

VIGO Photonics

Projekt HyperPIC oficjalnie wystartował

VIGO oficjalnie rozpoczęło projekt HyperPIC, który naszym zdaniem ma szansę stać się przełomowy dla firmy w przyszłości. Spółka utrzymuje swoją pozycję lidera w dziedzinie czujników Mid-IR dzięki przewadze technologicznej; jednak naszym zdaniem, trudno byłoby utrzymać ten status, gdy Mid-IR wejdzie na rynek masowych aplikacji, bez inwestycji na dużą skalę. Z punktu widzenia modelowania, traktujemy HyperPIC jako potencjał wzrostowy naszej wyceny (NPV projektu na poziomie 176 mln PLN); niemniej jednak, ze strategicznego punktu widzenia, przyszłość tego produktu będzie determinować perspektywy firmy już w 2025E (potencjalne pierwsze partnerstwa) i może spełnić podstawowe założenie spółki o wejściu na rynek masowy. W naszej opinii dotychczasowa niszowość produktu była ograniczeniem dla VIGO, podczas gdy fotoniczne układy scalone wydają się niezbędnym ogniwem w wyścigu globalnych liderów technologicznych. Oprócz HyperPIC, przewidujemy dalszy szybki wzrost segmentu detektorów IR (18% CAGR 2023-26E) oraz istotne przychody ze sprzedaży matryc IR (8 mln EUR w 2026E). Łącznie w 2024E/2025E prognozujemy przychody na poziomie 91.5 mln PLN/123.1 mln PLN (wzrost o 21%/35% r/r, z głównym wzrostem w 2025 dzięki wprowadzeniu do oferty matryc IR) oraz zysk netto norm. na poziomie 14.9 mln PLN/27.9 mln PLN (wzrost o 32%/88% r/r, odpowiednio, dzięki wyższemu wykorzystaniu mocy produkcyjnych). Nadal oczekujemy, że firma będzie dalej poprawiać swoją rentowność dzięki zmniejszającej się presji inflacyjnej i stabilizacji dostępności komponentów. Na naszych prognozach VIGO jest wyceniane na 2024E/25E EV/EBITDA na poziomie 16,5x/11,0x, +18%/-8% wobec spółek porównywalnych. Utrzymujemy rekomendację KUPUJ i Wartość Godziwą na poziomie 600.0 PLN.

Projekt HyperPIC został oficjalnie rozpoczęty.

20 czerwca VIGO i NCBiR zorganizowały oficjalną konferencję prasową ogłaszającą rozpoczęcie projektu HyperPIC. Zgodnie z umową o dofinansowanie, VIGO może otrzymać do 440.5 mln PLN maksymalnej pomocy publicznej, z całkowitych szacowanych kwalifikowalnych kosztów projektu na poziomie 853.1 mln PLN. Nie uwzględniamy HyperPIC w naszej wycenie ze względu na wczesny etap prac; jednak nasz uproszczony model przedstawia potencjalne NPV projektu na poziomie 176 mln PLN, co stanowi znaczący potencjał wzrostowy do naszej wyceny. Ponadto, już w 2025 VIGO może pozyskać pierwsze partnerstwa HyperPIC, które prawdopodobnie zostaną podpisane z globalnymi liderami branży technologicznej, co może wesprzeć sentyment rynkowy do spółki.

Matryce IR będą napędzać wzrost w średnim okresie.

Po podpisaniu w 3Q23 listu intencyjnego z PCO w sprawie produkcji matryc IR, spodziewamy się, że umowa ramowa zostanie podpisana do końca tego roku. Firma planuje rozpocząć inwestycje w maszyny do linii produkcyjnej już w 3Q24E, co powinno przełożyć się na rozpoczęcie produkcji nisko-seryjnej w 3Q25E i pełną produkcję w 2026E. W naszym modelu oczekujemy, że pierwsze przychody zostaną rozpoznane w 2025E na poziomie 11 mln PLN i 34 mln PLN w 2026E (bez zmian w stosunku do poprzednich założeń).

