

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS

JERONIMO MARTINS: Wyniki za 4Q25: Marża brutto wyższa od oczekiwań, negatywny wpływ poz. kosztów operacyjnych [neutralne]

DADELO: Wyniki 4Q25: dalszy silny przyrost NWC, wycena ESOP ciąży raportowanym wynikiom [neutralne]

FINANCIALS

SANTANDER BANK POLSKA: Rekomendacja zarządu w sprawie wypłaty 49,98 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

SANTANDER BANK POLSKA: Bank chce skupić do 826 tys. akcji własnych na potrzeby programu motywacyjnego

OIL, GAS & CHEMICALS

RYNEK PALIW: Ataki na infrastrukturę energetyczną na Bliski Wschodzie

UTILITIES & MINING

KGHM: Silna przecena miedzi do 12,160 USD/mt i srebra do 72 USD/troz. [negatywne]

ENERGETYKA: W ciągu dekady Polska zainwestuje 1 bilion PLN w energetykę - Tusk

CONSUMER

LPP: Podsumowanie spotkania z zarządem w ramach konferencji Middle East Challenges

ALLEGRO.EU: Uruchomienie sklepu z opakowaniami Allegro Pack

RAINBOW TOURS: Spółka szacuje koszty związane z sytuacją w regionie Bliskiego Wschodu na 5mln PLN kosztów i 3mln PLN utraconej marży

LOGISTICS & TRANSPORT

INPOST: Podsumowanie konferencji po wynikach za 4Q25 [neutralne]

PKP CARGO: Sędzia-Komisarz zatwierdził plan restrukturyzacyjny spółki złożony do sądu w czerwcu'25

GAMING

CI GAMES: Spółka sprzedała w ramach ABB 28 mln akcji nowej emisji serii M @ 2,50 PLN

INDUSTRIALS

GRUPA KĘTY: Podsumowanie konferencji Middle East Challenges [neutralne]

STADLER RAIL: Podsumowanie konferencji

RYNEK KOLEJOWY: W przyszłym roku PKP Intercity i MI chcą otrzymać oferty od producentów zainteresowanych dostawą taboru dla KDP

RYNEK DEFENCE & SPACE: APS i Eycore zwiększają moce produkcyjne

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

BUDIMEX: Podsumowanie konferencji Middle East Challenges [lekko pozytywne]

BIOTECH

RYVU THERAPEUTICS: Spółka zaprezentuje w kwietniu dane przedkliniczne dla platformy ONCO Prime

SCOPE FLUIDICS: Złożenie dokumentacji w procesie certyfikacji IVDR dla systemu Bacteromic z Panelem UNI FAST

URTESTE: Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

JERONIMO MARTINS (JMT PL; BUY; TP EUR 23.5)

Wyniki za 4Q25: Marża brutto wyższa od oczekiwań, negatywny wpływ poz. kosztów operacyjnych [neutralne]

EURm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25P	Cons.
Revenues	8,700	8,377	9,020	9,138	9,457	9%	3%	9,457	9,456
LFL	1.5%	-2.2%	5.4%	3.8%	3.0%	1.5pp	-0.8pp	3.0%	
EBITDA	554	520	568	658	603	9%	-8%	612	
adj. EBITDA*	599	528	620	664	668	12%	1%	657	656
Biedronka	471	461	495	521	514	9%	-1%	515	
Distribution Portugal	97	78	95	114	107	11%	-6%	102	
Ara	31	27	33	33	39	26%	18%	40	
Hebe	24	3	15	20	27	11%	35%	27	
Other operating profits/losses	-45	-8	-52	-6	-65	-	-	-45	
EBIT	289	241	286	372	309	7%	-17%	321	
adj. EBIT*	334	249	338	378	374	12%	-1%	366	366
Net financial costs	-73	-71	-87	-85	-79	-	-	-78	
Net profit	159	128	142	214	163	2%	-24%	178	182
Gross Margin	20.5%	20.8%	20.2%	20.7%	20.9%	0.37pp	0.16pp	20.3%	20.4%
SG&A ratio	16.7%	17.8%	16.5%	16.6%	16.9%	0.26pp	0.33pp	16.4%	
Distribution costs/store (EURk)	218	218	216	218	225	3.3%	3.5%	219	
adj. EBITDA* margin	6.9%	6.3%	6.9%	7.3%	7.1%	0.18pp	-0.20pp	6.9%	6.9%
adj. EBIT* margin	3.8%	3.0%	3.7%	4.1%	4.0%	0.11pp	-0.18pp	3.9%	3.9%
Net profit margin	1.8%	1.5%	1.6%	2.3%	1.7%	-0.11pp	-0.62pp	1.9%	1.9%
OCF**	658	-75	566	493	850	29%	72%		
Net debt	3,064	3,622	3,791	3,580	3,302	8%	-8%		
ND/EBITDA	1.4	1.6	1.6	1.5	1.3	0.0	-0.2		
P/E12M trailing	22.7	21.6	22.1	21.1	20.9				
adj. EV/EBITDA 12M trailing	7.4	7.6	7.4	7.1	6.8				

Biedronka	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25P	Cons.
Revenues	6,110	5,946	6,410	6,397	6,590	8%	3%	6,590	6,586
LFL	1.1%	-3.5%	5.3%	3.6%	2.4%	1.3pp	-1.2pp	2.4%	
EBITDA	470.85	461	495	521	514	9%	-1%	515	512
EBITDA (pre-IFRS 16)	362.57	349	383	406	400	10%	-1%	398	394
EBITDA margin	7.7%	7.8%	7.7%	8.1%	7.8%	0.09pp	-0.34pp	7.8%	7.8%
EBITDA margin (pre-IFRS 16)	5.9%	5.9%	6.0%	6.3%	6.1%	0.14pp	-0.28pp	6.0%	6.0%
Number of stores	3,730	3,780	3,802	3,829	3,882	4%	1%	3882	
Retail space (k m2)	2,667	2,701	2,725	2,747	2,789	5%	2%	2789	
CAPEX	165	146	93	149	216	31%	45%		

#Biedronka

- W FY26 Biedronka chce otworzyć >120 sklepów netto w Polsce oraz wyremontować ~250 sklepów
- Na Słowacji planowane jest otwarcie w FY26 około 35 sklepów pod marką Biedronka
- W planach jest realizacja pierwszego projektu zautomatyzowanego magazynu oraz otwarcie nowego centrum dystrybucyjnego, dzięki czemu ich łączna liczba wzrośnie do 18

#Hebe

- Sieć drogerii ma powiększyć się w tym roku o ~30 nowych lokalizacji
- W centrum strategii rozwoju sieci pozostanie kanał e-commerce

#Outlook

- Grupa informuje, że w pierwszych miesiącach roku utrzymuje się podwyższona niepewność geopolityczna, co wpływa na nastroje gospodarstw domowych i innych podmiotów gospodarczych
- W Polsce nadal utrzymuje się ostra konkurencja, a konsumenci zwracają uwagę przede wszystkim na niskie ceny i promocje
- Inflacja cen żywności pozostaje niska, a kluczowe dla rentowności jest zachowanie dyscypliny operacyjnej
- Capex w FY26 oczekiwany na poziomie ~1,2mld EUR, bez zmian r/r
- Jeronimo Martins chce wypłacić z zysku za FY25 kwotę 480,8mln EUR w postaci dywidendy, tj. 0,65 EUR na akcję

MARKET QUOTES

INDICES	Change (%)			
	Price	1D	1M	1Y
WIG	122,701	-0.7%	-2%	25%
WIG20	3,338	-0.6%	-1%	20%
mWIG40	8,537	-1.0%	-4%	18%
sWIG80	30,316	-0.6%	-3%	13%
PX (Prague)	2,596	0.5%	-4%	24%
BUX (Budapest)	122,256	-0.2%	-3%	36%
BET (Bucharest)	28,222	0.0%	-3%	63%
BIST30 (Istanbul)	14,963	-0.6%	-2%	37%
DAX	23,502	-1.0%	-6%	1%
FTSE 100	10,305	-0.9%	-3%	18%
STOXX Europe 600	598	-0.8%	-4%	8%
S&P 500	6,625	-1.4%	-3%	17%
NASDAQ 100	24,425	-1.4%	-2%	24%
Nikkei 225	53,334	2.9%	-7%	41%
Shanghai Comp	4,010	0.3%	-2%	17%

