

## Daily

CEE | Equity Research

## HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE**OMV:** Wyniki za 3Q25 [lekko pozytywne]**SANTANDER:** Zysk netto powyżej oczekiwań dzięki niższym kosztom ryzyka [lekko pozytywne]**ŻABKA GROUP:** Wyniki za 3Q25: lekka poprawa adj. marży EBITDA w Polsce pomimo słabszych LFL, FCF porównywalny r/r [neutralne]**ALIOR:** Zysk netto zbliżony do oczekiwań, wyniki obciążone kosztami CHF na 41mln PLN [lekko pozytywne]**XTB:** Bardzo słabe wyniki pomimo wysokich wolumenów obrotu [negatywne]**FORTE:** Wstępne wyniki za 2Q25/26**DATAWALK:** Szacunkowe wyniki za 3Q25 [neutralne]**ATLANTA POLAND:** Szacunkowe wyniki finansowe za 1Q25/26FINANSE**PEKAO:** Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu – Parkiet**MBANK:** mBnk Hipoteczny wyemitował hipoteczne listy zastawne o łącznej wartości 750mln PLNPALIWA I CHEMIA**ORLEN:** Odpisy w downstreamie na 1.5 mld PLN [neutralne]ENERGETYKA I WYDOBYCIE**ENEA:** Brak ofert w przetargu na CCGT Połaniec**KGHM:** Rząd przyjął projekt ustawy ws. zmian w podatku od wydobycia miedzi i srebra [neutralne]**KGHM:** Wywiad z CEO [lekko negatywne]LOGISTYKA I TRANSPORT**ENTER AIR:** Podpisanie umowy czarteru z Itaką o wartości 99 mln USD na następny sezon [pozytywne]GAMING**TEN SQUARE GAMES:** Spółka czeka na projekt ustawy o jawności płac, nowe prawo może ulepszyć proces rekrutacji w branżyINDUSTRIALS**STALRPODUKT:** Spółka i jej podmioty zależne otrzymały 43,6mln PLN tzw. rekompensat sektorowych za 2024 rok**KERNEL HOLDING:** Luksemburska Komisja Nadzoru Rynku Finansowego (CSSF) chce powołania biegłego, który dokona wyceny akcji spółki ws. przymusowego wykupu**ARCTIC PAPER:** Spółka zależna otrzyma rekompensatę dla sektorów energochłonnych w wysokości 39,5mln PLNBUDOWNICTWO I DEWELOPERZY**BUDIMEX:** Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q25 [lekko pozytywne]**TORPOL:** Podpisanie umowy z PKP PLK na linię kolejową do elektrowni jądrowej za 1,77mld PLN brutto**POLIMEX-MOSTOSTAL:** Publikacja strategii grupy na lata 2026-2033**ERBUD:** Inwestor odstąpił od umowy ze spółką na budowę budynku biurowego w ToruniuHEALTHCARE & BIOTECH**SCOPE FLUIDICS:** Cena emisyjna akcji spółki ustalona na 145 PLN, oferta obejmie 442,3 tys. akcji

## TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

## CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

OMV (Hold; EUR 48.15)  
Wyniki za 3Q25 [lekko pozytywne]

| EURm                        | 3Q24         | 4Q24         | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | Y/Y  | Q/Q  | 3Q25E        | Cons.        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|------|--------------|--------------|
| Revenues                    | 8 645        | 8 580        | 7 992        | 7 286        | 6 440        | -26% | -12% | 6 273        | 6 273        |
| EBITDA                      | 1 557        | 2 059        | 1 603        | 1 302        | 1 727        | 11%  | 33%  | 1 648        | 1 665        |
| <b>EBITDA clean CCS</b>     | <b>1 687</b> | <b>2 065</b> | <b>1 740</b> | <b>1 485</b> | <b>1 764</b> | 5%   | 19%  | <b>1 648</b> | <b>1 665</b> |
| Chemicals & Materials       | 285          | 237          | 238          | 221          | 231          | -19% | 5%   | 254          |              |
| Fuels & Feedstock           | 326          | 229          | 249          | 372          | 544          | 67%  | 46%  | 473          |              |
| Energy                      | 1 056        | 1 646        | 1 234        | 879          | 972          | -8%  | 11%  | 901          |              |
| Corporate & Other           | -9           | -5           | -7           | -9           | -3           | -    | -    | -9           |              |
| Others                      | 29           | -42          | 26           | 22           | 20           | -31% | -9%  | 29           |              |
| EBIT                        | 926          | 983          | 984          | 718          | 1 074        | 16%  | 50%  | 1 048        | 1 168        |
| <b>EBIT clean CCS</b>       | <b>1 051</b> | <b>1 375</b> | <b>1 160</b> | <b>1 031</b> | <b>1 262</b> | 20%  | 22%  | <b>1 063</b> | <b>1 168</b> |
| Net profit                  | 241          | 301          | 143          | 242          | 543          | 125% | 124% | 411          | -            |
| <b>adj. Net profit</b>      | <b>346</b>   | <b>555</b>   | <b>413</b>   | <b>385</b>   | <b>594</b>   | 72%  | 54%  | <b>411</b>   | <b>471</b>   |
| OCF                         | 1 421        | 1 030        | 1 357        | 1 083        | 1 094        | -23% | 1%   | 1 285        | 1 048        |
| Capex                       | -1 149       | -1 322       | -853         | -901         | -898         | -22% | 0%   | -899         | -900         |
| Net debt                    | 3 467        | 3 225        | 3 207        | 3 218        | 4 228        | 22%  | 31%  | 2 832        | 3 135        |
| EBITDA clean CCS margin     | 20%          | 24%          | 22%          | 20%          | 27%          |      |      | 26%          |              |
| EBIT margin                 | 11%          | 11%          | 12%          | 10%          | 17%          |      |      | 17%          |              |
| Net profit margin           | 3%           | 4%           | 2%           | 3%           | 8%           |      |      | 7%           |              |
| P/E 12M trailing            | 11.4         | 10.9         | 14.2         | 16.3         | 12.3         |      |      |              |              |
| EV/EBITDA adj. 12M trailing | 3.6          | 3.5          | 3.7          | 3.9          | 3.9          |      |      |              |              |

Source: Company, Trigon DM, VARA/Bloomberg - consensus

# **EBITDA clean CCS** w 3Q25 wyniosła 1.76 mld EUR, ok. 6% powyżej naszych prognoz i konsensusu. Przy pozytywnym efekcie na saldzie finansowym (+64m vs. oczekiwane przez nas -47m) i przy niższej stopie podatkowej (42% vs. prognoza 51%; przy niższej kontrybucji obszaru Energy w wynikach q/q), **adj. Net profit** wyniósł 594m vs. 411m naszej prognozy i 471m konsensusu.

# **OCF** wyniósł 1,095m EUR, przy negatywnym efekcie na NWC w kwocie -391m EUR (efekt zatlaczania gazu do magazynów). Wykup obligacji hybrydowych: -750m. **Dług netto** wzrósł o 1 mld EUR q/q do 4.23 mld, ale uwzględniając saldo na minorities i obligacjach hybrydowych, zmiana pozycji q/q wynosi +190m EUR.

# **C&M**: EBITDA clean CCS wyniosła 231m EUR – szacowaliśmy 254m. Jednostkowe marże na olefinach i poliolefinach spadły o 4% q/q. Sprzedaż poliolefin spadła o 9% q/q do 1.47m ton. Wykorzystanie mocy steam crackerów w Europie wyniosło 84% vs. 82% w 2Q. Względem poprzedniego guidance na 2025, zmieniono oczekiwane średniej marże na olefinach i poliolefinach o 6% q/q.

# **F&F**: EBITDA clean CCS: 544m, vs. nasza prognoza 473m. Modelowa marża rafineryjna wzrosła o 3.5 USD q/q do 11.5 USD/bbl. Wykorzystanie mocy w instalacjach europejskich wzrosło z 83% do 91% q/q. Sprzedaż w Europie wzrosła o 5% q/q (porównywalnie r/r). Marże w detalu i w handlu lekko spadły q/q. Biorąc pod uwagę wyższe marże rafineryjne w ost. miesiącach, zmieniona guidance refining margin indicator w Europie na 2025r. z wcześniejszych >7 USD/bbl. na >9 USD/bbl.

# **Energy**: 972m EBITDA adj. vs. oczekiwane przez nas 901m. Wolumen produkcji bez zmian q/q (304 kboe/d). Wolumen sprzedaży: +11% q/q do 306 kboe/d, dzięki wyższej sprzedaży na ropie. Zrealizowana cena ropy bez zmian q/q: 66.3 USD/bbl. Zrealizowana cena gazu spadła o 6% q/q do 27.3 EUR/MWh.

SANTANDER (Buy; PLN 630)

Zysk netto powyżej oczekiwań dzięki niższym kosztom ryzyka [lekko pozytywne]

| PLNm                  | 3Q24         | 4Q24         | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | Y/Y        | Q/Q        | 3Q25E        | Cons.        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|--------------|--------------|
| Net interest income   | 3 157        | 3 625        | 3 176        | 3 178        | 3 195        | 1%         | 1%         | 3 165        | 3 181        |
| Net F&C result        | 702          | 726          | 728          | 744          | 725          | 3%         | -3%        | 741          | 733          |
| Other income          | 64           | -5           | 27           | 111          | 56           | -13%       | -50%       | 51           | 38           |
| <b>Total revenues</b> | <b>3 922</b> | <b>4 345</b> | <b>3 930</b> | <b>4 033</b> | <b>3 976</b> | <b>1%</b>  | <b>-1%</b> | <b>3 957</b> | <b>3 952</b> |
| Operating costs       | -1 060       | -1 167       | -1 341       | -1 088       | -1 109       | 5%         | 2%         | -1 129       | -1 135       |
| Operating profit      | 2 862        | 3 178        | 2 589        | 2 945        | 2 866        | 0%         | -3%        | 2 829        | 2 817        |
| Net provisions        | -281         | -1 520       | -199         | -862         | -365         | 30%        | -58%       | -482         | -423         |
| <b>Net profit</b>     | <b>1 940</b> | <b>913</b>   | <b>1 734</b> | <b>1 018</b> | <b>1 889</b> | <b>-3%</b> | <b>86%</b> | <b>1 702</b> | <b>1 760</b> |
| NIM                   | 4,70%        | 5,21%        | 4,39%        | 4,57%        | 4,83%        |            |            | 4,77%        |              |
| CoR ex. CHF           | 0,44%        | 0,17%        | 0,27%        | 0,29%        | 0,48%        |            |            | 0,69%        |              |
| C/I                   | 27,0%        | 26,9%        | 34,1%        | 27,0%        | 27,9%        |            |            | 28,5%        |              |
| Loans                 | 171,8        | 174,8        | 175,9        | 159,2        | 160,6        | -6,5%      | 0,9%       | 161,5        |              |
| Assets                | 290,9        | 304,4        | 313,7        | 314,6        | 317,4        | 9,1%       | 0,9%       | 320,2        |              |
| Deposits              | 217,8        | 232,0        | 237,1        | 221,0        | 220,9        | 1,5%       | 0,0%       | 224,9        |              |
| P/E12M trailing       | 9,9          | 10,0         | 9,7          | 9,3          | 9,4          |            |            |              |              |
| P/BV                  | 1,6          | 1,6          | 1,5          | 1,7          | 1,6          |            |            |              |              |
| ROE 12M               | 17%          | 16%          | 17%          | 18%          | 17%          |            |            |              |              |

