

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

TOP NEWS**ŻABKA GROUP:** Dzisiaj po sesji nadzwyczajna rewizja spółki w indeksach WIG i WIG20**FINANCIAL RESULTS****ARCHICOM / ECHO INVESTMENT:** Wyniki 4Q25: wzrosty na wszystkich liniach zgodne z oczekiwaniami, OCF na plusie [neutralne]**WIRTUALNA POLSKA:** Wyniki słabsze od oczekiwań w reklamie, zgodne w travel, guidance zakłada poprawę dynamiki przychodów w mediach, i spadek sprzedaży wycieczek w marcu [lekko negatywne]**KINO POLSKA TV:** Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 2025 rok**FINANCIALS****HANDLOWY:** Aktualizacja polityki dywidendowej banku na lata 2025-2027**KRUK:** Zawarcie umowy nabycia portfela wierzytelności na rynku włoskim o łącznej wartości ok. 278mln EUR**GPW:** Podsumowanie po prezentacji wyników za 4Q25**BANKI:** Składki BFG dla banków na 2026 rok**OIL, GAS & CHEMICALS****ORLEN:** Na ten moment brak prac nad windfall tax. Prawdopodobna czasowa obniżka VAT [pozytywne]**UTILITES & MINING****TAURON:** RN wybrała K. Zawadzkiego na wiceprezesa ds. handlu [lekko pozytywne]**KGHM:** Memorandum ws. analiz potencjalnych projektów surowcowych w Maroku**CONSUMER****ASBIS:** Rekomendacja Rady Dyrektorów w sprawie wypłaty dodatkowo 0,35 USD dywidendy na akcję za 2025 rok**RETAIL:** Obroty centrów handlowych wzrosły w styczniu'26 o 7% r/r – PRCH**LOGISTICS & TRANSPORT****PKP CARGO:** Zarządzenie Sędziego-Komisarza ws. przedłużenia terminu na złożenie przez spółkę ostatecznej treści propozycji układowych do dnia 30 kwietnia 2026 roku**PKP CARGO:** Złożenie do sądu propozycji układowych dla wierzycieli PKP Cargotabor sp. z o.o.**GAMING****TEN SQUARE GAMES:** Konferencja po wynikach za 4Q25: Dalsze skalowanie nowych gier kosztem wyników w krótkim terminie [neutralne]**INDUSTRIALS****VIGO PHOTONICS:** Akwizycja aktywów spółki InfraRed Associates w USA**AC:** Zarząd rekomenduje niewypłacania dywidendy i przeznaczenie całego zysku za '25 na kapitał zapasowy**XTPL:** Spółka pozyskała kwotę 19,5mln PLN z emisji 300 tys. akcji serii Y**PRZEMYSŁ:** Flash PMI: USA 52,4 (luty 51,6), Eurozone 51,4 (luty 50,8) – 45msc maks., Japonia 51,8 (luty 54,2)**RYNEK KOLEJOWY:** Trwają przygotowania do przetargu na 20 nowych lokomotyw spalinowych dla PKP LHS**RYNEK STALI:** Światowa produkcja stali spadła w lutym o -2,2% r/r, w tym Chiny -3,6% r/r (vs dwucyfrowe spadki poprzednio)**CONSTRUCTION & REAL ESTATE****MIRBUD:** Wybór oferty Spółki o wartości 238mln PLN brutto w przetargu na budowę hali Skry w Warszawie**MIRBUD:** Wybór oferty Spółki o wartości 138mln PLN brutto w przetargu na budowę drogi powiatowej w powiecie słupeckim**MIRBUD:** Podsumowanie wywiadu z Prezesem Jerzym Mirgosem – Money.pl [neutralne]**MENNICA POLSKA:** Rekomendacja zarządu i RN w sprawie wypłaty 1,50 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok**MARVIPOL DEVELOPMENT:** Podsumowanie konferencji z zarządem spółki**BIOTECH****MOLECURE:** Podjęcie uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego poprzez emisję do 4,1 mln akcji serii K**BIOCELTIX:** Uzyskane dane długoterminowe wzmacniają profil produktu BCX-CM-AD jako terapii o potencjalnie długotrwałym efekcie klinicznym**PHARMENA:** Zakończenie procesu walidacji metod analitycznych w przyszłym wyrobie medycznym do stosowania w trudno gojących się ranach

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

TOP NEWS

ŻABKA GROUP (ZAB PW; BUY; TP PLN 29.5)

Dzisiaj po sesji nadzwyczajna rewizja spółki w indeksach WIG i WIG20

Liczba akcji uwzględniania w indeksach wzrosło z 425,184tys. do 525,184tys.

FINANCIAL RESULTS

ARCHICOM (ARH PW; BUY; TP PLN 60) / ECHO INVESTMENT (ECH PW; BUY; TP PLN 7.0)

Wyniki 4Q25: wzrosty na wszystkich liniach zgodne z oczekiwaniami, OCF na plusie [neutralne]

#Archicom

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25E	Cons.
Revenues	174.4	21.5	303.4	198.5	438.3	151%	121%	428.1	425.6
Gross profit	70.1	11.0	105.3	77.9	126.4	80%	62%	130.8	
Revaluations	33.0	-0.3	-0.3	-0.4	21.1	-36%	-	21.1	
EBITDA	54.4	-31.2	64.1	13.4	105.7	94%	687%	107.4	
adj. EBITDA	21.4	-30.8	64.4	13.8	84.6	295%	513%	86.3	
EBIT	52.0	-33.3	61.7	11.0	103.2	98%	835%	104.9	105.0
Net profit	29.7	-32.2	31.2	6.0	79.0	166%	1214%	84.1	82.3
Gross margin	40.2%	51.1%	34.7%	39.2%	28.8%	-11pp	-10pp	30.6%	
Rev. per apartment (PLNk)	576	999	535	540	658	14%	22%	686	
Handovers (apartments)	233	5	355	330	632	171%	92%		
Pre-sales (apartments)	587	470	528	524	970	65%	85%		
Net Debt	680	863	550	706	848				
OCF	150	-158	181	-75	108	-28%	-		
P/E12M trailing	23.5	177.2	38.4	72.6	30.0				
EV/EBITDA 12M trailing	18.9	55.3	22.3	32.0	22.1				
EBITDA margin	31.2%	-	21.1%	6.8%	24.1%	-7pp	17pp	25.1%	
EBIT margin	29.8%	-	20.3%	5.6%	23.5%	-6pp	18pp	24.5%	24.7%
Net profit margin	17.0%	-	10.3%	3.0%	18.0%	1pp	15pp	19.6%	19.3%

Source: Company, Trigon

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	118,877	-0.9%	-7%	19%
WIG20	3,241	-0.8%	-7%	16%
mWIG40	8,194	-1.2%	-8%	11%
sWIG80	29,141	-0.4%	-6%	8%
PX (Prague)	2,497	-1.6%	-7%	18%
BUX (Budapest)	122,656	0.0%	-3%	34%
BET (Bucharest)	28,004	0.5%	-3%	61%
BIST30 (Istanbul)	14,759	-1.9%	-4%	38%
DAX	22,637	-0.1%	-10%	-2%
FTSE 100	9,965	0.7%	-8%	15%
STOXX Europe 600	579	0.4%	-9%	5%
S&P 500	6,556	-0.4%	-6%	13%
NASDAQ 100	24,002	-0.8%	-5%	18%
Nikkei 225	53,760	1.4%	-8%	42%
Shanghai Comp	3,918	1.8%	-6%	16%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.4%	12.1	113.6	-10.5
PL 10Y bond yield	5.8%	9.6	84.3	-5.8
CZ 10Y bond yield	4.9%	9.0	47.3	52.1
HU 10Y bond yield	7.5%	1.0	99.0	30.0
RO 10Y bond yield	7.2%	3.0	88.3	-24.3
WIBOR 3M	3.9%	0.0	3.0	-200.0
EURIBOR 3M	2.1%	1.8	9.5	-25.7