BONDS	Change (bps)			
	Rate	1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.1%	10.0	87.1	-40.1
PL 10Y bond yield	5.7%	10.2	71.2	-21.7
CZ 10Y bond yield	4.8%	4.5	44.4	54.4
HU 10Y bond yield	7.1%	0.0	71.0	7.0
RO 10Y bond yield	7.1%	-6.1	82.4	-28.0
WIBOR 3M	3.8%	2.0	-2.0	-203.0
EURIBOR 3M	2.1%	-0.9	13.7	-30.8

CURRENCIES	Change (%)			
	Rate	1D	1M	1Y
USD/PLN	3.73	-0.2%	3.8%	-3%
EUR/PLN	4.27	-0.1%	1.3%	2.1%
EUR/USD	1.15	0.1%	-2.6%	5.2%
GBP/PLN	4.95	0.1%	-2.4%	0.9%
CZK/PLN	0.17	-0.1%	-0.4%	-4.2%
HUF/PLN	0.011	0.0%	2.4%	-3.3%
RON/PLN	0.84	0.1%	-1.4%	0.2%
CNY/PLN	0.54	0.0%	-4.8%	-1.9%

COMMODITIES	Change (%)			
	Price	1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,818	-1.6%	-3%	58%
Silver (USD/toz)	72.9	-3%	-7%	116%
Copper (USD/t)	12,396	-3.0%	-4%	25%
Zinc (USD/t)	3,134	-2.9%	-7%	6%
Molybdenum (USD/lb)	26.9	-0.4%	-9%	34%
Iron ore (USD/t)	106	-0.2%	8%	4%
HCC (USD/t)	221	-0.2%	0%	16%
HRC EU (EUR/t)	705	2.2%	8%	11%
Brent crude oil (USD/bbl.)	113.2	5.4%	58%	60%
CO2 (EUR/t)	65.9	-1.2%	-8%	-10%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	56.0	8.4%	78%	38%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	92	0.9%	16%	13%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	421	0.2%	2%	-1%
Shanghai Freight Index	1,710	14.9%	37%	19%

DADELO (DAD PW; Buy; TP PLN 70)

Wyniki 4Q25: dalszy silny przyrost NWC, wycena ESOP cięży raportowanym wynikiom [neutralne]

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25E	Cons
Revenues	41.1	83.1	159.9	134.6	66.4	62%	-51%	65.0	
EBITDA	-3.5	6.7	20.0	15.8	-8.4	-	-	-	
Adj. EBITDA	-3.5	6.7	20.0	15.8	-2.7	-	-	-2.6	
EBIT	-4.9	5.1	18.1	13.4	-11.4	-	-	-	
Adj. EBIT	-4.9	5.1	18.1	13.4	-5.6	-	-	-5.4	
Net profit	-4.1	3.4	13.6	9.5	-11.1	-	-	-	
Adj. Net profit	-4.1	3.4	13.6	9.5	-5.3	-	-	-5.8	
Gross margin	31.2%	30.5%	32.7%	31.9%	30.5%	-0.7p.p.	-1p.p.	31.6%	
SG&A ratio	41.1%	24.4%	21.2%	22.0%	47.0%	5.9p.p.	25p.p.	39.2%	
Adj. EBITDA margin	-8.6%	8.1%	12.5%	11.8%	-4.0%	4.6p.p.	-16p.p.	-4.0%	
Adj. EBIT margin	-12%	6.2%	11.3%	9.9%	-8.5%	3.6p.p.	-18p.p.	-8.3%	
Adj. Net profit margin	-9.9%	4.1%	8.5%	7.1%	-8.0%	1.9p.p.	-15p.p.	-8.9%	
OCF	-27.9	43.1	-20.4	-39.9	-102.4	-	-		
Net debt	35.1	86.2	79.2	123.9	197.8	+	150%		
Adj. P/E 12M trailing	83.0	73.8	52.4	42.7	45.2				
Adj. EV/EBITDA 12M trailing	49.4	45.7	33.2	27.7	28.9				

Source: Company, Trigon

#Zdarzenia jednorazowe

- Koszty wyceny 1 tranzytu programu motywacyjnego na lata 2025-27, które zostały rozpoznane w 4Q25 (5,8mln PLN);

#Guidance 2026

- „Zakładamy, iż rok 2026 okaże się rekordowy pod względem przychodów oraz wyniku netto Spółki”.

FINANCIALS

SANTANDER BANK POLSKA (SPL PW; Buy; TP PLN 680)

Rekomendacja zarządu w sprawie wypłaty 49,98 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

- Łącznie kwota dywidendy będzie wynosić 5,1mld PLN;

- Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 13 maja, a wypłata dywidendy nastąpi w dniu 20 maja 2026 roku;

- DY=8,9%.

SANTANDER BANK POLSKA (SPL PW; Buy; TP PLN 680)

Bank chce skupić do 826 tys. akcji własnych na potrzeby programu motywacyjnego

- Cena nabywanych akcji własnych w ramach odkupu nie może być niższa niż 50 PLN oraz nie wyższa niż 1.000 PLN;

- W 2027 roku na ten cel bank chce przeznaczyć nie więcej niż 220,5mln PLN.

OIL, GAS & CHEMICALS

RYNEK PALIW

Ataki na infrastrukturę energetyczną na Bliski Wschodzie

- QatarEnergy poinformował, że irańskie ataki rakietowe na Ras Laffan — największy na świecie hub LNG w Katarze — spowodowały „znaczące zniszczenia” w hubie (LINK)

- Iran wydał ostrzeżenia ewakuacyjne przed atakami na kilka instalacji naftowych w Arabii Saudyjskiej, ZEA i Katarze, przygotowując się do odwetu za uderzenia w jego własną infrastrukturę energetyczną w South Pars (największe na świecie złożo gazu) i Asaluyeh (midstream/processing).

- Trump powiedział, że atak na irańskie pole gazowe South Pars został przeprowadzony przez Izrael, a USA i Katar nie były w niego zaangażowane.

UTILITES & MINING

KGHM (KGH PW; Sell; TP PLN 310)

Silna przecena miedzi do 12,160 USD/mt i srebra do 72 USD/troz. [negatywne]

ENERGETYKA

W ciągu dekady Polska zainwestuje 1 bilion PLN w energetykę - Tusk

- W ramach 1 biliona, OZE i magazyny energii to ponad 220 mld, dystrybucja 234 mld, energetyka jądrowa 160 mld PLN.

