

## Daily

CEE | Equity Research

## HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE**DIAGNOSTYKA:** Wyniki za 3Q25: Silne przychody równoważone słabszą rentownością [neutralne]**POLENERGIA:** Wyniki za 3Q25. EBITDA zgodna z wynikiem wstępnym [neutralne]**DEVELIA:** Wyniki 3Q25: znacząco powyżej oczekiwań, świetna marża brutto [pozytywne]**AUTO PARTNER:** Wyniki 3Q25: erozja marży brutto, która przesuwaa optykę na wymagającą bazę wyników w 4Q [negatywne]**COMP:** Wyniki za 3Q25 zbliżone do oczekiwań na poziomie operacyjnym, lepszy retail, słabsze IT, ulga podatkowa skutkuje silniejszym wzrostem zysku netto [neutralne]**MO-BRUK:** Wyniki za 3Q25. 20% przebiecie na EBITDA adj., przy mocnych przychodach z RDF [pozytywne]**VOTUM:** Wyniki za 3Q'25 nieznacznie poniżej oczekiwań [neutralne]**WITTCHEN:** Wyniki za 3Q25: Marża brutto wyższa od oczekiwań [lekko pozytywne]**FABRITY:** Szacunkowe wyniki za 3Q25 [lekko negatywne]**BOWIM:** Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1-3Q25FINANSE**PKO BP:** Dopuszczenie do obrotu na giełdzie w Luksemburgu obligacji nieuprzywilejowanych o łącznej wartości nominalnej 500mln EUR**PEKAO:** Bank zakończył subskrypcję euroobligacji za 500mln EUR, stopa redukcji 64,9%**PZU:** Podsumowanie po prezentacji wyników za 3Q25PALIWA I CHEMIA**ORLEN:** Podsumowanie konferencji wynikowej [lekko pozytywne]**GRUPA AZOTY:** Rekompensaty dla przemysłu energochłonnego. ATT otrzymają 91m PLN [lekko pozytywne]ENERGETYKA I WYDOBYCIE**KGHM:** Rekompensaty dla przemysłu energochłonnego. KGH otrzyma 152m PLN [neutralne]**ENERGETYKA:** W 2026r. oczekiwany podobny wzrost taryf dystrybucyjnych r/r – M. Motyka [neutralne]KONSUMENT**JERONIMO MARTINS:** Biedronka przeznaczy blisko 120mln PLN na świąteczne benefity dla pracowników**ALLEGRO.EU:** Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [neutralne]**LPP:** Zawarcie z grupą polskich i międzynarodowych banków umowy finansowania, w tym SCF**ANSWEAR:** Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q [lekko pozytywne]**KONIUNKTURA KONSUMENCKA:** Listopad'25: BWUK +1,0pp m/m, WWUK -0,9pp m/mLOGISTYKA I TRANSPORT**INPOST:** W ramach strategicznego partnerstwa z Austrian Post InPost umożliwi wysyłkę paczek do Austrii i na Węgry**OT LOGISTICS:** Główni akcjonariusze zawarli niewiążący term sheet ws. sprzedaży na rzecz czeskiej spółki DD Rail Properties pakietu akcjiTMT**CYFROWY POLSAT:** Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [negatywne]**ASSECO POLAND:** Comarch złożył najniższą ofertę w przetargu na usługi utrzymania i rozwoju centralnego systemu obsługi beneficjenta ARIMR**GRUPA PRACUJ:** Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [neutralne]GAMING**11 BIT STUDIOS:** Podsumowanie konferencji powynikowej [neutralne]**11 BIT STUDIOS:** Data premiery Death Howl na PC z wydawnictwa wyznaczona na 9 grudnia br. [neutralne]**GAMING MARKET:** Rozdano nagrody Golden Joystick AwardsINDUSTRIALS**COGNOR HOLDING:** Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu**ŚNIEŻKA:** Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q25 [neutralne]**ASBIS:** Szacunkowe przychody za październik 2025 na poziomie 330mln USD, +40% r/r**SCANWAY:** Podpisanie z KP Labs porozumienia o współpracy dotyczącej ładunków optycznych i przetwarzania danych na orbicie**RYNEK KOSMICZNY / THORIUM SPACE:** Thorium Space szykuje się do debiutu na NewConnectBUDOWNICTWO I DEWELOPERZY**DOM DEVELOPMENT:** Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q25 [lekko pozytywne]**DEVELIA:** Zawarcie umowy zakupu działki w Warszawie za kwotę 10,2mln PLN netto pod budowę ok. 46 mieszkań i 5 lokali usługowych**ARCHICOM:** Rozpoczęcie sprzedaży 196 mieszkań w ramach łódzkiego projektu Flow**MIRBUD:** Zawarcie umowy na budowę centrum handlowo-usługowego w Konstancynie Łódzkim za 36,8mln PLN nettoHEALTHCARE & BIOTECH**CELON PHARMA:** Podsumowanie po prezentacji wyników za 3Q25

## TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

## CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

DIAGNOSTYKA (Hold; PLN 195)

Wyniki za 3Q25: Silne przychody równoważone słabszą rentownością [neutralne]

| PLNm                   | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | Y/Y     | Q/Q      | 3Q25E | Cons. |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|----------|-------|-------|
| Revenues               | 484   | 505   | 592   | 588   | 612   | 27%     | 4%       | 601   | 606   |
| o/w B2B revenues       | 287   | 312   | 363   | 369   | 381   | 33%     | 3%       | 374   |       |
| o/w B2C revenues       | 195   | 191   | 227   | 218   | 230   | 18%     | 6%       | 225   |       |
| Staff costs            | -185  | -202  | -219  | -221  | -234  | 26%     | 6%       | -236  |       |
| Raw materials          | -103  | -105  | -122  | -119  | -123  | 20%     | 3%       | -123  |       |
| Services expense       | -66   | -74   | -81   | -86   | -91   | 39%     | 6%       | -78   |       |
| Other                  | -8    | -4    | -10   | -9    | -12   | 61%     | 31%      | -10   |       |
| Adj. EBITDA            | 124   | 125   | 161   | 153   | 152   | 23%     | 0%       | 156   |       |
| EBITDA                 | 122   | 121   | 159   | 153   | 152   | 24%     | 0%       | 154   | 152   |
| EBIT                   | 83    | 78    | 112   | 103   | 101   | 22%     | -2%      | 103   | 103   |
| Net Profit             | 51    | 52    | 73    | 64    | 78    | 52%     | 22%      | 64    | 65    |
| Adj. Net Profit        | 53    | 56    | 74    | 64    | 65    | 24%     | 2%       | 65    |       |
| Adj. EBITDA margin     | 25.7% | 24.8% | 27.3% | 26.0% | 24.9% | -83 bps | -114 bps | 25.9% |       |
| EBITDA margin          | 25.3% | 24.0% | 26.9% | 26.0% | 24.9% | -46 bps | -114 bps | 25.7% | 25.1% |
| EBIT margin            | 17.1% | 15.5% | 19.0% | 17.5% | 16.4% | -62 bps | -103 bps | 17.1% | 16.9% |
| Net profit margin      | 10.6% | 10.3% | 12.3% | 10.8% | 12.7% | 216 bps | 190 bps  | 10.6% | 10.8% |
| Adj. Net profit margin | 10.9% | 11.0% | 12.6% | 10.8% | 10.7% | -20 bps | -18 bps  | 10.8% |       |
| Test volume (m)        | 38.8  | 40.2  | 45.2  | 43.7  | 43.0  | 10.9%   | -1.6%    | 42.3  |       |
| Price per test (PLN)   | 12.4  | 12.5  | 13.1  | 13.4  | 14.2  | 14.5%   | 5.8%     | 14.2  |       |
| OCF                    | 119   | 94    | 132   | 163   | 129   | 9%      | -21%     |       |       |
| FCF                    | 46    | -50   | 63    | 50    | 18    | -61%    | -64%     |       |       |
| Net Debt               | 834   | 929   | 900   | 982   | 971   | 16%     | -1%      |       |       |
| adj. P/E 12M trailing  | 29.4  | 26.3  | 25.3  | 24.7  | 23.5  |         |          |       |       |
| EV/EBITDA 12M trailing | 14.7  | 14.1  | 13.4  | 12.7  | 12.1  |         |          |       |       |

Source: Company, Trigon, PAP for consensus. Note: Revenues from contracts with customers; adj. EBITDA and adj. net profit exclude ESOP and other one-offs. FCF = OCF - Capex (incl. M&A) - total lease payment.