Source: company data, PAP, Trigon

MARKET QUOTES

| INDICES           | Price   | Change (%) |     |     |
|-------------------|---------|------------|-----|-----|
|                   |         | 1D         | 1M  | 1Y  |
| WIG               | 113,459 | 1.7%       | 7%  | 39% |
| WIG20             | 3,042   | 2.0%       | 7%  | 33% |
| mWIG40            | 8,205   | 1.0%       | 6%  | 36% |
| sWIG80            | 29,782  | -0.4%      | -1% | 24% |
| PX (Prague)       | 2,353   | 0.0%       | 1%  | 43% |
| BUX (Budapest)    | 106,294 | 0.9%       | 7%  | 43% |
| BET (Bucharest)   | 22,853  | 1.0%       | 7%  | 31% |
| BIST30 (Istanbul) | 11,882  | 0.2%       | -2% | 19% |
| DAX               | 24,279  | -0.1%      | 2%  | 25% |
| FTSE 100          | 9,697   | 0.4%       | 4%  | 18% |
| STOXX Europe 600  | 576     | -0.2%      | 4%  | 11% |
| S&P 500           | 6,891   | 0.2%       | 3%  | 18% |
| NASDAQ 100        | 26,012  | 0.7%       | 6%  | 27% |
| Nikkei 225        | 51,308  | -0.6%      | 14% | 32% |
| Shanghai Comp     | 4,014   | -0.2%      | 4%  | 22% |

| BONDS             | Rate | Change (bps) |       |        |
|-------------------|------|--------------|-------|--------|
|                   |      | 1D           | 1M    | 1Y     |
| PL 5Y bond yield  | 4.8% | -3.0         | -17.2 | -74.4  |
| PL 10Y bond yield | 5.4% | -2.5         | -16.4 | -49.0  |
| CZ 10Y bond yield | 4.4% | 3.6          | -16.7 | 28.6   |
| HU 10Y bond yield | 6.8% | -3.0         | -7.0  | -13.0  |
| RO 10Y bond yield | 7.0% | -5.3         | -28.6 | 11.4   |
| WIBOR 3M          | 4.5% | 0.0          | -23.0 | -137.0 |
| EURIBOR 3M        | 2.1% | 1.2          | 8.4   | -97.5  |

| CURRENCIES | Rate  | Change (%) |       |        |
|------------|-------|------------|-------|--------|
|            |       | 1D         | 1M    | 1Y     |
| USD/PLN    | 3.64  | 0.2%       | 0.0%  | -10.2% |
| EUR/PLN    | 4.23  | 0.1%       | -0.9% | -2.5%  |
| EUR/USD    | 1.16  | -0.2%      | -0.8% | 7.5%   |
| GBP/PLN    | 4.81  | 0.2%       | 1.6%  | 8.5%   |
| CZK/PLN    | 0.17  | -0.1%      | 0.9%  | -1.7%  |
| HUF/PLN    | 0.011 | 0.0%       | 0.1%  | -1.8%  |
| RON/PLN    | 0.83  | 0.0%       | 0.9%  | 4.8%   |
| CNY/PLN    | 0.51  | -0.3%      | -0.3% | 9.9%   |

| COMMODITIES                | Price  | Change (%) |     |      |
|----------------------------|--------|------------|-----|------|
|                            |        | 1D         | 1M  | 1Y   |
| Gold (USD/toz)             | 3,966  | -0.9%      | 5%  | 45%  |
| Silver (USD/toz)           | 47.8   | 1.5%       | 2%  | 39%  |
| Copper (USD/t)             | 11,108 | 0.6%       | 7%  | 17%  |
| Zinc (USD/t)               | 3,066  | 0.3%       | 4%  | -2%  |
| Molybdenum (USD/lb)        | 24.8   | -0.3%      | -1% | 13%  |
| Iron ore (USD/t)           | 106    | 0.1%       | 1%  | 2%   |
| HCC (USD/t)                | 198    | 0.0%       | 1%  | -15% |
| HRC EU (EUR/t)             | 600    | 0.8%       | 4%  | 8%   |
| Brent crude oil (USD/bbl.) | 64.6   | 0.3%       | -5% | -9%  |
| CO2 (EUR/t)                | 78.3   | 0.7%       | 3%  | 15%  |
| TTF 1M gas (EUR/MWh)       | 31.4   | 0.2%       | -4% | -26% |
| Power 1Y in DE (EUR/MWh)   | 87     | 0.8%       | 1%  | -3%  |
| Power 1Y in PL (PLN/MWh)   | 432    | 0.4%       | 0%  | 3%   |
| Shanghai Freight Index     | 1,403  | 7.1%       | 17% | -32% |

ŻABKA GROUP (Buy; PLN 30)

Wyniki za 3Q25: lekka poprawa adj. marży EBITDA w Polsce pomimo słabszych LFL, FCF porównywalny r/r [neutralne]

| PLNm                        | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | Y/Y    | Q/Q    | 3Q25E | Cons. |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Sales to end customers      | 7,499 | 6,885 | 6,618 | 8,132 | 8,517 | 14%    | 5%     | 8,705 |       |
| Żabka Polska                | 7,208 | 6,564 | 6,259 | 7,743 | 8,132 | 13%    | 5%     | 8,290 |       |
| New Growth Engines          | 290   | 321   | 349   | 389   | 385   | 33%    | -1%    | 415   |       |
| LFL   Żabka                 | 6.0%  | 7.1%  | 6.0%  | 6.1%  | 4.5%  | -1.5pp | -1.6pp | 6.0%  |       |
| Revenues                    | 6,578 | 6,072 | 5,666 | 7,174 | 7,440 | 13%    | 4%     | 7,362 | 7,550 |
| Gross Margin                | 1,345 | 1,212 | 814   | 1,327 | 1,514 | 13%    | 14%    | 1,609 |       |
| adj. EBITDA                 | 1,119 | 987   | 580   | 1,036 | 1,279 | 14%    | 23%    | 1,322 | 1,245 |
| EBITDA                      | 1,093 | 891   | 545   | 1,001 | 1,226 | 12%    | 22%    | 1,274 | 1,245 |
| EBIT                        | 664   | 420   | 106   | 533   | 743   | 12%    | 39%    | 793   | 733   |
| Net financial costs         | -226  | -146  | -227  | -290  | -147  | -      | -      | -220  |       |
| Net profit                  | 319   | 216   | -125  | 192   | 463   | 45%    | 142%   | 447   | 399   |
| Adj. Net profit             | 340   | 293   | -97   | 220   | 505   | 48%    | 130%   | 485   |       |
| Gross Margin (StEC)         | 17.9% | 17.6% | 12.3% | 16.3% | 17.8% | -0.2pp | 1.5pp  | 18.5% |       |
| Gross Margin (Revenues)     | 20.4% | 20.0% | 14.4% | 18.5% | 20.3% | -0.1pp | 1.9pp  | 21.9% |       |
| SG&A ratio (StEC)           | 9.1%  | 11.4% | 10.7% | 9.7%  | 9.1%  | 0.0pp  | -0.6pp |       |       |
| adj. EBITDA margin (StEC)   | 14.9% | 14.3% | 8.8%  | 12.7% | 15.0% | 0.1pp  | 2.3pp  | 15.2% | -     |
| EBITDA margin               | 16.6% | 14.7% | 9.6%  | 14.0% | 16.5% | -0.1pp | 2.5pp  | 17.3% | 16.5% |
| EBIT margin                 | 10.1% | 6.9%  | 1.9%  | 7.4%  | 10.0% | -0.1pp | 2.6pp  | 10.8% | 9.7%  |
| Net profit margin           | 4.9%  | 3.6%  | -     | 2.7%  | 6.2%  | 1.4pp  | 3.6pp  | 6.1%  | 5.3%  |
| OCF                         | 1,143 | 349   | 572   | 1,690 | 1,148 | 0%     |        |       |       |
| FCF                         | 647   | -376  | 91    | 1,073 | 639   | -1%    |        |       |       |
| Net debt                    | 8,201 | 8,654 | 9,095 | 8,384 | 8,108 | -1%    |        |       |       |
| ND/EBITDA                   | 2.5   | 2.6   | 2.7   | 2.4   | 2.2   | -12%   |        |       |       |
| ND/EBITDA (pre-IFRS 16)     | 1.4   | 1.5   | 1.6   | 1.2   | 1.0   | -0.4   |        |       |       |
| P/E12M trailing             | 37.6  | 37.1  | 38.8  | 36.6  | 29.5  |        |        |       |       |
| Adj. P/E12M trailing        | 33.6  | 31.2  | 31.2  | 29.1  | 23.9  |        |        |       |       |
| EV/EBITDA 12M trailing      | 9.2   | 9.1   | 9.2   | 8.6   | 8.2   |        |        |       |       |
| Adj. EV/EBITDA 12M trailing | 9.0   | 8.7   | 8.7   | 8.2   | 7.8   |        |        |       |       |

Source: Company, Trigon

#One-offy

- EBITDA: 51mln PLN kosztów (vs 23mln PLN przed rokiem), dotyczących ESOP i IPO bonusu;
- Przychody finansowe: 102mln PLN zysku z tytułu modyfikacji finansowania (efekt rekalkulacji zobowiązań finansowych na bazie niższej marży odsetkowej);

ALIOR (Buy; PLN 131)

