

## Daily

CEE | Equity Research

## HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE

**CYFROWY POLSAT:** Wyniki za 4Q24 zbliżone do oczekiwań, lepszy wynik na nieruchomościach, słabszy w mediach [neutralne]

**ENEA:** Wyniki za 4Q24 [lekko pozytywne]

**ANSWEAR.COM:** Wyniki za 4Q24 wyższa od oczekiwań poprawa marży brutto, relatywnie niższe wydatki na marketing [lekko pozytywne]

FINANSE

**MILLENNIUM:** Bank szacuje wartość rezerw na ryzyko prawne w 1Q25 na 411mln PLN

**KRUK:** Dane operacyjne 1Q25: wzrost odzysków 8% r/r oraz poziom odchylenia od planu poniżej oczekiwań [lekko negatywne]

**VOTUM:** Pozytywna opinia RN w sprawie wniosku zarządu o przeznaczeniu kwoty 44,88mln PLN na wypłatę dywidendy

**SKARBIEC HOLDING:** Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu

PALIWA I CHEMIA

**ORLEN:** Spółka analizuje rynek odnawialnego amoniaku

KONSUMENT

**AUTO PARTNER:** Marzec'25: przychody grupy ze sprzedaży wyniosły 376,6mln PLN, +13,1% r/r (YTD 1mld PLN, +7,9% r/r)

LOGISTYKA I TRANSPORT

**INPOST:** InPost Pay będzie dostępny we wszystkich sklepach Grupy CCC

TMT

**ASSECO POLAND:** Podpisanie z ZUS umowy na wsparcie utrzymania Kompleksowego Systemu Informatycznego

**VERCOM:** Spółka chce wypłacić łącznie 45mln PLN dywidendy z zysku za 2024 rok (DPS 2,03 PLN)

**RYNEK MEDIOWY:** Michał Sołowow wycofał się z planów przejęcia TVN – Business Insider

PRZEMYSŁ

**COGNOR HOLDING:** Podsumowanie wywiadu z członkiem zarządu – Parkiet

**WIELTON:** Spółka zarejestrowała w okresie I-III 2025 roku 683 przyczepy i naczepy, +11,8% r/r - PZPM

BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

**BUDIMEX:** Oferta spółki za 348,8mln PLN netto wybrana do budowy dróg pod Szczecinem

**POLIMEX-MOSTOSTAL:** Zawarcie umowy podwykonawczej z Elmika sp. z o.o. na kompleksowe wykonanie prace elektrycznych dla zakresu stacyjnego 275 kV i 400 kV

HEALTHCARE & BIOTECH

**CELON PHARMA:** Spółka otrzyma 65,8mln PLN dotacji z konkursu FENG.

**MEDICALGORITHMICS:** Spółka podpisała umowę z dystrybutorem urządzeń medycznych w Słowenii.

## TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

## CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

## WYNIKI FINANSOWE

## CYFROWY POLSAT (Kupuj; PLN 18)

Wyniki za 4Q24 zbliżone do oczekiwań, lepszy wynik na nieruchomościach, słabszy w mediach [neutralne]

| PLNm                        | 4Q23         | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         | 4Q24         | Y/Y  | Q/Q  | 4Q24E        | Cons.        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|------|--------------|--------------|
| <b>Revenues</b>             | <b>3,682</b> | <b>3,405</b> | <b>3,454</b> | <b>3,580</b> | <b>3,827</b> | 4%   | 7%   | <b>3,775</b> | <b>3,838</b> |
| Retail                      | 1,764        | 1,771        | 1,784        | 1,817        | 1,810        | 3%   | 0%   | 1,813        |              |
| Wholesale                   | 929          | 750          | 848          | 764          | 899          | -3%  | 18%  | 888          |              |
| thereof TV advertising      | 415          | 307          | 361          | 297          | 423          | 2%   | 42%  | 425          |              |
| Equipment                   | 507          | 426          | 433          | 457          | 479          | -6%  | 5%   | 477          |              |
| Other                       | 196          | 177          | 140          | 182          | 300          | 53%  | 65%  | 240          |              |
| Energy                      | 286          | 282          | 249          | 359          | 340          | 19%  | -5%  | 357          |              |
| Costs                       | -3,487       | -3,116       | -3,086       | -2,988       | -3,439       | -    | -    | -3,351       |              |
| Other revenues/costs        | -23          | 164          | 28           | -22          | -40          | -    | -    | -40          |              |
| <b>Adj. EBITDA</b>          | <b>677</b>   | <b>772</b>   | <b>844</b>   | <b>903</b>   | <b>780</b>   | 15%  | -14% | <b>794</b>   | <b>773</b>   |
| TMT                         | 676          | 714          | 770          | 811          | 622          | -8%  | -23% | 667          |              |
| B2C (Telecomm serv.)        | 536          | 604          | 625          | 666          | 526          | -2%  | -21% | 544          |              |
| Media                       | 140          | 110          | 145          | 145          | 97           | -31% | -33% | 123          |              |
| Real estate                 | 5            | 9            | 2            | 10           | 78           | +    | 690% | 45           |              |
| Renewables                  | -1           | 49           | 71           | 82           | 79           | -    | -4%  | 82           |              |
| <b>EBITDA</b>               | <b>677</b>   | <b>946</b>   | <b>865</b>   | <b>886</b>   | <b>740</b>   | 9%   | -17% | <b>754</b>   |              |
| TMT                         | 676          | 888          | 792          | 794          | 583          | -14% | -27% | 627          |              |
| B2C (Telecomm serv.)        | 536          | 778          | 646          | 650          | 486          | -9%  | -25% | 504          |              |
| Media                       | 140          | 110          | 145          | 145          | 97           | -31% | -33% | 123          |              |
| Real estate                 | 5            | 9            | 2            | 10           | 78           | +    | 690% | 45           |              |
| Renewables                  | -1           | 49           | 71           | 82           | 79           | -    | -4%  | 82           |              |
| EBIT                        | 172          | 453          | 396          | 569          | 348          | 102% | -39% | 384          | 395          |
| Net profit                  | 101          | 180          | 146          | 249          | 135          | 34%  | -46% | 155          | 154          |
| Net debt                    | 12,238       | 12,480       | 12,293       | 12,057       | 12,493       | 2%   | 4%   |              |              |
| P/E 12M trailing            | 31.1         | 22.0         | 15.8         | 12.8         | 12.2         |      |      |              |              |
| EV/EBITDA adj. 12M trailing | 7.0          | 7.0          | 6.9          | 6.5          | 6.5          |      |      |              |              |
| Revenues y/y                | 7%           | 6%           | 5%           | 4%           | 4%           |      |      |              |              |
| EBITDA margin               | 18%          | 28%          | 25%          | 25%          | 19%          |      |      |              |              |
| Net profit margin           | 3%           | 5%           | 4%           | 7%           | 4%           |      |      |              |              |

Source: Company, Trigon

## MARKET QUOTES

| INDICES           | Change (%) |       |      |      |
|-------------------|------------|-------|------|------|
|                   | Price      | 1D    | 1M   | 1Y   |
| WIG               | 87,989     | -2.7% | -5%  | 4%   |
| WIG20             | 2,434      | -3.0% | -6%  | -3%  |
| mWIG40            | 6,772      | -2.1% | 0%   | 7%   |
| sWIG80            | 25,404     | -1.9% | -2%  | 4%   |
| PX (Prague)       | 1,934      | -2.0% | -4%  | 25%  |
| BUX (Budapest)    | 83,393     | -2.7% | -4%  | 24%  |
| BET (Bucharest)   | 16,546     | -3.0% | -5%  | -4%  |
| BIST30 (Istanbul) | 10,109     | -2.1% | -14% | -5%  |
| DAX               | 19,671     | -3.0% | -13% | 9%   |
| FTSE 100          | 7,679      | -2.9% | -11% | -4%  |
| STOXX Europe 600  | 470        | -3.5% | -14% | -7%  |
| S&P 500           | 5,457      | 9.5%  | -3%  | 6%   |
| NASDAQ 100        | 19,145     | 12.0% | -1%  | 6%   |
| Nikkei 225        | 34,474     | -3.9% | -7%  | -13% |
| Shanghai Comp     | 3,220      | 1.3%  | -4%  | 6%   |

| BONDS             | Change (bps) |      |       |        |
|-------------------|--------------|------|-------|--------|
|                   | Rate         | 1D   | 1M    | 1Y     |
| PL 5Y bond yield  | 4.9%         | -3.5 | -74.7 | -52.9  |
| PL 10Y bond yield | 5.4%         | 2.9  | -57.7 | -13.7  |
| CZ 10Y bond yield | 4.2%         | 8.1  | -20.4 | 12.8   |
| HU 10Y bond yield | 7.1%         | 15.0 | 23.0  | 27.0   |
| RO 10Y bond yield | 7.5%         | 9.3  | -6.3  | 85.3   |
| WIBOR 3M          | 5.6%         | 2.0  | -22.0 | -24.0  |
| EURIBOR 3M        | 2.3%         | -6.9 | -23.6 | -160.9 |