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.69	0.2%	3.2%	-5%
EUR/PLN	4.27	0.1%	1.3%	2.5%
EUR/USD	1.16	-0.1%	-1.8%	7.4%
GBP/PLN	4.93	0.0%	-1.9%	1.3%
CZK/PLN	0.17	-0.1%	-0.5%	-4.3%
HUF/PLN	0.011	-0.2%	2.4%	-4.9%
RON/PLN	0.84	-0.1%	-1.3%	-0.2%
CNY/PLN	0.53	0.2%	-2.6%	-0.7%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,552	3.4%	-13%	50%
Silver (USD/toz)	73.4	3%	-18%	118%
Copper (USD/t)	12,101	-0.5%	-8%	22%
Zinc (USD/t)	3,042	-1.2%	-10%	3%
Molybdenum (USD/lb)	26.8	-0.1%	-2%	35%
Iron ore (USD/t)	106	-0.7%	7%	4%
HCC (USD/t)	223	0.0%	-1%	17%
HRC EU (EUR/t)	710	0.7%	7%	12%
Brent crude oil (USD/bbl.)	100.1	-4.2%	41%	37%
CO2 (EUR/t)	71.2	2.8%	1%	-3%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	52.8	-2.7%	73%	24%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	97	-0.8%	22%	12%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	432	2.1%	3%	1%
Shanghai Freight Index	1,707	-0.2%	36%	29%

#Echo Investment

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25E	Cons.
Revenues	276.6	94.6	370.3	721.4	831.4	201%	15%	780.3	842.0
Residential	166.0	16.3	297.4	594.9	734.3	342%	23%	744.6	
Commercial	60.1	54.0	57.9	62.1	62.1	3%	0%	54.5	
Revaluations	28.8	-34.1	-115.4	-36.4	-2.7	-	-	-31.2	
EBIT	53.0	-65.6	-55.5	147.0	159.4	201%	8%	163.9	180.6
Residential	12.1	-46.9	54.2	153.2	185.7	+	21%		
Commercial	34.1	-22.9	-108.9	-17.6	-22.7	-	-		
adj. EBIT	24.2	-31.5	59.9	183.4	162.2	+	-12%		
Financial costs, net	-49.4	-30.4	-54.7	-45.8	-21.3	-	-	-39.1	
JV	32.3	-3.2	2.3	-0.7	24.5	-24%	-	24.8	
Minorities	7.8	-8.4	8.1	1.4	20.9	167%	#####	20.3	
Net profit	-12.2	-85.4	-113.6	56.4	109.1	-	93%	112.7	107.7
Gross Margin	35.9%	34.6%	35.0%	36.6%	28.5%	-7.4pp	-8.1pp	33.9%	
Residential	38.2%	18.2%	34.6%	37.1%	31.8%	-6.4pp	-5.2pp	32.1%	
Commercial	26.7%	40.9%	37.7%	48.8%	-1.5%	-28pp	-50pp	31.5%	
Rev. per apartment (PLNk)	639	679	783	833	720	13%	-14%	730	
Handovers (apartments)	260	24	380	714	1,020	292%	43%		
Pre-sales (apartments)	725	530	632	619	1,066	47%	72%		
OCF	235	-179	290	-74	235	0%	-		
Net debt	2,761	3,197	2,768	2,774	2,558	-7%	-8%		
P/E 12M trailing	-	-	-	-	-				
P/BV	1.06	1.11	1.20	1.14	1.31				
EBIT margin	19.1%	-	-	20.4%	19.2%	0.0pp	-1.2pp	21.0%	21.4%
adj. EBIT margin	8.7%	-	16.2%	25.4%	19.5%	11pp	-5.9pp	0.0%	
Net profit margin	-	-	-	7.8%	13.1%	-	5.3pp	14.4%	12.8%

Source: Company Data, Trigon

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	3279	2511.7	2475.1	2152.0	132%
WIG20	2711.8	2061.1	2085.8	1823.1	130%
WIG40	464.4	382.5	342.7	308.6	135%
sWIG80	98.3	67.0	76.4	65.9	129%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKN	438	TPE	47.6	ICE	13.3
KGH	253.6	GPW	40.6	LWB	10.3
PKO	187.4	ACP	34.3	BMC	3.1
DNP	147.0	BFT	33.4	DAT	1.4
PZU	105.6	MDV	28.2	MRC	1.3
CDR	105.4	XTB	23.2	STX	1.2
PEO	95.1	TEN	14.8	DIG	1.1
ZAB	91.9	ING	11.8	ELT	0.9
SPL	76.7	ENA	10.8	BRS	0.8
ALE	56.1	LWB	10.3	TOR	0.8

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
PCO	136%	TEN	615%	ICE	374%
DNP	115%	GPW	299%	FTE	331%
CDR	114%	LWB	167%	MRC	304%
PKN	111%	BFT	164%	MNC	212%
SPL	99%	ENA	117%	MCI	206%
ZAB	96%	GEA	115%	ARH	182%
MBK	96%	DVL	94%	LWB	167%
TPE	89%	DOM	91%	BCX	148%
KGH	79%	TPE	89%	VRG	140%
BDX	66%	EUR	88%	WWL	129%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
ZAB	21	2.3%	CDR	235	-4%
PKN	130	1.9%	ALE	26	-2.6%
PCO	26	0.8%	ALR	107	-2.1%
TPE	9	-0.2%	PKO	86	-2.0%
DNP	39	-0.2%	PGE	9	-2.0%
Best			mWIG40		
LWB	29.5	9.5%	TEN	98.5	-7%
CAR	650.0	1.4%	GPW	74.9	-4.4%
COG	4.9	1.4%	PXM	7.4	-4.3%
ATT	18.5	1.4%	BFT	3,310.0	-4.1%
MBR	343.5	1.3%	RBW	129.0	-3.2%
Best			sWIG80		
ICE	53.9	17.4%	UNI	14.5	-6%
LWB	29.5	9.5%	TAR	114.0	-4.6%
MRC	44.4	4.6%	FTE	20.6	-4.2%
VRG	4.5	2.5%	QRS	10.4	-3.7%
DIG	174.4	2.0%	DAT	142.1	-3.4%

WIRTUALNA POLSKA (WPL PW; BUY; TP PLN 76)

Wyniki słabsze od oczekiwań w reklamie, zgodne w travel, guidance zakłada poprawę dynamiki przychodów w mediach, i spadek sprzedaży wycieczek w marcu [lekko negatywne]