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2331	2326.9	2363.2	2093.2	99%
WIG20	1910.5	1906.8	1988.7	1776.4	96%
WIG40	300.7	353.1	328.8	297.7	91%
sWIG80	75.6	66.4	75.9	64.6	100%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKN	411	TPE	67.6	CRI	6.9
PKO	319.0	ACP	46.1	BMC	5.8
KGH	310.7	MDV	29.6	PXM	5.8
PEO	219.6	XTB	19.8	CIG	4.3
PZU	137.3	MIL	17.1	SHO	4.2
DNP	116.0	BFT	16.9	COG	2.8
ALE	113.4	ENA	12.3	DAT	2.5
CDR	75.8	APR	11.1	CRJ	2.2
LPP	61.1	RBW	10.9	LWB	2.1
SPL	58.8	GPW	10.9	DIG	2.0

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
MBK	182%	APR	390%	BIO	522%
PKN	138%	EUR	377%	ACG	311%
PEO	133%	CAR	194%	CIG	264%
PCO	127%	TPE	177%	WWL	246%
PKO	123%	ATT	156%	BMC	244%
PGE	119%	BHW	142%	MRC	234%
CDR	108%	ENA	135%	SHO	226%
DNP	106%	SNT	126%	VOT	191%
KGH	104%	NEU	114%	PCR	191%
LPP	101%	BFT	110%	VGO	190%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
OPL	13	1.8%	CDR	239	-3%
BDX	664	1.8%	MDV	92	-2.4%
KRU	456	1.6%	KGH	274	-2.4%
PKO	88	0.8%	PKN	133	-2.1%
LPP	19,435	0.3%	PCO	27	-2.0%

Best			mWIG40			Worst		
GPP	40.7	4.2%	EUR	5.8	-5%			
SNT	274.6	1.8%	DVL	9.0	-3.4%			
BFT	3,655.0	0.7%	LWB	24.1	-2.6%			
RBW	134.5	0.4%	MDV	92.3	-2.4%			
TXT	36.2	0.2%	ENA	23.3	-2.2%			

Best			sWIG80			Worst		
DIG	178.8	6.8%	CIG	2.9	-6%			
MDG	29.9	4.4%	ZEP	17.9	-4.9%			
XTP	76.3	3.7%	ARH	45.2	-4.2%			
MLG	93.0	3.1%	MNC	43.3	-3.8%			
APT	23.9	2.8%	MAB	9.1	-2.9%			

CONSUMER

LPP (LPP PW; BUY; TP PLN 26 000)

Podsumowanie spotkania z zarządem w ramach konferencji Middle East Challenges

#Wpływ eskalacji konfliktu na operacje

- Spółka ma zabezpieczone koszty zakupu kolekcji SS26 przy kursie USD/PLN poniżej 3,6 PLN, jednocześnie niski jest obecnie poziom zabezpieczenia kolekcji AW26/27, chociaż bieżący kurs USD/PLN jest zbliżony r/r, co oznacza brak materialnych różnic pod kątem FX w kosztach zakupu kolekcji;
- Do zakontraktowanych jesienią cen frachtu morskiego na najbliższy rok dochodzą obecnie dodatkowe opłaty, w tym dopłata bunkrowa rekompensująca armatorom przede wszystkim obserwowany wzrost cen paliwa;
- Spółka od kwietnia otrzymała informację o dopłatach od części armatorów, szacując maksymalny efekt na 25mln PLN dodatkowych kosztów, a w przypadku ww. dopłat do wszystkich wolumenów w 2026, 50mln PLN w porównaniu z zeszłym rokiem;
- Dodatkowo wzrost cen ropy ma wpływ na kosztów dostaw to magazynów i sklepów, które stanowią 30% kosztów logistyki, a dopłaty paliwowe wynoszą obecnie od 7-9% stawek bazowych (łącznie koszty transportu stanowią ok. 4% przychodów);
- Udział frachtu lotniczego jest niematerialny, w 2025 odpowiadał za 1% zakupów;
- Spółka obserwuje opóźnienia w realizacji dostaw od 2 do 7 dni z racji zmiany portów przeładunkowych części nabywanej kolekcji, która odpowiada za ok. 40% zakupów;
- W odniesieniu do umów czynszowych, ok. 70% z nich jest efektywnie powiązana z obrotami sklepów i niewrażliwych na kurs EUR/PLN;
- Spółka oczekuje pewnej inflacji zakupu kolekcji AW26/27 w ujęciu dolarowym z racji ekspozycji krajów sourcingu na kryzys energetyczny wywołany eskalacją konfliktu w ME;
- Spółka konwertuje nadwyżki walutowe z rynków wschodnich z wysoką częstotliwością ograniczając tym samym efekt osłabienia części walut lokalnych;

#Inne

- Spółka jest w fazie dalszej intensywniej robotyzacji logistyki wewnętrznej, której zaawansowanie podsumuje podczas najbliższej konferencji wynikowej, szczyt wydatków był osiągnięty w 2025, zarząd podtrzymuje 3 letni okres zwrotu z inwestycji w tym obszarze;

ALLEGRO.EU (ALE PW; Buy; TP PLN 43)

Uruchomienie sklepu z opakowaniami Allegro Pack

- Sklep oferuje materiały wysyłkowe w cenach bez kosztów operacyjnych i bez marży Allegro;
- Inicjatywa ma na celu ułatwienie dostępu do przystępnych cenowo opakowań z recyklingu oraz wsparcie partnerów w optymalizacji kosztów działalności.

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

Spółka szacuje koszty związane z sytuacją w regionie Bliskiego Wschodu na 5mln PLN kosztów i 3mln PLN utraconej marży

- Całość wskazanych kosztów zostanie ujęta w wynikach 1Q26.

LOGISTICS & TRANSPORT

INPOST (INPST NA; BUY; TP EUR 12.6)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 4Q25 [neutralne]

#Platforma AI

- Projekt ma wspierać wolumeny niezależnych merchantów, brak take rate wzmocni mniejszych sprzedawców względem dużych platform i zwiększy wartość rynku e-commerce (monetyzacją przez wolumen);
- Platforma będzie działać także w modelu cross-border;
- Duży pipeline nowych funkcjonalności, które mają zaskoczyć konsumentów;
- Inwestycja w projekt AI będzie w tym roku wydatkiem o dużej skali;
- W opcji bezpłatnej dostawy w platformie zwykle merchant pokrywa koszty dostawy;
- W odróżnieniu od prób podejmowanych przez OpenAI w rozwiązaniu InPostu spółka ma większą kontrolę end-to-end łańcucha wartości (discovery, płatność, logistyka, zwrot). Ma kontrolę nad doświadczeniem klienta i procesem dostawy, wcześniej już zbudowała relacje z merchantami i kupującymi;
- Spółka pracowała nad projektem ponad rok, a jako zaplecze technologiczne używa zarówno platformy Bielik, jak i kilku innych zagranicznych LLM;
- Nowa platforma jest m.in. odpowiedzią na spadek dynamiki dotychczasowego biznesu w Polsce i wskazuje strategiczny kierunek dalszego rozwoju dla grupy;
- Cena, jakość, zweryfikowane opinie, a także historia zakupowa wpływają na to jakie produkty są rekomendowane użytkownikowi;

#Integracja z Yodel

- Od stycznia 2026 uruchomienie wspólnej sieci z Yodel;
- Zdjęty „volume cap” dla merchantów, spółka w pełni wykorzystuje już infrastrukturę Yodel;
- Wzrost wolumenu biznesu w UK pro-forma to około 20% w 2025 roku

#Pozostałe

- InPost Pay będzie platformą na której zbudowane zostaną kolejne usługi finansowe;
- Stosowany przez Allegro mechanizm utrudniający klientom wybór formy przesyłek nadal znacznie obniża wolumeny InPostu w Polsce;
- W Europie relacja punktów APM vs Pudo to obecnie blisko 50-50%, a docelowo 75-25%, natomiast w Polsce relacja APM vs Pudo jest zbliżona do 90-10%;
- Średni wzrost przychodu na paczkę out-of-home w 4Q25 wyniósł w Polsce +4%, ale łącznie przychody urosły o 7p.p. szybciej niż wolumeny z uwagi na wzrostu udziału to-door;
- W miksie w Polsce rośnie udział tańszych małych paczek; na tempo wzrostu średniej ceny paczki w 2026 wpływa też kwestia rozwoju nowych usług (np. brak podwyżki w zamian za dołączenie merchanta do platformy AI, co zwraca się spółce w postaci wyższego wolumenu).
- Wolumeny wzrosną o wysokie dwadzieścia kilka procent, w tym w Polsce o średnie-wysokie kilka procent i o 70% zagranicą.

PKP CARGO

Sędzia-Komisarz zatwierdził plan restrukturyzacyjny spółki złożony do sądu w czerwcu'25

- Plan obejmuje perspektywę działań restrukturyzacyjnych i ich rezultatów do 2031 roku;
- Spółka liczy na zawarcie układu z wierzycielami jeszcze w tym roku.

