

VIGO Photonics

Synergie z akwizycji przed startem matryc IR

Postrzegamy pozytywnie przejęcie Infrared Associates przez VIGO, które przynosi liczne synergie, w tym bezpośrednią obecność na atrakcyjnym rynku USA (wraz z lokalnymi mocami produkcyjnymi), potencjał cross-sellingu, synergie kosztowe (w tym wykorzystanie mocy produkcyjnych VIGO na potrzeby Infrared) oraz wzmocnienie pozycji VIGO na rynku średniej podczerwieni. Cena transakcyjna na poziomie 0.95x sprzedaży 2025 oraz 5.6x EBIT 2025 wydaje się atrakcyjna, co naszym zdaniem częściowo wynika z silnej pozycji rynkowej VIGO. Dzięki konsolidacji Infrared, oczekiwanemu uruchomieniu produkcji matryc IR w 2027 roku, a także poprawiającej się koniunkturze w segmencie przemysłowym, spółka wchodzi w okres dynamicznego wzrostu, który dodatkowo zbiega się z czasem zwiększonego popytu w branży obronnej. Co więcej, VIGO nadal znajduje się w procesie przeglądu opcji strategicznych, który – jak wierzymy – może zakończyć się w tym roku (w tym decyzją dotyczącą przyszłości HyperPIC, którego obecnie nie uwzględniamy w wycenie ze względu na brak zabezpieczonego finansowania). W 2026E/27E prognozujemy, że spółka wygeneruje odpowiednio PLN 132m/175m sprzedaży (wzrost o 42%/32% r/r, w tym konsolidacja Infrared przez 3 kwartały 2026) oraz skoryg. EBITDA na poziomie PLN 25.8m/43.3m (wzrost o 115%/67% r/r). Rozszerzenie sprzedaży, synergie z Infrared oraz start produkcji matryc IR, a także ostatnie działania optymalizacyjne, powinny pomóc spółce powrócić do zdrowej rentowności (marża skoryg. EBITDA 2027E 24.8% vs. 12.9% w 2025). VIGO jest wyceniane na naszych prognozach 2026E/27E EV/EBITDA na poziomie 20.5x/12.2x, vs. 21.6x/17.8x dla spółek fotonicznych. Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ, podnosząc wartość godziwą do PLN 670.0, dzięki przejęciu Infrared.

Wzrost w średnim terminie napędzany przez przemysł i wojsko. Oczekujemy, że podstawowy biznes VIGO (bez przejętego Infrared) dostarczy PLN 100m/139m sprzedaży w 2026E/27E (wzrost o 8%/39% r/r). Prognozujemy, wzrost w 2026E przede wszystkim napędzany segmentem przemysłowym, dzięki silnym zamówieniom od klientów z USA i Europy, podczas gdy segment obronny prawdopodobnie odnotuje spadek r/r z powodu oczekiwanych niższych zamówień od Safrana oraz stabilizacji sprzedaży do PCO. W 2027E oczekujemy utrzymania dobrej dynamiki w przemyśle oraz powrotu do wzrostu w wojsku, napędzanego poprawą kontraktów z Safran, nowym kontraktem w USA wchodzącym w fazę produkcyjną oraz rozpoczęciem produkcji matryc IR (PLN 12m sprzedaży w 2027E).

Atrakcyjnie wycenione przejęcie Infrared Associates wygeneruje synergie. Postrzegamy przejęcie Infrared Associates jako pozytyw dla spółki. Wycena transakcji na 0.95x sprzedaży 2025 oraz 5.6x EBIT 2025 wydaje się atrakcyjna jak na branżę fotoniczną, podczas gdy synergie – w tym poszerzona baza klientów, potencjał cross-sellingu, optymalizacja produkcji, moce produkcyjne w USA oraz możliwość rozwiązywania ograniczeń produkcyjnych Infrared dzięki zasobom VIGO – są silne i klarowne. W 2026E konserwatywnie oczekujemy, że Infrared dostarczy stabilne USD 8.8m sprzedaży, zgodnie z celem zarządu, przy wzroście do USD 9.7m w 2027E (+10% r/r) dzięki synergii. Prognozujemy również EBIT Infrared na poziomie odpowiednio USD 1.5m/1.8m w 2026E/27E.