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25E	Cons.
Revenues	400	372	541	722	579	45%	-20%	567	571
Advertising and subs.	216	155	167	154	198	-8%	29%	200	
Travel	117	148	297	490	288	147%	-41%	295	
Consumer finance	49	56	60	61	70	41%	15%	54	
Other	12	12	14	14	14	17%	0%	12	
Barter	8	4	5	6	11	46%	88%	8	
Eliminations	-2	-3	-3	-3	-3	-	-	-2	
Revenues pro-forma	531	592	597	722	579	9%	-20%	567	
Advertising and subs.	202	155	167	154	198	-2%	29%	200	
Travel	261	368	352	490	288	10%	-41%	295	
adj. EBITDA	132	86	122	242	125	-5%	-48%	132	128
Advertising and subs.	100	53	58	47	71	-29%	50%	77	
Travel	23	23	54	182	44	95%	-76%	44	
Consumer finance	9	8	7	10	9	2%	-13%	10	
Other	1	1	2	2	1	-10%	-60%	1	
adj. EBITDA pro-forma	145	132	132	242	125	-14%	-48%	132	
Advertising and subs.	100	53	58	47	71	-29%	50%	77	
Travel	36	69	65	182	44	24%	-76%	44	
EBITDA	120	79	88	229	-26	-	-	128	
EBIT	78	35	26	159	-93	-	-	57	-93
Net profit	45	10	-11	98	-131	-	-	13	-131
adj. Net profit	45	10	21	105	25	-45%	-76%	22	
Net debt	483	443	1,263	1,486	1,482	207%	0%		
adj. P/E 12M trailing	9.3	9.7	9.9	8.4	9.5				
EV/EBITDA 12M trailing	4.6	4.6	6.4	5.9	8.2				
EV/EBITDA adj. trail. pro-forma			4.4	4.7	4.8				
EBITDA margin	30%	21%	16%	32%	-				
EBIT margin	19%	9%	5%	22%	-				
Net profit margin	11%	3%	-	14%	-				

Source: Company, Trigon

#One-offy

- Odpis wartości firmy na 146mln PLN związany z aktywami Szallas Group o którym spółka informowała dwa tygodnie temu;

#Guidance na 1Q26 dla segmentu Reklama i Subskrypcje

- Niski jednocyfrowy wzrost przychodów w 1Q26 wobec spadku sprzedaży segmentu o 1% (proforma) w 2025 roku;
- Poprawa dynamiki przychodów reklamowych i dalszy wzrost przychodów subskrypcyjnych;
- Jednocześnie grupa kontynuuje inwestycje co wpływa na wzrost kosztów operacyjnych i niższy poziom marży;

#Guidance na 1Q26 dla segmentu Travel

- Od stycznia do lutego przychody całego segmentu rosły w tempie wysoko jednocyfrowym;
- W marcu spadek przychodów w segmencie;
- Przez pierwsze 9 tygodni w biznesie turystyki zagranicznej dwucyfrowe wzrosty, ale od 10 tygodnia już dwucyfrowe spadki;

KINO POLSKA TV**Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 2025 rok**

- Przychody ze sprzedaży 333,7mln PLN, +6% r/r;
- Zysk na działalności operacyjnej 99,4mln PLN, +18% r/r;
- Zysk netto 79,4mln PLN, +19% r/r.

FINANCIALS**HANDLOWY (BHW PW; BUY; TP PLN 125)****Aktualizacja polityki dywidendowej banku na lata 2025-2027**

- Intencją banku jest wypłata dywidendy w wysokości minimum 75% zysku netto za poprzedni rok obrotowy, z uwzględnieniem indywidualnych zaleceń KNF.

KRUK (KRU PW; BUY; TP PLN 600)

Zawarcie umowy nabycia portfela wierzytelności na rynku włoskim o łącznej wartości ok. 278mln EUR

GPW (GPW PW; HOLD; TP PLN 65.0)**Podsumowanie po prezentacji wyników za 4Q25**

- Pod koniec kwietnia ma nastąpić sprawdzenie stanu gotowości systemu WATS do wdrożenia. Obecny harmonogram zakłada jego uruchomienie jeszcze w 1H26;
- Na nowej platformie spółka skupi się na rozwoju instrumentów pochodnych i rynku obligacji, czego na starym systemie nie było już sensu zaczynać;
- Spółka rozważa amortyzację WATS rozłożoną na dłużej niż wstępnie planowane 10 lat;
- Zatrudnienie w IT wzrosło o 6%;
- Wzrost kosztów usług obcych w 4Q25 to sezonowy efekt rozliczania projektów IT;
- W '26 CAPEX i OPEX będzie podwyższony, ale spadną koszty spółek non-core;
- Nie ma już aktywów spółek non-core możliwych do odpisania.

BANKI**Składki BFG dla banków na 2026 rok**

(PLNm)	BFG contriution		Change y/y	
	2025	2026	PLNm	%
Alior	108	87	-21	-19%
Santander PL	355	436	81	23%
BNP PL	198	239	41	21%
Handlowy	84	133	49	58%
ING	278	246	-32	-11%
mBank	288	285	-3	-1%
PKO	540	487	-53	-10%

OIL, GAS & CHEMICALS**ORLEN (PKN PW; HOLD; TP PLN 137.7)****Na ten moment brak prac nad windfall tax. Prawdopodobna czasowa obniżka VAT [pozytywne]**

- „Nie prowadzimy prac nad wprowadzeniem windfall tax. Widzimy, że od wczoraj ceny ropy spadły. Będziemy podejmowali działania adekwatne do sytuacji” – A. Domański, minister finansów i gospodarki. „Najbardziej prawdopodobna do użycia jest czasowa obniżka stawki VAT. Jeszcze będziemy o tym rozmawiać, nie podjęliśmy decyzji, czy to zrobimy. Naszym priorytetem musi być niedopuszczenie do tego, żeby na stacjach zabrakło paliwa”
- Ministerstwo Aktywów Państwowych, Ministerstwo Finansów i Ministerstwo Energii pracują nad rozwiązaniem dotyczącym cen paliw; decyzja rządu powinna zostać podjęta do końca tygodnia – A. Szłapka, rzecznik rządu

UTILITES & MINING**TAURON (TPE PW; BUY; TP PLN 13.3)****RN wybrała K. Zawadzkiego na wiceprezesa ds. handlu [lekko pozytywne]**

- Zawadzki był wiceprezesem ds. ekonomiczno-finansowych Tauronu w latach 2009-2015
- Wg. Polityki Insight, „ryzyko odwołania samego prezesa zmalało”

KGHM (KGH PW; SELL; TP PLN 310)**Memorandum ws. analiz potencjalnych projektów surowcowych w Maroku**

- KGHM podpisała z Office National des Hydrocarbures et des Mines i Managem Group memorandum dotyczące współpracy i analiz potencjalnych inwestycji w sektorze surowców Maroka
- Porozumienie nie ma charakteru wiążącego i określa jedynie intencje stron

CONSUMER**ASBIS (ASB PW; BUY; TP PLN 39)****Rekomendacja Rady Dyrektorów w sprawie wypłaty dodatkowo 0,35 USD dywidendy na akcję za 2025 rok**

- W dniu 27 listopada 2025 roku Spółka wypłaciła zaliczkę na poczet dywidendy z zysku za 2025 rok w wysokości 11,1mln USD, tj. 0,20 USD na akcję;
- Łączna dywidenda z zysku za FY25 wynosi 0,55 USD, DY=4,8%.