Zysk netto zbliżony do oczekiwań, wyniki obciążone kosztami CHF na 41mln PLN [lekko pozytywne]

| PLNm                | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | Y/Y  | Q/Q   | 3Q25E | Cons. |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| Net interest income | 1 358 | 1 312 | 1 285 | 1 289 | 1 296 | -5%  | 1%    | 1 260 | 1 281 |
| Net F&C result      | 213   | 221   | 209   | 222   | 234   | 10%  | 5%    | 222   | 221   |
| Other income        | 5     | 12    | -29   | 12    | 1     | -77% | -90%  | -10   | -2    |
| Total revenues      | 1 577 | 1 545 | 1 465 | 1 524 | 1 531 | -3%  | 0%    | 1 472 | 1 500 |
| Operating costs     | -473  | -586  | -616  | -550  | -565  | 20%  | 3%    | -551  | -547  |
| Operating profit    | 1 104 | 959   | 850   | 974   | 966   | -12% | -1%   | 921   | 953   |
| Net provisions      | -168  | -118  | -136  | -78   | -166  | -1%  | 112%  | -142  | -119  |
| Net profit          | 666   | 615   | 476   | 640   | 563   | -15% | -12%  | 546   | 578   |
| NIM                 | 6,07% | 5,87% | 5,59% | 5,42% | 5,42% |      |       | 5,20% |       |
| CoR                 | 0,92% | 0,59% | 0,73% | 0,21% | 0,73% |      |       | 0,75% |       |
| C/I                 | 30,0% | 37,9% | 42,0% | 36,1% | 36,9% |      |       | 37,4% |       |
| Loans               | 62,9  | 62,7  | 63,1  | 63,9  | 66,1  | 5,1% | 3,5%  | 64,9  |       |
| Assets              | 91,2  | 93,3  | 96,6  | 99,5  | 97,7  | 7,2% | -1,7% | 100,4 |       |
| Deposits            | 76,4  | 76,9  | 78,5  | 79,6  | 80,6  | 5,4% | 1,3%  | 81,2  |       |
| P/E12M trailing     | 5,9   | 5,8   | 6,1   | 6,0   | 6,2   |      |       |       |       |
| P/BV                | 1,3   | 1,3   | 1,2   | 1,2   | 1,2   |      |       |       |       |
| ROE 12M             | 25%   | 24%   | 22%   | 22%   | 20%   |      |       |       |       |

Source: company data, PAP, Trigon

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

| Index  | 1D     | 1M     | 3M     | 6M     | 1D/3M |
|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| WIG    | 1755   | 1855.0 | 1761.7 | 1866.6 | 100%  |
| WIG20  | 1516.0 | 1567.9 | 1522.5 | 1597.1 | 100%  |
| WIG40  | 165.1  | 271.3  | 248.8  | 296.6  | 66%   |
| sWIG80 | 52.8   | 59.5   | 60.0   | 57.4   | 88%   |

TOP VOLUME (PLNm)

| WIG20  |       | mWIG40 |      | sWIG80 |      |
|--------|-------|--------|------|--------|------|
| Ticker | Vol.  | Ticker | Vol. | Ticker | Vol. |
| PKO    | 450.2 | ACP    | 37.7 | PXM    | 14.2 |
| KGH    | 228.0 | TPE    | 30.0 | SCP    | 6.7  |
| PKN    | 217.5 | XTB    | 20.5 | OPN    | 3.3  |
| PEO    | 178.7 | ENA    | 19.3 | BMC    | 3.2  |
| PZU    | 141.9 | MIL    | 18.8 | CRI    | 3.0  |
| ALE    | 113.7 | PXM    | 14.2 | TOR    | 2.7  |
| BDX    | 107.8 | CAR    | 11.2 | GRX    | 1.9  |
| ZAB    | 105.8 | BFT    | 10.4 | ENT    | 1.2  |
| DNP    | 93.5  | BHW    | 5.3  | MUR    | 1.2  |
| LPP    | 91.6  | GPW    | 4.8  | SHO    | 1.1  |

VOLUME SPIKES (PLNm)

| WIG20  |       | mWIG40 |       | sWIG80 |       |
|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| Ticker | 1D/3M | Ticker | 1D/3M | Ticker | 1D/3M |
| BDX    | 413%  | CAR    | 344%  | SCP    | 581%  |
| PKO    | 220%  | ENA    | 295%  | AMC    | 569%  |
| ALR    | 200%  | GPW    | 264%  | TOR    | 484%  |
| ZAB    | 193%  | PKP    | 221%  | OPN    | 441%  |
| MBK    | 185%  | ING    | 211%  | DCR    | 241%  |
| LPP    | 153%  | MIL    | 204%  | ACG    | 233%  |
| PEO    | 152%  | BHW    | 173%  | VRG    | 227%  |
| PCO    | 152%  | GRX    | 165%  | STX    | 225%  |
| SPL    | 150%  | ABE    | 153%  | CLN    | 219%  |
| PZU    | 141%  | APR    | 144%  | MCR    | 208%  |

STOCK PRICE PERFORMANCE

| Ticker | Price   | Chng. | Ticker | Price | Chng. |
|--------|---------|-------|--------|-------|-------|
| Best   | WIG20   |       | Worst  |       |       |
| BDX    | 588     | 7.9%  | KTY    | 944.0 | -0.3% |
| CCC    | 149     | 6.3%  | OPL    | 9     | 0.3%  |
| MBK    | 1,045.0 | 5.0%  | DNP    | 45    | 0.3%  |
| PCO    | 28.9    | 4.3%  | KRU    | 470   | 0.7%  |
| LPP    | 18,065  | 3.7%  | ALE    | 35.0  | 0.9%  |

| Best | mWIG40 |      | Worst |       |       |
|------|--------|------|-------|-------|-------|
| MIL  | 16.3   | 5.2% | PXM   | 6.2   | -6.6% |
| GPW  | 59.3   | 4.0% | GRX   | 2.0   | -5.2% |
| TEN  | 91.1   | 2.4% | NEU   | 743.0 | -2.5% |
| ACP  | 231.4  | 2.1% | RVU   | 24.7  | -1.4% |
| EAT  | 15.3   | 2.0% | ABE   | 96.7  | -1.3% |

| Best | sWIG80 |      | Worst |      |       |
|------|--------|------|-------|------|-------|
| TOR  | 52.0   | 4.2% | PXM   | 6.2  | -6.6% |
| BMC  | 31.5   | 4.0% | GRX   | 2.0  | -5.2% |
| SCP  | 156.4  | 2.8% | DCR   | 68.4 | -4.2% |
| CMP  | 59.6   | 2.8% | ALL   | 15.4 | -3.5% |
| ACG  | 26.5   | 2.3% | DAD   | 60.0 | -2.9% |

## XTB (Buy; PLN 94,6)

Bardzo słabe wyniki pomimo wysokich wolumenów obrotu [negatywne]

| PLNm                     | 3Q24          | 4Q24          | 1Q25          | 2Q25          | 3Q25          | Y/Y         | Q/Q         | 3Q25E         | Cons.         |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| <b>Revenues</b>          | <b>470,2</b>  | <b>465,4</b>  | <b>580,3</b>  | <b>580,6</b>  | <b>375,8</b>  | <b>-20%</b> | <b>-35%</b> | <b>507,4</b>  | <b>481,5</b>  |
| core*                    | 472,9         | 488,7         | 559,7         | 652,7         | 533,6         | 13%         | -18%        | 520,8         |               |
| market making*           | -2,6          | -23,4         | 20,6          | -72,1         | -157,8        | -           | -           | -13,4         |               |
| <b>Operational costs</b> | <b>-208,5</b> | <b>-267,8</b> | <b>-315,8</b> | <b>-292,9</b> | <b>-322,7</b> | <b>55%</b>  | <b>10%</b>  | <b>-327,1</b> | <b>-313,1</b> |
| Payroll                  | -79,0         | -84,3         | -95,0         | -97,7         | -105,2        | 33%         | 8%          | -101,6        |               |
| Marketing                | -71,6         | -116,9        | -141,0        | -123,3        | -141,5        | 98%         | 15%         | -151,4        |               |
| Other                    | -57,9         | -66,7         | -79,7         | -71,9         | -76,0         | 31%         | 6%          | -74,1         |               |
| <b>EBITDA</b>            | <b>266,8</b>  | <b>202,7</b>  | <b>270,3</b>  | <b>293,7</b>  | <b>59,7</b>   | <b>-78%</b> | <b>-80%</b> | <b>186,3</b>  | <b>180,1</b>  |
| EBIT                     | 261,7         | 197,6         | 264,5         | 287,7         | 53,2          | -80%        | -82%        | 180,3         | 168,4         |
| <b>Net profit</b>        | <b>203,8</b>  | <b>190,0</b>  | <b>193,9</b>  | <b>216,1</b>  | <b>53,2</b>   | <b>-74%</b> | <b>-75%</b> | <b>155,7</b>  | <b>150,3</b>  |
| P/E12M trailing          | 8,8           | 9,4           | 10,8          | 10,0          | 12,3          |             |             |               |               |
| EV/EBITDA 12M trailing   | 5,6           | 6,0           | 6,4           | 6,2           | 7,6           |             |             |               |               |
| change in revenues y/y   | 67%           | -8%           | 4%            | 52%           | -20%          |             |             | 8%            | 2%            |
| EBITDA margin            | 57%           | 44%           | 47%           | 51%           | 16%           |             |             | 37%           | 37%           |
| EBIT margin              | 56%           | 42%           | 46%           | 50%           | 14%           |             |             | 36%           | 35%           |
| Net profit margin        | 43%           | 41%           | 33%           | 37%           | 14%           |             |             | 31%           | 31%           |

Source: Company, PAP, Trigon, \*Trigon estimates

### Key KPIs:

|                                  | 4Q23 | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | Y/Y  | Q/Q  | 3Q25E |
|----------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|
| New clients [ths]                | 77   | 130   | 103   | 108   | 158   | 194   | 167   | 222   | 105% | 33%  | 210   |
| Clients at EOP (ths)             | 898  | 1 019 | 1 114 | 1 214 | 1 362 | 1 544 | 1 704 | 1 904 | 57%  | 12%  | 1 900 |
| Active clients quarterly [ths]   | 335  | 417   | 471   | 523   | 608   | 735   | 813   | 920   | 76%  | 13%  | 924   |
| CFD turnover [USDbn]             | 549  | 582   | 622   | 695   | 728   | 938   | 1 145 | 1 118 | 61%  | -2%  | 998   |
| Rev. per USDm of turnover [PLN]  | 918  | 952   | 609   | 672   | 643   | 611   | 502   | 328   | -51% | -35% | 506   |
| Avg. user acquisition cost [PLN] | -894 | -625  | -733  | -662  | -740  | -726  | -737  | -638  | -4%  | -13% | -721  |
| Clients' deposits, net [PLNbn]   | 1,2  | 1,9   | 1,9   | 2,3   | 2,5   | 4,1   | 3,1   | 3,2   | 43%  | 4%   | 3,3   |

Source: Company, Trigon

## FORTE

Wstępne wyniki za 2Q25/26

| PLNm               | 2Q24/25      | 3Q24/25      | 4Q24/25      | 1Q25/26      | 2Q25/26      | Y/Y        | Q/Q        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|
| <b>Revenues</b>    | <b>228.0</b> | <b>293.0</b> | <b>329.0</b> | <b>270.0</b> | <b>280.0</b> | <b>23%</b> | <b>4%</b>  |
| Board              | 33.0         | 37.0         | 45.0         | 57.0         | 57.0         | 73%        | 0%         |
| Hedging effect     | 11.9         | 22.5         | 33.1         | 30.9         | 30.6         | 157%       | -1%        |
| <b>adj. EBITDA</b> | <b>22.4</b>  | <b>39.4</b>  | <b>40.7</b>  | <b>37.0</b>  | <b>34.0</b>  | <b>52%</b> | <b>-8%</b> |
| EBITDA             | 18.9         | 35.0         | 50.0         | 37.0         | 41.0         | 117%       | 11%        |
| EBIT               | 5.0          | 22.0         | 36.0         | 24.0         | 27.0         | 440%       | 13%        |
| revenue y/y        | 8%           | 4%           | 20%          | 8%           | 23%          |            |            |
| EBITDA margin      | 8.3%         | 11.9%        | 15.2%        | 13.7%        | 14.6%        |            |            |
| EBIT margin        | 2.2%         | 7.5%         | 10.9%        | 8.9%         | 9.6%         |            |            |
| net margin         | 0.0%         | -            | -            | 0.0%         | -            |            |            |