| CURRENCIES | Change (%) |       |       |       |
|------------|------------|-------|-------|-------|
|            | Rate       | 1D    | 1M    | 1Y    |
| USD/PLN    | 3.87       | 0.0%  | -0.2% | -2.6% |
| EUR/PLN    | 4.25       | 0.2%  | 1.1%  | -0.4% |
| EUR/USD    | 1.10       | 0.2%  | 1.3%  | 2.2%  |
| GBP/PLN    | 4.97       | -0.2% | 0.4%  | 0.1%  |
| CZK/PLN    | 0.17       | -0.2% | -0.9% | -0.9% |
| HUF/PLN    | 0.011      | 0.0%  | -0.1% | 3.8%  |
| RON/PLN    | 0.85       | -0.2% | -1.1% | 0.6%  |
| CNY/PLN    | 0.53       | -0.3% | 1.3%  | 4.2%  |

| COMMODITIES                | Change (%) |       |      |      |
|----------------------------|------------|-------|------|------|
|                            | Price      | 1D    | 1M   | 1Y   |
| Gold (USD/toz)             | 3,118      | 2.0%  | 8%   | 34%  |
| Silver (USD/toz)           | 31.3       | 0.7%  | -3%  | 12%  |
| Copper (USD/t)             | 8,613      | -0.5% | -10% | -9%  |
| Zinc (USD/t)               | 2,558      | -0.2% | -11% | -6%  |
| Molybdenum (USD/lb)        | 20.0       | -0.1% | -3%  | 2%   |
| Iron ore (USD/t)           | 98         | 1.1%  | -3%  | -7%  |
| HCC (USD/t)                | 180        | -3.5% | -1%  | -33% |
| HRC EU (EUR/t)             | 650        | 1.6%  | 6%   | -3%  |
| Brent crude oil (USD/bbl.) | 65.1       | -0.6% | -6%  | -28% |
| CO2 (EUR/t)                | 64.7       | 6.1%  | -6%  | -1%  |
| TTF 1M gas (EUR/MWh)       | 35.7       | 7.5%  | -13% | 31%  |
| Power 1Y in DE (EUR/MWh)   | 78         | -3.8% | -4%  | -7%  |
| Power 1Y in PL (PLN/MWh)   | 406        | -0.2% | -5%  | -12% |
| Shanghai Freight Index     | 1,393      | 2.6%  | -8%  | -20% |

ENEA (Kupuj; PLN 14.16)  
Wyniki za 4Q24 [lekko pozytywne]

| PLNm                        | 4Q23          | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         | 4Q24          | Y/Y         | Q/Q         | 4Q24P         | 4Q24E        | Cons         |
|-----------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|-------------|---------------|--------------|--------------|
| Revenues                    | 12 281        | 7 900        | 7 757        | 8 019        | 9 298         | -24%        | 16%         | 8 813         | 11 400       | 9 715        |
| <b>EBITDA</b>               | <b>2 858</b>  | <b>1 877</b> | <b>1 593</b> | <b>1 863</b> | <b>1 473</b>  | <b>-48%</b> | <b>-21%</b> | <b>1 473</b>  | <b>1 567</b> | <b>1 565</b> |
| Generation                  | 1 866         | 930          | 735          | 1 000        | 892           | -52%        | -11%        | 892           | 655          |              |
| Power Plants                | 1 660         | 790          | 662          | 865          | 699           | -58%        | -19%        | -             | 520          |              |
| Heat                        | 19            | 51           | -13          | -10          | 79            | 327%        | -           | -             | 15           |              |
| RES                         | 186           | 89           | 86           | 144          | 113           | -39%        | -22%        | -             | 120          |              |
| Distribution                | 513           | 613          | 546          | 586          | 538           | 5%          | -8%         | 538           | 550          |              |
| Mining                      | 652           | 158          | 113          | 285          | 435           | -33%        | 53%         | 435           | 442          |              |
| Trading                     | 37            | 80           | 116          | 36           | -236          | -           | -           | -236          | 60           |              |
| Others                      | -210          | 97           | 82           | -45          | -156          | -           | -           | -156          | -140         |              |
| EBIT                        | -471          | 1 531        | 1 213        | 1 478        | -1 162        | -           | -           | 1 473         | 1 177        | 1 192        |
| <b>Net profit</b>           | <b>-1 263</b> | <b>1 018</b> | <b>1 263</b> | <b>971</b>   | <b>-1 856</b> | <b>-</b>    | <b>-</b>    | <b>-1 903</b> | <b>941</b>   | <b>823</b>   |
| OCF                         | -2 764        | 105          | 3 859        | 3 818        | -2 431        | -           | -           | -             | 797          |              |
| Capex                       | -974          | -736         | -584         | -840         | -895          | -8%         | 7%          | -1 363        | -1 331       |              |
| Capex (company)             | -1 387        | -441         | -891         | -728         | -1 332        | -4%         | 83%         | -1 363        | -1 331       |              |
| Net debt (reported)         | 5 338         | 6 085        | 2 913        | 194          | 3 150         | -41%        | 1522%       | 3 130         | 728          |              |
| Economic Net debt           | 7 622         | -            | -            | 4 242        | 2 572         | -66%        | -39%        | -             | 4 776        |              |
| EBITDA margin               | 23%           | 24%          | 21%          | 23%          | 16%           |             |             | 17%           | 14%          |              |
| EBIT margin                 | -             | 19%          | 16%          | 18%          | -             |             |             | 17%           | 10%          |              |
| Net profit margin           | -             | 13%          | 16%          | 12%          | -             |             |             | -             | 8%           |              |
| P/E12M trailing             | -             | 66.2         | 4.3          | 3.7          | 5.3           |             |             | 5.5           |              |              |
| EV/EBITDA adj. 12M trailing | 2.6           | 2.1          | 1.5          | 1.6          | 1.6           |             |             | -             |              |              |

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

# **EBITDA** w 4Q24 wyniosła 1.47 mld PLN i jest **zgodna z wynikami szacunkowymi Spółki**. Przy odpisie w kwocie 2.25 mld PLN (1.24 mld w wytwarzaniu i 1 mld w wydobyciu), saldzie finansowym - 72m i podatku dochodowym -0.68 mld, wynik netto wyniósł -1.86 mld PLN.

# **OCF** w 4Q24 był ujemny i wyniósł -2.4 mld PLN, przy zmianie NWC o -2.8 mld. Największy spadek widoczny był w zmianie praw do emisji CO2 (-6.7 mld), przy pozytywnym wpływie zmianie na pozostałych rezerwach (+2.1 mld), należnościach (+1.1 mld) i zobowiązaniach handlowych (+0.6 mld). Capex wyniósł -1.3 mld, a raportowany **dług netto** wzrósł o 3 mld q/q do 3.15 mld PLN (zgodnie z wynikami wstępnyimi). Spółka wg. nas omyłkowo zaprezentowała poziom **ekonomicznego długu netto**, wskazując że na koniec 4Q24 wyniósł on -1.67 mld (co w rzeczywistości jest różnicą/deltą q/q), a na koniec 2024r. 2.57 mld - ta pozycja jest wg. nas prawidłowa. Tłumaczy ona jednocześnie spadek kapitału obrotowego (przez spadek wartości praw do emisji CO2 o 6.7 mld q/q, przez wcześniejszym wykup praw z odroczonym terminem płatności do 1Q25). Formuła na ekonomiczny dług netto jest następująca: raportowany dług netto w 4Q24 (3.15 mld) + rezerwy CO2 (6.61 mld) – prawa do emisji CO2 (6.95 mld) – depozyty zabezpieczającego transakcje futures dot. CO2 (-0.2 mld) = 2.57 mld PLN. W efekcie realny (ekonomiczny) dług netto spadł o 1.7 mld PLN q/q co oceniamy pozytywnie, zwłaszcza względem naszej percepcji wyników wstępnych za 4Q24, gdzie podano istotny przyrost raportowanego długu netto q/q.

# **Planowany capex** w tym roku wynosi 7.94 mld PLN (vs. 3.4 mld w 2024r.). W dystrybucji wydatki mają wynieść 2.72 mld (szacowaliśmy 2.3 mld), w wydobyciu 0.7 mld (zgodnie z naszą prognozą), w wytwarzaniu blisko 4.3 mld (1.8 mld łącznie w elektrowniach systemowych i ciepłe – zakładaliśmy 1.2 mld), z czego 2.5 mld w OZE (w tym akwizycje) – szacowaliśmy 0.8 mld bez akwizycji). W marcu Spółka raportowała podpisanie umowy na zakup gotowych farm on-shore (83.5 MW) za 915m PLN (~11m PLN/MW).

# **EBITDA w wytwarzaniu** wyniosła 892m PLN. Wynik w elektrowniach systemowych: 0.7 mld – szacowaliśmy 0.52 mld. Przychody z rynku bilansującego wzrosły o 167m PLN r/r (rynek wdrożono w 06.2024r.), co implikuje ok. 20% rynku w tym okresie. Marża na obrocie wzrosła o 201m PLN r/r. W OZE EBITDA wyniosła 113m (głównie spadek marży na Zielonym Bloku r/r), a w ciepłe 79m PLN.