Tabela 1. Podsumowanie prognoz finansowych (PLN m)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	71.5	67.9	75.4	91.5	123.1	169.1
Znorm. EBITDA	27.3	15.0	20.0	28.2	42.6	65.5
Znorm. zysk netto	22.6	7.7	11.3	14.9	27.9	50.2
EV/EBITDA (x)	18.7	24.6	23.3	16.5	11.0	6.7
P/E (x)	21.6	42.9	38.0	31.8	16.9	9.4

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

TMT | Nowe technologie

VIGO PHOTONICS

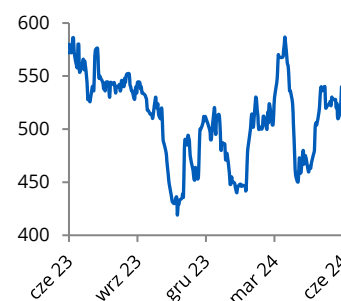
KUPUJ

FV PLN 600.0

11% potencjału wzrostu

Cena z dnia 20 czerwca 2024 PLN 540.0

Rekomendacja utrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	0.875
Kapitalizacja (EUR m)	109.1
12M średni dzienny wolumen (k)	0.6
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.1
12M max/min (PLN)	636 / 416
Udział w WIG (%)	0.1
Reuters	VGOP.WA
Bloomberg	VGO PW

Stopa zwrotu

1M	3.1%
3M	1.9%
12M	-6.9%

Akcjonariat

Warsaw Equity Management	14.3%
Józef Piotrowski	9.6%
Pozostali	76.1%

Analitik

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

VIGO Photonics*

KUPUJ

FV PLN 600

Kapitalizacja EUR 109.1m potencjał wzrostu +11%

Mnożniki wyceny	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/E (x)	42.9	38.0	31.8	16.9	9.4
EV/EBITDA (x)	24.6	23.3	16.5	11.0	6.7
EV/Sales (x)	5.5	6.2	5.1	3.8	2.6
P/BV (x)	2.4	2.2	2.2	2.0	1.7
FCF yield (%)	-3.2%	-1.5%	-4.3%	0.0%	7.9%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Na akcję	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Liczba akcji (m szt.)	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
EPS znorm. (PLN)	10.5	12.9	17.0	31.9	57.3
BVPS (PLN)	190.0	226.5	249.1	274.9	321.4
FCFPs (PLN)	-16.1	-7.8	-22.7	0.0	39.5
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

dynamika y/y (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	-5.1%	11.1%	21.3%	34.6%	37.4%
EBITDA	-44.9%	32.8%	41.2%	51.3%	53.6%
EBIT	-61.5%	29.6%	48.4%	74.5%	74.3%
Zysk netto znorm.**	-65.9%	46.9%	31.6%	87.8%	79.7%

Wskaźniki finansow	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Marża na sprzed. (%)	51.7%	49.0%	50.2%	52.4%	55.7%
Marża EBITDA (%)	22.1%	26.5%	30.8%	34.6%	38.7%
Marża EBIT (%)	13.0%	15.2%	18.5%	24.0%	30.5%
Marża netto znorm. (%)	11.3%	15.0%	16.3%	22.7%	29.7%
Dług netto / EBITDA (x)	3.1	2.4	0.3	0.3	-0.2
Dług netto / Kapitał wł.	0.3	0.2	0.0	0.1	0.0
Dług netto / Aktywa (x)	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	5.7%	6.7%	7.1%	12.2%	19.2%
ROA (%)	3.3%	3.9%	4.5%	7.9%	13.0%
ROIC (%)	3.3%	3.5%	5.6%	10.3%	17.6%

