

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS

RAINBOW TOURS: Wyniki za 4Q25: gorsze, ale w sezonowo mało znaczącym kwartale, mocna pozycja gotówkowa [lekko negatywne]

GRUPA AZOTY: Szacunkowe wyniki za 4Q25 [neutralne]

CREEPY JAR: 4Q25 Results Review: Powyżej wyników wstępnych w ostatnim kwartale przed StarRupture [lekko pozytywne]

VIGO PHOTONICS: Wyniki za 4Q25: Przychody zgodne ze wstępnymi, SG&A lepszy od oczekiwań [lekko pozytywne]

FINANCIALS

PKO BP: Rekomendacja zarządu w sprawie wypłaty 6,14 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

PKO BP: Moody's utrzymał ratingi dla PKO Banku Hipotecznego na poziomie A3

BANKI: Wyrok TSUE w sprawie sankcji kredytu darmowego

OIL, GAS & CHEMICALS

UNIMOT: Podsumowanie konferencji

UTILITIES & MINING

CEZ: Decyzja 1 czerwca o strukturze własnościowej grupy [pozytywne]

KGHM: Wolumeny za Marzec [lekko pozytywne]

CONSUMER

RAINBOW TOURS: Zarząd rekomenduje wypłatę 8,60 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

SPRZEDAŻ DETALICZNA: Marzec'26: +8.7% r/r w cenach stałych vs. konsensus +5.9% r/r, +18.1% m/m vs kons. +15.5% m/m

LOGISTICS & TRANSPORT

OT LOGISTICS: Rekomendacja zarządu w sprawie niewypłacania dywidendy za 2025 rok

PKP CARGO: Złożenie do sądu propozycji układowych przez radę wierzycieli PKP Cargotabor sp. z o.o. w restrukturyzacji

PKP CARGO: Spółka wnioskuję o wydłużenie terminu złożenia propozycji układowych do 30 czerwca 2026 roku

TMT

ORANGE POLSKA: Podsumowanie konferencji po wynikach za 1Q26 [neutralne]

SAP: Wyniki za 1Q26, podsumowanie konferencji

ORANGE SA: Podsumowanie konferencji po wynikach za 1Q26

GAMING

MODERN TIMES GROUP: Kolejne kroki w stronę IPO spółki zależnej PlaySimple

CREEPY JAR: Rekomendacja zarządu w sprawie przeznaczenia kwoty ok. 30mln PLN na wypłatę dywidendy

BOOMBIT: Spółka rezygnuje z działalności blockchain, planuje skupić się na grach mobilnych

MOVIE GAMES: Ustalenie daty premiery gry "Drug Dealer Simulator 2" na platformach PlayStation 5 oraz Xbox Series X/S na dzień 17 czerwca 2026 roku

GAMING MARKET: Nowa CEO Xbox Asha Sharma zarysowuje odświeżoną wizję Xbox

INDUSTRIALS

SAAB: Podsumowanie konferencji po wynikach za 1Q26 [lekko pozytywne]

CSG: Zawarła kontrakt na dostawy amunicji 155mm dla nieujawnionego klienta w Europie

GRUPA KĘTY: Podsumowanie konferencji po wynikach 1Q26 [lekko pozytywne]

AUTOSTORE: Wyniki 1Q26: wzrost backlogu do rekordowych 571mln USD, wzrost cen aluminium odczuwalny w kolejnych kwartałach

GRANGES: Wyniki 1Q26: wolumeny 160kt (+5% r/r), rekordowy EBIT w Q1 na poziomie 459mln SEK (+12% r/r)

NOKIA: Wyniki 1Q26: AI & cloud stają się dla głównym driverem popytu na wiele lat z uwagi na przesunięcie strukturalne, a nie cykliczne

HMS NETWORKS: Wyniki 1Q26: order intake +10% org., mimo turbulencji geopolitycznych klienci kontynuują inwestycje

BORYSZEW: Rekomendacja zarządu w sprawie przeznaczenia zysku netto za 2025 rok na kapitał zapasowy

ARLEN: Konsorcjum z Arlenem ma umowę o wartości 23,8mln PLN brutto

RYNEK CYBERSECURITY / QUANTUM: W 2026 roku Polska wyda łącznie ponad 5mld PLN na cyberbezpieczeństwo – Ministerstwo Cyfryzacji

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

MURAPOL: Zwołanie ZWZA na dzień 22 maja 2026 roku w sprawie wypłaty dodatkowo 1,97 PLN dywidendy na akcję

MIRBUD: NSA uwzględnił skargę kasacyjną w sprawie kary pieniężnej GIOŚ

RYNEK MIESZKANIOWY: Sprzedaż mieszkań na rynkach TOP7 wzrosła w 1Q26 o 35% r./r. – JLL

BIOTECH

SYNEKTIK: Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży w 2Q25/26 na poziomie 213mln PLN, +71% r/r

CAPTOR THERAPEUTICS: Dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu giełdowego 800 tys. akcji serii Y z dniem 29 kwietnia 2026 roku

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

RAINBOW TOURS (RBW PW; BUY; TP PLN 200)

Wyniki za 4Q25: gorsze, ale w sezonowo mało znaczącym kwartale, mocna pozycja gotówkowa [lekko negatywne]

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25E	Cons.
Revenues	724	870	928	1,957	804	11%	-59%	843	821
EBITDA	32	76	41	211	23	-30%	-89%	33	31
EBIT	26	70	33	204	15	-42%	-93%	25	24
Tour operator	35	75	33	172	28	-	-		
Hotels	-8	-5	1	32	-13	-	-		
adj. Net profit	25	60	25	160	13	-48%	-92%	23	22
Gross margin	15.9%	17.4%	14.0%	18.2%	15.2%	-0.7pp	-3.0pp	15.3%	
Tour operator	16.6%	17.7%	13.7%	16.6%	15.8%	-0.7pp	-0.8pp	15.3%	
SG&A ratio	11.4%	9.3%	10.6%	7.8%	12.8%	1.4pp	5.0pp	12.0%	
Tour operator	11.7%	9.0%	10.1%	7.6%	11.9%	0.2pp	4.3pp	11.3%	
EBITDA margin	4.5%	8.7%	4.4%	10.8%	2.8%	-1.6pp	-8.0pp	4.0%	3.8%
EBIT margin	3.6%	8.0%	3.6%	10.4%	1.9%	-1.7pp	-8.5pp	2.9%	2.9%
Tour operator	4.8%	8.6%	3.6%	9.0%	3.4%	-1.4pp	-5.6pp		
adj. Net profit margin	3.5%	6.8%	2.7%	8.2%	1.6%	-1.8pp	-6.6pp	2.7%	2.7%
OCF	15	19	217	169	-23	-	-		
Net debt	-194	-185	-347	-364	-292	-	-		
P/E 12M trailing	7.2	6.7	7.5	7.5	7.9				
EV/EBITDA 12M trailing	4.9	4.6	4.6	4.6	5.0				

Source: Company, Trigon

#Eskalacja konfliktu w ME

- Dodatkowe koszty w 1Q nie przekroczyły 5mln PLN, a koszty utraconych korzyści szacowane są na 3mln PLN w tym okresie;

- Komentarz CEO: „Po przeprowadzeniu szczegółowej analizy oraz oceny ryzyk... zarząd ocenia, że, sytuacja ta nie ma na dzień publikacji niniejszego listu istotnego wpływu na działalność podmiotów zależnych w Grupie Kapitałowej.”

GRUPA AZOTY (ATT PW; Under Review)

Szacunkowe wyniki za 4Q25 [neutralne]

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25E	Cons.
Revenues	3 215	3 822	3 319	2 894	3 103	-3%	7%	3 150	3 179
EBITDA	-31	-8	-71	391	11	-	-97%	40	50
Agro	-30	93	26	73	9	-	-88%	40	
Plastics	-149	-104	-187	197	-15	-	-	-80	
Chemicals	-35	-60	-22	-6	-20	-	-	-25	
Energy	140	27	47	48	16	-89%	-67%	45	
Others	42	36	65	78	21	-50%	-73%	60	
EBIT	54	-292	-348	105	-4 725	-	-	-235	-228
Net profit	-113	-288	-515	-147	-4 117	-	-	-271	-366
Capex	-488	-160	-139	-121	-	-	-	-120	
Net debt	11 479	11 852	11 954	11 863	-	-	-	11 855	
EBITDA margin	-	-	-	14%	0%			1%	
EBIT margin	2%	-	-	4%	-			-	
Net profit margin	-	-	-	-	-			-	
P/E 12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	48.7	-				

Source: Company, Trigon DM

- Wg. danych szacunkowych, EBITDA w 4Q25 wyniosła 11m PLN.

- Dokonano odpisów na poziomie wyniku EBIT na łączną kwotę 4.45 mld PLN: 1) 4.34 mld w GA Polyolefins (wpływ zdolności do generowania FCF, konieczność przeprowadzenia remontu generalnego instalacji i wpływ warunków transakcji z Orlenem na 1.022 mld PLN), 2) 70m PLN w OXO (brak perspektywy poprawy wyników OXO w kolejnych latach przez presje importową i koszty regulacyjne w UE), 3) 39m PLN w melaminie, 4) rozwiązano też rezerwy na koszty zgłaszane przez HEC (+50m PLN)

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	131,420	-1.0%	11%	31%
WIG20	3,579	-1.0%	10%	28%
mWIG40	9,034	-1.1%	10%	19%
sWIG80	31,222	-0.2%	7%	14%
PX (Prague)	2,631	-0.4%	5%	27%
BUX (Budapest)	134,799	-1.1%	10%	48%
BET (Bucharest)	28,967	1.3%	3%	67%
BIST30 (Istanbul)	16,458	0.0%	12%	59%
DAX	24,155	-0.2%	7%	9%
FTSE 100	10,457	-0.2%	5%	24%
STOXX Europe 600	614	0.1%	6%	18%
S&P 500	7,108	-0.4%	8%	30%
NASDAQ 100	26,783	-0.6%	12%	39%
Nikkei 225	59,712	-0.7%	14%	70%
Shanghai Comp	4,074	-0.3%	5%	24%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.0%	7.8	-27.1	27.5
PL 10Y bond yield	5.6%	7.1	-11.0	30.8
CZ 10Y bond yield	4.7%	4.8	-5.5	62.5
HU 10Y bond yield	6.1%	18.0	-136.0	-85.0
RO 10Y bond yield	7.1%	5.6	-5.4	-33.7
WIBOR 3M	3.9%	-1.0	0.0	-162.0
EURIBOR 3M	2.2%	-0.7	5.0	-3.0

