

## Daily

CEE | Equity Research

## HIGHLIGHTS

**FINANCIAL RESULTS**

**SAAB:** Wyniki za 1Q26: Wzrost marży w Surveillance i Dynamics powyżej konsensusu [lekko pozytywne]

**ORANGE POLSKA:** Wyniki za 1Q26: adj. EBITDAaL wyższa o 6%, dobry cash flow, stabilne trendy KPI [neutralne]

**GRUPA KĘTY:** Wyniki 1Q26: powyżej wstępnych, marża EBITDA blisko +2p.p. r./r., mocny FCF [lekko pozytywne]

**UNIMOT:** Wyniki za 4Q25 [lekko pozytywne]

**MO-BRUK:** Wyniki za 4Q25 [lekko pozytywne]

**OIL, GAS & CHEMICALS**

**ORLEN:** Założenia windfall tax do końca kwietnia - Domański

**UTILITES & MINING**

**CEZ:** Rekomendacja wypłaty 42 CZK/sh. dywidendy za 2025

**CONSUMER**

**PEPCO GROUP:** Podniesienie tegorocznego guidance [pozytywne]

**TMT**

**ORANGE POLSKA:** Spółka podtrzymuje prognozy na 2026 rok z niskim jednocyfrowym wzrostem przychodów

**CYFROWY POLSAT:** Netia jako jedyna złożyła ofertę na usługi transmisji danych dla Poczty Polskiej o wartości 62,3mln PLN

**GAMING**

**PCF GROUP:** Podsumowanie konferencji wynikowej

**GAMES OPERATORS:** Zawarcie umowy z Gomo Interactive S.L. na wykonanie i wydanie gry „Economicon”

**GAMING MARKET:** Rynek gier w USA wzrósł w marcu '26 o 12% r/r - Circana

**INDUSTRIALS**

**RHEINMETALL:** Otrzymanie zamówienia od Bundeswehry na systemy amunicji krążącej FV-014

**CREOTECH INSTRUMENTS:** Spółka chce ogłosić 3-letnią strategię, rozważa akwizycje lub JV – wywiad z prezesem zarządu

**SANDVIK:** Wyniki 1Q26: order intake 36,8mld SEK (+org. +23% r/r), rev 30,7mld SEK (org. +15% r/r)

**KAISER ALUMINIUM:** Wyniki 1Q26: rekordowe wyniki na wszystkich liniach

**CONSTRUCTION & REAL ESTATE**

**POLIMEX MOSTOSTAL:** Spór pomiędzy Azotami Puławy a Polimexem Mostostal trafi do mediacji – PAP

**BIOTECH**

**MEDICALGORITHMICS:** Oferta złożona przez partnera spółki najkorzystniejsza w przetargu jednego z największych szpitali w Szwecji

## TRIGON DM COVERAGE

**RECOMMENDATIONS**

## CORPORATE CALENDAR

**FINANCIAL RESULTS**

## FINANCIAL RESULTS

### SAAB (SAABB SS; HOLD; SEK 680)

Wyniki za 1Q26: Wzrost marży w Surveillance i Dynamics powyżej konsensusu [lekkko pozytywne]

SEKm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	1Q26E	Cons.
<b>Revenues</b>	<b>15,792</b>	<b>19,786</b>	<b>15,871</b>	<b>27,697</b>	<b>19,164</b>	<b>21%</b>	<b>-31%</b>	<b>20,055</b>	<b>19,177</b>
Aeronautics	4,525	4,424	4,438	5,746	5,199	15%	-10%	5,662	5,408
Dynamics	3,143	5,714	3,411	8,397	3,634	16%	-57%	4,040	4,051
Surveillance	5,274	6,544	5,517	9,961	6,949	32%	-30%	7,021	6,527
Kockums	2,253	2,388	1,861	3,129	2,551	13%	-18%	2,908	2,607
Combitech	1,182	1,340	1,025	1,430	1,367	16%	-4%	1,187	1,298
<b>EBITDA</b>	<b>2,140</b>	<b>2,831</b>	<b>2,173</b>	<b>4,203</b>	<b>2,731</b>	<b>28%</b>	<b>-35%</b>	<b>2,807</b>	<b>2,558</b>
<b>adj. EBIT</b>	<b>1,468</b>	<b>1,991</b>	<b>1,388</b>	<b>2,939</b>	<b>1,920</b>	<b>31%</b>	<b>-35%</b>	<b>1,954</b>	<b>1,683</b>
<b>EBIT</b>	<b>1,454</b>	<b>1,977</b>	<b>1,374</b>	<b>3,261</b>	<b>1,920</b>	<b>32%</b>	<b>-41%</b>	<b>1,932</b>	<b>1,683</b>
Aeronautics	367	249	212	349	328	-11%	-6%	508	347
Dynamics	461	1,194	658	1,422	637	38%	-55%	597	628
Surveillance	438	588	545	1,485	664	52%	-55%	625	638
Kockums	202	168	141	253	195	-3%	-23%	255	215
Combitech	118	113	85	162	155	31%	-4%	120	131
Corp/Eliminations	-132	-335	-267	-410	-59	-	-	-173	-267
<b>Net profit</b>	<b>1,268</b>	<b>1,529</b>	<b>957</b>	<b>2,560</b>	<b>1,437</b>	<b>13%</b>	<b>-44%</b>	<b>1,490</b>	<b>1,267</b>
<b>adj. Net profit</b>	<b>1,279</b>	<b>1,540</b>	<b>968</b>	<b>2,300</b>	<b>1,437</b>	<b>12%</b>	<b>-38%</b>	<b>1,507</b>	<b>1,267</b>
<b>EBITDA margin</b>	<b>13.6%</b>	<b>14.3%</b>	<b>13.7%</b>	<b>15.2%</b>	<b>14.3%</b>	<b>0.70pp</b>	<b>-0.9pp</b>	<b>14.0%</b>	<b>13.3%</b>
<b>adj. EBIT margin</b>	<b>9.3%</b>	<b>10.1%</b>	<b>8.7%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.0%</b>	<b>0.72pp</b>	<b>-0.6pp</b>	<b>9.6%</b>	<b>8.8%</b>
<b>EBIT margin</b>	<b>9.2%</b>	<b>10.0%</b>	<b>8.7%</b>	<b>11.8%</b>	<b>10.0%</b>	<b>0.81pp</b>	<b>-1.8pp</b>	<b>9.6%</b>	<b>8.8%</b>
Aeronautics	8.1%	5.6%	4.8%	6.1%	6.3%	-1.80pp	0.2pp	9.0%	6.4%
Dynamics	14.7%	20.9%	19.3%	16.9%	17.5%	2.86pp	0.6pp	14.8%	15.5%
Surveillance	8.3%	9.0%	9.9%	14.9%	9.6%	1.25pp	-5.4pp	8.9%	9.8%
Kockums	9.0%	7.0%	7.6%	8.1%	7.6%	-1.32pp	-0.4pp	8.8%	8.2%
Combitech	10.0%	8.4%	8.3%	11.3%	11.3%	1.36pp	0.0pp	10.1%	10.1%
<b>Net profit margin</b>	<b>8.0%</b>	<b>7.7%</b>	<b>6.0%</b>	<b>9.2%</b>	<b>7.5%</b>	<b>-0.5pp</b>	<b>-1.7pp</b>	<b>7.4%</b>	<b>6.6%</b>
Order intake (SEKbn)	19.14	28.40	20.86	100.11	18.24	-5%	-82%	19.34	
Book-to-bill	1.2x	1.4x	1.3x	3.6x	1.0x	-0.26x	-2.66x	1.0x	
Order backlog (SEKbn)	189.2	197.6	202.4	274.5	274.1	45%	0%	273.7	
Backlog/revenues (LTM)	2.9x	2.8x	2.8x	3.5x	3.3x	0.43x	-0.15x		
OCF	1,354	617	1,669	8,465	1,964	45%	-77%		
Capex	1,559	1,794	1,598	2,271	1,979	27%	-13%		
Net debt	-35	2,080	4,130	-649	333	-	-		
P/E12M trailing	65.7	59.0	59.1	48.6	47.3				
EV/EBITDA 12M trailing	35.2	32.2	31.5	27.0	25.7				