# **EBITDA w dystrybucji** wyniosła 538m PLN. Poprawa r/r to efekt głównie wzrostu premii za reinwestowanie z 1% do 3.5% (+63m PLN r/r) i wzrostu RAB o 0.7 mld PLN r/r (+18m PLN r/r). Opex wzrósł o 7m PLN r/r (bez pozostałej działalności operacyjnej, gdzie wynik spadł o 52m r/r: zmiana stanu rezerw majątku sieciowego). WACC na 2025r. jest stały (7.5% do 2028r.), a premia za reinwestowanie wzrosła w tym roku do 4.3% (vs. 3.5% w 2024r.), co przełoży się na wzrost przychodu regulowanego o 0.3 mld PLN r/r.

# **EBITDA w wydobyciu (LWB)** wyniosła 435m PLN. Wolumeny produkcji wzrosły o 16% q/q do 2.4m ton i wolumenów sprzedaży do 2.5m ton. Implikowana cena sprzedaży była porównywalna q/q i wyniosła 435 PLN/t.

# **W tradingu** EBITDA wyniosła -0.24 mld PLN. W kosztach ujęto aktualizację rezerwy na stratę dot. prosumentów na 255m PLN,

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

| Index  | 1D     | 1M     | 3M     | 6M     | 1D/3M |
|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| WIG    | 2346   | 2304.2 | 1891.5 | 1574.2 | 124%  |
| WIG20  | 2046.7 | 1916.6 | 1547.2 | 1321.6 | 132%  |
| WIG40  | 300.4  | 265.8  | 230.4  | 195.0  | 130%  |
| sWIG80 | 49.2   | 63.7   | 50.8   | 41.0   | 97%   |

TOP VOLUME (PLNm)

| WIG20  |       | mWIG40 |      | sWIG80 |      |
|--------|-------|--------|------|--------|------|
| Ticker | Vol.  | Ticker | Vol. | Ticker | Vol. |
| PKO    | 279.3 | CCC    | 71.4 | DIA    | 9.9  |
| PKN    | 215.7 | XTB    | 66.5 | DAT    | 3.2  |
| DNP    | 158.1 | TPE    | 22.1 | RVU    | 2.3  |
| PEO    | 148.5 | ACP    | 14.8 | CLC    | 1.5  |
| KGH    | 113.2 | BFT    | 14.8 | BCX    | 1.3  |
| PZU    | 110.4 | MIL    | 12.7 | STX    | 1.1  |
| CDR    | 104.5 | ASB    | 10.4 | LWB    | 1.1  |
| ALE    | 90.1  | ENA    | 8.8  | TOR    | 1.0  |
| SPL    | 72.3  | SNT    | 7.3  | CRI    | 0.9  |
| CCC    | 71.4  | RBW    | 6.7  | ELT    | 0.8  |

VOLUME SPIKES (PLNm)

| WIG20  |       | mWIG40 |       | sWIG80 |       |
|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| Ticker | 1D/3M | Ticker | 1D/3M | Ticker | 1D/3M |
| BDX    | 143%  | DVL    | 418%  | MOC    | 325%  |
| ZAB    | 121%  | XTB    | 225%  | KGN    | 218%  |
| SPL    | 120%  | ASB    | 164%  | WWL    | 204%  |
| CDR    | 119%  | APR    | 151%  | BCX    | 182%  |
| DNP    | 111%  | TPE    | 146%  | DAT    | 175%  |
| PGE    | 92%   | EUR    | 113%  | MSZ    | 149%  |
| PZU    | 90%   | BFT    | 110%  | SCP    | 144%  |
| PKO    | 88%   | SNT    | 107%  | AGO    | 140%  |
| CCC    | 88%   | ENA    | 98%   | VOT    | 130%  |
| PKN    | 87%   | CCC    | 88%   | CRJ    | 128%  |

STOCK PRICE PERFORMANCE

| Ticker | Price | Chng. | Ticker | Price | Chng. |
|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Best   |       |       | Worst  |       |       |
| DNP    | 453.4 | 0.3%  | CDR    | 200.6 | -6.3% |
| BDX    | 550.6 | -0.3% | CCC    | 206.4 | -5.5% |
| LPP    | ##### | -0.4% | KRU    | 352.0 | -4.6% |
| ALE    | 30.0  | -1.0% | PKO    | 64.5  | -4.4% |
| KTY    | 743.0 | -1.8% | SPL    | 498.8 | -4.2% |

| Best |      |      | mWIG40 |       |       | Worst |  |  |
|------|------|------|--------|-------|-------|-------|--|--|
| DVL  | 6.6  | 3.3% | ASB    | 21.1  | -8.9% |       |  |  |
| HUG  | 19.6 | 2.2% | SLV    | 31.3  | -7.1% |       |  |  |
| APR  | 17.4 | 2.0% | CCC    | 206.4 | -5.5% |       |  |  |
| XTB  | 72.5 | 0.9% | ACP    | 135.2 | -5.3% |       |  |  |
| GEA  | 2.5  | 0.8% | COG    | 6.8   | -5.1% |       |  |  |

| Best |       |      | sWIG80 |       |       | Worst |  |  |
|------|-------|------|--------|-------|-------|-------|--|--|
| SGN  | 75.8  | 1.9% | COG    | 6.8   | -5.1% |       |  |  |
| SHO  | 39.9  | 1.0% | WWL    | 606.0 | -5.0% |       |  |  |
| MDG  | 24.4  | 0.8% | WTN    | 21.5  | -4.9% |       |  |  |
| BCX  | 100.4 | 0.5% | FRO    | 31.4  | -4.8% |       |  |  |
| DAT  | 71.0  | 0.4% | ASE    | 55.1  | -4.7% |       |  |  |

**ANSWEAR.COM (Kupuj; PLN 32)**

Wyniki za 4Q24 wyższe od oczekiwań poprawa marży brutto, relatywnie niższe wydatki na marketing [lekko pozytywne]

| PLNm                   | 4Q23  | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | Y/Y      | Q/Q      | 4Q24E | Cons. |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|----------|-------|-------|
| Revenues               | 430   | 289   | 343   | 344   | 533   | 24%      | 55%      | 525   | 525   |
| EBITDA                 | 17.7  | 3.4   | -10.2 | 2.1   | 39.0  | 120%     | 1738%    | 31.4  | 29.6  |
| EBIT                   | 12.8  | -1.7  | -15.2 | -3.9  | 32.7  | 156%     | -        | 27.1  | 23.8  |
| Net profit             | 13.4  | -4.3  | -17.6 | -6.8  | 18.6  | 39%      | -        | 17.3  | 15.8  |
| Gross margin           | 38.0% | 38.8% | 40.9% | 38.6% | 40.7% | 2.7p.p.  | 2.1p.p.  | 40.0% |       |
| SG&A ratio             | 35.1% | 38.8% | 45.3% | 38.5% | 33.8% | -1.4p.p. | -4.7p.p. | 34.3% |       |
| EBITDA margin          | 4.1%  | 1.2%  | -3.0% | 0.6%  | 7.3%  | 3.2p.p.  | 6.7p.p.  | 6.0%  | 5.6%  |
| EBIT margin            | 3.0%  | -0.6% | -4.4% | -1.1% | 6.1%  | 3.2p.p.  | 7.3p.p.  | 5.2%  | 4.5%  |
| Net profit margin      | 3.1%  | -1.5% | -5.1% | -2.0% | 3.5%  | 0.4p.p.  | 5.5p.p.  | 3.3%  | 3.0%  |
| OCF                    | 115   | -73   | 84    | 14    | 168   | 47%      | 1131%    |       |       |
| Net debt               | 193   | 303   | 281   | 323   | 212   | 10%      | -34%     |       |       |
| P/E12M trailing        | 22.0  | 35.6  | -     | -     | -     |          |          |       |       |
| EV/EBITDA 12M trailing | 11.3  | 16.8  | 39.9  | 58.9  | 19.1  |          |          |       |       |

Source: Company, Trigon

**#Guidance**

- Spółka zakłada wypracowanie odpowiednio 80mln PLN EBITDA w 2025 oraz 100mln PLN w 2026;

**FINANSE****MILLENNIUM (Trzymaj; PLN 9.8)**

Bank szacuje wartość rezerw na ryzyko prawne w 1Q25 na 411mln PLN

Dodatkowo, wartość rezerw na ryzyko prawne związane z portfelem kredytów walutowych udzielonych przez były Euro Bank S.A. przewidywana do utworzenia (ale bez wpływu na wynik finansowy), szacowana jest na 34mln PLN.

