

VIGO Photonics

Matryce IR i akwizycja Infrared motorami wzrostu

Przejęcie Infrared Associates, poprawiająca się koniunktura rynkowa oraz wprowadzenie wojskowych matryc IR będą kluczowe dla powrotu VIGO na ścieżkę wzrostu. Infrared już przyczynił się do rekordowej sprzedaży w 2Q26, a w 2026E szacujemy że doda PLN 25m przychodów oraz PLN 4m znorm. EBIT. Oczekiwane synergie kosztowe i przychodowe (cross-selling, eliminacja wąskich gardeł produkcyjnych Infrared, etc.) wydają się osiągalne i mogą wspierać wzrost spółki. Infrared zapewnia VIGO silną ekspozycję na rynek amerykański, w tym lokalną bazę produkcyjną, co stanowi istotną przewagę strategiczną. Podtrzymujemy opinię, że wycena transakcji (0.95x sprzedaż oraz 5.6x EBIT za 2025) była atrakcyjna. Ponadto VIGO zaraportowało rekordowy backlog (PLN 93m, wzrost 3x r/r) oraz rekordową sprzedaż w 2Q26 na poziomie PLN 35m, +71% r/r (najlepszy drugi kwartał w historii spółki). Jednocześnie, nasze prognozy uwzględniają PLN 10m/31m/42m przychodów w latach 2027E/28E/29E z wprowadzenie matryc IR na rynku polskim. Biorąc pod uwagę obecnie rekordowo wysoki popyt w europejskim przemyśle obronnym oraz ograniczoną liczbę producentów matryc IR w Europie, przyszła ekspansja międzynarodowa może stać się kluczowym katalizatorem dla spółki. VIGO pozostaje w trakcie przeglądu opcji strategicznych, dotyczącym przyszłości projektu HyperPIC (obecnie nie uwzględniamy go w naszej wycenie). W latach 2026E/27E prognozujemy, że VIGO osiągnie PLN 129m/162m przychodów (wzrost o 39%/25% r/r, z uwzględnieniem konsolidacji Infrared przez 3 kwartały 2026) oraz skoryg. EBITDA na poziomie PLN 27m/40m (wzrost o 124%/47% r/r). Na naszych prognozach VIGO jest notowane na EV/EBITDA 17.4x/12.5x dla 2026E/27E. Podtrzymujemy rekomendację BUY z ceną docelową na poziomie PLN 650.0.

Prognoza wyników 2Q26E. Spółka poinformowała już o sprzedaży na poziomie PLN 34.7m (wzrost o 71% r/r oraz 80% k/k), obejmującej rekordową kwartalną sprzedaż VIGO w ujęciu jednostkowym na poziomie PLN 26.3m (wzrost o 30% r/r) oraz dodatkowy wkład w wysokości PLN 8.4m wynikający z konsolidacji Infrared Associates. Szacujemy marżę brutto na poziomie 48%, odzwierciedlającą niższą rentowność Infrared. Przy kosztach SG&A szacowanych na PLN 16.2m (wzrost o 5% r/r) prognozujemy EBIT na poziomie PLN 3.3m (w tym około PLN 1m wpływu Infrared, po one-offach) oraz zysk netto w wysokości PLN 2.8m.

Prognozy na lata 2026-27E. W 2026E prognozujemy, że spółka wygeneruje PLN 129m przychodów, w tym PLN 25m pochodzących z konsolidacji Infrared oraz PLN 104m sprzedaży organicznej (wzrost o 12% r/r). Sprzedaż w ujęciu jednostkowym powinna być napędzana przez segment przemysłowy (PLN 50m, wzrost o 30% r/r) oraz segment wojskowy (PLN 24m, spadek o 18% r/r). Dzięki wzrostowi sprzedaży oraz dyscyplinie kosztowej oczekujemy poprawy marży EBITDA VIGO do 21% wobec 13% w 2025. W 2027E spodziewamy się, że segment wojskowy stanie się głównym motorem wzrostu (PLN 43m, wzrost o 79% r/r, w tym szacowane PLN 10m ze sprzedaży matryc IR), obok segmentu przemysłowego (PLN 53m, wzrost o 6% r/r). Oczekujemy dalszej odbudowy marży EBITDA w kierunku 24%.