Segment detektorów	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	63.7	72.2	82.3	109.4	148.6
Przemysł	39.5	45.0	52.3	61.6	70.0
Wojsko	8.1	11.6	16.6	30.2	55.8
Transport	7.8	7.9	8.4	10.5	12.7
Medycyna i nauka	7.2	4.5	4.7	6.8	9.7
Pozostałe	1.1	3.2	0.3	0.3	0.3
EBIT	8.6	9.8	15.1	26.5	46.4
EBITDA	17.6	20.6	27.8	42.0	63.6
Zysk netto znorm.**¹	7.7	9.9	13.0	24.8	45.1
marża netto znorm.**	12.0%	13.7%	22.2%	17.8%	23.9%

Materiały dla fotonii	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	4.1	3.2	9.1	13.7	20.6
EBIT	0.1	1.7	1.8	3.1	5.1
EBITDA	0.5	3.2	4.1	5.4	7.4
Zysk netto znorm.**	0.0	1.4	1.8	3.1	5.1
marża netto znorm.**	-0.8%	36.7%	20.1%	22.7%	24.8%

Koszty rodzajowe	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Koszty pracownicze	-33.0	-31.8	-34.6	-44.0	-55.5
Materiały i energia	-13.5	-17.1	-20.3	-26.2	-36.2
Amortyzacja	-9.3	-12.4	-15.0	-17.8	-19.5
Usługi obce i pozostałe	-11.2	-10.0	-10.4	-12.8	-16.8

RACHUNEK ZYSKÓW (PLNm)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	71.5	67.9	75.4	91.5	123.1	169.1
Koszt własny sprzedaży	-25.7	-32.8	-38.5	-45.6	-58.6	-75.0
Zysk brutto na sprzedaży	45.8	35.1	36.9	45.9	64.5	94.1
Koszty sprzedaży	-4.7	-10.4	-9.4	-10.1	-13.7	-19.1
Koszty zarządu	-20.1	-20.6	-18.5	-21.7	-25.3	-29.0
Pozostałe koszty oper. netto	2.0	4.8	2.4	2.8	4.1	5.5
EBITDA	29.7	18.2	23.8	32.0	47.4	71.1
EBITDA znorm.**	27.3	15.0	20.0	28.2	42.6	65.5
EBIT	22.9	8.8	11.4	17.0	29.6	51.5
Koszty finansowe netto	-0.3	-1.1	-0.1	-2.1	-1.7	-1.4
Zysk brutto	22.6	7.7	11.3	14.9	27.9	50.2
Podatek dochodowy	7.9	-0.5	-14.3	5.3	-5.3	-9.5
Zysk netto	30.5	7.2	-3.0	20.1	22.6	40.6
Zysk netto znorm.**	22.6	7.7	11.3	14.9	27.9	50.2

BILANS (PLNm)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Aktywa trwałe	183.7	218.9	225.4	273.9	303.4	313.9
WNiP	10.5	19.4	29.9	41.3	49.3	53.4
Nakłady na prace rozwojowe	43.4	53.4	59.2	75.7	90.8	103.4
Inwestycje w jedn. Stow.	4.3	6.7	12.6	15.6	18.6	21.6
Rzeczowe aktywa trwałe	99.2	113.5	111.9	124.3	133.0	131.6
Aktywo z tyt. Pod. odroczonego	22.4	22.0	7.8	13.1	7.8	0.0
Inne aktywa trwałe	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
Aktywa obrotowe	34.3	35.1	96.9	67.7	61.8	95.1
Zapasy	6.9	15.3	12.0	15.1	18.3	23.2
Należności handlowe	14.4	14.3	15.9	17.6	22.6	29.7
Środki pieniężne	6.5	2.3	2.8	33.1	18.9	40.0
Inne aktywa obrotowe	6.6	3.3	66.1	2.0	2.1	2.2
Aktywa ogółem	218.0	254.0	322.3	341.7	365.2	409.1
Kapitał własny	131.2	138.5	198.2	217.9	240.5	281.2
Zobowiązania długoter.	57.5	81.9	80.2	78.0	76.5	82.0
Dług	22.2	28.9	19.7	9.7	1.7	1.7
inne zobowiązania długoter.	35.3	53.0	60.5	68.3	74.9	80.3
Zobowiązania krótkoterm.	29.3	33.6	43.9	45.8	48.2	45.9
Zobowiązania handlowe	8.1	4.4	2.8	4.9	7.1	9.5
Dług	12.5	21.4	32.5	32.0	31.5	26.0
inne zobowiązania krótkoterm.	8.7	7.8	8.6	8.9	9.6	10.4
Pasywa ogółem	218.0	254.0	322.3	341.7	365.2	409.1
Cykl konwersji gotówki (dni)	33.3	67.0	105.0	91.0	77.0	68.0
Dług brutto (PLN m)	33.8	49.4	51.3	41.7	33.2	27.7
Dług netto (PLN m)	27.3	47.1	48.5	8.6	14.3	-12.3

