

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

TOP NEWS**INDEKSY GPW:** Tauron zastąpi Orange w WIG20 po sesji 20 marca**FINANCIAL RESULTS****OTP:** Zysk netto za 4Q25 lekko poniżej oczekiwań przez wyższe koszty operacyjne (neutralne)**XPLUS:** Szacunkowe wyniki finansowe za 4Q25**FINANCIALS****KRUK:** Zarząd podjął uchwałę w sprawie emisji obligacji o wartości nominalnej do 600mln PLN**SKARBIEC HOLDING:** Wartość aktywów pod zarządzaniem na koniec lutego 2026 roku na poziomie 6mld PLN, +0,5% m/m**BANKI:** Podsumowanie konferencji prezesa NBP**OIL, GAS & CHEMICALS****ORLEN:** Zawiadomienie o sile wyższej od QatarEnergy**ORLEN:** P. Wojtunik powołany na członka zarządu**GRUPA AZOTY:** Powrót do przyjmowania zamówień na nawozy azotowe [neutralne]**MOL:** Druzhba może być technicznie gotowa do uruchomienia za ok. 1.5 msc – Zelenski [negatywne]**RYNEK PALIW:** USA czasowo zwalniają Indie z sankcji na zakup rosyjskiej ropy**UTILITES & MINING****PGE:** Odpis w jednostkowym sprawozdaniu na 12 mld PLN w PGE GiEK [neutralne]**TAURON:** Tauron zastąpi Orange w WIG20 po sesji 20 marca**BOGDANKA:** Nowe rozwiązania dla górnictwa węgla? [pozytywne]**CONSUMER****RAINBOW TOURS:** Przedsprzedaż oferty Lato 2026 na dzień 28.02 - PAX 266,5 tys. (+10,9% r/r)**AUCHAN / RYNEK FMCG:** Wyniki Auchan za FY25**RYZIKO KURSOWE:** Osłabienie złotego presją na marże retailerów odzieżowych, wsparciem dla dystrybutorów części IT/ICT**RYNEK ECOMMERCE:** OpenAI ogranicza plany zakupów bezpośrednio w ChatGPT**TMT****ASSECO BUSINESS SOLUTIONS:** Podsumowanie konferencji po wynikach za 4Q25, backlog wyższy o 14% r/r [neutralne]**VERCOM:** Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu**GAMING****BOOMBIT:** Przychody ze sprzedaży w lutym'26 na poziomie 21,9mln PLN, (-6,3% m/m, +43,5% r/r)**VIVID GAMES:** Podjęcie decyzji o utworzeniu odpisu aktualizującego w kwocie 982,3tys. PLN**INDUSTRIALS****ANDRITZ:** Wyniki FY25: Rev 7,88mld EUR (-5% r/r, negatywny FX), EBITA adj. 698mln EUR (-6% r/r, marża 8,9%)**DURR:** Wyniki 2025: Przychody 4,17mld EUR (-3% r/r), EBIT 232mln EUR (marża 5,6%; +1,0pp), order intake poniżej mediany guidance (3,89mld EUR vs 3,95mld EUR)**RYNEK STALI:** Cześć producentów pręta żebrowanego wycofała oferty sprzedaży lub zmniejszyła wolumeny z uwagi na wzrost cen gazu - [LINK](#)**RYNEK MOTORYZACYJNY:** Import używanych aut do Polski w lutym'26 spadł o 10,6% r/r - Samar**LIFTERO / RYNEK SPACE:** Zdobycie kontraktu na dostarczenie autorskiego systemu BOOSTER do misji kosmicznej OrbitAID z Indii**CLOUDFERRO / RYNEK SPACE:** W Warszawie zainaugurowano działalność Civil Security Hub Poland**CONSTRUCTION & REAL ESTATE****BUDIMEX:** Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu**FERRO:** Podjęcie uchwały o wypłacie dywidendy przez spółkę zależną Termet S.A. w łącznej kwocie 5,3mln PLN**BIOTECH****PHARMENA:** Spółka zakończyła ocenę skuteczności 1-MNA w łuszczycy

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

TOP NEWS

INDEKSY GPW

Tauron zastąpi Orange w WIG20 po sesji 20 marca

- Do indeksu mWIG40 wejdzie Creotech, Polimex Mostostal oraz Orange, zastępując 11 bit, Huuuge oraz Tauron.
- Do indeksu sWIG80 wejdą: Answear, Medinice, Zremb-Chojnice, 11 bit oraz Huuuge, a opuszczą go: mcr, ML System, XTPL, Creotech oraz Polimex Mostostal.
- Udział spółki PKO BP w WIG20 zostanie ograniczony do 15%.
- Udział spółki ING Bank Śląski w mWIG40 zostanie ograniczony do 10%.
- Udział spółek PKOBP i PKNORLEN w indeksie WIG30 zostanie ograniczony do 10%.

FINANCIAL RESULTS

OTP (OTP HB; Hold; TP HUF 39200)

Zysk netto za 4Q25 lekko poniżej oczekiwań przez wyższe koszty operacyjne (neutralne)

HUFbn	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25E	Cons.
Net interest income	461	465	481	489	509	11%	4%	506	502
Net F&C result	148	139	152	153	160	8%	5%	155	163
Other income	97	85	114	96	73	-25%	-24%	103	89
Total revenues	706	690	747	738	743	5%	1%	764	754
Operating costs	-298	-282	-286	-291	-358	20%	23%	-325	-339
Operating profit	408	408	461	447	385	-6%	-14%	439	414
Net provisions	-92	-33	-67	-57	-41	-55%	-27%	-50	-52
Net profit	248	187	329	329	296	19%	-10%	327	300
NIM	4,34%	4,24%	4,34%	4,38%	4,50%			4,41%	
CoR	1,52%	0,53%	1,04%	0,87%	0,62%			0,74%	
C/I	42,2%	40,8%	38,3%	39,5%	48,2%			42,5%	
Loans	23 362	23 825	24 474	24 858	25 829	10,6%	3,9%	25 973	
Assets	43 419	44 333	44 338	45 075	45 427	4,6%	0,8%	46 650	
Deposits	31 666	32 425	32 754	33 384	33 734	6,5%	1,0%	34 425	
P/E12M trailing	9,6	10,0	9,4	9,2	8,8				
P/BV	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8				
ROE 12M	23%	21%	22%	21%	21%				

Source: Company data, Trigon

Guidance Zarządu na 2026:

- Organiczny wzrost wolumenu kredytów pracujących skorygowany o różnice kursowe może wynieść około 15%, czyli poziom osiągnięty w 2025 roku.
- Marża odsetkowa netto może ukształtować się w okolicach 4,34% odnotowanych w 2025 roku.
- Wskaźnik kosztów do dochodów (C/I) może być nieco wyższy niż 41,7% raportowane w 2025 roku.
- Koszty ryzyka powinny być zbliżone do poziomów z 2025 roku.
- Wskaźnik ROE może być niższy niż w 2025 roku (21,6%) ze względu na oczekiwany spadek dźwigni finansowej.