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.63	0.0%	-1.3%	-3%
EUR/PLN	4.24	0.0%	-0.7%	-0.7%
EUR/USD	1.17	0.0%	0.6%	2.6%
GBP/PLN	4.89	0.0%	0.9%	2.3%
CZK/PLN	0.17	0.1%	0.4%	-1.6%
HUF/PLN	0.012	-0.1%	-5.4%	-9.2%
RON/PLN	0.83	0.1%	0.7%	3.1%
CNY/PLN	0.53	0.0%	0.9%	-3.0%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
old (USD/toz)	4,658	-1.0%	6%	40%
ilver (USD/toz)	75.1	0%	5%	124%
opper (USD/t)	13,356	-0.6%	10%	42%
nc (USD/t)	3,453	-0.5%	12%	31%
olybdenum (USD/lb)	27.4	0.3%	2%	38%
on ore (USD/t)	107	0.1%	1%	7%
CC (USD/t)	230	0.9%	-7%	10%
RC EU (EUR/t)	715	0.0%	1%	8%
rent crude oil (USD/bbl.)	105.5	0.4%	1%	59%
O2 (EUR/t)	74.9	0.6%	8%	9%
TF 1M gas (EUR/MWh)	44.1	4%	-19%	29%
ower 1Y in DE (EUR/MWh)	92	1.8%	-6%	11%
ower 1Y in PL (PLN/MWh)	436	0.0%	3%	6%
Shanghai Freight Index	1,887	-0.2%	10%	35%

CREEPY JAR (CRJ PW; BUY; TP PLN 855)

4Q25 Results Review: Powyżej wyników wstępnych w ostatnim kwartale przed StarRupture [lekko pozytywne]

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25P
Revenues	8.2	8.5	5.5	5.6	10.2	25%	84%	9.4
EBITDA	5.8	5.2	3.0	2.2	6.4	10%	184%	5.6
adj. EBITDA	5.1	6.1	3.2	2.9	7.2	41%	147%	6.3
EBIT	5.5	4.9	2.7	2.1	6.2	12%	198%	5.4
Net profit	6.2	5.0	3.3	2.6	6.3	1%	140%	5.5
OCF	6.6	6.5	2.3	3.2	2.8			
Net debt	-75.4	-79.3	-71.0	-71.1	-72.4			
P/E 12M trailing	26.6	24.0	23.3	24.6	24.6			
EV/EBITDA adj. 12M trailing	19.2	17.4	18.4	20.4	18.1			
adj. EBITDA margin	62.0%	71.0%	58.2%	52.2%	70.2%			67.5%
EBIT margin	67.3%	57.1%	49.7%	37.5%	60.6%			57.9%
Net profit margin	75.9%	58.5%	60.5%	47.0%	61.2%			58.5%

Source: Company data, Trigon

- Wyniki od wstępnego odczytu z marca (prawdopodobnie efekt rozliczenia PS Plus);
- Spółka pracuje nad kolejnymi aktualizacjami, nie wie ile potrwa obecność gry z EA, ale póki co zakłada, że będzie to ponad rok (2027);
- Planowana jest równoległa premiera 1.0 wraz z premierą na konsolach, priorytetem pozostaje dopracowanie gry;
- Budżet produkcyjny SR do EA wyniósł 42 mln PLN;
- Przesunięcie znacznej części zespołu do Green Hell 2 nie jest w najbliższym czasie planowana, ale spółka zakłada, że uda się jej niebawem rozpocząć preprodukcję projektu;
- W Green Hell trafił do ponad 2.5 mln graczy (lifetime 11 mln sztuk, skumulowane przychody 235 mln PLN).

VIGO PHOTONICS (VGO PW; No recommendation)

Wyniki za 4Q25: Przychody zgodne ze wstępnymi, SG&A lepszy od oczekiwań [lekko pozytywne]

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25E	C
Revenues	24.1	22.1	20.3	23.3	27.4	14%	18%	27.4	
Industry	11.5	10.5	8.1	8.9	10.8	-6%	21%	10.8	
Military	6.9	6.6	4.8	6.1	11.4	66%	87%	11.4	
Transport	1.3	1.1	3.6	4.2	0.7	-43%	-82%	0.7	
Medicine & Science	1.5	2.7	1.9	1.5	1.8	20%	22%	1.8	
Semiconductors	2.9	1.2	1.8	2.6	2.6	-9%	1%	2.6	
Gross Profit	10.9	10.3	10.3	11.7	13.6	25%	16%	13.8	
SG&A costs	12.6	12.8	15.4	14.7	14.0	11%	-5%	16.7	
Selling costs	3.8	4.1	3.5	3.4	3.5	-7%	4%	3.7	
G&A costs	8.8	8.7	11.9	11.3	10.5	19%	-7%	13.0	
Other operating items, net	0.0	2.2	2.2	1.2	1.1	-	-6%	0.8	
EBITDA	2.0	3.1	0.5	1.6	4.2	112%	164%	1.3	
adj. EBITDA	0.8	3.3	-3.0	4.4	6.9	+	57%	4.3	
EBIT	-1.5	-0.3	-2.9	-1.8	0.8	-	-	-2.1	
Net profit	-1.1	-1.7	-1.0	-1.4	-11.0	-	-	-2.3	
adj. Net profit	-2.1	-1.6	-3.8	0.8	-3.2	-	-	0.1	
SG&A ratio	52.2%	57.9%	75.7%	63.1%	51.1%	-1.2pp	-1.2pp	60.9%	
Gross margin	45.3%	46.5%	50.5%	50.2%	49.8%	4.4pp	-0.5pp	50.5%	
EBITDA margin	8.2%	14.2%	2.6%	6.8%	15.3%	7.1pp	8.5pp	4.8%	
OCF	-4.3	0.3	-4.3	-3.8	0.3	-	-		
Net debt	3.2	8.1	14.1	17.2	13.8	326%	-20%		
Cash & equivalents	17.3	10.8	2.9	3.6	6.0	-66%	66%		
Backlog	26.4	24.8	28.4	50.3	43.1	63%	-14%		
Backlog to revenues (LTM)	0.3x	0.3x	0.3x	0.6x	0.5x	37%	-17%		
Order intake	22.9	22.6	29.4	33.4	16.0	-30%	-52%		
Book-to-Bill	1.0x	1.0x	1.4x	1.4x	0.6x	-39%	-59%		
adj. EV/EBITDA 12M trailing	75.0	64.4	1278.0	97.4	46.1				
EV/Sales 12M trailing	6.7	6.3	6.5	6.0	5.8				

Source: Company, Trigon

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2082	2585.1	2566.7	2262.5	81%
WIG20	1632.8	2136.4	2123.5	1909.9	77%
WIG40	322.6	359.6	361.2	319.6	89%
sWIG80	86.7	73.6	72.4	69.2	120%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
KGH	227	MDV	48.7	ICE	17.0
PKO	215.4	ACP	46.7	ARH	10.9
PKN	204.5	XTB	24.8	SCW	6.2
PZU	165.7	TPE	24.3	LWB	5.7
PEO	147.3	ASB	17.2	ANR	3.8
ALE	142.2	BFT	14.4	11B	3.5
DNP	136.3	ATT	14.1	VOT	3.3
PCO	115.9	DVL	11.7	VGO	3.1
CDR	89.2	RBW	11.2	ECH	2.7
LPP	76.5	PXM	10.2	DAT	2.4

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
PCO	298%	ATC	882%	ARH	1659%
MBK	132%	DVL	465%	ECH	998%
PZU	131%	MBR	331%	ATC	882%
ALR	128%	ABE	292%	ANR	550%
MDV	112%	ATT	256%	SVE	488%
PEO	105%	11B	169%	VRG	448%
PGE	97%	CAR	132%	VOT	361%
KGH	96%	RBW	120%	QRS	352%
CDR	92%	PXM	116%	ICE	296%
PKO	88%	MDV	112%	BLO	284%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
PCO	32	8.9%	CDR	284	-3%
KTY	1,127	0.7%	KRU	474	-2.9%
PGE	11	0.7%	PEO	237	-2.7%
ALE	30	0.5%	PZU	65	-2.4%
PKN	129	0.4%	MDV	86	-2.3%

Best		mWIG40		Worst	
ATT	18.3	7.6%	ATC	7.3	-8%
MBR	357.0	2.9%	RBW	139.7	-5.4%
ENA	23.0	1.8%	RVU	23.5	-3.9%
LWB	25.0	1.6%	COG	5.1	-2.9%
DOM	252.5	0.6%	XTB	106.8	-2.9%

Best		sWIG80		Worst	
ANR	18.9	8.0%	ATC	7.3	-8%
VOT	48.5	5.7%	SVE	3.4	-5.0%
ABS	81.4	4.6%	ZEP	18.9	-4.4%
ICE	77.0	3.9%	ZRE	8.9	-4.2%
ARH	54.0	3.4%	BRS	4.4	-4.2%

Szacunkowe skonsolidowane przychody za 1Q26:

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26P	Y/Y	Q/Q
Revenues	22.1	20.3	23.3	27.4	19.3	-13%	-30%
Industry	10.5	8.1	8.9	10.8	8.8	-17%	-19%
Military	6.6	4.8	6.1	11.4	4.6	-30%	-59%
Transport	1.1	3.6	4.2	0.7	2.8	163%	281%
Medicine & Science	2.7	1.9	1.5	1.8	1.6	-41%	-12%
Semiconductors	1.2	1.8	2.6	2.6	1.5	24%	-43%
Backlog	24.8	28.4	50.3	43.1	43.9	77%	2%
Backlog to revenues (LTM)	0.3x	0.3x	0.6x	0.5x	0.5x	66%	5%
Order intake	22.6	29.4	33.4	16.0	23.8	5%	49%
Book-to-Bill	1.0x	1.4x	1.4x	0.6x	1.2x	20%	111%

Source: Company, Trigon

- 1 offy: rozwiązanie aktywa z tytułu ulgi podatkowej w TSSE, skutkujące znacznym kosztem podatku odroczonego w 2025 roku (7,1mln PLN)

FINANCIALS

PKO BP (PKO PW; BUY; TP PLN 118)

Rekomendacja zarządu w sprawie wypłaty 6,14 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

- Na wypłatę dywidendy ma zostać przeznaczona kwota 7,68mld PLN, a pozostała część zysku netto w kwocie 2,57mld PLN na kapitał rezerwowo z przeznaczeniem na wypłatę dywidendy;
- DY=6,3%.