GAMING

CI GAMES (CIG PW; Sell; TP PLN 2.02)

Spółka sprzedała w ramach ABB 28 mln akcji nowej emisji serii M @ 2,50 PLN

- Pozyskane środki (70 mln PLN) spółka zamierza przeznaczyć w szczególności na dywersyfikację kanałów sprzedaży i dystrybucji produktów;
- Zakładamy, że spółka chciałaby wykupić od Epica (lub ograniczyć) ekskluzywność na PC (oczekujemy, że umowa z Epic mogą zakładać taki scenariusz) w celu umożliwienia premiery również na Steam i dotarcia do szerszego grona graczy;
- Zakładamy, że umowa z Epic mogła opiewać na 15-20 mln USD, które w dużej części już były przekazane do spółki;
- Rozwodnienie dotychczasowych udziałów na poziomie 12.8%;
- Nawet w przypadku rozwiązania kwestii ekskluzywnej premiery na Epic (co naszym zdaniem jest/było dużym ryzykiem dla całej premiery gry) wciąż pozostają znaki zapytania co do timingu premiery (spółka ciągle celuje w 2026, ale mamy z tyłu głowy ryzyka związane z premierą GTA VI i ewentualnymi przesunięciami), jej jakości i odbioru przez graczy.

INDUSTRIALS

GRUPA KĘTY (KTY PW; Hold; TP PLN 1050)

Podsumowanie konferencji Middle East Challenges [neutralne]

#Aluminium

- Obecnie Grupa pracuje bez jakichkolwiek ograniczeń produkcyjnych, natomiast wpływ konfliktu na Bliskim Wschodzie, zdaniem CFO, ostatecznie będzie widoczny w biznesie Grupy.
- **Największy wpływ widoczny jest w segmencie aluminiowym. Ceny aluminium wzrosły już o ok. 300USD/t (przy zakupach zbliżają się do 4,000USD/t), premie wlewkowe wzrosły o ok. 200USD.**
- Grupa realizuje ok. 10% zakupów surowca w regionie ME, natomiast wszelkiej maści zakłócenia/utrudnienia rekompensuje zakupami na innych rynkach.
- Sprzedaż w SWW objęta jest formułami cenowymi, w SSA wpływ ten nie jest automatyczny, natomiast Grupa wdrożyła podwyżki cenników 1 marca.
- Grupa posiada zabezpieczoną energię elektryczną na ok. 70% konsumpcji rocznej, w przypadku gazu jest to ok. 60%, co kwartał dokupuje wymagane wolumeny za pomocą różnych typów kontraktów.
- Zarząd szacuje, że nawet gdyby Grupa była zmuszona do zakupu gazu po wyższych cenach do końca roku wzrost kosztów nie byłby na tyle duży, że odbiłby się mocno na marżach.
- **Z punktu widzenia klientów Kęt nie widać obecnie dużych zmian czy anulowania zamówień, wolumeny od początku roku, pomimo mroźnej zimy (mającej większy wpływ na biznes Selt) były dobre. Horyzont zamówień również nie uległ skróceniu.**
- Ceny wyrobów wyciskanych rosły, podążając za aluminium, od kilku miesięcy.
- Zamknięcia zakładów przez NorskHydro nie miały dużego wpływu na biznes Kęt, nadpodaż mocy na rynku jest nadal odczuwalna.

#SOG

- Kluczowe surowce wykorzystywane w produkcji wzrosły o ok. 30%.
- W segmencie opakowań przełożenie wzrostu surowców na ceny (a w rezultacie na marże) jest znacznie szybsze niż w segmentach aluminiowych.
- **W przypadku opakowań Grupa pracuje na długoterminowych kontraktach/umowach, która posiadają wbudowany element formuły cenowej (choć reaguje on z opóźnieniem), natomiast w segmencie folii BOPP sprzedaż realizowana jest na „spocie” i tutaj ceny są od razu przenoszone na stawki oferowane klientom.**
- Wiele firm petrochemicznych ogłosiło w ostatnim czasie „siłę wyższą”, natomiast sytuacja ta nie wpłynęła jeszcze na biznes Alupolu.

#Outlook

- We wszystkich segmentach operacyjnych Grupa zabezpieczona jest (surowcowo) na mniej więcej 3 miesiące wprzód.
- Krzywe wskazują na tendencję spadkową praktycznie we wszystkich kategoriach surowców, natomiast otwartym pytaniem pozostaje, ile faktycznie będzie trwać konflikt na Bliskim Wschodzie.
- Grupa nie posiada materialnej ekspozycji biznesowej na region ME, głównie jest to rynek, z którego sourcuje surowce (ok. 10% zakupów).
- Cała sytuacja, zdaniem Zarządu, rodzi pewną szansę dla Grupy Kęty, głównie ze względu na strukturę sourcingu oraz mocną Grupę klientów. Dla porównania w FY22, po wybuchu wojny w Ukrainie, Kęty ostatecznie były w stanie rozszerzyć marże w segmentach aluminiowych.
- Obecna sytuacja nie powinna mieć materialnego wpływu na wyniki 1Q26E.
- Grupa nie komentuje procesów M&A, natomiast zdaniem CFO naturalnym krokiem w rozwoju Grupy jest wydłużanie łańcucha wartości czy przejęcia mające na celu zdobycie nowych rynków geograficznych.

STADLER RAIL

Podsumowanie konferencji

#Outlook / Guidance

- Na 2026 spółka potwierdza przychody „znacząco powyżej 5mld CHF” (wewnętrznie cel 5,5mld CHF), oparte w ~95% na już zakontraktowanym backlogu; na 2027 również >5mld CHF z podobnie wysokim pokryciem.
- Guidance marży EBIT na 2026: >5%, wspierane wyższym wolumenem, rozwodnieniem kosztów stałych i efektami programu efektywności w Niemczech, guidance uwzględnia wzrost kosztów stali/aluminium/elektroniki, która była znana na moment sporządzenia prognozy
- Podtrzymany guidance marży EBIT w średnim terminie: 6-8% w stabilnym otoczeniu, wraz z normalizacją sytuacji w Hiszpanii (po skutkach powodzi, pełny powrót efektywności celowany na 2027) i rosnącym udziałem Services oraz Signaling
- Book-to-bill w kolejnych latach celowany w zakresie 1,0-1,5x przychodów rocznych, co ma zapewnić trwałe wykorzystanie mocy i wzrost
- CapEx na 2026 prognozowany ~250mln CHF (nieco więcej niż wcześniej zakładano), a po 2026 ok. 200mln CHF rocznie, głównie na rozbudowę mocy produkcyjnych (Hiszpania, Węgry, USA, Niemcy) oraz rozwój napędów alternatywnych i sygnalizacji

#Ryzyka

- Makro/popyt: słabe otoczenie gospodarcze w Niemczech obciąża lokalny łańcuch dostaw (bankructwa dostawców, opóźnienia), co wymaga szukania nowych partnerów i może generować dodatkowe koszty
- Skutki powodzi w Walencji (utrata ~40-60 dostawców) będą odczuwalne do 2027, zwiększając koszty i ryzyko opóźnień dostaw oraz presję na marże projektów produkowanych w Hiszpanii
- Spółka istotnie ograniczyła zmienność FX na poziomie marży dzięki hedgingom, ale nie jest zabezpieczona na „top-line”
- Konkurencja: agresywne finansowanie oferowane przez chińskich producentów („order now, pay later”) oraz subsydiowanie sektora w Chinach może prowadzić do nierównej konkurencji w przetargach

#Szanse

- Strukturalny wzrost rynku kolejowego (dekarbonizacja transportu, inwestycje publiczne) wspiera długoterminowy popyt na tabor, serwis i sygnalizację
- Napędy alternatywne (bateria i wodór): Stadler deklaruje pozycję lidera (największa liczba dostarczonych pojazdów z napędami alternatywnymi), z referencjami m.in. pierwszy wodorowy pociąg pasażerski w Kalifornii oraz zamówienia FLIRT Akku w Niemczech i wodór dla operatora FCE na Etnie.
- Rosnący udział Services & Components z długoterminowymi kontraktami full-service oraz modernizacjami zwiększa udział przychodów powtarzalnych i wspiera marżę grupy
- Segment Signaling (ETCS, CBTC, Nova Pro) dysponuje pipeline’em kolejnych dużych projektów co może podnieść marżę przez wyższy udział działalności o ponadprzeciętnej rentowności