Tabela 1. Podsumowanie prognoz finansowych (PLN m)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	75.4	78.3	93.0	129.3	161.9	199.3
Znorm. EBITDA	15.0	5.5	12.0	26.9	39.6	56.6
Znorm. zysk netto	9.0	-3.6	-6.8	11.4	15.2	32.6
EV/EBITDA (x)	26.3	73.0	32.2	17.4	12.5	8.2
P/E (x)	39.7	na	na	42.9	32.1	15.0

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

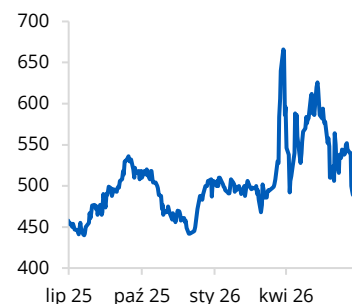
KUPUJ

TP PLN 650.0

34% potencjału wzrostu

Cena z dnia 27 lipca 2026 PLN 485.0

Rekomendacja utrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	0.87
Kapitalizacja (EUR m)	112
12M średni dzienny wolumen (k)	0.9
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.1
12M max/min (PLN)	674 / 428
Udział w WIG (%)	0.04%
Reuters	VGOP.WA
Bloomberg	VGO PW

Stopa zwrotu

1M	-7%
3M	-5%
12M	6%

Akcjonariat

Józef Piotrowski	9.4%
Allianz OFE	6.7%
PZU TFI	6.5%
Investors TFI	5.9%
Janusz Kubrak	5.5%
Pozostali	66.0%

Analitik

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

VIGO Photonics*

KUPUJ TP PLN 650

Kapitalizacja EUR 112m potencjał wzrostu +34%

Mnożniki wyceny	2024	2025	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	na	na	42.9	32.1	15.0
EV/EBITDA (x)	73.0	32.2	17.4	12.5	8.2
EV/Sales (x)	5.1	4.2	3.6	3.1	2.3
P/BV (x)	2.4	2.5	2.1	2.0	1.8
FCF yield (%)	-1.2%	-1.9%	-8.0%	-3.0%	11.4%
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	1.0	1.0	1.0
EPS znorm. (PLN)	-4.2	-7.8	11.3	15.1	32.4
BVPS (PLN)	194.9	179.7	226.1	241.3	273.7
FCFPS (PLN)	-5.4	-8.3	-37.1	-14.8	52.8
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%	39.0%	25.3%	23.1%
EBITDA	-63.4%	118.9%	124.1%	47.1%	43.0%
EBIT	na	na	-474.0%	29.1%	89.1%
Zysk netto znorm.**	na	na	-267.4%	33.6%	114.3%

Wskaźniki finansowe	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Marża na sprzed. (%)	50.5%	49.3%	54.6%	53.8%	56.9%
Marża EBITDA (%)	7.0%	12.9%	20.8%	24.4%	28.4%
Marża EBIT (%)	-5.9%	-4.4%	11.9%	12.3%	18.9%
Marża netto znorm. (%)	-4.6%	-7.3%	8.8%	9.4%	16.4%
Dług netto / EBITDA (x)	0.4	1.0	0.0	0.6	0.0
Dług netto / Kapitał wł. (x)	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0
Dług netto / Aktywa (x)	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0
ROE (%)	-2.1%	-4.2%	5.9%	6.5%	12.6%
ROA (%)	-1.5%	-3.2%	4.2%	4.6%	9.5%
ROIC (%)	-4.0%	-4.2%	6.3%	6.8%	12.7%

Koszty rodzajowe	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Koszty pracownicze	-46.5	-51.5	-56.6	-65.7	-73.8
Materiały i energia	-22.1	-22.8	-26.5	-34.0	-43.2
Amortyzacja	-13.3	-13.3	-14.5	-22.9	-22.2
Usługi obce i pozostałe	-14.4	-19.5	-28.3	-31.1	-34.5