PKO BP (PKO PW; BUY; TP PLN 118)

Moody's utrzymał ratingi dla PKO Banku Hipotecznego na poziomie A3

- Perspektywa ratingu została zmieniona na negatywną.

BANKI

Wyrok TSUE w sprawie sankcji kredytu darmowego

- Bank nie może pobierać odsetek od kwot na pokrycie kosztów kredytu konsumenckiego.
- Fakt, że koszty te nie są uwzględnione w całkowitej kwocie kredytu, nie oznacza, że nie mogą one zostać nałożone przez kredytodawcę, np. przez proporcjonalnie wyższe oprocentowanie.

W odpowiedzi bank Pekao, którego dotyczył proces przed TSUE, zaznacza że:

- Wyrok TSUE nie otwiera drogi do automatycznego stosowania sankcji kredytu darmowego;
- Wyrok potwierdza, że to sądy krajowe, kierując się wytycznymi TSUE, będą indywidualnie rozstrzygnąć spory pomiędzy konsumentem a bankiem;
- Trybunał uznał, że bank może kredytować pozaodsetkowe koszty, jednak nie może naliczać od nich odsetek, jednocześnie dopuścić możliwość zastosowania proporcjonalnie wyższej stopy oprocentowania do wypłaconej kwoty kredytu.

OIL, GAS & CHEMICALS

UNIMOT (UNT PW; BUY; TP PLN 176.9)

Podsumowanie konferencji

- Średni wzrost premii ładowej od początku wojny wyniósł ok. 200 PLN/m3. Wrażliwość: +1 PLN na premii implikuje +50 tys. PLN msc wyższej marży (~ +120m PLN w ujęciu rocznym)
- W 2026 planowane są inwestycje w terminale magazynowe, które powinny pozytywnie wpłynąć na EBITDE w 2028
- Z wyjątkiem bitumenów, pozostałe segmenty powinny być beneficjentem obecnej sytuacji rynkowej
- Zdaniem CEO, cena gazu w Europie jest obecnie zbyt niska biorąc pod uwagę ryzyka podażowe przed zimą

UTILITES & MINING

CEZ (CEZ CP; SELL; TP CZK 943.3)

Decyzja 1 czerwca o strukturze własnościowej grupy [pozytywne]

- Rada dyrektorów CEZ przedłożyła do zatwierdzenia akcjonariuszom optymalizację struktury własnościowej i ładu korporacyjnego grupy, przewidującą przeniesienie segmentu klientów grupy do spółki kontrolowanej przez CEZ z możliwością odsprzedaży mniejszościowego pakietu jej udziałów
- "Proponowana optymalizacja struktury własnościowej i ładu korporacyjnego Grupy CEZ obejmuje przeniesienie segmentu klientów Grupy CEZ do spółki kontrolowanej przez CEZ, a. s. (spółka zależna segmentu klientów lub CSSC) oraz potencjalną sprzedaż mniejszościowego udziału w CSSC oraz udziałów w innych spółkach w ramach segmentu klientów Grupy CEZ"
- „Segment klientów Grupy CEZ obejmuje przede wszystkim dystrybucję energii elektrycznej i gazu ziemnego, sprzedaż energii elektrycznej i gazu ziemnego klientom końcowym, handel energią elektryczną i gazem ziemnym, usługi w zakresie inteligentnej energii oraz usługi telekomunikacyjne”
- "Wyraźniejszy podział aktywów Grupy CEZ może zatem przyczynić się do dokładniejszego odzwierciedlenia wartości poszczególnych segmentów w wycenie rynkowej. Jednocześnie przeniesienie segmentu klientów do CSSC stworzy pole do potencjalnej przyszłej monetyzacji, partnerstw strategicznych oraz sprzedaży mniejszościowego udziału w grupie CSSC"

- „Propozycja została skonstruowana w taki sposób, aby Grupa CEZ zachowała co najmniej 51 proc. udziałów w CSSC, a także na każdym szczeblu struktury własnościowej prowadzącej do spółek strategicznych zajmujących się dystrybucją, sprzedażą i obrotem energią elektryczną i gazem, a także usługami w zakresie inteligentnej energii”

KGHM (KGH PW; HOLD; TP PLN 363.1)

Wolumeny za Marzec [lekko pozytywne]

- Produkcja miedzi płatnej w Grupie wzrosła o 4% r/r do 61.6 tys. ton (spadek w International i SG, przy wzroście w Polsce), a produkcja srebra spadła o 25% r/r do 76.3 ton (planowany remont w Polsce)
- Sprzedaż miedzi w Grupie wzrosła o 8% r/r a sprzedaż srebra spadła o 18% r/r.
- W 1Q26 produkcja miedzi kształtowała się na poziomie nie odbiegającym istotnie od założonego w budżecie Grupy KGHM. Produkcja srebra i złota została zrealizowana powyżej planu

CONSUMER

RAINBOW TOURS (RBW PW; BUY; TP PLN 200)

Zarząd rekomenduje wypłatę 8,60 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

- Na wypłatę dywidendy ma zostać przeznaczona kwota 125,2mln PLN, a pozostała kwota 109,2mln PLN na kapitał zapasowy;
- DY=6,2%.

SPRZEDAŻ DETALICZNA

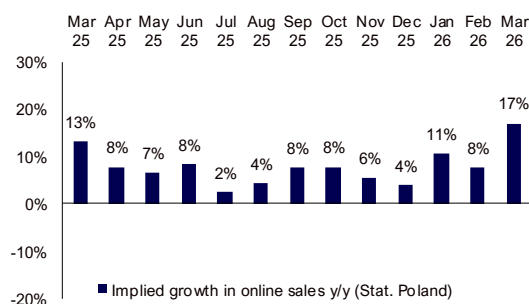
Marzec'26: +8.7% r/r w cenach stałych vs. konsensus +5.9% r/r, +18.1% m/m vs kons. +15.5% m/m

Retail sales y/y	I-III '25	I-III '26	Mar 25	Mar 26	Cons.	Weight
Constant prices						
Total (Seasonally Adjusted)						
Total			3.0%	7.0%	5.9%	
Food, beverages and tobacco products	-3.4%	1.5%	-9.4%	4.3%		25.7%
Solid, liquid and gaseous fuels	0.9%	9.3%	-0.1%	16.2%		13.5%
Motor vehicles, motorcycles, parts	13.6%	2.4%	18.4%	7.7%		8.0%
Furniture, radio, TV and household appliances	7.9%	6.2%	12.9%	7.9%		7.4%
Pharmaceuticals, cosmetics and orthopaedic equipment	7.5%	7.3%	5.0%	10.1%		8.5%
Textiles, clothing, footwear	8.2%	9.0%	6.7%	13.6%		5.4%
Current prices						
Total	2.5%	4.7%	0.6%	9.8%	6.2%	
Food, beverages and tobacco products	2.3%	4.5%	-3.5%	7.2%		25.7%
Solid, liquid and gaseous fuels	-1.8%	8.2%	-4.1%	25.1%		13.5%
Motor vehicles, motorcycles, parts	7.5%	-3.9%	11.7%	1.4%		8.0%
Furniture, radio, TV and household appliances	7.3%	4.8%	12.3%	6.3%		7.4%
Pharmaceuticals, cosmetics and orthopaedic equipment	10.2%	9.3%	7.8%	12.1%		8.5%
Textiles, clothing, footwear	6.8%	5.6%	5.4%	9.9%		5.4%

Source: Statistics Poland, PAP, Trigon

E-commerce penetration	Mar 25	Mar 26
Total (incl. fuels)	9.0%	9.6%
Food, beverages and tobacco products	0.9%	1.0%
Motor vehicles, motorcycles, parts	5.2%	2.4%
Furniture, radio, TV and household appliances	17.9%	21.6%
Pharmaceuticals, cosmetics, orthopaedic equip	6.7%	8.0%
Textiles, clothing, footwear	27.2%	27.6%

Source: Statistics Poland, Trigon



LOGISTICS & TRANSPORT

OT LOGISTICS

Rekomendacja zarządu w sprawie niewypłacania dywidendy za 2025 rok

- Zysk netto za 2025 rok w kwocie 8,8mln PLN ma zostać przeznaczony na kapitał zapasowy.

PKP CARGO

Złożenie do sądu propozycji układowych przez radę wierzycieli PKP Cargotabor sp. z o.o. w restrukturyzacji

PKP CARGO

Spółka wnioskuję o wydłużenie terminu złożenia propozycji układowych do 30 czerwca 2026 roku

TMT

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

Podsumowanie konferencji po wynikach za 1Q26 [neutralne]

- Wpływ pogody na przesunięcie capexu z 1Q (warunki pogodowe) to około 70mln PLN;
- Pozostałe przychody i koszty operacyjne 111mln PLN, zbliżone r/r (zyski na współpracy z FiberCo podobne do poprzednich kwartałów, większa sezonowo sprzedaż miedzi, około 30mln PLN więcej niż w 4Q25 ale podobnie r/r);
- W ciągu kolejnych 2-3 lat spółka chce odzyskać VAT od złych długów za lata 2021-2025, łącznie około 45mln PLN (ponad 28mln PLN zaksięgowane w 1Q, które dotyczyło lat 2019-20);
- Dodatkowo 2-3mln PLN kwartalnie niższej kwoty złych długów w przyszłości (VAT) w kolejnych okresach;
- Dynamika przychodów z usług core telecom na kolejny kwartał na razie oczekiwana na zbliżonym poziomie do 4,8% z 1Q26, ale spółka ma w planie nowe inicjatywy komercyjne w 2Q26;
- Zarząd widzi dobrą perspektywę na kolejne kwartały jeśli chodzi o nowe projekty w obszarach enterprise, B2B i w segmencie hurtowym.