XPLUS

Szacunkowe wyniki finansowe za 4Q25

- Przychody ze sprzedaży 18,2mln PLN, +3,6% r/r;
- Zysk netto 5,1mln PLN, +77,7% r/r.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	122,925	-0.1%	-2%	32%
WIG20	3,327	-0.3%	-2%	26%
mWIG40	8,684	0.2%	-2%	28%
sWIG80	30,933	1.1%	0%	19%
PX (Prague)	2,623	0.3%	-5%	30%
BUX (Budapest)	125,158	1.0%	-4%	40%
BET (Bucharest)	27,502	1.6%	1%	58%
BIST30 (Istanbul)	14,899	1.2%	1%	26%
DAX	23,816	-1.6%	-4%	2%
FTSE 100	10,414	-1.5%	0%	20%
STOXX Europe 600	605	-1.3%	-2%	9%
S&P 500	6,831	-0.6%	-1%	19%
NASDAQ 100	25,020	-0.3%	0%	25%
Nikkei 225	55,621	1.9%	3%	48%
Shanghai Comp	4,121	0.6%	1%	22%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	4.7%	16.6	31.6	-92.1
PL 10Y bond yield	5.4%	15.9	28.4	-53.9
CZ 10Y bond yield	4.7%	13.0	17.9	48.1
HU 10Y bond yield	6.7%	7.0	22.0	-9.0
RO 10Y bond yield	6.5%	4.6	-1.4	-100.7
WIBOR 3M	3.8%	-4.0	-14.0	-210.0
EURIBOR 3M	2.1%	2.1	1.6	-43.5

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.68	-0.1%	3.0%	-5%
EUR/PLN	4.27	-0.1%	1.2%	2.2%
EUR/USD	1.16	0.0%	-1.8%	7.6%
GBP/PLN	4.92	0.0%	-1.2%	1.4%
CZK/PLN	0.18	0.1%	-0.7%	-4.8%
HUF/PLN	0.011	0.0%	1.3%	-5.1%
RON/PLN	0.84	0.1%	-1.3%	0.0%
CNY/PLN	0.53	0.3%	-3.5%	0.3%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	5,129	1.0%	4%	75%
Silver (USD/toz)	84.2	2%	8%	158%
Copper (USD/t)	12,902	-1.2%	0%	35%
Zinc (USD/t)	3,227	-3.0%	-2%	12%
Molybdenum (USD/lb)	27.1	-0.1%	12%	30%
Iron ore (USD/t)	102	1.1%	3%	1%
HCC (USD/t)	221	0.2%	-6%	3%
HRC EU (EUR/t)	675	1.5%	5%	10%
Brent crude oil (USD/bbl.)	85.3	-0.1%	25%	23%
CO2 (EUR/t)	70.4	-0.6%	-10%	-1%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	50.9	2.6%	51%	23%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	88	3.0%	7%	8%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	428	-3.4%	-3%	0%
Shanghai Freight Index	1,333	6.5%	-9%	-16%

FINANCIALS

KRUK (KRU PW; BUY; TP PLN 600)

Zarząd podjął uchwałę w sprawie emisji obligacji o wartości nominalnej do 600mln PLN

- Emisja ma zostać przeprowadzona w terminie nie późniejszym niż do 30 czerwca 2026 roku;
- Jednocześnie spółka poinformowała o przedterminowym wykupie obligacji serii AL3 o wartości nominalnej 120mln PLN z dniem 4 kwietnia 2026 roku.

SKARBIEC HOLDING

Wartość aktywów pod zarządzaniem na koniec lutego 2026 roku na poziomie 6mld PLN, +0,5% m/m

BANKI

Podsumowanie konferencji prezesa NBP

- RPP nie brała pod uwagę konfliktu na Bliskim Wschodzi przy decyzji o obniżce stóp.
- Konflikt jest czynnikiem niepewności, który może podbić ceny energii.
- Ze względu na eskalację napięć na Bliskim Wschodzie, RPP obecnie nie zapowiada kolejnych obniżek stóp. Rada przechodzi w tryb "wait and see".
- Jeśli sytuacja geopolityczna uspokoi się w ciągu 4–8 tygodni, NBP powróci do scenariusza dalszego luzowania polityki pieniężnej.
- Prezes ujawnił, że w Radzie panuje zgoda, by stopa referencyjna była o 1 do 1,5 pkt proc. wyższa od przewidywanej inflacji. Glapiński opowiada się za niższym buforem (1 pkt proc.).
- Wyższe ceny energii to szok podażowy, który z jednej strony podbija inflację, a z drugiej hamuje gospodarkę (działając antyinflacyjnie). NBP ocenia, że wpływ ten nie będzie "dramatyczny".
- Dane ze stycznia (ujemna produkcja przemysłowa i budowlana) sugerują, że polska gospodarka nie rozwija się zbyt szybko, co oddala ryzyko presji inflacyjnej ze strony popytu.
- Prezes podkreślił, że choć fundamenty polskiej gospodarki są świetne, to sytuacja geopolityczna jest obecnie głównym czynnikiem niepewności, który nakazuje ostrożność.

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN (PKN PW; Sell; TP PLN 87.8)

Zawiadomienie o sile wyższej od QatarEnergy

- Orlen otrzymał zawiadomienie od QatarEnergy o wystąpieniu siły wyższej w odniesieniu do dwóch dostaw LNG przewidzianych na kwiecień i początek maja, które mogą zostać anulowane lub opóźnione
- QatarEnergy wstrzymał produkcję w związku z atakiem wojskowym na część infrastruktury.

ORLEN (PKN PW; Sell; TP PLN 87.8)

P. Wojtunik powołany na członka zarządu

Paweł Wojtunik w latach 2009-2015 pełnił funkcję Szefa Centralnego Biura Antykorupcyjnego.

GRUPA AZOTY (ATT PW; Under Review)

Powrót do przyjmowania zamówień na nawozy azotowe [neutralne]

MOL (MOL HB; Hold; TP HUF 3,223)

Drużba może być technicznie gotowa do uruchomienia za ok. 1.5 msc – Zelenski [negatywne] [LINK](#)

RYNEK PALIW

USA czasowo zwalniają Indie z sankcji na zakup rosyjskiej ropy

- Indie importują około 90% zużywanej ropy. Największa rafineria w kraju Reliance, zmniejszyła zakupy rosyjskiej ropy niemal o połowę – do nieco ponad 1 mbpd względem szczytu w czerwcu. Lukę w dostawach Indie uzupełniały importem z regionu Zatoki Perskiej, głównie z Kuwejtu, Kataru, Arabii Saudyjskiej i Zjednoczonych Emiratów Arabskich. Ok. połowa z 5 mbpd importowanej przez Indie ropy przechodzi przez Cieśninę Ormuz. Rezerwy Indii, wynoszące ok. 100m baryłek, mogą pokryć do 45 dni importu. ([LINK](#))

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2612	2544.2	2352.3	2047.0	111%
WIG20	2177.2	2108.1	1980.3	1734.0	110%
WIG40	346.8	360.9	334.3	294.4	104%
sWIG80	64.6	71.1	75.9	67.8	85%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	311	MDV	55.5	CRI	18.2
KGH	226.8	ACP	37.3	PXM	11.9
PKN	212.7	XTB	32.6	DAT	6.0
ALE	154.2	TPE	23.6	LWB	2.6
DNP	143.5	BFT	21.0	TOR	2.5
PZU	130.9	RBW	13.1	BMC	2.4
PEO	112.5	PXM	11.9	CRJ	2.3
SPL	71.5	MIL	10.0	ABS	2.1
CDR	66.8	SNT	8.5	ENT	1.9
MDV	55.5	ENA	8.2	UNT	1.5

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
DNP	159%	PKP	475%	MCR	450%
ALR	152%	LWB	265%	ALL	267%
OPL	147%	TEN	259%	LWB	265%
PGE	132%	MBR	181%	UNI	256%
PKO	127%	APR	147%	1AT	251%
ALE	114%	SNT	145%	CRI	236%
SPL	110%	RBW	141%	UNT	187%
BDX	108%	SLV	135%	APT	175%
PKN	106%	DOM	128%	ABS	171%
PCO	105%	ABE	115%	ENT	164%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
OPL	14	4.1%	KGH	297	-5%
PKN	120	1.6%	MDV	103	-2.8%
ALE	27	1.0%	PCO	27	-2.8%
PEO	217	0.6%	KTY	1,040	-1.8%
PKO	89	0.5%	LPP	19,780	-1.5%
Best			mWIG40		
PKP	14.3	6.7%	MDV	103.0	-3%
LWB	22.1	2.6%	MBR	337.5	-2.7%
TEN	107.6	2.5%	SNT	290.0	-2.0%
GPW	78.9	2.3%	EAT	11.9	-1.8%
TXT	37.0	2.2%	DOM	247.0	-1.8%
Best			sWIG80		
CRI	690.0	7.5%	MCR	16.0	-6%
ALL	19.3	5.5%	BMC	20.6	-2.6%
UNI	16.7	5.4%	BIO	4.1	-1.9%
ABS	75.8	4.4%	VRG	4.9	-1.8%
SHO	44.9	3.2%	MSZ	5.9	-1.5%

UTILITES & MINING

PGE (PGE PW; Buy; TP PLN 12.4)

Odpis w jednostkowym sprawozdaniu na 12 mld PLN w PGE GiEK [neutralne]

- PGE zidentyfikowała konieczność ujęcia odpisu aktualizującego wartość pożyczki w kwocie 12.05 mld PLN udzielonej przez PGE spółce zależnej PGE Górnictwo i Energetyka Konwencjonalna.
- Wpływ na jednostkowy zysk brutto PGE w 2025, bez wpływu na wynik skonsolidowany i jednostkowy EBITDA.
- Odpis wynika z obecnej i przewidywanej sytuacji finansowej PGE GiEK (w tym m.in. przewidywany w długim terminie ujemny wynik EBITDA) wpływającej na wartość odzyskiwalną udzielonej pożyczki.