RACHUNEK ZYSKÓW (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	75.4	78.3	93.0	129.3	161.9	199.3
Koszt własny sprzedaży	-35.8	-38.7	-47.2	-58.7	-74.7	-86.0
Zysk brutto na sprzedaży	39.6	39.6	45.8	70.5	87.2	113.3
Koszty sprzedaży	-9.4	-13.5	-14.4	-16.8	-21.4	-26.7
Koszty zarządu	-33.7	-35.9	-42.4	-45.5	-53.3	-56.7
Pozostałe koszty oper. netto	11.9	5.2	6.8	7.2	7.4	7.7
EBITDA	18.8	8.8	9.4	29.9	42.6	59.8
EBITDA znorm.**	15.0	5.5	12.0	26.9	39.6	56.6
EBIT	8.5	-4.6	-4.1	15.4	19.9	37.6
Koszty finansowe netto	-0.1	-1.0	-3.1	-4.0	-3.9	-3.3
Zysk brutto	9.0	-3.6	-6.8	11.4	16.0	34.3
Podatek dochodowy	-14.3	-0.4	-8.3	-2.2	-0.8	-1.7
Zysk netto	-5.3	-4.1	-15.1	9.2	15.2	32.6
Zysk netto znorm.**	9.0	-3.6	-6.8	11.4	15.2	32.6

BILANS (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Aktywa trwałe	163.5	166.2	159.6	208.7	226.1	219.0
WNIp	12.3	15.0	15.7	37.9	35.0	33.2
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	118.4	134.8	125.3
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	125.8	107.3	135.8
Zapasy	11.8	15.8	16.5	21.4	25.5	29.7
Należności handlowe	15.9	16.9	21.8	25.8	31.9	38.7
Środki pieniężne	2.8	17.3	6.0	71.5	42.8	60.1
Inne aktywa obrotowe	66.1	3.8	3.0	3.0	3.1	3.2
Aktywa ogółem	260.1	219.9	210.9	334.5	333.4	354.8
Kapitał własny	176.2	170.5	157.2	227.5	242.7	275.3
Zobowiązania długoterm.	40.3	27.2	27.0	78.5	60.4	47.9
Dług	19.7	11.9	7.7	58.3	56.3	46.3
inne zobowiązania długoterm.	20.6	15.3	18.5	20.2	4.1	1.6
Zobowiązania krótkoterm.	43.6	22.2	26.7	28.5	30.3	31.6
Zobowiązania handlowe	2.8	4.6	5.8	6.8	8.6	9.9
Dług	32.5	8.8	12.1	12.5	12.0	11.5
inne zobowiązania krótkoterm.	8.3	8.8	8.8	9.2	9.7	10.1
Pasywa ogółem	260.1	219.9	210.9	334.5	333.4	354.8
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	-0.7	25.6	-2.3

PRZEP. PIENIĘŻNE (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przepływy operacyjne	-1.6	-7.6	-7.6	13.4	22.8	38.2
Zysk brutto	9.0	-3.6	-6.8	11.4	16.0	34.3
Amortyzacja	10.3	13.4	13.6	14.5	22.8	22.2
Zmiana w kapitale obrotowym	0.3	-3.2	-4.2	-8.1	-8.4	-9.9
Inne	-20.7	-14.2	-10.1	-4.4	-7.5	-8.4
Przepływy inwestycyjne	-0.4	-6.0	-1.0	-56.1	-45.2	-7.1
Dotacje	14.7	8.3	11.2	7.5	-5.0	7.9
CAPEX bez prac rozwojowych	-4.9	-2.3	-2.5	-15.9	-29.4	-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	108.2	-6.4	-13.8
Zmiana w kapitale własnym	0.0	61.5	0.0	61.1	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	61.1	0.0	0.0
Zm. środków pieniężnych	0.6	14.6	-11.2	65.5	-28.7	17.3
Śr. pieniężne na koniec okr.	2.8	17.3	6.0	71.5	42.8	60.1

