

## Daily

CEE | Equity Research

## HIGHLIGHTS

**FINANCIAL RESULTS**

**PEPCO:** Wyniki za 1H26: wyniki in line, pozytywne zmiany w capital allocation, trading update zbliżony do branży [lekko pozytywne]

**TAURON:** Wyniki za 1Q26 – zgodne ze wstępnyimi. WZA za wypłatą 0.2 PLN/sh. dywidendy. [neutralne]

**ENEA:** Wyniki za 1Q26 – zgodne ze wstępnyimi. [neutralne]

**CYFROWY POLSAT:** Wyniki 1Q26 zbliżone do oczekiwań: mocna energetyka, EBITDA w TMT wyższa o 1% r/r [neutralne]

**NEUCA:** Wyniki za 1Q26: solidne, lekka poprawa rentowności w core biznesie i mocny operator medyczny [lekko pozytywne]

**CYBER\_FOLKS:** Wyniki powyżej oczekiwań dzięki hostingowi i e-commerce [lekko pozytywne]

**VRG:** Wyniki za 1Q26: Poprawa marży brutto w obu segmentach, Lilou lepsze od szacunków [pozytywne]

**SHOPER:** Wyniki za 1Q26 zbliżone do oczekiwań, GMV wyższe o 13%, adj. EBITDA o 9% [neutralne]

**11 BIT STUDIOS:** 1Q26 Results Review: Blisko niewygórowanych oczekiwań [lekko negatywne]

**PCC ROKITA:** Wyniki za 1Q26

**MFO:** Wyniki 1Q26: zgodne ze wstępnyimi szacunkami i naszymi prognozami [neutralne]

**UNIBEP:** Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1Q26

**ML SYSTEM:** Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1Q26

**KINO POLSKA TV:** Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1Q26

**MUZA:** Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1Q26

**FINANCIALS**

**PEKAO:** Bank wprowadza pierwszy w Polsce program lojalnościowy dla akcjonariuszy

**MBANK:** KNF zatwierdziła prospekt mBank Hipotecznego sporządzonego w związku z ofertą publiczną LZ do łącznej wartości 10mld PLN

**MILLENNIUM:** Zakończenie subskrypcji obligacji podporządkowanych Tier 2 serii 3 o łącznej wartości nominalnej 500mln EUR

**HANDLOWY:** Pozytywna opinia RN w sprawie wniosku zarządu o wypłacie 9,80 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

**QUERCUS TFI:** Spółka zaprasza do sprzedaży do 3,7 mln akcji własnych po 15 PLN za akcję

**OIL, GAS & CHEMICALS**

**GRUPA AZOTY:** Przyjęcie Fertiliser Action Plan przez KE [lekko pozytywne]

**MOL:** Problemy z transakcją z NIS?

**UTILITIES & MINING**

**KGHM:** Potencjalne transakcje M&A - Bloomberg

**CONSUMER**

**PEPCO GROUP:** Spółka skupiła 7,9 mln akcji za 52,9mln EUR kończąc cały program skupu

**MODIVO:** Podsumowanie przekazu po konferencji wynikowej za 1Q26 [lekko negatywne]

**ASBIS:** Wstępne skonsolidowane przychody w kwietniu 2026 na poziomie 444mln USD, +74% r/r

**KONIUNKTURA KONSUMENCKA:** Maj'26: BWUK +2,8pp m/m, WWUK +2,7pp m/m

**RYNEK APTECZNY:** Wartość rynku aptecznego w kwietniu'26: 5,5mld PLN, +8,7% r/r

**TMT**

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

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

**GAMING**

**CD PROJEKT:** Spółka przeznaczy cały zysk za zeszły rok na kapitał zapasowy

**ARTIFEX MUNDI:** Rekomendacja zarządu w sprawie niewypłacania dywidendy za 2025 rok

**UBISOFT:** Wyniki FY25/26

**INDUSTRIALS**

**SAAB:** Otrzymanie zamówienia na system Carl-Gustaf od Litwy

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

**APATOR:** Podsumowanie konferencji wynikowej

**SUROWCE KRYTYCZNE:** UE utworzy rezerwę minerałów krytycznych – Reuters

**RYNEK SPACE / SPACEX:** Oficjalne zgłoszenie przez SpaceX IPO wskazuje na debiut spółki na Nasdaq w czerwcu - CNBC

**CONSTRUCTION & REAL ESTATE**

**DOM DEVELOPMENT:** Rozpoczęcie działalności na rynku poznańskim

**MLP GROUP:** Podsumowanie konferencji po wynikach 1Q26 [lekko pozytywne]

**MURAPOL:** Podsumowanie konferencji po wynikach 1Q26 [neutralne]

**UNIBEP:** Unieważnienie przetargu na prace budowlane na linii kolejowej na odcinku Gdańsk Osowa-Gdynia Główna

**LOKUM DEWELOPER:** Rekomendacja zarządu w sprawie wypłaty 1 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

**RYNEK BUDOWLANY:** Wyższe opłaty od odwołań do KIO – projekt nowelizacji PZP

**BIOTECH**

**SELVITA:** Podjęcie decyzji o rozpoczęciu przeglądu opcji strategicznych

**RYVU THERAPEUTICS:** Decyzja o rozwoju RVU120 w kierunku leczenia ostrej białaczki szpikowej

## TRIGON DM COVERAGE

**RECOMMENDATIONS**

## CORPORATE CALENDAR

**FINANCIAL RESULTS**

## FINANCIAL RESULTS

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

Wyniki za 1H26: wyniki in line, pozytywne zmiany w capital allocation, trading update zbliżony do branży [lekkko pozytywny]

EURm	2024	1H2025	2H2025	2025	1H2026	Y/Y	H/H	1H2026E
Revenues	4160	2353	2170	4523	2470	5%	14%	2462
Pepco	3853	2171	2013	4184	2301	6%	14%	
Dealz	307	182	157	339	170	-7%	8%	
LFL	-3.0%	-0.7%	2.3%	2.6%	0.5%	1.2p.p.	-1.8p.p.	
adj. EBITDA	784	439	426	865	516	18%	21%	500
adj. EBITDA (pre-IFRS 16)	480	273	258	531	341	25%	32%	
Pepco	513	290	277	567	343	18%	24%	
Dealz	-8	2	-3	-1	-11	-	-	
adj. EBIT	367	211	160	371	323	53%	102%	
adj. Net profit	183	130	89	219	198	52%	122%	155
Gross margin	47.0%	47.2%	48.9%	48.0%	49.7%	5%	2%	47.1%
Pepco	47.7%	48.2%	49.0%	48.6%	51.3%	6%	5%	
Dealz	30.4%	33.7%	32.4%	33.1%	27.0%	-20%	-17%	
SG&A ratio	28.1%	28.5%	29.3%	28.9%	28.8%	1%	-2%	
adj. EBITDA margin	19.4%	18.6%	21.2%	19.9%	20.9%	12%	-1%	20.3%
PEPCO	20.6%	20.4%	21.4%	20.9%	21.9%	7%	2%	
Dealz	4.2%	8.2%	6.5%	7.4%	0.9%	-89%	-86%	
Store count	4112	4231	4359	4359	4420	4%	1%	
Pepco	3781	3887	4015	4015	4077	5%	2%	
Dealz	331	344	344	344	343	0%	0%	
ND/EBITDA	2.1	2.1	1.4	1.4	1.9			
adj. P/E 12M trailing	-	-	19.9	19.9	15.2			
adj. EV/EBITDA 12M trailing	5.3	5.1	4.2	4.2	4.5			

Source: Pepco Group, Trigon

## #Key management notes

- Wyniki sklepów w WE zachęciły zarząd do rozszerzenia planów ekspansji. Spółka planuje w latach obrotowych 2027-2030 otworzyć co najmniej 600 nowych sklepów w krajach WE, gdzie już prowadzi działalność. Stanowiłoby to podwojenie obecnej liczby sklepów w tych państwach;

- **Aktualizacja strategii capital allocation.** Od FY27 spółka będzie co rok wypłacać nadwyżkę gotówkową z lewarowanych wolnych przepływów pieniężnych z roku poprzedniego, a współczynnik wypłacanej dywidendy do zysku ma wzrosnąć z czasem do 40% (z obecnych 25%). Dodatkowo Grupa planuje dokonać jednorazowego zwrotu kapitału do akcjonariuszy w wysokości do 400mln EUR w FY26;

- **Podtrzymanie zaktualizowanych celów na rok obrotowy 2026.** Wzrost przychodów w przedziale 6-8%, tempo wzrostu bazowej EBITDA (MSSF 16) sięgnie niskich kilkunastu procent w ujęciu r/r, a zysk netto w ujęciu bazowym wzrośnie o co najmniej 50% r/r.

## #Trading update (6 tygodni do 16.05)

- Pepco odnotowało wzrost przychodów LFL o +1,5% z wyłączeniem FMCG (bez zmian z uwzględnieniem FMCG), 2-letni LFL w 1Q wzrósł o +10,2% z wyłączeniem FMCG (+6,5% uwzględniając FMCG).

- W WE spółka nadal notowała bardzo dobre wyniki handlowe, osiągając w tym samym okresie dwucyfrowy wzrost sprzedaży LFL.

- W dwóch tygodniach do 16.5 Pepco odnotowało znaczące przyspieszenie dynamiki handlowej, przy wzroście przychodów LFL o +11,6% z wyłączeniem FMCG (+10,2% uwzględniając FMCG), wzrost ten był napędzany zarówno przez kategorie odzieżowe, jak i towary ogólnego przeznaczenia, przy dodatnim wkładzie LFL we wszystkich krajach.

## MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	133 685	1,5%	0%	32%
WIG20	3 611	1,6%	-1%	31%
mWIG40	9 310	1,3%	2%	18%
sWIG80	31 094	0,9%	-1%	8%
PX (Prague)	2 564	0,5%	-3%	17%
BUX (Budapest)	131 460	-0,2%	-3%	37%
BET (Bucharest)	30 659	0,2%	8%	78%
BIST30 (Istanbul)	15 981	-0,1%	-3%	55%
DAX	24 737	1,4%	2%	3%
FTSE 100	10 432	1,0%	-1%	19%
STOXX Europe 600	620	1,5%	1%	12%
S&P 500	7 433	1,1%	5%	27%
NASDAQ 100	29 298	1,7%	11%	39%
Nikkei 225	61 783	-1,2%	4%	66%
Shanghai Comp	4 148	-0,2%	2%	22%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5,5%	-12,2	67,2	39,5
PL 10Y bond yield	5,9%	-11,3	51,8	43,4
CZ 10Y bond yield	5,0%	-2,6	31,7	76,8
HU 10Y bond yield	5,6%	-1,0	-32,0	-135,0
RO 10Y bond yield	7,0%	-3,4	-11,8	-50,8
WIBOR 3M	3,9%	0,0	1,0	-140,0
EURIBOR 3M	2,2%	-1,8	-0,3	12,6

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3,65	0,0%	1,2%	-2%
EUR/PLN	4,25	0,1%	0,2%	0,1%
EUR/USD	1,16	0,0%	-1,0%	2,6%
GBP/PLN	4,91	-0,1%	-0,7%	2,3%
CZK/PLN	0,17	0,0%	-0,3%	-2,5%
HUF/PLN	0,012	-0,1%	-1,4%	-10,9%
RON/PLN	0,81	0,0%	2,6%	3,2%
CNY/PLN	0,54	-0,1%	-1,5%	-3,2%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4 528	-0,2%	-4%	37%
Silver (USD/toz)	75,5	-1%	-2%	126%
Copper (USD/t)	13 656	1,8%	3%	43%
Zinc (USD/t)	3 556	1,2%	4%	31%
Molybdenum (USD/lb)	30,2	-0,1%	12%	52%
Iron ore (USD/t)	109	-0,4%	2%	9%
HCC (USD/t)	237	-0,5%	4%	17%
HRC EU (EUR/t)	695	-2,1%	-3%	5%
Brent crude oil (USD/bbl.)	106,1	1,0%	8%	63%
CO2 (EUR/t)	75,4	0,6%	-1%	0%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	49,4	-5%	23%	34%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	92	-1,1%	4%	4%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	444	0,8%	1%	7%
Shanghai Freight Index	2 141	9,5%	13%	59%

## TAURON (TPE PW; BUY; TP PLN 12.6)

Wyniki za 1Q26 – zgodne ze wstępnymi. WZA za wypłatą 0.2 PLN/sh. dywidendy. [neutralne]

