

## Daily

CEE | Equity Research

## HIGHLIGHTS

**FINANCIAL RESULTS****ALIOR BANK:** Wyniki za 1Q'26 powyżej oczekiwań [lekko pozytywne]**VRG:** Wyniki za 4Q25: Przychody zgodne ze wstępnymi, EBIT lekko powyżej [neutralne]**KGL:** Szacunkowe wyniki finansowe za 2025 rok**LENA LIGHTING:** Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1Q26**MOSTOSTAL WARSZAWA:** Szacunkowe skonsolidowane wyniki za 2025 rok**FINANCIALS****ING BANK ŚLĄSKI:** Podpisanie finalnej umowy nabycia 55% akcji Goldman Sachs TFI S.A.**ALIOR BANK:** Bank widzi znikomy wpływ wojny na jakość portfela kredytowego**BANKI:** Z geograficznego punktu widzenia domknęliśmy mapę obecności, którą zawsze chcieliśmy mieć – CEO Erste Group**UTILITES & MINING****CEZ:** Podsumowanie conference call**LOGISTICS & TRANSPORT****OT LOGISTICS:** Zamknięcie transakcji sprzedaży 49,99% akcji spółki na rzecz DD Rail Properties**TMT****AGORA:** Spółki zależne pozywają Skarb Państwa o blisko 135mln PLN**COMP:** Spółka nabyła 555,6 tys. akcji po cenie 63 PLN**RYNEK IT:** Anthropic stworzył wewnętrzny marketplace dla pracowników**GAMING****PCF GROUP:** Umowa inwestycyjna z Cooldown Games i rozpoczęcie procesu budowania księgi popytu na potrzeby oferty nowych akcji**CREEPY JAR:** Podsumowanie konferencji powynikowej [lekko pozytywne]**DRAGO ENTERTAINMENT:** Dokonanie odpisów aktualizujących w łącznej kwocie 1,6mln PLN**VIVID GAMES:** Oświadczenie Yabai.games Sp. z o.o. o odstąpieniu od umowy o współpracy w zakresie przygotowania portu gry „Eroblast”**INDUSTRIALS****BORYSZEW:** Podsumowanie konferencji wynikowej za 2025 rok**XTPL:** Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży produktów i usług w 1Q26 na poziomie 1,2mln PLN**CONSTRUCTION & REAL ESTATE****ARCHICOM:** Wprowadzenie do sprzedaży 236 mieszkań w ramach etapu 1C inwestycji Zenit w Łodzi**ERBUD:** Zawarcie umowy dotyczącej budowy źródeł kogeneracyjnych w Ostrowskim Zakładzie Ciepłowniczym**UNIBEP:** Oferta spółki za 379,9mln PLN brutto wybrana na prace w Filharmonii Pomorskiej w Bydgoszczy**ZUE:** Oferta konsorcjum ZUE za ok. 394,5mln PLN wybrana w przetargu w Rumunii**BIOTECH****CELON PHARMA:** Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu**MEDINICE:** Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu**TRIGON DM COVERAGE**  
**RECOMMENDATIONS****CORPORATE CALENDAR****FINANCIAL RESULTS**

## FINANCIAL RESULTS

### ALIOR BANK (ALR PW; BUY; TP PLN 161.0)

Wyniki za 1Q'26 powyżej oczekiwań [lekkie pozytywne]

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	1Q26E	Cons.
Net interest income	1 285	1 289	1 296	1 265	1 248	-3%	-1%	1 228	1 234
Net F&C result	209	222	234	240	221	6%	-8%	229	225
Other income	-29	12	1	-15	29	-	-	-12	-9
<b>Total revenues</b>	<b>1 465</b>	<b>1 524</b>	<b>1 531</b>	<b>1 490</b>	<b>1 498</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>	<b>1 444</b>	<b>1 450</b>
Operating costs	-616	-550	-565	-565	-631	2%	12%	-649	-638
Operating profit	850	974	966	925	867	2%	-6%	796	812
Net provisions	-136	-78	-166	-113	-153	12%	35%	-118	-117
<b>Net profit</b>	<b>476</b>	<b>640</b>	<b>563</b>	<b>688</b>	<b>403</b>	<b>-15%</b>	<b>-41%</b>	<b>368</b>	<b>382</b>
NIM	5,59%	5,42%	5,42%	5,24%	5,00%				4,97%
CoR ex. CHF	0,73%	0,21%	0,73%	0,37%	0,66%				0,60%
C/I	42,0%	36,1%	36,9%	37,9%	42,1%				44,9%
Loans	62,7	63,6	64,5	65,0	66,7	6,4%	2,6%	66,3	
Assets	96,6	99,5	97,7	101,8	104,7	8,4%	2,9%	103,0	
Deposits	78,5	79,6	80,6	82,6	85,4	8,9%	3,4%	83,5	
P/E12M trailing	6,9	6,7	7,0	6,8	7,0				
P/BV	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2				
ROE 12M	22%	22%	20%	20%	19%				

Source: company data, PAP, Trigon

### VRG (Under Review)

Wyniki za 4Q25: Przychody zgodne ze wstępnymi, EBIT lekko powyżej [neutralne]

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	Y/Y	Q/Q	4Q25P	Cons.
Revenues	445	294	378	346	488	10%	41%	488	482
Apparel	188	130	176	146	201	7%	38%		
Jewellery	256	164	202	200	287	12%	44%		
Gross Profit	255	159	215	188	275	8%	46%	275	
EBITDA	104.2	37.9	79.2	57.3	99.3	-5%	73%	96.7	104
EBIT	69.6	3.7	45.6	23.3	64.9	-7%	178%	62.9	70
Apparel	20.6	-13.9	13.0	-5.3	17.8	-13%	-		
Jewellery	49.9	17.6	32.6	28.7	47.0	-6%	64%		
Net profit	46.3	6.0	28.6	12.4	51.2	11%	313%	49.6	54.3
adj. Net profit	46.0	2.4	33.6	14.3	62.5	36%	338%	59.0	
Gross Margin	57.3%	54.3%	56.9%	54.4%	56.3%	-1.0pp	2pp	56.3%	
Apparel	62.0%	57.1%	61.8%	57.1%	62.9%	0.9pp	6pp		
Jewellery	53.9%	52.0%	52.7%	52.4%	51.7%	-2.2pp	-1pp		
SG&A ratio	41.8%	52.6%	44.2%	47.4%	40.9%	-0.9pp	-7pp	40.9%	
EBITDA margin	23.4%	12.9%	21.0%	16.6%	20.4%	-3.1pp	4pp	19.8%	21.6%
EBIT margin	15.7%	1.3%	12.1%	6.7%	13.3%	-2.4pp	7pp	12.9%	14.5%
Apparel	11.0%	-10.7%	7.4%	-3.7%	8.9%	-2.1pp	13pp		
Jewellery	19.5%	10.8%	16.2%	14.3%	16.4%	-3.1pp	2pp		
Net profit margin	10.4%	2.0%	7.6%	3.6%	10.5%	0.1pp	7pp	10.2%	11.3%
Sales per sqm	2930	2014	2573	2359	3316	13.2%	41%		
Sales area (k sqm)	50.6	48.6	48.9	48.9	49.0	-3.1%	0%		
OCF	141	-45	72	18	208	48%	+		
CAPEX	14	9	9	13	13	-9%	-6%		
FCF	98	-83	35	-24	167	71%	-		
Net debt	366	448	426	467	307	-16%	-34%		
adj. P/E12M trailing	14.9	14.6	13.3	12.6	10.7				
EV/EBITDA 12M trailing	6.1	6.3	6.1	6.0	5.5				