RETAIL**Obroty centrów handlowych wzrosły w styczniu'26 o 7% r/r – PRCH**

- Liczba odwiedzin w tym okresie zwiększyła się o 1,1% r/r;
- Najwyższe wzrosty obrotów odnotowano w segmencie usług (+14,2% r/r), rozrywki (+9,6% r/r) oraz gastronomii (+9,1% r/r).

LOGISTICS & TRANSPORT

PKP CARGO

Zarządzenie Sędziego-Komisarza ws. przedłużenia terminu na złożenie przez spółkę ostatecznej treści propozycji układowych do dnia 30 kwietnia 2026 roku

PKP CARGO

Złożenie do sądu propozycji układowych dla wierzycieli PKP Cargotabor sp. z o.o.

GAMING

TEN SQUARE GAMES (TEN PW; HOLD; PLN 96.7)

Konferencja po wynikach za 4Q25: Dalsze skalowanie nowych gier kosztem wyników w krótkim terminie [neutralne]

#Fishing Clash i Hunting Clash

- FC i HC pozostają core cash-cow, finansując rozwój portfolio; w 4Q 2025 wykazały stabilność z lekkim wzrostem;
- Strategia zakłada maksymalizację LTV i retencji, przy zarządzaniu marketingiem bardziej jako funkcją ROI niż wolumenu;

#Trophy Hunter

- Zarząd określa grę jako „bardzo duży sukces komercyjny”;
- Gra adresuje młodszą demografię, bez widocznej kanibalizacji FC/HC, co potwierdza większą głębokość segmentu hunting games niż wcześniejsze założenia;
- KPI produktu (retencja, konwersja, payback kohort) sugerują możliwość agresywnego skalowania – część kohort przy wysokim spendzie marketingowym już się spłaciła; spółka widzi dalszy potencjał poprawy monetyzacji;
- Rekordowy poziom wydatków UA w 4Q 2025 i utrzymanie rosnącej trajektorii w 1Q 2026 wskazują, że Trophy Hunter staje się głównym wektorem wzrostu grupy;

#Wings of Heroes

- Tytuł generuje rekordowe bookingi, ale zarząd sygnalizuje oczekiwanie dalszej poprawy performance'u i przyspieszenia tempa wzrostu;
- Włączenie WoH do platformy DTC (USA) w marcu 2026 powinno dodatnio kontrybuować do marż w średnim terminie;

#Nowe projekty

- Medal Hunter: shooter o militarnym settingu oparty na modelu gameplay/monetyzacji Trophy Huntera, adresujący szeroki segment gier wojennych na mobile;
- Pierwsze testy marketingowe wskazują KPI zbliżone do Trophy Huntera w analogicznym etapie; kolejny test marketingowy zaplanowany na 2Q 2026, możliwy launch jeszcze w tym roku;
- W pipeline dodatkowo dwa niezapowiedziane projekty z planowanymi pierwszymi testami UA w 2Q 2026;
- Real Combat Simulator rozwijany jako drugi, po Real Flight Simulator, filar subskrypcyjny, bazujący na sprawdzonym modelu RFS;

#Kanał DTC

- Spółka przekształca dotychczasowy „sklep” w szerzej rozumianą platformę DTC, wykorzystując alternatywne metody płatności z prowizją <10%;
- DTC wdrożone już w FC, HC, TH (USA), rollout do WoH w marcu 2026;

#Earn-out Rortosa

- Ostatnia płatność earn-out zostanie zrealizowana w 2Q 2026 (18 mln PLN);
- Od początku roku zarząd Rortos został przebudowany w oparciu o wieloletnich pracowników; TSG podkreśla ciągłość operacyjną i brak ryzyk przejściowych;

#2026

- Spółka jasno komunikuje przejście z modelu „EBITDA-first” do „growth-first” – priorytetem jest skalowanie nowych tytułów, nawet kosztem krótkoterminowej rentowności;
- Silna pozycja gotówkowa po rekordowej dywidendzie i proponowanej wypłacie na 2026 r. ma umożliwić jednoczesne finansowanie wysokich wydatków UA i utrzymanie atrakcyjnej polityki zwrotu kapitału dla akcjonariuszy;

#Korekta celów programu motywacyjnego

- Dla transz 2 i 3 programu (2026–2028) Rada Nadzorcza proponuje wyznaczenie celu finansowego skumulowanej adjusted EBITDA 360 mln zł w trzy lata; transza 1 (2025–2027) pozostaje bez zmian (cel 438 mln PLN);
- Zmiana wag: z 80% cel finansowy / 20% cel rynkowy na 60% / 40%; cel rynkowy zdefiniowany jako minimum +10 p.p. vs WIG, co ma silnie sprzągać wynagrodzenie menedżmentu z relatywnym performance kursu;
- Definicja adjusted EBITDA zostaje rozszerzona o rozłożenie wydatków marketingowych w czasie, aby nie penalizować agresywnych inwestycji UA pod koniec okresu i lepiej dopasować koszty do generowanych w kolejnych latach przychodów.

INDUSTRIALS

VIGO PHOTONICS (VGO PW; No recommendation)

Akwizycja aktywów spółki InfraRed Associates w USA

- VIGO Photonics ogłosiło sfinalizowanie nabycia aktywów InfraRed Associates, Inc., amerykańskiego producenta detektorów podczerwieni
- Wartość transakcji wyniosła 8,4mln USD
- VIGO informuje, że posiadanie zakładu produkcyjnego w USA jest kluczowe dla spełnienia wymogów dotyczących dostaw dla amerykańskiego sektora obronnego

#InfraRed Associates

- InfraRed Associates, Inc. jest obecny na rynku od lat 70., jest producentem detektorów chłodzonych ciekłym azotem (LN₂), prowadzi działalność o zasięgu globalnym, ze szczególnym uwzględnieniem rynków amerykańskiego, azjatyckiego oraz europejskiego
- Produkty spółki trafiają do odbiorców z sektorów przemysłowego, naukowego oraz wojskowego
- Przychody InfraRed Associates wyniosły w 2025 roku 8,7mln USD (8,9mln USD w 2024), a szac. EBIT wyniósł 1,5mln USD (1,44mln USD w 2024 roku)

#Finansowanie transakcji

- Realizacja transakcji była możliwa m.in. dzięki wsparciu Funduszu Ekspansji Zagranicznej zarządzanego przez PFR TFI S.A. z Grupy Polskiego Funduszu Rozwoju
- Finansowanie w wysokości 5,5mln USD zostało udzielone przez Fundusz Ekspansji Zagranicznej 2 FIZ AN, z terminem spłaty ustalonym na 10 lat
- Oprócz finansowania z Grupy PFR, VIGO pozyskało również finansowanie z PKO BP, podpisując umowy kredytowe na sfinansowanie akwizycji, wsparcie inwestycji oraz refinansowanie istniejącego zadłużenia (łączna wartość umów wynosi 3mln USD oraz 8mln EUR)

AC (ACG PW; Under Review)

Zarząd rekomenduje niewypłacania dywidendy i przeznaczenie całego zysku za '25 na kapitał zapasowy

XTPL (XTP PW; BUY; TP PLN 115)

Spółka pozyskała kwotę 19,5mln PLN z emisji 300 tys. akcji serii Y

- Cena emisyjna akcji wyniosła 65 PLN za papier.