Source: Company, Trigon

### Guidance

- Spółka potwierdziła średnioterminowe cele na lata 2023-27: ~22% org. CAGR sprzedaży, wzrost EBIT szybszy niż sprzedaż oraz cash conversion >60% w ujęciu skumulowanym
- Zarząd podkreśla utrzymującą się bardzo sprzyjające otoczenie popytowe (wysokie wydatki obronne, szczególnie w Europie) oraz silny backlog, co wspiera realizację guidance
- Od 1 kwietnia 2026 Saab wydzieliła nowy obszar biznesowy Naval (Kockums + Naval Combat Systems), konsolidując kompetencje okrętowe

## MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	132,736	-0.3%	11%	33%
WIG20	3,616	-0.7%	11%	30%
mWIG40	9,134	0.1%	10%	21%
sWIG80	31,292	0.0%	7%	14%
PX (Prague)	2,642	-0.5%	4%	27%
BUX (Budapest)	136,308	0.5%	11%	50%
BET (Bucharest)	28,586	1.1%	3%	65%
BIST30 (Istanbul)	16,458	-0.1%	12%	59%
DAX	24,195	-0.3%	7%	10%
FTSE 100	10,476	-0.2%	6%	25%
STOXX Europe 600	614	-0.3%	6%	19%
S&P 500	7,138	1.0%	8%	33%
NASDAQ 100	26,937	1.7%	11%	44%
Nikkei 225	59,041	0.4%	15%	69%
Shanghai Comp	4,082	0.5%	7%	24%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	4.9%	5.9	-42.7	28.5
PL 10Y bond yield	5.5%	5.0	-29.7	32.7
CZ 10Y bond yield	4.7%	-0.9	-16.8	59.2
HU 10Y bond yield	5.9%	0.0	-137.0	-104.0
RO 10Y bond yield	7.0%	-10.8	-15.8	-32.2
WIBOR 3M	3.9%	-1.0	3.0	-162.0
EURIBOR 3M	2.2%	-2.6	5.7	-1.5

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.63	0.1%	-1.1%	-4%
EUR/PLN	4.25	0.0%	-0.3%	-0.9%
EUR/USD	1.17	0.0%	0.8%	3.4%
GBP/PLN	4.89	0.0%	0.6%	2.5%
CZK/PLN	0.17	0.0%	-0.1%	-1.7%
HUF/PLN	0.012	0.1%	-5.6%	-9.8%
RON/PLN	0.83	0.0%	0.2%	3.2%
CNY/PLN	0.53	0.0%	0.1%	-2.2%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,733	0.7%	3%	39%
Silver (USD/toz)	75.9	-2%	10%	126%
Copper (USD/t)	13,433	1.5%	13%	43%
Zinc (USD/t)	3,470	0.8%	13%	34%
Molybdenum (USD/lb)	27.3	0.4%	1%	38%
Iron ore (USD/t)	107	-0.3%	0%	7%
HCC (USD/t)	228	0.0%	-6%	10%
HRC EU (EUR/t)	715	0.0%	1%	8%
Brent crude oil (USD/bbl.)	103.2	1.3%	3%	56%
CO2 (EUR/t)	74.4	-1.7%	10%	13%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	42.5	0%	-28%	22%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	90	1.8%	-9%	9%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	436	0.0%	3%	6%
Shanghai Freight Index	1,887	-0.2%	10%	35%

## ORANGE POLSKA (OPL PW; HOLD; TP PLN 15.2)

Wyniki za 1Q26: adj. EBITDAaL wyższa o 6%, dobry cash flow, stabilne trendy KPI [neutralne]

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	1Q26E	Cons.
<b>Revenues</b>	<b>3,153</b>	<b>3,158</b>	<b>3,329</b>	<b>3,493</b>	<b>3,183</b>	1%	-9%	<b>3,194</b>	<b>3,195</b>
Mobile services only	766	780	806	784	784	2%	0%	791	
Fixed services only	436	435	431	431	429	-2%	0%	432	
Convergent B2C	680	697	714	725	738	9%	2%	737	
Equipment	407	374	426	544	383	-6%	-30%	403	
IT and integration serv.	389	401	494	527	417	7%	-21%	407	
Wholesale	395	405	436	459	410	4%	-11%	402	
Other	80	66	22	23	22	-73%	-4%	23	
Costs	-2,157	-2,040	-2,241	-2,571	-2,026	-6%	-21%	-2,105	
Labour	-399	-388	-354	-386	-399	0%	3%	-404	
External purchases	-1,827	-1,819	-1,939	-2,113	-1,800	-1%	-15%	-1,799	
Other income/expenses	106	156	68	95	111	5%	17%	98	
Impairments of recivables	-41	-32	-26	-39	0	-100%	-100%	-30	
Gain on asset disposal	4	86	12	23	50	1150%	117%	30	
Empl. termination, other	0	-43	-2	-151	12	-	-	0	
EBITDA	996	1,118	1,088	922	1,157	16%	25%	1,089	
<b>EBITDAaL</b>	<b>822</b>	<b>891</b>	<b>899</b>	<b>861</b>	<b>913</b>	11%	6%	<b>878</b>	<b>880</b>
EBIT	312	420	371	171	443	42%	159%	395	402
Net profit	191	274	228	69	295	54%	328%	243	253
adj. Net profit	191	251	230	191	285	49%	49%	243	
P/E 12M trailing	21.6	20.6	21.2	24.9	21.9				
EV/EBITDA 12M trailing	6.3	6.2	6.2	6.3	6.0				
EV/EBITDAaL 12M trail.	6.9	6.8	6.8	6.6	6.4				
Net debt incl. IFRS16	7,021	6,918	7,174	6,851	6,784				
Net debt	3,999	3,889	4,155	3,810	3,749				
EBITDAaL y/y	3%	4%	4%	7%	11%				
EBITDA margin	26%	28%	27%	25%	29%				
Net margin	6%	9%	7%	2%	9%				

Source: Company, Trigon

- Podtrzymana prognoza zarządu na rok 2026, w tym EBITDAaL +3-5%, cash flow przynajmniej 1,1mln PLN.

## VOLUME

### AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	1827	2585.5	2571.5	2256.4	71%
WIG20	1380.2	2138.0	2128.0	1905.1	65%
WIG40	360.3	360.6	362.3	318.8	99%
sWIG80	69.5	72.7	72.0	68.7	97%

### TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
KGH	207	ACP	46.7	ICE	19.3
CDR	205.2	ASB	43.2	11B	6.7
PKO	189.5	XTB	42.1	SCW	5.1
PKN	159.8	MDV	37.8	VGO	4.5
ALE	150.4	TPE	33.4	LWB	4.1
ZAB	118.5	BFT	14.2	SLV	4.1
PZU	110.3	ENA	10.5	OPN	3.6
PEO	100.2	MIL	8.8	DAT	2.9
DNP	86.5	ING	8.6	BLO	2.3
LPP	81.6	RBW	7.8	MDG	2.2

### VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
CDR	210%	11B	351%	ABS	794%
ZAB	110%	ASB	290%	BLO	715%
PCO	98%	SLV	179%	SVE	430%
ALE	90%	ATC	175%	11B	351%
PZU	90%	DVL	148%	ICE	347%
MDV	89%	EAT	129%	ZEP	334%
KGH	87%	RVU	124%	FTE	322%
PGE	81%	ATT	123%	VGO	266%
PKO	78%	GPP	119%	BCX	243%
LPP	76%	ACP	110%	OPN	240%

## STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
CDR	293	3.9%	PZU	67	-3%
PGE	11	2.7%	LPP	23,620	-2.7%
PCO	29	2.2%	DNP	34	-1.8%
KGH	324	1.1%	PKO	98	-1.7%
TPE	10	1.0%	PEO	244	-1.7%