# Przychody z tytułu umów z klientami wzrosły o 27% r/r do 612 mln PLN i były o 2% wyższe od naszych oczekiwań.

- Wzrost został napędzony przez 14.5% wzrost średniej ceny oraz 10.9% wyższe wolumeny badań, które były ok. 2% powyżej naszych prognoz, co najpewniej odzwierciedla silniejszy niż zakładano wkład programu „Moje Zdrowie” oraz programu profilaktyki raka szyjki macicy.
- W podziale na kanały, przychody B2B wzrosły o 33% r/r dzięki wymienionym wyżej programom publicznym oraz segmentowi DI (który jest finansowany z NFZ w ok. 90%). Przychody B2C wzrosły o 18% r/r, a ich udział w miksie spadł o 260 pb r/r do 37.6% (vs -170 pb w 2Q).
- Szacujemy, że segment diagnostyki obrazowej wygenerował 33 mln PLN przychodów (vs 28 mln PLN w 2Q), co implikuje wzrost przychodów MLT o ok. 20% r/r przy wzroście cen o 8.7% w 3Q.

# Koszty operacyjne

- EBITDA i EBIT były zgodne z oczekiwaniami, natomiast gotówkowe koszty operacyjne wzrosły o 28% r/r, nieznacznie wyprzedzając dynamikę przychodów i obniżając skorygowaną marżę EBITDA o 80 pb r/r do 24.9%.
- Koszty wynagrodzeń i materiałów rosły zgodnie z naszymi założeniami (20-26% r/r).
- Koszty usług obcych wzrosły o 40% r/r, przekraczając nasze oczekiwania. Dynamika ta odzwierciedla wyższe koszty personelu w DI oraz inwestycje w IT.

# Wynik netto

- Zysk netto wyniósł 78 mln PLN i został podbity przez jednorazowy efekt podatkowy na 13 mln PLN, wynikający z retrospektywnego zastosowania ulgi B+R oraz zmiany zasad podatkowego ujmowania kosztów prac rozwojowych, co obniżyło efektywną stopę podatkową do 4% (vs 24% r/r).
- Po wyłączeniu efektu jednorazowego skorygowany zysk netto wyniósł 65 mln PLN, zgodnie z naszymi prognozami i konsensusem.

# Cash Flow i zadłużenie

- OCF wzrósł o 9% r/r do 129 mln PLN, przy słabszym wkładzie kapitału obrotowego (-12 mln PLN vs +6 mln PLN r/r), głównie na skutek spadku zobowiązań handlowych.
- Capex (bez M&A) wzrósł o 83% r/r do 54 mln PLN, co odzwierciedla inwestycje infrastrukturalne oraz otwarcie nowego laboratorium w Rzeszowie.
- Spółka przeznaczyła 18 mln PLN na akwizycje, w tym trzy w MLT oraz dwie w DI.
- W połączeniu z wyższymi płatnościami leasingowymi (39 mln PLN; +16% r/r) FCF spadł o 61% r/r do 18 mln PLN.
- Dług netto wyniósł 971 mln PLN, co implikuje dług netto/EBITDA na poziomie 1.7x (lekko poniżej 1.8x w 2Q25).

MARKET QUOTES

| INDICES           | Price   | Change (%) |     |     |
|-------------------|---------|------------|-----|-----|
|                   |         | 1D         | 1M  | 1Y  |
| WIG               | 110,369 | 0.1%       | 1%  | 40% |
| WIG20             | 2,958   | 0.0%       | 2%  | 36% |
| mWIG40            | 7,957   | 0.3%       | -1% | 32% |
| sWIG80            | 29,204  | 0.4%       | -2% | 25% |
| PX (Prague)       | 2,459   | -0.7%      | 5%  | 45% |
| BUX (Budapest)    | 107,566 | 0.3%       | 4%  | 36% |
| BET (Bucharest)   | 23,137  | -0.3%      | 5%  | 34% |
| BIST30 (Istanbul) | 11,941  | 0.7%       | 5%  | 16% |
| DAX               | 23,279  | 0.5%       | -4% | 22% |
| FTSE 100          | 9,528   | 0.2%       | 1%  | 17% |
| STOXX Europe 600  | 564     | 0.4%       | -2% | 12% |
| S&P 500           | 6,539   | -1.6%      | -3% | 10% |
| NASDAQ 100        | 24,054  | -2.4%      | -4% | 16% |
| Nikkei 225        | 48,626  | 2.6%       | -1% | 28% |
| Shanghai Comp     | 3,840   | -0.4%      | -2% | 14% |