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: 2Q26E Prognoza wyników 6

Załącznik 2: Ryzyka inwestycyjne..... 7

Załącznik 3: ESG 8

Wycena

Tabela 2. VIGO Photonics – Podsumowanie wyceny (PLN)

Metoda wyceny	Waga (%)	Cena Docelowa 12M (PLN/akcja)
DCF	100%	650.0
Porównawcza	0%	516.0
Cena Docelowa 12M (TP)		650.0
Cena bieżąca		485.0
Potencjał wzrostu/spadku		34%

Źródło: IPOPEMA Research

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

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
Przychody ze sprzedaży	75.4	78.3	93.0	129.3	161.9	199.3	237.8	268.8	296.9	310.3
- zmiana r/r	11%	4%	19%	39%	25%	23%	19%	13%	10%	
EBITDA znorm.*	15.0	5.5	12.0	26.9	39.6	56.6	72.1	79.2	85.3	89.1
- znorm. marża EBITDA	19.9%	7.0%	12.9%	20.8%	24.4%	28.4%	30.3%	29.5%	28.7%	28.7%
- zmiana r/r	0%	-63%	119%	124%	47%	43%	27%	10%	8%	
EBIT znorm.*	4.7	-7.9	-7.0	12.4	16.8	34.4	50.2	57.3	63.2	66.0
Stopa podatkowa	0%	-12%	-122%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	9%
NOPAT	4.7	-8.9	-15.6	12.4	16.0	32.7	47.7	54.5	60.0	60.1
- zmiana r/r	-13%	-290%	76%	-179%	29%	105%	46%	14%	10%	
Amortyzacja	10.3	13.4	13.6	14.5	22.8	22.2	21.9	21.9	22.1	22.1
Zmiana w kapitale obrotowym	0.3	-3.2	-4.2	-8.1	-8.4	-9.9	-11.1	-8.2	-7.2	-7.0
CAPEX	-0.4	-6.1	-1.0	-56.1	-45.2	-7.1	-7.7	-8.2	-8.8	-22.1
FCF	14.9	-4.7	-7.3	-37.3	-14.9	37.9	50.8	59.9	66.2	53.1
Premia za ryzyko (ERP)				5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Stopa wolna od ryzyka				5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	4.5%
Zalewarowna beta				1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
Koszt kapitału własnego				14.2%	14.1%	13.6%	13.1%	12.8%	12.6%	11.6%
Koszt długu po podatku				5.5%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.0%
WACC				12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	11.2%
Czynnik dyskontowy (%)				93%	83%	74%	66%	59%	52%	
wartość bieżąca FCF (PLN m)				-34.6	-12.3	28.0	33.5	35.3	34.7	
wartość bieżąca FCF 2026E-31E (PLN m)	84.5									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	4.5%									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLN m)	436.3									
EV (PLN m)	520.8									
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	19.0									
Pozostałe (PLN m)	61.1									
Dług netto (PLN m, 4Q25)	11.8									
Wartość kapitału własnego (PLN m)	589.2									
Liczba akcji (rozwodniona, m)	1.006									
Cena Docelowa 12M (PLN)	650.0									
Cena bieżąca	485.0									
Potencjał wzrostu/spadku	34%									

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 (%)				
	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.2%
3.5%	635	605	579	556	536
4.0%	679	643	613	586	563
4.5%	729	686	650	620	593
5.0%	790	738	695	659	627
5.5%	863	799	747	704	666

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 5. VIGO Photonics – wycena porównawcza

