									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	4.5%									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLN m)	368.0									
EV (PLN m)	519.0									
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	17.8									
Pozostałe (PLN m)	0.0									
Dług netto (PLN m, 4Q24)	2.2									
Wartość kapitału własnego (PLN m)	534.0									
Liczba akcji (rozwodniona, m)	0.875									
Wartość godziwa FV (PLN)	610.0									
Cena bieżąca	522.0									
Potencjał wzrostu/spadku	17%									

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 (%)				
	10.6%	11.1%	11.6%	12.1%	12.6%
3.5%	602	574	550	530	512
4.0%	637	605	579	555	533
4.5%	679	642	610	582	558
5.0%	728	684	647	614	586
5.5%	786	733	689	651	619

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	2024-27E	2024-27E	2025E	
HAMAMATSU	3,444	32.6	27.8	22.6	11.9	10.6	9.4	0.2%	-5.6%	1.9%	4.7%	
TELEDYNE TECHNOLOGIES	26,638	26.4	23.8	22.0	19.0	17.0	15.0	0.2%	9.2%	8.5%	10.0%	
NIPPON CERAMIC	620	12.8	13.8	12.2	n.a.	n.a.	n.a.	0.3%	14.1%	9.3%	10.6%	
OPTEX GROUP	577	13.0	11.2	9.8	n.a.	n.a.	n.a.	0.1%	18.1%	15.3%	11.6%	
VISUAL PHOTONICS	883	44.7	26.8	19.3	24.4	17.0	12.8	0.3%	27.4%	27.8%	19.4%	
IPG PHOTONICS	3,574	88.6	53.0	35.3	23.6	18.6	n.a.	0.0%	-186.7%	-188.5%	1.7%	
MEDIANA		29.5	25.3	20.6	21.3	17.0	12.8	0.2%	11.7%	8.9%	10.3%	
VIGO Photonics	116	na	47.0	20.4	68.3	20.4	12.1	0.0%	13.9%	2.7%	-3.4%	
premia/dyskonto (do mediany)			86%	-1%	220%	20%	-6%					
Waga			25%	25%		25%	25%					

Wycena na akcję (PLN) 449.0

Źródło: IPOPEMA Research, Bloomberg dane z dnia 15.10.2025

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	93.9	94.4	-1%	111.4	121.6	-8%	144.2	155.9	-7%
EBITDA	10.0	12.8	-22%	26.6	28.1	-6%	42.7	47.0	-9%
EBIT	(3.5)	(1.4)	152%	13.5	11.3	19%	26.8	28.5	-6%
Znorm. zysk netto	(5.8)	(3.0)	95%	9.7	8.2	18%	22.4	24.7	-9%

Źródło: IPOPEMA Research

Załącznik 1: Podsumowanie konferencji 2Q25

Poniżej przedstawiamy nasze główne wnioski z konferencji wynikowej VIGO Photonics za 2Q25, która odbyła się 26 września 2025:

Przegląd strategiczny. Spółka znajduje się na końcowym etapie przeglądu opcji strategicznych. Wyniki zostaną przedstawione rynkowi bliżej końca roku. Rozmowy z partnerami zbliżają się do końca.

Przejęcie innej spółki (proces M&A). Celem trwającego procesu przejęcia jest uzyskanie dostępu do rynku, szczególnie w kontekście wdrażania przez podmioty z USA polityk weryfikacji łańcucha dostaw.

Perspektywy. Zarząd uważa, że tempo pozyskiwania kontraktów pozostanie wysokie w nadchodzących kwartałach. CEO spodziewa się silnej dynamiki wzrostu w Q3 i Q4. Zarząd przewiduje szybszy wzrost w H2 niż w H1.

Marża brutto. Marża brutto powyżej 50% jest osiągalna w nadchodzących kwartałach. Wyniki nie powinny być gorsze niż w poprzednich okresach. Rozważane są podwyżki cen w kluczowych obszarach, odzwierciedlające aktualne trendy rynkowe.