SAP

Wyniki za 1Q26, podsumowanie konferencji

#Wyniki

- Przychody €9,6 mld (+12% r/r, -1,2% vs konsensus);
- EPS non-IFRS €1,72 (+20% r/r), in line;
- Cloud revenue €5,95 mld (+27% r/r) – główny driver wzrostu;
- Cloud ERP Suite +30% r/r, stanowi 87% wzrostu cloud;
- Non-IFRS EBIT €2,9 mld (+24% r/r), marża operacyjna 30% (+290 bps r/r);
- Software licenses -33% r/r – strukturalny spadek zgodny z trendem migracji do chmury;
- FCF €3,2 mld (obciążony jednorazowo €408 mln ugody z Teradata);
- Current Cloud Backlog €21,9 mld (+25% r/r);
- Akcje w USA -6,2% aftermarket do \$166,22, blisko 52-tygodniowego minimum;

#Perspektywy i guidance

- Guidance FY2026 bez zmian – warunek: deeskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie w krótkim terminie;
- Podtrzymany wzrost EBIT non-IFRS 14-18% w tym roku;
- Zamknięcie przejęcia Reltio (ARR ~\$185 mln) wliczone do guidance jako „bufor”, bez tego spółka czuje się mniej komfortowo z podtrzymaniem widełek prognoz;
- Cloud revenue w Q2 spowolni (niepowtarzalne efekty jednorazowe z Q1);
- Wzrost przychodów w 2027 ma przyspieszać: backlog implikuje większy przyrost r/r niż w 2026, a tegoroczny negatywny wpływ z usług (świadome ograniczenie fakturowania godzin) jest jednorazowy;

#AI – trendy i wpływ na sektor

- Narzędzia do migracji dla ERP (ECC → S/4HANA) sprzedają się dobrze i redukują koszty wdrożeń (KPMG, EY, Bosch: projekty 20-30% szybciej);
- Wewnętrznie: produktywność deweloperów +30%, AI rozwiązuje autonomicznie 20% ticketów supportowych, produktywność supportu +12%, konsultanci oszczędzają 1 dzień/tydzień;
- AI use cases osiągają dziś 85-90% dokładności – niewystarczające dla procesów mission-critical (płace, finanse, supply chain); to główna bariera skalowania;
- Istotny problem techniczny: warstwa ontologii (strukturyzowanie i definiowanie danych i relacji) i korelacja kilku mln pól danych ERP – SAP buduje powiązania, grafy; dostawca LLM nie jest w stanie zastąpić tej domeny;
- Zmiana w modelu monetyzacji: stopniowe wprowadzanie consumption-based pricing (nie rewolucja jak przejście on-prem → cloud); <40% przychodów chmurowych revenue powiązane z nazwanymi użytkownikami;
- Ryzyko „agentic bypass” (klienci budujący poza ekosystemem SAP) zarząd ocenia jako ograniczone; SAP planuje otwarte API, ale będzie blokować masowe wywołania; IP/ontologia pozostaje chroniona.

ORANGE SA

Podsumowanie konferencji po wynikach za 1Q26

#Outlook i guidance

- EBITDA guidance podniesione z ~3% do powyżej 3%; reszta guidance 2026 potwierdzona;
- Zamknięcie transakcji MasOrange planowane w Q2 2026; szczegóły wpływu na guidance przy wynikach H1;
- Francja: cel stabilnego wzrostu EBITDA (+) na 2026 potwierdzony;

#Trendy sektorowe

- Rynek francuski mniej agresywny cenowo pod koniec 1Q (efekt sezonowy po świątecznych promocjach);
- We Francji strategia Orange skupiona na redukcji churnu i upsell do konwergencji
- Free (Iliad) sygnalizuje potrzebę wyższego pozycjonowania oferty (nowa usługa Free Max za EUR 30/miesięcznie)
- Orange jest w pełni zabezpieczony na ceny energii w Europie (100% hedge na 2026, >90% na 2027); w MEA naturalny hedge przez ekspansję w fotowoltaice;

#Oferta konsorcjum na SFR

- Orange, Bouygues i Iliad weszły w ekskluzywne negocjacje z Altice France; EV całości aktywów: EUR 20,35 mld;
- Udział Orange: ~27% wartości i ceny (niezmieniony vs oferta z października);
- Zmiana struktury: z deal asset na nabycie udziałów SFR (szybsza egzekucja, mniejsze ryzyko operacyjne)
- Francja pozostaje jednym z tańszych rynków telco w Europie; konsolidacja nie zmieni presji konkurencyjnej wg zarządu ORA;
- Okno wyłączności negocjacyjnej do połowy maja; MOU możliwe w najbliższych tygodniach, ale brak gwarancji finalizacji;
- Nowe wytyczne KE (wyciek informacji opublikowany przez FT) odnośnie fuzji telekomów w Europie oceniane pozytywnie: więcej nacisku na innowacje i europejskich championów, mniej na ceny dla konsumentów;
- Orange liczy się z behavioral remedies wzorem decyzji CMA w UK (chodziło m.in. o zamrożenie części taryf i warunków dostępu dla wirtualnych operatorów oraz ograniczenia cenowe przez okres inwestycji 5G do których zobowiązał się nowy podmiot po fuzji Vodafone i Three UK).

GAMING

MODERN TIMES GROUP (MTGb SS; BUY; SEK 161)

Kolejne kroki w stronę IPO spółki zależnej PlaySimple

- MTG przygotowuje IPO swojej indyjskiej spółki PlaySimple, której celem jest przyspieszenie ekspansji z gatunku casual;
- 23 kwietnia 2026 PlaySimple złożyło wstępny prospekt (Draft Red Herring Prospectus) do indyjskiego regulatora (SEBI);
- Oferta będzie secondary – akcje sprzedaje MTG (spółka otrzyma środki);
- Wartość oferty: do ok. 31,5 mld INR (~350 mln USD);
- Ostateczna wielkość i termin IPO jeszcze nieustalone;
- MTG planuje pozostać większościowym właścicielem po IPO.

CREEPY JAR (CRJ PW; BUY; TP PLN 855)

Rekomendacja zarządu w sprawie przeznaczenia kwoty ok. 30mln PLN na wypłatę dywidendy

- Dzień dywidendy ustala się na 10 września, a termin wypłaty na 21 września 2026 roku;
- DPS ok. 42,90 PLN, DY=7%.

BOOMBIT

Spółka rezygnuje z działalności blockchain, planuje skupić się na grach mobilnych

- Koszty projektów blockchain to 400tys. PLN w 4Q25;
- Z początkiem 2026 roku spółka nie będzie kontynuować żadnych projektów blockchainowych.

MOVIE GAMES

Ustalenie daty premiery gry "Drug Dealer Simulator 2" na platformach PlayStation 5 oraz Xbox Series X/S na dzień 17 czerwca 2026 roku

GAMING MARKET

Nowa CEO Xbox Asha Sharma zarysowuje odświeżoną wizję Xbox

- [LINK](#);
- Xbox chce być globalną platformą „gdzie świat gra i tworzy”, a nie tylko konsolą;
- Konsola pozostaje bazą, ale mocno rośnie rola chmury, Game Passa i grania na wielu urządzeniach;
- Główny cel biznesowy: zwiększanie dziennej liczby aktywnych graczy, ważniejsze niż sama sprzedaż sprzętu;
- Strategia opiera się na czterech filarach: hardware (m.in. Project Helix), content (mocne marki i partnerstwa), experience (lepszy sklep, discovery, community) i services (wzmocniony Game Pass, chmura, selektywne przejścia);
- Marka wraca do prostego „Xbox”; firma chce działać jak „challenger” – szybciej, odważniej, z kulturą wysokiej sprawczości i koncentracją na twórcach.

INDUSTRIALS

SAAB (SAABB SS; HOLD; TP SEK 680)**Podsumowanie konferencji po wynikach za 1Q26 [lekko pozytywne]****#Backlog i cele średnioterminowe**

- Backlog wzrósł do SEK ~274mld, z wyraźnie mocniej „wypełnionymi” latami bliskimi: backlog na pozostałe 9M26 jest o ~28% wyższy r/r, a na 2027 o ~56% r/r, co znacząco poprawia widoczność wzrostu wobec stanu po FY25.
- Utrzymano cele na 2023-27 (~22% CAGR sprzedaży organicznej, wzrost EBIT szybszy niż sprzedaż, cash conversion >60%)
- Po 1Q26 Saab jest powyżej ścieżki celu na 2023-27 (dotychczas ~24% CAGR sprzedaży i ~33% CAGR EBIT), przy cash conversion 53% i ROCE >16%.

#Growth drivers

- Gripen: trwa ramp-up produkcji (dwie fabryki: Szwecja i Brazylia, pierwszy Gripen E z brazylijskiej linii dostarczony w 1Q26), co ma umożliwić stopniowe dojście do produkcji 20-30 samolotów rocznie przy pojawieniu się nowych kontraktów.
- Kampanie Gripen: zaawansowane rozmowy z Kanadą (suwerenność, przemysł lokalny, możliwy model „dual-fleet”) i Ukrainą (po politycznej decyzji o wyborze Gripena, Saab przygotowuje się operacyjnie pod potencjalny duży program nawet do ~150 maszyn, przy finansowaniu z pakietu UE EUR ~90mld, z czego EUR ~60mld na obronność), dodatkowo Saab widzi zainteresowanie m.in. Portugalii.
- GlobalEye: po kontrakcie z Francją (opcja na kolejne 2 szt.) Saab uczestniczy w procesie NATO IFSC (E-3 replacement) oraz prowadzi rozmowy z Niemcami i Polską w sprawie systemów wczesnego ostrzegania.
- Surveillance: ramp-up wysoko wolumenowych sensorów Giraffe 1X (docelowo >300 systemów rocznie), w dużej części na rynek Bliskiego Wschodu, powinien wspierać dalszą poprawę marży segmentu.
- C-UAS Gute: kontrakt ze Szwecją na modułowy system C-UAS o wartości SEK 2,6mld (pierwsza wersja już częściowo operacyjna, dostawy główne w kolejnych latach) jest traktowany jako „platforma eksportowa”, Zarząd mówi o „bardzo dużym” potencjale popytu (wojsko + infrastruktura krytyczna) przy braku chęci ujawniania liczb.
- Naval: konsolidacja operacji morskich w nowy segment Naval (od 2Q26) ma podnieść efektywność i docelowe marże ponad historyczne ~6% w Naval Combat Systems
- Orka: trwają „intensywne i zgodne z planem” negocjacje w sprawie polskiego programu okrętów podwodnych Orka, z oczekiwaniem finalizacji „w kolejnych kwartałach” (bez daty)

#Marże segmentowe i inwestycje

- Aeronautics: dwucyfrowy wzrost sprzedaży (~15% r/r) przy niższej marży EBIT (wyższa amortyzacja R&D, negatywny FX, wciąż istotny negatywny wpływ T-7), Zarząd podtrzymuje długoterminowy cel „wysokich jednocyfrowych” marż EBIT po ustąpieniu underabsorption w T-7 i dalszym ramp-up Gripena.
- Dynamics i Surveillance: bardzo mocne marże (Dynamics ~17,5%, Surveillance ze znaczącą poprawą r/r) dzięki wolumenowi, korzystnemu mikrowi (m.in. missile/ground combat, Giraffe 1X, C-UAS) i efektowi skali
- Zarząd powtarza, że marże w Dynamics i Surveillance będą kwartalnie zmienne przez mix, ale fundament (nowe moce w Karlskoga, rosnący „volume business” w sensorach) wspiera utrzymanie wysokiej rentowności.
- Inwestycje: Saab zamierza utrzymać wysoki poziom Capex i inwestycji w moce (SEK ~8-10mld rocznie), w 1Q26 inwestycje wzrosły do SEK ~2mld (+27% r/r), w 2026 dołączą nowe zakłady w USA, a w 2027 w Indiach, co ma pozwolić bezpiecznie obsłużyć rosnący backlog i potencjalne duże programy (Gripen, GlobalEye, Naval).