| BONDS             | Rate | Change (bps) |       |        |
|-------------------|------|--------------|-------|--------|
|                   |      | 1D           | 1M    | 1Y     |
| PL 5Y bond yield  | 4.8% | -0.2         | -4.0  | -52.4  |
| PL 10Y bond yield | 5.4% | 0.4          | -2.7  | -27.6  |
| CZ 10Y bond yield | 4.7% | 2.5          | 30.9  | 59.0   |
| HU 10Y bond yield | 7.1% | 3.0          | 32.0  | 47.0   |
| RO 10Y bond yield | 6.9% | -1.1         | -22.3 | -17.2  |
| WIBOR 3M          | 4.3% | -1.0         | -26.0 | -160.0 |
| EURIBOR 3M        | 2.1% | 1.5          | 5.6   | -94.7  |

| CURRENCIES | Rate  | Change (%) |       |        |
|------------|-------|------------|-------|--------|
|            |       | 1D         | 1M    | 1Y     |
| USD/PLN    | 3.67  | -0.1%      | 0.4%  | -13.0% |
| EUR/PLN    | 4.24  | 0.0%       | -0.1% | -2.5%  |
| EUR/USD    | 1.15  | 0.1%       | -0.5% | 10.2%  |
| GBP/PLN    | 4.80  | 0.1%       | 1.9%  | 8.7%   |
| CZK/PLN    | 0.18  | 0.0%       | -0.3% | -2.2%  |
| HUF/PLN    | 0.011 | 0.0%       | -1.6% | -4.7%  |
| RON/PLN    | 0.83  | 0.0%       | 0.3%  | 4.9%   |
| CNY/PLN    | 0.52  | 0.0%       | -0.7% | 10.8%  |

| COMMODITIES                | Price  | Change (%) |      |      |
|----------------------------|--------|------------|------|------|
|                            |        | 1D         | 1M   | 1Y   |
| Gold (USD/toz)             | 4,034  | -0.6%      | -1%  | 51%  |
| Silver (USD/toz)           | 49.3   | -2.6%      | 1%   | 60%  |
| Copper (USD/t)             | 10,739 | -0.1%      | 0%   | 18%  |
| Zinc (USD/t)               | 3,016  | 1.2%       | 1%   | 1%   |
| Molybdenum (USD/lb)        | 22.4   | -0.6%      | -11% | 3%   |
| Iron ore (USD/t)           | 104    | -0.1%      | -1%  | 2%   |
| HCC (USD/t)                | 198    | 0.1%       | 0%   | -16% |
| HRC EU (EUR/t)             | 610    | 1.7%       | 3%   | 9%   |
| Brent crude oil (USD/bbl.) | 62.7   | -1.1%      | 2%   | -16% |
| CO2 (EUR/t)                | 81.4   | 0.9%       | 2%   | 15%  |
| TTF 1M gas (EUR/MWh)       | 30.8   | -0.4%      | -3%  | -33% |
| Power 1Y in DE (EUR/MWh)   | 90     | 0.8%       | 3%   | -8%  |
| Power 1Y in PL (PLN/MWh)   | 454    | 0.6%       | 4%   | 4%   |
| Shanghai Freight Index     | 1,451  | -2.9%      | 25%  | -38% |

POLENERGIA (Buy; PLN 73.4)