Source: Company, Trigon

### Sprzedaż/m2

- Vistula: 1547 (+14% r/r), powierzchnia -10% r/r
- Bytom: 1882 PLN (+19% r/r), powierzchnia -6% r/r
- Wólczanka: 4828 PLN (+20% r/r), powierzchnia -13% r/r
- Deni Cler: 1824 PLN (-2% r/r), powierzchnia -5% r/r
- W.Kruk: 5962 PLN (+4% r/r), powierzchnia +11% r/r

## MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	130,656	-0.6%	9%	30%
WIG20	3,557	-0.6%	9%	27%
mWIG40	8,992	-0.5%	9%	18%
sWIG80	31,084	-0.4%	7%	13%
PX (Prague)	2,600	-1.2%	5%	25%
BUX (Budapest)	133,872	-0.7%	10%	44%
BET (Bucharest)	29,290	1.1%	5%	68%
BIST30 (Istanbul)	16,536	0.5%	14%	61%
DAX	24,129	-0.1%	8%	8%
FTSE 100	10,379	-0.7%	4%	23%
STOXX Europe 600	611	-0.6%	6%	17%
S&P 500	7,165	0.8%	13%	30%
NASDAQ 100	27,304	1.9%	18%	41%
Nikkei 225	60,693	1.0%	14%	70%
Shanghai Comp	4,092	-0.3%	5%	24%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.0%	3.2	-36.1	29.5
PL 10Y bond yield	5.6%	-0.1	-20.6	30.8
CZ 10Y bond yield	4.8%	7.2	-7.3	69.7
HU 10Y bond yield	6.1%	3.0	-134.0	-82.0
RO 10Y bond yield	7.1%	-0.8	-9.2	-31.8
WIBOR 3M	3.8%	-1.0	-1.0	-161.0
EURIBOR 3M	2.2%	-0.2	-1.5	0.2

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.62	0.0%	-2.8%	-3%
EUR/PLN	4.24	0.0%	-1.0%	-0.5%
EUR/USD	1.17	0.0%	1.9%	2.7%
GBP/PLN	4.90	0.0%	0.7%	2.5%
CZK/PLN	0.17	0.0%	0.2%	-1.8%
HUF/PLN	0.012	-0.1%	-5.5%	-9.4%
RON/PLN	0.83	0.0%	0.8%	2.8%
CNY/PLN	0.53	0.0%	1.6%	-3.2%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,722	0.4%	7%	42%
Silver (USD/toz)	75.7	0%	9%	128%
Copper (USD/t)	13,310	-0.3%	10%	42%
Zinc (USD/t)	3,473	0.6%	14%	29%
Molybdenum (USD/lb)	27.5	0.3%	3%	39%
Iron ore (USD/t)	107	0.0%	1%	7%
HCC (USD/t)	230	0.0%	-4%	13%
HRC EU (EUR/t)	715	0.0%	1%	8%
Brent crude oil (USD/bbl.)	107.2	1.8%	-5%	60%
CO2 (EUR/t)	74.9	0.1%	5%	10%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	44.4	0%	-19%	36%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	92	0.0%	-3%	13%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	438	0.3%	1%	6%
Shanghai Freight Index	1,875	-0.6%	10%	37%

## Zysk netto skor.

- 10,8mln PLN odpisów na zapasy w 4Q25 vs +2,5mln PLN w 4Q24
- Różnice kursowe z tytułu MSSF16 na poziomie +3,1mln PLN w 4Q25 (vs +0,1mln PLN w 4Q24)

## KGL

### Szacunkowe wyniki finansowe za 2025 rok

- Przychody ze sprzedaży 528mln PLN, -0,7% r/r;
- Zysk brutto na sprzedaży 70mln PLN, -8% r/r;
- Strata na działalności operacyjnej 7mln PLN vs. zysk operacyjny 9,5mln PLN w '24;
- Strata netto 18mln PLN vs. strata netto 3,8mln PLN w '24.

## LENA LIGHTING

### Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1Q26

- Przychody ze sprzedaży 32,9mln PLN, -0,1% r/r;
- Zysk brutto na sprzedaży 11mln PLN, +3,5% r/r;
- Zysk na sprzedaży -1,4mln PLN, -434,4% r/r;
- Zysk z działalności operacyjnej -1,4mln PLN, -574,7% r/r;
- Zysk brutto -1,2mln PLN, -842,9% r/r;
- Zysk netto -983tys. PLN, -1140,9% r/r.

## MOSTOSTAL WARSZAWA

### Szacunkowe skonsolidowane wyniki za 2025 rok

- Przychody ze sprzedaży 1,3mld PLN, -17% r/r;
- Strata brutto ze sprzedaży 40mln PLN vs. zysk brutto ze sprzedaży na poziomie 52,6mln PLN w '24;
- Strata netto 103mln PLN vs. strata netto 26,9mln PLN w '24.

## FINANCIALS

### ING BANK ŚLĄSKI (ING PW; SELL; TP PLN 420)

#### Podpisanie finalnej umowy nabycia 55% akcji Goldman Sachs TFI S.A.

- Wartość transakcji wynosi 405mln PLN;
- Transakcja obniży skonsolidowany łączny współczynnik kapitałowy oraz współczynnik Tier 1 o ok. 32 p.b.

### ALIOR BANK (ALR PW; BUY; TP PLN 161.0)

#### Bank widzi znikomy wpływ wojny na jakość portfela kredytowego

- Na chwilę obecną bank nie identyfikuje ryzyk, które mogłyby w istotny sposób negatywnie wpłynąć na koszty ryzyka;
- CoR nie powinien przekraczać 0,8%.

## BANKI

### Z geograficznego punktu widzenia domknęliśmy mapę obecności, którą zawsze chcieliśmy mieć – CEO Erste Group

- W ocenie prezesa, w europejskim sektorze bankowym wciąż jest dużo miejsca dla dalszej konsolidacji.

