

VIGO Photonics

Przełomowe kontrakty na razie poza zasięgiem wzroku

Po istotnym spadku kursu w 2H22, obecnie akcje wróciły na poprzednie poziomy, realizując wzrost o 25% YTD. Było to efektem faktu, iż ryzyko dostępności komponentów które pierwotnie wywołało spadki, okazało się relatywnie niewielkie (obecnie do 5% sprzedaży w 2023E). Co więcej, spółka ogłosiła jednorazowe podwyżki cenników o efektywnie 20%. Niemniej, pomimo oczekiwań silnego wzrostu r/r oraz uwzględnienia podwyżek w naszych prognozach szacujemy wyniki VIGO za 2023E na poziomie PLN 96.0m przychodów (+43% r/r, -5% vs. poprzednio) oraz PLN 22.5m znorm. zysku netto (vs. PLN 7.2m w 2022E, -31% vs. poprzednio; marża 23% vs. 11% w 2022E). Nasze nowe prognozy są 4% poniżej celu przychodowego spółki oraz poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań, ze względu na oczekiwane niższe wolumeny (częściowo skompensowane przez wyższe cenniki), słabszy wynik segmentu wojskowego (brak kontraktu od Safran) oraz słabszy wynik w materiałach półprzewodnikowych (większe zamówienia spodziewane raczej na przełomie 2023E/24E). Spółka wciąż ma mocny portfel projektów, niemniej przełomów spodziewamy się raczej w 2H23E+. Na naszych prognozach VIGO jest notowane na P/E 18.5x/11.2x, co postrzegamy jako neutralny poziom dla spółki z solidnym 2021-25E CAGR przychodów i znorm. zysku netto na poziomie 22%/19%, przy wysokich nakładach inwestycyjnych. Obniżamy naszą rekomendację do TRZYMAJ z KUPUJ, wyznaczając wartość godziwą na PLN 600.0 (6% potencjału wzrostu).

Wzrost cenników wsparciem, jednak jedynie jednorazowo.

Po słabych wynikach w 2022 (spadek przychodów o 6% r/r ze względu na słabe wyniki segmentu wojskowości), spodziewamy się że w 2023E spółka zrealizuje wzrost o 43% r/r do PLN 96m. Kluczowym czynnikiem wzrostu powinno być podwyższenie cenników detektorów o efektywnie 18% r/r. W poszczególnych segmentach spodziewamy się PLN 55m przychodów (+37% r/r) w segmencie przemysłowym (brak sygnałów spowolnienia), PLN 13m w wojskowości (+61% r/r, wzrost zamówień na rynku polskim), PLN 11.5m w transporcie (+48% r/r, szansa na start większego kontraktu) oraz PLN 8m w materiałach półprzewodnikowych (druga maszyna aktywna przez większość roku). Spodziewamy się poprawy marży netto znorm. w 2023E do 23% (vs. 11% w 2022E, średnio 33% w 2019-21), dzięki podwyżce cenników, efektowi skali oraz dyscyplinie kosztowej, niemniej nasza nowa prognoza jest poniżej poprzedniej (znorm. marża netto 32%).

Przełomowe kontrakty na razie poza zasięgiem wzroku

Z trzech kluczowych projektów (matryce podczerwieni, sensor biomedyczny, IR w motoryzacji), podpisanie umowy ramowej w przypadku matryc podczerwieni jest w naszej opinii możliwe w najbliższych miesiącach, natomiast w dwóch pozostałych projektach spodziewamy się postępów raczej w 2H23/2024E. W przypadku sukcesu kontrakty te mogą efektywnie wspierać wyniki w 2024E/25E, co po korekcie o prawdopodobieństwo sukcesu uwzględniamy w naszych prognozach (spodziewamy się PLN 158m przychodów w 2025E, +30% r/r).