TAURON (TPE PW; Buy; TP PLN 13.3)

Tauron zastąpi Orange w WIG20 po sesji 20 marca

BOGDANKA

Nowe rozwiązania dla górnictwa węgla? [pozytywne]

- MAP i Ministerstwo Energii pracują nad projektem opracowania nowej umowy społecznej, rozumianej jako pakt między społeczeństwem a branżą górniczą. „Chodzi o to, by działalność tej branży, która zapewnia dzisiaj wytwarzanie energii elektrycznej w Polsce i rozwój przemysłu, była jak najbardziej opłacalna” – G. Wrona ([LINK](#))
- „Są inicjatywy związane np. z przeróbką węgla, które udowadniają, że można skutecznie prowadzić rentowny biznes bez zaburzania warunków ekonomicznych i jednocześnie dbać o to, aby cena energii elektrycznej nie rosła. Nie jest to proste, bo mamy z jednej strony rozpoczętą transformację, z drugiej, presję czasu związaną z kolejnymi wymogami europejskimi”
- „Krytyka związana z likwidacją rentownych, dobrych, rokujących kopalń, a w zamian pozostawienie kopalń, które są uciążliwe albo trudne do zagospodarowania byłaby powszechna”
- „Prezes Bogdanki Zbigniew Stopa oceniał niedawno, że część krajowego węgla energetycznego, w wyniku funkcjonowania różnych mechanizmów wsparcia, jest sprzedawana poniżej kosztów jego wydobycia. Jak wskazywał, to zjawisko wypycha z rynku podmioty jak Bogdanka, które nie korzystają z dopłat.
- „Program dopłat do górnictwa nie był dobrym pomysłem. Musimy starać się zrobić wszystko, żeby wydobywać węgiel tam, gdzie to się opłaca, gdzie produkcja jest bezpieczna, a surowiec pożądaný. **Bogdanka jest bardzo młodą kopalnią z dużym potencjałem, z dużym potencjałem są też kopalnie małopolskie, czy niektóre kopalnie śląskie**” – Wrona

CONSUMER

RAINBOW TOURS (RBW PW; BUY; TP PLN 220)

Przedprzedaż oferty Lato 2026 na dzień 28.02 - PAX 266,5 tys. (+10,9% r/r)

- Dane dotyczą wycieczek realizowanych w miesiącach kwiecień-październik 2026 roku, od momentu rozpoczęcia przedprzedaży do dnia 28 lutego 2026 roku.

AUCHAN / RYNEK FMCG

Wyniki Auchan za FY25

#Polska

- Przychody w Polsce 2,83mld EUR, +1,1% r/r
- Sieć zwraca uwagę na wysoce konkurencyjny rynek, na którym format dyskontowy nadal się rozwija (zyskuje udziały)
- W 2025 roku Auchan otworzył w Polsce 24 sklepy

#Grupa

- Przychody Grupy 32mld EUR, +1,5% r/r
- Marża brutto 22,9%, -0,1pp r/r
- EBITDA Grupy 1mld EUR, +16,1% r/r, marża EBITDA 3,2% (+0,4pp r/r)
- [LINK](#) do komunikatu prasowego

RYZKO KURSOWE

Oslabienie złotego presją na marże retailerów odzieżowych, wsparciem dla dystrybutorów części IT/ICT

- Branża odzieżowa pozostaje najbardziej narażona na różnice kursowe, poza sourcingiem, w którym dominują zakupy w USD, dodatkowo pewne znaczenie ma CNY (ekspozycja w Pepco Group) i EUR, wrażliwe na różnice kursowe są koszty czynszów (głównie w EUR) pomimo rosnącej w ostatnich latach na znaczenia formuły opartej na obrotach sklepów;
- Spółki LPP, PCO i Modivo nie stosują rachunkowości zabezpieczeń więc efekt różnic kursowych widoczny w P&L;
- Z kolei najbardziej na osłabieniu PLN korzystają eksporterzy z długą rotacją zapasów (CAR, APR, OPN);

RYNEK ECOMMERCE

OpenAI ogranicza plany zakupów bezpośrednio w ChatGPT

- Według doniesień The Information OpenAI ogranicza plany wprowadzenia zakupów bezpośrednio w ChatGPT;
- Zamiast finalizacji transakcji w ChatGPT, checkout ma odbywać się w aplikacjach lub na stronach retailerów podłączonych do platformy;
- Jednym z głównych powodów tej decyzji jest niska aktywność zakupowa użytkowników w ChatGPT. Wewnętrzne analizy wskazują, że użytkownicy często wyszukują produkty w ChatGPT, ale rzadko finalizują tam zakupy;
- Przeszkodą okazały się również wyzwania techniczne, np. synchronizacja w czasie rzeczywistym danych o produktach pomiędzy milionami sprzedawców, co utrudnia skalowanie zakupów bezpośrednio w czacie;
- [LINK](#) do artykułu.

TMT

ASSECO BUSINESS SOLUTIONS (ABS PW; HOLD; TP PLN 94)**Podsumowanie konferencji po wynikach za 4Q25, backlog wyższy o 14% r/r [neutralne]**

- Backlog na rok 2026 wynosił 350mln na koniec 4Q25, wzrost o 14% r/r;
- JV z biurem rachunkowym (spółka Tax Order, ABS ma 60% udziałów): utworzono oprogramowanie dla biur rachunkowych, w listopadzie rozwiązanie pokazane na rynku, na razie sprzedaż mała, bo rynek skupiony jest na KSeF. Za dwa kwartały początek większych inicjatyw sprzedażowych;

#Klienci

- Churn na dużych klientach to nadal tylko pojedyncze przypadki, bardzo mały;
- Tradycyjnie większy churn na produktach Wapro, ale nie rośnie;
- Możliwość ulokowania systemu klienta na jego infrastrukturze, w publicznej chmurze lub w data center spółki - wyróżnik spółki na rynku;

#KSeF

- Największa grupa klientowi zacznie wystawiać faktury od kwietnia, nadal potencjał do dodatkowych prac związanych z KSeF;
- Wpływ KSeF powinien utrzymać się w całym roku 2026;

#Zagranica

- FMCG duże programy dla klientów międzynarodowych, wzrost przychodów o 35%; rok 2026 też zapowiada się bardzo dobrze w tym obszarze bazując na obecnym backlogu;

#AI

- ABS zaczęła projekt image recognition już 5 lat temu, dziś widać bardzo pozytywne efekty (przykład dobrego wykorzystania AI w grupie);
- Możliwa presja na ceny w przypadku niektórych dodatków: klienci są świadomi niższego kosztu ich wytworzenia;
- Implementacja AI w rozwoju produktów będzie priorytetem na rok 2026;
- Spółka pracuje nad dostarczeniem bezpośrednio klientom rozwiązań opartych na LLM, żeby nie sami nie szukali alternatywnych rozwiązań; koszty tokenów rosną, jednak na razie trudno przewidzieć jakie będzie tempo rozwoju zmian.