RYNEK KOLEJOWY

W przyszłym roku PKP Intercity i MI chcą otrzymać oferty od producentów zainteresowanych dostawą taboru dla KDP

- Przedstawiciele Siemens, Alstomu, Hitachi oraz Pesy na Kongresie KDP potwierdzili zainteresowanie nie tylko przetargiem PKP Intercity na najszybsze pojazdy, ale i na tabor konwencjonalny dla poolu taborowego CPK (ako pierwsze do *poolu* spółki mają trafić pojazdy do obsługi połączeń lotniskowych – Aero Express, potem Regio Expressy, a na końcu typowe pojazdy dużych prędkości)
- Szczegóły dotyczące local content (zawartości podzespołów wyprodukowanych w Polsce) będą zależały od tego, które z konsorcjów zagranicznych i polskich firm wygra przetarg
- Prezes zarządu Siemens Mobility Tomasz Prejs o współpracy z Newagiem: „Mamy dobre praktyki, które będziemy rozszerzać. Nie jesteśmy jednak w stanie przenieść do lokalnego partnera wszystkich kompetencji. Siemens chce przekazać Newagowi jak największą ilość wiedzy, związanej – między innymi – z odpornością pojazdu na zmianę ciśnień przy wjeździe z dużą prędkością do tuneli. Bardzo istotne będzie też utrzymanie pojazdów – jego okres przewidziany w przetargu na tabor KDP to aż 30 lat. – To chyba najważniejsza część współpracy z Newagiem. Będzie on wykonywał większość, jeśli nie całość tych prac”
- Pełny artykuł znajduje się pod [linkiem](#)

RYNEK DEFENCE & SPACE

APS i Eycore zwiększają moce produkcyjne

- Producent systemów antydronowych APS i jego siostrzana spółka kosmiczna Eycore planują inwestycje na Pomorzu o łącznej wartości 150mln PLN
- Przedsięwzięcia dotyczą rozwoju infrastruktury badawczo-produkcyjnej w sektorze technologii kosmicznych i obronnych, w której obie spółki podpisały listy intencyjne w tej sprawie w obecności przedstawicieli MON
- APS planuje zrealizować inwestycję wartą 100mln PLN, będzie ona polegała na zwiększeniu mocy produkcyjnych gdyńskiej firmy, w tym budowie nowej hali produkcyjnej w Gdyni lub jej okolicach
- Eycore wyda na inwestycję 50mln PLN, planuje budowę nowej siedziby spółki w Gdyni, hali produkcyjnej i zaplecza typu clean room niezbędnego do produkcji bardzo precyzyjnych technologii kosmicznych i radarowych

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

BUDIMEX (BDX PW; Buy; TP PLN 900)**Podsumowanie konferencji Middle East Challenges [lekko pozytywne]****#Surowce**

- Cała branża jeszcze przed wybuchem konfliktu w Iranie spodziewała się wzrostu cen surowców, zdaniem Spółki oferty składane w ostatnim czasie uwzględniały mocniejsze wzrosty, których potencjalnie mogły nie pokryć indeksy waloryzacyjne.
- **Asfalt jest zabezpieczony w całości dla portfela i poczekalni na najbliższe 2 lata.**
- Grupa podchodzi bardzo konserwatywnie do zabezpieczenia cen surowców, szczególnie asfaltu. Koncentruje się na obronie budżetu, a nie spekulowaniu na pozycji surowcowej.
- W ostatnim roku indeksy waloryzacyjne były bliskie zeru, czasami nawet zabierały marże.
- Sytuacja jest obecnie zupełnie inna niż w 2022, nie widać obecnie problemu dostępności materiałów.
- Istnieje ryzyko, że niektórzy gracze będą teraz bardzo agresywnie ofertować i w momencie przejścia kontraktów do fazy budowy mogą od razu „dobić” do maksymalnego poziomu waloryzacji.
- **Kosztorysy i budżety zamawiających prawdopodobnie zostaną dopiero uwzględnione w przetargach rozstrzyganych w przyszłym roku.**
- Stal dla większości portfela jest już fizycznie kupiona i składowana na budowach/w magazynach.
- **Asfalt stanowi kilkanaście procent miks kosztowego. Większość (ponad 60%) stanowią podwykonawcy, drugą największą pozycją są natomiast kruszywa, które są sourcedowane bardzo lokalnie.**
- Zdaniem Spółki wzrost cen dresla może uderzyć właśnie w cenniki podwykonawców czy dostawców kruszyw, ale efekt ten powinien być mocniej widoczny w kontraktach, które Spółka dopiero zakontraktuje w najbliższych miesiącach, a które wejdą do przerobu dopiero za kilka kwartałów.

#Self-clearing, KIO

- Ofertę na przetargu w Krakowie-Balicach złożyła Spółka Budimex Budownictwo, która obiektywnie była jednostką ze znacznie mniejszą możliwością wykonania procedury samooczyszczenia (choćaby mniej pracowników zostało w niej wymienione). Ponadto, oferta została złożona w trakcie realizacji procesu samooczyszczenia.
- Skala odwołań widoczna obecnie w branży budowlanej jest obecnie ponadnormatywna, rekordowo dużo przetargów wygrywane jest z miejsca innego niż pierwsze.
- W ostatnich tygodniach Grupa otrzymała kilkanaście decyzji o KIO o poprawnie przeprowadzonej procedurze samooczyszczenia.
- Spółka nadal nie otrzymała pisemnego uzasadnienia KIO w sprawie decyzji dotyczącej nakazania odrzucenia oferty konsorcjum w przetargu na Białystok – Elk.
- Białystok – Elk jest finansowany instrumentem konkursowym CEF, w związku z czym nie posiada twardych, narzuconych przez EU harmonogramów realizacji przedsięwzięcia, co potencjalnie może wpływać na podejście KIO (chęć rozpatrywania większej liczby odwołań i ostatecznie wydłużenia procedowania całego procesu przetargowego).
- Na każdym rynku lokalny odpowiednik KIO działa inaczej, np. na rynku czeskim decyzja KIO jest ostateczna i nie ma możliwości odwołania od niej.

#Rynek

- W samym 2026 PKP PLK powinna podpisać kontrakty o wartości ok. 30mld PLN, GDDKiA ok. 20mld PLN, a Port Polska / CPK o wartości ponad 30mld PLN.
- Widać obecnie, że część największych graczy ma już zabezpieczone portfele, szczególnie w segmencie kolejowym.
- Spółka spodziewa się, że apetyt na ryzyko graczy (rozumiany jako wyceny ofertowe na przetargach) powinien spadać w najbliższym czasie. Coraz mocniej widać również łączenie się w dużych graczy w konsorcja, szczególnie na największych postępowaniach.
- Z punktu widzenia całej branży nowelizacja ustawy o Funduszu Kolejowym może być „gamechangerem” dla całego rynku i może zapewnić finansowanie i sukcesywne procedowanie kolejnych zamówień począwszy od roku 2029.

#Outlook

- **Styczeń i luty faktycznie były bardzo mroźne, ale spadki przerobu BDX w tym okresie powinny być znacznie mniejsze od tych widocznych na szerokim rynku (ca. -10% r./r.).**
- Pewnym wsparciem dla przerobu w 1Q26E powinny być otrzymane w ostatnich tygodniach ZRiDy na S10, ale większa widoczność w tym zakresie będzie dostępna po zakończeniu marcowej rewizji kontraktów.
- Grupa spodziewa się mocnego wzrostu portfeli zamówień u największych graczy, m.in. na rekordowy wolumen „zaległości” z ubiegłego roku – gros kontraktów dopiero czeka na podpisanie, a podaż zamówień w 2025 była rekordowa.
- W „poczekalni” na rynkach zagranicznych Grupa posiada obecnie ok. 5mld PLN. Na przestrzeni FY26E bardziej prawdopodobne jest uruchomienie prac na estońskim odcinku Rail Baltica, niż na łotewskim, gdzie cały projekt finansowanym jest etapami z instrumentu CEF.
- W tym roku powinien rozstrzygnąć się przetarg na budowę i koncesje autostrady D35 na rynku czeskim. Budimex, wraz ze spółkami Ferrovialu, znalazł się na short-liście konsorcjów dopuszczonych do ostatniego etapu procesu.