Source: Company, Trigon DM

## DATAWALK

Szacunkowe wyniki za 3Q25 [neutralne]

| PLNm                   | 2Q24        | 3Q24        | 4Q24        | 1Q25        | 2Q25        | 3Q25        | Y/Y        | Q/Q         | 3Q25E       |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| <b>Revenues</b>        | <b>4.5</b>  | <b>4.6</b>  | <b>9.1</b>  | <b>13.5</b> | <b>10.3</b> | <b>7.3</b>  | <b>58%</b> | <b>-29%</b> | <b>6.9</b>  |
| Revenues y/y           | -57%        | 2%          | 19%         | 109%        | 130%        | 58%         |            |             | 50%         |
| Revenues LTM           | 23.1        | 23.2        | 24.6        | 31.7        | 37.5        | 40.2        | 73%        | 7%          | 39.8        |
| Revenues LTM y/y       | -20%        | -9%         | -4%         | 9%          | 62%         | 73%         |            |             | 72%         |
| <b>adj. EBITDA</b>     | <b>-5.8</b> | <b>-6.0</b> | <b>-1.9</b> | <b>3.1</b>  | <b>-5.3</b> | <b>-5.8</b> | -          | -           | <b>-6.0</b> |
| Rev. minus adj. EBITDA | 10.3        | 10.7        | 11.0        | 10.3        | 15.6        | 13.1        | 23%        | -16%        | 12.9        |
| EBIT                   | -20.6       | 10.3        | -19.7       | -0.1        | -60.3       | 2.0         | -81%       | -           | 5.3         |
| <b>adj. EBIT</b>       | <b>-6.7</b> | <b>-6.9</b> | <b>-2.8</b> | <b>2.3</b>  | <b>-6.3</b> | <b>-6.8</b> | -          | -           | <b>-7.0</b> |
| EV/Sales LTM           | 21.7        | 21.9        | 21.0        | 18.6        | 14.3        | 13.5        |            |             |             |

Source: Company, Trigon

- Przychody ze sprzedaży w 1-3Q wyniosły 31,1mln PLN, +100% r/r;
- Strata EBITDA skorygowana ytd 7,9mln PLN vs. strata 17,9mln PLN w 1-3Q24;
- Strata z działalności operacyjnej 58,4mln PLN vs. 33,1mln PLN straty w 1-3Q24.

## ATLANTA POLAND

### Szacunkowe wyniki finansowe za 1Q25/26

- Przychody ze sprzedaży 129,6mln PLN, +18,9% r/r;
- Zysk brutto ze sprzedaży 19,7mln PLN, +2,6% r/r;
- EBITDA 7,3mln PLN, -7,4% r/r;
- Zysk netto 3,4mln PLN, +5,1% r/r.

## FINANSE

### PEKAO (Buy; PLN 233)

#### Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu – Parkiet

- Ostateczną decyzję w kontekście reorganizacji PZU i Pekao podejmą akcjonariusze obu instytucji, w tym Skarb Państwa, bez którego nie będzie można dokonać żadnych zmian;
- Na dziś przeważa opinia, że Alior Bank pozostanie w strukturze konglomeratu;
- Dla sektora istotniejsze byłoby zrezygnowanie z podatku bankowego na rzecz podniesienia stawek CIT.

### MBANK (Sell; PLN 880)

#### mBnk Hipoteczny wyemitował hipoteczne listy zastawne o łącznej wartości 750mln PLN

- Dzień wykupu przypada na 17 września 2029 roku;
- Oprocentowanie wynosi WIBOR 3M + 0,75%.

## PALIWA I CHEMIA

### ORLEN (Hold; PLN 97.6)

#### Odpisy w downstremie na 1.5 mld PLN [neutralne]

- W SSF odpisy aktualizujące aktywa wyniosły 1.5 mld PLN, z czego 1.1 mld w Nowej Chemii (Olefiny) i 0.3 mld w Orlen Lietuva na instalacji hydrokrakingu. Odpisy aktualizujące wartość aktywów mają charakter niegotówkowy
- Nakłady inwestycyjne poniesione w 2025 roku na realizację projektu Nowa Chemia wyniosły 2.7 mld PLN (łącznie od momentu uruchomienia projektu w 2021 roku do 30 września 2025 roku, włączając w to nakłady na Olefiny III, wyniosły 16.8 mld PLN).

## ENERGETYKA I WYDOBYCIE

### ENEA (Buy; PLN 23.45)

#### Brak ofert w przetargu na CCGT Połaniec

Ani jedna oferta nie wpłynęła w przetargu na wykonawcę w formule „pod klucz” bloków gazowo-parowych o łącznej mocy od 1060 do 1360 MW w Elektrowni Połaniec. Enea obecnie szuka wykonawcy samego projektu budowlanego.

### KGHM (Buy; PLN 213.4)

#### Rząd przyjął projekt ustawy ws. zmian w podatku od wydobycia miedzi i srebra [neutralne]

- Budowa trzech nowych szybów: GG-2, Retków i Gaworzyce w Zagłębiu Miedziowym ma fundamentalne znaczenie dla funkcjonowania spółki w następnych dziesięcioleciach. To inwestycje wysoce kapitałochłonne, których czas realizacji szacowany jest na około 10-15 lat. Proponowane zmiany podatkowe to pozytywny impuls dla realizacji tych inwestycji - CEO
- Nowe przepisy mają wejść w życie 1 stycznia 2026r.

### KGHM (Buy; PLN 213.4)

#### Wywiad z CEO [lekko negatywne]

- KGHM nie postrzega projektów miedziowych Lumina Metals jako konkurencji, widzi możliwość współpracy. „Jeżeli w okolicach Nowej Soli, czy Zielonej Góry powstanie kopalnia miedzi, to będzie stosunkowo blisko naszych hut, a my mamy świetnie opanowaną technologię przetopu koncentratów w Hucie Miedzi Głogów. To bardziej szansa niż zagrożenie” - CEO
- „Widzę możliwości współpracy przy budowie kopalni, czy wymiany doświadczeń. Po trzecie, przy zasobach geologicznych i eksploatacyjnych w Polsce, wydobycie miedzi pierwotnej na poziomie 400 tysięcy ton rocznie to za mało, a **sam KGHM nie jest w stanie w tej chwili tej produkcji zwiększać**. Współpraca to zawsze szansa, która rodzi dodatkowe doświadczenia i wiedzę ekspercką” – CEO
- Lumina Metals (działająca dawniej w Polsce pod nazwą Miedzi Copper) otrzymała w kwietniu kategorię C1 dla złoża rud miedzi Nowa Sól (woj. lubuskie) i rozpoczęła ubieganie się o koncesję wydobywczą, by zbudować jedną z największych kopalń miedzi w Europie. Firma kontynuuje prace eksploracyjne dla dwóch innych złóż: Sulmierzyce i Mozów.
- W ocenie prezesa Andrzeja Szydło, spółka ma wiedzę ekspercką i doświadczenie, by w przyszłości **inwestować za granicą** w obszarze metali nieżelaznych. Grupa może pomyśleć zarówno o projektach wydobywczych, jak i hutniczych. „Moglibyśmy zainwestować w złożę, wejść do projektu jako udziałowiec albo uruchomić jakiś projekt finansowany w dużej części zewnętrznym. Moglibyśmy się też zastanowić, czy nie poszukać efektów synergii i nie wybudować za granicą zakładu wzbogacania rudy albo huty miedzi”
- Zdaniem CEO szansą dla takich firm jak KGHM jest polityka prezydenta Stanów Zjednoczonych Donalda Trumpa, który chce odbudować przemysł w USA, w tym przemysł miedziowy.
- „Nie ma mowy o dezinwestycji naszych kluczowych aktywów, które notują dobre wyniki”
- „Nowa strategia Grupy KGHM jest na dalece zaawansowanym etapie i wstępnie została już przedstawiona radzie nadzorczej. Strategia jest ambitna, z dużym wyzwaniem inwestycyjnym i kosztowym. Przy obecnym otoczeniu makroekonomicznym i fiskalnym **budowa tzw. KGHM 2.0**, czy zagospodarowanie perspektywicznych złóż na północ od Odry mogłyby zostać uznane za **nieoptymalne**, co wcale nie oznacza, że nie należy eksplorować tych zasobów. Nie możemy marnować czasu.
- „**Polityka dywidendowa** KGHM się nie zmienia. Nie wiem, jakie będą rekomendacje zarządu w sprawie dywidendy w przyszłości, decyzje są podejmowane każdego roku. Jeżeli jednak patrzy się na skalę inwestycji w górnictwie i na to, że przez lata te inwestycje, szczególnie w obszarze rozwoju, były niewystarczające, to należy zdać sobie sprawę z tego jak trudne są decyzje dotyczące sposobu podziału zysku, alokacji kapitału w te dwa obszary tj. obszaru potrzeb inwestycyjnych oraz oczekiwania właścicieli KGHM”

## LOGISTYKA I TRANSPORT

### ENTER AIR (Buy; PLN 73)

#### Podpisanie umowy czarteru z Itaką o wartości 99 mln USD na następny sezon [pozytywne]

- Wartość kontraktu szacowana jest na 99,2 mln USD (360 mln PLN), wobec 75,9 mln USD obecnej umowy, co oznacza wzrost o 31% r/r.
- Umowa obejmuje okres od 1 czerwca 2026 do 31 maja 2027 i dotyczy przewozów czarterowych pasażerów i bagażu.

## GAMING

### TEN SQUARE GAMES (Hold; PLN 98.5)

#### Spółka czeka na projekt ustawy o jawności płac, nowe prawo może ulepszyć proces rekrutacji w branży

- Dyrektywa o jawności musi wejść w życie w Polsce najpóźniej do 7 czerwca 2026 roku, jednak niektóre jej przepisy, wynikające z polskiej nowelizacji Kodeksu pracy, zaczną obowiązywać od 24 grudnia 2025 roku;
- Zaimplementowanie wspomnianych przepisów może być pewnym wyzwaniem dla mniejszych firm z sektora gamingowego;
- Na ten moment branżowi prawnicy nie znają wielkości potencjalnych kar za nieprzestrzeganie przepisów.