SPÓŁKA	Kapitalizacja		P/E (x)			EV/EBITDA (x)			DY	CAGR		CAGR Zysk netto	ROE
	USD m	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E		Przychodów	2024-27E	2024-27E	2026E
HAMAMATSU	4,543	39.5	34.0	29.3	16.5	13.6	12.4	0.2%		-8.0%		1.9%	5.3%
TELEDYNE TECHNOLOGIES	30,170	26.6	24.7	23.0	19.1	17.0	14.9	0.2%		10.2%		8.5%	10.3%
NIPPON CERAMIC	609	14.8	13.6	13.3	n.a.	n.a.	n.a.	0.3%		11.3%		9.3%	10.9%
OPTEX GROUP	818	17.8	15.6	13.5	n.a.	n.a.	n.a.	0.1%		16.7%		15.3%	11.9%
VISUAL PHOTONICS	1,905	61.3	36.2	24.4	40.0	25.8	17.7	0.3%		35.7%		27.8%	27.0%
IPG PHOTONICS	4,094	64.9	47.6	36.3	23.1	17.0	n.a.	0.0%		-179.2%		-188.5%	2.8%
MEDIANA		33.0	29.3	23.7	21.1	17.0	14.9	0.2%		10.7%		8.9%	10.6%
VIGO Photonics	116	42.9	32.1	15.0	17.4	12.5	8.2	0.0%		27.4%		-	5.9%
premia/dyskonto (do mediany)		30%	9%	-37%	-17%	-27%	-45%						
Waga		25%	25%	0%	25%	25%	0%						

Wycena na akcję (PLN) 516.0

Źródło: IPOPEMA Research, Bloomberg dane z dnia 23.07.2026

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

	2026E		Zmiana	2027E		Zmiana	2028E		Zmiana
	Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie	
Przychody	129.3	132.2	-2%	161.9	174.6	-7%	199.3	221.4	-10%
EBITDA	29.9	28.8	4%	42.6	46.4	-8%	59.8	69.0	-13%
EBIT	15.4	15.3	0%	19.9	25.8	-23%	37.6	49.1	-23%
Znorm. zysk netto	11.4	11.3	1%	15.2	20.8	-27%	32.6	43.6	-25%

Źródło: IPOPEMA Research

Załącznik 1: 2Q26E Prognoza wyników

- Spółka poinformowała już o sprzedaży na poziomie PLN 34.7m (wzrost o 71% r/r oraz 80% k/k), obejmującej rekordową kwartalną sprzedaż VIGO w ujęciu jednostkowym na poziomie PLN 26.3m (wzrost o 30% r/r) oraz dodatkowy wkład w wysokości PLN 8.4m wynikający z konsolidacji Infrared Associates.
- Szacujemy marżę brutto na poziomie 48%, odzwierciedlającą niższą rentowność Infrared. Przy kosztach SG&A szacowanych na PLN 16.2m (wzrost o 5% r/r);
- Prognozujemy EBIT na poziomie PLN 3.3m (w tym około PLN 1m wpływu Infrared, po one-offach);
- szacujemy zysk netto w wysokości PLN 2.8m.

Tabela 8. VIGO Photonics 2Q26E prognoza wyników

P&L (PLN m)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	y/y	q/q
Przychody ze sprzedaży	20.3	23.3	27.4	19.3	34.7	71%	80%
Przemysł	8.1	8.9	10.8	8.8	19.3	138%	120%
Wojsko	4.8	6.1	11.4	4.6	3.8	-21%	-18%
Transport	3.6	4.2	0.7	2.8	6.2	71%	118%
Medycyna i nauka	1.9	1.5	1.8	1.6	1.6	-13%	3%
Pozostałe	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	na	na
Materiały dla fotoniki	1.8	2.6	2.6	1.5	3.8	110%	154%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-10.0	-11.6	-13.7	-9.7	-18.0	80%	86%
Zysk/(strata) brutto na sprzedaży	10.3	11.7	13.6	9.6	16.6	62%	73%
Pozostałe przychody operacyjne	3.6	3.3	3.7	3.6	3.6	0%	0%
Koszty sprzedaży	-3.5	-3.4	-3.5	-2.9	-3.9	14%	34%
Koszty ogólnego zarządu	-11.9	-11.3	-10.5	-11.3	-12.3	3%	9%
Pozostałe koszty operacyjne	-1.4	-2.1	-2.5	-0.8	-0.8	-45%	0%
EBITDA	0.5	1.6	4.2	1.8	6.9	1224%	272%
Znorm. EBITDA	0.6	2.8	5.4	3.3	6.9	1025%	109%
EBIT	-2.9	-1.8	0.8	-1.7	3.3	na	na
Przychody finansowe netto	-1.3	-0.2	-0.4	-0.7	-0.5	-61%	-28%
Wynik z wyceny udziałów metodą praw własności	3.5	-0.2	-2.7	-0.1	0.0	-100%	-100%
Zysk brutto	-0.6	-2.2	-2.3	-2.5	2.8	na	na
Podatek dochodowy	-0.3	0.7	-8.7	-0.3	0.0	-100%	-100%
Zysk netto	-1.0	-1.4	-11.0	-2.8	2.8	na	na
Znorm. zysk netto	0.3	-0.3	-0.4	-0.4	2.8	993%	na