Best			Worst		
mWIG40					
ASB	65.0	9.2%	ATC	8.0	-4%
XTB	110.1	3.6%	RVU	24.5	-3.4%
ABE	122.8	2.5%	COG	5.3	-2.4%
11B	176.0	2.3%	GRX	2.3	-2.1%
LWB	24.6	2.3%	NEU	691.0	-1.3%

Best			Worst		
sWIG80					
ICE	74.1	13.1%	VGO	586.0	-12%
BLO	26.8	4.3%	SHO	40.4	-3.8%
BCX	85.6	4.3%	ATC	8.0	-3.6%
ARH	52.2	4.0%	RVU	24.5	-3.4%
ZEP	19.8	3.2%	OPN	87.0	-3.3%

## GRUPA KĘTY (KTY PW; HOLD; TP PLN 1,050)

Wyniki 1Q26: powyżej wstępnych, marża EBITDA blisko +2p.p. r./r., mocny FCF [lekko pozytywne]

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	1Q26P	1Q26E	Cons.
<b>Revenues</b>	<b>1,354</b>	<b>1,442</b>	<b>1,447</b>	<b>1,251</b>	<b>1,374</b>	<b>1%</b>	<b>10%</b>	<b>1,430</b>	<b>1,403</b>	<b>1,420</b>
Extruded products	535	537	501	408	560	5%	37%	610	579	
<i>volume ('000 t)</i>	<i>25.5</i>	<i>26.8</i>	<i>25.5</i>	<i>19.5</i>	<i>27.0</i>	6%	39%	27.0	26.0	
Aluminium systems	673	789	810	834	710	5%	-15%	720	707	
Flexible packaging	304	288	283	258	284	-7%	10%	289	281	
<i>volume ('000 t)</i>	<i>23.1</i>	<i>22.5</i>	<i>22.5</i>	<i>21.8</i>	<i>22.0</i>	-5%	1%	22.0	22.0	
<b>EBITDA</b>	<b>228</b>	<b>295</b>	<b>294</b>	<b>204</b>	<b>257</b>	<b>13%</b>	<b>26%</b>	<b>242</b>	<b>229</b>	<b>233</b>
Extruded products	46	56	48	34	51	11%	50%	n.a.	48	
<i>EBITDA (PLN)</i>	<i>1,804</i>	<i>2,090</i>	<i>1,882</i>	<i>1,748</i>	<i>1,889</i>	5%	8%	-	1,894	
Aluminium systems	124	181	196	131	143	15%	9%	n.a.	128	
Flexible packaging	69	68	62	48	70	1%	46%	n.a.	61	
<i>EBITDA (PLN)</i>	<i>2,987</i>	<i>3,022</i>	<i>2,750</i>	<i>2,202</i>	<i>3,182</i>	7%	45%	-	2,758	
EBIT	170	234	234	146	196	15%	34%	181	168	172
Net profit	121	168	176	103	145	20%	41%	132	122	125
OCF	199	229	250	259	233	17%	-10%			
FCF	150	169	185	194	160	7%	-18%			
Net Debt	1,350	1,189	1,177	1,372	1,235					
P/E 12M trailing	20.5	20.6	19.6	19.4	18.6					
EV/EBITDA 12M trailing	13.1	12.5	12.0	12.1	11.7					
EBITDA margin	16.8%	20.5%	20.3%	16.3%	18.7%	1.9pp	2.4pp	16.9%	16.3%	16.4%
Extruded products	8.6%	10.4%	9.6%	8.3%	9.1%	0.5pp	0.8pp	-	8.3%	-
Aluminium systems	18.4%	22.9%	24.2%	15.7%	20.1%	1.7pp	4.4pp	-	18.1%	-
Flexible packaging	22.7%	23.6%	21.9%	18.6%	24.6%	2.0pp	6.0pp	-	21.6%	-
EBIT margin	12.6%	16.2%	16.2%	11.7%	14.3%	1.7pp	2.6pp	12.7%	12.0%	12.1%
Net profit margin	8.9%	11.7%	12.2%	8.2%	10.6%	1.6pp	2.3pp	9.2%	8.7%	8.8%

Source: Company, Trigon

## UNIMOT (UNT PW; BUY; TP PLN 176.9)

Wyniki za 4Q25 [lekko pozytywne]

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25P	4Q25E
Revenues	3 950	3 480	3 718	3 719	3 887	-2%	5%	3 896	3 892
<b>EBITDA adj.</b>	<b>75</b>	<b>47</b>	<b>110</b>	<b>88</b>	<b>111</b>	<b>49%</b>	<b>26%</b>	<b>105</b>	<b>73</b>
Liquid fuel	32	24	36	18	26	-19%	43%	30	28
LPG	-7	4	1	-14	2	-	-	0	-2
Natural gas	21	2	8	0	13	-39%	2703%	-	6
Electricity	4	1	2	0	1	-73%	250%	-	-1
Petrol stations	6	4	4	7	4	-31%	-42%	-	6
PV/RES	0	0	0	1	-3	-	-	-	1
Bitumen	19	-7	44	50	31	66%	-37%	31	25
Infrastructure & Logistics	22	26	25	32	33	52%	3%	33	23
Solid fuel	0	1	-1	2	1	-	-60%	-	1
Others	-21	-8	-8	-8	3	-	-	-	-14
<b>EBITDA</b>	<b>162</b>	<b>42</b>	<b>74</b>	<b>75</b>	<b>83</b>	<b>-49%</b>	<b>10%</b>	<b>83</b>	<b>73</b>
EBIT	126	5	37	36	41	-68%	12%	-	34
Net profit	<b>105</b>	<b>-10</b>	<b>-18</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>-80%</b>	<b>24%</b>	<b>-</b>	<b>19</b>
OCF	-149	55	136	-68	261	-	-	-	58
Capex	-5	-7	-12	-10	-1	-75%	-86%	-	-20
Net debt	759	749	760	976	880	16%	-10%	-	938
ND/EBITDA adj.	2.5	2.4	2.3	3.0	2.5				2.9
Equity/Assets	35%	35%	30%	28%	29%				28%
EBITDA adj. margin	1.9%	1.4%	3.0%	2.4%	2.9%			2.7%	1.9%
EBIT margin	3.2%	0.1%	1.0%	1.0%	1.0%			-	0.9%
Net profit margin	2.7%	-	-	0.5%	0.6%			-	0.5%
P/E 12M trailing	9.1	11.2	22.7	13.5	127.0				-
EV/EBITDA adj. 12M trailing	6.6	6.6	6.0	7.0	6.0				-

Source: Company, Trigon DM

- Wyniki za 4Q25 są nieco lepsze od wcześniejszych szacunków Spółki. EBITDA adj. wyniosła 111m PLN vs. 105m podane w wynikach szacunkowych. EBITDA raportowana: 83m, a zysk netto 21m PLN.

- Saldo na pozostałej dział. operacyjnej: -5m PLN. OCF wyniósł 261m PLN, przy pozytywnym efekcie na NWC w kwocie 189m PLN (w tym na zapasach +166m). Capex marginalny, a dług netto spadł o 96m q/q do 880m PLN.

- Względem naszych wcześniejszych prognoz, na plus zaskoczyły wyniki na tradingu gazem, w bitumenach, infrastrukturze i logistyce i w linii pozostałe.

- Wolumeny w paliwach ciekłych wzrosły o 2% r/r (, w LPG +25% r/r, w gazie ziemnym +26%, na stacjach paliw +11% r/r. Spadek wystąpił w przeładunkach terminali -7%, w pracy przewozowej w logistyce -2% r/r i w energii elektrycznej -26% r/r.

- Premia ładowa na dieslu utrzymuje się na wysokim poziomie >850 PLN/m<sup>3</sup> vs. średnia w poprzednim roku ~700 PLN. Od połowy marca widać normalizację do poprzednich poziomów na benzynie.