## UTILITES & MINING

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

#### Podsumowanie conference call

## LOGISTICS & TRANSPORT

### OT LOGISTICS

#### Zamknięcie transakcji sprzedaży 49,99% akcji spółki na rzecz DD Rail Properties

- W ramach transakcji Cres sprzedał 1,17 mln akcji za cenę 18,2mln PLN, Marsel 2,36 mln akcji za cenę 36,9mln PLN oraz Neuvic 3 mln akcji za cenę 47,2mln PLN.

## TMT

### AGORA

#### Spółki zależne pozywają Skarb Państwa o blisko 135mln PLN

- Pozew związany jest z brakiem terminowej implementacji przez RP Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady EU ws. prawa autorskiego na rynku cyfrowym;
- Opóźnienie wynosi 3,5 roku.

## VOLUME

### AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2277	2569.6	2557.0	2263.1	89%
WIG20	1849.5	2118.2	2112.9	1909.1	88%
WIG40	298.2	360.4	362.0	320.5	82%
sWIG80	94.6	73.5	71.9	69.2	132%

### TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	196	XTB	44.3	ICE	6.0
KGH	180.5	ACP	39.8	DIG	3.3
PEO	142.3	RBW	37.1	11B	2.8
PKN	124.0	MDV	33.6	VGO	2.8
ALE	116.0	MIL	16.6	LWB	2.4
ZAB	98.3	TPE	16.5	BRS	1.8
PZU	93.9	ASB	12.9	BMC	1.7
CDR	76.7	BFT	11.4	SCW	1.5
LPP	70.3	ENA	7.6	TOR	1.1
PCO	57.4	ING	6.6	CRJ	1.1

### VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
ALR	155%	RBW	349%	ERB	494%
PCO	143%	ATC	301%	VRG	448%
MBK	111%	NEU	174%	SVE	348%
KRU	109%	MIL	138%	ATC	301%
PEO	101%	DVL	132%	ABS	300%
ZAB	92%	11B	130%	DCR	267%
KTY	92%	ACP	93%	BRS	238%
PGE	83%	ATT	92%	FTE	217%
PKO	80%	XTB	90%	SCP	209%
CDR	78%	PKP	89%	AST	168%

## STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best	WIG20			Worst	
PGE	11	2.4%	ALR	120	-3%
DNP	33	0.7%	LPP	22,620	-2.8%
ALE	30	0.6%	BDX	704	-2.5%
PKN	129	0.4%	ZAB	24	-2.0%
PCO	32	0.3%	CDR	279	-1.7%

Best	mWIG40			Worst	
NEU	724.0	4.9%	ASB	62.4	-3%
RVU	24.0	1.9%	11B	166.5	-2.6%
ABE	124.8	1.3%	BFT	3,794.0	-2.4%
CAR	733.0	1.0%	ATC	7.2	-2.1%
GPW	78.0	0.6%	ATT	17.9	-2.0%

Best	sWIG80			Worst	
VRG	5.2	5.1%	VGO	546.0	-8%
CMP	58.0	2.7%	ICE	72.9	-5.3%
ANR	19.4	2.6%	BCX	82.9	-3.3%
ABS	83.4	2.5%	DCR	76.0	-3.2%
RVU	24.0	1.9%	SCW	430.0	-3.2%

**COMP (CMP PW; BUY; TP PLN 67)****Spółka nabyła 555,6 tys. akcji po cenie 63 PLN**

- Akcje stanowiły ok. 2,71% kapitału i głosów na walnym;
- Po transakcji spółka posiada 936,5 tys. akcji, stanowiących ok. 4,57% kapitału i głosów na walnym zgromadzeniu spółki.

**RYNEK IT****Anthropic stworzył wewnętrzny marketplace dla pracowników**

- Anthropic stworzył wewnętrzny marketplace dla 69 pracowników: agenci Claude (Opus, Haiku) negocjowały i finalizowały transakcje w pełni autonomicznie, bez ingerencji człowieka;
- Modele zawarły 186 transakcji na łączną kwotę ponad 4 000 USD, w oparciu o 500+ wystawionych przedmiotów;
- Mocniejszy model (Opus 4.5) wygrywał negocjacje z słabszym (Haiku 4.5), a sprzedawcy z Opus zarabiali ~2,68 USD więcej per item, czego słabsza strona nie zauważała;
- 46% uczestników zadeklarowało gotowość zapłaty za podobną usługę w przyszłości;
- [LINK](#) do opisu eksperymentu.

**GAMING****PCF GROUP (Restricted)****Umowa inwestycyjna z Cooldown Games i rozpoczęcie procesu budowania księgi popytu na potrzeby oferty nowych akcji**

- PCF Group nabywa od amerykańskiej spółki Cooldown Games LLC prawa do trzech umów wydawniczych dotyczących gier wideo segmentu AA za około 1.5 mln USD, które zostaną przeniesione na spółkę zależną People Can Fly Ireland;
- Cooldown Games zobowiązała się do reinwestycji otrzymanych środków w nowe akcje PCF Group oraz do zapewnienia inwestycji w nowo emitowane akcje PCF przez inwestorów powiązanych z Cooldown Games (łącznie na kwotę około 10,8 mln PLN);
- PCF Group rozpoczął budowanie księgi popytu na maksymalnie 4.112.081 nowych akcji po cenie nie niższej niż 4,00 PLN i nie wyższej niż cena zamknięcia z 23 kwietnia 2026 r.;
- Lock-up - Cooldown Games objęte lock-up do 15 grudnia 2026 r. ze stopniowym zwalnianiem akcji co dwa miesiące, natomiast inwestorzy powiązani z CDG do 31 grudnia 2027 r. z możliwością zwolnienia 50% akcji w grudniu 2026 r.;
- Umowa przewiduje zatrudnienie zespołu Cooldown Games (ex. Gearbox Publishing) przez spółki z grupy PCF oraz utworzenie nowego pionu wydawniczego w strukturze grupy kapitałowej;
- Pozyskane środki zostaną przeznaczone na zapłatę wynagrodzenia za cesję praw wydawniczych oraz finansowanie produkcji i wydania przejmowanych gier planowanych na lata 2026-2027.