VERCOM**Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu**

- Spółka liczy na dalsze wzrosty w 2026 roku i planuje kolejne akwizycje, na które obecnie może przeznaczyć co najmniej 600mln PLN;
- Podmiot, który spółka chciałaby przejąć, musi umożliwić przeskalowanie działalności i przybliżenie do celu, czyli do osiągnięcia poziomu 300mln PLB EBITDA na koniec 2028 roku;
- Spółka widzi ogromny potencjał w fali komunikacji konwersacyjnej.

GAMING

BOOMBIT**Przychody ze sprzedaży w lutym'26 na poziomie 21,9mln PLN, (-6,3% m/m, +43,5% r/r)**

- Przychody pomniejszone o koszty UA i prowizje platform wyniosły 7,2mln PLN (-5% m/m, +10,5% r/r);
- Skorygowane przychody pomniejszone o koszty UA i prowizje platform (bez uwzględnienia wpływu segmentu blockchain, bonusu IronSource oraz jednorazowych transakcji) wyniosły 6,6mln PLN (-10,9% m/m, +15,4% r/r).

VIVID GAMES**Podjęcie decyzji o utworzeniu odpisu aktualizującego w kwocie 982,3tys. PLN**

- Odpis związany jest z pracami nad grą „rUndead”;
- Odpis obciąża wyniki spółki za 2025 rok.

INDUSTRIALS

ANDRITZ**Wyniki FY25: Rev 7,88mld EUR (-5% r/r, negatywny FX), EBITA adj. 698mln EUR (-6% r/r, marża 8,9%)**

- ANDRITZ to globalny dostawca urządzeń, linii i rozwiązań serwisowych dla przemysłu celulozowo-papierniczego, hydroenergetyki, metali i automotive

#Podsumowanie wyników / Segmenty

- Silny order intake 8,91mld EUR (+8% r/r, drugi najwyższy w historii), book-to-bill 1,13x, backlog rekordowe 10,46mld EUR (+7% r/r)
- Przychody spadły głównie przez efekt FX (-222mln EUR) oraz niższą sprzedaż w segmencie Pulp & Paper i Metals; FCF 383mln EUR (-16mln EUR r/r)
- Pulp & Paper: order intake 3,35mld EUR (+20%), głównie USA i Azja (5 nowych celulozowni w Chinach); rev 2,96mld EUR (-15%)
- Hydropower: order intake 2,52mld EUR (+16%), rev 1,73mld EUR (+12,5%), marża poprawiona – beneficjent trendów OZE, grid stability, pumped storage
- Environment & Energy: order intake 1,57mld EUR (-3%), ale w 2H25 powrót do wzrostu (+11% r/r) napędzany clean air w Europie i Ameryce Płn.
- Metals: order intake 1,48mld EUR (-13%), rev 1,69mld EUR (-6,5%), trzeci rok słabego rynku automotive/steel; marża poprawiona dzięki selekcji projektów; zamówienia m.in. linie pras dla automotive i silicon-steel processing (elektryfikacja transportu i sieci)
- Geografia: wzrost udziału Ameryki Płn. (25>27% sprzedaży) i Europy (31% stabilnie), lekki spadek Ameryki Płd. i Azji bez Chin; order intake rośnie zwłaszcza w Europie (34% vs 31%)

#Outlook/Guidance

- Guidance FY26: przychody 8,0–8,3mld EUR (lekki wzrost r/r), utrzymanie order intake, marża EBITA adj. 8,7–9,1% (płasko r/r),
- Zarząd oczekuje utrzymania wysokiego popytu w Hydropower (OZE, grid stability) i Pulp & Paper oraz umiarkowanego odbicia w Environment & Energy (clean air, waste-to-energy), w Metals raczej stabilizacji po kilku latach spadków
- CAPEX: utrzymanie podwyższonych inwestycji (rozszerzenie serwisu, modernizacja mocy, projekty efektywnościowe), brak sygnału o agresywnym wzroście capex ponad poziom 2025 (270mln EUR).

#Ryzyka

- Popyt/makro: ostrożny klimat inwestycyjny, geopolityka i silny EUR – ryzyko opóźnień CAPEX klientów (szczególnie Environment & Energy, Metals) oraz dalszych negatywnych efektów FX na przychody
- Metals: strukturalne problemy w automotive i cykliczna słabość stali trzeci rok z rzędu; ryzyko utrzymywania się niskiego poziomu inwestycji i konieczności dalszych restrukturyzacji
- Regulacje/energia: niepewne otoczenie regulacyjne transformacji energetycznej (tempo wdrożeń, subsydia, aukcje) może przesuwac decyzje inwestycyjne w OZE, waste-to-energy, CCUS, green H2 (na razie głównie zlecenia inżynierskie)

#Szanse

- Hydropower/OZE: strukturalny wzrost zapotrzebowania na OZE, stabilność sieci i magazynowanie energii (pumped storage) – duże kontrakty w Indiach/ASEAN, odbudowa w Europie, rosnące inwestycje w turbogeneratory
- Pulp & Paper: trend backward integration papierni (inwestycje we własne celulozownie), nowe moce w Azji i Ameryce; regulacje środowiskowe generują dodatkowy popyt na instalacje termiczne
- Environment & Energy: clean air solutions, waste-to-energy, bioenergy – po opóźnieniach projektów widać powrót wzrostu order intake w 2H25, pipeline pozostaje silny
- Service: rekordowe 3,4mld EUR przychodów serwisowych (44% sprzedaży), rosnąca baza zainstalowanych aktywów i akwizycje podmiotów serwisujących wspierają dalsze zwiększanie udziału wysokomarżowych, powtarzalnych przychodów

#Ceny sprzedaży / koszty zakupów

- Pricing: w Hydropower i Pulp & Paper – dobra pozycja negocjacyjna z uwagi na silną pozycję rynkową; w Metals pricing wciąż pod presją, ale spółka kompensuje to selekcją projektów
- Koszty: brak sygnałów o gwałtownej inflacji kosztów jak w latach 2022–23.
- [LINK](#) do prezentacji

EURm	2025	2024	Y/Y	4Q25	4Q24	Y/Y
Order intake	8,910	8,277	7.6%	2,003	2,528	-20.8%
Pulp & Paper	3,348	2,780	20.4%	679	812	-16.3%
Metals	1,479	1,707	-13.3%	311	403	-22.8%
Hydropower	2,516	2,171	15.9%	646	942	-31.4%
Environment & Energy	1,566	1,619	-3.3%	367	372	-1.5%
Revenue	7,883	8,314	-5.2%	2,345	2,286	2.6%
Pulp & Paper	2,957	3,461	-14.6%	873	856	2.0%
Metals	1,694	1,811	-6.5%	476	461	3.3%
Hydropower	1,730	1,538	12.5%	554	505	9.7%
Environment & Energy	1,503	1,504	-0.1%	441	463	-4.8%
Order backlog	10,458	9,750	7.3%	10,458	9,750	7.3%
EBITDA	823	888	-7.3%	246	253	-2.9%
EBITDA margin (%)		10.4%	10.7%		10.5%	11.1%
EBITA adj.	698	743	-6.0%	228	233	-2.2%
EBITA adj. margin (%)		8.9%	8.9%		9.7%	10.2%

Source: Company, Trigon

DURR

Wyniki 2025: Przychody 4,17mld EUR (-3% r/r), EBIT 232mld EUR (marża 5,6%; +1,0pp), order intake poniżej mediany guidance (3,89mld EUR vs 3,95mld EUR)

- Dürr dostarcza zautomatyzowane, energooszczędne rozwiązania produkcyjne głównie dla automotive, przemysłu drzewnego (oraz montażu medycznego i elektrycznego)