PRZEMYSŁ

Flash PMI: USA 52,4 (luty 51,6), Eurozone 51,4 (luty 50,8) – 45msc maks., Japonia 51,8 (luty 54,2)

RYNEK KOLEJOWY

Trwają przygotowania do przetargu na 20 nowych lokomotyw spalinowych dla PKP LHS

RYNEK STALI

Światowa produkcja stali spadła w lutym o -2,2% r/r, w tym Chiny -3,6% r/r (vs dwucyfrowe spadki poprzednio)

Crude steel production by region - monthly							
mn t	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26
Africa	1.8	2.0	2.0	2.0	1.9	2.0	2.0
Asia and Oceania	107.7	102.9	102.4	99.9	99.7	107.6	105.3
EU (27)	8.8	10.1	10.8	10.2	9.9	10.3	9.8
Europe, Other	3.7	3.6	3.6	3.7	3.8	3.7	3.4
Middle East	3.8	4.6	5.4	5.5	5.3	4.8	3.7
North America	9.1	8.8	9.1	9.0	9.0	9.2	8.5
Russia & CIS + Ukraine	6.7	6.2	6.4	6.3	6.9	6.5	6.0
South America	3.6	3.5	3.7	3.5	3.2	3.4	3.1
Total	145.3	141.8	143.3	140.1	139.6	147.3	141.8

Top 10 steel-producing countries - monthly							
mn t	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26
Chin	77.4	73.5	72.0	69.9	68.2	75.3	76.1
India	14.1	13.6	13.6	13.7	14.8	15.1	13.6
United States	7.2	6.9	7.0	6.8	6.9	7.1	6.5
Japan	6.6	6.4	6.9	6.8	6.6	6.8	6.4
South Korea	5.2	5.0	5.1	5.0	5.2	5.6	4.8
Russia	5.5	5.2	5.3	5.2	5.8	5.5	5.0
Türkiye	3.4	3.2	3.2	3.3	3.5	3.4	3.0
Germany	2.6	3.0	3.1	2.8	2.7	3.1	2.8
Brazil	2.9	2.8	3.0	2.8	2.6	2.7	2.6
Iran	1.6	2.3	3.3	3.4	3.0	2.6	1.7

Source: World Steel Association, Trigon

Crude steel production by region - monthly							
y/y	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26
Africa	-3.8	8.2	0.8	7.4	-0.3	5.8	4.7
Asia and Oceania	0.4	-2.1	-8.2	-7.1	-6.3	-8.6	-1.9
EU (27)	-2.8	-4.5	-3.5	-3.5	3.9	-2.3	-3.6
Europe, Other	2.1	1.4	3.8	9.8	13.8	4.4	3.1
Middle East	21.5	9.3	9.2	8.2	13.9	12.6	0.1
North America	1.6	1.8	4.7	5.4	-0.4	-0.6	0.5
Russia & CIS + Ukraine	-4.9	-5.3	-5.1	-3.9	-2.7	-8.6	-10.5
South America	-5.0	-2.7	-1.1	2.4	1.2	-1.2	-7.7
Total	0.3	-1.6	-5.9	-4.6	-3.7	-6.5	-2.2

Top 10 steel-producing countries - monthly							
y/y	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26
Chin	-0.7	-4.6	-12.1	-10.9	-10.3	-13.9	-36.0
India	13.2	13.2	5.9	10.8	10.1	10.5	7.7
United States	3.2	6.7	9.4	8.5	3.6	3.3	5.8
Japan	-3.4	-3.7	-1.0	-1.6	-4.8	-0.5	0.0
South Korea	-6.1	-2.4	-5.8	-4.8	-2.4	5.0	0.2
Russia	-4.6	-3.8	-6.2	-6.6	-4.4	-7.4	-10.2
Türkiye	7.9	3.3	3.1	10.0	18.5	5.8	3.4
Germany	-10.5	-0.6	-3.0	-2.6	-0.2	15.0	4.8
Brazil	-4.6	-3.2	-2.7	0.7	-1.9	-1.4	-5.7
Iran	17.9	6.0	12.0	9.2	16.2	15.1	-1.3

CONSTRUCTION & REAL ESTATE**MIRBUD (MRB PW; BUY; TP PLN 15)**

Wybór oferty Spółki o wartości 238mln PLN brutto w przetargu na budowę hali Skry w Warszawie

- Przetarg obejmuje realizację „Modernizacji terenu przy ul. Wawelskiej 5 - etap II”.
- Inwestorem jest Miasto Stołeczne Warszawa.
- Budżet przewidziany na inwestycje wynosi 197mln PLN brutto.

MIRBUD (MRB PW; BUY; TP PLN 15)

Wybór oferty Spółki o wartości 138mln PLN brutto w przetargu na budowę drogi powiatowej w powiecie słupeckim

- Przetarg obejmuje realizację "Rozbudowy drogi powiatowej nr 3040P na odcinku Niezgoda - Sierakowo oraz budowy nowego odcinka drogi Sierakowo-DK92-Autostrada A2"
- Inwestorem jest Powiat Słupecki.
- Budżet przewidziany na inwestycje wynosi 204mln PLN brutto.

MIRBUD (MRB PW; BUY; TP PLN 15)

Podsumowanie wywiadu z Prezesem Jerzym Mirgosem – Money.pl [neutralne]

#Surowce

- Dwa lata temu Grupa zakontraktowała asfalt na ok. 3 lata w przód, co w perspektywie FY25E wpłynęło negatywnie na marże.
- Średni koszt zakupu asfaltu, wykorzystywane do wytwarzania mas bitumicznych, w ww. transakcji, wynosi ok. 2,200PLN vs. ok. 1,850-1,900PLN w styczniu br. i 2,500PLN obecnie.
- Prezes spodziewa się normalizacji cen asfaltu („powrotu do cen sprzed ataku na Iran”) w perspektywie ok. 3 miesięcy.

#Marże/waloryzacja

- Zdaniem Prezesa nierentowne kontrakty podpisane przez wybuchem wojny w Ukrainie powinny zostać rozliczone w 1H26E, co powinno przełożyć się na poprawę marż w dalszej części roku.
- Rozliczanie ww. kontraktów przełożyły się na ok. 100mln PLN zwiększonych kosztów w FY25.

- Jeszcze w grudniu ministerstwo zapowiadało zwiększenie limitów waloryzacyjnych powyżej obecnych 15%. Obecnie negocjacje utknęły w martwym punkcie.

#Portfel

- Zdaniem Prezesa ubiegły rok, pod kątem kontraktacji kolejowej, „nie był udany”.
- Jednocześnie, zdaniem Prezesa, Grupa pozostaje optymistycznie nastawiona do tegorocznej kontraktacji, szczególnie w 3-4Q26E kiedy rozstrzygać będą się przetargi z tegorocznej puli PKP PLK (9.5mld PLN).
- Grupa planuje startować w konsorcjach w przetargach wymagających m.in. budowy tuneli drążonych metodą TBM.