## INDUSTRIALS

### STALRPODUKT

Spółka i jej podmioty zależne otrzymały 43,6mln PLN tzw. rekompensat sektorowych za 2024 rok

### KERNEL HOLDING

#### Luksemburska Komisja Nadzoru Rynku Finansowego (CSSF) chce powołania biegłego, który dokona wyceny akcji spółki ws. przymusowego wykupu

- SSF zwróciła się do spółki o wskazanie pięciu niezależnych ekspertów, w celu powołania przez CSSF biegłego, który sporządzi raport z wyceny akcji spółki;
- Pismo CSSF jest następstwem sprzeciwów złożonych przez akcjonariuszy wobec proponowanej ceny odkupu;
- Wycena, która wzbudziła sprzeciw akcjonariuszy zakładała cenę 19,45 PLN za papier.

### ARCTIC PAPER

#### Spółka zależna otrzyma rekompensatę dla sektorów energochłonnych w wysokości 39,5mln PLN

- Rekompensata przyznana jest za rok 2024 rok i będzie miała pozytywny wpływ na wyniki 4Q25

## BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

### BUDIMEX (Buy; PLN 700)

#### Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q25 [lekko pozytywne]

##### #Budownictwo

- Realizowanie coraz większej liczby kontraktów w formule dialogu konkurencyjnego, zdaniem Zarządu, pozwala na lepszą wycenę kontraktów, jak i na zaprezentowanie jakości operacyjnej BDX.
- Obecnie Grupa prowadzi już rozmowy z Bechtelem dotyczące partycypowania w budowie części technologicznej elektrowni jądrowych.
- W ostatnim czasie Grupa otrzymała ZRiDy dla kilku odcinków inwestycji S10.
- W 1Q26 konsorcjum BDX planuje złożyć ofertę na budowę autostrady DK35 w Czechach w formule PPP.
- Grupa przygotowuje obecnie kilka dużych ofert na rynku czeskim i słowackim zarówno w drogach jak i kolejach.

##### #Portfel zamówień

- W podpisanych w 1-3Q25 kontraktach drogi stanowiły 1.8mld PLN, 0.5mld PLN kolej oraz 1.6mld PLN kubatura + pozostałe.
- W poczekalni Grupa posiada 10mld PLN, z czego 5.1mld PLN (+65% kw./kw.) na rynku polskim.
- Kontrakcją w całym roku powinna przekroczyć 8.5mld PLN (vs 6.5mld PLN guidowane kwartał temu).
- W 1-3Q25 GDDKiA ogłosiła przetargi o wartości 3.7mld PLN vs. 13.5mld PLN planowane na cały rok.
- W 1-3Q25 GDDKiA podpisała przetargi o wartości 4.2mld PLN vs. 11.5mld PLN przed rokiem.
- W 1-3Q25 PKP PLK ogłosiło przetargi o wartości 20mld PLN vs. 27mld PLN planowane na cały rok.
- W 1-3Q25 PKP PLK podpisało przetargi o wartości 4.4mld PLN vs. 11.6mld PLN przed rokiem.
- Z 16mld PLN portfela zamówień, 16% powinna zapaść w '25, 44% w '26, a 27% w '27.
- Wszystkie podpisane przez Grupę kontrakty objęte są waloryzacją.
- Do końca roku GDDKiA ogłosi przetargi o wartości ok. 10mld PLN, w kolejnym roku powinno to być ok. 12mld PLN.
- Kontrakt na modernizację Warszawy Wschodnie może opiewać na 4mld PLN.
- W 1-3Q25 Grupa pozyskała 1.2mld PLN zamówień w budownictwie ogólnym vs. 1.6mld PLN przed rokiem.
- W najbliższych 4 kwartałach PSE ogłosi przetargi o wartości >4mld PLN.

##### #Pozostałe

- Przychody Grupy FBSeRwis wyniosły w 1-3Q25 655mln PLN (-3% r./r.), natomiast EBITDA 108mln PLN (płasko r./r.).
- Spadek gotówki netto w FBSeRwis wynikał z wypłaty większej dywidendy oraz inwestycji w spalarni w Tarnowie.
- Portfel zamówień FBSeRwis na koniec września wynosił 919mln PLN vs. 815mln PLN kwartał temu.
- Przychody Mostostalu Kraków w 1-3Q25 wyniosły 463mln PLN (-24% r./r.), EBIT był kosmetycznie wyższy r./r. i wyniósł 38mln PLN.
- Łączny portfel zamówień (backlog + poczekalnia) Mostostalu Kraków wynosi obecnie ok. 1mld PLN.
- Mostostal Kraków rozważa rozbudowanie mocy produkcyjnych, co pozwoliłoby na partycypację w projektach atomowych w całym regionie CEE.
- W ostatnim czasie Grupa wydała ponad 250mln PLN na inwestycje w segmencie Data Center.
- Przegląd opcji strategicznych w FBSeRwis może wydłużyć się do końca roku.

**#Guidance**

- Przychody w FY26E powinny „mocno przyspieszyć”.
- Grupa spodziewa się utrzymania podwyższonej rentowności operacyjnej w segmencie budowlanym.
- W FY26E Zarząd spodziewa się mocnego wzrostu produkcji budowlano-montażowej w segmencie infrastruktury.

**TORPOL (Buy; PLN 55)****Podpisanie umowy z PKP PLK na linię kolejową do elektrowni jądrowej za 1,77mld PLN brutto**

- Termin realizacji zamówienia został określony na 44 miesiące od daty zawarcia umowy.

**POLIMEX-MOSTOSTAL****Publikacja strategii grupy na lata 2026-2033**

- Priorytetami są rentowny wzrost, wzrost efektywności, transformacja technologiczna oraz pełna realizacja założeń ESG;
- Do 2028 roku grupa planuje osiągnąć przychody operacyjne powyżej 10mld PLN i rentowność EBIT na poziomie ponad 14%;
- Spółka chce być obecna w wybranych segmentach budownictwa kolejowego, jednak nie w obszarze robót torowych;
- Trwają analizy rynku pod kątem potencjalnych akwizycji;
- Grupa chce zwiększać obecność zagraniczną, m.in. w Niemczech i krajach skandynawskich w obszarze projektów gazowych;
- Powrót do wypłaty dywidendy najwcześniej w 2029 roku.

**ERBUD (Hold; PLN 30)****Inwestor odstąpił od umowy ze spółką na budowę budynku biurowego w Toruniu**

- Wartość umowy to 72mln PLN netto;
- Umowa została zrealizowana w zakresie I etapu – przygotowanie projektu budowlanego. Inwestor odstąpił od umowy w zakresie II etapu – realizacji projektu.

**HEALTHCARE & BIOTECH****SCOPE FLUIDICS (Buy; PLN 224)****Cena emisyjna akcji spółki ustalona na 145 PLN, oferta obejmie 442,3 tys. akcji**

- Akcje stanowią ok. 16% głosów na WZ spółki.

**POZOSTAŁE INFORMACJE****BUMECH: Zawarcie z MS Fundacją Rodzinną umowy pożyczki na kwotę do 25mln PLN**

- Pozyskane środki mają być przeznaczona na rozpoczęcie produkcji biomasy.

**JRH ASI: Zawarcie ze spółką International Emerging Technology Company porozumienia o współpracy**

- Przedmiotem umowy jest zbadanie różnych możliwości partnerstwa w obszarze rozwiązań i produktów satelitarnych, analizy danych, a także powiązanych programów transferu wiedzy.

**NOVITA: Zarząd ocenia, że wypłata nadzwyczajnej dywidendy w kwocie 20mln PLN nie będzie miała negatywnego wpływu na spółkę****ODLEWNIE POLSKIE: Decyzja prezesa URE o przyznaniu spółce rekompensaty za 2024 rok w kwocie 4,5mln PLN**

- Przyznana pomoc publiczna dotyczy kosztów zakupu uprawnień do emisji gazów cieplarnianych.

**INSIDER TRADING****BBI DEVELOPMENT**

Członek zarządu kupił 3,6 tys. akcji @ 5,10 PLN.

**BUMECH**

MS Fundacja Rodzinna w Organizacji, podmiot związany z członkiem RN, sprzedał 749,5 tys. akcji @ 33,70 PLN.

**DIGITREE GROUP**

Członek RN kupił 600 akcji @ 10,80 PLN.

**KĘTY**

Członek zarządu objął 2,8 tys. warrantów subskrypcyjnych @ 0,01 PLN w ramach programu opcyjnego.

**KĘTY**

Członek zarządu objął 2,8 tys. warrantów subskrypcyjnych @ 0,01 PLN w ramach programu opcyjnego.

**PKP CARGO**

Wiceprezes członek zarządu ds. restrukturyzacji kupił 1 tys. akcji @ 16,45 PLN.

**SOPHARMA**

Spółka sprzedała 3,4 tys. akcji @ 2,68 BGN.

## PROGRAM SKUPU AKCJI

### NOVITA

Nabycie 38,4 tys. akcji @ 28,00 PLN. Akcje stanowią 1,18% kapitału zakładowego i głosów na walnym zgromadzeniu spółki.

## ZMIANY W ORGANACH

### GTC

Rada nadzorcza przyjęła złożoną przez p. Małgorzatę Czaplicką rezygnację z funkcji prezesa zarządu.

### GTC

Powołanie p. Botonda Rencza na stanowisko prezesa zarządu.

### JSW

Rezygnacja p. Arkadiusza Mężyk z pełnienia funkcji członka RN..

## ZMIANY W AKCJONARIACIE

### BUMECH

Zmniejszenie zaangażowania przez p. Marcina Sutkowskiego z 38,39% do 33,40% kapitału i głosów.

### HUUUGE

Zwiększenie zaangażowania przez Nationale-Nederlanden OFE z 4,67003% do 6,26033% kapitału i głosów.

## TRANSAKCJE PAKIETOWE

### PRYMUS

Wolumen: 24,8 tys. @ 6,95

% kapitału: 0,26

## WALNE ZGROMADZENIA AKCJONARIUSZY

### ARLEN: Wniosek TFI PZU w sprawie umieszczenia dodatkowych punktów obrad NWZA zwołanego na dzień 20 listopada 2025 roku

- Przedmiotem uchwał ma być głosowanie w sprawie zmiany polityki wynagrodzeń członków zarządu i RN oraz w sprawie ustalenia wynagrodzenia członka RN spółki.

### CAPITAL PARTNERS: Uchwała NWZA w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego o kwotę 0,9-1,8mln PLN

- Kapitał zakładowy ma ulec podwyższeniu w drodze emisji nie mniej niż 9 mln i nie więcej niż 1,8 mln akcji serii D w trybie subskrypcji prywatnej;

- Cena emisyjna akcji serii D wynosi 0,20 PLN.