#Outlook

- Zarząd informuje, że popyt pozostaje bardzo silny, nie widzi istotnych zagrożeń po stronie rynku, a największym wyzwaniem jest głęboka łańcucha dostaw (komponenty, materiały, pamięci dla data centers), nad którą Saab aktywnie pracuje (zapasy, kontrakty w głąb łańcucha).

CSG (CSG NA; HOLD; TP EUR 26.0)**Zawarła kontraktu na dostawy amunicji 155mm dla nieujawnionego klienta w Europie**

- CSG zawarła kolejny kontrakt na dostawy 155mm amunicji artyleryjskiej dalekiego zasięgu dla nieujawnionego klienta w Europie, przy finansowaniu zapewnionym przez państwo Europy Zachodniej
- Wartość kontraktu wynosi blisko 250mln EUR (~6mld CZK), a harmonogram realizacji przewiduje dostawy rozłożone na okres około 10 miesięcy
- Spółka wskazuje, że kontrakt stanowi kolejny krok w strategicznym przesunięciu CSG w kierunku amunicji dużego kalibru dalekiego zasięgu oraz potwierdza silną pozycję konkurencyjną Grupy, w tym na rynkach Europy Zachodniej
- CSG podkreśla, że rosnące znaczenie amunicji o wydłużonym zasięgu wynika z ewolucji charakteru współczesnych konfliktów oraz rosnących wymogów sił zbrojnych dotyczących rażenia celów na większych dystansach przy zachowaniu wysokiej celności i skuteczności
- Ze względu na wrażliwy charakter projektu spółka nie ujawnia tożsamości klienta ani szczegółowego zakresu dostaw, wskazując jednocześnie, że zwiększanie zasięgu rażenia postrzega jako kluczowy czynnik kształtujący przyszły rozwój amunicji artyleryjskiej

GRUPA KĘTY (KTY PW; BUY; TP PLN 1,325)**Podsumowanie konferencji po wynikach 1Q26 [lekkie pozytywne]**

- #SWW**
- Wolumeny wzrosły o 7% r./r., do 27.2 tys. ton.
- Wykorzystanie mocy produkcyjnych wyniosło ok. 85%.
- Efekt FIFO, zdaniem Zarządu, wsparł wyniki 1Q26 w niewielkim stopniu (kilka mln PLN).
- W krótkim terminie wzrosty cen aluminium oraz premii wlewkowych mają pozytywny wpływ na marżę Grupy, choć w długim terminie sytuacja, zdaniem Zarządu, jest negatywna, gdyż wspiera presję inflacyjną.
- 100% złomu z procesu produkcji są potem ponownie wykorzystywane przez Grupę.

#SSA/SOP

- Udział sprzedaży zagranicznej w SSA wzrósł o 4p.p. r./r. do 40%.
- Obecnie wyroby mocno przetworzone stanowią >50% sprzedaży całej Grupy.
- Zarząd nie dostrzega negatywnego wpływu integracji Aluprof i Selt na retencję klientów.
- W marcu i kwietniu poprawa koniunktury w SOP była na tyle dobre, że pozwoliła na nadrobienie części strat ze stycznia i lutego.

#SOG

- Pomimo presji cenowej (spadek surowców) w styczniu i lutym Grupa była w stanie utrzymać rentowność w segmencie.
- Zarząd przyznaje, że w marcu i kwietniu wyniki w segmencie folii BOPP są wspierane wzrostem cen wyrobów ropopochodnych.

#Outlook

- W krótkim terminie Zarząd spodziewa się kontynuacji słabego otoczenia biznesowego, choć aktywność w budownictwie wyraźnie odbiła w marcu.
- Zarząd nie dostrzega wpływu sytuacji na Bliskim Wschodzie na ciągłość łańcuchów dostaw.
- Ostatecznie wyniki 1Q26E okazały się być lepsze od założeń budżetowych.

AUTOSTORE**Wyniki 1Q26: wzrost backlogu do rekordowych 571mln USD, wzrost cen aluminium odczuwalny w kolejnych kwartałach**

- Spółka widzi „znaczący” wzrost kosztów aluminium i szerzej inputów (nie tylko aluminium, także energia i inne komponenty).
- Wyższe ceny aluminium „będą ciężać” na marżę brutto w pozostałej części roku 2026, marża brutto w 1Q wyniosła 72,7% (-1.3pp r/r, w kolejnych kwartałach ma się utrzymać mimo wzrostu kosztów na poziomie >70%
- Przychody 1Q26 166mln USD (+93% r/r), order intake 179mln USD (+27%), marża EBITDA adj. 44% (+19,5pp r/r)
- AutoStore postrzega rynek jako „duży, wciąż słabo spenetrowany”, z długoterminowymi trendami: rosnące znaczenie odporności i elastyczności łańcuchów dostaw, automatyzacja i digitalizacja fulfillmentu
- Zarząd podkreśla, że w świecie wysokiej nieprzewidywalności (geopolityka, zakłócenia logistyczne) firmy są zmuszone inwestować w automatyzację magazynów i fulfillment, żeby zwiększyć odporność na szoki w łańcuchach dostaw
- Segmenty z utrzymującym się dobrym momentum: retail, 3PL, industrial – wszystkie kontrybuują pozytywnie do order intake
- 55% przychodów pochodzi z istniejących klientów (ekspansje gridów, nowe lokalizacje), co potwierdza działanie strategii land & expand
- Software & AI stają się rosnącą częścią value proposition i potencjału monetyzacji (są to rozwiązania wysokomarżowe, co w średnim terminie może pełnić bufor przeciwko presji kosztowej na hardware)
- Zarząd nie obserwuje w ostatnich tygodniach „materialnej zmiany” zachowań klientów w postaci wstrzymania decyzji inwestycyjnych
- Ogólnie klienci funkcjonują w środowisku, w którym zakłada się, że „ciągłe szoki” będą normą, i reagują inwestycjami w odporne łańcuchy dostaw – co jest dokładnie obszarem, na którym działa AutoStore
- [LINK](#) do prezentacji

GRANGES

Wyniki 1Q26: wolumeny 160kt (+5% r/r), rekordowy EBIT w Q1 na poziomie 459mln SEK (+12% r/r)

- Efekt wojny na Bliskim Wschodzie od strony kosztów energii, frachtu i innych elementów wsadowych nie był jeszcze widoczny w 1Q26, wpływ był widoczny jedynie na kapitale obrotowym (wyższe ceny aluminium, słabszy OCF)
- Wpływ wyższych cen na NWC w 1Q na poziomie 550mln SEK, w 2Q oczekiwane ~500mln SEK
- Jednostkowa marża EBITDA 2,9k SEK/t, najwyższej od 3Q24
- Ceny aluminium z uwzględnieniem premii w USA wynoszą Obecnie >5000 USD/t, w 2022 było to 4500 USD/t, mocny spread pomiędzy cenami USA-Europa
- Outlook: oczekiwane utrzymanie słabego popytu rynkowego, przy czym zakładany wzrost wolumenów MSD-HSD (5%-9%)
- [LINK](#) do prezentacji

SEKm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q
Volume (kt)	130.9	122.7	130.3	151.6	159.1	153.4	152.4	159.8	5%	5%
Gränges Americas	60.5	58.9	54.5	60.5	60.6	59.7	58.4	62.3	3%	7%
Gränges Asia	26.7	24.6	37.4	46.9	53.9	48	49.3	46.4	-1%	-6%
Gränges Europe	43.6	39.2	38.4	44.3	44.6	45.7	44.8	51.1	15%	14%
Net sales	6145	5750	6184	7233	6974	6933	7222	8237	14%	14%
Gränges Americas	3016	2906	2839	3308	3134	3322	3483	4120	25%	18%
Gränges Asia	1156	1045	1529	1838	1862	1694	1769	1743	-5%	-1%
Gränges Europe	1973	1799	1816	2087	1977	1917	1970	2374	14%	21%
Adjusted EBITDA	682	631	557	634	645	605	582	666	5%	14%
Adjusted EBIT	471	420	324	409	436	398	373	459	12%	23%
Gränges Americas	325	283	193	323	290	284	278	378	17%	36%
Gränges Asia	82	70	49	81	104	94	62	51	-37%	-18%
Gränges Europe	94	96	121	47	74	65	89	73	55%	-18%
Net debt	3031	2839	4292	4168	4004	3825	4067	4584	10%	13%
OCF	474	593	-730	236	477	426	202	-221		
Adj EBIT SEK/t	3.6	3.4	2.5	2.7	2.7	2.6	2.4	2.9	6%	17%
Gränges Americas	5.4	4.8	3.5	5.3	4.8	4.8	4.8	6.1	14%	27%
Gränges Asia	3.1	2.8	0.1	1.7	1.9	2.0	1.3	1.1	-36%	-13%
Gränges Europe	2.2	2.4	3.2	1.1	1.7	1.4	2.0	1.4	35%	-28%