Koszty operacyjne (Opex). Spółka poniosła jednorazowe koszty związane z realizowanymi projektami, ale obecnie aktywnie optymalizuje wydatki. Efekty tych działań powinny być widoczne w Q4, a jeszcze bardziej w przyszłym roku. Oszczędności będą koncentrować się na administracji, produkcji, logistyce i zakupach. Zarząd zidentyfikował obszary nakładające się, w których możliwa jest optymalizacja.

Wydatki na R&D. Skala wydatków na badania i rozwój zależy od sytuacji. Trwa optymalizacja kosztów, więc w kolejnych latach inwestycje mogą być nieco niższe. Poziom wydatków będzie zależał od wyników przeglądu strategicznego w obszarze HyperPIC. Wydatki w Q3 są podobne do poprzednich kwartałów; w Q4 będą nieco niższe.

Polityka cenowa. Zarząd uważa, że spowolnienie popytu po wcześniejszej podwyżce cen wynikało z ograniczonych potrzeb kluczowego klienta oraz ogólnego spowolnienia na rynku. Bez podwyżek cen spadek przychodów byłby większy. Wiele zamówień zależy od własnych prognoz sprzedażowych klientów. Obecnie rozważane są kolejne podwyżki cen. Zapasy chipów są wyprzedawane, a podwyżki cen są widoczne w całej branży półprzewodników.

Matryce IR. CFO szacuje potencjał sprzedaży kilku setek matryc podczerwieni rocznie po obecnym kontrakcie z PCO, jako standardowe zapotrzebowanie ze strony Wojska Polskiego. Zakupy wyposażenia dla linii produkcyjnej matryc IR są planowane na Q4 (nieznaczne opóźnienie względem wcześniejszych planów). Produkcja pilotażowa rozpocznie się w 2026, pełna produkcja w 2027 – zgodnie z harmonogramem. Pierwszy strumień przychodów spodziewany jest w drugiej połowie przyszłego roku. Linia produkcyjna będzie budowana równolegle, ale zdolności produkcyjne pozostaną jeszcze ograniczone w przyszłym roku.

HyperPIC. Na targach w Monachium spółka zaprezentowała zminiaturyzowany system – nie była to wersja finalna, lecz demonstrator. Wiele partnerów wyraziło duże zainteresowanie projektem, z którymi VIGO obecnie prowadzi rozmowy.

Lasery IR. Spółka planuje ekspansję na rynek laserów IR w ramach przygotowań do produkcji HyperPIC. Według CFO rynek laserów jest obecnie nawet większy niż rynek detektorów.

Kontrakty wolumenowe na tanie detektory. Oczekiwany jest drugi klient wolumenowy, o podobnej skali zamówień jak pierwszy, ale prawdopodobnie w dłuższym horyzoncie czasowym. Łączna wielkość rynku który obecnie bada VIGO (Chiny) jest 5–10x większa niż w przypadku pierwszego, pojedynczego kontraktu. Jednak wiele zależy od relacji USA–Chiny oraz sytuacji geopolitycznej.

Safran. Zamówienia od Safran w tym roku są znacząco wyższe niż w roku ubiegłym, ale widoczność na kolejne okresy jest ograniczona.

Załącznik 2: 3Q25E Prognoza wyników

Prognozujemy przychody za 3Q25E na poziomie PLN 23.3m (wzrost o 15% k/k, zgodnie z danymi wstępnymi), znorm. EBITDA na poziomie PLN 0.7m (vs. PLN 0.6m w 2Q25) oraz znorm. stratę netto na poziomie PLN 2.7m (vs. PLN 0.6m straty netto kwartał wcześniej):