### RAEN: Zwołanie NWZA na dzień 24 listopada 2025 roku w sprawie zmian w składzie RN i statucie spółki

FINANCIAL RESULTS

| OCTOBER  | Monday | Tuesday                                | Wednesday                    | Thursday                                                                                                     | Friday                       |
|----------|--------|----------------------------------------|------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|
| 01-03    |        | BCX, DIG, ENT, MDG, MOC, PLW, SCP, ZEP | CCC                          |                                                                                                              |                              |
| 06-10    |        |                                        |                              |                                                                                                              |                              |
| 13-17    |        |                                        |                              |                                                                                                              |                              |
| 20-24    |        |                                        | KTY, OPL                     | MONET, ASE                                                                                                   | MIL                          |
| 27-31    | BDX    | ZAB, SHO                               | ALR, SPL, OMV, JMT, KRU, ABS | KOMB, PEO, MBK, ING                                                                                          | EBS, MOC                     |
| NOVEMBER | Monday | Tuesday                                | Wednesday                    | Thursday                                                                                                     | Friday                       |
| 03-07    |        | MAB                                    | MCOVB, CBF, VRC              | RICHT, CTP, PKO, DNP, ASB, GPW, ICE, BNP, TOY, OND, ERB                                                      | OTP, MOL, INPST, THYAO       |
| 10-14    |        | CEZ                                    | TEN, DAD, OPN, ART           | KGH, WIZZ, BHW, CAR, VRG, DAT, 1AT                                                                           | BFT, HPM, MLG, APT, PUR      |
| 17-21    |        | WPL, XTB, ENA, SNT, LWB, UNT, FRO, ANR | CPS, TPE, AGO, PTG, CLN, SKA | PZU, ALE, PKN, MBR, 11B, GPP, DOM, DIA, ATT, DVL, APR, HUG, SLV, NEU, CMP, GTC, WTN, CTX, RVU, PBX, CSR, SVE | EUR, TOR, SEL, CRM           |
| 24-28    | CRJ    | JSW, PGE, ARH, VOT, XTP                | CDR, PCF, MUR, CRI, ALL      | ACP, VOX, MRB, RBW, CCC, FAB, ECH, CIG, BLO, ENE, VGO, MRC, BCX, ENT                                         | GEA, DIG, MDG, PLW, SCP, ZEP |
| DECEMBER | Monday | Tuesday                                | Wednesday                    | Thursday                                                                                                     | Friday                       |
| 01-05    |        |                                        | ITX                          |                                                                                                              |                              |
| 08-12    |        |                                        | PCO                          | LPP                                                                                                          |                              |
| 15-19    |        |                                        |                              |                                                                                                              |                              |
| 22-26    |        |                                        |                              |                                                                                                              |                              |
| 29-31    |        |                                        |                              |                                                                                                              |                              |

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     | 131.0   | 109.4   | 20%    | 14,283     | 6.5  | 8.7  | 8.6  | 1.1  | 1.1 | 1.1 | 17% | 12% | 12% | 27   |
| BNP Paribas PL | BNPPPL | Buy     | 142.0   | 110.5   | 29%    | 16,341     | 5.9  | 7.4  | 6.9  | 1.0  | 0.9 | 0.9 | 16% | 12% | 13% | —    |
| Erste Bank     | EBS    | Hold    | 88.3    | 84.2    | 5%     | 34,545     | 10.6 | 8.7  | 9.0  | 1.5  | 1.3 | 1.3 | 14% | 15% | 14% | 80   |
| Handlowy       | BHW    | Hold    | 120.0   | 105.6   | 14%    | 13,798     | 8.8  | 10.4 | 10.9 | 1.4  | 1.4 | 1.4 | 15% | 13% | 13% | 47   |
| ING            | ING    | Buy     | 355.0   | 322.0   | 10%    | 41,892     | 9.6  | 12.0 | 10.2 | 2.1  | 2.1 | 1.9 | 22% | 17% | 19% | 65   |
| Komerční banka | KOMB   | Hold    | 1,110.0 | 1,051.0 | 6%     | 199,742    | 11.8 | 11.7 | 11.1 | 1.6  | 1.6 | 1.5 | 13% | 13% | 14% | 87   |
| mBank          | MBK    | Sell    | 880.0   | 1,045.0 | -16%   | 44,440     | 12.8 | 12.7 | 11.1 | 2.2  | 1.9 | 1.7 | 17% | 15% | 15% | 70   |
| Millennium     | MIL    | Sell    | 13.8    | 16.3    | -15%   | 19,762     | 19.4 | 18.0 | 10.6 | 2.2  | 2.0 | 1.7 | 11% | 11% | 17% | 71   |
| Moneta         | MONET  | Sell    | 165.0   | 178.0   | -7%    | 90,958     | 14.3 | 13.6 | 13.4 | 2.7  | 2.6 | 2.5 | 19% | 19% | 19% | 76   |
| OTP            | OTP    | Buy     | 36,925  | 31,270  | 18%    | 8,756      | 7.6  | 7.5  | 7.2  | 1.5  | 1.4 | 1.3 | 20% | 18% | 18% | 84   |
| Pekao          | PEO    | Buy     | 233.0   | 196.9   | 18%    | 51,667     | 7.6  | 9.2  | 8.8  | 1.5  | 1.5 | 1.4 | 20% | 16% | 16% | 85   |
| PKO BP         | PKO    | Buy     | 95.0    | 78.3    | 21%    | 97,825     | 9.5  | 9.2  | 8.6  | 1.7  | 1.6 | 1.5 | 18% | 18% | 18% | 72   |
| Santander      | SPL    | Buy     | 630.0   | 512.6   | 23%    | 52,382     | 9.0  | 9.5  | 8.7  | 1.5  | 1.5 | 1.5 | 17% | 16% | 17% | 85   |
| Kruk           | KRU    | Buy     | 560.0   | 469.5   | 19%    | 9,110      | 8.0  | 7.5  | 7.5  | 1.7  | 1.5 | 1.3 | 22% | 20% | 18% | 77   |
| PZU            | PZU    | Hold    | 62.5    | 59.0    | 6%     | 50,965     | 8.0  | 9.0  | 8.9  | 1.5  | 1.4 | 1.3 | 18% | 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         | 187.0   | 180.0   | 4%     | 435        | 13.0 | 31.9  | 13.4 | 4.4       | 7.7   | 4.3  | —   | —   | —   | 15   |
| AB                   | ABE    | Buy          | 125.2   | 96.7    | 29%    | 1,692      | 9.1  | 9.0   | 8.7  | 5.6       | 5.7   | 5.5  | —   | —   | —   | 37   |
| AC                   | ACG    | Under Review |         | 26.5    | -      | 244        | —    | —     | —    | —         | —     | —    | —   | —   | —   | —    |
| Ailleron             | ALL    | Buy          | 19.0    | 15.4    | 23%    | 190        | 11.1 | 9.5   | 7.8  | 7.5       | 6.2   | 5.3  | 0%  | 3%  | 6%  | —    |
| Allegro              | ALE    | Buy          | 43.0    | 35.0    | 23%    | 36,992     | 24.4 | 17.5  | 14.7 | 11.9      | 10.1  | 8.6  | 4%  | 4%  | 4%  | 93   |
| Ambra                | AMB    | Buy          | 25.0    | 19.7    | 27%    | 496        | 11.1 | 10.0  | 8.7  | 4.8       | 4.6   | 4.3  | 6%  | 6%  | 6%  | —    |
| Amica                | AMC    | Under Review |         | 57.7    | -      | 449        | —    | —     | —    | —         | —     | —    | —   | —   | —   | 63   |
| Amrest               | EAT    | Sell         | 14.0    | 15.3    | -9%    | 3,368      | 31.7 | 14.9  | 13.8 | 5.4       | 5.2   | 5.0  | 2%  | 1%  | 3%  | 89   |
| Answear.com          | ANR    | Buy          | 37.9    | 28.9    | 31%    | 549        | 18.2 | 12.0  | 9.6  | 8.7       | 7.2   | 6.0  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Archicom             | ARH    | Buy          | 60.0    | 46.0    | 30%    | 2,691      | 18.5 | 7.5   | 3.7  | 14.2      | 6.8   | 3.3  | 4%  | 9%  | 13% | —    |
| Arctic Paper         | ATC    | Under Review |         | 8.7     | -      | 602        | —    | —     | —    | —         | —     | —    | —   | —   | —   | —    |
| Artifex Mundi        | ART.   | Buy          | 16.7    | 14.0    | 19%    | 166        | 6.3  | 6.1   | 7.5  | 4.3       | 3.2   | 2.5  | 0%  | 0%  | 8%  | —    |
| Asbis                | ASB    | Buy          | 37.0    | 29.2    | 27%    | 1,622      | 8.9  | 6.7   | 6.0  | 6.3       | 5.2   | 4.7  | 6%  | 5%  | 7%  | —    |
| Asseco BS            | ABS    | Hold         | 92.0    | 85.4    | 8%     | 2,854      | 23.0 | 20.3  | 18.6 | 16.3      | 14.1  | 12.8 | 4%  | 4%  | 4%  | —    |
| Asseco Poland        | ACP    | Hold         | 225.0   | 231.4   | -3%    | 19,206     | 31.6 | 28.3  | 26.5 | —         | —     | —    | 1%  | 3%  | 3%  | 74   |
| Asseco SEE           | ASE    | Buy          | 85.0    | 66.5    | 28%    | 3,451      | 18.2 | 16.5  | 14.8 | 10.6      | 9.5   | 8.7  | 3%  | 3%  | 3%  | —    |
| Atal                 | 1AT    | Buy          | 75.0    | 57.9    | 30%    | 2,505      | 9.9  | 5.5   | 5.4  | 11.1      | 5.9   | 5.3  | 9%  | 9%  | 15% | —    |
| Auto Partner         | APR    | Buy          | 26.5    | 17.8    | 49%    | 2,325      | 4.9  | 3.6   | 2.8  | 4.3       | 3.6   | 3.3  | 4%  | 5%  | 5%  | 29   |
| Azoty                | ATT    | Under Review | -       | 19      | —      | 1,885      | —    | —     | —    | —         | —     | —    | —   | —   | —   | 46   |
| Benefit Systems      | BFT    | Buy          | 4,500.0 | 3,175.0 | 42%    | 10,400     | 22.7 | 16.2  | 12.8 | 9.1       | 7.1   | 6.0  | 2%  | 3%  | 4%  | 63   |
| Bioceltix            | BCX    | Buy          | 127.2   | 98.5    | —      | —          | —    | —     | —    | —         | —     | —    | —   | —   | —   | —    |
| Bloober Team         | BLO    | Buy          | 36.0    | 25.8    | 40%    | 497        | 7.5  | 40.7  | 17.3 | 5.1       | 6.7   | 6.6  | 0%  | 8%  | 1%  | —    |
| Budimex              | BDX    | Buy          | 700.0   | 588.0   | 19%    | 15,012     | 24.0 | 20.1  | 16.2 | 14.2      | 11.7  | 9.2  | 4%  | 4%  | 5%  | 54   |
| Captor Therapeutics  | CTX    | Buy          | 116.2   | 48.5    | 140%   | 251        | —    | 3.8   | —    | —         | 2.0   | —    | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| CCC                  | CCC    | Buy          | 210.0   | 149.0   | 41%    | 11,477     | 20.0 | 14.1  | 11.1 | 8.2       | 6.8   | 5.5  | 0%  | 0%  | 0%  | 87   |
| CD Projekt           | CDR    | Buy          | 306.6   | 259.2   | 18%    | 25,897     | 58.2 | 83.8  | 15.7 | 46.9      | 69.7  | 10.9 | 0%  | 0%  | 0%  | 88   |
| Celon Pharma         | CLN    | Buy          | 42.6    | 22      | 98%    | 1,158      | —    | 207.4 | 58.2 | 406.7     | 17.9  | 12.8 | —   | —   | —   | —    |
| CEZ                  | CEZ    | Sell         | 966.5   | 1,288.0 | -25%   | 692,931    | 22.1 | 20.5  | 22.1 | 6.5       | 8.1   | 8.2  | 4%  | 4%  | 4%  | 82   |
| CI Games             | CIG    | Sell         | 2.1     | 2.9     | -30%   | 561        | 65.2 | —     | 5.5  | 16.5      | 771.4 | 3.2  | —   | —   | —   | —    |
| Creepy Jar           | CRJ    | Buy          | 538.0   | 435.0   | 24%    | 304        | 17.4 | 20.6  | 10.9 | 12.7      | 8.2   | 4.5  | 3%  | 6%  | 5%  | —    |
| Creotech Instruments | CRI    | Buy          | 450.0   | 406.5   | 11%    | 1,160      | 72.6 | 24.9  | 15.7 | 32.0      | 13.6  | 8.8  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Comp                 | CMP    | Hold         | 57.0    | 59.6    | -4%    | 1,222      | 18.8 | 15.1  | 12.9 | 8.9       | 7.8   | 7.0  | 3%  | 6%  | 6%  | —    |
| CTP                  | CTPNV  | Buy          | 21.0    | 18.5    | 13%    | 8,983      | 7.0  | 7.0   | 5.6  | 9.2       | 9.6   | 8.2  | —   | —   | —   | 88   |