**KRUK (Kupuj; PLN 575)**

Dane operacyjne 1Q25: wzrost odzysków 8% r/r oraz poziom odchylenia od planu poniżej oczekiwań [lekko negatywne]

| PLNm                         | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2021 | 2022  | 2023  | 2024  |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>Recoveries</b>            | 724  | 776  | 785  | 777  | 856  | 883  | 864  | 935  | 923  | 2216 | 2625  | 3062  | 3538  |
| y/y change                   | 16%  | 18%  | 21%  | 11%  | 18%  | 14%  | 10%  | 20%  | 8%   | 21%  | 18%   | 17%   | 16%   |
| Deviation*                   | 111  | 142  | 111  | 83   | 105  | 103  | 91   | 53   | 51   | 327  | 344   | 447   | 351   |
| Deviation %**                | 18%  | 22%  | 16%  | 12%  | 14%  | 13%  | 12%  | 6%   | 6%   | 17%  | 15%   | 17%   | 11%   |
| <b>Investments in NPLs</b>   | 524  | 653  | 812  | 983  | 335  | 565  | 743  | 1185 | 229  | 1738 | 2312  | 2972  | 2828  |
| y/y change                   | 100% | 32%  | 37%  | 2%   | -36% | -14% | -8%  | 21%  | -32% | 281% | 33%   | 29%   | -5%   |
| <b>Nominal value of NPLs</b> | 2838 | 2638 | 4616 | 4431 | 2216 | 3608 | 3400 | 5424 | 1089 | 9651 | 13692 | 14523 | 14648 |
| average price                | 18%  | 25%  | 18%  | 22%  | 15%  | 16%  | 22%  | 22%  | 21%  | 18%  | 17%   | 20%   | 19%   |

Source: company data, Trigon DM, \*deviation between actual and projected recoveries, decreases on early collections in collateralised cases, payments from original creditor" in the financial statements, \*\*actual minus projected recoveries divided by projected recoveries

**#Komentarz zarządu do danych operacyjnych za 1Q**

- „Spłaty ogółem były bliskie celom operacyjnym i przekroczyły nasze prognozy księgowe. Jestem zadowolony z osiągniętych spłat w Polsce, Rumunii i we Włoszech oraz spłat w Hiszpanii w lutym i marcu.”
- „Nadal pracujemy nad doskonaleniem elementów procesu sądowego w tym kraju, także z myślą o potencjalnych zmianach w otoczeniu. W 1Q skierowaliśmy dodatkowe sprawy do sądów przyspieszając ten krok.”
- Początek roku jest zazwyczaj spokojniejszy w organizowanych przetargach na zakup wierzytelności i tak jest też w tym roku. Największy udział w 1Q odnotowały Włochy i Rumunia, ale inwestowaliśmy też w Polsce, Hiszpanii i we Francji. Poziom naszych inwestycji jest zgodny z przyjętymi założeniami.”

**VOTUM**

**Pozytywna opinia RN w sprawie wniosku zarządu o przeznaczeniu kwoty 44,88mln PLN na wypłatę dywidendy**

- Spółka wypłaciła już zaliczkę na poczet dywidendy w wysokości 0,41 PLN na akcję w dniu 15 listopada 2024 roku;
- Do wypłaty pozostanie 3,43 PLN na akcję;
- Dzień dywidendy ustala się na 30 maja, a termin wypłaty na 6 czerwca 2025 roku;
- ZWZA jest zwołane na dzień 7 maja 2025 roku.

**SKARBIEC HOLDING**

**Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu**

- Skarbiec chce w kwietniu przejąć Noble Securities, jest otwarty na kolejne transakcje;
- Rezygnacja z zarządzania PPK przyniesie grupie 2mln PLN oszczędności rocznie;
- Prezes podtrzymuje chęć powrotu do rekomendowania wypłaty dywidendy przez spółkę od 2026 roku;
- Skarbiec TFI prowadzi kilkanaście postępowań w KNF w zakresie zredukowania i uporządkowania oferty produktowej.

## PALIWA I CHEMIA

### ORLEN (Kupuj; PLN 60.1)

#### Spółka analizuje rynek odnawialnego amoniaku

Orlen rozpoczął badanie rynku odnawialnego amoniaku, który ma posłużyć produkcji nawozów w Anwilu. Spółka rozważa również możliwość zastosowania odnawialnego amoniaku jako źródła wodoru do produkcji lotniczych paliw syntetycznych.

## KONSUMENT

### AUTO PARTNER (Kupuj; PLN 27)

Marzec '25: przychody grupy ze sprzedaży wyniosły 376,6mln PLN, +13,1% r/r (YTD 1mld PLN, +7,9% r/r)

## LOGISTYKA I TRANSPORT

### INPOST (Kupuj; EUR 22)

#### InPost Pay będzie dostępny we wszystkich sklepach Grupy CCC

- Decyzja o współpracy jest wynikiem bardzo dobrych rezultatów pilotażu prowadzonego w sklepie DeeZee;
- Usługa będzie dostępna na stronach internetowych sklepów z grupy CCC, to jest Modivo, CCC i e-Obuwie;
- Niedawno do InPost Pay dołączyła sieć Media Expert;
- Do tej pory InPost Pay wdrożyło blisko 1,7 tys. sklepów, a aktywowało usługę 7,5 mln użytkowników.

## TMT

### ASSECO POLAND (Restricted)

#### Podpisanie z ZUS umowy na wsparcie utrzymania Kompleksowego Systemu Informatycznego

- Łączna wartość kontraktu wynosi prawie 350mln PLN.

### VERCOM

#### Spółka chce wypłacić łącznie 45mln PLN dywidendy z zysku za 2024 rok (DPS 2,03 PLN)

- Pozostała część ubiegłorocznego zysku netto w kwocie 18mln PLN zarząd rekomenduje przeznaczyć na kapitał zapasowy spółki;
- DY=2%.

### RYNEK MEDIOWY

#### Michał Sołowow wycofał się z planów przejęcia TVN – Business Insider

Przyczyną mają być zawirowania rynkowe związane z polityką celną Donalda Trumpa.

## PRZEMYSŁ

### COGNOR HOLDING

#### Podsumowanie wywiadu z członkiem zarządu – Parkiet

- Udział produkcji na rzecz przemysłu obronnego szacowany jest na kwotę ok. 50mln PLN;
- Spółka jest gotowa z wielokrotnie dostawy dla przemysłu zbrojeniowego;
- W walcowni w Krakowie w grudniu 2024 roku osiągnięto poziom produkcji na poziomie 31 tys. ton miesięcznie, co dało 90% wykorzystanie nowych mocy produkcyjnych;
- W ciągu miesiąca powinny zakończyć się prace budowlano-montażowe w Siemianowicach Śląskich.

### WIELTON (Under Review)

#### Spółka zarejestrowała w okresie I-III 2025 roku 683 przyczepy i naczepy, +11,8% r/r -PZPM

- Udział spółki w rynku wyniósł 13,1% wobec 12,5% rok wcześniej.

## BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

### BUDIMEX (Kupuj; PLN 715)

Oferta spółki za 348,8mln PLN netto wybrana do budowy dróg pod Szczecinem

### POLIMEX-MOSTOSTAL

Zawarcie umowy podwykonawczej z Elmika sp. z o.o. na kompleksowe wykonanie prace elektrycznych dla zakresu stacyjnego 275 kV i 400 kV

- Wartość umowy z opcjami wyniesie nie więcej niż 168mln PLN netto.

## HEALTHCARE & BIOTECH

### CELON PHARMA (Kupuj; PLN 46.4)

Spółka otrzyma 65,8mln PLN dotacji z konkursu FENG.

- Celon otrzyma środki na projekt "Opracowanie kompleksu mRNA z nanocząstkami lipidowymi (LNP) o obniżonej immunogenności do zastosowania w białkowej terapii zastępczej.
- Koszt projektu oszacowano na 121,2mln PLN.

**MEDICALGORITHMICS (Zawieszona)**

**Spółka podpisała umowę z dystrybutorem urządzeń medycznych w Słowenii.**

- Słowenia to 24 rynek, na którym będą dostępne produkty Medicalgorithmics.

## POZOSTAŁE INFORMACJE

**APLISENS: Spółka otrzyma dofinansowanie w kwocie 9,36mln PLN**

- Przedmiotem dofinansowania jest projekt pt. „Opracowanie i wdrożenie do produkcji nowej generacji przepływomierzy elektromagnetycznych do pomiaru przepływu cieczy o niskiej konduktywności i z wysoką odpornością na prądy błądzące”;
- Koszt projektu oszacowano na 25,9mln PLN.

**ATREM: Oferta konsorcjum Atremu i spółki BBGS za 33,1mln PLN brutto wybrana w inwestycji wojskowej w Poznaniu****BOOMBIT: Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 2024 rok**

- Przychody ze sprzedaży 224,8mln PLN, -8% r/r;
- Zysk brutto ze sprzedaży 28,4mln PLN, +6% r/r;
- EBITDA 29,6mln PLN, +87,4% r/r;
- Zysk netto 4,1mln PLN vs. 15,8mln PLN w 2023 roku.

**CLOUD TECHNOLOGIES: Spółka chce przeznaczyć na wypłatę dywidendy łącznie 5,6mln PLN z zysku netto za 2024 rok**

- DPS 1,25 PLN;
- DY=3,3%;
- Pozostała część zysku w kwocie 6,3mln PLN ma trafić na zwiększenie kapitału zapasowego.

**ESOTIQ&ENDERSON: Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży w marcu 2025 roku na poziomie 18,6mln PLN, -9% r/r**

- YTD 66,3mln PLN, +6% r/r;
- Przychody grupy ze sprzedaży internetowej w marcu 2025 roku wyniosły ok. 5mln PLN, +21% r/r (YTD 23mln PLN, +61% r/r);
- Szacunkowa marża brutto na sprzedaży grupy w marcu 2025 roku wyniosła 71%, +3% r/r (YTD 66%, +/-0% r/r).