Tabela 1. Podsumowanie prognoz finansowych (PLN m)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	75.4	78.3	93.0	132.2	174.6	221.4
Znorm. EBITDA	15.0	5.5	12.0	25.8	43.3	65.8
Znorm. zysk netto	9.0	-3.6	-6.8	11.3	20.8	43.6
EV/EBITDA (x)	26.3	73.0	32.2	20.5	12.2	7.5
P/E (x)	39.7	-114.1	-57.9	42.8	23.3	11.1

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

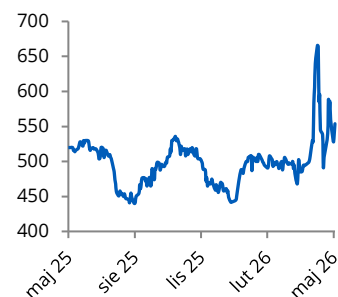
KUPUJ

FV PLN 670.0

21% potencjału wzrostu

Cena z dnia 15 maja 2026 PLN 554.0

Rekomendacja utrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	0.9
Kapitalizacja (EUR m)	114.3
12M średni dzienny wolumen (k)	0.7
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.1
12M max/min (PLN)	674 / 428
Udział w WIG (%)	0.1
Reuters	VGOP.WA
Bloomberg	VGO PW

Stopa zwrotu

1M	+4.9%
3M	+9.1%
12M	+4.5%

Akcjonariat

Warsaw Equity Management	14.3%
Józef Piotrowski	9.4%
Allianz OFE	6.7%
Investors TFI	5.9%
Janusz Kubrak	5.5%
Pozostali	58.3%

Analitik

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

VIGO Photonics*

KUPUJ

FV PLN 670

Kapitalizacja EUR 92.6m

potencjał wzrostu +21%

Mnożniki wyceny	2024	2025	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	na	na	42.8	23.3	11.1
EV/EBITDA (x)	73.0	32.2	20.5	12.2	7.5
EV/Sales (x)	5.1	4.2	4.0	3.0	2.2
P/BV (x)	2.4	2.5	2.9	2.6	2.1
FCF yield (%)	-1.2%	-1.9%	-7.4%	1.9%	14.0%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Na akcję	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Liczba akcji (m szt.)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EPS znorm. (PLN)	-4.2	-7.8	12.9	23.8	49.8
BVPS (PLN)	194.9	179.7	190.2	214.0	263.8
FCFPS (PLN)	-5.4	-8.3	-44.9	11.7	79.2
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

dynamika y/y (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	3.9%	18.8%	42.2%	32.1%	26.8%
EBITDA	-63.4%	118.9%	115.2%	67.6%	52.1%
EBIT	na	na	-472.4%	68.2%	90.5%
Zysk netto znorm.**	na	na	-266.4%	83.9%	109.2%

Wskaźniki finansowe	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Marża na sprzed. (%)	50.5%	49.3%	54.3%	54.7%	58.2%
Marża EBITDA (%)	7.0%	12.9%	19.5%	24.8%	29.7%
Marża EBIT (%)	-5.9%	-4.4%	11.6%	14.8%	22.2%
Marża netto znorm. (%)	-4.6%	-7.3%	8.6%	11.9%	19.7%
Dług netto / EBITDA (x)	0.4	1.0	2.4	1.5	0.5
Dług netto / Kapitał wł. (x)	0.0	0.1	0.4	0.3	0.1
Dług netto / Aktywa (x)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1
ROE (%)	-2.1%	-4.2%	7.0%	11.8%	20.8%
ROA (%)	-1.5%	-3.2%	4.7%	7.4%	14.4%
ROIC (%)	-4.0%	-4.2%	6.2%	9.5%	18.0%

Segment detektorów	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	69.6	84.8	98.6	128.0	170.0
Przemysł	34.0	38.3	54.0	60.2	70.0
Wojsko	23.2	28.9	24.8	46.5	77.1
Transport	7.3	9.6	11.5	12.3	13.3
Medycyna i nauka	5.0	7.8	8.1	8.7	9.4
Pozostałe	0.0	0.2	0.2	36.0	0.2
EBIT	-3.2	0.5	-9.3	-11.2	7.0
EBITDA	7.0	10.7	6.9	14.3	32.4
Zysk netto znorm.**	-1.5	-1.8	-13.3	-16.2	1.6
marża netto znorm.**	-2.2%	-2.1%	-15.7%	-12.6%	0.9%