**CREEPY JAR (CRJ PW; BUY; TP PLN 855)****Podsumowanie konferencji powynikowej [lekko pozytywne]****#Green Hell**

- Zarząd jest zadowolony z ogona sprzedażowego gry, ze sprzedażą wyższą r/r;
- Green Hell 2 nie jest jeszcze w formalnej preprodukcji; priorytetem pozostaje StarRupture 1.0, a decyzje o przesunięciu części zasobów mają się wyklarować w ciągu około dwóch miesięcy;

**#StarRupture**

- Studio konsekwentnie realizuje roadmapę, która zakłada kolejne aktualizacje, poprawę balansu, błędów, optymalizacji, dodawanie contentu, poszerzania mapy, poprawa walki, UX i wiele innych;
- W wersji 1.0 mają pojawić się dodatkowe atrakcyjne elementy, w tym fala mrozu, nowy biom i endgame;
- Spółka chce, by gra trafiła także na duże konsole równoległe lub możliwie blisko premiery wersji 1.0; już prowadzi rozmowy z partnerami od portowania;
- Spadek udziału pozytywnych ocen po aktualizacji był zauważalny, ale zdaniem spółki nie jest dramatyczny; kierunek rozwoju gry pozostaje bez zmian;
- Feedback po pierwszym update'cie nie wskazuje krytycznych problemów; uwagi dotyczą głównie błędów technicznych, stabilności i frustracji części graczy po rollbacku postępu;
- Kolejny pakiet quality of life ma pojawić się w najbliższych tygodniach, ale termin dużego content update'u nie został jeszcze potwierdzony. Przekazała za to, że ma on dotyczyć walki i obrony bazy;
- Koszty rozwoju gry do wersji 1.0 będą amortyzowane (w kosztach bieżącego okresu będzie uwzględniana amortyzacja prac do wersji 1.0);

**#Pozostałe**

- Spółka będzie dalej raportować sprzedaż StarRupture i Green Hell kwartalnie oraz komunikować kolejne progi sprzedażowe co 0,5 mln kopii
- Zespół liczył 64 osoby i zarząd sygnalizuje, że to obecnie komfortowa skala do realizacji planów.

**DRAGO ENTERTAINMENT****Dokonanie odpisów aktualizujących w łącznej kwocie 1,6mln PLN**

- Kwota 1,4mln PLN dotyczy gry „Winter Survival”;
- Kwota 228tys. PLN dotyczy gry „Gas Station Simulator VR”.

**VIVID GAMES****Oświadczenie Yabai.games Sp. z o.o. o odstąpieniu od umowy o współpracy w zakresie przygotowania portu gry „Eroblast”**

## INDUSTRIALS

**VIGO PHOTONICS (VGO PW; No recommendation)****Podsumowanie konferencji po wynikach za 4Q25 [neutralne]**

- Spółka raportuje dynamiczny wzrost wolumenowej sprzedaży detektorów, w 2025 sprzedano ~27tys. detektorów (+~40% r/r), m.in. w wyniku pierwszych seryjnych dostaw tanich modułów dla górnictwa w Chinach

**#Outlook**

- Otrzymane zamówienie z USA na 10tys. modułów do systemów wykrywania wystrzałów broni palnej z terminem realizacji do 1Q27, zamówienie z Chin na 2tys. detektorów dla górnictwa z terminem realizacji do końca 2026 roku

- Zarząd sygnalizuje, że przychody 1Q26 (19,3mln PLN, -13% r/r) były poniżej potencjału przez przesunięcia części zamówień na 2Q26, ale po 1H26 Spółka oczekuje wzrostu sprzedaży r/r, a druga połowa roku ma być „dosyć silna”

- Na 2026 rok Spółka wskazuje ok. 10% wzrost przychodów w dotychczasowym biznesie (ex-IRA), przy czym do tego dojdzie wzrost o 5-10% r/r w IRA, jednocześnie backlog (bez uwzględniania kontraktów ramowych PGZ/PCO) jest wysoki i powinien wspierać utrzymanie dwucyfrowej dynamiki order intake

- W tle trwają dalsze prace optymalizacyjne, Spółka w 2025 przeprowadziła redukcję zatrudnienia i przegląd procesów produkcyjnych/logistycznych, pełny efekt tych działań ma być widoczny w wynikach 2026, poprawiając marżowość bez znaczącego wzrostu bazy kosztowej

- Zarząd sygnalizuje poprawę rentowności w 2026 roku dzięki wzrostowi skali, pełniejszym efektom optymalizacji kosztów oraz kontrybucji IRA, celem w USA na 2026 rok jest zwiększenie przychodów do 40-50mln

- Kwiecień miał być udany pod względem nowych zamówień (order intake), w 2Q26 Spółka oczekuje wzrostu zamówień r/r

**#USA / IRA i ekspansja na rynku amerykańskim**

- Zarząd traktuje IRA jako strategiczne zaplecze „made in USA”, lokalna produkcja i inżynieria mają odblokować dostęp do projektów US defence, gdzie wymagane są komponenty wytworzone w USA, ITAR oraz certyfikacja CMMC (VIGO US ma już pełną rejestrację ITAR oraz planuje zakończyć audyty CMMC na poziomie 2 w 2026 roku)

- W krótkim terminie (2026) celem dla IRA jest co najmniej utrzymanie dotychczasowych przychodów z lekkim wzrostem (+5-10% r/r), przy poprawie terminowości realizacji zamówień dzięki usuwaniu „wąskich gardeł” produkcyjnych oraz wykorzystaniu mocy w Ożarowie do części procesu wytwórczego

- Na 2026 rok planowana jest istotna poprawa wykorzystania potencjału cross-sellingu: sprzedaż tańszych modułów VIGO dotychczasowym klientom IRA oraz oferowanie detektorów chłodzonych LN<sub>2</sub>/Stirling (technologia IRA) klientom VIGO

- Zarząd wskazuje, że w 2026 roku udział USA w przychodach Grupy istotnie wzrośnie (dotychczas ~12% sprzedaży), natomiast przełomowy wzrost udziału sektora zbrojeniowego w USA spodziewany jest od 2027 roku

**#Matryce podczewieni**

- Inicjatywa matryc podczewieni pozostaje jednym z dwóch kluczowych filarów strategii (obok wzrostu core-biznesu i ekspansji w USA), celem jest zdobycie pozycji głównego dostawcy detektorów dla polskiego wojska (PCO, Rosomak, Borsuk, Leopard 2PL, K2PL, etc.) oraz wejście do projektów wojskowych w Europie i docelowo zastosowań kosmicznych

- Harmonogram matryc nieznacznie się przesunął vs. wcześniejsze plany, w 3Q/4Q26 mają się odbyć testy kwalifikacyjne w PCO (3Q26 start zakupów maszyn do linii), 2026 ma przynieść pierwsze, jeszcze niewielkie przychody z segmentu, a pełnoskalowa produkcja seryjna jest planowana na 2Q27, z potencjałem dalszego rozszerzenia oferty o matryce HD 1280x1024 (SVGA) i formaty specjalistyczne

- Zarząd widzi bardzo silny popyt na matryce w Europie, lokalni klienci zbrojeniowi podkreślają wagę dostawcy z UE i „local content”, po wdrożeniu do PCO i PGZ matryce mają stać się bazą do ekspansji na rynki europejskie, korzystając m.in. z programów PMT i trendu budowy niezależności technologicznej Europy

- Zarząd ocenia, że obszar modernizacji Sił Zbrojnych RP (PMT) to potencjał sprzedaży kilkuset matryc rocznie