PRZEP. PIENIĘŻNE (PLNm)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przepływy operacyjne	22.3	3.8	15.3	27.0	32.4	49.2
Zysk brutto	22.6	7.7	11.3	14.9	27.9	50.2
Amortyzacja	6.8	9.4	12.4	15.0	17.8	19.5
Zmiana w kapitale obrotowym	-3.2	-4.3	0.1	-2.7	-6.1	-9.7
Inne	-3.8	-9.0	-7.9	-0.3	-7.2	-10.7
Przepływy inwestycyjne	-34.6	-22.1	-17.4	-45.4	-36.5	-21.2
Dotacje	15.1	25.5	14.7	15.4	16.1	16.6
CAPEX bez prac rozwojowych	-29.4	-23.4	-22.5	-24.9	-19.4	-9.6
CAPEX na prace rozwojowe	-18.3	-21.4	-4.2	-32.9	-30.2	-25.2
Inwestycje net. w jedn. stow.	-3.5	-2.9	-5.3	-3.0	-3.0	-3.0
Inne	1.6	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Przepływy finansowe	3.1	14.1	2.6	48.8	-10.2	-6.9
Zmiana w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	61.5	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	3.4	15.1	4.9	-10.6	-8.5	-5.5
Odsetki zapłacone	-0.3	-1.0	-2.3	-2.1	-1.7	-1.4
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	-9.2	-4.2	0.5	30.3	-14.2	21.1
Śr. pieniężne na koniec okr.	3.8	2.3	2.8	33.1	18.9	40.0

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

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

Spis Treści

Spis Treści.....	3
Wycena	4
Prognozy finansowe dla projektu HyperPIC	6
Załącznik 1: Podsumowanie konferencji inwestorskiej po wynikach za 1Q24	7
Załącznik 2: Ryzyka inwestycyjne.....	8
Załącznik 3: ESG	9

Wycena

Tabela 2. Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%)	FV (PLN/akcja)
DCF	100%	600.0
Porównawcza	0%	645.0
Wartość godziwa (FV)		600.0
Cena bieżąca		540.0
Potencjał wzrostu/spadku		11%