**LABO PRINT: Grupa akcjonariuszy ogłasza przymusowy wykup 1,4% akcji spółki (0,82% głosów na WZ)**

- Cena zaproponowana w wezwaniu wynosi 15,50 PLN za akcję.

**LENTEX: Rekomendacja zarządu w sprawie przeznaczenia 18,3mln PLN na kapitał zapasowy****MEX POLSKA: Spółka zapowiada otwarcie pięciu nowych lokali w I połowie 2025 roku**

- W całym 2025 roku spółka chce otworzyć sześć lokali;
- Grupa liczy na dodatkowy 1mln PLN zysku netto w tym roku dzięki usłudze delivery.

**SFINKS POLSKA: Przychody ze sprzedaży gastronomicznej w 1Q25 na poziomie 50,3mln PLN, +6% r/r****TARCZYŃSKI: Spółka otrzyma dofinansowanie w kwocie 37,8mln PLN**

- Przedmiotem dofinansowania jest projekt pt. „Opracowanie w ramach zaawansowanych badań przemysłowych i prac rozwojowych innowacyjnego w skali świata preparatu z białek roślinnych dla nowej generacji tradycyjnych i roślinnych produktów wędliniarskich stanowiącego substytut mięsa (wyroby mięsne) oraz zamiennik ekstraktu sojowego (wyroby roślinne) wraz z technologią jego produkcji zasilaną OZE;
- Koszt projektu oszacowano na 98,8mln PLN.

**VIVID GAMES: Szacunkowe przychody ze sprzedaży w marcu '25 na poziomie 0,9mln PLN (YTD 2,9mln PLN)**

- Zysk brutto na poziomie 0mln PLN (YTD 0,04mln PLN);
- Zysk netto 0mln PLN (YTD 0,04mln PLN).

**WASKO: Podpisanie przez spółkę zależną COIG umowy o wartości 9,7mln PLN netto**

## INSIDER TRADING

**BNP PARIBAS BANK POLSKA**

Wiceprezes zarządu sprzedał 3,7 tys. akcji @ 97,20-100,50 PLN.

**BNP PARIBAS BANK POLSKA**

Wiceprezes zarządu sprzedał 6 tys. akcji @ 99,00-101,50 PLN.

**LPP**



Wiceprezes zarządu kupił 4 akcje @ 15 660 PLN.

## PROGRAM SKUPU AKCJI

### DRAGO ENTERTAINMENT

Nabycie 158 akcji @ 22,49 PLN.

## ZMIANY W ORGANACH

### HANDLOWY

Rezygnacja p. Katarzyny Majewskiej z pełnienia funkcji wiceprezesa zarządu ze skutkiem na dzień 31 maja 2025 roku.

### KGHM

Rada Nadzorcza podjęła uchwałę w sprawie odwołania p. Igi Lis z pełnienia funkcji wiceprezesa zarządu ds. aktywów zagranicznych.

### PEKAO

Powołanie p. Michała Panowicza na stanowisko wiceprezesa zarządu z dniem 1 września 2025 roku.

### QUERCUS TFI

Zgłoszenie przez p. Sebastiana Buczka kandydatur p. Mai Mandeli, p. Doroty Podedwornej-Tarnowskiej i p. Wojciecha Golaka na stanowisko członków RN oraz p. Pawła Karczewskiego do zarządu spółki.

### QUERCUS TFI

Rezygnacja p. Janusza Nowickiego z pełnienia funkcji członka RN.

### VERCOM

Powołanie p. Indre Sizovaite na stanowisko członka zarządu.

## WALNE ZGROMADZENIA AKCJONARIUSZY

**ANSWEAR.COM:** Zwołanie NWZA na dzień 7 maja 2025 roku w sprawie ustanowienia programu motywacyjnego na lata 2025-27

**VERCOM:** Zwołanie ZWZA na dzień 7 maja 2025 roku w sprawie wypłaty 2,03 PLN dywidendy na akcję za 2024 rok

- Dzień dywidendy ustala się na 20 maja, a termin wypłaty na 22 maja 2025 roku;

- DY=2%.

## CORPORATE CALENDAR

| MARCH | Monday             | Tuesday                                | Wednesday                              | Thursday                                                   | Friday                                 |
|-------|--------------------|----------------------------------------|----------------------------------------|------------------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 03-07 | ABS                | PGSUS                                  |                                        |                                                            |                                        |
| 10-14 |                    |                                        |                                        | ALE, CEZ                                                   |                                        |
| 17-21 |                    | CBF, VRC, DAD                          | JMT                                    |                                                            |                                        |
| 24-28 | ZAB, TEN           | CDR, WPL, PEP                          | KGH, AGO, ART, OND                     | GPP, ACP, SLV, NEU, ICE                                    | INPST                                  |
| 31    | MOC                |                                        |                                        |                                                            |                                        |
| APRIL | Monday             | Tuesday                                | Wednesday                              | Thursday                                                   | Friday                                 |
| 01-04 |                    |                                        | SHO                                    | LPP, EUR, DAT                                              | CCC                                    |
| 07-11 |                    | JSW, BFT, ANR, MAB                     | ENA, LWB                               | CPS, 11B, WTN                                              |                                        |
| 14-18 |                    | PGE, APR, CMP, CTX, OPN                | TPE, CLN, HUG, PTG, UNT, CIG           | MBR, RBW                                                   |                                        |
| 21-25 |                    |                                        | OPL, CRJ, PCF                          | DIA, ATT, ASE, VGO, VRG                                    | CAR, PLW                               |
| 28-30 | KRU, GEA, BCX, XTP | ABS, ENT, BLO, FAB, MRC                | OMV, CRI, DIG, MDG, PUR, SCP, ZEP, MOC |                                                            |                                        |
| MAY   | Monday             | Tuesday                                | Wednesday                              | Thursday                                                   | Friday                                 |
| 01-02 |                    |                                        |                                        |                                                            |                                        |
| 05-09 |                    |                                        | JMT                                    | ASB, AMB, ICE                                              | MOL                                    |
| 12-16 | ZAB, PGSUS, OND    | RICHT, SHO, MAB                        | INPST, KGH, PTG                        | DNP, CEZ, 11B, EUR, PUR                                    | APT                                    |
| 19-23 | TEN                | JSW, CBF, ENA, LWB, CMP, ANR, VRC      | CPS, BFT, CLN, TPE, ATT, PEP           | PKN, ALE, PCO, SLV, APR, MBR, CAR, VRG, OPN, WTN, NEU, DAD | AGO                                    |
| 26-30 |                    | PGE, DIA, WPL, GPP, ACP, HUG, CTX, CRJ | CDR, ALL, PCF, VGO, XTP                | DAT, CIG, UNT, RBW, BCX, ENT, FAB, BLO                     | GEA, PLW, MRC, DIG, MDG, SCP, ZEP, CRI |

Order: **WIG20** / mWIG40 / Trigon DM Coverage



## TRIGON DM COVERAGE

| Company        | Ticker | Recomm. | TP     | Price   | Upside | Market Cap | P/E  |      |      | P/BV |     |     | ROE |     |     | ESG* |
|----------------|--------|---------|--------|---------|--------|------------|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|-----|------|
|                |        |         |        |         |        |            | 25E  | 26E  | 27E  | 25E  | 26E | 27E | 25E | 26E | 27E |      |
| Alior          | ALR    | Buy     | 122.0  | 98.9    | 23%    | 12,912     | 6.1  | 7.6  | 7.5  | 1.1  | 1.0 | 1.0 | 17% | 14% | 13% | 27   |
| BNP Paribas PL | BNPPPL | Buy     | 125.0  | 99.2    | 26%    | 14,670     | 6.9  | 6.7  | 6.7  | 0.9  | 0.9 | 0.9 | 14% | 13% | 13% | —    |
| Erste Bank     | EBS    | Hold    | 61.3   | 55.0    | 12%    | 22,558     | 7.8  | 8.7  | 9.5  | 1.0  | 1.0 | 1.0 | 13% | 11% | 10% | 80   |
| Handlowy       | BHW    | Buy     | 123.0  | 102.0   | 21%    | 13,327     | 7.7  | 9.4  | 9.6  | 1.3  | 1.3 | 1.3 | 17% | 14% | 13% | 47   |
| ING            | ING    | Buy     | 332.0  | 293.0   | 13%    | 38,119     | 9.3  | 9.3  | 8.5  | 2.1  | 2.0 | 1.8 | 22% | 21% | 22% | 65   |
| Komerční banka | KOMB   | Hold    | 975.0  | 1,004.0 | -3%    | 190,809    | 12.2 | 11.5 | 11.4 | 1.5  | 1.5 | 1.4 | 12% | 13% | 12% | 87   |
| mBank          | MBK    | Buy     | 660.0  | 701.2   | -6%    | 29,799     | 10.1 | 8.7  | 8.5  | 1.6  | 1.4 | 1.3 | 16% | 16% | 15% | 70   |
| Millennium     | MIL    | Hold    | 9.8    | 12.5    | -22%   | 15,176     | 24.5 | 8.7  | 8.6  | 1.8  | 1.5 | 1.4 | 7%  | 17% | 16% | 71   |
| Moneta         | MONET  | Hold    | 138.4  | 131.0   | 6%     | 66,941     | 10.9 | 10.0 | 10.3 | 1.9  | 1.9 | 1.9 | 18% | 19% | 18% | 76   |
| OTP            | OTP    | Buy     | 26,803 | 22,900  | 17%    | 6,412      | 5.7  | 6.5  | 6.8  | 1.1  | 1.0 | 1.0 | 20% | 16% | 14% | 84   |
| Pekao          | PEO    | Buy     | 186.0  | 150.6   | 24%    | 39,528     | 6.5  | 7.7  | 7.7  | 1.2  | 1.2 | 1.1 | 18% | 15% | 14% | 85   |
| PKO BP         | PKO    | Buy     | 91.0   | 64.5    | 41%    | 80,675     | 7.2  | 6.8  | 7.1  | 1.4  | 1.3 | 1.3 | 20% | 20% | 18% | 72   |
| Santander      | SPL    | Buy     | 660.0  | 498.8   | 32%    | 50,972     | 7.7  | 7.2  | 7.4  | 1.5  | 1.4 | 1.4 | 19% | 20% | 19% | 85   |
| Kruk           | KRU    | Buy     | 575.0  | 352.0   | 63%    | 6,827      | 5.2  | 4.9  | 5.1  | 1.2  | 1.0 | 0.9 | 23% | 21% | 18% | 77   |
| PZU            | PZU    | Buy     | 59.5   | 52.6    | 13%    | 45,421     | 8.3  | 8.5  | 8.4  | 1.4  | 1.3 | 1.3 | 16% | 15% | 15% | 70   |