**#HyperPIC / fotoniczne układy scalone (PIC)**

- Projekt HyperPIC/MIRPIC pozostaje kluczową, ale długoterminową opcją wzrostową, adresującą miniaturyzację i masowe zastosowania sensorów w średniej podczewieni (Mid-IR) w aplikacjach przemysłowych, konsumenckich i defence, docelowo ma umożliwić produkcję zintegrowanych fotonicznych układów scalonych (lasery QCL + detektory + falowody + elektronika) na skalę masową od ~2030 roku

- Całkowity budżet projektu HyperPIC to 253mln EUR (40mln faza R&D, 213mln faza FID) z dofinansowaniem UE 102,8mln EUR, ze względu na skalę nakładów Spółka deklaruje, że nie będzie finansować HyperPIC ze środków własnych i wyklucza emisję akcji pod ten projekt

- Prace R&D postępują, ale wolniej niż planowano, Zarząd przyznaje, że z uwagi na brak finansowania HyperPIC część działań jest wstrzymana, jedyną drogą do realizacji pełnej skali HyperPIC jest pozyskanie partnera strategicznego z odpowiednią skalą kapitałową i obecnością rynkową

**#Przegląd opcji strategicznych / finansowanie wzrostu**

- Proces przeglądu opcji strategicznych trwa, celem jest pozyskanie partnera (finansowego lub strategicznego) do finansowania rozwoju fotonicznych układów scalonych (PIC/HyperPIC) oraz wybranych linii biznesowych (matryce, defence), Spółka zakłada zakończenie procesu w 2026 roku, bez przesądzenia o konkretnym wirancie

- Zarząd wskazuje, że rozmawia z podmiotami z „zaangażowaniem fotonicznym” oraz z ekspozycją na defence, część rozmów dotyczy HyperPIC (masowy, także konsumencki rynek sensorów), a część bezpośrednio biznesu matrycowego i wojskowego

- W ocenie Zarządu, aby w pełni wykorzystać szanse rynkowe (matryce, HyperPIC, projekty defence w USA/UE), VIGO potrzebuje wsparcia silniejszego partnera, zarówno kapitałowego, jak i komercyjnego (negocjacje z kluczowymi klientami, obecność na rynkach globalnych), szczególnie w kontekście bardzo kapitałochłonnej natury branży oraz wieloletnich cykli rozwojowo-wdrożeniowych.

**BORYSZEW****Podsumowanie konferencji wynikowej za 2025 rok**

- Rok 2025 przebiegł pod znakiem restrukturyzacji i optymalizacji aktywów Grupy Boryszew (BAP w Niemczech, Maflow we Francji, Grupa Alchemia – WRA, Rurexpol)

- W bieżącym roku dalsza optymalizacja (konsolidacja produkcji Maflow w Toruniu i Tychach, zamknięcie oddziału w Chełmku)

- W 4Q26 rozpocznie się budowa instalacji termicznego przetwarzania odpadów niebezpiecznych w ZUO Konin (50mln PLN w 2026, łącznie 100mln PLN+)

- Zakończono inwestycje w linie do przewodów napowietrznych w NPA Skawina (50mln PLN) – instalacja ma zamówienia na kilka lat do przodu, ruszyła inwestycja w budowę kolejnej linii o wartości 61mln PLN

- Spółka jest certyfikowanym dostawcą na rynku niemieckim, czeskim, słowackim i polskim

- Projekt produkcji miseczek do łusek nie zakończył się sukcesem (preferowana technologia prętów a nie blach)

- Hornet Polskie Drony – projekt realizowany z Instytutem Techniki Wojsk Lotniczych, w pierwszej kolejności Boryszew będzie się koncentrował na produkcji kompozytów i laminatów
- Stabsze wyniki za 2025 rok niż wynikało to ze strategii to głównie efekt Grupy Alchemia, gdzie strata wyniosła -29mln vs budżet +14mln
- Spółka podtrzymuje cele finansowe ze zaktualizowanej strategii
- Wstrzymanie się od wypłaty dywidendy to efekt wzmożonego cyklu inwestycyjnego który jest przed spółka

### XTPL (XTP PW; BUY; TP PLN 120)

#### Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży produktów i usług w 1Q26 na poziomie 1,2mln PLN

- W analogicznym okresie poprzedniego roku przychody wyniosły 2,0mln PLN, -39% r/r
- Wartość przychodów nie obejmuje przychodów związanych z realizacją dotacji
- Główny wpływ na wartość sprzedaży w 1Q26 miało dostarczenie 1 urządzenia Delta Printing System (DPS) do klienta z Tajwanu oraz 2 modułów Ultra-Precise Dispensing (UPD), w tym 1 do bezpośredniego partnera z Chin
- Szacunkowy stan środków pieniężnych na koniec kwartału wyniósł 2,4mln PLN i nie uwzględniał wpływów z zakończonej w tym okresie emisji akcji, w ramach której XTPL pozyskał od inwestorów 19,5mln PLN brutto

#### #Outlook

- Spółka prowadzi zaawansowane negocjacje nakierowane na uzyskanie kolejnej partii zamówień w ramach pierwszego wdrożenia w Chinach z przewidywanym czasem dostarczenia w horyzoncie 2026 roku
- Spółka informuje, że wraz z podpisaną umową o dofinansowanie, z kwotą dofinansowania wynoszącą 10,1mln PLN, sytuacja finansowa Spółki jest stabilna i pozwala realizować przyjętą Strategię na lata 2026-2028
- Istotnym elementem strategii mają być działania w zakresie R&D oraz sprzedażowych, nakierowanych na szerszą komercjalizację nowej linii biznesowej systemów ODRA
- Pierwsze zamówienie na dostawę systemu ODRA Spółka otrzymała 9 marca'26 od klienta przemysłowego z siedzibą w Dolinie Krzemowej w USA, wartość umowy mieści się w zakresie 0,4-0,5mln USD, a przychody uzyskane z realizacji zamówienia będą miały pozytywny wpływ na wyniki w 4Q26
- Aktualnie Spółka prowadzi wiele otwartych procesów sprzedażowych nakierowanych na uzyskanie kolejnych zamówień systemów ODRA z czasem dostarczenia w 4Q26 lub w roku 2027

## CONSTRUCTION & REAL ESTATE

### ARCHICOM (ARH PW; BUY; TP PLN 65)

#### Wprowadzenie do sprzedaży 236 mieszkań w ramach etapu 1C inwestycji Zenit w Łodzi

### ERBUD (ERB PW; HOLD; TP PLN 30)

#### Zawarcie umowy dotyczącej budowy źródeł kogeneracyjnych w Ostrowskim Zakładzie Ciepłowniczym

- Wartość kontraktu wynosi 225,9mln PLN netto oraz 6,3mln EUR netto;
- W ramach kontraktu spółce przysługuje wynagrodzenie z tytułu realizacji zadań w zakresie serwisu w kwocie ok. 143tys. PLN netto oraz 133,5tys. EUR netto miesięcznie przez okres 10 lat od przejęcia do eksploatacji przedmiotu inwestycji;
- Zakończenie realizacji prac ustalono w terminie do 30 listopada 2027 roku.