- **Przychody.** VIGO podało wstępne przychody na poziomie PLN 23.3m, co oznacza wzrost o 49% r/r i 15% q/q, napędzany przez segmenty przemysłowy, wojskowy oraz silne wyniki w transporcie.
- **Marża brutto.** Oczekujemy marży brutto na poziomie 51% w kwartale.
- **Koszty sprzedaży i zarządu.** Prognozujemy koszty sprzedaży i zarządu na poziomie PLN 15.9m, w tym PLN 12.2m kosztów zarządu oraz PLN 3.7m kosztów sprzedaży.
- **EBITDA.** Szacujemy znormalizowaną EBITDA na poziomie PLN 0.7m (vs. PLN 0.6m w 2Q25) oraz EBIT na poziomie PLN -1.8m (vs. PLN -2.9m w 2Q25).
- **Zysk netto.** Prognozujemy znormalizowaną stratę netto na poziomie PLN 2.7m (vs. PLN 0.6m straty w 2Q25). Oczekujemy niewielkiego ujemnego wyniku finansowego netto oraz nieistotnego poziomu gotówkowego podatku dochodowego.

Tabela 8. VIGO Photonics 3Q25E prognoza wyników

P&L (PLN m)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	y/y	q/q
Przychody ze sprzedaży	15.7	24.1	22.1	20.3	23.3	49%	15%
Przemysł	7.6	11.5	10.5	8.1	8.9	18%	10%
Wojsko	4.0	6.9	6.6	4.8	6.1	52%	27%
Transport	0.7	1.3	1.1	3.6	4.2	497%	17%
Medycyna i nauka	1.5	1.5	2.7	1.9	1.5	-3%	-21%
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	na	na
Materialy dla fotoniki	1.9	2.9	1.2	1.8	2.6	40%	45%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-9.5	-11.3	-11.8	-10.0	-11.4	19%	13%
Zysk/(strata) brutto na sprzedaży	6.1	12.8	10.3	10.3	11.9	94%	16%
Pozostałe przychody operacyjne	2.7	4.2	3.6	3.6	3.6	33%	0%
Koszty sprzedaży	-3.5	-3.8	-4.1	-3.5	-3.7	6%	8%
Koszty ogólnego zarządu	-6.3	-11.3	-8.7	-11.9	-12.2	93%	3%
Pozostałe koszty operacyjne	-2.1	-3.1	-1.3	-1.4	-1.4	-31%	0%
EBITDA	4.5	-2.0	3.1	0.5	1.5	-65%	197%
Znorm. EBITDA	2.5	-0.2	2.4	0.6	0.7	-70%	22%
EBIT	-3.1	-1.4	-0.3	-2.9	-1.8	-40%	-36%
Przychody finansowe netto	-0.9	0.5	-1.3	-1.3	-0.9	4%	-29%
Wynik z wyceny udziałów metodą praw własności	-0.2	2.7	-0.2	3.5	0.0	-100%	-100%
Zysk brutto	-4.1	1.8	-1.7	-0.6	-2.7	-34%	331%
Podatek dochodowy	-0.3	0.0	0.0	-0.3	0.0	-100%	-100%
Zysk netto	-4.4	1.8	-1.7	-1.0	-2.7	-38%	185%
Znorm. zysk netto	-4.1	1.8	-1.7	-0.6	-2.7	-34%	331%

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.

Zastrzeżenia prawne

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

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. 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 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, Serbii 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 wahanom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia 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.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem dokumentu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ASBIS Enterprises PLC, Izostal S.A., Medialgorithmics S.A., P.A. NOVA S.A., Scope Fluidics 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/gpwpa>.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), modeli zdyskontowanych dywidend (DDM), metody porównawczej, ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV), wartości aktywów netto (NAV), sumy części (SoTP), lub wariantów tych metod, lub innych metod uznanych za właściwe. W powyższych wycenach są uwzględnione opinie autora lub autorów raportu, w tym prognozy finansowe dla spółki lub spółek. Subiektywne założenia autora/autorów raportu są oparte o wiedzę i doświadczenie i odgrywają istotną rolę w wycenie. Wykorzystywane są również założenia oparte o liczne zmienne ekonomiczne, w tym o stopy procentowe, inflację, kursy walutowe. Zmiana tych założeń może spowodować istotne różnice w opiniach autora/autorów oraz wycenie/wycenach.