#Otoczenie administracyjne

- Grupa jest przeciwnikiem zwiększenia kosztów odwołań do KIO (obecnie jest to maks. 20 tys. PLN).
- Zdaniem Prezesa zwiększenie kosztów odwołań wiązałoby się z utrudnieniem pozyskiwania zamówień dla mniejszych i średnich podmiotów.
- Jednocześnie, zdaniem Prezesa, część przetargów, głównie tych realizowanych w formule „Projektuj i buduj”, jest niewystarczająco przygotowana, co wydłuża proces administracyjny i skłania wykonawców do intensyfikacji procesów odwoławczych.
- Ponadto, zdaniem Prezesa, część największych graczy (Budimex, Strabag, Porr) nie spełnia kryteriów „firm polskich”, a raczej „firm krajowych”.

#Deweloperka

- Grupa spodziewa się stabilizacji cen mieszkań, przy jednoczesnym, możliwym, zawężeniu marż deweloperów.

MENNICA POLSKA

Rekomendacja zarządu i RN w sprawie wypłaty 1,50 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

- Na wypłatę dywidendy ma zostać przeznaczona kwota 76,5mln PLN, a pozostała kwota 25,2mln PLN na kapitał zapasowy;
- DY=3,9%.

MARVIPOL DEVELOPMENT

Podsumowanie konferencji z zarządem spółki

- Spółka liczy na wyjście z segmentu magazynowego do końca 2027 roku;
- W planach jest mocniejszy rozwój segmentu hotelowego;
- W ocenie zarządu, 2026 rok może być lepszy pod względem sprzedaży mieszkań od 2025 roku;
- Cel sprzedaży 800-1000 mieszkań w 2027 roku;
- Grupa postrzega rynek warszawski jako najbardziej optymalny i nie planuje rewolucji, jeśli chodzi o tempo pozyskiwania gruntów;
- Nie ma obecnie sprecyzowanych planów związanych z emisją obligacji.

BIOTECH

MOLECURE (MOC PW; BUY; TP PLN 17.9)

Podjęcie uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego poprzez emisję do 4,1 mln akcji serii K

- MS Galleon GmbH złożył deklarację objęcia nowych akcji w liczbie pozwalającej na utrzymanie po przeprowadzeniu oferty udziału w kapitale i głosach na poziomie 24,46%;
- Pozyskane środki posłużą przede wszystkim finansowaniu dwóch najbardziej zaawansowanych programów klinicznych Molecule oraz wsparciu rozwoju platformy AI do odkrywania nowych leków.

BIOCELTIX (BCX PW; BUY; TP PLN 128.4)

Uzyskane dane długoterminowe wzmacniają profil produktu BCX-CM-AD jako terapii o potencjalnie długotrwałym efekcie klinicznym

PHARMENA

Zakończenie procesu walidacji metod analitycznych w przyszłym wyrobie medycznym do stosowania w trudno gojących się ranach

- Zakończenie powyższego etapu stanowi istotny kamień milowy w realizacji projektu rozwoju wyrobu medycznego;
- Projekt realizowany jest w ramach nowej platformy badawczo-rozwojowej Pharmeny - Synerixa, integrującej kompetencje technologiczne i zaplecze R&D spółki, skoncentrowanej na produktach do stosowania miejscowego.

OTHER INFORMATION

PURE BIOLOGICS: Wyniki badania fazy 0 w projekcie PB003G wspierają zasadność dalszych prac

- Wyniki są spójne z wcześniejszymi badaniami przedklinicznymi w modelach mysich, w których obserwowano aktywację limfocytów T CD8+ oraz zahamowanie wzrostu guzów.

STALEXPORT AUTOSTRADY: Pozytywna opinia RN w sprawie wniosku zarządu o wypłacie 0,73 PLN dywidendy na akcję

- DY=24,5%.

INSIDER TRADING

APATOR

Stella AMP Fundacja Rodzinna w organizacji, podmiot związany z członkiem RN, kupił 7,5 tys. akcji @ 22,05 PLN.

APATOR

Członek RN sprzedał 6 tys. akcji @ 22,05 PLN.

DADELO

Zawieruszyński Fundacja Rodzinna, podmiot związany z prezesem zarządu kupił 35,6 tys. akcji @ 73,40-82,00 PLN.

DADELO

Tyre Invest, podmiot związany z prezesem zarządu kupił 4,9 tys. akcji @ 76,57 PLN.

INC

Członek zarządu kupił 11 tys. akcji @ 1,915-2,02 PLN.

SOPHARMA

Spółka sprzedała 86,5 akcji @ 1,71 EUR.

SHARE BUYBACK PROGRAM

MONNARI TRADE

Nabycie 2 tys. akcji @ 5,86 PLN.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

AIRWAY MEDIX

Powołanie p. Wojciecha Bablok na stanowisko członka RN.

XPLUS

Powołanie p. Tomasza Dąbrowskiego na stanowisko członka zarządu.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

DADELO

Zmniejszenie zaangażowania przez TFI Allianz Polska S.A. z 5,03% do 4,97% kapitału i głosów.

BONDS

BEST

Dokonanie przydziału obligacji serii AF1 o wartości nominalnej 134,2mln PLN.

BLOCK TRADES

ASSECO POLAND

Wolumen: 6,5 tys. @ 161,00
% kapitału: 0,01

CAPTOR THERAPEUTICS

Wolumen: 15,4 tys. @ 80,00
% kapitału: 0,28

ENERGA

Wolumen: 40,6 tys. @ 18,86
% kapitału: 0,01

KRAKCHEMIA

Wolumen: 449 tys. @ 0,20
% kapitału: 4,99

MAKARONY POLSKIE

Wolumen: 16 tys. @ 13,60
% kapitału: 0,14

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

ALIOR BANK: Zwołanie ZWZA na dzień 29 kwietnia 2026 roku w sprawie wypłaty 8,93 PLN dywidendy na akcję

- Dzień dywidendy ustala się na 13 maja, a termin wypłaty na 27 maja 2026 roku;
- DY=8,3%.

GTC: Złożenie przez OFE PZU wniosku o głosowanie w sprawie zmiany statutu spółki

- NWZA jest zwołanie na dzień 14 kwietnia 2026 roku.