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	1Q26P	1Q26E	Cons.
Revenues	9 632	7 667	7 819	9 240	9 507	-1%	3%	9 507	9 320	9 300
<b>EBITDA</b>	<b>2 331</b>	<b>1 893</b>	<b>1 918</b>	<b>1 369</b>	<b>2 091</b>	<b>-10%</b>	<b>53%</b>	<b>2 091</b>	<b>1 995</b>	<b>1 925</b>
Generation	295	211	233	209	252	-15%	21%	252	190	
Heat	123	66	-8	115	205	67%	78%	205	180	
RES	180	138	101	153	131	-27%	-14%	131	145	
Distribution	1 226	1 271	1 324	967	1 184	-3%	22%	1 184	1 140	
Trading	448	129	196	-111	279	-38%	-	279	290	
Others	59	78	72	36	40	-32%	11%	40	50	
EBIT	1 758	1 236	1 266	832	1 413	-20%	70%	1 413	1 375	1 315
Financials	-309	-188	-189	-153	-161	-	-	-161	-216	
EBT	1 449	1 048	1 077	679	1 252	-14%	84%	1 252	1 159	
Tax	-318	-124	-233	-263	-273	-	-	-273	-220	
<b>Net profit</b>	<b>1 130</b>	<b>923</b>	<b>844</b>	<b>416</b>	<b>979</b>	<b>-13%</b>	<b>135%</b>	<b>979</b>	<b>939</b>	<b>882</b>
OCF	1 811	1 136	1 328	2 706	2 108	16%	-22%	-	1 397	
Capex	-1 424	-1 264	-1 454	-1 895	-1 467	3%	-23%	-	-1 643	
Capex (company)	-1 072	-1 211	-1 384	-1 974	-1 148	7%	-42%	-1 148	-1 643	
Net debt (incl. leasing/hybrid)	13 574	13 672	13 782	12 629	11 830	-13%	-6%	12 245	12 876	
Economic Net debt	17 557	16 861	16 496	16 804	17 373	-1%	3%	-	17 051	
EBITDA margin	24%	25%	25%	15%	22%			22%	21%	
EBIT margin	18%	16%	16%	9%	15%			15%	15%	
Net profit margin	12%	12%	11%	5%	10%			10%	10%	
P/E 12M trailing	19.0	5.2	4.8	4.9	5.2			5.4		
EV/EBITDA adj. 12M trailing	4.9	4.6	4.3	4.4	4.6			-		

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

KPI	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	1Q26P
Net electricity gen. (TWh)	3.2	2.5	2.4	3.6	3.8	18%	6%	3.8
Conventional (TWh)	2.7	2.0	2.1	3.1	3.3	21%	8%	3.3
RES (TWh)	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	2%	-2%	0.5
Distribution (TWh)	13.7	12.3	12.5	13.5	14.1	2%	4%	14.1
Retail sales of electr. (TWh)	7.0	5.8	5.8	6.9	7.7	9%	10%	7.7
Heat generation (PJ)	4.7	1.6	0.8	4.3	5.1	9%	18%	5.1

Source: Company, Trigon DM

- WZA zdecydowało o wypłacie dywidendy za 2025, zgodnie z wcześniejszą rekomendacją Zarządu: 0.2 PLN/sh. DPS (2.2% DY; 350.5m PLN). Dzień dywidendy: 17 czerwca, termin wypłaty: 2 lipca b.r.

- Wyniki są zgodne z wcześniejszymi szacunkami Spółki. EBITDA wyniosła 2.09 mld PLN, a zysk netto 0.98 mld.

- Saldo finansowe wyniosło -0.16 mld, a stopa podatkowa 22%. OCF: 2.1 mld PLN, przy pozytywnym efekcie na NWC w kwocie 0.56 mld. Capex: -1.5 mld PLN, a **ekonomiczny dług netto** wzrósł o 0.57 mld q/q do 17.4 mld PLN. Prezentowany ND/EBITDA LTM (ND: 9.95 mld: bez obligacji hybrydowych, leasingu i rezerw na CO2): 1.4x (bez zmian q/q).

- W **wytwarzaniu** EBITDA wyniosła 252m PLN (-15% r/r). Marża na energii była niższa o 14m PLN r/r (niższa sprzedaż na rynku terminowym i bilansującym, mniejszy wpływ odkupów energii). Baza zeszłoroczna uwzględniała 27m PLN efektu na wpływie odszkodowania (dot. utraty zysków z postojów bloków w 2022). Capex w segmencie: 65m PLN (vs. 23m rok temu).

- W **cieple** EBITDA wyniosła 205m PLN, przy wyższej marży na ciepłe (+51m PLN r/r), przez niższe temperatury. Wynik na Tameh: +23m PLN r/r.

- W **OZE** EBITDA spadła o 27% r/r do 131m PLN, przy spadku cen rynkowych energii r/r (efekt na marży: -44m PLN r/r) i przy wyższych wolumenach (+15m PLN r/r) w efekcie uruchomienia 2 farm on-shore i 2 farm PV. Efekt na przychodach ze świadectw pochodzenia: -19m PLN r/r (niższa cena i wolumen). Capex w segmencie: 0.18 mld PLN (-4% r/r).

- W **dystrybucji** EBITDA wyniosła 1.18 mld PLN. Negatywny wpływ rozliczenia konta regulacyjnego: -111m PLN r/r (-43m w 1Q26). Niższa marża na usłudze dystrybucyjnej (-24m PLN r/r) przez niższy WACC (9.5%), przy wzroście RAB do 26.6 mld PLN. Wolumeny wzrosły o 2% r/r (wpływ: +95m PLN). Capex w segmencie: 0.8 mld PLN (+4% r/r).

- W **tradingu** EBITDA wyniosła 0.28 mld PLN.

## VOLUME

### AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2129	2392,8	2510,4	2365,5	85%
WIG20	1756,0	1968,9	2064,8	1975,0	85%
WIG40	264,6	329,4	363,5	329,9	73%
sWIG80	72,2	68,5	68,4	71,6	105%

### TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
KGH	521	MDV	107,0	1AT	12,5
PKO	259,9	ACP	54,4	DAD	6,4
PKN	236,8	TPE	23,7	ICE	6,0
PEO	133,5	XTB	20,7	COG	4,8
DNP	121,4	BFT	19,4	SCW	3,7
ZAB	117,8	ASB	15,9	ATR	3,5
MDV	107,0	MIL	8,5	DAT	3,0
ALE	92,9	ENA	8,1	CRQ	2,1
CDR	71,3	PXM	6,4	UNT	2,0
PZU	71,2	CAR	6,4	ELT	1,4

### VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
MDV	272%	MDV	272%	1AT	1014%
KGH	172%	BHW	207%	DAD	985%
KRU	145%	EAT	187%	MLG	698%
ZAB	139%	COG	164%	ATR	318%
KTY	128%	CAR	151%	APT	202%
PKO	127%	ACP	145%	MSZ	191%
PKN	108%	SNT	102%	UNT	190%
CDR	97%	ENA	94%	SKA	187%
PEO	89%	TXT	93%	COG	164%
DNP	87%	ASB	93%	STX	157%

## STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best	WIG20		Worst		
KTY	1 182	3,4%	MDV	81	-3%
PKO	100	3,3%	CDR	257	-1,2%
PEO	234	2,5%	PCO	32	-0,1%
EBP	591	2,4%	TPE	9	0,0%
BDX	678	1,8%	PGE	10	0,2%

Best	mWIG40		Worst		
ASB	71,0	4,6%	MDV	80,8	-3%
TEN	95,9	4,6%	GRX	2,3	-2,2%
EUR	5,6	3,7%	BFT	4 394,0	-1,0%
PKP	15,3	3,2%	LWB	21,2	-0,9%
ING	404,8	2,6%	ATT	20,9	-0,8%

Best	sWIG80		Worst		
DAD	78,0	14,0%	UNT	156,4	-7%
ICE	76,8	9,7%	ATR	60,1	-5,7%
MLG	109,0	9,2%	SVE	3,0	-2,4%
SCW	345,0	7,8%	SGN	76,1	-2,4%
CMP	61,8	4,4%	GRX	2,3	-2,2%

**ENEA (ENA PW; HOLD; TP PLN 25.9)****Wyniki za 1Q26 – zgodne ze wstępnymi. [neutralne]**

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	YY	Q/Q	1Q26P	1Q26E	Cons.
Revenues	7 438	6 505	6 589	7 099	7 198	-3%	1%	7 183	7 001	7 325
<b>EBITDA</b>	<b>1 941</b>	<b>1 446</b>	<b>1 271</b>	<b>967</b>	<b>1 548</b>	<b>-20%</b>	<b>60%</b>	<b>1 548</b>	<b>1 510</b>	<b>1 510</b>
Generation	549	453	467	663	637	16%	-4%	637	610	
Power Plants	414	379	412	524	438	6%	-16%	438	420	
Heat	105	20	27	99	118	13%	20%	118	125	
RES	30	54	28	40	80	166%	101%	80	65	
Distribution	744	654	701	685	741	0%	8%	741	740	
Mining	389	22	-106	240	26	-93%	-89%	26	25	
Trading	214	203	170	-403	71	-67%	-	71	75	
Others	44	114	40	-218	74	69%	-	73	60	
EBIT	1 625	1 107	912	-727	1 189	-27%	-	-	1 130	1 130
<b>Net profit</b>	<b>1 051</b>	<b>874</b>	<b>747</b>	<b>-856</b>	<b>929</b>	<b>-12%</b>	<b>-</b>	<b>929</b>	<b>818</b>	<b>834</b>
OCF	2 593	3 991	2 619	-1 362	1 319	-49%	-	-	1 057	
Capex	-1 028	-1 878	-985	-2 063	-1 523	48%	-26%	-	-1 100	
Capex (company)	-618	-2 835	-983	-1 774	-962	56%	-46%	-983	-	
Net debt (reported)	1 826	551	-751	2 711	2 762	51%	2%	2 771	-	
Economic Net debt	2 551	2 539	2 065	3 360	3 440	35%	2%	-	3 669	
EBITDA margin	26%	22%	19%	14%	22%				22%	
EBIT margin	22%	17%	14%	-	17%				-	
Net profit margin	14%	13%	11%	-	13%				13%	
P/E12M trailing	7.5	10.3	13.2	5.9	6.3					
EV/EBITDA adj. 12M trailing	2.1	2.1	2.3	2.7	2.9					

Source: Company, Trigon DM

KPI	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	YY	Q/Q	1Q26P
Electricity generation (TWh)	5.9	4.2	4.5	5.7	5.9	0%	4%	5.9
Conventional	5.4	3.4	3.8	5.1	5.4	0%	6%	5.4
RES	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5	0%	-17%	0.5
Coal production (m tonnes)	2.7	1.2	1.3	2.4	2.0	-26%	-17%	2.0
Distribution (TWh)	5.1	4.9	4.9	5.3	5.4	6%	2%	5.4
Sales in trading (TWh)	6.2	5.8	5.9	6.5	6.5	5%	0%	6.5

Source: Company, Trigon DM

- **Wyniki za 1Q26 są zgodne ze wstępnymi.** EBITDA wyniosła 1.55 mld PLN, a zysk netto 0.93 mld.
- Saldo finansowe: -66m, zyski na hedgingu: +34m, stopa podatkowa: 20%.
- OCF: 1.32 mld PLN, przy negatywnym efekcie na NWC: -16m. Capex wyniósł -1.5 mld PLN, a **ekonomiczny dług netto** wzrósł o 80m q/q do 3.44 mld PLN. Prezentowany ND/EBITDA (bez rezerw na CO2): 0.53x (vs. 0.48x w 4Q)
- EBITDA w **wytwarzaniu** wyniosła 0.64 mld PLN, przy istotnej poprawie w OZE r/r (akwizycja farm w wietrze). Marża na obrocie w energii konwencjonalnej spadła o 58m PLN r/r, a przychody z rynku mocy wzrosły o 29m PLN r/r. Aktualizacja wyceny CO2 skutkowałą spadkiem w linii pozostałe o 73m PLN r/r.
- EBITDA w **dystrybucji**: 0.74 mld PLN. Wpływ spadku WACC: -79m PLN r/r, przy +26m PLN r/r efektu na wzroście RAB r/r. +109m PLN r/r efektu na zmianie pozostałych czynników.
- W **wydobyciu** EBITDA wyniosła 26m PLN. Niższa cena węgla (-107m PLN r/r), niższy wolumen (-59m PLN r/r). Wynik zeszłoroczny uwzględniał 145m odszkodowania.
- EBITDA w **tradingu**: 71m PLN. Rok temu wynik uwzględniał rekompensaty na 169m.