## MO-BRUK (MBR PW; HOLD; TP PLN 356.4)

Wyniki za 4Q25 [lekko pozytywne]

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25E	Cons.
Revenues	83.7	59.6	67.5	83.1	109.7	31%	32%	101.0	93.7
Stabilization	28.5	24.1	22.9	24.1	25.0	-12%	4%	23.0	
RDF	12.5	7.7	13.3	24.5	15.9	28%	-35%	24.5	
Incineration	36.5	22.0	25.2	27.7	54.5	49%	97%	46.7	
Others	6.2	5.8	6.1	6.8	14.3	130%	111%	6.8	
<b>Gross profit on sales</b>	<b>37.8</b>	<b>20.9</b>	<b>23.7</b>	<b>33.0</b>	<b>51.5</b>	36%	56%	<b>45.0</b>	
Selling costs	-8.2	-0.8	-1.1	-1.1	-1.0	-	-	-1.5	
General & administrative cos	-5.7	-3.8	-4.0	-3.5	-7.7	-	-	-4.0	
Other operating items, net	-0.4	0.8	1.5	-51.7	-1.5	-	-	0.0	
<b>EBITDA</b>	<b>32.0</b>	<b>24.3</b>	<b>27.7</b>	<b>-15.0</b>	<b>50.5</b>	58%	-	<b>47.8</b>	<b>44.3</b>
<b>EBITDA adj.</b>	<b>32.0</b>	<b>24.3</b>	<b>27.7</b>	<b>37.3</b>	<b>50.5</b>	58%	36%	<b>47.8</b>	
EBIT	23.5	17.1	20.0	-23.3	41.3	76%	-	39.5	35.8
<b>EBIT adj.</b>	23.5	17.1	20.0	29.0	41.3	76%	42%		
Financials	-3.6	-1.8	-2.7	-9.4	-5.7	-	-	-2.0	
EBT	19.9	15.2	17.3	-32.8	35.5	78%	-	37.5	
Income tax	-4.6	-2.7	-3.3	-5.9	-8.2	-	-	-7.1	
<b>Net profit</b>	<b>15.4</b>	<b>12.6</b>	<b>13.8</b>	<b>-38.7</b>	<b>27.5</b>	78%	-	<b>30.4</b>	
<b>Net profit adj.</b>	<b>15.4</b>	<b>12.6</b>	<b>13.8</b>	<b>26.5</b>	<b>27.5</b>	78%	4%	<b>30.4</b>	<b>30.1</b>
OCF	34.3	15.1	21.2	-10.5	43.4	26%	-	7.2	
Capex	-14.5	-16.5	-11.4	-6.1	-10.6	-	-	-52.0	
Net debt (incl. earn-out)	83.4	86.5	80.0	113.2	185.6	-	-	157.9	
Gross profit on sales margin	45%	35%	35%	40%	47%				
<b>EBITDA adj. margin</b>	<b>38%</b>	<b>41%</b>	<b>41%</b>	<b>45%</b>	<b>46%</b>			<b>47%</b>	
EBIT adj. margin	28%	29%	30%	35%	38%				
Net profit adj. margin	18%	21%	20%	32%	25%				
P/E12M adj. trailing	14.7	14.9	15.6	15.2	12.9				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	9.6	9.5	9.3	9.5	8.8				

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

- EBITDA w 4Q25 wyniosła 50.5m PLN, 6% powyżej naszej prognozy i o 14% więcej od oczekiwań konsensusu. Wynik netto wyniósł 27.5m (zakładaliśmy 30.4m).

- Silny OCF: 43.4m PLN, capex -11m. Dług netto (z earn-outem) wzrósł o 73m q/q do 187m PLN (zakładaliśmy 158m). Kwota earn-outu w pozostałych zobowiązaniach finansowych wzrosła o 38m r/r do 67m PLN.

- Na przychodach lepiej wypadł segment spalania i pozostałe, słabiej RDF.

## OIL, GAS & CHEMICALS

### ORLEN (PKN PW; HOLD; TP PLN 131.8)

Założenia windfall tax do końca kwietnia - Domański

„Z definicji 'winfall tax' powinien być nakładany na te podmioty, które czerpią nadmiarowe zyski w konkretnej sytuacji gospodarczej”.

## UTILITES & MINING

### CEZ (CEZ CP; SELL; TP CZK 943.3)

Rekomendacja wypłaty 42 CZK/sh. dywidendy za 2025

WZA: 1 czerwca

## CONSUMER

### PEPCO GROUP (PCO PW; HOLD; TP PLN 30.5)

#### Podniesienie tegorocznego guidance [pozytywne]

##### #Trading update

- Spółka obserwuje kontynuację solidnych wyników sprzedaży, dzięki m.in. pozytywnemu przyjęciu przez klientów kolekcji wiosna/lato (w Pepco LFL 1,2%, wyłączając FMCG 4,6%);
- Spółka podtrzymuje dalszą poprawę marży brutto r/r, powyżej dotychczasowych celów;

##### #Podniesienie guidance 2026

- adj. EBITDA powinna wzrosnąć w tempie niskim 2-cyfrowym r/r (dotychczas: co najmniej 9% wzrost r/r);
- adj. zysk netto wzrośnie o ponad 50% (dotychczas ponad 25% r/r);
- W EBT rozpoznane 40mln EUR pozytywnego wpływu zmiany polityki amortyzacji w odniesieniu do umów najmu (uwzględnione w adj. zysku netto);
- Publikacja raportu półrocznego nastąpi 21 maja;

## TMT

### ORANGE POLSKA (OPL PW; HOLD; TP PLN 15.2)

#### Spółka podtrzymuje prognozy na 2026 rok z niskim jednocyfrowym wzrostem przychodów

- W tym roku spółka zakłada 3,5% wzrost EBITDAaL w ujęciu r/r;
- Tegoroczny eCAPEX ma wynieść ok. 1,8mld PLN, a ograniczone przepływy pieniężne – co najmniej 1,1mld PLN.

### CYFROWY POLSAT (CPS PW; BUY; TP PLN 13.5)

#### Netia jako jedyna złożyła ofertę na usługi transmisji danych dla Poczty Polskiej o wartości 62,3mln PLN

- Budżet zamówienia wynosił 57,9 mln PLN.

## GAMING

### PCF GROUP (PCF PW; Under Review)

#### Podsumowanie konferencji wynikowej

- Segment work-for-hire pozostaje kluczowy: na koniec I kw. 2026 PCF ma 253 FTE (wzrost q/q), co oznacza, że niemal cały zespół deweloperski pracuje obecnie na zlecenia wydawców;
- Ta wartość zawiera także zaangażowanie w projekt Florence, niedawno ujawniony;
- Project Maverick (Gears of War: E-Day współtworzone z The Coalition dla Microsoft) - prace postępują zgodnie z planem, a aneks z grudnia zwiększył zakres współpracy z Microsoftem;
- Dobre przyjęcie rozszerzenia Xeno Point do PUBG, nad którym pracował PCF (Project Echo), widoczny wzrost ruchu w grze; dobrze do wróży na dalszą współpracę z Krafton przy PUBG (Project Zulu i Project Bravo);
- Project Delta (Sony) – przedłużony aneksem z kwietnia, prace nad prototypem i ramp-up idą zgodnie z planem;
- Project Florence (2K) – świeżo podpisana umowa z 2K Games; PCF jako współdeweloper przy IP należącym do 2K; podkreślono, że rozstanie przy Project Dagger nie podważyło wiarygodności PCF;
- Lost Rift – jest pewna poprawa od słabej premiery, ale wciąż poniżej oczekiwań spółki; zespół został mocno zredukowany – obecnie mniej niż 20 osób i ma być dalej optymalizowany; priorytetem jest przenoszenie developer'ów na projekty work-for-hire (m.in. już przeniesiono część ekipy na projekt 2K);
- Główny kierunek to dalsze wzmacnianie portfela work-for-hire i rozwój nowych kontraktów, przy zachowaniu opcji powrotu do self-publishing „w odpowiednim momencie i z właściwymi partnerami”;
- Zarząd ocenia rynek gamedev jako nadal trudny, ale z oznakami „nowej normalności” i lekkiego optymizmu.