Modele DCF przedstawiają oczekiwane kształtowanie się przepływów pieniężnych spółek i są powszechnie używane w sektorze finansowym. Modele DCF uwzględniają wiele uznaniowych założeń dotyczących modelu operacyjnego spółki, przyszłych wyników finansowych oraz otoczenia rynkowego. Modele DCF zazwyczaj prezentują tylko jeden wybrany wariant przyszłości, przez co do analizy różnych scenariuszy potrzebna jest analiza wrażliwości (dla założeń operacyjnych lub parametrów wyceny, lub obu tych obszarów jednocześnie). Słabe punkty metody DCF uwzględniają wrażliwość na zmiany poszczególnych założeń oraz fakt, że metoda DCF prezentuje tylko jeden wybrany uznaniowy scenariusz przyszłości.

Modele DDM opierają się na oczekiwanym poziomie dystrybucji środków do akcjonariuszy w postaci dywidend. Umożliwiają one wycenę efektywnego poziomu strumienia pieniędzy z perspektywy akcjonariuszy (tylko w przypadku dywidend, modele DDM mogą nie w pełni uwzględniać skupy akcji). Słabymi punktami modeli DDM są wrażliwość na zmiany poszczególnych założeń operacyjnych lub dotyczących wyceny, nieuchwycenie całości łącznej dystrybucji do akcjonariuszy jeśli spółka przeprowadza skup akcji własnych równoległe z wypłaceniem dywidendy, oraz kłódnienie mniejszego nacisku na specyficzną sytuację finansową spółki.

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu mnożników wyceny z mnożnikami innych spółek z danego sektora. Mnożniki dla obecnego i przyszłych lat dla porównywanej spółki bazujące na przyszłych wynikach, wartości księgowej, wyniku operacyjnym czy przepływach pieniężnych uwzględniają prognozy autora/autorów raportu. Metoda porównawcza jest mniej zależna od indywidualnych ocen autora/autorów raportu odnoszących się do pojedynczych parametrów, podczas gdy jest bardziej zależna od składu grupy porównawczej spółek. Słabymi punktami metody porównawczej są jakość i podobieństwo grupy porównawczej (w tym różnice w modelach biznesowych, otoczeniu operacyjnym, fazie wzrostu, itd.), selekcji porównywalnych spółek, jakości konsensusu prognoz wyników dla spółek porównywanych, oraz praktyce porównywania mnożników do średniej/mediany zamiast do historycznych premii/dyskont.

Metoda rNPV uwzględnia prawdopodobieństwa przypisane przyszłym przepływom gotówkowym, co pozwala oszacować specyficzne ryzyka. rNPV jest powszechnie stosowana w wycenach innowacyjnych spółek, bądź w przypadkach gdy określone kamienie milowe muszą być osiągnięte przed momentem regularnego generowania gotówki. Słabe punkty metody rNPV to subiektywne przypisanie zastosowanych wag ryzyka / dyskonta oraz wrażliwość na zmiany przyjętych poszczególnych założeń.

Metody NAV i SoTP są często używane w przypadkach wyceny osobnych części biznesu spółki w celu otrzymania skonsolidowanej wartości. NAV i SoTP mogą uwzględniać różne metody wyceny dla wybranych aktywów, w tym modele DCF i DDM, wycenę bazującą na docelowym mnożniku, wycenę rynkową, lub inne metody, które łącznie są często korygowane o dodatkowe uznaniowe dyskonta (jak na przykład dyskonto za strukturę holdingową). Słabe punkty metod NAV/SoTP uwzględniają specyficzne słabe strony użytych metod oraz wrażliwość na przyjęte uznaniowe korekty jak dyskonto za strukturę holdingową.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją. Niniejszy dokument został przygotowany zgodnie z opinią, założeniami i wiedzą autora/autorów.