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

Wyniki 1Q26 zbliżone do oczekiwań: mocna energetyka, EBITDA w TMT wyższa o 1% r/r [neutralne]

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	1Q26E	Cons.
<b>Revenues</b>	<b>3,530</b>	<b>3,590</b>	<b>3,431</b>	<b>3,772</b>	<b>3,635</b>	3%	-4%	<b>3,615</b>	<b>3,612</b>
Retail	1,799	1,811	1,850	1,855	1,859	3%	0%	1,856	
Wholesale	768	877	787	923	789	3%	-14%	777	
thereof TV advertising	320	373	289	427	324	1%	-24%	323	
Equipment	425	392	386	439	370	-13%	-16%	382	
Other	229	208	142	212	240	4%	13%	225	
Energy	309	303	267	343	377	22%	10%	375	
Costs	3,106	3,183	3,103	6,267	3,214	3%	-49%	3,198	
Other revenues/costs	-14	-23	9	-53	5	-	-	-3	
<b>Adj. EBITDA</b>	<b>809</b>	<b>824</b>	<b>766</b>	<b>718</b>	<b>847</b>	5%	18%	<b>834</b>	<b>-</b>
TMT	732	747	694	624	742	1%	19%	730	
B2C (Telecom serv.)	608	605	625	497	622	2%	25%	609	
Media	125	141	69	127	120	-4%	-6%	121	
Real estate	20	12	20	5	7	-67%	47%	9	
Renewables	57	66	52	89	99	73%	11%	95	
<b>EBITDA</b>	<b>809</b>	<b>805</b>	<b>766</b>	<b>637</b>	<b>847</b>	5%	33%	<b>834</b>	<b>828</b>
TMT	732	728	694	511	742	1%	45%	730	
B2C (Telecomm serv.)	608	586	625	384	622	2%	62%	609	
Media	125	141	69	127	120	-4%	-6%	121	
Real estate	20	12	20	36	7	-67%	-82%	9	
Renewables	57	66	52	89	99	73%	11%	95	
EBIT	410	384	337	-2,549	426	4%	-	414	405
Net profit	83	113	70	-2,817	128	55%	-	158	135
Net debt	12,103	12,064	12,112	12,000	12,253	1%	2%		
OCF	684	785	904	767	1,023	50%	33%		
P/E 12M trailing	15.0	15.8	22.9	-	-				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	5.1	6.3	6.6	6.7	6.7				
Revenues y/y	3.7%	3.9%	-4.1%	-1.5%	3.0%				
EBITDA margin	23%	22%	22%	17%	23%				
Net profit margin	2%	3%	2%	-	4%				

Source: Company, Trigon

## NEUCA (NEU PW; BUY; TP PLN 860)

Wyniki za 1Q26: solidne, lekka poprawa rentowności w core biznesie i mocny operator medyczny [lekko pozytywne]

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	1Q26E	Cons.
Revenues	3,366	3,268	3,489	3,521	3,557	6%	1%	3,530	3,557
EBITDA	111	75	109	88	129	17%	46%	126	129
EBIT	79	43	78	54	97	22%	79%	92	97
Wholesale & manufacture	79	45	71	41	86	9%	109%	86	
Med operator & insurance	2	10	13	6	14	+	132%	7	
Clinical trials (CRO/SMO)	-2	-11	-5	7	-3	-	-	-2	
Net profit	48	20	60	28	68	41%	148%	66	68
Gross Margin	11.6%	11.5%	11.5%	11.1%	12.0%	0.4pp	0.9pp	12.2%	
SG&A ratio	9.2%	9.7%	9.1%	9.6%	9.2%	0.0pp	-0.4pp	9.5%	
EBITDA margin	3.3%	2.3%	3.1%	2.5%	3.6%	0.3pp	1.1pp	3.6%	3.6%
EBIT margin	2.4%	1.3%	2.2%	1.5%	2.7%	0.4pp	1.2pp	2.6%	2.7%
Wholesale & manufacture	2.4%	1.4%	2.1%	1.2%	2.4%	0.1pp	1.2pp	2.4%	
Med operator & insurance	2.7%	5.4%	7.0%	3.1%	0.4%	-2.3pp	-2.7pp	0.2%	
Clinical trials (CRO/SMO)	-0.7%	-11%	-4%	6%	0%	1pp	-6pp	-0.1%	
OCF	103	187	66	169	-5	-	-		
CAPEX	-45	-104	-81	-61	-45	-	-		
FCF	48	74	-21	94	-60	-	-		
ND/EBITDA (pre-IFRS16)	1.6	1.6	2.1	1.9	1.6	0.0	-0.3		
Net Debt	636	589	773	709	601				
P/E 12M trailing	22.8	24.7	21.7	21.4	19.0				
EV/EBITDA 12M trailing	10.2	10.5	11.0	10.6	9.8				

Source: Company, Trigon

## CYBER\_FOLKS (CBF PW; BUY; TP PLN 220)

Wyniki powyżej oczekiwań dzięki hostingowi i e-commerce [lekko pozytywne]

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	1Q26E	Cons.
Revenues	190.5	212.0	215.9	236.7	245.3	29%	4%	238.1	234.8
Hosting	44.3	43.6	46.1	47.3	49.3	11%	4%	49.0	
Vercom	110.5	113.8	116.1	128.9	122.9	11%	-5%	120.0	
eCommerce	35.7	54.7	53.7	60.4	73.4	106%	21%	60.0	
EBITDA	56.8	68.8	70.0	77.5	79.3	39%	2%	72.1	73.8
Adj. EBITDA	61.8	71.5	75.5	82.4	83.1	35%	1%	76.2	
Hosting	21.7	20.7	22.0	22.8	25.9	19%	14%	24.6	
Vercom	28.8	32.8	35.2	38.6	34.9	21%	-10%	35.4	
eCommerce	12.7	19.4	19.6	22.7	23.8	87%	5%	15.0	
other, elim.	-1.4	-1.4	-1.3	-1.6	-1.5			-1.5	
EBIT	42.9	50.9	52.1	61.2	62.9	47%	3%	51.6	54.7
Net profit	13.3	12.2	13.4	24.2	22.9	72%	-5%	14.3	16.3
P/E 12M trailing	23.9	25.2	45.7	43.3	37.6				
EV/EBITDA 12M trailing	26.4	23.3	20.0	17.3	16.7				
adj. EBITDA margin	32.4%	33.7%	35.0%	34.8%	33.9%				
EBIT margin	22.5%	24.0%	24.1%	25.9%	25.6%				
Net profit margin	7.0%	5.7%	6.2%	10.2%	9.3%				

Source: Company, Trigon

## VRG (VRG PW; Under Review)

Wyniki za 1Q26: Poprawa marży brutto w obu segmentach, Lilou lepsze od szacunków [pozytywne]

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	1Q26E	Cons.
Revenues	294	378	346	488	356	21%	-27%	323	-
Apparel	130	176	146	201	142	9%	-29%	133	
Jewellery	164	202	200	287	215	31%	-25%	190	
Gross Profit	159	215	188	275	201	26%	-27%	169	
EBITDA	37.9	79.2	57.3	99.3	52.6	39%	-47%	37.7	-
EBIT	3.7	45.6	23.3	64.9	14.1	281%	-78%	1.7	-
Apparel	-13.9	13.0	-5.3	17.8	-2.5	-	-	-13.7	
Jewellery	17.6	32.6	28.7	47.0	16.6	-6%	-65%	15.4	
Net profit	6.0	28.6	12.4	51.2	-0.2	-	-	-3.3	-
adj. Net profit	2.4	33.6	14.3	57.4	8.2	243%	-86%	-3.3	
Gross Margin	54.3%	56.9%	54.4%	56.3%	56.5%	2.2pp	0pp	52.4%	
Apparel	57.1%	61.8%	57.1%	62.9%	61.0%	3.9pp	-2pp	57.2%	
Jewellery	52.0%	52.7%	52.4%	51.7%	53.5%	1.5pp	2pp	49.0%	
SG&A ratio	52.6%	44.2%	47.4%	40.9%	52.4%	-0.2pp	12pp		
EBITDA margin	12.9%	21.0%	16.6%	20.4%	14.8%	1.9pp	-6pp	11.7%	-
EBIT margin	1.3%	12.1%	6.7%	13.3%	4.0%	2.7pp	-9pp	0.5%	-
Apparel	-10.7%	7.4%	-3.7%	8.9%	-1.7%	9.0pp	-11pp	-10.3%	
Jewellery	10.8%	16.2%	14.3%	16.4%	7.7%	-3.1pp	-9pp	8.1%	
Net profit margin	2.0%	7.6%	3.6%	10.5%	0.0%	-2.1pp	-11pp	-1.0%	-
Sales per sqm	2014	2573	2359	3316	2282	13.3%	-31%		
Sales area (k sqm)	48.6	48.9	48.9	49.0	52.1	7.1%	6%		
OCF	-45	72	18	208	-31	-	-		
CAPEX	9	9	13	13	114	+	+		
FCF	-83	35	-24	167	-176	-	-		
Net debt	448	426	467	307	529	18%	72%		
adj. P/E 12M trailing	15.7	14.3	13.5	12.1	11.4				
EV/EBITDA 12M trailing	6.7	6.5	6.3	5.9	6.3				

Source: Company, Trigon

### Sprzedż/m<sup>2</sup>

- Vistula: 1142 (+11% r/r), powierzchnia -4% r/r
- Bytom: 1277 PLN (+18% r/r), powierzchnia -3% r/r
- Wólczanka: 3497 PLN (+33% r/r), powierzchnia -10% r/r
- Deni Cler: 1752 PLN (+14% r/r), powierzchnia -9% r/r
- W.Kruk: 4071 PLN (+8% r/r), powierzchnia +12% r/r
- Lilou: 1490 PLN, 49 sklepów

### Zysk netto skor.

- Wyniki 1Q26 obciążone 5,4mln PLN kosztów transakcyjnych związanych z przejęciem Lilou
- Różnice kursowe z tytułu MSSF16 na poziomie -4,9mln PLN w 1Q26 (vs +6,0mln PLN w 1Q25)

**SHOPER (SHO PW; BUY; TP PLN 58)**

Wyniki za 1Q26 zbliżone do oczekiwań, GMV wyższe o 13%, adj. EBITDA o 9% [neutralne]

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	1Q26E	Cons.
GMV (PLNbn)	2.73	2.90	2.89	3.26	3.08	13%	-6%	3.02	
Revenues / GMV	1.90%	1.85%	1.83%	1.83%	1.81%	-0.1p.p.	0.0p.p.	1.82%	
Revenues	51.7	53.7	52.9	59.7	55.7	8%	-7%	54.9	55.4
EBITDA	17.4	17.1	18.4	22.4	20.2	-	-	20.3	-
adj. EBITDA	18.5	19.4	19.4	22.6	20.2	9%	-10%	20.6	20.3
EBIT	12.5	11.8	13.1	16.8	14.6	-	-	14.7	14.7
Net profit	9.8	9.3	10.4	13.6	12.0	21%	-12%	11.9	11.8
Net debt	-30.5	-13.4	-11.5	-26.0	-35.9				
P/E 12M trailing	28.4	27.6	25.9	26.1	24.9				
EV/EBITDA adj. LTM	15.7	15.1	14.4	13.7	13.3				
Revenues y/y	17%	16%	12%	8%	8%				
adj. EBITDA y/y	24%	23%	25%	14%	9%				
adj. EBITDA margin	36%	36%	37%	38%	36%				
Net profit margin	19%	17%	20%	23%	21%				

Source: Company, Trigon

**11 BIT STUDIOS (11B PW; SELL; TP PLN 132)**

1Q26 Results Review: Blisko niewygorowanych oczekiwań [lekko negatywne]

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	1Q26E	Cons
Revenues	17.5	39.7	44.1	19.8	19.8	13%	0%	19.7	19.3
EBITDA	2.2	26.8	25.7	-2.5	5.9	166%	-	6.0	5.5
adj. EBITDA	2.2	22.3	25.7	-2.5	5.9	162%	-	6.0	
EBIT	-2.4	20.4	12.5	-28.6	-5.5	-	-	-5.3	-5.4
Net profit	-6.4	14.9	13.5	-34.9	-2.8	-	-	-4.9	-5.3
Adj. Net profit	-6.6	13.5	13.5	-30.6	-1.4	-	-	-4.9	
OCF	5.3	-5.3	27.4	35.2	15.4				
Net debt	-64.8	-47.6	-67.2	-90.2	-92.4				
P/E adj. 12M trailing	174.1	4.9	9.2	-	-				
EV/EBITDA adj. 12M trail.	3.8	3.1	4.4	5.9	5.4				
Adj. EBITDA margin	12.8%	56.1%	58.2%	-	29.7%			30.5%	28.5%
EBIT margin	-	51.4%	28.4%	-	-			-	-
Adj. Net profit margin	-	34.0%	30.6%	-	-			-	-

Source: Company data, Trigon

**#Wyniki**

- Raportowane wyniki na poziomie operacyjnym blisko oczekiwań rynku i naszych założeń. Na bottom line lepiej od oczekiwań ze względu na pozytywny wpływ różnic kursowych (impact 2.6 mln PLN na plus);

- W kwartale przychody gry The Alters wyniosły 2.4 mln PLN, w przypadku Frostpunk 2 wyniosły one 3.2 mln PLN, a Frostpunk 1 2.2 mln PLN. Moonlighter 2 z segmentu wydawniczego to ok. 1.7 mln PLN, a najistotniejszym kontrybutorem do przychodów był Death Howl – 4.1 mln PLN (zakładamy, że ok. 1 mln USD to wynagrodzenie za Gamepassa);

- Opex przekroczył wartość przychodów, przede wszystkim przez wysoką wartość amortyzacji (11.4 mln PLN) nawet mimo przerwania dużej części obciążeń na 2025. Koszt usług obcych w kwartale to 8.6 mln PLN (z czego 3.6 mln PLN stanowiły wypłacone tantiemy dla zespołów z publishing'u), koszt wynagrodzeń 4 mln PLN;

- Gotówka netto na koniec 1Q wynosiła komfortowe 92.5 mln PLN (wzrost o 2.2 mln PLN q/q), OCF 15.4mln PLN, capex 10.3 mln PLN.