### GAMES OPERATORS

#### Zawarcie umowy z Gomo Interactive S.L. na wykonanie i wydanie gry „Economicon”

### GAMING MARKET

#### Rynek gier w USA wzrósł w marcu '26 o 12% r/r - Circana

- Głównym motorem wzrostu była konsola Nintendo Switch 2, podczas gdy wydatki na PlayStation 5 wzrosły jedynie o 3% względem marca 2025 r.; Nintendo Switch 2 była najlepiej sprzedającą się konsolą w marcu 2026 r. zarówno pod względem liczby sztuk, jak i wartości sprzedaży;
- W ciągu pierwszych 10 miesięcy na rynku liczba sprzedanych sztuk Nintendo Switch 2 jest o 12% wyższa niż w przypadku pierwszego Nintendo Switcha (10. miesiącem Switcha 1 był grudzień 2017) – porównanie o tyle za zasadne, że w obu przypadkach mamy uwzględniony sezon świąteczny;
- Wydatki na treści growe wzrosły o 8% rok do roku;
- [LINK](#) do raportu.

## INDUSTRIALS

### RHEINMETALL (RHM GR; BUY; TP EUR 2150)

#### Otrzymanie zamówienia od Bundeswehry na systemy amunicji krążącej FV-014

- Wartość umowy ramowej sięga „miliardów EUR”, a wartość pierwszego zamówienia wynosi ~300mln EUR brutto
- Umowa ramowa obejmuje opcjonalnie kilkadziesiąt autonomicznych dronów rozpoznawczo-bojowych typu FV-014
- Rozpoczęcie dostaw planowane jest na 1H27, po zakończeniu testów kwalifikacyjnych, które rozpoczną się w 2Q26
- Zamówienie zostanie zaksięgowane w kwietniu 2026
- System amunicji krążącej FV-014 ma zasięg do 100 km i jest wyposażony w głowicę bojową o masie 4 kg oraz mechanizm detonujący, dron może pozostawać w powietrzu do 70 minut, monitorując cele aż do momentu ich zaatakowania, system łączy w sobie funkcje wywiadowcze i siłę ognia i jest w całości produkowany na terenie UE
- Rheinmetall informuje, że wkrótce rozpocznie produkcję tego systemu na dużą skalę w warunkach przemysłowych

### CREOTECH INSTRUMENTS (CRI PW; BUY; TP PLN 800)

#### Spółka chce ogłosić 3-letnią strategię, rozważa akwizycje lub JV – wywiad z prezesem zarządu

- Creotech Instruments planuje ogłoszenie 3-letniej strategii rozwoju, z dalszą perspektywą, w której spółka chce osiągnąć pozycję europejskiego integratora systemów kosmicznych, poinformował prezes Grzegorz Brona w ISBtech
- Strategii Spółki ma patronować ESA, która ma widzieć Creotech w roli europejskiego integratora, Spółka rozważa obecnie akwizycje lub utworzenie JV ze spółkami polskimi bądź z Europy Zachodniej
- Prezes ma nadzieję, że kolejne programy (po Camila), które liczy, że Spółka wygra w najbliższym czasie, rozszerzą współpracę z ESA właśnie w obszarze budowy potencjału europejskiego prime'a
- Celem akwizycji lub JV ma być pozyskanie kompetencji w obszarach, których jeszcze nie ma w Creotech, mają to być obszary związane zarówno z produktami potrzebnymi dla platform satelitarnych, jak i z systemami naziemnymi kontroli nad satelitami
- Prezes Brona poinformował, że w tej dłuższej perspektywie Creotech Instruments chce osiągnąć poziom europejskiego integratora, który będzie mógł konkurować, jak równy z równym, z dużymi europejskimi prime contractorami, takimi jak Airbus Defense and Space, Thales Alenia Space czy OHB Systems, stając się czwartą Spółką tego typu
- Ponadto w ramach ekspansji zagranicznej Spółka przewiduje otwarcie dwóch biur regionalnych w Niemczech i Francji
- Pierwszym celem ekspansji ma być pozyskanie specjalistów z Francji i Niemiec pod kątem budowania kompetencji, których jeszcze nie ma w Polsce, drugim jest udział w rynku i realizacja zleceń w tych krajach jako podmiot geograficznie zlokalizowany we Francji i Niemczech
- Strategia ma zostać przygotowana na najbliższe trzy lata, ale będzie również uwzględniać dłuższą perspektywę, jej ogłoszenie prawdopodobnie nastąpi w maju

#### #Satelita GEO dla MON

- Odnosząc się do projektu budowy satelity GEO dla polskiego wojska z udziałem Airbus i Thales Alenia Space, Prezes stwierdził, że takie inicjatywy Creotech postrzega przede wszystkim jako szansę, przyspieszającą rozwój całego ekosystemu kosmicznego w Polsce (zarówno po stronie przemysłowej, jak i instytucjonalnej), tj. transfer wiedzy, budowę kompetencji w łańcuchu dostaw oraz tworzenie fundamentów pod bardziej zaawansowane projekty w przyszłości
- Z punktu widzenia Creotech naturalnym kierunkiem ma być dziś rola partnera technologicznego w wybranych obszarach, przy jednoczesnym konsekwentnym rozwijaniu własnych, niezależnych zdolności tam, gdzie może być budowana przewaga konkurencyjna szybciej i efektywniej, tym obszarem ma być przede wszystkim segment niskiej orbity okołoziemskiej (LEO)

#### #Finansowanie

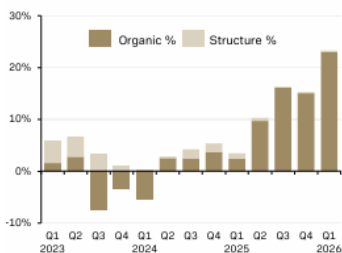
- Spółka analizuje również inne źródła finansowania, Prezes przypomniał, że w zeszłym roku emisja wynosząca >70mln PLN była przeznaczona na program Mikroglob
- Prezes wymienił również pojawiające się na rynku konkretne mechanizmy wspierające ekspansję, przygotowywane m.in. przez PAIH, PFR, czy wdrażane przez inne agendy rządowe, Spółka uważnie się im przygląda, w szczególności w kontekście potencjalnego tworzenia JV ze spółkami zagranicznymi

### SANDVIK

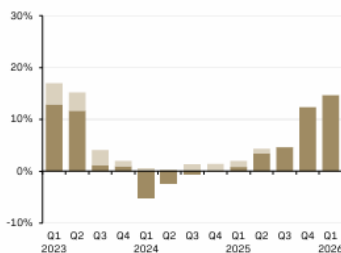
#### Wyniki 1Q26: order intake 36,8mld SEK (+org. +23% r/r), rev 30,7mld SEK (org. +15% r/r)

- Sandvik jest jednym z czołowych producentów maszyn dla sektora górniczego i przemysłowego
- Spółka zwraca uwagę na bardzo mocny popyt we wszystkich kategoriach biznesowych
- Org. order intake po segmentach: Mining +22%, Rock Processing +12%, Machining +28%, Intelligent Manufacturing +11%
- LINK do prezentacji

Order intake



Revenue



Growth Q1 2026

	Order intake	Revenue
Organic	23%	15%
Structure	0%	0%
<b>Growth at fixed exchange rates</b>	<b>23%</b>	<b>15%</b>
Currency	-11%	-10%
<b>Total</b>	<b>12%</b>	<b>5%</b>