Tabela 1. Podsumowanie prognoz finansowych (PLN m)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Przychody	53.5	71.5	67.3	96.0	121.1	157.7
EBITDA	26.5	31.5	17.8	35.3	52.7	68.6
Znorm. zysk netto	18.1	24.4	7.2	22.5	37.2	49.7
EV/EBITDA (x)	17.4	17.5	31.2	14.9	9.5	6.8
P/E (x)	22.8	20.0	57.2	18.5	11.2	8.4
DY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

TMT | Nowe technologie

VIGO PHOTONICS

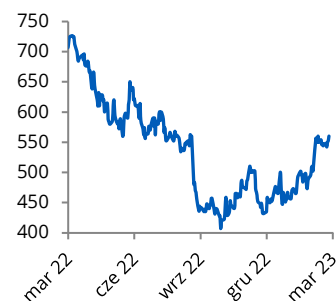
TRZYMAJ

FV PLN 600.0 z PLN 660.0

6% potencjału wzrostu

Cena z dnia 27 marca 2023 PLN 566.0

Obniżona z KUPUJ



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	0.7
Kapitalizacja (EUR m)	88.0
12M średni dzienny wolumen (k)	0.4
12M średni dzienny obrót (EUR k)	49.9
12M max/min (PLN)	738.0/401.0
Udział w WIG (%)	0.1
Reuters	VGOP.WA
Bloomberg	VGOP.W

Stopa zwrotu

1M	+16.0%
3M	+30.0%
12M	-20.0%

Akcjonariat

Warsaw Equity Management	14.3%
Józef Piotrowski	11.9%
TFI Investors SA	9.6%
Janusz Kubrak	6.6%
Allianz OFE	5.3%
Mirosław Grudzień	5.1%
Others	47.2%

Analityk

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

SPIS TREŚCI

Wycena	4
Załącznik 1 - Ryzyka inwestycyjne.....	7
Załącznik 2 - ESG	8

Wycena

Tabela 2. Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%) FV (PLN/akcje)	
DCF	100%	600.0
Porównawcza	0%	652.0
Wartość godziwa (FV)		600.0
Cena bieżąca		566.0
Potencjał wzrostu/spadku		6%

Wycena DCF

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
Przychody ze sprzedaży	67.3	96.0	121.1	157.7	205.0	246.5	246.5
- zmiana r/r	-6%	43%	26%	30%	30%	20%	
EBITDA	17.8	35.3	52.7	68.6	88.6	101.2	88.6
- marża EBITDA	26.5%	36.7%	43.5%	43.5%	43.2%	41.1%	35.9%
- zmiana r/r	-43%	98%	49%	30%	29%	14%	
EBIT znorm.*	6.7	18.6	31.2	41.1	55.6	64.3	64.3
Stopa podatkowa	0%	0%	0%	0%	0%	5%	9%
NOPAT	6.7	18.6	31.2	41.1	55.6	61.1	58.5
- zmiana r/r	-70%	179%	68%	32%	35%	10%	
Amortyzacja	9.3	11.7	14.6	18.3	21.5	23.7	23.7
Zmiana w kapitale obrotowym	-5.9	7.9	-4.8	-5.6	-7.9	-5.6	-5.3
CAPEX	-33.6	-19.3	-20.7	-23.4	-24.9	-26.4	-23.7
FCF	-23.5	18.9	20.2	30.4	44.4	52.8	53.2
Stopa wolna od ryzyka		6.1%	6.1%	6.1%	6.4%	6.4%	6.4%
Beta		1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
Premia za ryzyko		5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Koszt kapitału własnego		14.8%	14.3%	14.1%	14.3%	14.3%	14.3%
Koszt długu po podatku		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
% Dług		24%	17%	12%	10%	9%	9%
% Kapitał własny		76%	83%	88%	90%	91%	91%
WACC		12.6%	12.8%	12.9%	13.1%	13.1%	13.1%
Czynnik dyskontowy (%)		92%	81%	72%	64%	57%	
wartość bieżąca FCF (PLN m)		17.3	16.4	21.9	28.4	29.8	
wartość bieżąca FCF 2023E-27E (PLN m)	113.9						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	5.0%						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLN m)	388.8						
EV (PLN m)	502.7						
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	6.4						
Pozostałe (PLN m)	-7.3						
Dług netto (PLN m, 4Q22E)	60.7						
Wartość kapitału własnego (PLN m)	441.1						
Liczba akcji (rozwodniona, m)	0.735						
Wartość godziwa FV (PLN)	600.0						
Cena bieżąca	566.0						
Potencjał wzrostu/spadku	6%						