Wycena DCF

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
Przychody ze sprzedaży	75.4	91.5	123.1	169.1	203.9	240.3	281.8	328.4	328.4
- zmiana r/r	11%	21%	35%	37%	21%	18%	17%	17%	
EBITDA znorm.*	20.0	28.2	42.6	65.5	75.2	85.8	98.7	112.2	112.2
- znorm. marża EBITDA	26.5%	30.8%	34.6%	38.7%	36.9%	35.7%	35.0%	34.2%	34.2%
- zmiana r/r	33%	41%	51%	54%	15%	14%	15%	14%	
EBIT znorm.*	7.6	13.1	24.8	46.0	54.7	64.5	76.5	89.1	89.1
Stopa podatkowa	0%	0%	0%	0%	5%	5%	5%	5%	9%
NOPAT	7.6	13.1	24.8	46.0	52.0	61.3	72.7	84.6	81.0
- zmiana r/r	42%	73%	89%	85%	13%	18%	19%	16%	
Amortyzacja	12.4	15.0	17.8	19.5	20.4	21.3	22.2	23.2	23.2
Zmiana w kapitale obrotowym	0.1	-2.7	-6.1	-9.7	-6.6	-6.1	-8.7	-9.6	-7.3
CAPEX	-17.3	-45.4	-36.5	-21.2	-16.1	-16.9	-17.9	-18.9	-23.2
FCF	2.7	-19.9	0.0	34.5	49.8	59.5	68.3	79.3	73.8
Koszt kapitału własnego		16.1%	14.1%	13.9%	13.9%	13.9%	13.8%	14.2%	14.5%
Koszt długu po podatku		5.5%	5.5%	5.5%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.0%
WACC		13.2%	13.1%	13.2%	13.3%	13.4%	13.4%	13.8%	13.8%
Czynnik dyskontowy (%)		93%	83%	73%	64%	57%	50%	44%	
wartość bieżąca FCF (PLN m)		-18.6	0.0	25.2	32.1	33.8	34.2	34.9	
wartość bieżąca FCF 2024E-30E (PLN m)	141.5								
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	4.5%								
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLN m)	364.4								
EV (PLN m)	505.9								
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	12.6								
Pozostałe (PLN m)	55.5								
Dług netto (PLN m, 4Q23)	48.5								
Wartość kapitału własnego (PLN m)	525.0								
Liczba akcji (rozwodniona, m)	0.875								
Wartość godziwa FV (PLN)	600.0								
Cena bieżąca	540.0								
Potencjał wzrostu/spadku	11%								

Analiza wrażliwości DCF

Stopa wzrostu rezydualnego (%)	WACC (%)				
	12.8%	13.3%	13.8%	14.3%	14.8%
3.5%	596	574	556	538	523
4.0%	621	597	577	557	540
4.5%	650	624	600	578	560
5.0%	682	652	626	602	580
5.5%	719	684	655	627	604

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

Tabela 3. VIGO Photonics – wycena porównawcza

SPÓŁKA	Kapitalizacja		P/E (x)			EV/EBITDA (x)			DY 2024E	CAGR Przychodów 2022-25E	CAGR Zysk netto 2022-25E	ROE 2024E
	USD m	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E					
HAMAMATSU	4,590	21.2	19.8	17.7	11.7	10.6	9.3	1.7%	4.0%	-2.0%	9.7%	
TELEDYNE TECHNOLOGIES	18,297	19.9	18.0	16.6	15.0	13.2	11.4	n.a.	3.0%	6.0%	9.7%	
NIPPON CERAMIC	440	15.7	14.3	12.9	n.a.	n.a.	n.a.	4.3%	6.0%	5.0%	7.6%	
OPTEX GROUP	373	11.1	9.2	7.5	n.a.	n.a.	n.a.	2.5%	9.0%	18.0%	11.0%	
VISUAL PHOTONICS	938	37.1	29.8	22.9	23.8	19.3	14.8	1.7%	25.0%	45.0%	24.9%	
IPG PHOTONICS	3,714	30.7	19.8	18.4	13.0	9.0	n.a.	0.0%	1.0%	-4.0%	5.6%	
MEDIANA		20.6	18.9	17.2	14.0	11.9	11.4	1.7%	5.0%	5.5%	9.7%	
VIGO Photonics	117	31.8	16.9	9.4	16.5	11.0	6.7	0.0%	22.0%	53.7%	6.7%	
premia/dyskonto (do mediany)		55%	-10%	-45%	18%	-8%	-41%					
Waga		17%	17%	17%	17%	17%	17%					

Wycena na akcję (PLN) 645.0

Źródło: IPOPEMA Research, Bloomberg dane z dnia 20.06.2024

Figure 4. VIGO Photonics – zmiana prognoz finansowych 2024E-26E

	2024E		Zmiana (%)	2025E		Zmiana (%)	2026E		Zmiana (%)
	Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie	
Przychody	91.5	94.1	-3%	123.1	126.6	-3%	169.1	172.6	-2%
EBITDA	32.0	34.1	-6%	47.4	51.8	-9%	71.1	73.8	-4%
EBIT	17.0	21.7	-22%	29.6	35.7	-17%	51.5	55.7	-8%
Znorm. zysk netto	14.9	19.8	-25%	27.9	34.3	-19%	50.2	54.6	-8%