#Podsumowanie wyników / Segmenty

- Spadek przychodów z powodu opóźnień projektów po stronie klientów, marża EBIT +100bps r/r dzięki poprawie rentowności Automotive i Woodworking
- Mocny FCF (162 mln EUR), ~100mln EUR poprawy NWC, dług netto spadł do 65,7mln EUR (DN/EBITDA ~0,2x)
- Automotive: sprzedaż płaska r/r (~2,05 mld EUR), marża EBIT 8,6% (+0,3pp)
- Industrial Automation: spadek sprzedaży i marży (3,4%), EBIT raportowany pod presją odpisów
- Woodworking: sprzedaż -3% r/r, marża EBIT 5,5% (+1,9 pp)
- Order intake: 3,9mld EUR (-18% r/r), mocny Q4 (1,25mld EUR), słabe Q2–Q3 przez niepewność makro; regionalnie słabo Niemcy -59%/Europa -13%, lepiej Ameryki +1% i Azja (bez Chin) +26%

#Outlook / Guidance

- Guidance FY26: order intake 3,8–4,2mld EUR, przychody 3,9–4,3 mld EUR, marża EBIT 5,0–6,5%, FCF od -150 do 0mln EUR (efekt przesunięcia płatności klientów z 2026 do 2025 oraz podatku od sprzedaży environmental tech).
- Automotive FY26: order intake 1,8–2,1mld EUR, sprzedaż 2,0–2,2mld EUR, marża EBIT 7,0–8,0% (poniżej FY25)
- Industrial Automation FY26: order intake 0,6–0,75mld EUR, sprzedaż 0,625–0,725mld EUR, marża EBIT 5,0–6,5% (+2,4pp r/r)
- Woodworking FY26: order intake 1,3–1,5mld EUR, sprzedaż 1,3–1,4mld EUR, marża EBIT 5,0–6,0% (płasko r/r)

#Ryzyka

- Utrzymująca się wysoka niepewność makro i geopolityczna (wojna na Bliskim Wschodzie, konflikty handlowe) mogąca dalej ograniczać CAPEX klientów i przesuwac projekty
- Słabe lub opóźnione ożywienie w meblarstwie oraz potencjalne spowolnienie w timber houses

#Szanse

- Strukturalny wzrost popytu na automatyzację, energooszczędne lakiernie i linie produkcyjne (regulacje klimatyczne, presja na efektywność energetyczną)
- Rosnący rynek timber houses (rekordowe zamówienia) z potencjalnym wsparciem regulacyjnym dla niskoemisyjnego budownictwa drewnianego

#Ceny sprzedaży / koszty zakupów

- Poprawa marży brutto w FY25 dzięki niższym kosztom materiałów i dyscyplinie kosztów osobowych – korzystny price-cost spread mimo słabszego popytu
- Zarząd nie sygnalizuje silnej presji kosztowej (energia, logistyka, płace) ponad zdolność spółki do przetrwania na klientów
- [LINK](#) do prezentacji

EURm (cont oper)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	2024	2025	2026 Target
Order intake	1375	1213	1119	1039	1080	807	763	1245	19.8%	63.3%	4745.7	3894.8	3800 - 4200
AUTO	827	698	616	465	503	402	310	647	39%	109%	2606	1861	1800-2100
INDU	177	203	178	255	194	130	191	163	-36%	-15%	812	678	600-750
WOOD	377	321	333	326	391	280	268	441	36%	65%	1357	1380	1300-1500
Sales revenues	1009	1084	1056	1143	1007	1001	1044	1116	-2%	7%	4291	4168	3900-4300
AUTO	446	511	527	573	482	499	505	568	-1%	12%	2057	2054	2000-2200
INDU	224	223	185	219	198	169	193	207	-5%	7%	852	768	625-725
WOOD	347	359	350	358	335	339	352	346	-3%	-2%	1414	1372	1300-1400
EBIT adj	41	47	49	59	39	42	69	82	39%	19%	196	232	
AUTO	31	36	45	60	33	38	44	62	3%	43%	172	177	
INDU	13	9	5	5	7	2	10	7	53%	-34%	31	26	
WOOD	11	11	14	16	14	16	24	23	42%	-8%	51	76	
EBIT margin (%)	4	4.4	4.7	5.1	3.9	4.2	6.6	7.4	45%	12%	4.6	5.6	5.0-6.5
AUTO	6.9	7.0	8.6	10.5	6.9	7.5	8.7	11.0	4%	27%	8.4	8.6	7.0-8.0
INDU	5.6	3.8	2.8	2.1	3.6	1.0	5.4	3.3	62%	-38%	3.6	3.4	5.0-6.5
WOOD	3.1	3.0	3.9	4.4	4.0	4.6	6.9	6.5	48%	-6%	3.6	5.5	5.0-6.0

Source: Company, Trigon

RYNEK STALI

Cześć producentów pręta żebrowanego wycofała oferty sprzedaży lub zmniejszyła wolumeny z uwagi na wzrost cen gazu - [LINK](#)

- Producenci przygotowują obecnie aktualizację cenników w związku ze wzrostem cen nośników energii
- W lutym ceny pręta żebrowanego w Europie nieznacznie spadły, z powodu zimy prace budowlane były ograniczone, przez co dystrybutorzy schodzili z wcześniejszego zapasu
- W Niemczech ceny pręta żebrowanego wynoszą obecnie 640-650 EUR/t (+10 EUR/t w/w)

RYNEK MOTORYZACYJNY

Import używanych aut do Polski w lutym'26 spadł o 10,6% r/r - Samar

- W okresie styczeń-luty'26 zarejestrowano 133,3 tys. sztuk, -13,5% r/r.

LIFTERO / RYNEK SPACE

Zdobycie kontraktu na dostarczenie autorskiego systemu BOOSTER do misji kosmicznej OrbitAID z Indii

- Kontrakt z OrbitAID z Indii zakłada dostarczenie dwóch systemów BOOSTER wyposażonych w łącznie ponad 10 silników
- System zaprojektowany i zbudowany przez Liftero będzie pierwszym na świecie operacyjnym napędem kosmicznym zasilanym N2O (podtlenek azotu), który umożliwi pełną kontrolę ruchu w przestrzeni 6-DOF (ang. six degrees of freedom)
- Produkty Liftero zostaną wykorzystane w obszarze in-orbit servicing, w tym do operacji zbliżeniowych, dokowania i tankowania
- Dla Liftero ma to być największe zamówienie na silniki w historii Spółki, kontrakt zostanie w całości zrealizowany w 2026 roku, co ma zapewnić Liftero wyższe przychody niż w całym 2025, nie wyczerpując jednocześnie obecnych zdolności produkcyjnych
- Planowany przez OrbitAID start misji nastąpi najwcześniej w 4Q26
- Systemy napędowe BOOSTER zostaną zintegrowane z dwoma pojazdami kosmicznymi: statkiem serwisującym (ang. chaser) oraz statkiem docelowym (ang. target). Osiągnięcie możliwości manewrowania w sześciu stopniach swobody pozwoli na realizację wszystkich założeń misji, od fazy zbliżania orbitalnego z dużej odległości (ang. rendez-vous) po precyzyjne podejście do dokowania
- Liftero i OrbitAID prowadzą również zaawansowane rozmowy w zakresie zawarcia umowy ramowej dotyczącej przyszłej współpracy obu podmiotów w obszarze in-orbit servicing
- BOOSTER to system napędowy wykorzystujący nietoksyczne materiały pędne (podtlenek azotu i etan), zaprojektowany dla satelitów klasy 20-500 kg
- Pierwszy system BOOSTER został wyniesiony na orbitę w marcu 2025 na pokładzie SpaceX Transporter-13
- OrbitAID realizuje pierwszą w Indiach misję serwisowania orbitalnego, obejmującą demonstrację dokowania, tankowania w przestrzeni kosmicznej oraz wydłużenia cyklu życia satelitów, długoterminową wizją spółki jest budowa infrastruktury orbitalnych stacji paliwowych wspierających rozwijającą się globalną gospodarkę kosmiczną