| Company             | Ticker | Recomm.      | TP    | Price | Upside | Market Cap | P/E  |       |       | EV/EBITDA |      |      | DY  |     |     | ESG* |
|---------------------|--------|--------------|-------|-------|--------|------------|------|-------|-------|-----------|------|------|-----|-----|-----|------|
|                     |        |              |       |       |        |            | 25E  | 26E   | 27E   | 25E       | 26E  | 27E  | 25E | 26E | 27E |      |
| 11bit Studios       | 11B    | Hold         | 186.0 | 189.6 | -2%    | 458        | 5.1  | 15.5  | —     | 2.5       | 4.7  | 24.4 | —   | —   | —   | 15   |
| AB                  | ABE    | Buy          | 115.0 | 97.6  | 18%    | 1,416      | 7.6  | 7.2   | 7.0   | 5.2       | 5.0  | 4.8  | 4%  | 4%  | 4%  | 37   |
| AC                  | ACG    | Under Review |       | 30.9  | -      | 284        | —    | —     | —     | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Ailleron            | ALL    | Buy          | 29.0  | 21.0  | 38%    | 259        | 9.8  | 8.0   | 7.1   | 3.1       | 2.5  | 2.1  | 2%  | 2%  | 5%  | —    |
| Allegro             | ALE    | Buy          | 38.0  | 30.0  | 27%    | 31,707     | 19.9 | 15.1  | 12.5  | 10.4      | 8.2  | 6.6  | 0%  | 0%  | 0%  | 93   |
| Ambra               | AMB    | Buy          | 26.7  | 21.2  | 26%    | 534        | 10.2 | 9.0   | 8.0   | 4.7       | 4.3  | 3.8  | 5%  | 5%  | 5%  | —    |
| Amica               | AMC    | Under Review |       | 60.1  | -      | 468        | —    | —     | —     | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 63   |
| Amrest              | EAT    | Sell         | 20.0  | 16.0  | 25%    | 3,513      | 10.7 | 9.2   | 8.3   | 4.6       | 4.6  | 3.8  | 0%  | 0%  | 0%  | 89   |
| Answear.com         | ANR    | Buy          | 32.0  | 23.4  | 37%    | 444        | 17.0 | 13.1  | 9.6   | 9.5       | 8.6  | 7.3  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Archicom            | ARH    | Buy          | 45.0  | 40.0  | 13%    | 2,096      | 11.1 | 4.9   | 4.3   | 9.5       | 4.5  | 3.9  | 6%  | 11% | 15% | —    |
| Arctic Paper        | ATC    | Under Review |       | 14.9  | -      | 1,032      | —    | —     | —     | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Artifex Mundi       | ART.   | Buy          | 22.1  | 14.4  | 54%    | 171        | 6.2  | 5.6   | 5.0   | 3.7       | 2.8  | 1.8  | 0%  | 0%  | 9%  | —    |
| Asseco BS           | ABS    | Restricted   |       | 70.0  | -      | 2,339      | —    | —     | —     | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Asseco Poland       | ACP    | Restricted   |       | 135.2 | -      | 11,222     | —    | —     | —     | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 74   |
| Asseco SEE          | ASE    | Restricted   |       | 55.1  | -      | 2,859      | —    | —     | —     | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Atal                | 1AT    | Hold         | 60.0  | 60.3  | 0%     | 2,606      | 8.3  | 9.3   | 8.4   | 7.3       | 8.2  | 7.4  | 8%  | 10% | 9%  | —    |
| Auto Partner        | APR    | Buy          | 27.0  | 17.4  | 56%    | 2,268      | 9.7  | 8.2   | 7.2   | 7.2       | 6.2  | 5.6  | 3%  | 3%  | 4%  | 29   |
| Azoty               | ATT    | Under Review |       | 19.0  | -      | 1,889      | —    | —     | —     | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 46   |
| Benefit Systems     | BFT    | Buy          | 4,150 | 2,730 | 52%    | 8,178      | 14.5 | 13.0  | 11.1  | 6.7       | 5.6  | 4.5  | 4%  | 4%  | 5%  | 63   |
| Bioceltix           | BCX    | Buy          | 133.7 | 100.4 | 33%    | 494        | 20.0 | 258.7 | 162.8 | 17.4      | 43.1 | 15.1 | —   | —   | —   | —    |
| Bloober Team        | BLO    | Buy          | 39.2  | 26.7  | 47%    | 516        | 9.0  | 5.1   | 5.9   | 3.9       | 2.3  | 3.0  | 0%  | 9%  | 16% | —    |
| Budimex             | BDX    | Buy          | 715.0 | 550.6 | 30%    | 14,057     | 19.3 | 17.0  | 14.0  | 10.6      | 8.7  | 7.4  | 4%  | 5%  | 5%  | 54   |
| Captor Therapeutics | CTX    | Buy          | 153.3 | 32.0  | 379%   | 165        | —    | 3.7   | —     | —         | 2.1  | —    | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| CCC                 | CCC    | Restricted   |       | 206.4 | -      | 14,214     | —    | —     | —     | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 87   |
| CD Projekt          | CDR    | Buy          | 248.0 | 200.6 | 24%    | 20,042     | 39.6 | 82.5  | 13.6  | 33.6      | 66.9 | 9.1  | 1%  | 1%  | 0%  | 88   |
| Celon Pharma        | CLN    | Buy          | 46.0  | 24.9  | 85%    | 1,341      | —    | 116.9 | 46.2  | 32.0      | 19.0 | 14.7 | —   | —   | —   | —    |
| CEZ                 | CEZ    | Sell         | 922.6 | 1,130 | -18%   | 607,928    | 19.7 | 12.5  | 13.4  | 6.8       | 7.1  | 7.3  | 4%  | 4%  | 7%  | 82   |
| CI Games            | CIG    | Sell         | 1.4   | 1.6   | -14%   | 308        | —    | —     | 3.0   | —         | —    | 2.1  | —   | —   | —   | —    |
| Creepy Jar          | CRJ    | Buy          | 458.0 | 333.0 | 38%    | 233        | 9.3  | 8.4   | 18.8  | 5.4       | 3.6  | 5.7  | 6%  | 11% | 12% | —    |
| Creotech            | CRI    | Buy          | 320.0 | 217.5 | 47%    | 518        | 27.4 | 23.9  | 10.3  | 16.4      | 10.5 | 4.7  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Comp                | CMP    | Buy          | 160.0 | 173.0 | -8%    | 782        | 12.8 | 11.1  | 10.8  | 6.3       | 5.7  | 5.4  | 5%  | 5%  | 5%  | —    |
| CTP                 | CTPNV  | Buy          | 20.0  | 14.5  | 38%    | 6,872      | 6.4  | 5.0   | 5.3   | 9.5       | 8.0  | 8.9  | 3%  | 3%  | 3%  | —    |
| Cyber Folks         | CBF    | Buy          | 172.0 | 136.4 | 26%    | 1,934      | 25.4 | 19.6  | 15.7  | 14.8      | 11.9 | 9.9  | 2%  | 1%  | 2%  | —    |