## PCC ROKITA

### Wyniki za 1Q26

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	Cons.
Revenues	509	450	415	429	432	-15%	1%	479
<b>EBITDA</b>	<b>57.4</b>	<b>60.8</b>	<b>80.3</b>	<b>82.7</b>	<b>46.8</b>	<b>-19%</b>	<b>-43%</b>	<b>63.0</b>
Polyurethanes	4.9	13.3	4.7	14.6	8.4	73%	-42%	
Chlorine	12.6	16.6	55.8	27.0	2.0	-84%	-93%	
Other chemicals	5.3	4.2	5.2	6.2	6.0	12%	-3%	
Energy	17.9	7.2	5.0	18.0	17.8	-1%	-1%	
Others	16.7	19.6	9.5	16.9	12.6	-24%	-25%	
Other operating income	1.0	1.1	45.8	18.9	5.5	474%	-71%	
EBIT	18.6	20.6	42.7	20.7	9.6	-49%	-54%	21.3
<b>Net profit</b>	<b>2.9</b>	<b>5.4</b>	<b>32.6</b>	<b>20.7</b>	<b>-5.6</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>10.4</b>
OCF	50	72	87	87	33	-33%	-62%	
Capex (excl. JV cash-out)	-25	-43	-70	-33	-22	-15%	-35%	
Net debt	381	430	457	423	474	24%	12%	
ND/EBITDA LTM	1.1	1.3	1.3	1.5	1.8			
EBITDA margin	11%	14%	19%	19%	11%			
EBIT margin	4%	5%	10%	5%	2%			
Net profit margin	1%	1%	8%	5%	-			
P/E 12M trailing	10.9	13.4	9.7	22.9	26.6			
EV/EBITDA 12M trailing	5.1	5.7	5.1	6.5	7.0			

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

KPI	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q
PUR segm. ASP (PLNk/t)	8.14	8.40	7.21	9.56	8.02	-1%	-16%
PUR volumes (th. tons)	24.1	20.2	22.8	16.4	20.1	-17%	23%
Chlorine segm. ASP (PLNk/t)	2.07	1.94	1.86	1.86	1.86	-10%	0%
Chlorine volumes (th. tons)	80.8	78.2	71.9	80.2	75.7	-6%	-6%

Source: Company, Trigon DM

\* ASP - implied average sales price

## MFO

### Wyniki 1Q26: zgodne ze wstępnymi szacunkami i naszymi prognozami [neutralne]

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	1Q26E
Revenues	170	171	178	168	173	2%	3%	179
Gross profit	20.4	21.9	19.9	18.0	19.4	-5%	8%	20.9
Other operating items, net	0.4	0.5	0.5	1.0	0.8	94%	-26%	0.0
EBITDA	8.4	8.8	8.1	4.4	6.9	-18%	58%	6.8
EBIT	6.2	6.3	5.4	1.5	3.9	-37%	162%	3.8
Net financial costs	-2.1	-1.6	-1.5	-2.6	-0.8	-	-	-2.1
EBT	4.1	4.7	3.9	-1.1	3.1	-24%	-	1.7
Net profit	3.5	4.3	3.3	-1.0	2.4	-30%	-	1.4
Gross Margin	12.0%	12.8%	11.2%	10.7%	11.2%	-0.8pp	0.5pp	11.7%
EBITDA margin	5.0%	5.1%	4.6%	2.6%	4.0%	-1.0pp	1.4pp	3.8%
EBIT margin	3.6%	3.7%	3.0%	0.9%	2.2%	-1.4pp	1.4pp	2.1%
Net profit margin	2.1%	2.5%	1.8%	-0.6%	1.4%	-0.7pp	2.0pp	0.8%
OCF	0	-36	27	-12	20	+	-	-6
Net debt	36	87	75	105	103	186%	-2%	116
P/E 12M trailing	29.6	20.5	18.0	22.2	24.8			
EV/EBITDA 12M trailing	11.7	11.6	10.3	11.1	11.6			

Source: Company, Trigon

## UNIBEP

### Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1Q26

- Przychody ze sprzedaży 329mln PLN, -23,5% r/r;
- Zysk brutto ze sprzedaży 30,3mln PLN, +0,8% r/r;
- Zysk z działalności operacyjnej 862tys. PLN, -80% r/r;
- Strata netto 5,5mln PLN vs. strata netto 5,6mln PLN w 1Q25.

**ML SYSTEM****Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1Q26**

- Przychody ze sprzedaży 34mln PLN, +85,8% r/r;
- EBITDA 0,4mln PLN vs. -8mln PLN w 1Q25;
- Strata netto 6mln PLN vs. strata netto 17,4mln PLN w 1Q25.

**KINO POLSKA TV****Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1Q26**

- Przychody ze sprzedaży 78,9mln PLN, +3% r/r;
- Zysk na działalności operacyjnej 25,7mln PLN, +8% r/r;
- Zysk netto 20,1mln PLN, +6% r/r.

**MUZA****Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1Q26**

- Przychody ze sprzedaży 10,1mln PLN, +10,3% r/r;
- Zysk netto 572tys. PLN vs. 41tys. PLN w 1Q25.

**FINANCIALS****PEKAO (PEO PW; HOLD; TP PLN 279)****Bank wprowadza pierwszy w Polsce program lojalnościowy dla akcjonariuszy**

- Uczestnicy programu zyskują dostęp do dodatkowych korzyści bankowych, obejmujących zniesienie miesięcznej opłaty za Konto Świat Premium oraz za Kartę Kredytową z Żubrem w pakiecie Złotym lub Platynowym, a także promocyjne kursy walut w Kantorze Pekao i możliwość skorzystania z kredytu hipotecznego bez prowizji i z obniżoną marżą;
- Oferta benefitów będzie rozwijana w kolejnych etapach programu.

**MBANK (MBK PW; SELL; TP PLN 1100)****KNF zatwierdziła prospekt mBank Hipotecznego sporządzonego w związku z ofertą publiczną LZ do łącznej wartości 10mld PLN****MILLENNIUM (MIL PW; SELL; TP PLN 17.3)****Zakończenie subskrypcji obligacji podporządkowanych Tier 2 serii 3 o łącznej wartości nominalnej 500mln EUR**

- Stopa redukcji wyniosła 49,33%.

**HANDLOWY (BHW PW; BUY; TP PLN 137)****pozytywna opinia RN w sprawie wniosku zarządu o wypłacie 9,80 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok**

- Dzień dywidendy ustala się na 25 czerwca, a termin wypłaty na 30 czerwca 2026 roku;
- DY=8,2%.

**QUERCUS TFI****Spółka zaprasza do sprzedaży do 3,7 mln akcji własnych po 15 PLN za akcję**

- Przyjmowanie ofert sprzedaży rozpocznie się 22 maja, a zakończy 1 czerwca 2026 roku.

**OIL, GAS & CHEMICALS****GRUPA AZOTY (ATT PW; Under Review)****Przyjęcie Fertiliser Action Plan przez KE [lekkie pozytywne]**

- Przyjęty przez Komisję Europejską plan działań dla branży nawozowej spełnia wiele jej postulatów, szczególnie istotne jest dostrzeżenie problemu rosnącej luki konkurencyjnej pomiędzy Europą a innymi regionami świata – CEO, M. Celejewski
- „O skuteczności Fertiliser Action Plan zdecydują konkretne rozwiązania dotyczące m.in. cen energii, tempa dekarbonizacji, systemu ETS czy wsparcia inwestycji w produkcję niskoemisyjną”. Grupa pozytywnie ocenia również podkreślenie znaczenia utrzymania europejskich zdolności produkcyjnych.

**MOL (MOL HB; Under Review)****Problemy z transakcją z NIS?**

- Rozmowy z MOL-em w sprawie wykupu rosyjskiego udziału w NIS nie idą dobrze — Vucić ([LINK](#))
- „Negocjacje z MOL-em nie idą dobrze, nie idą znakomicie. Zawsze pozostawiamy otwartą możliwość, że wszystko zostanie przeprowadzone właściwie, ale nie jestem przesadnym optymistą. A co wydarzy się za dwa dni, 22 maja? Mam nadzieję, że OFAC zrozumiał nasze stanowisko i że Serbia nie zostanie objęta sankcjami nie z własnej winy”

## UTILITES & MINING

### KGHM (KGH PW; HOLD; TP PLN 363.1)

#### Potencjalne transakcje M&A - Bloomberg

- KGHM chce wzmocnić swoją pozycję w Europie i Afryce, a jednocześnie obserwuje potencjalne cele przejęć w obu Amerykach, aby rozwijać biznes – CEO, R. Paszkiewicz ([LINK](#))
- „Plany dotyczące **Maroka** i kilku innych lokalizacji są bezpośrednio związane z koniecznością zabezpieczenia długoterminowych, stabilnych dostaw dla naszych hut” — powiedział Paszkiewicz w Warszawie. „Wynika to z naszego podejścia, aby nie eksploatować nadmiernie naszych krajowych złóż”
- Spółka analizuje aktywa w Chile, Argentynie, USA i Kanadzie, a obecnie zawęży listę najbardziej perspektywicznych celów. Ostateczną decyzję chce podjąć w ciągu najbliższych kilku miesięcy.
- W kontekście pytania o projekt w Nowej Soli spółki Lumina Metals, KGHM postrzega Luminę jako szansę, a nie konkurenta. „Nie ma lepszego miejsca do przerobu ich surowców niż nasza huta w Głogowie” — Paszkiewicz. „Dodatkowo, **jeśli inwestycja Luminy doprowadzi w jakikolwiek sposób do obniżenia podatku od miedzi, wszyscy na tym skorzystają**”.

## CONSUMER

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

#### Spółka skupiła 7,9 mln akcji za 52,9mln EUR kończąc cały program skupu

- Spółka skupiła łącznie 7,88 mln akcji po średniej cenie 28,55 PLN.

### MODIVO (MDV PW; Under Review)

#### Podsumowanie przekazu po konferencji wynikowej za 1Q26 [lekko negatywne]

##### #KPIs

- Zdaniem CEO cel redukcji zapasów do poziomu 20% przychodów grupy zostanie osiągnięty w perspektywie dwóch kwartałów;
- Spółka uważa, że zapasy przygotowane do zatowarowania sklepów Worldbox, których cel otwarć na 2026 zrewidowano w dół, zostaną rozdysponowane w innych segmentach grupy;
- W 1Q26 koszty performance marketingu w ramach Modivo.com zostały zredukowane o 50mln PLN r/r, a marketing na poziomie grupy został zredukowany do 6% przychodów (-6p.p. r/r), budżet marketingowy pozostanie konserwatywny w tym roku;
- Obecnie 23mln klientów jest w bazie Modivo Club, a 1,7mln z nich posiada płatną subskrypcję Modivo Gold (podtrzymany cel 3mln subskrypcji Modivo Gold do końca roku);
- Spółka przesunęła rozpoczęcie II fazy inwestycji w aktywa logistyczne HP w Polkowicach na 2H27, inwestycja ma obniżyć koszty operacji o 40% oraz obsłużyć 500 do sklepów;
- CAPEX w 2025 wyniósł ok. 850mln PLN (w tym 150mln PLN kosztów rozwoju sieci logistycznej), spółka oczekuje podobnego poziomu w 2026 roku ex logistyka tj. ok. 700mln PLN, głównie na nowe sklepy;

##### #Marki licencyjne

- W strukturze asortymentu marki licencyjne stanowią odpowiednio 29% w Halfprice (+7p.p. r/r), 38% w CCC (+7p.p. r/r) oraz 20% w Modivo (+8p.p. r/r);
- CEO zgodnie z dotychczasową strategią zakłada pozyskanie nowych marek i dalsze zwiększanie ich udziału, dotyczy to również zamówień w modelu SMU (produkty markowe przygotowane pod konkretne oczekiwania spółki);
- Od 1Q26 koszty opłat licencyjnych są odpowiednio lokowane po szyldach w przeciwieństwie do polityki w zeszłym roku, kiedy obciążały business unit CCC, koszty opłat licencyjnych stanowią od 2 do 6% przychodów;

##### #Worldbox

- Wyniki segmentu były obciążone „niewykorzystanym potencjałem sprzedażowym”, spowodowanym opóźnioną wymianą kolekcji w lutym oraz w marcu, pierwsza część kwartału obejmowała wyprzedaż zapasów „starego” portfolio (tj. marek obcych);
- W 2Q26 oczekiwane jest zwiększenie udziału marek własnych oraz licencyjnych do 50% oraz marża brutto na poziomie 55%;
- Docelowo w 2027 zarząd zakłada marżę brutto na poziomie ok. 60%, przy udziale 80% marek licencyjnych oraz własnych;
- Równolegle zarząd zrewidował w dół dynamikę ekspansji sieci do 50 nowych sklepów w 2026 (wcześniej 150 sklepów);
- Plany ekspansji międzynarodowej zostały wstrzymane do momentu potwierdzenia konceptu na rynku rodzimym;

##### #Shockprice

- Grupa wprowadza na rynek nowy szyld offprice, targetując niższe punkty cenowe niż w HP, sklepy będą otwierane w mniejszych miastach oraz małych parkach handlowych, zarząd klasyfikuje koncept jako konkurencję dla Pepco, Sinsay, Temu czy Shein;
- Średnia wielkość sklepu wyniesie pomiędzy 1200-2500m<sup>2</sup>, sklepy Shockprice mają stanowić ok. 20% tegorocznych otwarć sklepów w segmencie offprice;
- Zarząd nie wyklucza, że niesprzedany asortyment z HP będzie sprzedawany następnie w Shockprice, tak aby zachować świeżość produktów w swoim kluczowym szyldzie offprice;

### ASBIS (ASB PW; HOLD; TP PLN 62)

#### Wstępne skonsolidowane przychody w kwietniu 2026 na poziomie 444mln USD, +74% r/r

- Spółka notuje „bardzo silne dynamiki sprzedaży w Ukrainie i Kazachstanie”, a także wysokie wzrosty osiągnięte w Polsce i Czechach
- Po stronie produktowej istotnym motorem wzrostu były serwery i komponenty serwerowe