Analiza wrażliwości DCF

Stopa wzrostu rezydualnego (%)	WACC (%)				
	12.1%	12.6%	13.1%	13.6%	14.1%
4.0%	595	565	538	513	491
4.5%	632	598	567	540	515
5.0%	674	635	600	569	542
5.5%	723	677	637	603	572
6.0%	780	726	680	640	605

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	CAGR Przychodów	CAGR Zysk netto	ROE
	USD m	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E	2022E-25E	2022E-25E	2023E	
HAMAMATSU	8,715	26.5	24.7	24.2	16.4	13.5	12.6	1.1%	8.3%	4.7%	14.8%	
TELEDYNE TECH	20,071	24.0	22.3	20.7	18.1	16.1	14.4	n.a.	4.8%	8.0%	10.7%	
NIPPON CERAMIC	550	10.6	16.8	15.3	n.a.	n.a.	n.a.	4.0%	7.6%	-10.3%	7.7%	
OPTEX GROUP	567	12.1	11.9	10.6	n.a.	n.a.	n.a.	2.2%	8.1%	9.9%	13.4%	
VISUAL PHOTONICS	553	29.1	33.2	21.2	18.8	19.1	13.1	2.6%	17.7%	19.5%	15.8%	
IPG PHOTONICS	5,463	24.1	22.2	19.3	10.1	n.a.	n.a.	0.0%	8.5%	9.5%	9.4%	
MEDIANA		24.1	22.2	20.0	17.2	16.1	13.1	2.2%	8.2%	8.7%	12.0%	
VIGO Photonics	95	57.2	18.5	11.2	31.2	14.9	9.5	0.0%	32.8%*	90.3%*	14.4%	
premia/dyskonto (do mediany)		138%	-17%	-44%	81%	-7%	-28%					
Waga		17%	17%	17%	17%	17%	17%					

Wycena na akcję (PLN) 652.0

Źródło: IPOPEMA Research, Bloomberg dane z dnia 27.03.2023 * W 2021-25E szacujemy CAGR przychodów na 22% oraz zysku netto znorm. na 19%.

Tabela 4. VIGO Photonics - zmiana prognoz 2022E-24E

	2022E		Zmiana (%)	2023E		Zmiana (%)	2024E		Zmiana (%)
	Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie	
Przychody	67.3	77.0	-13%	96.0	101.6	-5%	121.1	135.1	-10%
EBITDA	17.8	31.5	-44%	35.3	46.2	-24%	52.7	62.2	-15%
EBIT	9.5	21.5	-56%	23.6	33.7	-30%	38.1	47.5	-20%
Znorm. zysk netto	7.2	20.0	-64%	22.5	32.8	-31%	37.2	46.9	-21%

Źródło: IPOPEMA Research

4Q22E Prognoza wyników

VIGO Photonics opublikuje wyniki za 4Q22 18 kwietnia 2023.

Opinia. Oczekujemy iż spółka wykaże poprawę marżowości w 4Q22E, dzięki dyscyplinie kosztowej. W naszej opinii kluczowa dla spółki jest perspektywa na najbliższe kwartały, która wydaje się pozostawać pozytywna (dalsza poprawa rentowności oraz wysoki popyt na produkty). W kontekście potencjalnych kontraktów spodziewamy się nowego zamówienia od Safrana w krótkim terminie. Obecnie spodziewamy się że kluczowy wpływ podwyżek cenników na sprzedaż spółki będzie widoczny w 2Q23E.