\*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 |      |
| Cyber Folks        | CBF    | Buy          | 218.0   | 192.0   | 14%    | 2,940      | 53.1 | 33.3 | 22.0 | 19.7      | 15.0 | 12.0 | 2%  | 1%  | 1%  | —    |
| Cyfrowy Polsat     | CPS    | Hold         | 16.0    | 13.7    | 17%    | 8,762      | 20.7 | 12.2 | 9.9  | 6.7       | 6.0  | 5.7  | 0%  | 0%  | 7%  | 70   |
| Dadelo             | DAD    | Hold         | 68.0    | 60.0    | 13%    | 700        | 35.3 | 29.2 | 22.5 | 22.1      | 17.4 | 14.0 | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Develia            | DVL    | Buy          | 10.0    | 8.3     | 21%    | 3,836      | 9.4  | 7.9  | 7.6  | 8.6       | 6.4  | 6.0  | 7%  | 8%  | 10% | 31   |
| Diagnostyka        | DIA    | Hold         | 195.0   | 185.4   | 5%     | 6,257      | 22.4 | 19.7 | 17.0 | 11.7      | 10.2 | 9.0  | 2%  | 2%  | 3%  | —    |
| Digital Network    | DIG    | Hold         | 98.0    | 93.0    | 5%     | 394        | 12.5 | 12.1 | 11.6 | 8.0       | 7.3  | 6.7  | 5%  | 6%  | 6%  | —    |
| Dino Polska        | DNP    | Buy          | 53.0    | 44.9    | 18%    | 44,000     | 25.7 | 20.1 | 16.0 | 16.4      | 12.8 | 10.1 | 0%  | 0%  | 0%  | 47   |
| Dom Development    | DOM    | Buy          | 300.0   | 243.5   | 23%    | 6,282      | 9.7  | 8.3  | 7.7  | 8.2       | 6.7  | 6.2  | 6%  | 7%  | 8%  | 45   |
| Echo Investment    | ECH    | Buy          | 7.0     | 5.5     | 28%    | 2,253      | —    | 8.3  | 3.8  | 15.1      | 6.4  | 2.8  | 7%  | 10% | 15% | —    |
| Erbud              | ERB    | Hold         | 30.0    | 29.7    | 1%     | 354        | 71.6 | 13.7 | 11.3 | 5.6       | 3.9  | 4.0  | 6%  | 6%  | 5%  | —    |
| Enea               | ENA    | Buy          | 23.5    | 21.2    | 11%    | 11,241     | 3.7  | 4.4  | 5.1  | 3.1       | 3.9  | 4.8  | 2%  | 2%  | 2%  | 34   |
| Enter Air          | ENT    | Buy          | 73.0    | 53.9    | 35%    | 946        | 4.0  | 7.5  | 7.0  | 4.5       | 4.0  | 3.6  | 6%  | 6%  | 6%  | —    |
| Eurocash           | EUR    | Under Review |         | 8.1     | -      | 1,126      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 63   |
| Fabritry Holding   | FAB    | Buy          | 33.0    | 26.3    | 25%    | 73         | 15.9 | 10.7 | 8.9  | 8.4       | 6.4  | 5.7  | 11% | 8%  | 8%  | —    |
| Ferro              | FRO    | Hold         | 35      | 32      | 10%    | 673        | 11.7 | 14.3 | 9.3  | 8.5       | 9.4  | 6.3  | —   | —   | —   | —    |
| Gedeon Richter     | RICHT  | Buy          | 13,797  | 10,470  | 32%    | 1,951,345  | 7.4  | 5.8  | 5.4  | 5.0       | 3.9  | 3.2  | 5%  | 6%  | 8%  | 81   |
| GPW                | GPW    | Hold         | 60.0    | 59.3    | 1%     | 2,487      | 12.5 | 13.0 | 12.1 | 9.8       | 9.4  | 8.5  | 5%  | 6%  | 6%  | 67   |
| Grenevia           | GEA    | Under Review |         | 3.1     | -      | 1,756      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 59   |
| Grupa Pracuj       | GPP    | Hold         | 68.0    | 58.8    | 16%    | 4,051      | 17.4 | 15.4 | 13.7 | 11.4      | 10.2 | 9.0  | 4%  | 4%  | 5%  | —    |
| GTC                | GTC    | Sell         | 3.5     | 3.8     | -7%    | 2,153      | 36.9 | 14.5 | 18.2 | 21.0      | 16.2 | 17.6 | 0%  | 3%  | 3%  | 63   |
| Huuuge             | HUG    | Buy          | 27.3    | 24.1    | 13%    | 1,078      | 4.2  | 5.4  | 6.4  | 2.3       | 2.8  | 3.7  | 30% | 15% | 15% | 5    |
| H&M                | HMB    | Sell         | 135.0   | 180.8   | -25%   | 290,012    | 25.3 | 20.7 | 19.7 | 8.9       | 8.2  | 8.0  | 4%  | 4%  | 4%  | 98   |
| Inditex            | ITX    | Buy          | 56.0    | 49.7    | 13%    | 154,742    | 25.2 | 22.3 | 20.3 | 13.5      | 12.1 | 11.1 | 3%  | 4%  | 4%  | 99   |
| InPost             | INPST  | Buy          | 14.5    | 10.9    | 33%    | 23,001     | 23.0 | 16.9 | 15.1 | 7.8       | 6.6  | 5.8  | 0%  | 0%  | 0%  | 84   |
| Inter Cars         | CAR    | Buy          | 720     | 550     | 31%    | 7,792      | 10.5 | 8.8  | 7.6  | 8.2       | 7.4  | 6.5  | 0%  | 0%  | 1%  | —    |
| Jeronimo Martins   | JMT    | Buy          | 24.0    | 20.4    | 18%    | 12,850     | 23.1 | 15.8 | 13.7 | 7.4       | 6.3  | 5.7  | 3%  | 3%  | 4%  | 86   |
| JSW                | JSW    | Under Review |         | 26      | -      | 3,017      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 56   |
| Kęty               | KTY    | Hold         | 1,050.0 | 944.0   | 9%     | 9,273      | 15.9 | 13.6 | 12.3 | 10.3      | 9.2  | 8.6  | 6%  | 5%  | 6%  | 50   |
| KGHM               | KGH    | Buy          | 213.4   | 191.4   | 12%    | 38,270     | 19.2 | 9.3  | 9.6  | 4.5       | 4.0  | 4.1  | 0%  | 1%  | 1%  | 58   |
| LPP                | LPP    | Buy          | 22,600  | 18,065  | 25%    | 33,527     | 16.1 | 13.6 | 11.7 | 7.8       | 6.9  | 5.9  | 4%  | 4%  | 4%  | 75   |
| Mabion             | MAB    | Under Review |         | 8.4     | —      | 157        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 12   |
| Mangata            | MGT    | Under Review |         | 52.0    | -      | 347        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Medicover          | MCOVB  | Hold         | 285.0   | 260.5   | 9%     | 3,667      | 47.4 | 33.4 | 26.8 | 13.4      | 11.6 | 10.3 | 0%  | 0%  | 0%  | 89   |
| Medinice           | ICE    | Buy          | 19.1    | 12.4    | 55%    | 95         | —    | 7.0  | 3.6  | —         | 3.8  | 1.3  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| MFO                | MFO    | Under Review |         | 38      | -      | 252        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Mirbud             | MRB    | Buy          | 18.5    | 13.8    | 34%    | 1,524      | 14.1 | 11.0 | 8.7  | 8.2       | 6.8  | 5.1  | 1%  | 1%  | 1%  | —    |
| MLP Group          | MLG    | Buy          | 100.0   | 79.8    | 25%    | 1,915      | 6.8  | 5.0  | 4.3  | 10.4      | 8.6  | 8.2  | —   | —   | —   | —    |
| Mo-Bruk            | MBR    | Hold         | 320.4   | 292.0   | 10%    | 1,026      | 14.4 | 12.4 | 10.2 | 9.9       | 7.9  | 6.6  | 5%  | 4%  | 3%  | —    |
| MOL                | MOL    | Buy          | 3,161.8 | 2,938.0 | 8%     | 2,208      | 5.8  | 5.1  | 5.6  | 3.2       | 3.1  | 3.2  | 9%  | 9%  | 9%  | 87   |
| Molecure           | MOC    | Buy          | 17.8    | 7.3     | 144%   | 151        | —    | 3.7  | 3.4  | —         | 2.0  | 1.6  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Murapol            | MUR    | Buy          | 50.0    | 37.0    | 35%    | 1,510      | 5.2  | 5.9  | 5.5  | 5.3       | 6.0  | 5.5  | 13% | 15% | 13% | —    |
| Modern Times Group | MTGB   | Buy          | 161.0   | 125.5   | 28%    | 15,470     | 38.5 | 21.4 | 17.7 | 7.5       | 6.4  | 5.4  | 2%  | 2%  | 0%  | 91   |
| Neuca              | NEU    | Sell         | 690.0   | 743.0   | -7%    | 3,384      | 21.8 | 18.2 | 15.2 | 9.8       | 9.0  | 7.8  | 2%  | 2%  | 2%  | 79   |
| Newag              | NWG    | Under Review |         | 88.8    | -      | 3,996      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| OMV                | OMV    | Hold         | 48.2    | 46.1    | 4%     | 15,100     | 12.9 | 10.3 | 9.5  | 4.4       | 4.7  | 4.6  | 10% | 10% | 10% | 95   |
| Onde               | OND    | Hold         | 9.3     | 8.8     | 6%     | 480        | 21.4 | 18.3 | 18.2 | 6.8       | 6.3  | 6.0  | 4%  | 3%  | 3%  | —    |
| Oponeo.pl          | OPN    | Buy          | 130.0   | 94.8    | 37%    | 1,065      | 13.6 | 13.0 | 10.6 | 8.8       | 8.4  | 7.3  | 7%  | 6%  | 6%  | —    |
| Orange             | OPL    | Buy          | 10.6    | 9.3     | 13%    | 12,265     | 14.7 | 12.6 | 11.7 | 4.7       | 4.4  | 4.4  | 6%  | 6%  | 7%  | 61   |
| Orlen              | PKN    | Hold         | 97.6    | 98.9    | -1%    | 114,840    | 8.2  | 7.5  | 7.8  | 3.4       | 3.8  | 4.1  | 6%  | 7%  | 6%  | 65   |
| PCF Group          | PCF    | Under Review |         | 4.0     | -      | 170        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 19   |
| Pegasus Airlines   | PGSUS  | Hold         | 230.0   | 205.2   | 12%    | 102,600    | 5.2  | 4.9  | 4.5  | 5.2       | 4.5  | 4.4  | 0%  | 0%  | 0%  | 33   |