BIOTECH

RYVU THERAPEUTICS (RVU PW; Buy; TP PLN 55.9)

Spółka zaprezentuje w kwietniu dane przedkliniczne dla platformy ONCO Prime

- Prezentacja danych ma mieć miejsce na dorocznej konferencji AACR, która odbędzie się w dniach 17-22 kwietnia 2026 roku w San Diego.

SCOPE FLUIDICS (SCP PW; Buy; TP PLN 228.2)

Złożenie dokumentacji w procesie certyfikacji IVDR dla systemu Bacteromic z Panelem UNI FAST

- Pozostałe dokumenty będą sukcesywnie dostarczane przez Bacteromic, a otrzymanie certyfikatu spodziewane jest w połowie tego roku.

URTESTE

Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu

- W listopadzie spółka powinna otrzymać pierwsze wyniki tzw. analizy pośredniej w badaniu klinicznym, które utwierdzą, że test na raka trzustki działa;
- Prowadzone są zaawansowane rozmowy z partnerami zainteresowanymi przejęciem projektu Panuri;
- Przejęciem projektu Panuri zainteresowane są firmy diagnostyczne i branżowe;
- Badanie kliniczne projektu Panuri zostanie zakończone na początku 2028 roku i wówczas zostaną złożone dokumenty do jednostki notyfikacyjnej;
- Środki, które obecnie spółka posiada wystarczają na prowadzenie działalności do końca 2026 roku;
- Realizacja testu na raka piersi jest przesunięta w stosunku do testu na raka trzustki o kilkanaście miesięcy;
- Spółka chciałaby rozpocząć badanie kliniczne Nastro w przyszłym tygodniu.

OTHER INFORMATION

SUNEX: Spółka zawiąże rezerwę księgową w wysokości 4,66mln PLN

- Rezerwa dotyczy decyzji związanych z przeglądem opcji strategicznych.

WAWEL: Rekomendacja zarządu w sprawie wypłaty 45 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

- Na wypłatę ma być przeznaczona kwota 45,2mln PLN;
- DY=5,2%.

INSIDER TRADING

PKP CARGO

Wiceprezes członek zarządu ds. restrukturyzacji kupił 1 tys. akcji @ 13,86 PLN.

SOPHARMA

Spółka sprzedała 63,3 tys. akcji @ 1,70 EUR.

SHARE BUYBACK PROGRAM

ING BANK ŚLĄSKI

Nabycie 21 tys. akcji @ 390,66 PLN.

MONNARI TRADE

Nabycie 2,1 tys. akcji @ 5,79 PLN.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

IMPERIO ASI

Zmniejszenie zaangażowania przez p. Januarego Ciszewskiego z 27,15% do 0,08% kapitału zakładowego i głosów.

IMPERIO ASI

Zwiększenie zaangażowania przez Hegen Invest ASI Sp. z o.o. z 1,42% do 29,08% kapitału zakładowego i głosów.

PURE BIOLOGICS

Zmniejszenie zaangażowania przez ACRX Investments Limited z 16,42% do 4,98% kapitału i głosów.

TRANS POLONIA

Zwiększenie zaangażowania przez p. Piotra Augustyniaka z 0,66% (0,74% kapitału zakładowego) do 12,70% (14,10% kapitału zakładowego) głosów.

TRANS POLONIA

Zmniejszenie zaangażowania przez Ala Moana Partners Limited z 25,09% (27,84% kapitału zakładowego) do 13,05% (14,48% kapitału zakładowego) głosów.

BONDS

BEST

Spółka zwiększyła wartość emisji obligacji serii AF1 z 90mln PLN do ponad 134mln PLN. Oprocentowanie obligacji zostało ustalone na poziomie WIBOR 3M + 3,2% w skali roku.

BLOCK TRADES

ENERGA

Wolumen: 28,1 tys. @ 18,86
% kapitału: 0,01

MCI CAPITAL

Wolumen: 15 tys. @ 18,00
% kapitału: 0,03

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

ASSECO POLAND: NWZ nie podjęło uchwały ws. umorzenia akcji własnych

- Nie została podjęta również uchwała w sprawie obniżenia kapitału zakładowego;
- NWZ zdecydowało o zmianie przeznaczenia kapitału rezerwowego, który może być wykorzystany m.in. do wypłaty dywidendy.

SANTANDER BANK POLSKA: Zwołanie ZWZA na dzień 27 kwietnia 2026 roku w sprawie wypłaty 49,98 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

- Dzień dywidendy ustala się na 13 maja, a termin wypłaty na 20 maja 2026 roku;
- DY=8,9%.

FINANCIAL RESULTS

MARCH	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
02-06				BNP, ING	
09-13		KRU	LDO, PEP, RHM	ALE, OPL, PKO, CEZ	EBS
16-20	MLG, VGO	BHW, DOM	CBF, DAD, ICE, INPST, JMT, MONET, SHO	CDR, ZAB, RVU	BFT, HUG, TOR, XTB
23-27	GPW, TEN, KOG, SCW	WPL	KGH, ART, ARH, ECH	DNP, KTY, PCO, ASB, JSW, NEU, VOX, 1AT, CSG, HMB, MFO, TOA	BDX
30-31	TPE	ACP			FRO, MOC, SLV
APRIL	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-03			ACG, ANR	GPP	DVL
06-10			ERB, OND		AMC, MOL
13-17	ENA	MUR, SKA	PGE, APR, CMP	PKN, CPS, FAB	OTP
20-24	11B, DIA, GTC	ATC, BLO, MAB, OPN	KTY, OPL, CLN, UNT	MBR, RBW, CIG, CRJ, MGT, PCF, SAAB, SEL	NWG, ARL, MONET, RWL, VRG
27-30	ASE, MRB, PXM	ALR, ZAB, CAR, MIL, BCX, CEZ, WLT, WTN	KRU, ATT	CCC, MBK, SPL, ENT, EUR, ING, MCOVB, MTGB, XTP	CRI, EUR, LBW, CTPNV, CTX, DIG, EBS, GEA, KOMB, MOC, PBX, PLW, RICHT, SCP, STP
MAY	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01					
04-08		JMT, LDO	BDX, KOG	ASB, BHW, BNP, AMB, TOA	EUR, ICE, MOL
11-15	TEN, ANR	ATC, ERB, OND, RICHT	KGH, ART, INPST	DNP, PKO, PZU, BFT, DOM, 1AT, CEZ, MGT	OTP, SCW, XTB
18-22		CBF, JSW, MAB, MLG, SHO, WPL	11B, CPS, ENA, TPE, ASMDEE, CLN, DAD, STP	ALE, PKN, APR, CAR, DVL, FRO, MFO, MTGB, MRB, NEU, PBX, PEP, RVU, SLV, VRG	NWG, AMC, TOR
25-29	CMP, GTC, PXM, VGO	PGE, GPP, ARH, ARL, BLO, UNT	ACP, GPW, CRJ, CTX, MUR, OPN, SKA, XTP	CDR, ATT, DIA, HUG, MBR, RBW, CIG, ECH, ENT, FAB, PCF, VOX, WLT, WTN	ACG, BCX, DIG, GEA, PLW, RWL