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-27E** z łącznymi nakładami inwestycyjnymi w wysokości 34.2 mln euro; po tym okresie dalsze B+R w wysokości 8 mln euro rocznie.
- **Budowa fabryki PIC w latach 2025E-2028E** z łącznymi nakładami inwestycyjnymi w wysokości 150 mln euro; po 2028E 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 17% 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 50 mln euro, 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 5. Projekt HyperPIC – model finansowy (EUR m)

HyperPIC NPV (mln euro)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	LT
Przychody ze sprzedaży	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	67.5	91.0	136.5	216.0
Cena (EUR/sztuka)						15.0	14.0	13.0	12.0
Wolumen (mln sztuk)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.5	6.5	10.5	18.0
<i>Wykorzystanie potencjału</i>						17%	23%	34%	54%
Znorm. EBIT	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(16.6)	(5.5)	16.0	42.0
marża						-25%	-6%	12%	19%
NOPLAT	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(13.4)	(4.5)	13.0	34.0
Amortyzacja	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.6	12.2	13.8	18.0
CAPEX netto	0.0	(5.0)	(12.4)	(34.6)	(49.3)	(5.4)	(8.4)	(10.7)	(18.0)
Capex brutto	0.0	(8.6)	(21.1)	(58.6)	(83.6)	(20.6)	(18.1)	(18.1)	(18.0)
Dotacje	0.0	3.5	8.6	24.0	34.3	15.2	9.7	7.4	0.0
Zmiana w kapitale obrotowym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(10.1)	(3.5)	(6.8)	(1.5)
Koszty finansowe netto	0.0	0.0	(0.4)	(2.1)	(4.5)	(4.9)	(4.9)	(4.9)	(4.9)
Łączne przepływy pieniężne	0.0	(5.0)	(12.8)	(36.6)	(53.9)	(23.2)	(9.1)	4.4	27.6
Stopa dyskontowa		92%	81%	71%	62%	55%	48%	42%	
Wartość bieżąca przepływów p.	0.0	(4.6)	(10.4)	(26.0)	(33.5)	(12.7)	(4.4)	1.8	
Wzrost w okresie rezydualnym	4.5%								
NPV (mln euro)	40.6								
NPV (mln zł)	176.1								

Źródło: IPOPEMA Research

Załącznik 1: Podsumowanie konferencji inwestorskiej po wynikach za 1Q24

Poniżej prezentujemy nasze podsumowanie kluczowych zagadnień poruszanych w trakcie telekonferencji dotyczącej wyników VIGO Photonics za I kwartał 2024 roku, która odbyła się 29 maja 2024 roku:

Perspektywy. Zarząd nie zauważył większego ryzyka w odniesieniu do zainteresowania klientów produktami VIGO, wręcz przeciwnie, pojawiają się nowi klienci i aplikacje. Firma planuje rozpocząć produkcję kilku nowych produktów w drugiej połowie 2024 roku, w tym chłodzonych detektorów dla klientów z USA.

Koszty operacyjne. CFO spodziewa się wzrostu wynagrodzeń w nadchodzących kwartałach (częściowy wzrost został już odnotowany w I kwartale), podczas gdy inne kategorie kosztów mają się ustabilizować. Wysokie inne koszty operacyjne w I kwartale były związane z optymalizacją produkcji i nie są oczekiwane w kolejnych kwartałach.

Aktualizacja strategii. VIGO obecnie pracuje nad zaktualizowanym planem finansowym, jednak zarząd na razie nie ma konkretnych planów co do publikacji aktualizacji strategii.

Rynek USA. Zarząd ustalił cel sprzedaży w USA na 40-50 milionów złotych do końca 2026 roku (w porównaniu do 12 milionów złotych w 2023 roku).