CLOUDFERRO / RYNEK SPACE

W Warszawie zainaugurowano działalność Civil Security Hub Poland

- Ma to być pierwszy w Europie ośrodek bezpieczeństwa cywilnego, który wesprze służby i instytucje zarządzania kryzysowego danymi pochodzącymi z obrazów satelitarnych i zdjęć dronowych
- Ośrodek tworzy konsorcjum instytucji naukowych i firm technologicznych, wśród nich są: Centrum Informacji Kryzysowej działające w CBK PAN, CloudFerro, Politechnika Warszawska i Europejska Fundacja Kosmiczna
- CloudFerro odpowiada za opracowanie infrastruktury chmurowej, która umożliwi m.in. bezpieczne przetwarzanie danych satelitarnych
- Civil Security Hub Poland jest częścią projektu Europejskiej Agencji Kosmicznej pod nazwą Space Resilience Nodes, zakłada on powstawanie w Europie wyspecjalizowanych hubów, które potrafią przekształcać ogromne ilości danych obserwacyjnych z kosmosu w praktyczne narzędzia dla służb odpowiedzialnych za bezpieczeństwo

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

BUDIMEX (BDX PW; BUY; TP PLN 900)

Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu

2026 outlook

- Utrzymanie r/r marżowości segmentu w '26;
- Długoterminowym celem jest utrzymanie marży w segmencie budowlanym powyżej 6%;
- Wartość portfela zamówień wkrótce przekroczy 18mld PLN;
- Tegoroczna kontraktacja będzie znacząco wyższa niż w '25 i przekroczy cel 8,5mld PLN;
- Wydłużanie postępowań przetargowych w związku z odwołaniami do KIO to problem systemowy, który wymaga interwencji;

Strategia

- W tym roku grupa chce zaprezentować strategię rozwoju z horyzontem 5-letnim i perspektywą 10-letnią.

FERRO (FRO PW; HOLD; TP PLN 30)

Podjęcie uchwały o wypłacie dywidendy przez spółkę zależną Termet S.A. w łącznej kwocie 5,3mln PLN

- Dzień dywidendy ustalono na 18 marca, a termin wypłaty na 30 marca 2026 roku;
- Spółka posiada 95,35% akcji w Termet S.A. i otrzyma dywidendę w kwocie 5,08mln PLN.

BIOTECH

PHARMENA

Spółka zakończyła ocenę skuteczności 1-MNA w łuszczycy

- Wyniki badania potwierdziły bezpieczeństwo, dobrą tolerancję badanych formułacji oraz brak działania fototoksycznego;
- Badane formułacje wykazały skuteczność w redukcji objawów łuszczycy oraz w łagodzeniu miejscowego stanu zapalnego;
- Teraz spółka dokona szczegółowej analizy raportu w celu podjęcia decyzji o kierunkach dalszego rozwoju projektu.

OTHER INFORMATION

CASPAR AM: Wartość aktywów pod zarządzaniem na koniec lutego 2026 roku na poziomie 1,6mld PLN, -1,2% m/m

IMPERIO ASI: Utworzenie odpisu aktualizującego w kwocie ok. 444tys. PLN

- Odpis związany jest z utratą wartości spółki Figene Capital S.A.

ZREMB-CHOJNICE: Otrzymanie kolejnego zamówienia z branży offshore na wykonanie kontenerów

- Wartość zamówień w okresie od 4 września 2025 roku do 5 marca 2026 roku wynosi 5,06mln PLN;
- Ostateczny termin zakończenia realizacji wszystkich dostaw przypada na dzień 30 czerwca 2026 roku.

INSIDER TRADING

SOPHARMA

Spółka sprzedała 25,5 tys. akcji @ 1,81 EUR.

SHARE BUYBACK PROGRAM

MONNARI TRADE

Nabycie 1,3 tys. akcji @ 6,64 PLN.

SYGNITY

Nabycie 13,1 tys. akcji @ 69,00-74,80 PLN.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

IPOPEMA SECURITIES

Rezygnacja p. Andrzeja Knigawki z pełnienia funkcji członka RN.

POLICE

Rezygnacja p. Pawła Oleksego z pełnienia funkcji wiceprezesa zarządu.

WITTCHEN

RN powołała p. Marcina Szygułę na stanowisko wiceprezesa zarządu.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

MODIVO

Zwiększenie zaangażowania przez AgioFunds TFI z 4,629% (5,022% kapitału zakładowego) do 5,825% (6,32% kapitału zakładowego) głosów.

SECO/WARWICK

Zwiększenie zaangażowania przez Value Fund Activist FIZ z 4,77% do 5,366% kapitału i głosów.

BLOCK TRADES

FABRITY HOLDING

Wolumen: 149,2 tys. @ 25,50
% kapitału: 5,37

SUNEX

Wolumen: 1,1 mnl @ 2,50
% kapitału: 4,93

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

MENNICA POLSKA: Wniosek OFE PZU w sprawie powołania o. Artura Osuchowskiego na stanowisko członka RN

FINANCIAL RESULTS

MARCH	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
02-06				BNP, ING	
09-13		KRU	LDO, PEP, RHM	ALE, OPL, PKO	
16-20	VGO	BHW, DOM	CBF, JMT	CDR, ZAB	BFT, HUG, XTB
23-27	GPW, TEN, KOG, SCW	WPL	KGH	DNP, KTY, PCO, ASB, JSW, NEU, VOX, CSG	BDX
30-31	TPE	ACP			
APRIL	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-03				GPP	DVL
06-10					
13-17	ENA		PGE, APR	PKN, CPS	
20-24	11B, DIA		KTY, OPL	MBR, RBW, SAAB	NWG, ARL, VRG
27-30	ASE, MRB	ALR, ZAB, CAR, MIL, WTN	KRU, ATT	CCC, MBK, SPL, EUR, ING, XTP	CRI, EUR, LBW
MAY	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01					
04-08		JMT, LDO	BDX, KOG	ASB, BHW, BNP, AMB	EUR
11-15	TEN		KGH	DNP, PKO, PZU, BFT, DOM	SCW, XTB
18-22		CBF, JSW, WPL	11B, CPS, ENA, TPE	ALE, PKN, APR, CAR, DVL, MRB, NEU, PEP, VRG	NWG
25-29	VGO	PGE, GPP, ARL	ACP, GPW, XTP	CDR, ATT, DIA, HUG, MBR, RBW, VOX, WTN	

Order: **WIG20** / mWIG40 / Trigon DM Coverage

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			P/BV			ROE			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Alior	ALR	Buy	138.0	114.3	21%	14,922	8.7	8.7	7.8	1.1	1.1	1.0	13%	12%	13%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	153.0	146.0	5%	21,591	9.9	9.0	8.2	1.2	1.2	1.1	12%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	98.0	96.8	1%	39,738	10.6	9.7	9.5	1.4	1.3	1.2	13%	13%	12%	77
Handlowy	BHW	Buy	125.0	114.2	9%	14,921	11.3	11.7	11.2	1.6	1.6	1.6	14%	13%	14%	59
ING	ING	Hold	366.0	393.5	-7%	51,194	14.4	12.4	9.9	2.5	2.3	2.1	17%	19%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Sell	1,140	1,139	0%	216,466	12.3	11.8	11.6	1.7	1.6	1.6	14%	14%	13%	84
mBank	MBK	Sell	934.0	967.8	-3%	41,157	11.6	10.0	8.8	1.8	1.6	1.4	15%	16%	16%	62
Millennium	MIL	Sell	14.6	16.2	-10%	19,592	18.3	10.1	9.1	1.9	1.7	1.5	11%	17%	17%	67
Moneta	MONET	Sell	167.0	192.6	-13%	98,419	14.3	14.1	13.9	2.9	2.8	2.7	20%	20%	20%	71
OTP	OTP	Hold	39,200	37,960	3%	10,629	9.0	8.6	8.1	1.7	1.5	1.4	18%	18%	18%	77
Pekao	PEO	Buy	245.0	217.2	13%	57,008	9.9	9.5	8.6	1.6	1.5	1.5	16%	16%	17%	72
PKO BP	PKO	Buy	101.0	88.7	14%	110,875	10.3	9.4	8.4	1.8	1.7	1.6	18%	18%	19%	61
Santander	SPL	Buy	680.0	563.0	21%	57,533	10.3	9.2	9.0	1.7	1.6	1.6	16%	18%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	600.0	463.2	30%	9,029	7.4	7.1	6.6	1.5	1.3	1.2	20%	18%	18%	79
PZU	PZU	Hold	67.0	66.0	1%	57,010	9.4	9.3	9.0	1.5	1.5	1.4	16%	16%	16%	63