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Załącznik 2: Ryzyka inwestycyjne

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

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

Ryzyko utraty kluczowych klientów. W 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 3: ESG

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

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

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

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

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

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

Zarządzanie. Od 21 listopada 2014 roku, kiedy akcje VIGO Photonics zostały dopuszczone do obrotu na GPW, spółka przyjęła i przestrzegała zasad polityki ładu korporacyjnego GPW. Mamy pozytywną opinię o ładzie korporacyjnym VIGO ze względu na: 1) brak transakcji z podmiotami 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 jakiejkolwiek 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 należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Serbii lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiejkolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiejkolwiek 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.

W ciągu ostatnich dwunastu miesięcy IPOPEMA Securities S.A. była stroną umów dotyczących doradztwa dla przedsiębiorstw w zakresie struktury kapitałowej, strategii przedsiębiorstwa lub innych zagadnień związanych z taką strukturą lub strategią, a także oferowania instrumentów finansowych lub związanych z wyceną instrumentów finansowych wyemitowanych przez: AB S.A., Allegro.eu S.A., Captor Therapeutics S.A., Cognor Holding S.A., Huuuge, Inc., Murapol S.A., Rex Concepts S.A., Synektik S.A., Żabka Group S.A. IPOPEMA Securities S.A. otrzymała wynagrodzenie w związku ze świadczeniem wyżej wymienionych usług. 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 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 ryzyko. 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.

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>.

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.

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.

TP – cena docelowa – szacowana wartość godziwa instrumentu finansowego w 12-miesięcznej perspektywie inwestycyjnej licząc od daty publikacji raportu, ustalona na podstawie metod wyceny.

uFCF – underlying free cash flow – wskaźnik (obliczany przez IPOPEMA) odzwierciedlający wartość potencjalnej 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 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 TP IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji.

KUPUJ – różnica pomiędzy TP a ostatnią ceną jest równa i/lub przekracza +20%.

AKUMULUJ – różnica pomiędzy TP a ostatnią ceną jest pomiędzy (nie włącznie) +10% oraz (nie włącznie) +20%.

TRZYMAJ – różnica pomiędzy TP a ostatnią ceną jest pomiędzy i/lub równa 0% oraz +10%.

SPRZEDAJ – różnica pomiędzy TP a ostatnią ceną jest poniżej 0%.

Jeśli w danym momencie nie wydajemy rekomendacji dotyczących konkretnej spółki, spółka jest oznaczana jako „brak rekomendacji” lub „brak oceny”.

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 31/07/2026 o godzinie 08:30 CEST.

IPOPEMA Research - Rozkład ratingów (1 kwietnia 2026 – 30 czerwca 2026)		Liczba	%
Kupuj		14	48%
Akumuluj		0	0%
Trzymaj		11	38%
Sprzedaj		4	14%
Razem		29	100%

Historia ratingu – VIGO Photonics

Data	Rekomendacja	FV/TP	Cena z rekomendacji	Autor
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
14.05.2026	KUPUJ	670.0	554.0	Michał Wojciechowski
31.07.2026	KUPUJ	650.0	485.0	Michał Wojciechowski