Source: Company, Trigon

NOKIA

Wyniki 1Q26: AI & cloud stają się dla głównym driverem popytu na wiele lat z uwagi na przesunięcie strukturalne, a nie cykliczne

- W 1Q book-to-bill dla całej grupy >1, a w Network Infrastructure „well above 1”; w segmencie AI & Cloud book-to-bill ~3, co oznacza dynamiczną budowę backlogu
- Czas realizacji zamówień w Optical: generalnie 12–18 miesięcy; część portfela (szczególnie w optyce) jest już zakontraktowana na wieloletni horyzont, co poprawia widoczność popytu
- Outlook 2Q: 5-9% wzrost przychodów kw/kw, zysk EBIT na poziomie 12-16% rocznej prognozy zysku EBIT
- Outlook 2026: Network Infrastructure – wzrost przychodów o 12-14% (poprzednio 6-8%), w tym IP i Optical Networks 18-20% (poprzednio 10-12%)
- Nokia widzi AI-driven traffic już teraz jako ok. 20% całego ruchu sieciowego (ok. 80 exabytes/miesiąc), przy czym większość to nadal traffic human-to-machine
- Zarząd oczekuje, że wraz z przejściem w kierunku agentic AI i „physical AI” to machine-to-machine stanie się głównym driverem ruchu, co wywoła skokowy wzrost zapotrzebowania na przepustowość (data center interconnect, IP switching/routing, metro i long-haul transport)
- W efekcie Nokia traktuje boom AI jako wieloletnią, strukturalną falę popytową, a nie cykliczny wzrost

HMS NETWORKS

Wyniki 1Q26: order intake +10% org., mimo turbulencji geopolitycznych klienci kontynuują inwestycje

- HMS Networks to wiodący dostawca produktów i rozwiązań w zakresie komunikacji przemysłowej oraz technologii informacyjno-komunikacyjnych (ICT)
- Order intake w podziale na segmenty: Industrial data solutions 445mln SEK (+5% org), Industrial Network Technology 433mln SEK (+25% org), New Industries 229mln SEK (+7% org)
- Popyt w USA jest najmocniejszy; Europa i APAC wciąż bardziej umiarkowane; Silny driver: projekty data center (automatyka zasilania, chłodzenia, monitoring infrastruktury)
- USA: po słabszym Q4 2025 zarząd oceniał to jako przejściowe – Q1 potwierdza odbicie, USA jest obecnie największym i najsilniejszym rynkiem.
- Europa: poprawa, szczególnie w INT; rosną projekty w infrastrukturze i szeroko rozumianej automatyce/elektryfikacji, automotiv pozostaje „niezły, ale nie świetny”.
- Japonia i Chiny: dobre tempo wzrostu; w Chinach część popytu to stocking związany z obawami o lead time i geopolitykę
- Rośnie liczba projektów, w które HMS jest wpięty jako dostawca automatyki energetyki, HVAC i systemów monitoringowych - strukturalny driver w kolejnych latach
- Semiconductor equipment: HMS widzi bardzo silną aktywność po stronie klientów budujących maszyny dla półprzewodników co zarząd interpretuje jako szeroką falę inwestycji w moce produkcyjne, nie tylko AI.
- Pamięci i półprzewodniki: Zarząd widzi rosnące lead times dla wybranych półprzewodników (szczególnie pamięci) oraz wzrost cen; fabryki i łańcuchy dostaw są współdzielone z rynkiem AI, co podnosi ceny także dla ich komponentów dedykowanych pod przemysł

SEKm	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q
Order Intake	473	769	677	893	930	816	855	854	1,108	19%	30%
Organic %	-36%	-22%	-8%	2%	12%	8%	22%	3%	10%	-2%	7%
Acquisition %	0%	36%	50%	92%	89%	9%	11%	4%	15%	-74%	11%
FX effects %	5%	-5%	-4%	16%	-4%	-11%	-7%	-10%	-6%	-2%	4%
Order backlog	641	713	605	703	736	728	696	604	612	-17%	1%
% of LTM Net sales	22%	18%	17%	20%	21%	19%	20%	17%	17%	-4%	0%
Net Sales	616	845	792	807	890	843	894	951	971	9%	2%
Organic %	-20%	-20%	-30%	-33%	-17%	-5%	8%	23%	15%	32%	-8%
Acquisition %	0%	40%	31%	40%	59%	9%	10%	4%	5%	-54%	1%
FX effects %	0%	0%	-1%	0%	2%	-5%	-5%	-9%	-10%	-12%	-1%
Gross margin (%)	62.6%	61.9%	63.5%	62.6%	63.0%	61.8%	64.1%	63.0%	62.4%	-0.6%	-0.6%
EBITA	134	130	190	136	205	167	242	264	264	29%	0%
EBITA (%)	22%	15%	24%	17%	23%	20%	27%	28%	27%	4.1%	-0.5%
EBIT	130	104	163	106	175	138	213	236	237	35%	0%
EBIT (%)	21%	12%	21%	13%	20%	16%	24%	25%	24%	4.8%	-0.4%
EPS	2.28	0.7	1.89	1.49	2.29	1.67	3.26	1.44	3.24	41%	125%
EPS adj.	2.36	1.25	2.42	2.08	2.91	2.24	3.84	4.07	3.78	30%	-7%

Source: Company, Trigon

BORYSZEW

Rekomendacja zarządu w sprawie przeznaczenia zysku netto za 2025 rok na kapitał zapasowy

ARLEN

Konsorcjum z Arlenem ma umowę o wartości 23,8mln PLN brutto

- Przedmiotem umowy w ramach zamówienia podstawowego jest dostawa łącznie 20 tys. sztuk zasobników piechoty górskiej żołnierskich;
- Zamawiający może skorzystać z prawa opcji, w ramach którego może zamówić dodatkowo do 20 tys. zasobników piechoty górskiej żołnierskich. Maksymalna wartość zamówienia opcjonalnego wynosi do 23,8mln PLN brutto.

RYNEK CYBERSECURITY / QUANTUM

W 2026 roku Polska wyda łącznie ponad 5mld PLN na cyberbezpieczeństwo – Ministerstwo Cyfryzacji

- W 2026 roku Polska wyda łącznie ponad 5mld PLN na cyberbezpieczeństwo (budżet krajowy, KPO, fundusze UE), m.in. na programy ochrony w gminach (wodociągi, infrastruktura krytyczna), wsparcie NASK, fundusz cyberbezpieczeństwa i rozwój kompetencji cyfrowych
- Rząd łączy cyber z budową „suwerenności technologicznej”: inwestuje w krajowe modele językowe AI (PLLuM, Bielik), „fabryki sztucznej inteligencji” oraz rozwój kwantowej infrastruktury komunikacyjnej jako mnożnika siły w cyberobronie
- Według MC Polska jest najbardziej cyberatakowanym państwem w UE, odpira ponad 99% ataków i znajduje się w top 5 najlepiej chronionych państw na świecie pod względem obrony w cyberprzestrzeni.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

MURAPOL (MUR PW; BUY; TP PLN 52.5)

Zwołanie ZWZA na dzień 22 maja 2026 roku w sprawie wypłaty dodatkowo 1,97 PLN dywidendy na akcję

- Dzień dywidendy ustala się na 25 czerwca, a termin wypłaty dywidendy na 1 lipca 2026 roku;
- W grudniu 2025 roku spółka wypłaciła zaliczkę na poczet dywidendy za 2025 rok w wysokości 2,94 PLN na akcję.

MIRBUD (MRB PW; BUY; TP PLN 15)

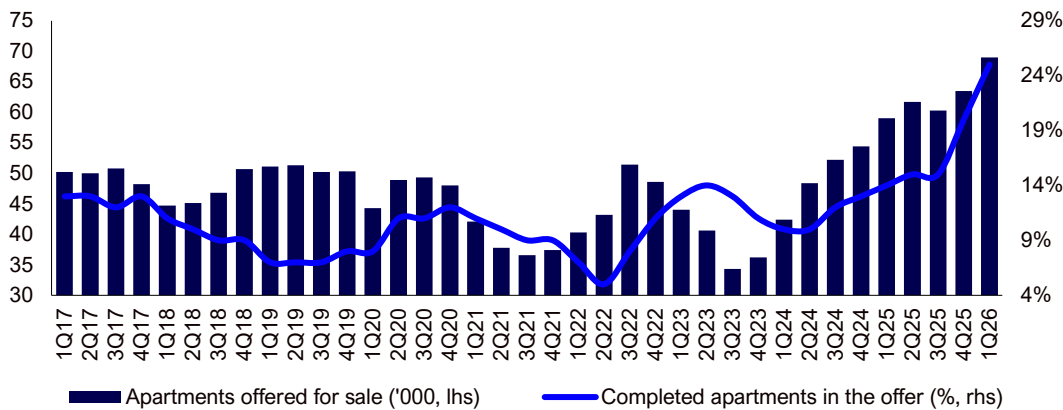
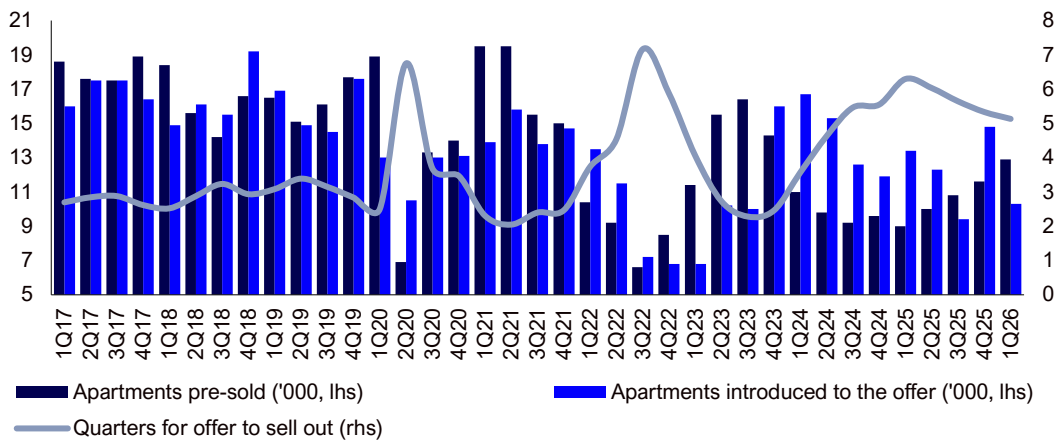
NSA uwzględnił skargę kasacyjną w sprawie kary pieniężnej GIOŚ

- NSA uwzględnił skargę kasacyjną Mirbudu i uchylił wyrok WSA z 2023 r., który utrzymał karę pieniężną GIOŚ z 2022 r.
- Grupa argumentuje, że nigdy nie był adresatem decyzji środowiskowej – była nim GDDKiA Oddział Katowice, więc kara nie powinna być na niego nałożona.
- Zdaniem Spółki orzeczenie NSA podważa prawną podstawę wykluczenia przez KIO z przetargu na budowę pierwszego odcinka Rail Baltica.