### UNIBEP

#### Oferta spółki za 379,9mln PLN brutto wybrana na prace w Filharmonii Pomorskiej w Bydgoszczy

- Termin realizacji prac wyznaczono na okres 36 miesięcy od daty zawarcia umowy.

### ZUE

#### Oferta konsorcjum ZUE za ok. 394,5mln PLN wybrana w przetargu w Rumunii

- Spółka złożyła ofertę w konsorcjum z CON-A Operations SRL, UTI Construction and Facility Management S.A.;
- Udział ZUE wynosi 33%;
- Przedmiotem przetargu jest zaprojektowanie i wykonanie infrastruktury kolejowej oraz robót towarzyszących w ramach inwestycji Kolej Metropolitarna Cluj.

## BIOTECH

### CELON PHARMA (CLN PW; BUY; TP PLN 38.8)

#### Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu

- Spółka spodziewa się wzrostu sprzedaży eksportowej o kilka, może niskie kilkanaście procent w tym roku;
- Podtrzymany zamiar wyodrębnienia działalności generycznej i innowacyjnej do spółek zależnych;
- Nie ma w planach emisji akcji;
- Chiński partner spółki podtrzymał oczekiwania co do zakończenia rejestracji Salmexu do końca 2026 roku;
- Spółka ma nadal zamiar wprowadzać na rynek 1-2 leki rocznie;
- Prawdopodobieństwo zawarcia umowy partneringowej dla CPL'36 w 2H26 jest wysokie;
- Segment generyczny pozostaje dominujący, ale spółka widzi też szanse rozwoju w obszarze GLP-1.

### MEDINICE (ICE PW; BUY; TP PLN 62)

#### Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu

- Moment na rozmowy o komercjalizacji CoolCryo jest dobry i spółka wiąże duże nadzieje z trwającymi procesami due diligence;
- Proces due diligence potrwa kilka miesięcy;
- Spośród pozostałych projektów spółki najbliższe wejścia do due diligence jest PacePress.

## OTHER INFORMATION

**3R GAMES:** Rekomendacja zarządu w sprawie wypłaty 0,04 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok  
- DY=5,7%.

**ATREM:** Zawarcie umowy nabycia 100% udziałów w spółce Dąbnica Sp. z o.o. za ceną 3 PLN  
- Dąbnica Sp. z o.o. jest wykonawcą kompleksowych usług w obszarze elektryki i energetyki – szczególnie w województwie podlaskim o średnich przychodach w ostatnich 3 latach w wysokości ok. 16mln PLN rocznie.

**CAPITEA:** Odzyski w 1Q26 wyniosły 42,5mln PLN, +3% r/r

**GOBARTO:** Odstąpienie od umowy nabycia udziałów w spółce Dante

**INTROL:** Rekomendacja zarządu w sprawie niewypłacania dywidendy z zysku za 2025 rok  
- Kwota 25,4mln PLN ma zostać przeznaczona na kapitał rezerwowy z przeznaczeniem na wypłatę dywidendy w przyszłych okresach.

**PASSUS:** Spółka ma zamówienie na 5-letnią licencję oprogramowania do analizy danych za 10,4mln USD netto  
- Wynagrodzenie będzie płatne w pięciu rocznych ratach.

**PMPG POLSKIE MEDIA:** W ramach aktualizacji wartości udziałów i akcji spółek zależnych skonsolidowany wynik finansowy zostanie obniżony o kwotę 3,59mln PLN w '25

## INSIDER TRADING

**AMICA**  
Prezes zarządu kupił 500 akcje @ 52,60 PLN.

**AMICA**  
Insider kupił 500 akcji @ 52,60 PLN.

**COMP**  
JT Inwestycje ASI sp. z o.o., podmiot związany z prezesem zarządu, sprzedał 34,9 tys. akcji @ 63,00 PLN.

**DIAGNOSTYKA**  
Wiceprezes zarządu kupił 1 tys. akcji @ 146,99 PLN.

## SHARE BUYBACK PROGRAM

**KRKA**  
Nabycie 4,4 tys. akcji @ 243,56 EUR.

## CHANGES IN GOVERNING BODIES

**BOŚ**  
Rezygnacja p. Kamila Kuźmińskiego z pełnienia funkcji wiceprezesa zarządu.

**ENEA**  
Rada Nadzorcza powołała p. Grzegorza Kinelskiego na stanowisko prezesa zarządu, p. Bartosza Krystę na stanowisko członka zarządu ds. handlowych, p. Marka Lelątko na stanowisko członka zarządu ds. finansowych oraz p. Przemysława Baszaka na stanowisko członka zarządu ds. bezpieczeństwa.

**MILLENNIUM**  
Rezygnacja p. Antonio Pinto Junior z pełnienia funkcji członka zarządu.

**MILLENNIUM**  
Powołanie p. Hugo Resende na stanowisko członka zarządu.

## CHANGES IN SHAREHOLDERS

**ATENDE**  
Zmniejszenie zaangażowania przez PKO BP Bankowy OFE z 10,01% do 9,99% kapitału i głosów.

**ŚNIEŻKA**  
Zwiększenie zaangażowania przez VRM Fundacja Rodzinna powyżej 5% do 7,314% (8,473% kapitału) głosów.

**ŚNIEŻKA**

Zwiększenie zaangażowania przez Fundacja Rodzinna Piotra Mikruta powyżej 5% do 7,161% (8,296% kapitału) głosów.

## BLOCK TRADES

**NANOGROUP**

Wolumen: 360 tys. @ 2,37  
% kapitału: 0,84

**OT LOGISTICS**

Wolumen: 6,5 mln @ 15,64  
% kapitału: 49,99

**PGF POLSKA GRUPA FOTOWOLTAICZNA**

Wolumen: 252,8 tys. @ 0,30  
% kapitału: 0,25

## GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

**3R GAMES: Zwołanie ZWZA na dzień 22 maja 2026 roku w sprawie wypłaty 0,04 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok**

- Dzień dywidendy ustala się na 29 maja, a termin wypłaty na 8 czerwca 2026 roku;
- DY=5,7%.

**HIPROMINE: Zwołanie ZWZA na dzień 21 maja 2026 roku w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego o kwotę nie wyższą niż 700tys. PLN**

- Kapitał zakładowy ma ulec podwyższeniu w drodze emisji do 700 tys. akcji serii S w trybie subskrypcji prywatnej;
- Cena emisyjna akcji serii S nie będzie mniejsza niż 85 PLN za papier.

**STALPROFIL: Zwołanie ZWZA na dzień 21 maja 2026 roku w sprawie wypłaty 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=3,6%.