\*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* |
|------------------|--------|--------------|--------|--------|--------|------------|------|------|------|-----------|------|------|-----|-----|-----|------|
|                  |        |              |        |        |        |            | 25E  | 26E  | 27E  | 25E       | 26E  | 27E  | 25E | 26E | 27E |      |
| Cyfrowy Polsat   | CPS    | Buy          | 18.0   | 15.8   | 14%    | 10,073     | 13.8 | 11.1 | 9.4  | 6.6       | 6.0  | 5.6  | 0%  | 0%  | 6%  | —    |
| Dadelo           | DAD    | Buy          | 31.5   | 24.0   | 31%    | 280        | 21.9 | 15.0 | 11.3 | 12.7      | 9.5  | 7.5  | 0%  | 0%  | 3%  | —    |
| Develia          | DVL    | Buy          | 7.5    | 6.6    | 15%    | 2,998      | 7.5  | 6.7  | 7.2  | 6.7       | 5.8  | 6.0  | 8%  | 9%  | 12% | 31   |
| Diagnostyka      | DIA    | Buy          | 165.0  | 132.6  | 24%    | 4,474      | 17.3 | 14.4 | 12.8 | 9.1       | 7.9  | 7.0  | 2%  | 3%  | 3%  | -    |
| Digital Network  | DIG    | Buy          | 70.0   | 55.5   | 26%    | 235        | 9.6  | 8.7  | 8.1  | 5.1       | 4.5  | 4.1  | 9%  | 10% | 10% | —    |
| Dino Polska      | DNP    | Hold         | 505.0  | 453.4  | 11%    | 44,451     | 23.3 | 17.9 | 14.9 | 14.9      | 11.5 | 9.3  | 0%  | 0%  | 0%  | 47   |
| Dom Development  | DOM    | Buy          | 260.0  | 208.0  | 25%    | 5,366      | 7.6  | 7.4  | 7.1  | 6.5       | 5.8  | 5.6  | 7%  | 9%  | 11% | 45   |
| Echo Investment  | ECH    | Buy          | 6.0    | 4.5    | 32%    | 1,874      | 11.3 | 5.3  | 5.0  | 12.2      | 6.2  | 4.8  | 9%  | 12% | 13% | —    |
| Erbud            | ERB    | Buy          | 45.0   | 35.2   | 28%    | 419        | 7.8  | 10.1 | 6.8  | 3.0       | 3.7  | 3.2  | 1%  | 9%  | 7%  | —    |
| Enea             | ENA    | Buy          | 14.2   | 14.4   | -2%    | 7,623      | 3.1  | 3.4  | 3.0  | 3.1       | 3.8  | 3.7  | 0%  | 0%  | 0%  | 34   |
| Enter Air        | ENT    | Hold         | 66.0   | 58.4   | 13%    | 1,025      | 9.0  | 9.5  | 8.6  | 5.4       | 5.5  | 5.3  | 6%  | 5%  | 5%  | —    |
| Eurocash         | EUR    | Under Review |        | 9.1    | -      | 1,261      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 63   |
| Fabritry Holding | FAB    | Hold         | 35.0   | 25.2   | 39%    | 70         | 10.9 | 9.2  | 8.0  | 5.5       | 4.8  | 4.1  | 9%  | 10% | 11% | —    |
| Ferro            | FRO    | Buy          | 40.0   | 31.4   | 27%    | 667        | 8.9  | 7.5  | 6.9  | 6.5       | 5.9  | 5.4  | 6%  | 6%  | 7%  | —    |
| Gedeon Richter   | RICHT  | Buy          | 14,348 | 10,090 | 42%    | 1,880,522  | 6.3  | 5.8  | 5.5  | 4.2       | 3.7  | 3.1  | 7%  | 8%  | 8%  | -    |
| GPW              | GPW    | Hold         | 49.5   | 43.5   | 14%    | 1,826      | 11.9 | 11.7 | 11.3 | 8.4       | 8.0  | 7.7  | 7%  | 7%  | 8%  | 67   |
| Grenevia         | GEA    | Under Review |        | 2.5    | -      | 1,460      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 59   |
| Grupa Pracuj     | GPP    | Buy          | 70.0   | 53.0   | 32%    | 3,618      | 15.1 | 13.5 | 12.2 | 10.1      | 9.0  | 7.9  | 4%  | 5%  | 5%  | —    |
| GTC              | GTC    | Sell         | 3.5    | 3.8    | -8%    | 2,182      | 5.9  | 6.5  | 6.9  | 15.1      | 15.8 | 16.4 | 6%  | 7%  | 7%  | 63   |
| Huuuge           | HUG    | Buy          | 27.2   | 19.6   | 39%    | 1,176      | 5.4  | 6.1  | 7.2  | 2.3       | 2.9  | 3.8  | 23% | 24% | 18% | 5    |
| InPost           | INPST  | Buy          | 22.0   | 12.1   | 82%    | 25,739     | 14.8 | 11.9 | 9.6  | 7.5       | 6.2  | 5.0  | 0%  | 0%  | 0%  | 84   |
| Inter Cars       | CAR    | Buy          | 725.0  | 524.0  | 38%    | 7,424      | 8.9  | 7.7  | 7.0  | 7.1       | 6.4  | 5.8  | 1%  | 2%  | 3%  | —    |
| Jeronimo Martins | JMT    | Hold         | 20.5   | 19.7   | 4%     | 12,416     | 18.4 | 14.7 | 13.6 | 6.6       | 5.8  | 5.4  | 2%  | 3%  | 5%  | —    |
| JSW              | JSW    | Under Review |        | 22.8   | -      | 2,671      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 56   |
| Kęty             | KTY    | Buy          | 1,000  | 743    | 35%    | 7,257      | 13.5 | 11.4 | 9.9  | 8.7       | 7.7  | 7.0  | 7%  | 7%  | 8%  | 50   |
| KGHM             | KGH    | Under Review |        | 106.5  | -      | 21,300     | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 58   |
| LPP              | LPP    | Buy          | 23,400 | 15,430 | 52%    | 28,636     | 14.9 | 12.1 | 9.8  | 7.2       | 6.1  | 5.2  | 4%  | 3%  | 5%  | 75   |
| Mabion           | MAB    | Under Review |        | 9.2    | —      | 170        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 12   |
| Mangata          | MGT    | Under Review |        | 65.8   | -      | 439        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Medinice         | ICE    | Buy          | 20.7   | 7.9    | 161%   | 61         | 1.9  | —    | —    | 0.6       | —    | —    | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| MFO              | MFO    | Under Review |        | 27.5   | -      | 182        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Mirbud           | MRB    | Buy          | 15.0   | 12.5   | 20%    | 1,375      | 10.9 | 9.4  | 8.5  | 5.0       | 4.4  | 4.1  | 1%  | 2%  | 4%  | —    |
| MLP Group        | MLG    | Buy          | 100.0  | 82.0   | 22%    | 1,968      | 6.4  | 4.6  | 4.0  | 9.7       | 8.5  | 8.3  | 0%  | 0%  | 4%  | —    |
| Mo-Bruk          | MBR    | Hold         | 382.1  | 295.5  | 29%    | 1,038      | 10.5 | 9.2  | 7.3  | 7.7       | 6.6  | 5.2  | 5%  | 6%  | 7%  | —    |
| MOL              | MOL    | Hold         | 2,797  | 2,830  | -1%    | 2,127      | 4.9  | 5.2  | 8.2  | 2.6       | 2.6  | 3.2  | 9%  | 9%  | 9%  | 87   |
| Molecure         | MOC    | Buy          | 26.8   | 8.1    | 233%   | 163        | 3.6  | 1.7  | —    | 2.4       | 0.5  | —    | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Murapol          | MUR    | Hold         | 40     | 36     | 13%    | 1,448      | 6.6  | 5.6  | 7.4  | 7.1       | 6.0  | 7.8  | 14% | 14% | 14% | —    |
| Neuca            | NEU    | Buy          | 1,050  | 683    | 54%    | 3,107      | 14.7 | 13.1 | 11.7 | 7.1       | 6.3  | 5.7  | 2%  | 3%  | 3%  | 79   |
| Newag            | NWG    | Under Review |        | 60.6   | -      | 2,727      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| OMV              | OMV    | Hold         | 39.4   | 40.7   | -3%    | 13,313     | 7.3  | 7.0  | 7.6  | 3.7       | 3.8  | 4.0  | 9%  | 10% | 9%  | —    |
| Onde             | OND    | Buy          | 12.2   | 10.4   | 17%    | 565        | 8.2  | 32.1 | 27.3 | 2.8       | 9.1  | 7.5  | 3%  | 5%  | 1%  | —    |
| Oponeo.pl        | OPN    | Hold         | 95.0   | 91.4   | 4%     | 1,027      | 12.7 | 12.3 | 12.1 | 7.3       | 6.9  | 6.4  | 3%  | 3%  | 3%  | —    |
| Orange           | OPL    | Buy          | 9.4    | 8.6    | 10%    | 11,247     | 12.9 | 11.5 | 10.4 | 4.5       | 4.2  | 4.2  | 6%  | 7%  | 8%  | 61   |
| Orlen            | PKN    | Buy          | 60.1   | 62.0   | -3%    | 72,025     | 5.3  | 5.4  | 6.2  | 2.9       | 2.8  | 2.8  | 8%  | 7%  | 7%  | 65   |
| PCF Group        | PCF    | Under Review |        | 10.0   | -      | 358        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 19   |
| Pegasus Airlines | PGSUS  | Hold         | 240.0  | 266.5  | -10%   | 133,250    | 10.4 | 8.6  | 7.8  | 6.3       | 5.7  | 5.4  | 0%  | 0%  | 0%  | 33   |
| Pekabex          | PBX    | Buy          | 23.0   | 17.8   | 30%    | 441        | 5.9  | 6.4  | 5.0  | 4.0       | 4.2  | 3.5  | 1%  | 2%  | 3%  | —    |
| Pepco Group      | PCO    | Sell         | 13.5   | 14.1   | -5%    | 8,165      | 13.9 | 14.3 | 13.7 | 4.4       | 4.3  | 4.0  | 0%  | 0%  | 2%  | 53   |
| PGE              | PGE    | Buy          | 7.6    | 7.6    | 0%     | 17,043     | 4.6  | 3.7  | 3.4  | 4.4       | 4.4  | 4.5  | 0%  | 0%  | 0%  | 41   |
| Playway          | PLW    | Buy          | 383.0  | 273.5  | 40%    | 1,805      | 11.0 | 9.4  | 9.8  | 8.2       | 7.1  | 7.6  | 9%  | 9%  | 11% | 0    |
| Polenergia       | PEP    | Hold         | 80.9   | 63.8   | 27%    | 4,927      | 20.9 | 22.2 | 33.9 | 12.8      | 19.6 | 25.7 | 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* |
|-------------------|--------|--------------|-------|-------|--------|------------|------|------|------|-----------|------|-----|-----|-----|-----|------|
|                   |        |              |       |       |        |            | 25E  | 26E  | 27E  | 25E       | 26E  | 27E | 25E | 26E | 27E |      |
| Rainbow Tours     | RBW    | Buy          | 210.0 | 135.0 | 56%    | 1,965      | 8.6  | 8.4  | 8.0  | 5.4       | 5.0  | 4.5 | 6%  | 7%  | 7%  | ---  |
| Rawlplug          | RWL    | Under Review |       | 17.1  | -      | 531        | ---  | ---  | ---  | ---       | ---  | --- | --- | --- | --- | ---  |
| Ryvu Therapeutics | RVU    | Buy          | 79.6  | 24.5  | 225%   | 566        | 6.7  | 1.2  | 1.9  | 3.8       | 0.1  | 5.2 | 0%  | 0%  | 0%  | ---  |
| Scope Fluidics    | SCP    | Buy          | 225.3 | 183.0 | 23%    | 499        | ---  | ---  | ---  | ---       | ---  | --- | --- | --- | --- | ---  |
| Selena FM         | SEL    | Under Review |       | 32.6  | -      | 744        | ---  | ---  | ---  | ---       | ---  | --- | --- | --- | --- | ---  |
| Selvita           | SLV    | Hold         | 60.0  | 31.3  | 92%    | 592        | 15.6 | 8.9  | 4.7  | 7.2       | 5.6  | 2.6 | 0%  | 0%  | 0%  | ---  |
| Shoper            | SHO    | Buy          | 54.0  | 39.9  | 35%    | 1,123      | 23.0 | 17.1 | 13.5 | 14.0      | 10.7 | 8.5 | 2%  | 3%  | 4%  | ---  |
| Stalprodukt       | STP    | Under Review |       | 241.0 | -      | 1,301      | ---  | ---  | ---  | ---       | ---  | --- | --- | --- | --- | 46   |
| Śnieżka           | SKA    | Hold         | 80.0  | 85.2  | -6%    | 1,075      | 15.7 | 13.8 | 14.7 | 8.2       | 7.6  | 8.0 | 3%  | 4%  | 5%  | ---  |
| Synektik          | SNT    | Buy          | 275.4 | 191.1 | 44%    | 1,630      | 15.5 | 12.8 | 10.7 | 9.7       | 8.3  | 6.0 | 4%  | 5%  | 6%  | ---  |
| Tauron            | TPE    | Buy          | 4.5   | 5.0   | -10%   | 8,731      | 4.4  | 3.5  | 3.3  | 4.8       | 4.6  | 4.3 | 0%  | 0%  | 0%  | 42   |
| Ten Square Games  | TEN    | Buy          | 109.0 | 86.2  | 26%    | 558        | 8.0  | 9.4  | 10.2 | 4.5       | 5.1  | 5.4 | 13% | 13% | 11% | 3    |
| Torpol            | TOR    | Buy          | 50.0  | 37.7  | 33%    | 866        | 10.0 | 8.4  | 6.6  | 5.0       | 3.1  | 1.3 | 4%  | 5%  | 6%  | ---  |
| Toya              | TOA    | Buy          | 9.0   | 6.2   | 46%    | 463        | 6.5  | 6.0  | 6.0  | 3.9       | 3.8  | 3.0 | 0%  | 0%  | 8%  | ---  |
| Turkish Airlines  | THYAO  | Hold         | 320.0 | 306.0 | 5%     | 422,280    | 5.2  | 5.8  | 5.4  | 4.2       | 4.2  | 4.0 | 0%  | 0%  | 0%  | 86   |
| Unimot            | UNT    | Buy          | 192.9 | 143.0 | 35%    | 1,122      | 6.7  | 7.6  | 7.0  | 5.4       | 5.6  | 5.4 | 2%  | 4%  | 4%  | ---  |
| Voxel             | VOX    | Buy          | 149.0 | 134.0 | 11%    | 1,407      | 12.8 | 11.2 | 11.6 | 7.4       | 6.5  | 6.2 | 3%  | 4%  | 4%  | ---  |
| VRG               | VRG    | Under Review |       | 3.7   | -      | 870        | ---  | ---  | ---  | ---       | ---  | --- | --- | --- | --- | ---  |
| Wielton           | WLT    | Under Review |       | 5.6   | -      | 338        | ---  | ---  | ---  | ---       | ---  | --- | --- | --- | --- | ---  |
| Wirtualna Polska  | WPL    | Buy          | 108.0 | 84.9  | 27%    | 2,528      | 13.1 | 11.5 | 9.8  | 6.5       | 5.7  | 5.2 | 2%  | 2%  | 2%  | 72   |
| Wittchen          | WTN    | Sell         | 21.0  | 21.5  | -2%    | 396        | 9.1  | 9.2  | 9.1  | 5.3       | 5.0  | 4.8 | 4%  | 5%  | 8%  | ---  |
| Wizz Air          | WIZZ   | Buy          | 17.0  | 14.4  | 18%    | 1,484      | 9.1  | 5.6  | 5.2  | 5.3       | 4.8  | 4.6 | 0%  | 0%  | 0%  | 75   |
| XTB               | XTB    | Buy          | 86.9  | 72.5  | 20%    | 8,519      | 9.6  | 8.0  | 6.8  | 6.1       | 4.7  | 3.7 | 8%  | 8%  | 9%  | 32   |
| XTPL              | XTP    | Buy          | 155.0 | 105.2 | 47%    | 279        | ---  | 33.9 | 10.1 | ---       | 14.9 | 5.6 | 0%  | 0%  | 0%  | ---  |
| Zabka Group       | ZAB    | Buy          | 26.0  | 20.2  | 29%    | 20,150     | 24.6 | 15.6 | 12.0 | 7.6       | 6.2  | 5.2 | --- | --- | --- | ---  |