RYNEK MIESZKANIOWY

Sprzedaż mieszkań na rynkach TOP7 wzrosła w 1Q26 o 35% r./r. – JLL

- Wg danych JLL w 1Q26 na 7 największych rynkach sprzedano 12.9 tys. mieszkań, 11% więcej kw./kw.
- Najwyższe wzrosty cen zanotowała Warszawa (+6% kw./kw.) oraz Poznań (+2.4% kw./kw.).
- Jednocześnie, deweloperzy wprowadzili do sprzedaży 10.3 tys. mieszkań, 27% mniej kw./kw. Oferta na koniec marca wynosiła 69 tys. mieszkań i nadal utrzymywała się na „rekordowym” poziomie



Źródło: JLL, Trigon

BIOTECH

SYNEKTIK (SNT PW; HOLD; TP PLN 343)

Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży w 2Q25/26 na poziomie 213mln PLN, +71% r/r

- YTD 441mln PLN, +34,5% r/r.

CAPTOR THERAPEUTICS (CTX PW; BUY; TP PLN 100.7)

Dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu giełdowego 800 tys. akcji serii Y z dniem 29 kwietnia 2026 roku

OTHER INFORMATION

BUMECH/CAPITAL PARTNERS: Bumech przeniesie segment obrony do spółki Capital Partners

- W spółce tej będą rozwijane projekty związane z produkcją i obrotem sprzętem oraz technologiami o przeznaczeniu wojskowym, w ramach wyodrębnionej struktury biznesowej.

DEKPOL: Spółka uzgodniła kluczowe warunki kontraktu na budowę parku logistycznego w województwie pomorskim

- Wartość umowy stanowi ok. 7% szacunkowych skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży w 2025 roku.

GRUPA NIEWIADÓW-PGM: Utworzenie wraz z ZSP spółki Niewiadów Warhead Systems

- Spółka objęła w nowym podmiocie 25% akcji, a pozostałe udziały zostały objęte przez ZSP;
- Nowa firma ma zajmować się in. produkcją głowic bojowych do bezzałogowych systemów uzbrojenia.

KINO POLSKA TV: Spółka zakłada wzrost inwestycji programingowych w 2026 roku – członek zarządu

- Spółka rozważa przesunięcie uwagi widzów w stronę contentu informacyjnego kosztem kanałów rozrywkowych.

LENTEX: Pozytywna opinia RN w sprawie wniosku zarządu o przeznaczeniu zysku netto za '25 na kapitał zapasowy**SECO/WARWICK: Rekomendacja zarządu w sprawie wypłaty 1,20 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok**

- DY=3,3%.

INSIDER TRADING

DIAGNOSTYKA

Insider kupił 143 akcje @ 161,20 PLN.

MOSTOSTAL ZABRZE

Wiceprezes zarządu kupił 7,7 tys. akcji @ 6,65 PLN.

TEN SQUARE GAMES

Prezes zarządu objął 2,9 tys. akcji @ 0,10 PLN w ramach programu motywacyjnego.

TEN SQUARE GAMES

Dwóch członków zarządu objęło łącznie 5,2 tys. akcji @ 0,10 PLN w ramach programu motywacyjnego.

VOTUM

Prezes zarządu kupił 2,1 tys. akcji @ 47,70 PLN.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

NANOGROUP

Rezygnacja p. Roberta Dziubłowskiego z pełnienia funkcji członka RN.

BLOCK TRADES

ENERGA

Wolumen: 25 tys. @ 15,00

% kapitału: 0,01

GRUPA NIEWIADÓW-PGM

Wolumen: 200 tys. @ 17,00

% kapitału: 0,14

KGHM

Wolumen: 6,2 tys. @ 323,35

% kapitału: 0,00

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

CAVATINA HOLDING: Zwołanie ZWZA na dzień 20 maja 2026 roku w sprawie niewypłacania dywidendy za 2025 rok

KRUK: Zwołanie ZWZA na dzień 26 maja 2026 roku w sprawie wypłaty 20 PLN dywidendy na akcję

- Dzień dywidendy ustala się na 1 czerwca, a termin wypłaty na 3 czerwca 2026 roku;
- DY=4,2%.

QUERCUS TFI: Uchwała ZWZA w sprawie przeprowadzenia skupu akcji własnych za 55,7mln PLN po cenie od 13 PLN do 18 PLN

- Skupionych zostanie do 8,5% wszystkich akcji spółki
- Na skup akcji spółka przeznaczy 100% ubiegłorocznego zysku jednostkowego.

SYN2BIO: Zwołanie NWZA na dzień 19 maja 2026 roku

- Przedmiotem uchwał ma być głosowanie m.in. w sprawie dobrowolnego umorzenia akcji własnych, obniżenia kapitału zakładowego oraz zmiany statutu spółki.

ULMA: Zwołanie ZWZA na dzień 21 maja 2026 roku w sprawie przeznaczenia zysku netto za 2025 rok na kapitału zapasowy