TRAKCJA: Ogłoszenie przerwy w obradach NWZA do dnia 31 marca 2026 roku

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	107.1	29%	13,982	8.2	8.2	7.3	1.0	1.0	1.0	13%	12%	13%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	153.0	141.5	8%	20,925	9.6	8.8	7.9	1.2	1.1	1.1	12%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	98.0	90.8	8%	37,275	9.9	9.1	8.9	1.3	1.2	1.1	13%	13%	12%	77
Handlowy	BHW	Buy	125.0	109.2	14%	14,268	10.8	11.2	10.7	1.5	1.5	1.5	14%	13%	14%	59
ING	ING	Hold	366.0	387.0	-5%	50,349	14.1	12.2	9.7	2.4	2.3	2.1	17%	19%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Sell	1,140	1,085	5%	206,203	11.7	11.2	11.0	1.6	1.6	1.5	14%	14%	13%	84
mBank	MBK	Sell	934.0	1,048.0	-11%	44,567	12.6	10.8	9.6	1.9	1.7	1.5	15%	16%	16%	62
Millennium	MIL	Sell	14.6	16.0	-9%	19,434	18.1	10.0	9.1	1.9	1.7	1.5	11%	17%	17%	67
Moneta	MONET	Sell	167.0	186.4	-10%	95,250	13.8	13.7	13.5	2.8	2.7	2.7	20%	20%	20%	71
OTP	OTP	Hold	39,200	35,960	9%	10,069	8.5	8.1	7.7	1.6	1.5	1.4	18%	18%	18%	77
Pekao	PEO	Buy	245.0	210.2	17%	55,171	9.6	9.2	8.4	1.6	1.5	1.4	16%	16%	17%	72
PKO BP	PKO	Buy	101.0	85.7	18%	107,100	10.0	9.0	8.2	1.8	1.7	1.6	18%	18%	19%	61
Santander	SPL	Buy	680.0	565.0	20%	57,737	10.3	9.3	9.0	1.7	1.6	1.6	16%	18%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	600.0	426.5	41%	8,313	6.9	6.6	6.1	1.4	1.2	1.1	20%	18%	18%	79
PZU	PZU	Hold	67.0	62.4	7%	53,849	8.9	8.8	8.5	1.4	1.4	1.3	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	133.3	35%	322	25.6	11.9	55.5	5.2	2.9	4.3	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	138.0	125.0	10%	2,188	11.2	10.9	10.5	7.4	7.1	7.0	—	—	—	45
AC	ACG	Under Review		22.6	-	208	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Hold	17.2	17.5	-2%	217	13.8	10.6	9.0	6.8	5.8	5.0	0%	3%	6%	—
Allegro	ALE	Buy	43.0	25.7	67%	27,189	13.7	11.5	9.7	7.7	6.6	5.7	6%	6%	6%	93
Ambra	AMB	Buy	23.0	18.0	28%	453	9.9	8.8	8.7	4.3	4.1	3.8	6%	6%	6%	—
Amica	AMC	Under Review		52.2	-	406	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	13.0	11.5	13%	2,516	12.6	11.7	11.2	5.0	5.0	4.8	1%	3%	3%	80
Answer.com	ANR	Buy	35.5	19.8	80%	375	9.4	7.1	6.0	5.5	4.5	3.9	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	60.0	43.3	39%	2,533	7.1	3.5	4.2	6.5	3.1	4.0	9%	14%	16%	—
Arctic Paper	ATC	Under Review		8.0	-	554	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	17.2	16.9	2%	201	8.1	8.9	10.4	4.5	3.3	3.6	0%	6%	8%	—
Asbis	ASB	Buy	39.0	42.3	-8%	2,349	9.4	8.4	8.2	6.6	6.0	5.8	4%	5%	6%	—
Asmodee	ASMDEE	Buy	145.0	97.5	49%	22,790	53.2	46.8	39.4	24.0	21.9	19.1	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	78.4	20%	2,620	17.6	16.2	15.1	12.5	11.4	10.3	4%	5%	5%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	225.0	160.8	40%	13,346	18.7	17.5	16.6	—	—	—	5%	5%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	80.0	62.0	29%	3,217	15.3	13.6	12.6	8.7	7.8	7.1	3%	3%	4%	—
Atal	1AT	Buy	70.0	51.8	35%	2,241	5.8	4.9	5.0	7.5	5.7	5.4	7%	14%	16%	—
Auto Partner	APR	Buy	23.0	17.9	28%	2,341	11.0	9.5	8.6	7.5	6.7	5.3	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	18.5	—	1,830	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	5,150	3,310	56%	10,926	16.1	12.2	10.0	7.6	6.7	5.8	3%	4%	6%	59
Bioceltix	BCX	Buy	128.4	73.8	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	35.0	24.3	44%	468	31.4	16.5	4.3	5.5	5.8	1.8	0%	0%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	900.0	638.6	41%	16,304	21.2	17.4	14.9	12.5	9.8	7.7	4%	4%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.9	74.2	58%	384	5.8	—	1.2	3.6	—	0.9	0%	0%	—	—
CD Projekt	CDR	Buy	316.4	235.3	34%	23,509	68.6	13.9	13.5	57.2	9.6	9.9	1%	0%	5%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	42.6	20	113%	1,076	192.8	54.0	35.8	16.7	11.9	9.3	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	910.6	1,173.0	-22%	631,062	23.0	22.9	22.7	7.9	7.7	7.6	4%	3%	3%	76
CI Games	CIG	Sell	2.02	2.80	-28%	534	—	5.1	4.4	—	3.2	1.8	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	850.0	626.0	36%	438	12.6	7.1	26.7	6.7	3.6	8.2	2%	8%	0%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	460.0	655.0	-30%	1,870	35.5	24.9	23.3	21.8	15.1	13.6	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Buy	61.0	53.4	14%	1,095	13.4	11.6	10.3	6.8	6.1	5.5	6%	7%	8%	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	14.7	43%	7,121	5.5	4.4	3.9	8.6	7.4	6.8	—	—	—	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	177.0	24%	2,711	31.6	20.0	15.6	14.6	11.6	9.4	1%	1%	2%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	13.0	11.3	15%	7,211	12.4	10.1	8.3	5.8	5.5	5.1	0%	0%	4%	80
Dadelo	DAD	Buy	70.0	73.0	-4%	852	34.3	26.3	19.4	19.9	16.0	12.5	0%	0%	1%	—
Develia	DVL	Buy	10.0	8.8	13%	4,091	9.1	8.4	8.5	7.1	6.3	6.7	7%	8%	9%	36
Diagnostyka	DIA	Buy	200.0	166.0	20%	5,604	17.6	14.9	12.7	9.4	8.2	7.1	2%	3%	3%	—
Digital Network	DIG	Hold	143.0	174.4	-18%	739	14.7	13.2	11.8	8.5	7.8	7.1	3%	3%	3%	—
Dino Polska	DNP	Buy	48.5	38.9	25%	38,147	18.5	15.0	12.3	11.7	9.3	7.4	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	300.0	228.5	31%	5,895	7.6	7.4	6.6	6.1	5.7	4.9	7%	9%	9%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.1	36%	2,121	8.8	3.7	4.2	7.1	3.2	3.4	16%	16%	16%	—
Erbud	ERB	Hold	30.0	28.9	4%	345	24.8	15.6	10.4	4.3	4.4	4.1	6%	3%	4%	—
Enea	ENA	Buy	28.0	21.8	29%	11,527	5.8	5.2	6.6	4.2	4.4	5.2	2%	2%	2%	33
Enter Air	ENT	Buy	74.0	53.2	39%	933	7.1	6.6	6.0	4.0	3.6	3.5	6%	7%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review		5.8	-	809	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity Holding	FAB	Buy	30.0	24.8	21%	69	10.9	9.0	8.5	6.5	5.7	5.3	9%	8%	10%	—
Ferro	FRO	Hold	30.0	28.7	5%	610	13.0	9.0	8.2	9.1	6.3	5.8	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,127	11,630	13%	2,167,540	7.3	6.0	5.4	4.5	3.5	2.8	5%	7%	7%	75