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
11bit Studios	11B	Hold	180.0	138.0	30%	334	26.5	12.3	57.5	5.4	3.1	4.6	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	138.0	132.0	5%	2,310	11.9	11.5	11.1	7.8	7.5	7.4	—	—	—	45
AC	ACG	Under Review		22.6	-	208	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Hold	17.2	19.3	-11%	238	15.2	11.6	9.8	7.0	6.0	5.2	0%	3%	5%	—
Allegro	ALE	Buy	43.0	26.5	62%	28,008	14.1	11.8	10.0	7.9	6.8	5.9	6%	6%	6%	93
Ambra	AMB	Buy	23.0	18.0	27%	455	9.9	8.9	8.7	4.4	4.1	3.8	6%	6%	6%	—
Amica	AMC	Under Review		55.5	-	432	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	13.0	11.9	9%	2,608	13.0	12.2	11.6	5.1	5.0	4.8	1%	3%	3%	80
Answer.com	ANR	Buy	35.5	20.9	70%	397	9.9	7.5	6.4	5.7	4.7	4.1	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	60.0	46.8	28%	2,738	7.7	3.7	4.5	6.9	3.4	4.2	9%	13%	15%	—
Arctic Paper	ATC	Under Review		8.3	-	574	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	17.2	14.9	15%	178	7.1	7.8	9.2	3.9	2.8	3.0	0%	7%	10%	—
Asbis	ASB	Buy	39.0	42.5	-8%	2,358	9.4	8.4	8.3	6.6	6.0	5.8	4%	5%	6%	—
Asmodee	ASMDEE	Buy	145.0	102.5	41%	23,949	56.1	49.2	41.5	25.2	23.0	20.2	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	75.8	24%	2,533	17.1	15.6	14.6	12.1	11.0	10.0	5%	5%	5%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	225.0	170.8	32%	14,176	19.9	18.6	17.7	—	—	—	4%	4%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	80.0	65.2	23%	3,384	16.1	14.3	13.2	9.1	8.2	7.5	3%	3%	4%	—
Atal	1AT	Buy	70.0	57.2	22%	2,475	6.4	5.4	5.5	7.9	6.1	5.8	6%	13%	15%	—
Auto Partner	APR	Buy	23.0	18.1	27%	2,364	11.1	9.6	8.6	7.6	6.8	5.4	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	16.2	—	1,606	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	5,150	3,790	36%	12,511	18.4	14.0	11.4	8.5	7.5	6.4	3%	4%	5%	59
Bioceltix	BCX	Buy	128.4	78.9	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	35.0	24.4	43%	471	31.6	16.6	4.4	5.5	5.8	1.8	0%	0%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	900.0	776.6	16%	19,827	25.7	21.1	18.1	15.7	12.6	10.1	4%	4%	4%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.9	84.6	38%	438	6.7	—	1.3	4.2	—	1.0	0%	0%	—	—
CD Projekt	CDR	Buy	316.4	248.5	27%	24,828	72.5	14.7	14.3	60.6	10.2	10.5	0%	0%	5%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	42.6	22	97%	1,163	208.4	58.4	38.7	18.0	12.9	10.0	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	910.6	1,205.0	-24%	648,278	23.6	23.5	23.3	8.0	7.9	7.8	4%	3%	3%	76
CI Games	CIG	Sell	2.02	2.38	-15%	453	—	4.3	3.7	—	2.7	1.5	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	850.0	660.0	29%	462	13.2	7.5	28.1	7.2	3.9	8.9	2%	8%	0%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	460.0	690.0	-33%	1,969	37.4	26.2	24.5	23.0	16.0	14.4	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Buy	61.0	58.0	5%	1,189	14.6	12.6	11.1	7.4	6.7	6.0	6%	6%	7%	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	17.3	21%	8,391	6.5	5.2	4.6	9.3	7.9	7.3	—	—	—	88

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Cyber Folks	CBF	Buy	220.0	185.8	18%	2,845	33.1	21.0	16.4	15.0	12.0	9.6	1%	1%	2%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	13.0	12.1	8%	7,723	13.3	10.8	8.9	6.0	5.6	5.2	0%	0%	4%	80
Dadelo	DAD	Buy	70.0	77.4	-10%	904	36.3	27.9	20.6	20.9	16.8	13.1	0%	0%	1%	—
Develia	DVL	Buy	10.0	9.5	6%	4,388	9.8	9.0	9.1	7.6	6.8	7.1	7%	8%	8%	36
Diagnostyka	DIA	Buy	200.0	180.2	11%	6,081	19.1	16.2	13.8	10.0	8.7	7.6	2%	3%	3%	—
Digital Network	DIG	Hold	143.0	160.0	-11%	678	13.4	12.1	10.8	7.9	7.2	6.5	3%	4%	4%	—
Dino Polska	DNP	Buy	48.5	39.6	22%	38,824	18.8	15.2	12.5	11.9	9.5	7.5	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	300.0	247.0	21%	6,372	8.2	7.9	7.2	6.6	6.2	5.3	7%	8%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.4	30%	2,220	9.3	3.9	4.4	7.3	3.3	3.5	15%	15%	15%	—
Erbud	ERB	Hold	30.0	30.8	-3%	367	26.4	16.6	11.0	4.5	4.6	4.3	5%	3%	4%	—
Enea	ENA	Buy	28.0	24.3	15%	12,851	6.5	5.8	7.4	4.5	4.7	5.4	2%	2%	2%	33
Enter Air	ENT	Buy	74.0	60.5	22%	1,061	8.1	7.5	6.9	4.2	3.8	3.7	5%	6%	6%	—
Eurocash	EUR	Under Review		6.2	-	866	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity Holding	FAB	Buy	30.0	25.7	17%	71	11.3	9.3	8.8	6.7	5.9	5.5	9%	8%	10%	—
Ferro	FRO	Hold	30.0	30.7	-2%	652	13.9	9.6	8.8	9.6	6.7	6.1	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,127	11,670	12%	2,174,995	7.4	6.0	5.4	4.5	3.5	2.8	5%	7%	7%	75
GPW	GPW	Hold	65.0	78.9	-18%	3,309	15.6	15.0	14.5	11.8	10.8	10.4	4%	4%	5%	61
Grenevia	GEA	Under Review		3.3	-	1,879	—	—	—	—	—	—	—	—	—	52
Grupa Pracuj	GPP	Buy	63.0	40.7	55%	2,804	10.8	9.9	9.1	7.0	6.2	5.5	6%	7%	7%	—
GTC	GTC	Sell	3.0	2.7	12%	1,545	31.0	16.5	13.6	18.4	16.4	16.3	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32.6	23.9	36%	1,069	4.6	5.4	6.5	2.3	3.0	3.9	21%	24%	21%	5
H&M	HMB	Sell	133.0	181.2	-27%	290,654	21.1	20.1	18.9	8.3	8.0	7.8	4%	4%	4%	95
Inditex	ITX	Hold	59.0	53.0	11%	165,245	23.4	21.1	19.2	12.8	11.7	10.6	3%	4%	4%	98
InPost	INPST	Buy	12.6	15.1	-17%	32,286	26.2	24.5	21.2	8.9	8.1	7.1	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	770.0	623.0	24%	8,827	10.0	8.8	7.8	7.6	6.7	5.8	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	23.5	21.3	10%	13,404	17.1	14.6	13.3	6.6	6.1	5.7	3%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review		29.9	-	3,511	—	—	—	—	—	—	—	—	—	51
Kęty	KTY	Hold	1,050.0	1,040.0	1%	10,235	14.8	13.6	11.6	9.9	9.3	8.6	5%	6%	7%	48
KGHM	KGH	Sell	310.0	296.5	5%	59,300	8.7	8.3	9.4	4.1	3.9	4.0	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	26,000	19,780	31%	36,710	14.2	12.1	10.4	7.2	6.2	5.4	4%	4%	0%	77
Mabion	MAB	Under Review		8.1	—	150	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		67.6	-	451	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	265.0	208.0	27%	2,984	29.7	24.7	21.0	10.3	9.2	8.4	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Buy	61.1	38.5	59%	358	3.0	4.4	—	1.8	2.2	—	11%	11%	0%	—
MFO	MFO	Under Review		35.8	-	237	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Buy	15.0	13.0	15%	1,431	12.3	10.3	7.8	9.0	7.1	5.4	1%	1%	2%	—
MLP Group	MLG	Buy	115.0	92.0	25%	2,208	7.8	5.5	4.3	10.8	9.3	7.9	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	342.2	337.5	1%	1,186	12.0	11.7	11.5	7.8	7.5	7.1	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Under Review		103.0	-	7,934	—	—	—	—	—	—	—	—	—	70
MOL	MOL	Hold	3,223	3,732	-14%	2,805	6.6	8.1	10.8	3.3	3.7	4.1	7%	7%	7%	71
Molecure	MOC	Buy	17.9	7.2	150%	147	3.2	3.0	—	1.6	1.2	—	0%	0%	—	—
Murapol	MUR	Buy	50.0	41.7	20%	1,701	5.8	5.5	6.0	5.6	5.2	5.7	12%	13%	14%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	160.0	88.4	81%	10,900	15.6	12.7	11.1	4.9	3.9	3.0	2%	0%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	850.0	754.0	13%	3,484	17.0	14.7	13.4	8.5	7.5	6.7	2%	2%	2%	76
Newag	NWG	Under Review		108.6	-	4,887	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Onde	OND	Hold	9.7	9.3	5%	505	16.4	16.5	16.6	6.1	5.8	5.5	3%	3%	3%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	132.0	87.0	52%	978	11.3	9.8	—	7.7	6.3	—	6%	7%	—	—
Orange	OPL	Buy	11.6	14.0	-17%	18,373	17.8	16.5	14.2	5.7	5.7	5.3	4%	5%	5%	61
Orlen	PKN	Sell	88.1	119.7	-26%	138,965	9.5	10.6	12.0	4.8	5.1	5.6	6%	5%	4%	61
PCF Group	PCF	Under Review		3.5	-	150	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review		180.7	-	90,350	—	—	—	—	—	—	—	—	—	60