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	112.7	22%	14,713	8.6	8.6	7.7	1.1	1.1	1.0	13%	12%	13%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	153.0	144.0	6%	21,295	9.8	8.9	8.0	1.2	1.1	1.1	12%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	98.0	94.0	4%	38,568	10.3	9.4	9.3	1.3	1.2	1.1	13%	13%	12%	77
Handlowy	BHW	Buy	125.0	113.6	10%	14,843	11.3	11.6	11.2	1.5	1.6	1.5	14%	13%	14%	59
ING	ING	Hold	366.0	397.0	-8%	51,650	14.5	12.5	10.0	2.5	2.3	2.1	17%	19%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Sell	1,140	1,130	1%	214,756	12.2	11.7	11.5	1.7	1.6	1.5	14%	14%	13%	84
mBank	MBK	Sell	934.0	1,052.5	-11%	44,758	12.7	10.9	9.6	1.9	1.7	1.5	15%	16%	16%	62
Millennium	MIL	Sell	14.6	15.9	-8%	19,252	18.0	9.9	9.0	1.9	1.6	1.5	11%	17%	17%	67
Moneta	MONET	Sell	167.0	191.6	-13%	97,908	14.2	14.1	13.8	2.9	2.8	2.7	20%	20%	20%	71
OTP	OTP	Hold	39,200	36,460	8%	10,209	8.6	8.3	7.8	1.6	1.5	1.4	18%	18%	18%	77
Pekao	PEO	Buy	245.0	218.0	12%	57,218	10.0	9.5	8.7	1.6	1.5	1.5	16%	16%	17%	72
PKO BP	PKO	Buy	101.0	88.5	14%	110,575	10.3	9.3	8.4	1.8	1.7	1.6	18%	18%	19%	61
Santander	SPL	Buy	680.0	559.6	22%	57,185	10.2	9.2	8.9	1.7	1.6	1.6	16%	18%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	600.0	456.4	31%	8,896	7.3	7.0	6.5	1.5	1.3	1.2	20%	18%	18%	79
PZU	PZU	Hold	67.0	64.9	3%	56,043	9.3	9.2	8.8	1.5	1.4	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	137.3	31%	332	26.3	12.2	57.2	5.4	3.0	4.6	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	138.0	127.4	8%	2,230	11.4	11.1	10.7	7.5	7.3	7.1	—	—	—	45
AC	ACG	Under Review		22.4	-	206	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Hold	17.2	18.6	-8%	230	14.7	11.2	9.5	6.9	5.9	5.1	0%	3%	5%	—
Allegro	ALE	Buy	43.0	26.9	60%	28,431	14.3	12.0	10.1	8.0	6.9	6.0	5%	6%	6%	93
Ambra	AMB	Buy	23.0	19.0	21%	478	10.4	9.3	9.2	4.5	4.3	4.0	6%	6%	6%	—
Amica	AMC	Under Review		53.3	-	415	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	13.0	11.4	14%	2,507	12.5	11.7	11.2	5.0	4.9	4.8	1%	3%	3%	80
Answer.com	ANR	Buy	35.5	20.4	74%	387	9.7	7.3	6.2	5.6	4.6	4.0	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	60.0	45.2	33%	2,644	7.4	3.6	4.3	6.8	3.3	4.1	9%	13%	15%	—
Arctic Paper	ATC	Under Review		8.0	-	557	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	17.2	16.5	4%	196	7.9	8.7	10.2	4.4	3.2	3.4	0%	6%	9%	—
Asbis	ASB	Buy	39.0	42.5	-8%	2,357	9.3	8.3	8.2	6.6	6.0	5.8	4%	5%	6%	—
Asmodee	ASMDEE	Buy	145.0	101.3	43%	23,673	54.7	48.0	40.4	24.7	22.5	19.7	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	82.0	15%	2,740	18.5	16.9	15.8	13.1	11.9	10.8	4%	5%	5%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	225.0	170.6	32%	14,160	19.9	18.6	17.6	—	—	—	4%	4%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	80.0	64.8	23%	3,363	16.0	14.3	13.1	9.1	8.1	7.4	3%	3%	4%	—
Atal	1AT	Buy	70.0	55.1	27%	2,384	6.1	5.2	5.3	7.8	5.9	5.7	6%	13%	15%	—
Auto Partner	APR	Buy	23.0	18.0	27%	2,356	11.1	9.6	8.6	7.6	6.8	5.3	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	18.6	—	1,843	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	5,150	3,655	41%	12,065	17.7	13.5	11.0	8.3	7.2	6.3	3%	4%	5%	59
Bioceltix	BCX	Buy	128.4	77.4	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	35.0	24.2	45%	467	31.3	16.5	4.3	5.4	5.8	1.8	0%	0%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	900.0	663.6	36%	16,942	22.0	18.0	15.4	13.0	10.3	8.1	4%	4%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.9	79.8	46%	413	6.3	—	1.3	3.9	—	1.0	0%	0%	—	—
CD Projekt	CDR	Buy	316.4	238.6	33%	23,839	69.6	14.1	13.7	58.0	9.7	10.1	1%	0%	5%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	42.6	21	103%	1,128	202.1	56.7	37.5	17.4	12.5	9.7	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	910.6	1,220.0	-25%	656,348	23.9	23.8	23.6	8.1	8.0	7.8	4%	3%	3%	76
CI Games	CIG	Sell	2.02	2.92	-31%	556	—	5.3	4.6	—	3.3	1.9	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	850.0	638.0	33%	446	12.8	7.2	27.2	6.9	3.7	8.5	2%	8%	0%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	460.0	687.0	-33%	1,961	37.2	26.1	24.4	22.9	15.9	14.3	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Buy	61.0	54.6	12%	1,120	13.7	11.9	10.5	6.9	6.3	5.7	6%	7%	8%	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	16.0	31%	7,761	6.0	4.8	4.2	8.9	7.7	7.0	—	—	—	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	176.8	24%	2,708	31.5	20.0	15.6	14.6	11.6	9.3	1%	1%	2%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	13.0	11.7	12%	7,451	12.8	10.5	8.6	5.9	5.5	5.2	0%	0%	4%	80
Dadelo	DAD	Buy	70.0	82.0	-15%	957	38.5	29.6	21.8	22.0	17.6	13.8	0%	0%	1%	—
Develia	DVL	Buy	10.0	9.0	11%	4,179	9.3	8.6	8.7	7.3	6.5	6.8	7%	8%	9%	36
Diagnostyka	DIA	Buy	200.0	169.8	18%	5,732	18.0	15.3	13.0	9.5	8.3	7.2	2%	3%	3%	—
Digital Network	DIG	Hold	143.0	178.8	-20%	758	15.0	13.5	12.1	8.7	8.0	7.3	3%	3%	3%	—
Dino Polska	DNP	Buy	48.5	41.1	18%	40,294	19.5	15.8	13.0	12.3	9.9	7.8	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	300.0	242.5	24%	6,256	8.0	7.8	7.1	6.5	6.1	5.2	7%	8%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.3	31%	2,204	9.2	3.8	4.4	7.3	3.3	3.5	15%	15%	15%	—
Erbud	ERB	Hold	30.0	29.8	1%	355	25.5	16.1	10.7	4.4	4.5	4.2	6%	3%	4%	—
Enea	ENA	Buy	28.0	23.3	20%	12,332	6.2	5.5	7.1	4.4	4.6	5.3	2%	2%	2%	33
Enter Air	ENT	Buy	74.0	56.4	31%	989	7.6	7.0	6.4	4.1	3.7	3.6	6%	6%	6%	—
Eurocash	EUR	Under Review		5.8	-	807	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabritry Holding	FAB	Buy	30.0	25.6	17%	71	11.3	9.3	8.8	6.7	5.9	5.5	9%	8%	10%	—
Ferro	FRO	Hold	30.0	30.3	-1%	644	13.7	9.5	8.7	9.5	6.6	6.0	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,127	11,880	10%	2,214,133	7.5	6.1	5.5	4.6	3.6	2.9	4%	7%	7%	75
GPW	GPW	Hold	65.0	78.0	-17%	3,274	15.5	14.8	14.4	11.7	10.7	10.2	4%	5%	5%	61