## KAISER ALUMINIUM

### Wyniki 1Q26: rekordowe wyniki na wszystkich liniach

- Kaiser Aluminum zajmuje się produkcją przetworzonych wyrobów z aluminium, takich jak blachy, płyty, rury oraz kształtowniki wyciskane i ciągnięte
- Dostawy 294mn lbs (+18mn lb r/r), rev 404mln USD (41mln r/r), marża EBITDA 31,8% r/r (20,2% w 1Q25 i 24,1% w 4Q25)
- Podniesienie guidance wzrostu zysku EBITDA w 2026 do +20-30% oraz wzrostu wolumenów w segmencie Aeuro/HS do 15-20% (+5pp), Packing 10-15% (+5pp), Automotive -5%-0% (+5pp) i General Engineering 5-10% (+3,5pp)

## CONSTRUCTION & REAL ESTATE

### POLIMEX MOSTOSTAL (PXM PW; BUY; TP PLN 11.5)

#### Spór pomiędzy Azotami Puławy a Polimexem Mostostal trafi do mediacji – PAP

- Azoty Puławy żądają od konsorcjum Polimex Mostostal ~249,2 mln zł kar umownych za ponad 1,5-roczone opóźnienie w budowie bloku węglowego.
- Sąd Okręgowy w Lublinie skierował sprawę do mediacji przy Sądzie Polubownym Prokuratoria Generalnej; jeśli mediacje zawiodą – ruszy normalny proces.
- Stanowisko Polimexu: W grudniu 2024 r. konsorcjum odstąpiło od kontraktu „z winy zamawiającego” i samo domaga się ponad 189mln PLN wynagrodzenia.
- Odstąpienie uznają za bezpodstawne; w styczniu 2025 r. same wypowiedziały kontrakt i zażądały dodatkowo 239 mln PLN kary.
- Budowa ruszyła w 2019 r., wartość kontraktu – 1,16 mld PLN netto; blok ma dostarczyć 100 MW energii i 300 MW ciepła; pierwotny termin oddania – 3Q22.
- Strony nie zgadzają się również co do ważności gwarancji bankowej (2,3 mln PLN wystawionej przez Azoty jako zabezpieczenie wynagrodzenia)

## BIOTECH

### MEDICALGORITHMS

#### Oferta złożona przez partnera spółki najkorzystniejsza w przetargu jednego z największych szpitali w Szwecji

- Spółka będzie odpowiedzialna za integrację systemów Zamawiającego z rozwiązaniami Medicalgorithmics, obejmującymi oprogramowanie chmurowe DeepRhythm Platform (DRP), a także za dostawę urządzeń Pocket ECG;
- Szacowana wartość świadczeń przypadających na spółkę w okresie pięciu lat wynosi 1,5mln EUR.

## OTHER INFORMATION

### ASTARTA HOLDING: Sprzedaż 84,7 tys. ton cukru w 1Q26, +10% r/r

- Średnia cena cukru spadła o 18% r/r;
- Wolumen sprzedaży kukurydzy wyniósł 164,8 tys. ton, +47,9% r/r.

### CENTRUM MEDYCZNE ENEL-MED: Rekomendacja zarządu w sprawie niewypłacania dywidendy za 2025 rok

### DEKPOL: Spółka sprzedała 116 lokali, rozpozna w wyniku 175 w 1Q26

- Na koniec marca '26 łączna liczba lokali oferowanych przez grupę do sprzedaży wynosiła 839 lokali.

### FASING: Rekomendacja zarządu w sprawie wypłaty 0,50 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

- Na wypłatę dywidendy ma zostać przeznaczona kwota 1,55mln PLN, a kwota 7,4mln PLN ma trafić na kapitał zapasowy;
- DY=3,3%.

### GRUPA VIRTUS: Zawarcie z Huta Małapanew sp. z o.o. term sheet dotyczącego projektu odzysku i sprzedaży surowców

- Przedmiotem inwestycji jest realizacja projektu polegającego na odzysku i sprzedaży surowców znajdujących się na składowisku (hałdzie) zlokalizowanym na nieruchomościach położonych w gminie Ozimek;
- Maksymalna masa odpadów możliwych do zgromadzenia wynosi 960 tys. ton, przy czym na dzień zawarcia term sheet zgromadzono 27,3 tys. ton.

### IMC: Spółka rozpoczęła kampanię siewną upraw jarych na powierzchni ponad 90 tys. ha

- W tym roku zaplanowano obsiać 25,5 tys. ha słonecznika oraz 65,2 tys. ha kukurydzy;
- W ubiegłym sezonie pod te uprawy wydzielono łącznie 89,9 tys. ha.

### INPRO: Spółka planuje wstępnie wprowadzić do sprzedaży ok. 1 075 lokali w '26

### PASSUS: Dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu giełdowego 100 tys. akcji serii BB z dniem 4 maja 2026 roku

### ROPZYCIE: Rekomendacja zarządu w sprawie wypłaty 1,10 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

- DY=5,1%.

### SONEL: Cele finansowe na 2026 rok podtrzymane

- CAPEX na poziomie ok. 11,5mln PLN (ok. 73% na kontynuację i rozwój projektów R&D oraz oprogramowania w segmencie mierników);
- Na wypłatę dywidendy ma zostać przeznaczona kwota ok. 10mln PLN, (0,70 PLN na akcję);

- Zwiększenie udziału sprzedaży produktów własnych, rozwój rynków zagranicznych oraz utrzymanie równowagi między inwestycjami a kontynuacją polityki dywidendowej.

**STALPROFIL: Pozytywna opinia RN w sprawie wniosku zarządu o wypłacie 0,30 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok**

- Dzień dywidendy ustala się na 19 sierpnia, a termin wypłaty na 9 września 2026 roku;  
- DY=3,5%.

**ZREMB-CHOJNICE: Uchwała zarządu w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego o kwotę nie wyższą niż 1,5mln PLN**

- Kapitał zakładowy ma ulec podwyższeniu w drodze emisji do 3 mln akcji serii L z wyłączeniem prawa poboru;  
- Cena emisyjna akcji serii L wyniesie 6 PLN;  
- Umowy objęcia akcji zostaną zawarte do dnia 18 sierpnia 2026 roku.

## CHANGES IN GOVERNING BODIES

### KOGENERACJA

Rezygnacja p. Grzegorza Wilińskiego z pełnienia funkcji członka RN.

### MEDINICE

Zgłoszenie przez TFI PZU kandydatury p. Anety Gawrońskiej na stanowisko członka RN.

### XTPL

Rezygnacja p. Agaty Gładysz-Stańczyk z pełnienia funkcji członka RN.

## CHANGES IN SHAREHOLDERS

### BENEFIT SYSTEMS

Zwiększenie zaangażowania przez Nationale-Nederlanden OFE z 9,93298% do 11,3894% kapitału zakładowego i głosów.

## BLOCK TRADES

### ASSECO POLAND

Wolumen: 10 tys. @ 193,40  
% kapitału: 0,01

### GAMING FACTORY

Wolumen: 131,5 tys. @ 5,15  
% kapitału: 2,16

## GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

**ERBUD: Zwołanie ZWZA na dzień 19 maja 2026 roku w sprawie niewypłacania dywidendy za 2025 rok**

**MENNICA POLSKA: Uchwała ZWZA w sprawie wypłaty 1,50 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok**

- Dzień dywidendy ustala się na 1 czerwca, a termin wypłaty na 8 czerwca 2026 roku;  
- DY=3,2%.