Prognozujemy 4Q22E przychody na poziomie PLN 19.7m (spadek o 11% r/r, zgodnie ze wstępnymi danymi), EBITDA na PLN 6.2m (spadek o 17% r/r) oraz znorm. zysk netto na PLN 4.3m (spadek o 26% r/r):

Przychody. VIGO zaraportowało wstępne przychody na poziomie PLN 19.7m (spadek o 11% r/r, wzrost o 17% k/k), w tym PLN 12.1m z segmentu przemysłowego (wzrost o 11% r/r, wzrost o 13% k/k), PLN 1.7m z technik wojskowych (spadek o 68% r/r, wzrost o 30% k/k) oraz PLN 1.6m z transportu (spadek o 45% r/r, spadek o 4% k/k). Segment materiałów półprzewodnikowych wygenerował PLN 1.5m przychodów w kwartale, co oznacza spadek o 25% r/r oraz wzrost o 89% k/k.

Marża brutto na sprzedaży. Szacujemy marżę brutto na sprzedaży na 54% w kwartale, co oznacza nieznaczną poprawę vs. rekordowo niski poziom odnotowany w 3Q22.

Koszty sprzedaży i zarządu. Prognozujemy koszty sprzedaży i zarządu na PLN 7.6m, spadek o 2% k/k, głównie na skutek oczekiwanego spadku kosztów sprzedaży.

EBITDA. Szacujemy EBITDA na PLN 6.2m (spadek o 17% r/r) oraz EBIT na PLN 4.6m (spadek o 20% r/r).

Zysk netto. Prognozujemy PLN 4.3m znorm. zysku netto (spadek o 26% r/r, vs. PLN 0.3m in 3Q22). Spodziewamy się lekko negatywnego wyniku finansowego oraz oczekujemy niematerialnego poziomu zapłaconego podatku w kwartale.

Tabela 5. VIGO Photonics 4Q22E prognoza wyników

P&L (PLN m)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	y/y	q/q
Przychody ze sprzedaży	22.3	11.7	19.0	16.8	19.7	-11%	17%
Przemysł	10.8	8.3	8.7	10.7	12.1	11%	13%
Wojsko	5.5	0.3	4.7	1.3	1.7	-68%	30%
Transport	2.9	1.5	3.0	1.7	1.6	-45%	-4%
Medycyna i nauka	1.1	1.1	1.1	2.2	2.6	143%	16%
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	529%	3%
Materiały dla fotoniki	2.0	0.5	1.3	0.8	1.5	-25%	89%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-9.6	-3.1	-9.0	-8.8	-9.1	-5%	3%
Zysk/(strata) brutto na sprzedaży	12.7	8.6	10.0	8.0	10.7	-16%	33%
Pozostałe przychody operacyjne	1.6	1.8	2.3	2.2	2.2	37%	0%
Koszty sprzedaży	-1.8	-1.9	-3.4	-3.2	-3.1	68%	-4%
Koszty ogólnego zarządu	-5.5	-5.7	-6.5	-4.6	-4.6	-18%	0%
Pozostałe koszty operacyjne	-1.1	-1.2	-0.7	-0.8	-0.6	-46%	-25%
EBITDA	7.5	3.3	5.0	3.3	6.2	-17%	90%
EBIT	5.8	1.6	1.7	1.6	4.6	-20%	182%
Przychody finansowe netto	0.0	-0.5	-0.1	-1.3	-0.3	1448%	-76%
Zysk brutto	5.7	1.0	1.7	0.3	4.3	-26%	1426%
Podatek dochodowy	5.6	2.6	0.9	2.8	0.8	-86%	-71%
Zysk netto	11.3	3.6	2.5	3.0	5.1	-55%	66%
Znorm. zysk netto	5.7	1.0	1.7	0.3	4.3	-26%	1426%