Materiały dla fotoniki	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	8.7	8.2	9.5	10.8	12.0
EBIT	-1.5	-4.6	0.6	1.2	2.7
EBITDA	1.8	-8.0	2.9	3.5	5.0
Zysk netto znorm.**	-2.1	-5.0	0.6	1.2	2.6
marża netto znorm.**	-18.1%	-50.4%	4.9%	9.0%	18.2%

Koszty rodzajowe	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Koszty pracownicze	-46.5	-51.5	-53.7	-63.7	-72.6
Materiały i energia	-22.1	-22.8	-29.9	-40.6	-52.1
Amortyzacja	-13.3	-13.3	-18.5	-27.9	-27.7
Usługi obce i pozostałe	-14.4	-19.5	-27.3	-29.7	-33.0

RACHUNEK ZYSKÓW (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	75.4	78.3	93.0	132.2	174.6	221.4
Koszt własny sprzedaży	-35.8	-38.7	-47.2	-60.4	-79.2	-92.6
Zysk brutto na sprzedaży	39.6	39.6	45.8	71.8	95.4	128.8
Koszty sprzedaży	-9.4	-13.5	-14.4	-17.2	-23.1	-29.7
Koszty zarządu	-33.7	-35.9	-42.4	-46.4	-54.0	-57.6
Pozostałe koszty oper. netto	11.9	5.2	6.8	7.2	7.4	7.7
EBITDA	18.8	8.8	9.4	28.8	46.4	69.0
EBITDA znorm.**	15.0	5.5	12.0	25.8	43.3	65.8
EBIT	8.5	-4.6	-4.1	15.3	25.8	49.1
Koszty finansowe netto	-0.1	-1.0	-3.1	-4.0	-3.9	-3.3
Zysk brutto	9.0	-3.6	-6.8	11.3	21.9	45.8
Podatek dochodowy	-14.3	-0.4	-8.3	-2.2	-1.1	-2.3
Zysk netto	-5.3	-4.1	-15.1	9.2	20.8	43.6
Zysk netto znorm.**	9.0	-3.6	-6.8	11.3	20.8	43.6

BILANS (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Aktywa trwałe	163.5	166.2	159.6	209.7	212.6	207.8
WNiP	12.3	15.0	15.7	38.3	36.0	34.8
Nakłady na prace rozwojowe	15.0	16.9	22.5	28.5	32.3	36.5
Inwestycje w jedn. Stow.	12.6	17.8	19.0	19.0	19.0	19.0
Rzeczowe aktywa trwałe	111.9	104.8	97.5	119.0	120.3	112.6
Aktywo z tyt. Pod. odroczonego	7.8	7.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Inne aktywa trwałe	3.9	4.2	5.0	5.0	5.0	5.0
Aktywa obrotowe	96.6	53.7	51.3	63.7	73.8	111.2
Zapasy	11.8	15.8	16.5	21.9	27.5	33.0
Należności handlowe	15.9	16.9	21.8	26.4	34.4	43.0
Środki pieniężne	2.8	17.3	6.0	8.3	4.8	27.9
Inne aktywa obrotowe	66.1	3.8	3.0	3.0	3.1	3.2
Aktywa ogółem	260.1	219.9	210.9	273.4	286.4	319.1
Kapitał własny	176.2	170.5	157.2	166.4	187.2	230.7
Zobowiązania długoter.	40.3	27.2	27.0	78.5	68.5	56.0
Dług	19.7	11.9	7.7	58.3	56.3	46.3
inne zobowiązania długoter.	20.6	15.3	18.5	20.2	12.2	9.7
Zobowiązania krótkoter.	43.6	22.2	26.7	28.5	30.7	32.3
Zobowiązania handlowe	2.8	4.6	5.8	7.0	9.2	10.7
Dług	32.5	8.8	12.1	12.5	12.0	11.5
inne zobowiązania krótkoter.	8.3	8.8	8.8	9.0	9.6	10.1
Pasywa ogółem	260.1	219.9	210.9	273.4	286.4	319.1
Cykl konwersji gotówki (dni)	101.8	105.9	99.1	91.1	87.1	83.1
Dług brutto (PLN m)	51.3	19.5	17.7	70.8	68.3	57.8
Dług netto (PLN m)	48.5	2.2	11.8	62.5	63.6	29.9