Rynek wojskowy USA. Prezes zauważył, że po dostawach broni na Ukrainę (w tym pocisków Javelin) istnieje duża potrzeba uzupełnienia zapasów, co może zająć rok od teraz. VIGO chce zająć się tą luką w produkcji. Pierwsze projekty w USA są w toku, po zakończeniu certyfikacji bezpieczeństwa mogą przyspieszyć. Kolejne projekty mają zostać rozpoczęte w 2024 roku. Według prezesa armia USA ogólnie używa wielu zagranicznych komponentów, ale zakończona certyfikacja jest niezbędna dla dostawcy.

Matryce IR. VIGO zamierza rozpocząć inwestycje w park maszynowy do linii produkcyjnej w III kwartale.

HyperPIC. Projekt HyperPIC wymaga dodatkowego finansowania, które planuje się uzyskać w 2025 roku, wraz z pracami nad przygotowaniem do budowy fabryki. Firma szuka przede wszystkim przyszłych klientów PIC oraz strategicznego partnera do inwestycji (potencjalnie pochodzącego z łańcucha IPCEI). Jednakże, rozważane są różne opcje finansowania i na razie nic nie jest wykluczone.

Zatrudnienie. Obecnie zespół VIGO liczy 220 osób.

Opinia. Neutralna. Nie przedstawiono żadnych większych aktualizacji. Zarząd potwierdził, że inwestycja w linię produkcyjną matryc IR ma się rozpocząć w III kwartale, co (naszym zdaniem) prawdopodobnie nastąpi przed podpisaniem umowy z PCO na ten produkt. Rynek amerykański pozostaje potencjałem wzrostowym dla akcji, a zarząd ponownie potwierdził ambitne cele sprzedażowe dla tego regionu.

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 2022 roku 39% przychodów spółki zostało wygenerowanych z kontraktów z 4 klientami (w porównaniu z 55% w 2021 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.

Tabela 6. Zużycie wody, ciepła i energii elektrycznej w 2021-22

Zużycie	2021	2022	Zmiana % r/r
Woda [m3]:	3 964	4154	4.79%
Energia cieplna [GJ]	417	2925	601.44%
Energia elektryczna [MWh]	2 365	3 223	36.28%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

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.

Tabela 7. Pracownicy wg płci w 2021 i 2022

Płeć	2021		2022	
Kobiety	67	31.90%	69	32.55%
Mężczyźni	143	68.10%	143	67.45%
Łącznie	210	100.00%	212	100.00%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Kobiety stanowiły 32.55% wszystkich pracowników, a mężczyźni 67.45% w 2022 r. Pracownicy w ok. 66.98%, mają wykształcenie wyższe lub wyższe. Wynika to ze specyfiki działalności operacyjnej VIGO, która wymaga wysoko wykwalifikowanych pracowników.

Tabela 8. Pracownicy wg wykształcenia w 2021 i 2022

Wykształcenie	2021		2022	
Podstawowe	7	3.33%	2	0.94%
Średnie	41	19.52%	48	22.64%
Wyższe	139	66.19%	142	66.98%
Ponad wyższe	23	10.95%	21	9.91%
Suma	210	100.00%	212	100.47%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

W latach 2021 i 2022 liczba pracowników ze stażem powyżej 5 lat wzrosła o trzy osoby. Wskaźnik rotacji wzrósł do 16.51%, co wynika z rotacji w grupie pracowników ze stażem do 5 lat.

Tabela 9. Pracownicy wg stażu pracy (w latach) oraz rotacji

Staż pracy	2021	2022	Wskaźnik rotacji	2021	2022
Do 1 roku	57	76	Odejścia	20	35
Od roku do 5 lat	100	81	Liczba pracowników	210	212
Od 5 do 10 lat	30	33	Wskaźnik rotacji	9.52%	16.51%
Od 10 do 15 lat	15	15			

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

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

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. 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 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 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 stycznia 2024 – 31 marca 2024)

	Liczba	%
Kup	12	75%
Trzymaj	3	19%
Sprzedaj	1	6%
Suma	16	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