**ŚNIEŻKA: Zwołanie ZWZA na dzień 21 maja 2026 roku w sprawie wypłaty 5,15 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok**

- Dzień dywidendy ustala się na 2 czerwca, a termin wypłaty na 8 czerwca 2026 roku;
- DY=6%.

## 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, 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, PKN, 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

\*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			P/BV			ROE			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Alior	ALR	Buy	161.0	119.8	34%	15,640	9.1	8.2	7.3	1.2	1.1	1.1	13%	13%	14%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Hold	181.0	146.2	24%	21,630	10.1	8.4	7.6	1.2	1.1	1.1	12%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	113.5	99.8	14%	40,949	10.2	9.6	9.3	1.4	1.3	1.2	13%	13%	13%	77
Handlowy	BHW	Buy	137.0	116.2	18%	15,183	10.4	10.9	10.0	1.5	1.5	1.4	15%	14%	14%	59
ING	ING	Sell	420.0	416.4	1%	54,174	13.4	11.9	10.0	2.5	2.3	2.1	18%	19%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,190	1,161	2%	220,647	12.9	12.0	11.6	1.7	1.7	1.6	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,100.0	1,158.0	-5%	49,245	13.3	10.6	9.4	2.0	1.7	1.6	15%	16%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	17.3	18.0	-4%	21,782	16.4	10.1	9.1	2.1	1.8	1.6	13%	18%	18%	67
Moneta	MONET	Sell	173.0	186.0	-7%	95,046	14.1	13.6	13.2	3.0	2.9	2.8	21%	21%	21%	71
OTP	OTP	Hold	44,437	41,610	7%	11,651	9.5	9.0	8.6	1.9	1.7	1.6	20%	19%	18%	77
Pekao	PEO	Hold	279.0	235.8	18%	61,890	10.8	9.5	8.6	1.7	1.6	1.5	16%	17%	18%	72
PKO BP	PKO	Buy	118.0	96.6	22%	120,725	11.1	9.1	8.2	2.0	1.8	1.7	18%	20%	21%	61
Santander	SPL	Buy	760.0	629.8	21%	64,359	12.7	9.8	9.1	1.8	1.7	1.6	14%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	600.0	473.2	27%	9,248	7.7	7.2	6.7	1.5	1.3	1.2	20%	19%	18%	79
PZU	PZU	Hold	71.5	65.0	10%	56,129	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	166.5	-21%	402	—	—	14.6	11.7	19.5	5.1	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	155.0	124.8	24%	2,184	10.3	10.0	9.7	6.7	6.5	6.3	—	—	—	45
Aïlleron	ALL	Hold	17.6	16.9	4%	209	14.6	11.0	9.6	6.4	5.6	4.8	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	40.0	30.2	32%	31,919	16.5	13.9	12.0	9.4	8.2	7.3	5%	6%	6%	93
Ambra	AMB	Buy	23.0	18.8	22%	474	10.0	9.4	9.2	4.6	4.3	4.0	6%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	11.0	11.6	-5%	2,551	14.5	12.8	12.1	5.0	5.0	4.8	1%	2%	3%	80
Answear.com	ANR	Buy	25.0	19.4	29%	368	12.0	10.2	8.2	6.6	6.0	5.2	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65.0	54.2	20%	3,170	7.9	6.5	5.6	7.5	6.0	5.0	5%	9%	13%	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	27.6	20.0	38%	238	9.7	8.2	6.4	6.5	3.2	2.7	0%	0%	12%	—
Asbis	ASB	Hold	62.0	62.4	-1%	3,463	9.6	8.5	8.4	6.1	5.7	5.4	3%	5%	6%	—
Asmodee	ASMDEE	Buy	151.0	123.3	22%	29,188	52.0	48.6	42.3	24.7	23.3	20.6	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	90.0	83.4	8%	2,787	18.2	17.1	15.6	12.8	12.0	11.2	5%	5%	6%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208.0	190.3	9%	15,795	20.9	20.0	18.7	—	—	—	7%	7%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	75.0	60.2	25%	3,124	14.8	13.3	12.3	8.2	7.2	6.6	3%	4%	4%	—
Atal	1AT	Buy	75.0	59.5	26%	2,574	6.4	6.3	6.2	8.3	7.4	7.0	8%	13%	13%	—
Auto Partner	APR	Buy	26.5	22.4	18%	2,919	12.2	10.6	9.5	8.7	7.7	7.0	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	17.9	—	1,778	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	4,850.0	3,794.0	28%	12,524	18.7	14.6	12.0	9.0	8.0	6.9	2%	2%	3%	59
Biocellix	BCX	Buy	128.4	82.9	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	40.0	27.2	47%	525	22.1	18.3	3.7	6.3	5.8	1.7	0%	0%	4%	—
Budimex	BDX	Buy	900	704	28%	17,978	23.7	20.0	17.1	14.4	12.0	10.1	5%	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	278.9	16%	27,865	90.3	16.2	16.4	68.8	11.1	12.0	0%	0%	5%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	21.0	85%	1,131	—	123.8	48.8	59.9	17.4	13.0	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	943.3	1,195.0	-21%	642,898	21.3	22.3	22.9	8.0	8.0	7.9	3%	4%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.3	3.2	-30%	614	—	6.0	16.8	—	3.2	4.5	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	855.0	598	43%	418	9.2	5.9	18.3	5.3	3.2	8.5	7%	11%	17%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	800.0	646.0	24%	1,844	29.0	12.9	14.6	17.5	8.0	8.3	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Buy	67.00	58.00	16%	1,189	14.2	12.2	10.6	7.5	6.8	6.1	6%	7%	8%	—
CSG	CSG	Hold	26.0	19.9	30%	19,928	21.6	13.8	11.5	11.2	9.0	7.5	—	—	—	—
CTP	CTPNV	Buy	20.0	15.8	26%	7,683	6.6	5.2	4.2	9.1	7.9	6.9	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	220.0	187.3	17%	2,868	36.8	21.2	18.3	15.9	12.1	10.2	1%	1%	2%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	13.5	13.9	-3%	8,893	14.8	12.4	10.7	6.3	5.9	5.6	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	71.3	14%	832	30.9	26.1	19.6	17.2	14.5	11.3	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11.5	10.3	11%	4,782	10.6	9.8	9.5	9.4	8.3	7.9	7%	7%	8%	36
Diagnostyka	DIA	Buy	200.0	150.3	33%	5,074	15.9	13.5	11.5	8.6	7.5	6.5	3%	3%	4%	—
Digital Network	DIG	Hold	208.0	200.8	4%	851	13.8	12.4	11.1	7.7	7.0	6.3	2%	3%	3%	—
Dino Polska	DNP	Hold	39.5	33.5	18%	32,824	18.9	15.4	13.0	11.6	9.4	7.8	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Hold	295.0	250.5	18%	6,463	9.8	9.0	8.7	8.0	7.4	6.8	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.3	32%	2,187	14.7	6.0	4.2	8.7	5.3	3.9	15%	15%	15%	—
Erbud	ERB	Hold	30.0	27.1	11%	323	—	24.4	6.7	4.9	4.7	3.6	0%	3%	3%	—