PRZEP. PIENIĘŻNE (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przepływy operacyjne	-1.6	-7.6	-7.6	11.3	23.2	44.1
Zysk brutto	9.0	-3.6	-6.8	11.3	21.9	45.8
Amortyzacja	10.3	13.4	13.6	13.5	20.6	19.8
Zmiana w kapitale obrotowym	0.3	-3.2	-5.4	-9.0	-11.5	-12.7
Inne	-20.7	-14.2	-9.0	-4.5	-7.8	-8.9
Przepływy inwestycyjne	-0.4	-6.0	-1.0	-56.1	-20.4	-7.1
Dotacje	14.7	8.3	11.2	7.5	3.1	7.9
CAPEX bez prac rozwojowych	-4.9	-2.3	-2.5	-15.9	-12.8	-3.6
CAPEX na prace rozwojowe	-4.9	-8.8	-9.0	-16.7	-10.7	-11.4
Inwestycje net. w jedn. stow.	-5.3	-3.3	-0.8	-31.0	0.0	0.0
Inne	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy finansowe	2.6	28.2	-2.6	47.1	-6.4	-13.8
Zmiana w kapitale własnym	0.0	61.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	4.9	-31.3	-1.6	51.1	-2.5	-10.5
Odsetki zapłacone	-2.3	-2.1	-1.1	-4.0	-3.9	-3.3
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	0.6	14.6	-11.2	2.3	-3.6	23.2
Śr. pieniężne na koniec okr.	2.8	17.3	6.0	8.3	4.8	27.9

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research *przedstawione dane nie uwzględniają konsolidacji projektu HyperPIC ze względu na brak ścieżki finansowania projektu

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

Spis Treści

Spis Treści.....	3
Wycena	4
Załącznik 1: Podsumowanie konferencji po przejęciu Infrared Associates ...	6
Załącznik 2: 1Q26E Prognoza wyników	9
Załącznik 3: Ryzyka inwestycyjne.....	10
Załącznik 4: ESG	11

Wycena

Tabela 2. VIGO Photonics – Podsumowanie wyceny (PLN)

Metoda wyceny	Waga (%)	Wartość Godziwa (PLN/akcja)
DCF	100%	670.0
Porównawcza	0%	640.0
Wartość godziwa (FV)		670.0
Cena bieżąca		554.0
Potencjał wzrostu/spadku		21%

Źródło: IPOPEMA Research

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

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
Przychody ze sprzedaży	93.0	132.2	174.6	221.4	256.6	282.0	308.2	332.2	359.5	375.6
- zmiana r/r	19%	42%	32%	27%	16%	10%	9%	8%	8%	
EBITDA znorm.*	12.0	25.8	43.3	65.8	76.9	82.2	87.8	92.1	94.4	104.1
- znorm. marża EBITDA	12.9%	19.5%	24.8%	29.7%	30.0%	29.1%	28.5%	27.7%	26.3%	27.7%
- zmiana r/r	119%	115%	68%	52%	17%	7%	7%	5%	3%	
EBIT znorm.*	-7.0	12.3	22.7	45.9	57.4	62.8	68.4	72.4	74.4	81.9
Stopa podatkowa	-122%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	9%
NOPAT	-15.6	12.3	21.6	43.6	54.6	59.7	65.0	68.8	70.6	74.5
- zmiana r/r	76%	-179%	75%	102%	25%	9%	9%	6%	3%	
Amortyzacja	13.6	13.5	20.6	19.8	19.5	19.3	19.4	19.7	20.0	20.0
Zmiana w kapitale obrotowym	-4.2	-9.0	-11.5	-12.7	-9.8	-6.6	-6.6	-5.8	-6.4	-5.2
CAPEX	-1.0	-56.1	-20.4	-7.1	-7.7	-8.2	-8.8	-9.4	-10.0	-20.0
FCF	-7.3	-39.2	10.3	43.7	56.5	64.2	69.0	73.2	74.2	69.3
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%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Zalewarowna beta	1.3	1.1	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Koszt kapitału własnego	12.3%	11.5%	14.6%	13.8%	13.2%	12.8%	12.6%	12.5%	12.5%	12.6%
Koszt długu po podatku	6.2%	12.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.0%
WACC	11.6%	11.7%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
Czynnik dyskontowy (%)		93%	83%	74%	66%	59%	53%	47%	42%	
wartość bieżąca FCF (PLN m)		-36.5	8.5	32.4	37.3	37.8	36.3	34.4	31.0	
wartość bieżąca FCF 2026E-33E (PLN m)	181.2									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	4.5%									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLN m)	398.4									
EV (PLN m)	579.6									
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	19.0									
Pozostałe (PLN m)	0.0									
Dług netto (PLN m, 4Q25)	11.8									
Wartość kapitału własnego (PLN m)	586.9									
Liczba akcji (rozwodniona, m)	0.875									
Wartość godziwa FV (PLN)	670.0									
Cena bieżąca	554.0									
Potencjał wzrostu/spadku	21%									