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>.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

AGM/EGM – zwyczajne/nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy.

BVPS - wartość księgowa na akcję - wartość księgowa kapitału własnego spółki przypadająca akcjonariuszom dominującym podzielona przez liczbę istniejących akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

CAGR - łączna średnioroczna stopa wzrostu.

CFO - przepływy pieniężne z działalności operacyjnej netto.

C/I (koszty/przychody) - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

D&A – amortyzacja.

DCF – zdyskontowany model przepływów pieniężnych – metoda wyceny bazująca na sumie zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych z właściwymi korektami (jak dług netto, itd., jeśli są potrzebne).

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend – metoda wyceny bazująca na sumie zdyskontowanych przyszłych dywidend.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę istniejących akcji na moment dystrybucji z wyłączeniem akcji własnych.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez cenę akcji.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami i amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę istniejących akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

EV – wartość przedsiębiorstwa – kapitalizacja skorygowana o akcje własne, plus dług brutto, pomniejszony o wartość środków pieniężnych i ekwiwalentów, pomniejszony o wartość spółek stowarzyszonych, plus wartość kapitałów mniejszości.

EV/EBITDA – EV podzielona przez EBITDA.

EV/S lub EV/przychody – EV podzielone przez przychody.

FCFE – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli kapitału własnego.

FCFF – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli firmy.

FV - wartość godziwa – wartość godziwa spółki obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.

ND – dług netto – dług brutto i wartość leasingów (w zależności od standardu rachunkowości) pomniejszona o wartość środków pieniężnych i ekwiwalentów.

Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

NII - wynik netto z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.

P/BV – wskaźnik ceny do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

P/E – wskaźnik ceny do zysku – cena podzielona przez EPS.

PEG – wskaźnik P/E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle przez dany okres.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny przypadający akcjonariuszom dominującym.

ROIC - zwrot z zainwestowanego kapitału – EBIT * (1 – stawka podatku) podzielona przez średni zainwestowany kapitał.

uFCF - underlying free cash flow – wskaźnik (obliczany przez IPOPEMA) odzwierciedlający wartość potencjalnej generacji gotówki możliwej do dystrybucji do akcjonariuszy przed wypływami na uznaniowe cele (takimi jak transfer do akcjonariuszy, nieogłoszone wcześniej przejęcia, aktywa finansowe, itd.), policzona następująco: przepływy operacyjne z operacji netto, pomniejszone o CAPEX na aktywa trwałe i niematerialne oraz ogłoszone przejęcia, pomniejszony o odsetki netto płatne na długi, pożyczkach i leasingach, pomniejszone o płatności leasingowe, pomniejszone o płatności dywidend do akcjonariuszy mniejszościowych, powiększone o otrzymane dywidendy, powiększone jeśli konieczne o inne wpływy/wypływy specyficzne dla spółki w zależności od jej specyfiki/prezentacji.

uFCFps – uFCF podzielone przez liczbę akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

WACC – średni ważony koszt kapitału.

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.

KUPUJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną przekracza +10%.

TRZYMAJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną jest pomiędzy i/lub równa -10% oraz +10%.

SPRZEDAJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną jest poniżej -10%.

Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu. Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Dokument został dystrybuowany w dniu 16 października 2025 o godzinie 07:30 CEST.

IPOPEMA Research (1 lipca 2025 – 30 września 2025)

	Liczba	%
Kup	22	65%
Trzymaj	8	24%
Sprzedaj	4	12%
Suma	34	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	KUPUJ	640.0	508.0	Michał Wojciechowski
16.10.2025	KUPUJ	610.0	522.0	Michał Wojciechowski