Marże	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	y/y	q/q
Marża brutto na sprzedaży	56.9%	73.6%	52.6%	47.8%	54.0%	-2.9 pp	6.2 pp
Marża EBITDA	33.6%	28.4%	26.2%	19.5%	31.6%	-2 pp	12.1 pp
Marża EBIT	25.9%	13.3%	9.1%	9.7%	23.2%	-2.6 pp	13.6 pp
Marża netto	25.8%	8.7%	8.7%	1.7%	21.6%	-4.2 pp	19.9 pp

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Załącznik 1 - Ryzyka inwestycyjne

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

Ryzyko spadku popytu na produkty spółki. Rynek średniej podczerwieni, na którym działa VIGO Photonics jest dynamicznie rozwijającym się obszarem fotoniki. Istnieje jednak ryzyko, iż na skutek różnych czynników, w tym makroekonomicznych, politycznych czy technologicznych popyt na detektory istotnie osłabnie i rynek nie będzie rozwijał się z dotychczasową, ponadprzeciętną dynamiką.

Ryzyko utraty kluczowych klientów. W 2021 r. aż 55% przychodów ze sprzedaży spółki wygenerowały kontrakty z 4 klientami. Zakończenie współpracy z któryś z klientów, bądź ograniczenie zapotrzebowania przez klienta wiążące się z ograniczeniem/brakiem zamówień może istotnie negatywnie wpłynąć na dynamikę wyników spółki. Zwracamy jednak uwagę na ograniczoną konkurencję (tylko kilka podmiotów na rynku średniej podczerwieni) oraz wysokie koszty przejścia z jednej technologii na inną (co jest jednak także barierą dla pozyskiwania przez VIGO nowych partnerów).

Ryzyko konkurencji. Ze względu na wysoką koncentrację rynku (tylko kilku producentów) oraz wysokie bariery wejścia ryzyko konkurencji można uważać za stosunkowo niskie. Niemniej jednak wraz z dalszym dynamicznym rozwojem rynku średniej podczerwieni oraz upowszechnianiem się rozwiązań opartych o detektory mid IR istnieje prawdopodobieństwo, iż wiodące firmy technologiczne podejmą decyzję o wejściu na rynek. Jednocześnie ze względu na szybki rozwój technologii i starzenie się produktu istnieje ryzyko uzyskania przewagi technologicznej przez któregoś z konkurentów.

Ryzyko utraty kluczowych pracowników. Działalność VIGO wymaga wysoce wyspecjalizowanych pracowników, których podaż na rynku jest bardzo ograniczona. Jednocześnie wysokie kwalifikacje kadry są uważane przez zarząd za jedną z kluczowych przewag VIGO na rynku.

Ryzyko alternatywnych technologii. Istnieje ryzyko pojawienia się alternatywnych technologii, które mogłyby zastąpić rozwiązania VIGO uzyskując lepsze parametry działania i/lub niższą cenę.

Ryzyko awarii sprzętu. Aparatura wykorzystywana przez VIGO jest wysoko zaawansowana technologicznie i nie jest powszechnie dostępna na rynku, przez co ewentualne awarie mogłyby skutkować zarówno sporymi nakładami na sprzęt, jak i przestojem w produkcji.

Ryzyko utraty dofinansowania. Aby utrzymywać wysoki poziom dofinansowania do badań i rozwoju spółka musi spełniać szereg kryteriów. Utrata dofinansowania, lub jego mniejsza dostępność w przyszłości wiązałyby się z koniecznością zaangażowania większych środków własnych lub podwyższeniem kredytów.

Ryzyko walutowe. Większość przychodów spółki jest generowana w EUR, natomiast koszty oparte głównie na kosztach wynagrodzeń i świadczeń pracowniczych są głównie ponoszone w PLN co wiąże się z występowaniem ryzyka walutowego w działalności spółki. VIGO nie stosuje instrumentów zabezpieczających od zmiany kursu.