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 (%)				
	11.1%	11.6%	12.1%	12.6%	13.1%
3.5%	661	634	609	588	568
4.0%	698	666	638	613	592
4.5%	739	702	670	642	617
5.0%	788	745	707	675	647
5.5%	845	794	750	712	679

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	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E				
HAMAMATSU	4,354	41.1	35.1	30.3	15.9	13.0	11.9	0.2%	-11.3%	1.9%	4.7%	
TELEDYNE TECHNOLOGIES	29,455	26.4	24.4	22.6	19.0	16.8	14.8	0.2%	9.7%	8.5%	10.2%	
NIPPON CERAMIC	717	17.0	15.6	15.2	n.a.	n.a.	n.a.	0.3%	11.0%	9.3%	11.4%	
OPTEX GROUP	922	19.9	18.0	14.7	n.a.	n.a.	n.a.	0.1%	14.5%	15.3%	11.4%	
VISUAL PHOTONICS	2,104	68.0	44.0	32.4	44.5	30.4	22.5	0.3%	30.6%	27.8%	26.5%	
IPG PHOTONICS	4,540	67.2	46.9	39.0	24.1	18.7	n.a.	0.0%	-180.2%	-188.5%	3.0%	
MEDIANA												
VIGO Photonics		33.7	29.8	26.5	21.6	17.8	14.8	0.2%	10.4%	8.9%	10.8%	
premia/dyskonto (do mediany)	116	42.8	23.3	11.1	20.5	12.2	7.5	0.0%	20.6%	8.0%	7.0%	
Waga		25%	25%	0%	25%	25%	0%					

Wycena na akcję (PLN) **640.0**

Źródło: IPOPEMA Research, Bloomberg dane z dnia 14.05.2026

Tabela 6. VIGO Photonics – zmiana prognoz finansowych 2026E-28E

	2026E		Change (%)	2027E		Change (%)	2028E		Change (%)
	New	Previous		New	Previous		New	Previous	
Przychody	132.2	111.4	19%	174.6	144.2	21%	221.4	182.7	21%
EBITDA	28.8	26.6	8%	46.4	42.7	8%	69.0	60.8	13%
EBIT	15.3	13.5	13%	25.8	26.8	-4%	49.1	44.4	11%
Znorm. zysk netto	11.3	9.7	16%	20.8	22.4	-7%	43.6	39.7	10%

Źródło: IPOPEMA Research

Załącznik 1: Podsumowanie konferencji po przejęciu Infrared Associates

Poniżej przedstawiamy nasze główne wnioski z telekonferencji VIGO Photonics dotyczącej przejęcia Infrared Associates, która odbyła się 26 marca 2026:

Profil Infrared Associates. Spółka kontynuowała rozwój działalności. Pół dekady temu przychody Infrared wynosiły około USD 4m. Według CEO rosły one do czasu COVID, spadły w trakcie pandemii, a obecnie osiągają nowe rekordowe poziomy. W ostatnich latach marże utrzymywały się na poziomie kilkunastu procent. Infrared nie dostarczał detektorów bezpośrednio do systemów uzbrojenia, lecz pośrednio, np. do wykrywania skażeń lub zagrożeń w lotnictwie.

Założyciele Infrared. Frederick Rothe – do niedawna CEO Infrared i jeden z założycieli – po przejęciu zostanie pełnoetatowym Chief Technology Officer w USA. Frederick ma 73 lata, a jego wspólnik niedawno skończył 90, więc był to naturalny moment na przekazanie firmy. Według PFR właściciele byli bardzo skoncentrowani na zapewnieniu ciągłości i dalszego rozwoju spółki. Poza dwoma właścicielami cały zespół zarządzający jest młody i pozostaje w firmie. Utrzymano całą kadrę – od produkcji po sprzedaż. Założyciele Infrared nie wejdą do zarządu VIGO ani do ESOP. Spółka chce wdrożyć w Infrared system premiiowy podobny do VIGO, ale nie ESOP.