## KONIUNKTURA KONSUMENCKA

Maj'26: BWUK +2,8pp m/m, WWUK +2,7pp m/m

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
<b>Current consumer confidence index (BWUK)</b>												
2023	-38.1	-36.0	-35.6	-32.2	-29.9	-28.2	-24.9	-22.3	-20.3	-17.9	-15.1	-15.2
2024	-12.6	-12.6	-12.3	-11.5	-13.8	-12.0	-14.0	-15.9	-13.9	-15.8	-17.1	-16.7
2025	-15.1	-14.8	-15.2	-16.5	-14.5	-9.3	-14.0	-12.1	-8.3	-10.9	-9.9	-9.9
2026	-9.6	-9.1	-12.2	-14.1	-11.3							
<b>Leading consumer confidence index (WWUK)</b>												
2023	-27.6	-25.3	-22.6	-19.7	-15.3	-14.8	-10.9	-10.5	-9.4	-8.1	-7.4	-6.4
2024	-3.8	-5.3	-5.2	-6.8	-8.2	-8.3	-11.6	-10.3	-9.7	-11.6	-11.6	-11.5
2025	-9.9	-10.8	-9.8	-11.8	-8.9	-4.6	-7.7	-6.3	-4.3	-6.6	-7.5	-7.0
2026	-6.7	-7.0	-9.5	-11.2	-8.5							
<b>Changes in the unemployment level over the next 12 months (opposite sign)</b>												
2023	-27.2	-26.6	-22.7	-18.0	-13.0	-10.9	-5.7	-8.4	-9.0	-6.6	-11.1	-10.5
2024	-7.7	-10.0	-10.4	-11.9	-15.1	-16.3	-18.9	-18.8	-20.4	-20.4	-23.0	-22.1
2025	-19.3	-22.7	-20.6	-24.2	-20.0	-16.2	-20.2	-17.9	-16.9	-19.6	-24.3	-21.5
2026	-23.2	-23.9	-23.1	-26.6	-24.8							
<b>Future money saving</b>												
2023	-12.5	-13.5	-11.2	-12.2	-4.7	-7.3	-3.0	-2.5	-4.1	-2.6	2.0	-1.5
2024	2.3	3.1	3.5	3.5	4.5	3.1	2.9	6.3	6.2	2.2	8.3	7.8
2025	7.4	7.7	11.7	9.2	8.5	13.8	13.0	10.5	13.6	13.4	11.5	14.3
2026	16.0	12.3	13.5	13.2	14.8							
<b>Changes in the country's overall economic situation over the next 12 months</b>												
2023	-43.5	-38.0	-36.2	-30.8	-27.6	-26.5	-23.6	-20.7	-18.8	-16.3	-14.6	-9.8
2024	-8.7	-11.4	-10.5	-13.8	-14.6	-15.6	-20.0	-20.3	-18.0	-19.9	-23.1	-23.1
2025	-20.1	-21.5	-24.0	-24.2	-17.2	-14.7	-19.8	-15.5	-11.5	-16.1	-15.2	-16.9
2026	-16.6	-13.9	-24.1	-23.8	-20.9							
<b>Changes in consumer prices over the next 12 months</b>												
2023	32.3	20.0	22.5	18.9	14.5	10.7	11.7	11.1	9.7	11.7	14.9	12.0
2024	12.4	13.6	14.2	21.8	24.2	21.4	30.1	24.1	22.7	27.2	27.1	29.6
2025	27.1	25.3	27.0	25.1	22.7	18.2	24.3	21.1	20.9	24.2	21.6	21.5
2026	20.6	19.8	33.3	29.4	24.7							

Source: Statistics Poland, Trigon

## RYNEK APTECZNY

Wartość rynku aptecznego w kwietniu'26: 5,5mld PLN, +8,7% r/r

PLNm	Apr 25	Apr 26	Y/Y	I-IV 25	I-IV 26	Y/Y
Pharmacy market value	5,025	5,460	8.7%	20,509	21,417	4.4%
RX sales	1,474	1,615	9.6%	5,814	6,298	8.3%
NON-RX sales	1,468	1,665	13.4%	5,886	6,421	9.1%
OTC sales	2,035	2,126	4.5%	8,616	8,489	-1.5%
Average price per pack (PLN)	33.2	35.5	6.8%	32.6	35.0	7.6%
Average margin of the pharmacy	25.0%	28.9%	3.9p.p.	26.2%	25.7%	-0.5p.p.
Number of patients in stat. pharmacy	4,590	4,640	1.1%	18,780	18,110	-3.6%

Source: PEX PharmaSequence, Trigon

## TMT

## VERCOM

**Podsumowanie konferencji po wynikach za 1Q26 [lekkie pozytywne]****#Klienci, MailerLite**

- Wzrost nowych rejestracji w 1Q26 o 34% r/r;
- Szczyt sezonu sprzedażowego w VRC przypada na 4Q, dlatego pozyskanie aż 8 tys. klientów w 1Q zarząd ocenia bardzo pozytywnie;
- Agenci AI stają się nowym kanałem pozyskiwania klientów MailerLite (np. dzięki protokołowi OpenFlow);
- Usługi email API: wzrost liczby klientów korzystających z email API z 3,0 tys. w 1Q25 do 7,3 tys. w 1Q26 (np. maile z informacjami takimi jak potwierdzenie zakupu, zmiana rejestracji zamówienia, wystawienie faktury); dzięki AI także mniejsi klienci używają automatyzacji w tym obszarze;
- Spółka pracuje nad aktualizacją cenników w MailerLite; od ostatniej podwyżki minęło już prawie 3 lata, konkurenci podnosili ceny (oczekiwany wpływ na wynik w drugim półroczu '26);
- W 2Q na początku kwartału stabilne trendy, nadal widać dużą liczbę rejestracji nowych klientów;

**#MessageFlow**

- Pozytywny wpływ AI na rynek: zaawansowane technologie bazujące na AI zwiększają konwersacyjność komunikacji z klientem i tym samym wpływają na wzrost rynku;
- Umowa z Meta otwiera możliwość wykorzystywania WhatsApp do komunikacji z klientami w segmencie MessageFlow;
- Umowy z Rakuten (Viber) i Meta (WhatsApp) dają m.in. szybszy dostęp do nowych testowanych funkcjonalności, szybsze wprowadzanie ich dla klientów;
- Zarząd nie wyklucza, że kanał voice wzbogaci ofertę MessageFlow w przyszłości, ale jeszcze nie w tym roku; spółka nie miała voice w ofercie, co wynikało m.in. z przepisów lokalnych;

**#Finanse, akwizycje**

- W 1Q negatywny wpływ FX 1,8mln PLN na marżę brutto (o 3 punkty procentowe niższy wzrost);
- Wszelkie nadwyżki wyniku powyżej celu 165mln PLN adj. EBITDA spółka będzie chciała reinwestować w rozwój biznesu, marketing;
- W 1Q wpływ kosztów programu ESOP 1,3mln PLN, a negatywny wpływ różnic kursowych 0,6mln PLN (odwrotny kierunek niż pozytywne różnice FX na 1,5mln PLN przed rokiem) – bez powyższych niegotówkowych czynników skor. zysk netto wzrósł o 23% r/r;
- Dziś spółka pracuje nieco więcej niż w zeszłym roku nad akwizycjami (w tym segment klientów SMB, cele związane z rozwojem MessageFlow na nowy rynek, niewykluczona też inwestycja w równoległy segment biznesu); jednocześnie zarząd wskazuje, że rynek IT ostatnio zmienia się, dlatego w przypadku potencjalnych większych akwizycji spółka będzie bardzo ostrożnie podejmować decyzje;
- Za wcześniej żeby kwantyfikować synergie z Presta, a z Shoperem synergie nadal w fazie początkowej, mniejsza skala bazy klientów niż Presta; są to jedni z wielu partnerów dla Vercom którzy pomagają pozyskiwać klientów.

## AGORA

**Rekomendacja zarządu w sprawie wypłaty 0,50 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok**

- Na wypłatę dywidendy ma zostać przeznaczona kwota 23,3mln PLN, a kwota 30,9mln PLN na kapitał zapasowy;
- Proponowanym dniem dywidendy jest 6 lipca, a jej wypłata miałaby nastąpić 20 lipca 2026 roku;
- DY=6%.

## GAMING

**CD PROJEKT (CDR PW; BUY; TP PLN 324)****Spółka przeznaczy cały zysk za zeszły rok na kapitał zapasowy**

- Decyzja o braku wypłaty dywidendy w tym roku wynika z potrzeby zapewnienia finansowania intensywnych prac nad nowymi projektami oraz utrzymania elastyczności finansowej na przyszłe inwestycje;
- Spółka podtrzymuje politykę dywidendową (min. 25% zysku w danym), która w przypadku ewentualnego niewypłacenia dywidendy w danym roku ma być „nadrobiona” w kolejnych latach lub poprzez skup akcji.

**ARTIFEX MUNDI (ART PW; BUY; TP PLN 27.6)****Rekomendacja zarządu w sprawie niewypłacania dywidendy za 2025 rok**

- Kwota 25,4mln PLN ma zostać przeznaczona na kapitał zapasowy.

## UBISOFT

**Wyniki FY25/26**

- Spółka odnotowała pogorszenie wyników – net bookings spadły do ok. 1.53 mld EUR (-17% y/y), przychody -22% y/y, a strata operacyjna sięgnęła ponad 1 mld EUR (non-IFRS), głównie przez słabszy kalendarz premier i koszty transformacji;
- Mocny back-catalog i live services: mimo spadków, katalog starszych gier oraz tytuły usługowe (np. Rainbow Six Siege, The Division 2) utrzymały stabilność i generowały solidne zaangażowanie graczy, częściowo amortyzując słabość nowych premier;
- Sam Q4 lepszy od oczekiwań, ale słabszy y/y: kwartalne bookings (415 mln EUR) przebiły guidance, jednak spadły o ponad 50% y/y przez bardzo wysoką bazę z poprzedniego roku (duże premiery i partnerstwa);
- Duża transformacja biznesowa in-progress: Ubisoft wdraża nowy model operacyjny, upraszcza strukturę i koncentruje się na kluczowych markach; anulowano 7 projektów i opóźniono 6, aby poprawić jakość i efektywność pipeline'u;
- Silna redukcja kosztów: koszty stałe spadły o ~325 mln EUR od FY2022-23, z celem ~500 mln EUR oszczędności do 2028; obejmuje to m.in. redukcję zatrudnienia i większą dyscyplinę inwestycyjną;
- Poprawa bilansu: dzięki transakcji z Tencent (1.16 mld EUR) spółka znacząco zmniejszyła zadłużenie i zwiększyła elastyczność finansową na czas transformacji;
- FY2026-27 jako „rok przejściowy”: oczekiwany dalszy spadek bookings (wysokie jednocyfrowe %), ujemna marża operacyjna i odpływ gotówki (FCF do -500 mln EUR) ze względu na restrukturyzację i skromniejszy lineup;
- Pipeline krótkoterminowy: obejmuje m.in. remake Assassin's Creed Black Flag oraz dalszy rozwój gier-usług; jednak rok będzie relatywnie słaby pod względem dużych premier;

- Odbicie od FY2027-28: spółka zakłada powrót do wzrostu dzięki znacznie mocniejszemu pipeline'owi (Assassin's Creed, Far Cry, Ghost Recon) oraz dalszemu rozwojowi live services;
- Powrót do dodatnich cash-flow: Ubisoft oczekuje dodatniego FCF i EBIT w FY2027-28 oraz silnego FCF w FY2028-29, z dodatnim skumulowanym FCF w całym okresie 2026-2029;
- Strategiczny kierunek utrzymany: mniej projektów, większy nacisk na jakość, rozwój długowiecznych ekosystemów (live games), wykorzystanie AI w produkcji oraz dalsza optymalizacja kosztów jako fundament przyszłej rentowności.