Wyniki za 3Q25. EBITDA zgodna z wynikiem wstępnym [neutralne]

| PLNm                        | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | Y/Y  | Q/Q  | 3Q25P | 3Q25E | Cons  |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| Revenues                    | 912   | 1 304 | 1 188 | 1 129 | 915   | -    | -    | -     | 1 100 | 1 005 |
| EBITDA                      | 150.3 | 97.3  | 161.9 | 151.0 | 89.2  | -41% | -41% | 89.2  | 99.5  | 99.5  |
| On-shore wind               | 120.2 | 158.6 | 137.1 | 127.6 | 89.3  | -26% | -30% | 89.3  | 91.0  |       |
| PV                          | 6.7   | -0.3  | 3.1   | 12.7  | 13.7  | 104% | 8%   | 13.7  | 12.0  |       |
| Gas & Clean Fuels           | 4.6   | 3.9   | 1.7   | 2.6   | 0.2   | -96% | -92% | 0.2   | 1.5   |       |
| Trading & Sales             | 25.3  | -22.3 | 21.2  | 16.1  | 7.5   | -70% | -53% | 7.5   | 10.0  |       |
| Distribution & eMobility    | 10.5  | -6.2  | 13.3  | 11.6  | 10.8  | 3%   | -7%  | 10.7  | 10.0  |       |
| Other                       | -17.0 | -36.4 | -14.5 | -19.6 | -32.3 | -    | -    | -32.2 | -25.0 |       |
| EBIT                        | 106.6 | 53.3  | 117.4 | 13.1  | 37.6  | -65% | 187% | -     | 48.0  | 58.0  |
| Financials                  | -12.1 | -27.6 | -54.0 | -63.2 | -38.0 | -    | -    | -     | -35.0 |       |
| EBT                         | 94.5  | 25.7  | 55.6  | -46.1 | -2.0  | -    | -    | -     | 13.0  |       |
| Income tax                  | -20.8 | -18.6 | -12.3 | -37.0 | -9.3  | -    | -    | -     | -2.5  |       |
| Net profit                  | 73.7  | 7.1   | 43.2  | -83.0 | -11.3 | -    | -    | -     | 10.5  | 6.6   |
| OCF                         | 160   | 200   | 120   | 86    | 184   | 15%  | 115% | -     | 70    |       |
| Capex (inv. CF outflows)    | -72   | -405  | -626  | -469  | -45   | -38% | -90% | -     | -90   |       |
| Net debt                    | 594   | 888   | 1 458 | 1 883 | 1 807 | 204% | -4%  | -     | 1 904 |       |
| EBITDA margin               | 16%   | 7%    | 14%   | 13%   | 10%   |      |      |       | 9%    |       |
| EBIT margin                 | 12%   | 4%    | 10%   | 1%    | 4%    |      |      |       | 4%    |       |
| Net profit margin           | 8%    | 1%    | 4%    | -     | -     |      |      |       | 1%    |       |
| P/E12M trailing             | 13.1  | 15.1  | 22.4  | 111.1 | -     |      |      |       |       |       |
| EV/EBITDA adj. 12M trailing | 7.7   | 8.5   | 10.6  | 11.5  | 12.7  |      |      |       |       |       |

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

# Wynik na poziomie operacyjnym jest zgodny z wcześniejszymi szacunkami Spółki. EBITDA wyniosła 89.2m PLN. Przy saldzie finansowym w kwocie -38m i przy podatku -9.3m, wynik netto wyniósł -11.3m PLN (zakładaliśmy +10.5m, a konsensus +6.6m).

# OCF wyniósł 184m PLN, przy pozytywnym efekcie na NWC w kwocie +119m (głównie na zmianie stanu należności). Capex (już bez konsolidacji wydatków na off-shore) spadł do 45m PLN (zakładaliśmy 90m), a dług netto spadł o 77m q/q do 1.8 mld PLN (uwzględniający, tak jak w poprzednim kwartale środki w aktywach długoterminowych na rachunku Escrow - na equity na Bałtyk 2/3 w 2028r, które zostaną wykorzystane na dokapitalizowanie spółek zależnych).

# EBITDA w on-shore wyniosła 89m PLN (efekt cenowy: -33m PLN r/r), w PV 13.7m (efekt wolumenowy: +5.3m r/r, a cenowy: +3.3m PLN r/r), w dystrybucji 10.8m, w tradingu 7.5m, a w linii pozostałe -32m PLN.

# Szacunkowa zabezpieczona cena sprzedaży energii na 2026 wynosi 399 PLN/MWh (vs. 397 PLN kwartał temu), przy 90% hedgingu na wolumenie.