*S&P Global ESG Scores ([LINK](#)), S&P Global ESG Scores methodology ([LINK](#))

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Pekabex	PBX	Hold	13.0	12.0	9%	297	—	7.6	5.2	17.5	5.0	4.2	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	29.0	26.5	9%	15,302	13.0	11.7	10.7	5.4	5.1	4.8	—	—	—	57
PGE	PGE	Buy	12.4	10.6	17%	23,806	6.0	6.9	6.0	4.7	5.5	5.2	0%	0%	0%	34
Playway	PLW	Buy	376.0	249.5	51%	1,663	8.4	8.3	10.0	5.9	5.9	7.6	7%	12%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	66.3	50.4	32%	3,892	22.9	29.2	19.4	9.9	10.6	4.7	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	8.5	8.7	-2%	2,204	19.5	18.1	14.0	7.0	7.5	4.6	0%	0%	0%	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	220.0	149.1	48%	2,170	8.7	8.5	8.0	5.0	4.7	4.2	6%	6%	6%	—
Rawlplug	RWL	Under Review		13.9	-	432	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Rheinmetall	RHM	Buy	2,350.0	1,565.0	50%	72,799	41.0	27.3	18.8	22.3	15.0	10.5	0%	1%	1%	75
Ryvü Therapeutics	RVU	Buy	55.9	26.0	115%	601	8.0	2.5	1.8	4.0	0.5	1.4	0%	0%	0%	—
SAAB	SAABB	Hold	670.0	629.0	7%	341,788	38.4	30.1	25.5	21.3	17.5	15.0	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	148.8	53%	471	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selena FM	SEL	Under Review		56.8	-	1,297	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Hold	51.0	40.9	25%	774	19.9	14.6	13.9	8.2	7.1	5.7	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	59.0	44.9	31%	1,263	21.7	16.5	13.0	12.9	10.2	7.9	2%	3%	4%	—
Stalprodukt	STP	Under Review		234.0	-	1,264	—	—	—	—	—	—	—	—	—	48
Śnieżka	SKA	Buy	95.0	84.0	13%	1,060	12.9	12.0	11.7	7.5	7.1	6.8	—	—	—	—
Synektik	SNT	Buy	325.0	290.0	12%	2,473	16.9	14.7	13.4	10.5	9.1	8.2	4%	5%	6%	—
Tauron	TPE	Buy	13.3	10.7	24%	18,831	9.7	7.3	7.5	6.3	5.7	5.9	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	96.7	107.6	-10%	697	11.7	12.1	15.5	7.6	7.6	9.3	12%	9%	8%	3
Torpol	TOR	Buy	70.0	69.2	1%	1,590	16.2	12.0	10.9	9.0	5.7	3.7	2%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.0	33%	678	7.7	7.6	6.7	5.0	4.7	3.8	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Under Review		284.3	-	392,265	—	—	—	—	—	—	—	—	—	86
Unimot	UNT	Buy	164.0	151.0	9%	1,185	9.0	9.0	6.6	5.6	5.8	4.5	4%	3%	3%	—
Voxel	VOX	Hold	162.0	127.6	27%	1,340	13.1	11.5	10.7	6.8	6.0	5.5	3%	4%	5%	—
VRG	VRG	Under Review		4.9	-	1,139	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wielton	WLT	Under Review		6.0	-	439	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Buy	76.0	57.3	33%	1,706	11.2	9.9	9.1	4.8	4.6	4.4	4%	5%	6%	72
Wittchen	WTN	Hold	17.0	17.6	-4%	325	9.5	9.9	9.9	5.0	4.7	4.7	4%	6%	7%	—
Wizz Air	WIZZ	Under Review		9.8	-	1,011	—	—	—	—	—	—	—	—	—	67
XTB	XTB	Buy	99.0	92.8	7%	10,908	10.0	8.5	7.5	6.2	5.0	4.2	5%	8%	9%	32
XTPL	XTP	Buy	115.0	65.0	77%	172	—	17.1	8.1	41.6	7.8	4.0	0%	0%	—	—
Zabka Group	ZAB	Buy	29.5	21.1	40%	21,123	17.2	12.9	10.2	6.7	5.7	4.9	—	—	—	—

*S&P Global ESG Scores ([LINK](#)), S&P Global ESG Scores methodology ([LINK](#))

TRIGON DOM MAKLESKI S.A.

Plac Unii, Puławska 2 st,
Building B,
02-566 Warszawa

+48 22 330 11 11
recepca@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	<i>Head of Research</i>	Dominik Niszczyński, CFA TMT, E-commerce	<i>Senior Analyst</i>
Maciej Marcinowski Strategy, Banks, Financials	<i>Deputy Head of Research</i>	Łukasz Rudnik Strategy, Foreign Markets, Industrials	<i>Senior Analyst</i>
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	<i>Analyst</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra FMCG, Defence, Deep tech	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	Kacper Mazur	<i>Assistant Analyst</i>

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński	<i>Managing Director</i>
----------------------------	--------------------------

SALES TRADING

Paweł Szczepański	<i>Head of Sales</i>	Paweł Czupryński	<i>Senior Sales Trader</i>
Michał Sopiński, CFA	<i>Deputy Head of Sales</i>	Hubert Kwiecień	<i>Sales Trader</i>

DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogilska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieście w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | NIP 676-10-44-221 KRS 000003318. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Domu Maklerskiego S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Niniejsze opracowanie jest zgodne z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych wyników. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za jakiegokolwiek szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, ani nie zapewnia, że zawarte w opracowaniu stwierdzenia dotyczące przyszłości okażą się prawdziwe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikacja, rozpowszechnianie, kopiowanie lub jakiegokolwiek inne wykorzystanie części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.