Wycena transakcji. CEO VIGO uważa, że wycena transakcji jest bardzo atrakcyjna. Emocje założycieli odegrały rolę, ponieważ zależało im na znalezieniu dobrego partnera do dalszego rozwoju Infrared. Pierwsza wizyta VIGO w Infrared z ofertą przejęcia miała miejsce około 2017 roku. Przez lata budowano przyjazne relacje i dążono do połączenia.

Obecność VIGO w USA. VIGO współpracuje obecnie ze 138 klientami z USA.

Porównanie portfolio produktów Infrared/VIGO. Według CEO nakładanie się produktów nie jest duże. Firmy konkurowały na rynku kolejowym, ale w większości przypadków Infrared produkuje wyroby, których VIGO nie oferuje. VIGO może wspierać produkcję Infrared swoimi możliwościami epitaksji, np. materiałami półprzewodnikowymi. Infrared był ograniczony mocami produkcyjnymi, a VIGO – mając duże niewykorzystane moce – może tu pomóc. Zarząd nie zamierza zastępować ani kanibalizować produktów Infrared, lecz przyspieszyć ich rozwój.

Możliwości cross-sellingu Infrared/VIGO. Zarząd już omówił możliwości cross-sellingu i potencjał jest ogromny. Przykładowo wejście na rynek koreański, gdzie VIGO jest prawie nieobecne, a Infrared jest silny. Istnieje wiele firm w USA i Wielkiej Brytanii, gdzie VIGO nie ma obecności, a widzi szanse na sprzedaż swoich produktów. Zarząd widzi, że ich niskokosztowe detektory mogą trafić do tych samych klientów, których Infrared obsługuje od lat. Nawet tam, gdzie firmy dzielą klientów w Niemczech czy USA – np. VIGO dostarczało szybki detektor niechłodzony, a Infrared chłodzony – mogą teraz oferować wspólny zestaw produktów. Kampania informacyjna o połączeniu rozpoczęła się jeszcze przed akwizycją, zgodnie z wymogami umów z klientami. Obecnie rozpoczynają konkretne rozmowy o nowych możliwościach.

Branding produktów. Spółka nie zamierza rezygnować z marki Infrared. Marka została kupiona wraz z innymi aktywami i jest silna na wybranych rynkach oraz stanowi punkt odniesienia w wielu obszarach. Zarząd planuje używać jej dla produktów z wyższej półki; tam, gdzie zastosowanie ma HyperPIC, prawdopodobnie używana będzie marka VIGO.

Perspektywy rynku USA po przejęciu. Przejęcie pomoże lepiej wykorzystać możliwości VIGO. USA to bardzo ważny rynek, który wpływa na to, co produkuje Azja – wiele produktów jest projektowanych w USA, a następnie produkowanych w Azji. Przede wszystkim przejęcie poprawia dostęp do rynku wojskowego. Amerykańskie zapasy broni są obecnie wyczerpywane w alarmującym tempie. Spółka widzi wyraźne korzyści z wejścia do systemów uzbrojenia w erze dronów.

Celem spółki jest utrzymanie ludzi i kompetencji umożliwiających produkcję w USA, a także utrzymanie wszystkich klientów, nieutrącenie żadnego oraz zachowanie jakości produkcji na wszystkich poziomach. Jakość produkcji w Infrared jest bardzo wysoka.

Konkurencja na rynku USA. Do niedawna na globalnym rynku detektorów podczerwieni działało czterech graczy. Teledyne pozostaje jednym z kluczowych graczy w USA i jest częścią dużej amerykańskiej grupy. Rynek high-end jest silnie zdominowany przez VIGO. W łańcuchach dostaw BAE Systems i innych firm obronnych rynek pozostaje do zagospodarowania. Istnieje potrzeba odbudowy mocy produkcyjnych w sektorze obronnym. Potrzebne są także duże wolumeny tanich detektorów, gdzie konkurenci z USA nie zawsze mają szeroką lub niskokosztową ofertę. Rynki zmiernają w kierunku masowej skali (drony itp.), a komponenty sensorów również muszą stać się tańsze. VIGO, skoncentrowane na zastosowaniach przemysłowych, jest bardzo konkurencyjne cenowo. VIGO uruchomiło już kilka projektów badawczych z US Army i widzi, że dzięki fabryce współpraca będzie rozwijana szybciej.