# Pipeline w on-shore na wczesnym etapie spadł z 1.125 GW do 980 MW q/q, a w PV na wczesnym etapie z 1.11 GW do 947 MW q/q.

# Produkcja w on-shore r/r wzrosła o 1% do 245 GWh, przy spadku średnich stałych kosztów operacyjnych o 3% r/r. Średni przychód jednostkowy w Grupie na energii elektrycznej spadł o 22% do 460 PLN/MWh (po kosztach bilansowania i profilu).

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

| Index  | 1D     | 1M     | 3M     | 6M     | 1D/3M |
|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| WIG    | 1759   | 1674.5 | 1754.1 | 1820.0 | 100%  |
| WIG20  | 1487.8 | 1463.8 | 1507.0 | 1576.4 | 99%   |
| WIG40  | 230.6  | 260.2  | 248.9  | 279.2  | 93%   |
| sWIG80 | 34.6   | 45.8   | 57.5   | 53.9   | 60%   |

TOP VOLUME (PLNm)

| WIG20  |       | mWIG40 |      | sWIG80 |      |
|--------|-------|--------|------|--------|------|
| Ticker | Vol.  | Ticker | Vol. | Ticker | Vol. |
| ALE    | 311.8 | TPE    | 39.3 | SLV    | 3.6  |
| PKN    | 242.3 | ACP    | 17.4 | BMC    | 2.5  |
| PZU    | 155.8 | ENA    | 15.9 | CRI    | 2.1  |
| PKO    | 132.2 | MIL    | 10.9 | COG    | 1.6  |
| DNP    | 130.6 | XTB    | 7.2  | PXM    | 1.5  |
| PEO    | 116.0 | BFT    | 7.1  | OPN    | 1.2  |
| KGH    | 106.4 | GPP    | 6.9  | ELT    | 1.1  |
| ZAB    | 76.3  | SNT    | 6.0  | MCI    | 0.9  |
| LPP    | 48.8  | RBW    | 4.5  | RVU    | 0.8  |
| CDR    | 39.9  | SLV    | 3.6  | TOR    | 0.7  |

VOLUME SPIKES (PLNm)

| WIG20  |       | mWIG40 |       | sWIG80 |       |
|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| Ticker | 1D/3M | Ticker | 1D/3M | Ticker | 1D/3M |
| ALE    | 259%  | GPP    | 636%  | MCI    | 593%  |
| PZU    | 166%  | DVL    | 312%  | RNK    | 422%  |
| KRU    | 144%  | NEU    | 263%  | BIO    | 286%  |
| OPL    | 137%  | SLV    | 205%  | SLV    | 205%  |
| PKN    | 126%  | SNT    | 195%  | CLN    | 196%  |
| DNP    | 109%  | COG    | 152%  | FRO    | 193%  |
| BDX    | 104%  | ENA    | 144%  | 1AT    | 156%  |
| PEO    | 100%  | WPL    | 127%  | AST    | 154%  |
| LPP    | 86%   | ATC    | 126%  | COG    | 152%  |
| CDR    | 76%   | TPE    | 120%  | SNK    | 152%  |

STOCK PRICE PERFORMANCE

| Ticker | Price | Chng. | Ticker | Price   | Chng. |
|--------|-------|-------|--------|---------|-------|
| Best   |       |       | Worst  |         |       |
| PZU    | 62    | 3.6%  | CCC    | 139.3   | -1.9% |
| PGE    | 10    | 2.2%  | ALE    | 32      | -1.6% |
| BDX    | 587.0 | 0.9%  | OPL    | 9       | -1.4% |
| ZAB    | 24.2  | 0.8%  | PCO    | 27      | -0.9% |
| DNP    | 42    | 0.3%  | MBK    | 1,031.5 | -0.9% |
| Best   |       |       | Worst  |         |       |
| SLV    | 45.0  | 9.0%  | RVU    | 24.1    | -2.4% |
| ENA    | 20.7  | 4.3%  | CAR    | 535.0   | -2.2% |
| TPE    | 10.0  | 4.3%  | WPL    | 55.4    | -1.9% |
| NEU    | 814.0 | 3.8%  | CIG    | 3.0     | -1.6% |
| COG    | 6.7   | 3.2%  | PKP    | 15.2    | -1.4% |
| Best   |       |       | Worst  |         |       |
| SLV    | 45.0  | 9.0%  | CLN    | 20.9    | -3.0% |
| QRS    | 12.9  | 4.5%  | SGN    | 92.2    | -2.5% |
| MCI    | 30.1  | 4.2%  | VGO    | 465.0   | -2.5% |
| RNK    | 4.3   | 3.5%  | RVU    | 24.1    | -2.4% |
| COG    | 6.7   | 3.2%  | PLW    | 261.5   | -2.1% |