## INDUSTRIALS

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

#### Otrzymanie zamówienia na system Carl-Gustaf od Litwy

- Saab otrzymał od Litwy zamówienie na broń Carl-Gustaf M4 oraz sprzęt szkoleniowy
- Wartość zamówienia wynosi 460mln SEK, a dostawy planowane są na lata 2026-2029
- Zamówienie stanowi część nowo podpisanej umowy między firmą Saab a Litwą, która przewiduje potencjalne opcje o łącznej wartości do 640mln SEK
- Umowa obowiązuje przez dziesięć lat i obejmuje broń Carl-Gustaf M4, adaptory podkalibrowe do stosowania amunicji szkoleniowej oraz symulatory polowe Carl-Gustaf, obejmuje również współpracę z litewskim przemysłem obronnym zgodnie z litewskimi przepisami

### CSG (CSG NA; HOLD; TP EUR 26.0)

#### Podsumowanie konferencji po wynikach za 1Q26 [lekkie pozytywne]

##### #2026 guidance & mid-term outlook

- Spółka potwierdziła guidance na 2026: przychody 7,4-7,6 mld EUR, marża Operating EBIT 24-25%, Capex ~8,5% sprzedaży, NWC/przychody <20% na koniec roku, dług netto/EBITDA <1,3x (organicznie bliżej 1,0x, z konserwatywnym buforem pod M&A)
- Zarząd utrzymał mid-term guidance: średni „mid-teens” org. CAGR przychodów, marża Adj./Operating EBIT 26-28%, Capex 4-5% sprzedaży, NWC/przychody ~20% w „steady state”
- Sezonowość potwierdzona: Q1 i Q2 mają stanowić po ~20% rocznych przychodów, z większą kontrybucją i poprawą marży w 2H26 wraz z odwracaniem NWC i pełniejszym wykorzystaniem mocy, głównie w Defence Systems i Ammo

##### #Backlog, pipeline, widoczność przychodów

- Około 1mld EUR z pipeline pochodzi z 7-letniego frameworku ze słowackim MON (58mld EUR).
- Struktura backlogu na koniec marca 2026: Land Systems 48%, ML Ammo 38%, Aerospace & Defence Electronics 3%, Advanced Systems 1%, rosnący udział Land Systems ma z czasem zbilansować cykliczność amunicji
- Book-to-bill w 1Q26 miał wynieść >1,5x dla Grupy, Zarząd oczekuje utrzymania zbliżonego poziomu konwersji pipeline'u w ML Ammo w kolejnych kwartałach

##### #Defence Systems: ML Ammo

- W ML Ammo spółka zakłada utrzymanie marży Operating EBIT na poziomie >30% jako nowej normy przy rosnącej skali i udziale long-range
- Własna roczna zdolność produkcji wielkokalibrowej amunicji (artyleryjskiej i czołgowej) miała przekroczyć 800 tys. sztuk na koniec 1Q26, w 2026 CSG celuje w >850 tys. sztuk własnej produkcji oraz dodatkowo ~400 tys. sztuk z recommissioningu
- Mix przesuwają się w kierunku pocisków dalekiego zasięgu: w 2026 >50% przychodów z amunicji artyleryjskiej ma pochodzić z amunicji long-range, co ma wspierać średnioterminowo lepsze ceny i marże
- CSG widzi popyt na extended-range 155 mm nie tylko z Ukrainy, ale coraz szerzej wśród klientów NATO i eksportowych

##### #Defence Systems: Land Systems

- Spółka podkreśla „Competence Centre model” i zdolność dostarczania złożonych programów w krótkim czasie jako kluczowy wyróżnik w przetargach, w tym m.in. kontrakt >300mln USD na 100 pojazdów Patriot w Azji Płd-Wsch
- W Land Systems zarząd widzi długoterminowo zbliżoną wagowo kontrybucję do ML Ammo, łącznie dla Defence Systems oznaczać to ma bardziej zbalansowaną ekspozycję między amunicją a platformami oraz wyższą „stickiness” przychodów dzięki długim programom pojazdowo-systemowym

##### #Advanced Systems i Aerospace/Defence Electronics

- W Advanced Systems CSG potwierdziło ścieżkę dojścia do „mid-hundreds mln EUR” przychodów w mid-term, przy rosnących mocach w turbinach odrzutowych (1,8 tys. silników w 2026, 5 tys. w mid-term) i pierwszych przychodach oraz dostawach w 1Q26
- Backlog + pipeline w turbojet engines sięga ~400mln EUR (100m backlog, 300m pipeline), a konflikt w Iranie podbija popyt na dalekozasięgowy UAV i ich napęd, CSG widzi tu strukturalnie wysoki potencjał wzrostu
- W Aerospace & Defence Electronics spółka ma być kluczowym partnerem technologicznym w kontrakcie na systemy obrony powietrznej o wartości ~2,5mld USD w Azji Płd-Wsch. (radary, C2, integracja)

##### #Ammo+ (small-cal)

- Segment Ammo zanotował słaby 1Q26, ale Zarząd raportuje „silne odbicie” popytu w USA od końca Q1, z marżami w marcu wracającymi do poziomów FY25
- Zarząd komunikuje, że w 2026 przychody Ammo+ mogą sięgnąć „nieco powyżej 1,25mld EUR”, przy powrocie marży EBIT w okolice dwucyfrowych poziomów do końca roku (po dwóch podwyżkach cen kompensujących wzrost cen miedzi)
- Rosnąca część przychodów z kontraktów defence ma zbliżać profil marżowy Ammo do Defence Systems w średnim terminie

##### #Pionowa integracja i moce produkcyjne

- Na koniec 1Q26 łączna własna zdolność produkcji wielkokalibrowej amunicji to ~800 tys. szt./rok, z czego ~500 tys. w trzech zakładach na Słowacji, 200 tys. w Grecji i 100 tys. w Hiszpanii, do 2028 CSG celuje w 1,1 mln szt. dużego kalibru oraz >400 tys. szt. średniego kalibru
- Zwiększone inwestycje w automatyzację i modernizację (robotyzacja linii, nowe linie napełniania) mają być kluczowym driverem poprawy marż i zdolności do realizacji dużych frameworków (w tym programu słowackiego i potencjalnych kontraktów w Niemczech oraz USA)

##### #USA

- W USA CSG realizuje kontrakt o wartości 635mln USD na projekt i budowę Future Artillery Complex w Iowa, co ma być „platformą pod kolejne szanse” w amunicji M/L oraz platformach lądowych, spółka prowadzi rozmowy z US Army i administracją o kilku dużych kontraktach, z częściowymi rozstrzygnięciami spodziewanymi w 3Q-4Q26
- W Ammo spółka rozwija footprint w USA poprzez The Kinetic Group, kontrakty z FBI i wzrost ekspozycji na defence/law enforcement, co ma stopniowo zmniejszać cykliczność segmentu opartego dotąd na rynku cywilnym

**#Pozostałe**

- Zarząd potwierdził, że ma „aktywny program M&A” skoncentrowany na transakcjach wspierających łańcuch wartości (vert. integracja, Land/Advanced Systems) oraz skalę i footprint w kluczowych rynkach (NATO, Bliski Wschód, Azja Płd-Wsch.), potencjalna inwestycja w KNDS jest rozpatrywana wyłącznie jako opcja strategiczna, bez szczegółowych komentarzy
- W Azerbejdżanie spółka oczekuje, że przy pozytywnych testach systemów obrony powietrznej pierwsze zamówienia na ok. 100 jednostek (~400mln USD) mogą być zrealizowane w horyzoncie trzech lat
- Zarząd skomentował kwestię mniejszości w CSG Land Systems: ewentualne zobowiązania wobec ok. 10% mniejszościowego udziałowca mają mieć charakter osobisty (na poziomie głównego akcjonariusza) i nie generować żadnego zobowiązania, rozcieńczenia czy odpływu gotówki na poziomie CSG, mniejszości nie mają szczególnych praw na poziomie Grupy
- Minorities w P&L na 2026 CFO szacuje na ~150mln EUR (vs pro forma ~120mln EUR dla 2025 po restrukturyzacji struktury przed IPO), głównie z JV w Słowacji i Grecji, w 1Q26 pozycja ta wyniosła ~32,5mln EUR

**APATOR****Podsumowanie konferencji wynikowej**

- Apator oczekuje utrzymania trendu wzrostu sprzedaży w 2026 r. i widzi szanse na rekordowy rok dla segmentu gazu. Celuje także w poprawę marży EBITDA
- Zarząd nadal widzi potencjał segmentu wody i ciepła na rynku krajowym i chociaż jest niepewność przesuwania kontraktów na rynkach zagranicznych, to potencjał eksportowy jest duży.
- Czynnikiem, który będzie wpływać na rentowność całej grupy i pewnym zagrożeniem jest – zdaniem zarządu – inflacja kosztów i wzrost cen surowców. "Przekładamy ceny na klientów, ale nie wszędzie jest to możliwe, np. przy kontraktach długoterminowych (...), ale np. poziom wzrostu miedzi czy srebra jest nie do skompensowania" - CEO
- Zarząd nie widzi obecnie przestrzeni do podwyższenia poziomu wypłat w polityce dywidendowej.
- Na 2026 r. grupa planuje łączny CAPEX w wysokości ok. 80m PLN

**SUROWCE KRYTYCZNE****UE utworzy rezerwę minerałów krytycznych – Reuters**

- Wg agencji UE prowadzi rozmowy z portami, w tym największym w Rotterdamie, w sprawie magazynowania minerałów tworzących rezerwę
- Pierwsze wspólne zapasy kluczowych minerałów mają objąć, wolfram, gal i pierwiastki ziem rzadkich, planowane jest również stworzenie zapasu magnezu, a w końcowej fazie mają powstać także rezerwy germanu i grafitu

**RYNEK SPACE / SPACEX****Oficjalne zgłoszenie przez SpaceX IPO wskazuje na debiut spółki na Nasdaq w czerwcu - CNBC**

- Według źródeł The Wall Street Journal debiut ma nastąpić 12 czerwca
- W prospekcie emisyjnym złożonym w środę w amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC), SpaceX poinformowało o planach notowania na giełdzie Nasdaq pod symbolem SPCX
- Spółka ujawniła w prospekcie, że jej sprzedaż w 2025 roku wyniosła 18,7mld USD, a strata netto 4,9mld USD
- Łączne nakłady inwestycyjne SpaceX wyniosły 20,7mld USD, z czego kosmiczna działalność 8mld USD, a wydatki na rozwój sztucznej inteligencji sięgnęły 12,7mld USD
- SpaceX szacuje w prospekcie potencjalne możliwości generowania przychodów na 28,5bln USD, z czego 26,5bln USD w obszarze sztucznej inteligencji, 1,6bln w obszarze telekomunikacji i łączności i 370mld USD w obszarze rozwiązań wykorzystujących technologie kosmiczne
- The Wall Street Journal informuje o oczekiwaniach pozyskania przez spółkę co najmniej 80mld USD w IPO, co wyceni ją na około 1,5bln USD lub więcej

## CONSTRUCTION & REAL ESTATE

### DOM DEVELOPMENT (DOM PW; HOLD; TP PLN 295)

#### Rozpoczęcie działalności na rynku poznańskim

- 20 maja Zarząd Spółki podjął uchwałę w sprawie utworzenia nowej spółki Dom Development Poznań.
- Szczegóły dotyczące pierwszych inwestycji mają zostać przedstawione w najbliższych miesiącach.

### MLP GROUP (MLG PW; BUY; TP PLN 115)

#### Podsumowanie konferencji po wynikach 1Q26 [lekko pozytywne]

- Grupa koncentruje się stricte na rentowności projektów, nie na skali działalności. Kolejne projekty będą koncentrować się wokół logistyki miejskiej oraz mniejszych modułów.
- W perspektywie FY26E Grupa planuje wprowadzić na rynek nowy typ produktu, tj. jeszcze mniejsze moduły z GLA 220-1,000m<sup>2</sup>. Pierwszy tego typu projekt zostanie wprowadzony w Wiedniu.
- Obecny pipeline projektów w budowie (217 tys. m<sup>2</sup> GLA) implikuje ok. 14.2mln EUR zannualizowanego czynszu oraz YoC >12%.
- W kolejnych kwartałach roku Grupa dodatkowo przełoży część kosztów bezpośrednich na najemców, standardowo rozliczenie przesuwają się z pierwszego kwartału na kolejne.
- Zdaniem Zarządu stopy kapitalizacji powinny być stabilne w perspektywie FY26E.
- W perspektywie FY26E wzrost FFO powinien być porównywalny do wzrostu przychodów, bądź wyższy.
- Ceny wykonawstwa pozostają stabilne, pozostają obecnie zbliżone do poziomów sprzed COVIDu.
- W 2Q26E Grupa uruchomiła dwa projekty w Bieruniu oraz Rzeszowie, w przypadku obu projektów GW zostało zakontraktowane po stawkach poniżej budżetu.
- CAPEX w perspektywie FY26E jak i kolejnych lat powinien wynieść 100-200mln EUR, choć całość nie jest jeszcze „committed” i ostatecznie wydatki będą wynikać z harmonogramu uruchamiania kolejnych projektów.
- Na koniec czerwca Grupa posiadała większą rewaruację m.in. na drugim etapie projektu w Schalke oraz na projekcie we Frankfurcie (który zostanie uruchomiony w najbliższych miesiącach). Do końca roku Grupa planuje uruchomić nowy projekt w Monachium, który pod kątem GAV, powinien być największym projektem w portfelu Grupy.
- W FY26E Grupa planuje oddać 200 – 250 tys. m<sup>2</sup> GLA, z czego od początku roku oddała już ok. 120 tys. m<sup>2</sup> GLA.
- Przegląd ratingu kredytowego powinien nastąpić na przełomie lata i jesieni, w średnim terminie Zarząd spodziewa się osiągnięcia ratingu „investment grade”.

### MURAPOL (MUR PW; BUY; TP PLN 52.5)

#### Podsumowanie konferencji po wynikach 1Q26 [neutralne]

##### #Sprzedaż, bank ziemi

- Oferta na koniec marca wyniosła 3,807 lokali (-9% kw./kw.).
- Bank ziemi na koniec marca opiewał na 20,663 lokali (+6% kw./kw.).
- Średnia cena sprzedanego przez Grupę lokalu w 1Q26 wzrosła o ok. 7% r./r (10.3 tys. PLN za m<sup>2</sup>, nominalnie 462 tys. PLN).
- Na koniec marca Grupa posiadała 5,929 lokali dla klientów detalicznych w realizacji (vs. 6,524 kwartał temu).
- Od początku roku Grupa wprowadziła do oferty 218 lokali (-79% r./r.) na 1 rynku (Wrocław).
- Klienci kredytowi odpowiadali za 61% sprzedaży w 1Q26.
- Ok. 70% bieżącej oferty stanowią projektu zlokalizowane w aglomeracjach, kilka kwartałów temu było to ok. 65%.
- W strukturze lokali sprzedanych w 1Q26 dominowały Łódź (128 lokali), Gdańsk (104 lokale) oraz Warszawa (91 lokali).
- Spadek kosztów sprzedaży w 1Q26 wynikał m.in. z prowizji dla pośredników, która jest kapitalizowana i ostatecznie rozpoznawana w momencie wydania lokalu.