Załącznik 2 - ESG

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

Environmental. Detektory produkcji spółki mogą skutecznie pozwalać na wykrywanie emisji szkodliwych gazów, przez co są wykorzystywane przez sektor branży ochrony środowiska jak i sektor przemysłowy, gdzie istotnie przyczyniają się do polityki obniżania emisji szkodliwych gazów. Badania prowadzone przez konsorcja z udziałem VIGO w ramach europejskiego programu Horyzont 2020 mają na celu opracowanie nowoczesnych technologii i urządzeń do analizy jakości wody w tym: opracowanie przenośnego urządzenia do monitoringu jakości wody pod względem zanieczyszczeń bakteryjnych w ważnych punktach sieci dystrybucji wody (Waterspy, 731778) oraz opracowanie demonstratora urządzenia spektrometrycznego do monitoringu zanieczyszczeń olejowych w sieciach przesyłowych wody pitnej i przemysłowej, szczególnie w przemyśle petrochemicznym (projekt AQUARIUS, 731465). Obydwa projekty mają w naszej opinii istotne znaczenie zarówno z perspektywy ochrony środowiska, jak i ograniczenia rozprzestrzeniania się niebezpiecznych chorób.

Spółka inwestuje w rozwój technologii produkcji detektorów (w tym nowoczesny zakład i clean room), co pozwala na optymalizację procesu produkcji wiążącą się ze zmniejszeniem zużycia materiałów i energii (tani detektor) oraz poprawę uzysku (m.in. dzięki planowanemu nowemu clean room'owi). VIGO pracuje obecnie nad rozwojem detektorów z materiałów grupy A(III)B(V) w celu zastąpienia produktów opartych o związki HgCdTe, zawierające rtęć (która zgodnie z dyrektywą RoHS ma zostać wycofana z użytku w zastosowaniach komercyjnych w najbliższych latach). Ostateczny termin wycofania detektorów HgCdTe z oferty VIGO nie został jeszcze wyznaczony.

Social responsibility. Detektory VIGO są także stosowane w przemyśle zbrojeniowym, szczególnie w zastosowaniach artyleryjskich gdzie służą do precyzyjnego namierzania celów (redukcja liczby przypadkowych ofiar), a także do systemów wczesnego ostrzegania przed namierzaniem. Obecnie prowadzone są badania nad zastosowaniem detektorów do wykrywania narkotyków lub środków wybuchowych.

Governance. Od dnia 21 listopada 2014 roku, gdy akcje VIGO Photonics zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, spółka przyjęła i na bieżąco stosuje zasady ładu korporacyjnego określone przez GPW. Pozytywnie oceniamy fakt prowadzenia przejrzystej polityki korporacyjnej przejawiającej się m.in.: 1) brakiem transakcji z podmiotami powiązanymi, 2) rynkowym wynagrodzeniem zarządu, 3) transparentną polityką dywidendową, 4) stałymi i jasnymi zasadami polityki rachunkowości oraz wysoką jakością prezentowanych danych finansowych, 5) Raportowaniem sprzedaży spółki na koniec każdego kwartału kalendarzowego oraz przestrzeganiem terminów raportowania okresowego. Dobrą praktyką spółki jest także prezentacja strategii wraz z średniookresowymi celami finansowymi, których realizacja była jednak kilkakrotnie opóźniana w ostatnim okresie. Pozytywnie oceniamy długoterminowe zaangażowanie zarządu spółki oraz jego profesjonalizm. VIGO organizuje także regularne spotkania z inwestorami po publikacji wyników kwartalnych, na których zarząd pozostaje do dyspozycji 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 sporządzaniu zachowała należyłą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniana bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględnienia potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., OncoArendi Therapeutics S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., Vigo Photonics S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A. i Impact Developer & Contractor S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model zdyskontowania dywidendy), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości 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 października 2022 – 31 grudnia 2022)

	Liczba	%
Kup	58	75%
Trzymaj	3	4%
Sprzedaj	16	21%
Suma	77	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