GPW	GPW	Hold	65.0	74.9	-13%	3,144	14.9	14.2	13.8	11.1	10.2	9.7	4%	5%	5%	61
Grenevia	GEA	Under Review		3.3	-	1,879	—	—	—	—	—	—	—	—	—	52
Grupa Pracuj	GPP	Buy	63.0	37.6	68%	2,591	10.0	9.1	8.4	6.5	5.7	5.0	7%	7%	8%	—
GTC	GTC	Sell	3.0	2.5	20%	1,436	28.8	15.3	12.6	18.2	16.1	16.1	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32.6	23.1	41%	1,031	4.4	5.2	6.3	2.2	2.8	3.7	21%	25%	21%	5
H&M	HMB	Sell	133.0	172.2	-23%	276,293	20.0	19.1	18.0	8.0	7.7	7.5	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	59.0	49.8	18%	155,272	22.0	19.9	18.0	12.0	10.9	10.0	4%	4%	5%	98
InPost	INPST	Buy	12.6	15.0	-16%	32,140	26.0	24.4	21.1	8.9	8.1	7.1	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	770.0	650.0	18%	9,209	10.4	9.2	8.1	7.8	6.9	6.0	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	23.5	20.2	17%	12,687	16.2	13.8	12.6	6.4	5.8	5.5	3%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review		31.8	-	3,734	—	—	—	—	—	—	—	—	—	51
Kęty	KTY	Hold	1,050.0	954.0	10%	9,390	13.6	12.4	10.6	9.2	8.7	8.0	5%	6%	7%	48
KGHM	KGH	Sell	310.0	264.0	17%	52,800	7.7	7.4	8.3	3.6	3.5	3.5	0%	1%	2%	49
LPP	LPP	Buy	26,000	19,355	34%	35,921	13.9	11.8	10.2	7.1	6.1	5.3	4%	4%	5%	77
Mabion	MAB	Under Review		9.0	—	167	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		64.4	-	430	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	265.0	182.2	45%	2,584	25.7	21.4	18.2	9.3	8.4	7.6	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Buy	61.1	53.9	13%	501	4.2	6.1	—	2.8	3.5	—	8%	8%	0%	—
MFO	MFO	Under Review		31.8	-	210	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Buy	15.0	11.1	35%	1,224	10.5	8.8	6.7	8.0	6.2	4.7	1%	1%	2%	—
MLP Group	MLG	Buy	115.0	88.0	31%	2,112	7.4	5.3	4.1	10.6	9.2	7.8	—	—	—	—
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		91.5	-	7,048	—	—	—	—	—	—	—	—	—	70
MOL	MOL	Hold	3,223	4,006	-20%	3,011	7.1	8.7	11.6	3.5	3.9	4.3	7%	7%	7%	71
Molecure	MOC	Buy	17.9	5.3	237%	109	2.4	2.2	—	1.0	0.6	—	0%	0%	—	—
Murapol	MUR	Buy	50.0	38.4	30%	1,565	5.3	5.0	5.6	5.2	4.8	5.3	13%	14%	15%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	160.0	85.1	88%	10,493	15.0	12.2	10.7	4.7	3.7	2.9	3%	0%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	850.0	711.0	20%	3,289	16.0	13.8	12.6	8.1	7.1	6.3	2%	2%	3%	76
Newag	NWG	Under Review		107.0	-	4,815	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Onde	OND	Hold	9.7	8.9	9%	487	15.9	16.0	16.0	5.8	5.5	5.2	3%	3%	3%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	132.0	82.0	61%	921	10.7	9.3	—	7.4	6.0	—	7%	8%	—	—
Orange	OPL	Buy	11.6	13.5	-14%	17,677	17.2	15.9	13.6	5.6	5.5	5.2	4%	5%	5%	61
Orlen	PKN	Hold	137.7	129.9	6%	150,853	8.2	7.5	8.5	4.2	3.8	4.3	5%	5%	5%	61
PCF Group	PCF	Under Review		3.2	-	138	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review		179.0	-	89,500	—	—	—	—	—	—	—	—	—	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	10.6	23%	263	—	6.7	4.6	16.5	4.7	3.9	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	29.0	25.6	13%	14,800	12.6	11.3	10.3	5.3	5.0	4.7	—	—	—	57
PGE	PGE	Buy	12.4	9.4	31%	21,176	5.3	6.2	5.4	4.5	5.3	5.0	0%	0%	0%	34
Playway	PLW	Buy	376.0	243.5	54%	1,623	8.2	8.1	9.8	5.7	5.8	7.4	8%	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	7.4	15%	1,871	16.5	15.4	11.9	5.3	5.8	3.3	0%	0%	0%	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	220.0	129.0	71%	1,877	7.5	7.3	6.9	4.2	3.9	3.5	7%	7%	7%	—
Rawlplug	RWL	Under Review		15.0	-	466	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Rheinmetall	RHM	Buy	2,350.0	1,461.5	61%	68,044	38.3	25.5	17.5	21.0	14.1	9.8	0%	1%	2%	75
Ryvü Therapeutics	RVU	Buy	55.9	21.8	156%	504	6.7	2.1	1.5	3.2	0.2	1.2	0%	0%	0%	—
SAAB	SAABB	Hold	670.0	637.1	5%	346,190	38.9	30.5	25.8	21.6	17.7	15.2	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	140.8	62%	446	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selena FM	SEL	Under Review		53.0	-	1,210	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Hold	51.0	35.9	42%	679	17.5	12.8	12.2	7.3	6.3	5.0	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	59.0	38.5	53%	1,083	18.6	14.2	11.1	11.0	8.6	6.7	3%	4%	5%	—
Stalprodukt	STP	Under Review		223.0	-	1,204	—	—	—	—	—	—	—	—	—	48
Śnieżka	SKA	Buy	95.0	80.0	19%	1,009	12.3	11.4	11.1	7.2	6.8	6.5	—	—	—	—
Synektik	SNT	Buy	325.0	269.8	20%	2,301	15.7	13.7	12.5	9.7	8.4	7.6	5%	6%	7%	—
Tauron	TPE	Buy	13.3	8.9	49%	15,577	8.0	6.1	6.2	5.8	5.3	5.4	3%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	96.7	98.5	-2%	638	10.7	11.0	14.2	6.9	6.9	8.4	13%	10%	9%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	61.7	38%	1,417	15.0	9.8	6.9	6.3	5.4	2.5	3%	3%	5%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	8.7	38%	654	7.4	7.3	6.4	4.9	4.6	3.7	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Under Review		291.0	-	401,580	—	—	—	—	—	—	—	—	—	86
Unimot	UNT	Buy	164.0	145.0	13%	1,138	8.7	8.7	6.3	5.5	5.6	4.4	4%	3%	3%	—
Voxel	VOX	Hold	162.0	113.0	43%	1,187	11.6	10.2	9.5	6.0	5.3	4.9	3%	5%	5%	—
VRG	VRG	Under Review		4.5	-	1,055	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wielton	WLT	Under Review		5.5	-	405	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Buy	76.0	50.9	49%	1,516	9.9	8.8	8.1	4.5	4.3	4.1	4%	5%	6%	72
Wittchen	WTN	Hold	17.0	16.9	1%	312	9.1	9.5	9.5	4.8	4.6	4.5	4%	7%	7%	—
Wizz Air	WIZZ	Under Review		9.0	-	929	—	—	—	—	—	—	—	—	—	67
XTB	XTB	Buy	99.0	90.7	9%	10,661	9.8	8.3	7.4	6.1	4.9	4.0	5%	8%	9%	32
XTPL	XTP	Buy	115.0	72.4	59%	192	—	19.0	9.0	46.6	8.8	4.6	0%	0%	—	—
Zabka Group	ZAB	Buy	29.5	21.5	37%	21,554	17.6	13.1	10.4	6.8	5.8	5.0	—	—	—	—

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

TRIGON DOM MAKLEPSKI 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.