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

## TRIGON DOM MAKLEPSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11  
repcja@trigon.pl

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

## CEE EQUITY RESEARCH

**Grzegorz Kujawski** *Head of Research*  
Consumer, E-commerce,  
Financials

**Dominik Niszczyński, CFA** *Senior Analyst*  
TMT, E-commerce

**Maciej Marcinowski** *Deputy Head of Research*  
Strategy, Banks, Financials

**David Sharma, CFA** *Senior Analyst*  
Construction, Real Estate,  
Building Materials

**Grzegorz Balcerski, CFA** *Analyst*  
Gaming, TMT

**Piotr Rychlicki** *Analyst*

**Katarzyna Kosiorek, PhD** *Analyst*  
Biotechnology

**Piotr Chodyra** *Analyst*

**Michał Kozak** *Senior Analyst*  
Oil & Gas, Chemicals,  
Utilities

**Volodymyr Shkuropat** *Analyst*

## EQUITY SALES

**Grzegorz Skowroński** *Managing Director*

## SALES TRADING

**Paweł Szczepański** *Head of Sales* **Paweł Czupryński** *Senior Sales Trader*

**Michał Sopiński, CFA** *Deputy Head of Sales* **Hubert Kwiecień** *Sales Trader*

## DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogilska 65 | 31-545 Kraków | District Court for Kraków-Śródmieście in Kraków XI Economic Department of the National Court Register | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. operates under the supervision of the Polish Financial Supervision Authority. The present study is of a promotional nature and has been prepared by the analytical team of Trigon Dom Maklerski S.A. solely for information purposes and does not constitute a recommendation within the meaning of the "Regulation of the Minister of Finance of 19 October 2005 on information which constitutes recommendations concerning financial instruments or their issuers or drawers (Journal of Laws of 2005, No. 206, item 1715). The historical data presented refers to the past. Past performance is not a guarantee of future performance. Trigon Dom Maklerski S.A. shall not be held liable for investment decisions made on the basis of this study or for any damages incurred as a result of such investment decisions, nor does it guarantee the accuracy or completeness of the study, nor does it provide any assurance that the statements made in the study regarding the future will prove true. Investing in financial instruments involves a high risk of losing some or all of the funds invested. The publication, dissemination, copying or any other use in part or in whole of this study requires the prior written consent of Trigon Dom Maklerski S.A.