##### #Outlook, guidance

- Sprzedaż w kwietniu wyniosła ok. 230 mieszkań, była zbliżona do stycznia i lutego.
- W FY26E Grupa planuje sprzedać ok. 3,300 lokali.
- Potencjał przekazań w FY26E wynosi 4,192 lokali, natomiast Zarząd planuje przekazać ok. 3,000 lokali, z czego gros powinno przypaść na 2H26E.
- W FY26E Grupa planuje wprowadzić do sprzedaży ok. 3,000 lokali, z czego projekty w aglomeracjach powinny stanowić ok. 72%.
- W ostatnim czasie Grupa prowadziła dokładne due diligence kilku podmiotów, natomiast ostatecznie koncentruje się na rozwoju organicznym.
- W najbliższym czasie Grupa planuje jeszcze mocniej zwiększyć udział największych miast w strukturze oferty, szczególnie Warszawy.
- W segmencie PRS Grupa planuje zakończyć budowę 444 lokali w FY26E oraz 948 w FY27E.
- Wydatki na grunty w FY26E powinny wynieść 200-300mln PLN, z czego 4-5 projektów ma zostać pozyskane na „trochę innych warunkach” niż do tej pory, tj. na umowach terminowych bądź z pozwoleniami na budowę.
- Zarząd wskazuje, że widoczny ostatnio wzrost cen budowy, „póki co”, jest marginalny w porównaniu do wzrostów widocznych po wybuchu wojny w Ukrainie czy pandemii COVID.
- Zdaniem Prezesa Murapol nie dostrzega obecnie widocznego wzrostu kosztów robocizny (ok. 60% kosztu wytworzenia). Od kilku tygodni stal (ok. 8% kosztu wytworzenia) utrzymuje się na stabilnym poziomie po wzroście o ok. 10%, widoczne są np. spadki cen styropianu. Ostatecznie wzrost kosztów, szacowany, może wynosić ok. 0.2-0.3% marży.

### UNIBEP

#### Unieważnienie przetargu na prace budowlane na linii kolejowej na odcinku Gdańsk Osowa-Gdynia Główna

- Oferta konsorcjum z Unibepem opiewała na kwotę 874,1mln PLN netto.

### LOKUM DEWELOPER

#### Rekomendacja zarządu w sprawie wypłaty 1 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

- Dzień dywidendy ustala się na 24 czerwca, a termin wypłaty na 29 czerwca 2026 roku;
- DY=4,4%.

## RYNEK BUDOWLANY

### Wyższe opłaty od odwołań do KIO – projekt nowelizacji PZP

- Rząd szykuje nowelizację PZP, by ograniczyć rosnącą liczbę odwołań do KIO (z ok. 3,5 tys. do 6 tys. rocznie w ub.r.);
- Kluczowa zmiana to wzrost opłaty od wniesienia odwołania - obecnie 20 tys. PLN, jednakowa niezależnie od wartości kontraktu;
- Projekt zakłada też ujednoczenie orzecznictwa KIO (wiążące uchwały zgromadzenia ogólnego Izby), obowiązek merytorycznego rozpoznania odwołania przez sąd zamówień publicznych w razie uwzględnienia skargi, pełną elektronizację rozpraw zdalnych oraz nowe kompetencje Prezesa UZP - możliwość wydawania objaśnień prawnych i wytycznych dot. stosowania PZP.

## BIOTECH

### SELVITA (SLV PW; HOLD; TP PLN 43)

#### Podjęcie decyzji o rozpoczęciu przeglądu opcji strategicznych

- W ramach przeglądu spółka przeanalizuje m.in. transakcję wycofania akcji spółki z obrotu na rynku regulowanym lub zwiększenie alokacji kapitału na inicjatywy w zakresie M&A oraz wzrostu organicznego.

### RVVU THERAPEUTICS (RVVU PW; BUY; TP PLN 54.8)

#### Decyzja o rozwoju RVU120 w kierunku leczenia ostrej białaczki szpikowej

- Obecne rozmowy z zainteresowanymi stronami wskazują, że optymalny moment na zawarcie transakcji partneringowej nastąpi po zakończeniu części badania RIVER-81 obejmującej rozszerzenie dawki w kohorcie 150 mg QD;
- Spółka planuje kontynuować badanie RIVER-81 poprzez włączenie do badania ok. 30 dodatkowych pacjentów, z zastrzeżeniem uzyskania wymaganych zgód regulacyjnych.

## OTHER INFORMATION

### BIO PLANET: Ustalenie ceny emisyjnej akcji serii E na poziomie 32 PLN za papier

- Przyjmowanie zapisów będzie miało miejsce od 27 maja do 25 czerwca 2026 roku.

### BOWIM: Pozytywna opinia RN w sprawie wniosku zarządu o przeznaczeniu zysku netto za '25 na kapitał zapasowy

### DGA: Wyniki pierwszego etapu przeglądu opcji strategicznych

- Zarząd zamierza rozpocząć prace przygotowawcze dotyczące wyodrębnienia działalności doradczej do odrębnego podmiotu;
- Rozpoczęcie działań ukierunkowanych na pozyskanie inwestora.

### IMS: Pozytywna opinia RN w sprawie wniosku zarządu o wypłacie kwoty 6,2mln PLN na dywidendę za 2025 rok (DPS 0,18 PLN)

- Po uwzględnieniu wypłaconej zaliczki w grudniu'25, do wypłaty pozostanie kwota 2,07mln PLN (DPS 0,06 PLN);
- DY=2,8%.

### INSTAL KRAKÓW: Rekomendacja zarządu w sprawie wypłaty 1,50 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

- Dzień dywidendy ustala się na 24 sierpnia, a termin wypłaty na 6 listopada 2026 roku;
- DY=3,9%.

### MOSTOSTAL WARSZAWA: Bank Intesa Sanpaolo S.p.A. żąda zwrotu części zaliczki w kwocie 30,45mln PLN z gwarancji

- Sprawa dotyczy umowy na zaprojektowanie i budowę drogi ekspresowej S19 na odcinku od węzła Domardz do węzła Iskrzynia;
- Termin realizacji wypłaty upływa 3 czerwca 2026 roku.

### SOPHARMA: Przychody ze sprzedaży w kwietniu'26 wzrosły o 115% r/r

### TRANS POLONIA: Zawarcie umowy z Orlen Paliwa o szacunkowej wartości 250mln PLN

- Przedmiotem umowy jest świadczenie usług przewozu produktów niebezpiecznych (gaz płynny) w latach 2027-2032.

## CHANGES IN GOVERNING BODIES

### APLISENS

Powołanie p. Adama Żurawskiego na stanowisko prezesa zarządu na kolejną 3-letnią kadencję.

### ATREM

Rezygnacja p. Dariusza Skrockiego z pełnienia funkcji członka RN.

### AUTO PARTNERS

Zgłoszenie przez Turzyńskiej Fundacji Rodzinnej oraz OFE PZU kandydatur p. Jarosława Plisza, p. Bogumiła Woźnego, p. Bogumiła Kamińskiego, p. Wojciecha Olszenka oraz p. Agnieszki Orłowskiej na stanowisko członków RN.

### GRUPA PRACUJ

Rezygnacja p. Przemysława Budkowskiego z pełnienia funkcji członka RN.

### KRUK

Zgłoszenie przez Generali OFE kandydatury p. Jacka Poświaty na stanowisko członka RN.

**PHARMENA**

Zarząd zgłosił p. Jacka Dauenhauer, p. Agnieszkę Dziki, p. Tomasza Filipiaka, p. Annę Paczkowską, p. Zbigniewa Molendę i p. Jacka Szwajcowskiego jako kandydatów na członków RN.

**PJP MAKRUM**

Rezygnacja p. Dariusza Skrockiego z pełnienia funkcji członka RN.

**POLIMEX-MOSTOSTAL**

Odwołanie p. Mirosława Sołtysiaka z pełnienia funkcji wiceprezesa zarządu.

## CHANGES IN SHAREHOLDERS

**DRAGO ENTERTAINMENT**

Zwiększenie zaangażowania przez p. Przemysława Zielińskiego wraz Flagship Game Sp. z o.o. z 9,95% do 11,68% kapitału zakładowego i głosów.

## BLOCK TRADES

**ENERGA**

Wolumen: 38 tys. @ 18,86  
% kapitału: 0,01

## GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

**CAVATINA HOLDING:** Uchwała ZWZA w sprawie przeznaczenia zysku netto za '25 na kapitał zapasowy

**ECHO INVESTMENT:** Zwołanie ZWZA na dzień 18 czerwca 2026 roku w sprawie wypłaty 0,80 PLN dywidendy na akcję za 2025 rok

- Spółka wypłaciła już w grudniu'25 zaliczkę na poczet dywidendy w wysokość 0,80 PLN.

**ED INVEST:** Uchwała ZWZA w sprawie wypłaty 0,13 PLN dywidendy na akcję za '25 oraz 0,50 PLN na akcjach zysku lat ubiegłych

- Dzień dywidendy ustala się na 26 maja, a termin wypłaty na 29 maja 2026 roku;  
- DY=7,3%.

**ELEKTROTIM:** Uchwała ZWZA w sprawie wypłaty 2 PLN dywidendy na akcję

- Dzień dywidendy ustala się na 19 czerwca, a termin wypłaty na 24 lipca 2026 roku;  
- DY=3,2%.

**ENERGOAPARATURA:** Zwołanie ZWZA na dzień 18 czerwca 2026 roku w sprawie przeznaczenia zysku netto za 2025 rok na kapitał zapasowy

**ENERGOINSTAL:** Zwołanie ZWZA na dzień 16 czerwca 2026 roku w sprawie przeznaczenia zysku netto za 2025 rok na pokrycie strat z lat ubiegłych

**FABRITY:** Zwołanie ZWZA na dzień 16 czerwca 2026 roku w sprawie wypłaty 2,50 PLN dywidendy na akcję

- Dzień dywidendy ustala się na 19 czerwca, a termin wypłaty na 24 czerwca 2026 roku;  
- DY=9,8%.

**FASING:** Zwołanie ZWZA na dzień 16 czerwca 2026 roku w sprawie wypłaty 0,50 PLN dywidendy na akcję

- Dzień dywidendy ustala się na 23 czerwca, a termin wypłaty na 27 sierpnia 2026 roku;  
- DY=3,4%.

**FERRO:** Zwołanie ZWZA na dzień 22 czerwca 2026 roku w sprawie wypłaty 2,36 PLN dywidendy na akcję

- Dzień dywidendy ustala się na 11 września, a termin wypłaty na 8 października 2026 roku;  
- DY=8%.

**JWW INVEST:** Zwołanie ZWZA na dzień 15 czerwca 2026 roku w sprawie wypłaty 0,12 PLN dywidendy na akcję

- Dzień dywidendy ustala się na 15 sierpnia, a termin wypłaty na 26 października 2026 roku;  
- DY=4,1%.

**PKO BP:** Zwołanie ZWZA na dzień 29 czerwca 2026 roku w sprawie wypłaty 6,14 PLN dywidendy na akcję

- Dzień dywidendy ustala się na 5 sierpnia, a termin wypłaty na 13 sierpnia 2026 roku;  
- DY=6,1%.

## FINANCIAL RESULTS

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, XTB
18-22		CBF, JSW, MAB, MLG, SHO	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, SCW, 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				
JULY	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-03					
06-10					
13-17					SAAB
20-24		MTGB	MCOVB		MONET
27-31	OPL	BDX, MIL	KTY, JMT	MBK, PEO, EBP, ZAB, ING, EBS, KOMB, LDO	ASE