\*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 |      |
| Pekabex           | PBX    | Buy          | 20.0  | 15.1  | 33%    | 374        | 5.0  | 5.4  | 4.2  | 3.5       | 3.7  | 3.1  | --- | --- | --- | ---  |
| Pepco Group       | PCO    | Hold         | 28.4  | 28.9  | -2%    | 16,677     | 19.2 | 14.3 | 12.8 | 6.4       | 5.8  | 5.4  | --- | --- | --- | 53   |
| PGE               | PGE    | Buy          | 12.8  | 11.6  | 11%    | 25,915     | 6.2  | 5.4  | 6.0  | 3.5       | 4.6  | 5.4  | 0%  | 0%  | 0%  | 41   |
| Playway           | PLW    | Buy          | 374.0 | 269.0 | 39%    | 1,775      | 14.2 | 8.6  | 8.9  | 9.9       | 6.2  | 6.6  | 8%  | 9%  | 12% | 0    |
| Polenergia        | PEP    | Buy          | 73.4  | 59.2  | 24%    | 4,571      | 38.9 | 25.3 | 31.6 | 11.6      | 10.8 | 11.6 | 0%  | 0%  | 0%  | ---  |
| Rainbow Tours     | RBW    | Buy          | 215.0 | 122.5 | 76%    | 1,783      | 7.2  | 8.0  | 7.6  | 4.2       | 4.0  | 3.7  | 6%  | 6%  | 7%  | ---  |
| Rawplug           | RWL    | Under Review |       | 13.8  | -      | 429        | ---  | ---  | ---  | ---       | ---  | ---  | --- | --- | --- | ---  |
| Ryvu Therapeutics | RVU    | Buy          | 55.9  | 24.7  | 127%   | 570        | ---  | 7.9  | 2.3  | ---       | 3.5  | 0.4  | 0%  | 0%  | 0%  | ---  |
| SAAB              | SAABB  | Buy          | 640.0 | 515.6 | 24%    | 280,168    | 46.5 | 36.3 | 27.5 | 25.8      | 21.1 | 16.4 | 0%  | 1%  | 1%  | 92   |
| Scope Fluidics    | SCP    | Buy          | 224.0 | 156.4 | 43%    | 426        | ---  | ---  | ---  | ---       | ---  | ---  | --- | --- | --- | ---  |
| Selena FM         | SEL    | Under Review |       | 37.5  | -      | 856        | ---  | ---  | ---  | ---       | ---  | ---  | --- | --- | --- | ---  |
| Selvita           | SLV    | Buy          | 43.0  | 37.0  | 16%    | 700        | ---  | 24.7 | 15.9 | 13.7      | 9.5  | 7.9  | 0%  | 0%  | 0%  | ---  |
| Shoper            | SHO    | Buy          | 59.0  | 55.0  | 7%     | 1,547      | 34.9 | 25.6 | 19.7 | 20.0      | 15.5 | 12.4 | 2%  | 2%  | 3%  | ---  |
| Stalprodukt       | STP    | Under Review |       | 260.0 | -      | 1,404      | ---  | ---  | ---  | ---       | ---  | ---  | --- | --- | --- | 46   |
| Śnieżka           | SKA    | Hold         | 85.0  | 78.8  | 8%     | 994        | 15.0 | 14.2 | 12.5 | 8.2       | 7.9  | 7.3  | --- | --- | --- | ---  |
| Synektik          | SNT    | Buy          | 300.0 | 263.6 | 14%    | 2,248      | 18.2 | 13.5 | 13.6 | 11.3      | 8.3  | 8.3  | 3%  | 4%  | 7%  | ---  |
| Tauron            | TPE    | Hold         | 10.2  | 10.5  | -3%    | 18,411     | 5.3  | 6.8  | 6.3  | 4.7       | 5.4  | 5.3  | 0%  | 3%  | 2%  | 42   |
| Ten Square Games  | TEN    | Hold         | 98.5  | 91.1  | 8%     | 590        | 7.6  | 9.1  | 8.9  | 4.8       | 5.9  | 5.6  | 17% | 13% | 11% | 3    |
| Torpol            | TOR    | Buy          | 55.0  | 52.0  | 6%     | 1,194      | 15.8 | 13.6 | 9.4  | 8.9       | 7.0  | 4.5  | 3%  | 3%  | 4%  | ---  |
| Toya              | TOA    | Buy          | 12.0  | 10.2  | 18%    | 762        | 8.5  | 8.9  | 8.1  | 5.7       | 5.8  | 5.1  | --- | --- | --- | ---  |
| Turkish Airlines  | THYAO  | Buy          | 400.0 | 292.0 | 37%    | 402,960    | 3.6  | 4.0  | 3.9  | 3.7       | 3.6  | 3.2  | 0%  | 0%  | 0%  | 86   |
| Unimot            | UNT    | Buy          | 162.2 | 128.0 | 27%    | 1,005      | 20.5 | 8.2  | 7.6  | 5.6       | 5.4  | 5.3  | 5%  | 3%  | 3%  | ---  |
| Voxel             | VOX    | Hold         | 176.0 | 156.4 | 13%    | 1,643      | 16.6 | 13.1 | 12.5 | 8.9       | 7.2  | 6.6  | 2%  | 3%  | 3%  | ---  |
| VRG               | VRG    | Under Review |       | 4.5   | -      | 1,064      | ---  | ---  | ---  | ---       | ---  | ---  | --- | --- | --- | ---  |
| Wielton           | WLT    | Under Review |       | 7.0   | -      | 517        | ---  | ---  | ---  | ---       | ---  | ---  | --- | --- | --- | ---  |
| Wirtualna Polska  | WPL    | Buy          | 80.0  | 58.4  | 37%    | 1,739      | 15.7 | 10.7 | 9.1  | 6.2       | 5.0  | 4.7  | 5%  | 4%  | 5%  | 72   |
| Wittchen          | WTN    | Sell         | 16.0  | 16.1  | -1%    | 297        | 10.4 | 9.6  | 9.9  | 4.9       | 4.9  | 4.7  | 0%  | 5%  | 6%  | ---  |
| Wizz Air          | WIZZ   | Hold         | 12.0  | 10.8  | 11%    | 1,117      | 5.9  | 68.3 | 37.9 | 5.5       | 4.9  | 4.0  | 0%  | 0%  | 0%  | 75   |
| XTB               | XTB    | Buy          | 94.6  | 68.5  | 38%    | 8,051      | 10.0 | 7.5  | 6.4  | 5.7       | 4.2  | 3.3  | 8%  | 8%  | 10% | 32   |
| XTPL              | XTP    | Buy          | 100.0 | 73.5  | 36%    | 195        | ---  | ---  | 19.9 | ---       | 46.2 | 9.8  | 0%  | 0%  | 0%  | ---  |
| Zabka Group       | ZAB    | Buy          | 30.0  | 22.0  | 36%    | 22,000     | 26.0 | 16.6 | 12.7 | 7.9       | 6.6  | 5.7  | --- | --- | --- | ---  |

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

## TRIGON DOM MAKLEKSKI 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><br>Consumer, E-commerce,<br>Financials   | <i>Head of Research</i>        | <b>Dominik Niszczyński, CFA</b><br>TMT, E-commerce                           | <i>Senior Analyst</i>    |
| <b>Maciej Marcinowski</b><br>Strategy, Banks, Financials          | <i>Deputy Head of Research</i> | <b>Łukasz Rudnik</b><br>Strategy, Foreign Markets,<br>Industrials            | <i>Senior Analyst</i>    |
| <b>Grzegorz Balcerski, CFA</b><br>Gaming, TMT                     | <i>Analyst</i>                 | <b>David Sharma, CFA</b><br>Construction, Real Estate,<br>Building Materials | <i>Senior Analyst</i>    |
| <b>Katarzyna Kosior, PhD</b><br>Biotechnology                     | <i>Analyst</i>                 | <b>Piotr Chodyra</b><br>FMCG, Defence, Deep tech                             | <i>Analyst</i>           |
| <b>Michał Kozak</b><br>Oil & Gas, Chemicals,<br>Utilities, Mining | <i>Senior Analyst</i>          | <b>Volodymyr Shkurobat</b><br>Retail, Airlines, Healthcare                   | <i>Analyst</i>           |
|                                                                   |                                | <b>Kacper Mazur</b>                                                          | <i>Assistant Analyst</i> |

## EQUITY SALES

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

## SALES TRADING

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

## DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogińska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieście w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Domu Maklerskiego S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Niniejsze opracowanie jest zgodne z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych wyników. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za jakiegokolwiek szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, ani nie zapewnia, że zawarte w opracowaniu stwierdzenia dotyczące przyszłości okażą się prawdziwe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikacja, rozpowszechnianie, kopiowanie lub jakiegokolwiek inne wykorzystanie części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.