Synergie Opex. Pojawiają się wybrane możliwości oszczędności kosztowych. CEO widzi szanse na produkcję materiałów epitaksjalnych w Polsce dla podmiotu amerykańskiego, co poprawi marżę, a także wsparcie produkcji z Polski, gdzie koszty pracy są niższe. Moce produkcyjne były wąskim gardłem Infrared. Mały zespół pracował na maksimum, podczas gdy w Polsce istnieje ogromny potencjał skalowania. To nie przestrzeń fizyczna ogranicza moce, lecz procesy i narzędzia. Można wykonać więcej montażu z elektroniką; epitaksja i prace w cleanroom będą pochodzić z Polski. Wiele zamówień Infrared ma charakter ASAP, więc widzą możliwości przyspieszenia. Z drugiej strony CEO widzi potrzebę zwiększenia R&D i projektowania w USA dla rynków regulowanych (obronność). Nie przyniesie to synergii kosztowych, lecz wzrost kosztów R&D, choć często finansowanych przez klientów. Pojawiają się nowe możliwości wsparcia badawczego.

Optymalizacja produkcji. Część produkcji Infrared na rynki europejskie może być realizowana z Polski. Z drugiej strony niektórzy klienci z sektora obronnego w USA chcą, aby cały proces był prowadzony przez zespół składający się z obywateli USA. Dlatego podejście do lokalizacji produkcji zależy od konkretnego produktu/rynku.

Zakup aktywów zamiast całej spółki. Według CEO była to rekomendacja prawników jako bezpieczniejsze rozwiązanie. Jednak jeśli pojawią się zobowiązania związane z gwarancjami lub naprawami, spółka zamierza je honorować. Infrared Associates jako firma nie zachowa żadnych aktywów.

Udział PFR w transakcji. Prace w PFR trwały rok. Uczestniczyli w całej transakcji od początku, w tym w due diligence. Według PFR wycena jest bardzo atrakcyjna, a projekt ma silny sens strategiczny. PFR postrzega partnerstwo z VIGO jako strategiczne, zgodne z celami funduszu. Szukają liderów w danej branży, a VIGO spełnia tę rolę. PFR oczekuje silnego wzrostu na rynku USA i jest również otwarty na inwestycje z VIGO w Azji, jeśli zajdzie taka potrzeba. Fundusz ma apetyt na znacznie więcej.

Przyszła współpraca z PFR. PFR nie ma gwarancji udziału w przyszłych emisjach akcji, ale będzie monitorować sytuację i nie wyklucza zwiększenia finansowania przyszłych inwestycji i ekspansji VIGO. Według CEO PFR, gdy znajdą właściwego partnera, podchodzą do niego strategicznie, ale ekspansja zagraniczna jest kluczowa dla funduszu zaangażowanego w tę transakcję. PFR odmówił komentarza na temat potencjalnego zainteresowania inwestycją w projekt HyperPIC.

Szczegóły transakcji. Spółka nabyła aktywa Infrared Associates, amerykańskiego producenta detektorów podczerwieni, za USD 8.4m (ok. PLN 31m), wyceniając biznes na 0.95x sprzedaży 2025 oraz 5.6x EBIT 2025. Celem przejęcia jest wzmocnienie pozycji spółki w USA, m.in. poprzez przejęcie kontraktów i zakładów produkcyjnych.

Przejęcie zostanie sfinansowane kredytem PKO w wysokości USD 3m na zakup spółki (okres 5 lat), refinansowaniem istniejących kredytów VIGO (EUR 3m oraz EUR 5m w ramach odnawialnej linii kredytowej) oraz pożyczką z Funduszu Ekspansji Zagranicznej PFR w wysokości USD 5.5m (stałe oprocentowanie 8.5%, spłata w rocznych ratach przez 10 lat).

Wyniki Infrared za 2024/2025: Przychody USD 8.9/8.8m, EBIT USD 1.4/1.5m (skorygowane o koszty transakcyjne, dane wstępne).