Enea	ENA	Hold	25.9	23.0	12%	12,184	5.1	5.2	6.5	4.2	4.7	5.5	2%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	76.0	56.0	36%	982	7.7	7.1	6.5	4.1	3.7	3.6	6%	6%	6%	—
Eurocash	EUR	Under Review		5.9	-	815	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity 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	35.0	28.6	22%	608	10.0	8.5	7.5	7.0	5.9	5.2	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,665	13,000	5%	2,422,873	6.9	5.8	5.2	5.1	3.9	3.1	5%	8%	7%	75
GPW	GPW	Sell	72.0	78.0	-8%	3,272	14.6	14.1	13.8	11.4	10.7	10.3	4%	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%	1,539	31.1	16.5	13.6	18.5	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	171.5	-25%	275,090	20.8	19.1	18.1	8.2	8.0	7.7	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	60.0	52.6	14%	163,811	23.3	21.2	19.4	12.8	11.7	10.7	3%	4%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15.6	15.2	2%	32,298	41.9	34.6	27.0	10.2	8.9	7.7	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	850.0	733.0	16%	10,385	11.4	9.9	8.8	8.4	7.4	6.5	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Hold	24.0	20.5	17%	12,901	18.2	14.7	13.4	6.4	5.8	5.5	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review		27.6	-	3,243	—	—	—	—	—	—	—	—	—	51
Kęty	KTY	Buy	1,325.0	1,125.0	18%	11,073	16.3	13.9	11.4	10.4	9.4	8.3	4%	5%	6%	48
KGHM	KGH	Hold	363.1	318.1	14%	63,620	7.0	8.3	9.5	4.2	4.7	5.0	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	27,200	22,620	20%	41,980	16.1	13.9	12.0	7.9	6.8	6.0	4%	4%	5%	77
Mabion	MAB	Under Review		8.3	—	154	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Hold	258.0	196.8	31%	2,796	32.1	26.3	22.4	10.1	9.1	8.3	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Buy	62	73	-14%	677	5.8	8.2	—	4.0	5.2	—	6%	6%	0%	—
Mirbud	MRB	Buy	15	11	33%	1,243	9.8	8.8	7.0	7.7	6.1	5.0	1%	1%	2%	—
MLP Group	MLG	Buy	115.0	103.5	11%	2,483	8.8	6.2	4.8	11.3	9.7	8.2	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	356.4	358.0	0%	1,258	13.0	12.6	12.2	8.4	8.0	7.5	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Under Review		85.5	-	6,587	—	—	—	—	—	—	—	—	—	70
MOL	MOL	Under Review		4,100.0	-	3,081	—	—	—	—	—	—	—	—	—	71
Molecure	MOC	Buy	11.2	5.7	95%	118	2.4	2.2	—	0.9	0.5	—	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	52.5	41.5	27%	1,693	6.7	6.2	5.6	6.6	6.1	5.4	12%	12%	12%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	161.0	114.3	41%	14,095	21.1	17.0	14.9	6.1	5.0	4.1	2%	0%	0%	80
Neuca	NEU	Buy	860.0	724.0	19%	3,349	15.4	13.2	11.9	8.5	7.5	6.8	2%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	10	9	13%	491	17.4	17.9	16.5	6.7	6.6	6.0	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	14.4	5%	18,957	18.0	15.8	13.6	5.6	5.5	5.1	4%	5%	5%	61
Orlen	PKN	HOLD	131.8	129.1	2%	149,854	8.4	8.1	8.6	4.2	4.2	4.5	5%	5%	5%	61
PCF Group	PCF	Restricted		3.6	-	153	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review		189.1	-	94,550	—	—	—	—	—	—	—	—	—	60
Pekabex	PBX	Under Review		10.0	-	248	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	30.5	31.9	-4%	18,421	16.8	14.8	13.4	6.1	5.6	5.2	—	—	—	57
PGE	PGE	Hold	11.8	11.0	8%	24,569	5.7	6.9	6.3	4.1	5.1	4.8	0%	0%	0%	34
Playway	PLW	Buy	385.0	248.0	55%	1,653	8.2	8.0	9.5	5.7	5.7	7.1	7%	12%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	63.9	49.5	29%	3,818	36.2	37.6	22.5	11.4	11.4	5.1	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	8.9	29%	2,284	15.1	12.0	11.2	6.4	4.5	3.4	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	137.0	46%	1,994	9.2	9.0	8.6	5.2	4.9	4.4	5%	6%	6%	—
Rheinmetall	RHM	Buy	2,150.0	1,341.2	60%	62,443	39.0	26.3	18.2	21.5	14.6	10.2	0%	1%	2%	75
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	54.8	24.0	129%	554	7.5	13.8	2.2	3.9	5.7	—	0%	0%	0%	—
Saab	SAABB	Hold	680.0	565.0	20%	307,012	35.5	27.4	22.6	19.8	16.0	13.4	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	140.6	62%	445	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Hold	43.0	34.4	25%	651	72.7	26.3	17.2	10.8	8.5	6.7	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	58.0	40.0	45%	1,125	20.6	15.4	12.3	11.7	9.1	7.1	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	288.8	19%	2,463	16.2	14.3	13.4	10.6	9.1	8.4	4%	4%	5%	—
Tauron	TPE	Buy	12.6	9.8	29%	17,228	7.2	6.7	7.0	5.5	5.5	5.7	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	111.0	110.8	0%	718	12.7	8.4	9.1	8.3	5.5	5.7	9%	8%	12%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	72.8	17%	1,672	17.7	11.6	8.2	8.2	6.7	3.4	2%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.4	28%	705	7.8	7.1	6.4	4.9	4.7	4.4	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Under Review		325.0	-	448,500	—	—	—	—	—	—	—	—	—	86
Unimot	UNT	Buy	176.9	156.0	13%	1,224	6.8	8.7	7.8	5.1	5.8	5.0	4%	4%	4%	—
Voxel	VOX	Buy	130.0	99.7	30%	1,047	12.5	10.5	9.3	6.1	5.2	4.6	3%	5%	5%	—
VRG	VRG	Under Review		5.2	-	1,210	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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		8.8	-	906	—	—	—	—	—	—	—	—	—	67
XTB	XTB	Buy	131.5	105.8	24%	12,439	9.5	9.5	8.3	6.1	5.8	4.7	4%	8%	8%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	64.0	88%	189	—	20.4	8.4	56.8	10.1	5.2	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Buy	32.0	24.3	32%	24,372	19.6	15.3	12.3	7.2	6.3	5.5	—	—	—	—

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

## TRIGON DOM MAKLESKI S.A.

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

+48 22 330 11 11  
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. | Mogińska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieście w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. 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.