Grenevia	GEA	Under Review		3.3	-	1,879	—	—	—	—	—	—	—	—	—	52
Grupa Pracuj	GPP	Buy	63.0	40.7	55%	2,801	10.8	9.8	9.1	7.0	6.2	5.5	6%	7%	7%	—
GTC	GTC	Sell	3.0	2.4	24%	1,384	27.8	14.7	12.2	18.1	16.0	16.0	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32.6	24.0	36%	1,074	4.5	5.3	6.5	2.3	2.9	3.8	21%	24%	21%	5
H&M	HMB	Sell	133.0	175.5	-24%	281,508	20.4	19.5	18.3	8.1	7.8	7.6	4%	4%	4%	95
Inditex	ITX	Hold	59.0	51.9	14%	161,879	22.9	20.7	18.8	12.5	11.4	10.4	3%	4%	4%	98
InPost	INPST	Buy	12.6	15.1	-16%	32,190	26.1	24.4	21.1	8.9	8.1	7.1	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	770.0	670.0	15%	9,493	10.8	9.4	8.3	8.0	7.0	6.2	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	23.5	21.5	9%	13,555	17.3	14.8	13.4	6.7	6.1	5.8	3%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review		32.7	-	3,842	—	—	—	—	—	—	—	—	—	51
Kęty	KTY	Hold	1,050.0	983.5	7%	9,680	14.0	12.8	10.9	9.4	8.9	8.2	5%	6%	7%	48
KGHM	KGH	Sell	310.0	273.9	13%	54,780	8.0	7.7	8.7	3.8	3.6	3.7	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	26,000	19,435	34%	36,069	14.0	11.8	10.2	7.1	6.1	5.4	4%	4%	0%	77
Mabion	MAB	Under Review		9.1	—	170	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		66.4	-	443	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	265.0	196.8	35%	2,800	27.9	23.1	19.7	9.8	8.9	8.0	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Buy	61.1	44.9	36%	417	3.5	5.1	—	2.2	2.7	—	9%	9%	0%	—
MFO	MFO	Under Review		32.1	-	212	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Buy	15.0	11.6	29%	1,277	11.0	9.2	6.9	8.3	6.4	4.8	1%	1%	2%	—
MLP Group	MLG	Buy	115.0	93.0	24%	2,232	7.9	5.6	4.3	10.8	9.3	7.9	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	342.2	343.5	0%	1,207	12.2	11.9	11.7	8.0	7.6	7.2	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Under Review		92.3	-	7,106	—	—	—	—	—	—	—	—	—	70
MOL	MOL	Hold	3,223	3,762	-14%	2,827	6.6	8.2	10.9	3.3	3.8	4.1	7%	7%	7%	71
Molecure	MOC	Buy	17.9	6.1	194%	125	2.8	2.6	—	1.3	0.9	—	0%	0%	—	—
Murapol	MUR	Buy	50.0	39.3	27%	1,603	5.4	5.1	5.7	5.3	4.9	5.4	13%	14%	15%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	160.0	87.0	84%	10,728	15.3	12.5	11.0	4.8	3.8	3.0	2%	0%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	850.0	723.0	18%	3,345	16.3	14.1	12.8	8.2	7.2	6.4	2%	2%	2%	76
Newag	NWG	Under Review		109.0	-	4,905	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Onde	OND	Hold	9.7	9.1	7%	495	16.1	16.2	16.2	5.9	5.6	5.4	3%	3%	3%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	132.0	85.0	55%	955	11.0	9.6	—	7.6	6.2	—	6%	7%	—	—
Orange	OPL	Buy	11.6	13.4	-14%	17,632	17.1	15.8	13.6	5.6	5.5	5.1	4%	5%	5%	61
Orlen	PKN	Hold	137.7	133.1	3%	154,568	8.4	7.7	8.8	4.3	3.9	4.4	5%	5%	5%	61
PCF Group	PCF	Under Review		3.3	-	141	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review		178.5	-	89,250	—	—	—	—	—	—	—	—	—	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	11.2	16%	278	—	7.1	4.9	16.9	4.8	4.0	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	29.0	26.8	8%	15,481	13.2	11.8	10.8	5.5	5.1	4.8	—	—	—	57
PGE	PGE	Buy	12.4	10.7	16%	23,952	6.0	7.0	6.1	4.7	5.5	5.2	0%	0%	0%	34
Playway	PLW	Buy	376.0	250.0	50%	1,667	8.4	8.3	10.0	5.9	6.0	7.6	7%	12%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	66.3	51.2	29%	3,954	23.3	29.7	19.7	10.0	10.7	4.8	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	8.5	8.0	7%	2,021	17.9	16.6	12.8	6.1	6.6	3.9	0%	0%	0%	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	220.0	134.5	64%	1,957	7.8	7.7	7.2	4.4	4.2	3.7	6%	7%	7%	—
Rawlplug	RWL	Under Review		15.1	-	469	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Rheinmetall	RHM	Buy	2,350.0	1,606.0	46%	74,706	42.1	28.0	19.2	22.9	15.4	10.7	0%	1%	1%	75
Ryvü Therapeutics	RVU	Buy	55.9	23.4	139%	540	7.2	2.3	1.6	3.5	0.3	1.2	0%	0%	0%	—
SAAB	SAABB	Hold	670.0	697.9	-4%	379,227	42.6	33.4	28.2	23.6	19.4	16.7	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	139.4	64%	442	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selena FM	SEL	Under Review		54.8	-	1,251	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Hold	51.0	37.0	38%	700	18.0	13.2	12.6	7.5	6.5	5.1	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	59.0	41.2	43%	1,159	19.9	15.1	11.9	11.8	9.3	7.2	3%	4%	5%	—
Stalprodukt	STP	Under Review		230.0	-	1,242	—	—	—	—	—	—	—	—	—	48
Śnieżka	SKA	Buy	95.0	81.2	17%	1,025	12.5	11.6	11.3	7.3	6.9	6.5	—	—	—	—
Synektik	SNT	Buy	325.0	274.6	18%	2,342	16.0	13.9	12.7	9.9	8.5	7.7	4%	6%	6%	—
Tauron	TPE	Buy	13.3	10.0	33%	17,552	9.0	6.8	7.0	6.1	5.5	5.7	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	96.7	104.0	-7%	674	11.3	11.7	15.0	7.3	7.3	8.9	12%	9%	9%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	65.1	31%	1,495	15.9	10.3	7.3	6.9	5.8	2.8	3%	3%	5%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	8.9	35%	665	7.5	7.4	6.6	4.9	4.6	3.7	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Under Review		290.8	-	401,235	—	—	—	—	—	—	—	—	—	86
Unimot	UNT	Buy	164.0	147.6	11%	1,158	8.8	8.8	6.5	5.6	5.7	4.4	4%	3%	3%	—
Voxel	VOX	Hold	162.0	119.0	36%	1,250	12.2	10.7	10.0	6.4	5.6	5.1	3%	4%	5%	—
VRG	VRG	Under Review		4.6	-	1,088	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wielton	WLT	Under Review		5.9	-	435	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Buy	76.0	52.9	44%	1,575	10.3	9.1	8.4	4.6	4.4	4.2	4%	5%	6%	72
Wittchen	WTN	Hold	17.0	17.4	-2%	322	9.4	9.8	9.8	4.9	4.7	4.6	4%	6%	7%	—
Wizz Air	WIZZ	Under Review		9.3	-	958	—	—	—	—	—	—	—	—	—	67
XTB	XTB	Buy	99.0	94.5	5%	11,110	10.2	8.7	7.7	6.4	5.2	4.3	5%	7%	9%	32
XTPL	XTP	Buy	115.0	76.3	51%	202	—	20.0	9.5	49.2	9.3	4.9	0%	0%	—	—
Zabka Group	ZAB	Buy	29.5	20.4	45%	20,461	16.7	12.5	9.9	6.5	5.6	4.8	—	—	—	—

*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.