Opinia. Pozytywna. *Cel przejęcia nie powinien być zaskoczeniem dla rynku. Wycena transakcji jest dość atrakcyjna, synergie wynikające z silniejszej obecności na rynku USA są dość oczywiste i mogą istotnie przyspieszyć wzrost w USA. Oczekujemy również znaczących synergii kosztowych.*

Spółka uzyskała dostęp do dużej puli nowych klientów w USA, Wielkiej Brytanii oraz krajach takich jak Korea, którym będzie mogła teraz sprzedawać swoje produkty, a wcześniej miała tam niską obecność. Jednocześnie VIGO będzie dostarczać materiały dla Infrared, którego sprzedaż była wcześniej ograniczona mocami produkcyjnymi, co przyspieszy wzrost i poprawi marżę. Podmiot amerykański wzmacnia także pozycję VIGO w sektorze obronnym. Wycena jest atrakcyjna dzięki działaniom akwizycyjnym spółki prowadzonym od 2017 roku. Ogólnie ton jest bardzo pozytywny, mimo że wiele z tych elementów było naszym zdaniem oczekiwanych.

Wcześniej sentyment był nieco sceptyczny, biorąc pod uwagę trudności VIGO z finansowaniem wielu własnych projektów oraz oczekiwane spowolnienie w trwającym przeglądzie opcji strategicznych (skomplikowanie procesu). Teraz wydaje się potwierdzone, że transakcja ma sens biznesowy, a cena okazała się naprawdę bardzo atrakcyjna, więc takie obawy naszym zdaniem nie powinny się utrzymywać.

Załącznik 2: 1Q26E Prognoza wyników

Tabela 8. VIGO Photonics 1Q26E prognoza wyników

P&L (PLN m)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	y/y	q/q
Przychody ze sprzedaży	22.1	20.3	23.3	27.4	19.3	-13%	-29%
Przemysł	10.5	8.1	8.9	10.8	8.8	-17%	-19%
Wojsko	6.6	4.8	6.1	11.4	4.6	-30%	-59%
Transport	1.1	3.6	4.2	0.7	2.8	163%	281%
Medycyna i nauka	2.7	1.9	1.5	1.8	1.6	-41%	-12%
Pozostałe	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	na	na
Materiały dla fotoniki	1.2	1.8	2.6	2.6	1.5	24%	-43%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-11.8	-10.0	-11.6	-13.7	-10.2	-13%	-26%
Zysk/(strata) brutto na sprzedaży	10.3	10.3	11.7	13.6	9.1	-12%	-33%
Pozostałe przychody operacyjne	3.6	3.6	3.3	3.7	3.5	-3%	-4%
Koszty sprzedaży	-4.1	-3.5	-3.4	-3.5	-3.5	-14%	0%
Koszty ogólnego zarządu	-8.7	-11.9	-11.3	-10.5	-10.5	20%	0%
Pozostałe koszty operacyjne	-1.3	-1.4	-2.1	-2.5	-2.1	56%	-16%
EBITDA	3.1	0.5	1.6	4.2	-0.1	na	na
Znorm. EBITDA	2.4	0.6	2.8	5.4	1.1	-52%	-79%
EBIT	-0.3	-2.9	-1.8	0.8	-3.5	1237%	na
Przychody finansowe netto	-1.3	-1.3	-0.2	-0.4	-1.9	48%	398%
Wynik z wyceny udziałów metodą praw własności	-0.2	3.5	-0.2	-2.7	0.0	-100%	-100%
Zysk brutto	-1.7	-0.6	-2.2	-2.3	-5.4	213%	134%
Podatek dochodowy	0.0	-0.3	0.7	-8.7	0.0	-100%	-100%
Zysk netto	-1.7	-1.0	-1.4	-11.0	-5.4	213%	-51%
Znorm. zysk netto	-1.7	0.3	-0.3	-0.4	-3.4	na	na

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Załącznik 3: Ryzyka inwestycyjne

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Załącznik 4: ESG

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

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

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

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

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

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

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

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 sporządzeniu zachowała należyta 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 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.

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: ASBISC Enterprises PLC, Izostal S.A., Medicalgorithmics 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 kładzenie 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 jakoś 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 – zwykajne/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, pomniejszone 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 obowiązującymi 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 14 maja 2026 o godzinie 20:00 CEST.

IPOPEMA Research (1 January – 31 March 2026)

	Liczba	%
Kup	6	46%
Trzymaj	6	46%
Sprzedaj	1	8%
Suma	13	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
16.10.2025	KUPUJ	670.0	554.0	Michał Wojciechowski