**DEVELIA (Buy; PLN 10)****Wyniki 3Q25: znacząco powyżej oczekiwań, świetna marża brutto [pozytywne]**

| PLNm                      | 3Q24         | 4Q24         | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | Y/Y         | Q/Q          | 3Q25E        | Cons. |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------|
| Revenues                  | 389          | 752          | 254          | 495          | 567          | 46%         | 15%          | 552          | 561   |
| Residential               | 387          | 751          | 252          | 493          | 565          | 46%         | 15%          | 552          |       |
| Commercial                | 0            | -1           | 0            | 0            | 0            | -64%        | 106%         | 0            |       |
| Revaluations              | 0.5          | 0.2          | -2.1         | -3.9         | -0.1         | -           | -            | 0.0          |       |
| EBITDA                    | 73.1         | 203.8        | 47.5         | 138.3        | 171.5        |             |              | 148.0        |       |
| EBIT                      | 71.2         | 202.1        | 45.5         | 136.5        | 169.0        | 138%        | 24%          | 146.0        | 152.8 |
| <b>adj. EBIT</b>          | <b>70.6</b>  | <b>201.8</b> | <b>47.6</b>  | <b>140.4</b> | <b>169.2</b> | <b>140%</b> | <b>20%</b>   | <b>146.0</b> |       |
| JV                        | 7.7          | 2.3          | 13.3         | 1.9          | 0.8          | -90%        | -60%         | 1.3          |       |
| Net profit                | 67.2         | 163.8        | 65.3         | 108.4        | 133.4        | 99%         | 23%          | 117.7        | 125.1 |
| Gross Margin              | 25.6%        | 35.9%        | 31.9%        | 39.2%        | 39.3%        | 13.7pp      | 0.1pp        | 35.5%        |       |
| Residential               | 26.2%        | 36.2%        | 31.4%        | 39.1%        | 39.1%        | 13.0pp      | 0.0pp        |              |       |
| <b>Residential adj.*</b>  | <b>28.3%</b> | <b>37.3%</b> | <b>31.9%</b> | <b>40.8%</b> | <b>42.4%</b> | <b>14pp</b> | <b>1.6pp</b> |              |       |
| Commercial                | -            | -            | -            | -            | -            | -           | -            |              |       |
| Rev. per apartment (PLNk) | 589          | 717          | 686          | 768          | 752          | 28%         | -2%          |              |       |
| Handovers (apartments)    | 741          | 1,067        | 523          | 670          | 770          | 4%          | 15%          |              |       |
| Pre-sales (apartments)    | 751          | 497          | 951          | 748          | 801          | 7%          | 7%           |              |       |
| OCF                       | 1            | 268          | -38          | 177          | 50           | +           | -72%         |              |       |
| Net Debt                  | 445          | 171          | 307          | 155          | 380          |             |              |              |       |
| P/E 12M trailing          | 10.4         | 10.2         | 10.7         | 9.5          | 8.2          |             |              |              |       |
| EV/EBITDA 12M trailing    | 9.6          | 8.8          | 10.6         | 8.7          | 7.6          |             |              |              |       |
| EBIT margin               | 18.3%        | 26.9%        | 17.9%        | 27.6%        | 29.8%        | 11.5pp      | 2.2pp        | 26.4%        | 27.2% |
| adj. EBIT margin          | 18.2%        | 26.8%        | 18.8%        | 28.4%        | 29.8%        | 11.7pp      | 1.4pp        | 26.4%        |       |
| Net profit margin         | 17.3%        | 21.8%        | 25.7%        | 21.9%        | 23.5%        | 6.2pp       | 1.6pp        | 21.3%        | 22.3% |