**RAFAMET: Zwołanie NWZA na dzień 11 maja 2026 roku w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego i zmiany statutu spółki**

## FINANCIAL RESULTS

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, CRI	PKN, 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, CPS, ENT, MCOVB, MTGB, XTP	MDV, MBK, PEO, SPL, EUR, ING, 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, SEL
JUNE	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-05	CRI, SCP		ITX		
08-12	ABE			MDV, SNT, WIZZ	
15-19					
22-26				HMB	
29-30	ASMDEE				

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	161.0	125.5	28%	16,385	9.6	9.6	8.6	1.2	1.2	1.1	13%	12%	13%	17
BNP Paribas PL	BNPPPPL	Hold	181.0	146.2	24%	21,630	10.0	9.1	8.2	1.2	1.2	1.1	12%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	113.5	101.4	12%	41,626	11.1	10.2	10.0	1.4	1.3	1.2	13%	13%	12%	77
Handlowy	BHW	Buy	137.0	118.6	16%	15,496	11.8	12.1	11.7	1.6	1.6	1.6	14%	13%	14%	59
ING	ING	Sell	420.0	434.6	-3%	56,541	15.9	13.7	10.9	2.7	2.6	2.3	17%	19%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,190	1,179	1%	224,068	12.7	12.2	12.0	1.8	1.7	1.6	14%	14%	13%	84
mBank	MBK	Sell	1,100.0	1,201.5	-8%	51,095	14.4	12.4	11.0	2.2	1.9	1.8	15%	16%	16%	62
Millennium	MIL	Sell	17.3	18.6	-7%	22,528	21.0	11.6	10.5	2.2	1.9	1.7	11%	17%	17%	67
Moneta	MONET	Sell	173.0	198.2	-13%	101,280	14.7	14.5	14.3	3.0	2.9	2.8	20%	20%	20%	71
OTP	OTP	Hold	44,437	42,180	5%	11,810	10.0	9.6	9.0	1.8	1.7	1.6	18%	18%	18%	77
Pekao	PEO	Hold	279.0	243.7	14%	63,964	11.2	10.6	9.7	1.8	1.7	1.6	16%	16%	17%	72
PKO BP	PKO	Buy	118.0	98.4	20%	123,013	11.5	10.4	9.4	2.0	1.9	1.8	18%	18%	19%	61
Santander	SPL	Buy	760.0	646.2	18%	66,035	11.8	10.6	10.3	1.9	1.9	1.8	16%	18%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	600.0	488.0	23%	9,537	8.0	7.4	7.0	1.6	1.4	1.2	20%	19%	18%	79
PZU	PZU	Hold	71.5	66.7	7%	57,562	9.5	9.4	9.0	1.5	1.5	1.4	16%	16%	16%	63