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	121,7	32%	15 882	9,2	8,3	7,5	1,2	1,1	1,1	13%	13%	14%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Hold	181,0	143,0	27%	21 157	9,9	8,2	7,5	1,2	1,1	1,1	12%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	113,5	98,4	15%	40 374	10,1	9,5	9,1	1,4	1,3	1,2	13%	13%	13%	77
Handlowy	BHW	Buy	137,0	119,0	15%	15 548	10,7	11,1	10,2	1,6	1,5	1,5	15%	14%	14%	59
ING	ING	Sell	420,0	404,8	4%	52 664	13,0	11,6	9,7	2,4	2,2	2,1	18%	19%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1 190	990	20%	188 149	11,0	10,3	9,9	1,5	1,4	1,4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1 100,0	1 206,0	-9%	51 286	13,9	11,1	9,8	2,0	1,8	1,6	15%	16%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	17,3	18,6	-7%	22 515	16,9	10,5	9,4	2,2	1,8	1,7	13%	18%	18%	67
Moneta	MONET	Sell	173,0	187,8	-8%	95 966	14,2	13,7	13,3	3,0	2,9	2,8	21%	21%	21%	71
OTP	OTP	Hold	44 437	41 100	8%	11 508	9,4	8,9	8,5	1,8	1,7	1,5	20%	19%	18%	77
Pekao	PEO	Hold	279,0	234,1	19%	61 444	10,7	9,4	8,5	1,7	1,6	1,5	16%	17%	18%	72
PKO BP	PKO	Buy	118,0	100,0	18%	125 050	11,5	9,5	8,5	2,0	1,9	1,8	18%	20%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Buy	760,0	590,6	29%	60 353	11,9	9,2	8,5	1,7	1,6	1,5	14%	17%	18%	—
Kruk	KRU	Buy	600,0	423,0	42%	8 267	6,9	6,4	6,0	1,3	1,2	1,1	20%	19%	18%	79
PZU	PZU	Hold	71,5	64,2	11%	55 421	9,0	8,6	8,2	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	154,5	-15%	373	—	—	13,5	10,6	17,8	4,6	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	155,0	135,0	15%	2 363	11,2	10,8	10,5	7,2	7,0	6,8	—	—	—	45
Aïlleron	ALL	Hold	17,6	17,3	2%	214	14,9	11,3	9,8	6,5	5,6	4,9	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	40,0	32,3	24%	34 106	17,7	14,9	12,8	10,0	8,8	7,8	5%	5%	5%	93
Ambra	AMB	Buy	23,0	18,2	26%	460	9,7	9,1	8,9	4,5	4,2	3,9	6%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	11,0	10,5	5%	2 305	13,1	11,6	10,9	4,9	4,8	4,6	1%	3%	3%	80
Answear.com	ANR	Buy	25,0	18,0	39%	343	11,2	9,5	7,6	6,3	5,7	4,9	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65,0	52,0	25%	3 042	7,5	6,2	5,3	7,2	5,8	4,8	5%	10%	13%	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	27,6	21,4	29%	255	10,4	8,8	6,8	7,0	3,5	2,9	0%	0%	11%	—
Asbis	ASB	Hold	62,0	71,0	-13%	3 941	10,8	9,6	9,4	6,8	6,4	6,1	3%	4%	5%	—
Asmodee	ASMDEE	Buy	151,0	126,4	19%	29 922	52,8	49,4	42,9	25,0	23,6	21,0	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	90,0	92,0	-2%	3 074	20,1	18,9	17,3	14,2	13,3	12,4	4%	5%	5%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208,0	190,5	9%	15 812	20,9	20,0	18,7	—	—	—	7%	7%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	75,0	62,5	20%	3 243	15,3	13,8	12,7	8,5	7,5	6,9	3%	3%	4%	—
Atal	1AT	Buy	75,0	64,3	17%	2 782	6,9	6,8	6,7	8,7	7,8	7,4	7%	12%	12%	—
Auto Partner	APR	Buy	26,5	24,9	7%	3 246	13,6	11,8	10,6	9,5	8,5	7,7	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	20,9	—	2 069	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	4 850,0	4 394,0	10%	14 505	21,7	16,9	13,8	10,1	9,0	7,7	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	128,4	81,9	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	40,0	25,5	57%	491	20,7	17,1	3,4	5,9	5,4	1,5	0%	0%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	900	678	33%	17 304	22,8	19,2	16,4	13,8	11,5	9,6	5%	5%	6%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116,9	78,3	49%	497	7,6	—	1,5	4,8	—	1,2	0%	0%	—	—
CD Projekt	CDR	Buy	324,0	257,2	26%	25 697	83,3	15,0	15,2	63,2	10,2	11,0	0%	0%	5%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38,8	20,7	87%	1 115	—	122,0	48,1	59,0	17,1	12,9	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Hold	1 232,3	1 319,0	-7%	709 608	25,8	23,9	28,2	8,6	8,2	8,6	3%	3%	3%	76
CI Games	CIG	Sell	2,3	3,1	-27%	676	—	6,6	18,5	—	3,5	5,0	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	855,0	528	62%	369	8,1	5,2	16,2	4,6	2,7	7,3	8%	13%	20%	—
Creotech Instruments	CRI	Restricted	—	800,0	-	2 283	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Comp	CMP	Buy	67,00	61,80	8%	1 267	15,1	13,0	11,3	8,0	7,2	6,5	6%	6%	7%	—
CSG	CSG	Hold	26,0	18,7	39%	18 700	20,3	13,0	10,8	10,6	8,5	7,0	—	—	—	—
CTP	CTPNV	Buy	20,0	16,5	21%	8 013	6,9	5,4	4,3	9,3	8,0	7,1	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	220,0	179,5	23%	2 749	35,3	20,3	17,5	15,6	11,8	10,0	1%	1%	2%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	13,5	16,7	-19%	10 648	17,8	14,9	12,9	6,9	6,5	6,1	0%	0%	3%	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	78,0	4%	911	33,8	28,5	21,4	18,5	15,6	12,2	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11,5	10,2	13%	4 735	10,5	9,7	9,4	9,3	8,2	7,9	7%	7%	8%	36
Diagnostyka	DIA	Buy	200,0	161,7	24%	5 458	17,1	14,5	12,4	9,2	8,0	6,9	3%	3%	3%	—
Digital Network	DIG	Hold	208,0	194,9	7%	826	13,4	12,0	10,8	7,5	6,8	6,1	3%	3%	3%	—
Dino Polska	DNP	Hold	39,5	32,5	22%	31 843	18,3	14,9	12,6	11,3	9,1	7,6	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Hold	295,0	256,5	15%	6 617	10,0	9,3	9,0	8,2	7,5	7,0	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7,0	5,0	41%	2 047	13,8	5,7	3,9	8,5	5,1	3,8	16%	16%	16%	—
Erbud	ERB	Hold	30,0	25,4	18%	303	—	22,9	6,3	4,7	4,5	3,5	0%	3%	3%	—
Enea	ENA	Hold	25,9	20,3	27%	10 754	4,5	4,6	5,7	3,9	4,4	5,2	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	76,0	52,7	44%	925	7,3	6,7	6,1	4,0	3,7	3,6	6%	7%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review		5,6	-	779	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity	FAB	Buy	30,0	25,4	18%	71	11,6	9,6	9,3	6,5	5,5	5,2	9%	9%	10%	—
Ferro	FRO	Buy	35,0	29,4	19%	625	10,3	8,7	7,7	7,2	6,1	5,3	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13 665	12 220	12%	2 277 501	6,4	5,4	4,9	4,8	3,6	2,8	5%	8%	8%	75
GPW	GPW	Sell	72,0	81,1	-11%	3 402	15,1	14,7	14,3	11,9	11,2	10,8	4%	5%	5%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	54	43	26%	2 956	11,6	10,9	10,4	8,1	7,4	6,9	7%	7%	8%	—
GTC	GTC	Hold	3	3	15%	1 493	30,2	16,0	13,2	18,3	16,3	16,2	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	31,7	21,5	47%	962	3,8	4,2	4,9	1,7	2,0	2,3	23%	24%	21%	5
H&M	HMB	Sell	129,0	163,0	-21%	261 532	19,8	18,1	17,2	7,9	7,7	7,4	5%	5%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	60,0	50,7	18%	158 139	22,5	20,4	18,7	12,3	11,3	10,3	3%	4%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15,6	15,2	2%	32 375	42,1	34,7	27,1	10,2	8,9	7,7	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	850,0	807,0	5%	11 434	12,5	10,9	9,7	9,0	8,0	7,0	0%	0%	0%	—
Jeronimo Martins	JMT	Hold	24,0	18,9	27%	11 919	16,8	13,6	12,4	6,0	5,5	5,2	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review		25,8	-	3 025	—	—	—	—	—	—	—	—	—	51
Kęty	KTY	Buy	1 325,0	1 182,0	12%	11 652	17,2	14,7	12,0	10,9	9,9	8,7	4%	5%	6%	48
KGHM	KGH	Hold	363,1	326,2	11%	65 240	7,2	8,5	9,7	4,3	4,8	5,2	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	27 200	21 160	29%	39 271	15,0	13,0	11,3	7,4	6,4	5,7	4%	5%	5%	77
Mabion	MAB	Under Review		7,4	—	138	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Hold	258,0	214,0	21%	3 047	35,0	28,7	24,4	10,7	9,7	8,8	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Buy	62	77	-19%	713	6,1	8,6	—	4,2	5,5	—	5%	5%	0%	—
Mirbud	MRB	Under Review		11	-	1 157	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
MLP Group	MLG	Buy	115,0	109,0	6%	2 615	9,2	6,6	5,1	11,5	9,9	8,4	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	356,4	363,0	-2%	1 275	13,2	12,8	12,3	8,5	8,1	7,6	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Under Review		80,8	-	6 222	—	—	—	—	—	—	—	—	—	70
MOL	MOL	Under Review		3 988,0	-	2 997	—	—	—	—	—	—	—	—	—	71
Molecure	MOC	Buy	11,2	5,3	109%	110	2,3	2,1	—	0,8	0,4	—	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	52,5	40,8	29%	1 665	6,5	6,1	5,5	6,5	6,0	5,3	12%	12%	12%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	161,0	135,0	19%	16 646	24,9	20,0	17,5	7,1	5,9	4,9	2%	0%	0%	80
Neuca	NEU	Buy	860,0	733,0	17%	3 399	15,7	13,4	12,1	8,6	7,6	6,9	2%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	10	9	16%	479	16,9	17,4	16,1	6,5	6,3	5,7	4%	3%	3%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	150,0	87,3	72%	981	11,6	9,1	7,7	7,1	6,2	5,4	0%	4%	0%	—
Orange	OPL	Hold	15,2	16,3	-7%	21 418	20,4	17,9	15,3	6,2	6,1	5,6	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Hold	152,7	145,5	5%	168 894	8,0	8,0	9,0	4,3	4,3	4,8	5%	5%	5%	61
PCF Group	PCF	Restricted		3,7	-	156	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review		173,4	-	86 700	—	—	—	—	—	—	—	—	—	60
Pekabex	PBX	Under Review		9,2	-	228	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	30,5	32,2	-5%	18 588	16,9	14,9	13,5	6,1	5,7	5,3	—	—	—	57
PGE	PGE	Hold	11,8	10,3	15%	23 121	5,4	6,5	5,9	4,0	4,9	4,7	0%	0%	0%	34
Playway	PLW	Buy	385,0	238,0	62%	1 587	7,8	7,7	9,1	5,4	5,5	6,8	8%	13%	13%	0
Polenergia	PEP	Buy	63,9	48,8	31%	3 768	35,7	37,1	22,2	11,3	11,3	5,1	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11,5	7,8	47%	1 992	13,1	10,5	9,8	5,2	3,5	2,4	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	133,3	50%	1 940	8,9	8,7	8,4	5,0	4,7	4,3	6%	6%	6%	—
Rheinmetall	RHM	Buy	2 150,0	1 232,2	74%	57 499	35,9	24,2	16,8	19,9	13,5	9,4	1%	1%	2%	75
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	54,8	22,7	142%	524	7,1	13,0	2,1	3,7	5,3	—	0%	0%	0%	—
Saab	SAABB	Hold	680,0	524,2	30%	289 227	33,5	25,8	21,3	18,7	15,1	12,6	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228,2	116,2	96%	368	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Hold	43,0	33,3	29%	630	70,3	25,4	16,7	10,5	8,3	6,5	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	88,4	7%	1 115	15,8	13,2	13,0	8,5	7,6	7,3	—	—	—	—
Synektik	SNT	Buy	344,0	282,0	22%	2 405	15,8	13,9	13,1	10,3	8,9	8,2	4%	4%	5%	—
Tauron	TPE	Buy	12,6	9,3	36%	16 299	6,8	6,4	6,6	5,3	5,3	5,6	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	111,0	95,9	16%	621	11,0	7,3	7,8	7,1	4,6	4,8	10%	9%	14%	3
Torpol	TOR	Buy	85,0	70,0	21%	1 608	17,1	11,1	7,9	7,7	6,4	3,2	2%	3%	5%	—
Toya	TOA	Buy	12,0	8,6	39%	648	7,1	6,6	5,9	4,5	4,3	4,0	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Under Review		295,0	-	407 100	—	—	—	—	—	—	—	—	—	86
Unimot	UNT	Buy	176,9	156,4	13%	1 227	6,8	8,7	7,8	5,1	5,8	5,1	4%	4%	4%	—
Voxel	VOX	Buy	130,0	95,9	36%	1 007	12,0	10,1	9,0	5,9	5,1	4,4	3%	5%	6%	—
VRG	VRG	Under Review		5,5	-	1 299	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65,0	58,6	11%	1 745	16,9	13,4	11,9	5,3	4,9	4,6	2%	3%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	13,0	16,0	-19%	295	10,6	11,1	11,2	5,4	4,9	4,9	10%	0%	6%	—
Wizz Air	WIZZ	Under Review		9,4	-	977	—	—	—	—	—	—	—	—	—	67
XTB	XTB	Buy	131,5	107,3	23%	12 610	9,7	9,6	8,4	6,2	5,9	4,8	4%	8%	8%	32
XTPL	XTP	Buy	120,0	54,7	119%	161	—	17,5	7,2	48,6	8,7	4,4	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Buy	32,0	23,8	35%	23 831	19,1	15,0	12,0	7,1	6,2	5,4	—	—	—	—

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

## TRIGON DOM MAKLERSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11  
repcja@trigon.pl

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

## CEE EQUITY RESEARCH

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

## EQUITY SALES

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

## SALES TRADING

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

## DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogilska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieście w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | NIP 676-10-44-221 | KRS 000003318. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Domu Maklerskiego S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Niniejsze opracowanie jest zgodne z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych wyników. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za jakiegokolwiek szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, ani nie zapewnia, że zawarte w opracowaniu stwierdzenia dotyczące przyszłości okażą się prawdziwe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikacja, rozpowszechnianie, kopiowanie lub jakiegokolwiek inne wykorzystanie części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.