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	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, MDV, 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	123.5	30%	16,117	9.3	8.5	7.6	1.2	1.1	1.1	13%	13%	14%	17
BNP Paribas PL	BNPPPPL	Hold	181.0	145.0	25%	21,453	10.1	8.4	7.6	1.2	1.1	1.1	12%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	113.5	100.0	14%	41,051	10.2	9.6	9.3	1.4	1.3	1.2	13%	13%	13%	77
Handlowy	BHW	Buy	137.0	117.4	17%	15,339	10.5	11.0	10.1	1.6	1.5	1.4	15%	14%	14%	59
ING	ING	Sell	420.0	423.4	-1%	55,084	13.6	12.1	10.1	2.5	2.4	2.2	18%	19%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,190	1,175	1%	223,308	13.0	12.2	11.7	1.8	1.7	1.6	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,100.0	1,177.5	-7%	50,074	13.5	10.8	9.5	2.0	1.7	1.6	15%	16%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	17.3	18.3	-5%	22,164	16.7	10.3	9.3	2.1	1.8	1.6	13%	18%	18%	67
Moneta	MONET	Sell	173.0	198.0	-13%	101,178	15.0	14.5	14.0	3.2	3.1	3.0	21%	21%	21%	71
OTP	OTP	Hold	44,437	41,400	7%	11,592	9.5	9.0	8.5	1.9	1.7	1.6	20%	19%	18%	77
Pekao	PEO	Hold	279.0	237.2	18%	62,258	10.9	9.5	8.6	1.7	1.6	1.5	16%	17%	18%	72
PKO BP	PKO	Buy	118.0	96.7	22%	120,888	11.1	9.1	8.3	2.0	1.8	1.7	18%	20%	21%	61
Santander	SPL	Buy	760.0	637.6	19%	65,156	12.9	10.0	9.2	1.8	1.7	1.6	14%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	600.0	474.0	27%	9,264	7.7	7.2	6.8	1.5	1.3	1.2	20%	19%	18%	79
PZU	PZU	Hold	71.5	65.1	10%	56,198	9.1	8.7	8.3	1.5	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	Sell	132.0	171.0	-23%	413	—	—	15.0	12.1	20.1	5.3	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	155.0	123.2	26%	2,156	10.2	9.9	9.5	6.6	6.4	6.2	—	—	—	45
Aïlleron	ALL	Hold	17.6	17.2	2%	212	14.8	11.2	9.8	6.4	5.6	4.9	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	40.0	30.0	33%	31,723	16.4	13.9	11.9	9.3	8.2	7.2	5%	6%	6%	93
Ambra	AMB	Buy	23.0	19.3	19%	486	10.2	9.7	9.4	4.7	4.4	4.1	6%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	11.0	11.7	-6%	2,578	14.7	13.0	12.2	5.0	5.0	4.8	1%	2%	3%	80
Answear.com	ANR	Buy	25.0	18.9	32%	359	11.7	9.9	8.0	6.4	5.9	5.1	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65.0	54.0	20%	3,159	7.8	6.5	5.6	7.4	6.0	5.0	5%	9%	13%	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	27.6	20.7	33%	246	10.0	8.5	6.6	6.8	3.4	2.8	0%	0%	12%	—
Asbis	ASB	Hold	62.0	64.4	-4%	3,571	9.9	8.8	8.6	6.3	5.9	5.5	3%	5%	5%	—
Asmodee	ASMDEE	Buy	151.0	124.1	22%	29,001	51.5	48.2	41.9	24.4	23.1	20.5	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	90.0	81.4	11%	2,720	17.7	16.7	15.3	12.5	11.7	10.9	5%	6%	6%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208.0	191.0	9%	15,853	21.0	20.1	18.7	—	—	—	7%	7%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	75.0	59.6	26%	3,093	14.6	13.1	12.1	8.1	7.1	6.5	3%	4%	4%	—
Atal	1AT	Buy	75.0	60.3	24%	2,609	6.4	6.4	6.3	8.3	7.5	7.1	7%	12%	12%	—
Auto Partner	APR	Buy	26.5	22.7	17%	2,959	12.4	10.8	9.7	8.8	7.8	7.1	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	18.3	—	1,814	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	4,850.0	3,888.0	25%	12,834	19.2	14.9	12.3	9.2	8.1	7.0	2%	2%	3%	59
Biocellix	BCX	Buy	128.4	85.7	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	40.0	27.4	46%	528	22.2	18.4	3.7	6.4	5.8	1.7	0%	0%	4%	—
Budimex	BDX	Buy	900	722	25%	18,443	24.3	20.5	17.5	14.8	12.4	10.4	4%	5%	6%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.9	80.0	46%	416	6.3	—	1.3	4.0	—	1.0	0%	0%	—	—
CD Projekt	CDR	Buy	324.0	283.7	14%	28,345	91.9	16.5	16.7	70.1	11.3	12.3	0%	0%	5%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	20.9	86%	1,123	—	122.9	48.4	59.5	17.2	12.9	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	943.3	1,200.0	-21%	645,588	21.4	22.4	23.0	8.1	8.0	7.9	3%	4%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.3	3.2	-30%	616	—	6.0	16.9	—	3.2	4.6	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	855.0	604	42%	422	9.3	5.9	18.5	5.4	3.3	8.6	7%	11%	17%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	800.0	662.0	21%	1,890	29.7	13.2	15.0	18.0	8.2	8.5	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Buy	67.00	56.50	19%	1,159	13.8	11.9	10.3	7.3	6.6	5.9	6%	7%	8%	—
CSG	CSG	Hold	26.0	21.3	22%	21,345	23.1	14.8	12.3	12.0	9.6	8.0	—	—	—	—
CTP	CTPNV	Buy	20.0	15.9	26%	7,693	6.6	5.2	4.2	9.1	7.9	6.9	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	220.0	185.9	18%	2,847	36.5	21.0	18.2	15.9	12.0	10.2	1%	1%	2%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	13.5	13.6	-1%	8,691	14.5	12.1	10.5	6.3	5.9	5.5	0%	0%	4%	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	
Dadelo	DAD	Hold	81.5	72.3	13%	844	31.3	26.4	19.8	17.4	14.7	11.4	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11.5	10.4	11%	4,800	10.7	9.9	9.6	9.4	8.4	8.0	7%	7%	8%	36
Diagnostyka	DIA	Buy	200.0	148.0	35%	4,996	15.7	13.3	11.3	8.5	7.4	6.4	3%	3%	4%	—
Digital Network	DIG	Hold	208.0	204.6	2%	867	14.0	12.6	11.3	7.9	7.1	6.4	2%	3%	3%	—
Dino Polska	DNP	Hold	39.5	33.3	19%	32,608	18.8	15.3	12.9	11.6	9.3	7.8	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Hold	295.0	252.5	17%	6,514	9.8	9.1	8.8	8.0	7.4	6.9	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.3	32%	2,196	14.8	6.1	4.2	8.8	5.3	3.9	15%	15%	15%	—
Erbud	ERB	Hold	30.0	27.8	8%	332	—	25.1	6.9	5.0	4.8	3.7	0%	3%	3%	—
Enea	ENA	Hold	25.9	23.0	13%	12,173	5.1	5.2	6.5	4.2	4.7	5.5	2%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	76.0	57.3	33%	1,005	7.9	7.3	6.6	4.1	3.7	3.7	5%	6%	6%	—
Eurocash	EUR	Under Review		5.9	-	824	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity Holding	FAB	Buy	30.0	24.9	20%	69	11.4	9.4	9.1	6.3	5.4	5.1	9%	10%	10%	—
Ferro	FRO	Buy	35.0	28.9	21%	614	10.1	8.6	7.5	7.0	6.0	5.3	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,665	13,140	4%	2,448,966	6.9	5.8	5.3	5.2	4.0	3.1	5%	7%	7%	75
GPW	GPW	Sell	72.0	77.5	-7%	3,251	14.5	14.0	13.7	11.3	10.6	10.2	5%	5%	5%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	54	45	19%	3,114	12.2	11.5	10.9	8.6	7.9	7.3	7%	7%	7%	—
GTC	GTC	Hold	3	3	12%	1,533	31.0	16.5	13.6	18.4	16.4	16.3	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	31.7	23.1	37%	1,034	4.1	4.6	5.3	2.0	2.2	2.6	21%	22%	20%	5
H&M	HMB	Sell	129.0	173.9	-26%	278,941	21.1	19.3	18.4	8.3	8.1	7.8	4%	4%	4%	95
Inditex	ITX	Hold	60.0	53.5	12%	166,803	23.7	21.6	19.7	13.0	11.9	10.9	3%	4%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15.6	15.2	2%	32,272	41.9	34.6	27.0	10.2	8.9	7.7	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	850.0	726.0	17%	10,286	11.3	9.8	8.7	8.3	7.3	6.4	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Hold	24.0	20.7	16%	13,026	18.4	14.8	13.5	6.4	5.8	5.5	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review		28.2	-	3,311	—	—	—	—	—	—	—	—	—	51
Kęty	KTY	Buy	1,325.0	1,127.0	18%	11,092	16.4	14.0	11.4	10.4	9.5	8.3	4%	5%	6%	48
KGHM	KGH	Hold	363.1	323.4	12%	64,670	7.2	8.4	9.6	4.3	4.8	5.1	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	27,200	23,280	17%	43,205	16.5	14.3	12.4	8.0	7.0	6.1	4%	4%	5%	77
Mabion	MAB	Under Review		8.4	—	156	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Hold	258.0	198.8	30%	2,822	32.4	26.6	22.6	10.2	9.2	8.3	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Buy	62	77	-19%	715	6.1	8.7	—	4.3	5.6	—	5%	5%	0%	—
Mirbud	MRB	Buy	15	11	32%	1,255	9.9	8.9	7.1	7.8	6.2	5.0	1%	1%	2%	—
MLP Group	MLG	Buy	115.0	104.0	11%	2,495	8.8	6.3	4.8	11.3	9.7	8.2	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	356.4	357.0	0%	1,254	13.0	12.6	12.1	8.4	8.0	7.5	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Under Review		86.0	-	6,624	—	—	—	—	—	—	—	—	—	70
MOL	MOL	Under Review		4,230.0	-	3,179	—	—	—	—	—	—	—	—	—	71
Molecure	MOC	Buy	11.2	5.6	99%	116	2.4	2.2	—	0.9	0.5	—	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	52.5	41.1	28%	1,675	6.6	6.1	5.6	6.5	6.0	5.3	12%	12%	12%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	161.0	102.1	58%	12,590	18.9	15.1	13.3	5.6	4.5	3.6	2%	0%	0%	80
Neuca	NEU	Buy	860.0	690.0	25%	3,192	14.7	12.6	11.4	8.2	7.2	6.5	3%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	10	9	11%	498	17.6	18.1	16.7	6.9	6.7	6.1	3%	3%	3%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	150.0	86.5	73%	972	11.5	9.0	7.6	7.1	6.2	5.3	0%	4%	0%	—
Orange	OPL	Hold	15.2	14.3	7%	18,701	17.8	15.6	13.4	5.6	5.5	5.1	4%	5%	5%	61
Orlen	PKN	HOLD	131.8	128.5	3%	149,227	8.4	8.0	8.5	4.2	4.2	4.5	5%	5%	5%	61
PCF Group	PCF	Under Review		3.3	-	141	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review		190.2	-	95,100	—	—	—	—	—	—	—	—	—	60
Pekabex	PBX	Under Review		9.9	-	246	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	30.5	31.8	-4%	18,369	16.8	14.7	13.4	6.0	5.6	5.2	—	—	—	57
PGE	PGE	Hold	11.8	10.7	10%	23,985	5.6	6.7	6.2	4.1	5.0	4.7	0%	0%	0%	34
Playway	PLW	Buy	385.0	252.0	53%	1,680	8.3	8.1	9.6	5.8	5.8	7.2	7%	12%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	63.9	49.7	29%	3,838	36.4	37.8	22.6	11.4	11.5	5.1	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	9.1	27%	2,321	15.3	12.2	11.4	6.6	4.6	3.5	0%	0%	0%	—

*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	
Rainbow Tours	RBW	Buy	200.0	139.7	43%	2,033	9.3	9.2	8.8	5.3	5.0	4.5	5%	5%	6%	—
Rheinmetall	RHM	Buy	2,150.0	1,411.8	52%	65,730	41.0	27.7	19.2	22.6	15.3	10.7	0%	1%	1%	75
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	54.8	23.5	133%	543	7.3	13.5	2.2	3.8	5.6	—	0%	0%	0%	—
Saab	SAABB	Hold	680.0	586.3	16%	318,586	36.8	28.4	23.5	20.6	16.6	13.9	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	140.8	62%	446	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Hold	43.0	35.0	23%	662	73.9	26.7	17.5	11.0	8.7	6.8	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	58.0	40.2	44%	1,131	20.7	15.5	12.3	11.7	9.1	7.2	1%	3%	5%	—
Śnieżka	SKA	Hold	95.0	86.0	10%	1,085	15.4	12.9	12.7	8.3	7.4	7.1	—	—	—	—
Synektik	SNT	Buy	344.0	288.2	19%	2,458	16.1	14.2	13.4	10.5	9.1	8.4	4%	4%	5%	—
Tauron	TPE	Buy	12.6	9.9	28%	17,350	7.2	6.8	7.0	5.5	5.5	5.8	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	111.0	111.0	0%	719	12.8	8.5	9.1	8.3	5.5	5.7	9%	8%	12%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	71.5	19%	1,642	17.4	11.3	8.0	8.0	6.6	3.3	2%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.6	25%	718	7.9	7.3	6.5	5.0	4.7	4.4	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Under Review		323.5	-	446,430	—	—	—	—	—	—	—	—	—	86
Unimot	UNT	Buy	176.9	155.0	14%	1,216	6.7	8.7	7.7	5.1	5.7	5.0	4%	4%	4%	—
Voxel	VOX	Buy	130.0	100.4	29%	1,054	12.6	10.6	9.4	6.2	5.3	4.7	3%	4%	5%	—
VRG	VRG	Under Review		4.9	-	1,151	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	57.8	12%	1,721	16.6	13.2	11.7	5.2	4.8	4.6	2%	3%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	13.0	16.0	-19%	296	10.6	11.1	11.2	5.4	4.9	4.9	10%	0%	6%	—
Wizz Air	WIZZ	Under Review		9.1	-	936	—	—	—	—	—	—	—	—	—	67
XTB	XTB	Buy	131.5	106.8	23%	12,561	9.6	9.6	8.3	6.2	5.8	4.8	4%	8%	8%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	65.0	85%	192	—	20.8	8.5	57.7	10.3	5.3	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Buy	32.0	24.8	29%	24,864	20.0	15.6	12.5	7.4	6.4	5.5	—	—	—	—

*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

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>Senior Analyst</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra Aerospace & Defence, Deep tech, Consumer	<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.