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
11bit Studios	11B	Sell	132.0	176.0	-25%	425	33.8	15.7	73.3	7.6	4.5	7.1	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	155.0	122.8	26%	2,149	10.1	9.8	9.5	6.6	6.4	6.2	—	—	—	45
AC	ACG	Under Review		21.8	-	201	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Hold	17.6	17.5	0%	216	15.1	11.4	9.9	6.5	5.6	4.9	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	40.0	29.9	34%	31,575	16.4	13.8	11.9	9.3	8.1	7.2	5%	6%	6%	93
Ambra	AMB	Buy	23.0	19.3	19%	485	10.2	9.6	9.4	4.7	4.4	4.1	6%	6%	6%	—
Amica	AMC	Under Review		53.0	-	412	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	11.0	11.7	-6%	2,569	14.6	12.9	12.2	5.0	5.0	4.8	1%	2%	3%	80
Answer.com	ANR	Buy	25.0	17.5	43%	332	10.8	9.2	7.4	6.1	5.6	4.8	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65.0	52.2	25%	3,053	7.6	6.3	5.4	7.2	5.8	4.8	5%	10%	13%	—
Arctic Paper	ATC	Under Review		8.0	-	552	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	27.6	21.1	31%	250	10.2	8.6	6.7	6.9	3.4	2.9	0%	0%	12%	—
Asbis	ASB	Hold	62.0	65.0	-5%	3,608	10.0	8.9	8.7	6.3	5.9	5.6	3%	5%	5%	—
Asmodee	ASMDEE	Buy	151.0	123.1	23%	28,767	68.3	60.0	50.5	30.5	27.9	24.6	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	90.0	77.8	16%	2,600	17.0	16.0	14.6	12.0	11.2	10.4	5%	6%	6%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208.0	193.4	8%	16,052	21.2	20.3	19.0	—	—	—	7%	7%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	75.0	60.4	24%	3,134	14.8	13.3	12.3	8.2	7.2	6.6	3%	4%	4%	—
Atal	1AT	Buy	75.0	60.4	24%	2,613	6.5	6.4	6.3	8.4	7.5	7.1	7%	12%	12%	—
Auto Partner	APR	Buy	26.5	22.7	17%	2,965	12.4	10.8	9.7	8.8	7.8	7.1	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review		17.0	—	1,686	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	4,859	3,926	24%	12,960	14.2	12.4	10.9	10.0	8.8	7.7	0%	0%	0%	59
Bioceltix	BCX	Buy	128.4	85.6	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Blobber Team	BLO	Buy	40.0	26.8	49%	517	34.7	18.2	4.8	6.0	6.5	2.1	0%	0%	4%	—
Budimex	BDX	Buy	900.0	725.0	24%	18,509	24.4	20.6	17.6	14.9	12.5	10.5	4%	5%	6%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	100.7	81.0	24%	422	6.4	—	1.3	4.0	—	1.0	0%	0%	—	—
CD Projekt	CDR	Buy	324.0	293.1	11%	29,284	90.0	16.9	17.1	69.3	11.7	12.6	0%	0%	4%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	21	86%	1,126	201.6	56.5	37.4	17.4	12.5	9.7	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	943.3	1,190.0	-21%	640,208	23.3	23.3	23.0	8.0	7.8	7.7	4%	3%	3%	76
CI Games	CIG	Sell	2.27	3.25	-30%	620	—	5.9	5.1	—	3.6	2.1	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	855.0	606.0	41%	424	12.2	6.9	25.8	6.5	3.5	7.8	2%	8%	0%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	800.0	644.0	24%	1,838	28.9	12.9	14.6	17.4	7.9	8.2	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Buy	67.0	56.8	18%	1,165	13.9	12.0	10.3	7.4	6.6	5.9	6%	7%	8%	—
CSG	CSG	Hold	26.0	20.3	28%	20,310	22.0	14.1	11.7	11.4	9.2	7.6	—	—	—	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	
CTP	CTPNV	Buy	20.0	15.9	25%	7,732	6.6	5.2	4.2	9.1	7.9	7.0	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	220.0	190.0	16%	2,910	37.3	21.5	18.6	16.1	12.2	10.3	1%	1%	2%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	13.5	13.4	1%	8,570	14.3	12.0	10.4	6.2	5.9	5.5	0%	0%	4%	80
Dadelo	DAD	Hold	81.5	72.5	12%	846	31.4	26.5	19.9	17.4	14.7	11.5	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11.5	10.3	11%	4,791	10.6	9.8	9.5	9.4	8.3	7.9	7%	7%	8%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	195.0	154.9	26%	5,229	16.4	13.9	11.9	8.8	7.7	6.7	3%	3%	4%	—
Digital Network	DIG	Hold	208.0	210.8	-1%	894	14.5	13.0	11.7	8.1	7.3	6.6	2%	3%	3%	—
Dino Polska	DNP	Hold	39.5	34.0	16%	33,343	19.2	15.6	13.2	11.8	9.5	8.0	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Hold	295.0	251.0	18%	6,475	9.8	9.1	8.8	8.0	7.4	6.8	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.3	31%	2,200	14.8	6.1	4.2	8.8	5.3	3.9	15%	15%	15%	—
Erbud	ERB	Hold	30.0	28.2	6%	336	—	25.5	7.0	5.1	4.8	3.7	0%	3%	3%	—
Enea	ENA	Hold	25.9	22.6	15%	11,961	6.0	5.4	6.9	4.3	4.5	5.2	2%	2%	2%	33
Enter Air	ENT	Buy	76.0	58.9	29%	1,033	8.1	7.5	6.8	4.2	3.8	3.7	5%	6%	6%	—
Eurocash	EUR	Under Review		6.1	-	842	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabritry Holding	FAB	Buy	30.0	25.0	20%	70	11.4	9.5	9.1	6.4	5.4	5.1	9%	10%	10%	—
Ferro	FRO	Buy	35	29	22%	612	10.1	8.6	7.5	7.0	6.0	5.2	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,665	13,340	2%	2,486,241	8.4	6.9	6.2	5.3	4.2	3.4	4%	6%	6%	75
GPW	GPW	Sell	72.0	77.6	-7%	3,257	15.4	14.7	14.3	11.6	10.6	10.2	4%	5%	5%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	54.0	46.1	17%	3,176	12.5	11.7	11.2	8.7	8.0	7.4	7%	7%	7%	—
GTC	GTC	Hold	3.0	2.7	12%	1,533	31.0	16.4	13.6	18.4	16.4	16.3	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	31.7	23.0	38%	1,029	4.1	4.5	5.3	1.9	2.2	2.6	21%	22%	20%	5
H&M	HMB	Sell	129.0	173.9	-26%	279,021	21.1	19.3	18.4	8.3	8.1	7.8	4%	4%	4%	95
Inditex	ITX	Hold	60.0	53.1	13%	165,370	23.5	21.4	19.5	12.9	11.8	10.8	3%	4%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15.6	15.2	3%	32,271	41.9	34.6	27.0	10.2	8.9	7.7	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	850.0	730.0	16%	10,343	11.3	9.9	8.7	8.3	7.4	6.4	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Hold	24.0	20.6	16%	12,976	18.3	14.8	13.5	6.4	5.8	5.5	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review		27.9	-	3,276	—	—	—	—	—	—	—	—	—	51
Kęty	KTY	Hold	1,050.0	1,119.0	-6%	11,014	15.9	14.6	12.4	10.5	9.9	9.1	5%	5%	6%	48
KGHM	KGH	Hold	363.1	324.0	12%	64,800	9.5	9.1	10.2	4.4	4.3	4.4	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	27,200	23,620	15%	43,836	16.8	14.5	12.6	8.1	7.0	6.2	4%	4%	5%	77
Mabion	MAB	Under Review		8	—	156	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		69.4	-	463	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Buy	259.0	198.0	31%	2,812	28.0	23.2	19.8	9.9	8.9	8.1	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Buy	62.4	74.1	-16%	688	5.8	8.4	—	4.0	5.3	—	6%	6%	0%	—
MFO	MFO	Under Review		35.0	-	231	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Buy	15.0	11.4	32%	1,253	9.9	8.9	7.1	7.8	6.2	5.0	1%	1%	2%	—
MLP Group	MLG	Buy	115.0	105.0	10%	2,519	8.9	6.3	4.9	11.3	9.8	8.2	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	356.4	347.0	3%	1,219	12.3	12.1	11.8	8.1	7.7	7.3	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Under Review		88.0	-	6,777	—	—	—	—	—	—	—	—	—	70
MOL	MOL	Under Review		4,236	—	3,184	—	—	—	—	—	—	—	—	—	71
Molecure	MOC	Buy	11.2	5.7	96%	117	2.6	2.4	—	1.1	0.8	—	0%	0%	—	—
Murapol	MUR	Buy	52.5	41.2	27%	1,681	6.6	6.2	5.6	6.5	6.0	5.3	12%	12%	12%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	161.0	104.0	55%	12,823	19.2	15.4	13.5	5.6	4.6	3.7	2%	0%	0%	80
Neuca	NEU	Buy	860.0	691.0	24%	3,197	14.7	12.6	11.4	8.2	7.2	6.5	3%	3%	3%	76
Newag	NWG	Under Review		116.0	-	5,220	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Onde	OND	Hold	10.2	9.1	12%	495	16.1	16.2	16.2	5.9	5.6	5.4	3%	3%	3%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	150.0	87.0	72%	978	11.6	9.0	7.6	7.1	6.2	5.4	0%	4%	0%	—
Orange	OPL	Hold	15.2	14.5	5%	18,964	18.0	15.8	13.6	5.6	5.5	5.1	4%	5%	5%	61
Orlen	PKN	Hold	131.8	128.0	3%	148,577	8.1	7.4	8.4	4.1	3.8	4.3	5%	5%	5%	61
PCF Group	PCF	Under Review		3.4	-	143	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review		190.2	-	95,100	—	—	—	—	—	—	—	—	—	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	Under Review	-	10.2	---	253	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	30.5	29.2	4%	16,873	15.4	13.5	12.3	5.7	5.3	4.9	---	---	---	57
PGE	PGE	Hold	11.8	10.6	11%	23,828	6.0	6.9	6.0	4.7	5.5	5.2	0%	0%	0%	34
Playway	PLW	Buy	385.0	254.0	52%	1,693	8.6	8.4	10.2	6.0	6.1	7.7	7%	12%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	63.9	50.0	28%	3,861	22.7	29.0	19.2	9.8	10.5	4.7	0%	0%	1%	---
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	9.3	24%	2,362	15.6	12.4	11.6	6.7	4.8	3.6	0%	0%	0%	---
Rainbow Tours	RBW	Buy	200.0	147.7	35%	2,149	9.9	9.7	9.3	5.7	5.4	4.8	5%	5%	5%	---
Rawlplug	RWL	Under Review		15.0	-	464	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Rheinmetall	RHM	Buy	2,150.0	1,427.2	51%	66,447	41.5	28.0	19.4	22.8	15.4	10.8	0%	1%	1%	75
Ryu Therapeutics	RVU	Buy	54.8	24.5	124%	565	7.5	2.4	1.7	3.7	0.3	1.3	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Hold	680.0	564.8	20%	306,903	35.5	27.4	22.6	19.8	16.0	13.4	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	141.4	61%	448	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selena FM	SEL	Under Review		50.8	-	1,160	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	43.0	35.0	23%	662	17.1	12.5	11.9	7.2	6.2	4.9	0%	0%	0%	---
Shoper	SHO	Buy	58.0	40.4	44%	1,137	20.8	15.6	12.4	11.8	9.2	7.2	1%	3%	4%	---
Stalprodukt	STP	Under Review		237.0	-	1,280	---	---	---	---	---	---	---	---	---	48
Śnieżka	SKA	Hold	95.0	86.0	10%	1,085	15.4	12.9	12.7	8.3	7.4	7.1	---	---	---	---
Synektik	SNT	Hold	343.0	292.4	17%	2,494	17.0	14.8	13.5	10.6	9.2	8.3	4%	5%	6%	---
Tauron	TPE	Buy	12.6	9.9	28%	17,354	8.9	6.8	6.9	6.1	5.5	5.7	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	111.3	113.0	-2%	732	13.0	8.6	9.3	8.5	5.6	5.9	9%	8%	12%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	71.6	19%	1,645	17.4	11.4	8.0	8.0	6.6	3.3	2%	3%	4%	---
Toya	TOA	Buy	12.0	9.7	24%	728	8.0	7.4	6.6	5.1	4.8	4.5	---	---	---	---
Turkish Airlines	THYAO	Under Review		323.5	-	446,430	---	---	---	---	---	---	---	---	---	86
Unimot	UNT	Buy	176.9	155.0	14%	1,216	9.3	9.3	6.8	5.7	5.8	4.6	4%	3%	3%	---
Voxel	VOX	Buy	130.0	101.6	28%	1,067	10.4	9.2	8.5	5.4	4.8	4.4	4%	5%	6%	---
VRG	VRG	Under Review		4.9	-	1,142	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Wielton	WLT	Under Review		5.7	-	421	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	57.5	13%	1,712	16.6	13.1	11.6	5.2	4.8	4.5	2%	3%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	13.0	16.1	-19%	296	10.6	11.1	11.3	5.4	4.9	4.9	10%	0%	6%	---
Wizz Air	WIZZ	Under Review		9.4	-	972	---	---	---	---	---	---	---	---	---	67
XTB	XTB	Buy	131.5	110.1	19%	12,940	9.9	9.9	8.6	6.4	6.1	5.0	4%	8%	8%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	66.0	82%	195	---	21.1	8.7	58.6	10.4	5.4	0%	0%	0%	---
Zabka Group	ZAB	Buy	32.0	24.9	29%	24,974	20.1	15.7	12.6	7.4	6.4	5.6	---	---	---	---

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

## TRIGON DOM MAKLERSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11  
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)  
[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## CEE EQUITY RESEARCH

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

## EQUITY SALES

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

## SALES TRADING

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