Source: Company, Trigon, \*adjusted for PPA &amp; write-offs

**AUTO PARTNER (Buy; PLN 26.5)****Wyniki 3Q25: erozja marży brutto, która przesuwaa optykę na wymagającą bazę wyników w 4Q [negatywne]**

| PLNm                           | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | Y/Y    | Q/Q    | 3Q25E | Cons. |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Revenues                       | 1,061 | 995   | 1,073 | 1,141 | 1,136 | 7%     | 0%     | 1,137 | 1,136 |
| Poland                         | 543   | 507   | 529   | 557   | 564   | 4%     | 1%     | 569   |       |
| International                  | 516   | 485   | 542   | 581   | 570   | 10%    | -2%    | 568   |       |
| EBITDA                         | 85    | 97    | 71    | 96    | 84    | -2%    | -13%   | 88    | 92    |
| EBIT                           | 71    | 84    | 57    | 82    | 71    | -1%    | -13%   | 73    | 77    |
| Net profit                     | 50    | 61    | 39    | 58    | 49    | -2%    | -15%   | 51    | 55    |
| Gross Margin                   | 26.7% | 28.9% | 25.4% | 26.8% | 25.9% | -0.8pp | -1.0pp | 26.7% |       |
| SG&A ratio                     | 19.8% | 20.3% | 19.9% | 19.7% | 19.6% | -0.2pp | 0.0pp  | 20.1% |       |
| <i>incl. warehousing costs</i> | 7.3%  | 7.5%  | 7.6%  | 7.3%  | 7.1%  | -0.2pp | -0.2pp | 7.4%  |       |
| EBITDA margin                  | 8.0%  | 9.7%  | 6.6%  | 8.5%  | 7.4%  | -0.7pp | -1.1pp | 7.8%  | 8.1%  |
| EBIT margin                    | 6.7%  | 8.4%  | 5.3%  | 7.2%  | 6.2%  | -0.5pp | -0.9pp | 6.4%  | 6.8%  |
| Net profit margin              | 4.7%  | 6.1%  | 3.7%  | 5.1%  | 4.3%  | -0.4pp | -0.7pp | 4.5%  | 4.8%  |
| OCF                            | -66   | -36   | 116   | 123   | -2    | -      | -      |       |       |
| FCF                            | -73   | -45   | 106   | 114   | -30   | -      | -      |       |       |
| Net debt                       | 417   | 488   | 460   | 385   | 530   | 27%    | 38%    |       |       |
| ND/EBITDA                      | 1.3   | 1.4   | 1.3   | 1.1   | 1.5   | 0.2    | 0.4    |       |       |
| P/E 12M trailing               | 11.2  | 10.7  | 10.7  | 10.7  | 10.7  |        |        |       |       |
| EV/EBITDA 12M trailing         | 8.1   | 7.9   | 7.7   | 7.4   | 7.9   |        |        |       |       |

Source: Company, Trigon

**COMP** (Hold; PLN 57)

Wyniki za 3Q25 zbliżone do oczekiwań na poziomie operacyjnym, lepszy retail, słabsze IT, ulga podatkowa skutkuje silniejszym wzrostem zysku netto [neutralne]

| PLNm                   | 3Q24         | 4Q24         | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | Y/Y         | Q/Q         | 3Q25E        | Cons.        |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Revenues</b>        | <b>197.0</b> | <b>345.4</b> | <b>168.5</b> | <b>187.0</b> | <b>190.0</b> | <b>-4%</b>  | <b>2%</b>   | <b>197.1</b> | <b>193.9</b> |
| retail                 | 83.1         | 99.8         | 81.2         | 91.3         | 102.2        | 23%         | 12%         | 88.9         |              |
| IT                     | 113.9        | 245.7        | 87.4         | 95.9         | 88.2         | -23%        | -8%         | 108.2        |              |
| other                  | 0.0          | 0.0          | 0.0          | -0.2         | -0.3         | -           | -           | 0.0          |              |
| <b>EBITDA</b>          | <b>24.9</b>  | <b>31.7</b>  | <b>32.3</b>  | <b>39.9</b>  | <b>26.9</b>  | <b>8%</b>   | <b>-33%</b> | <b>28.0</b>  | <b>26.9</b>  |
| retail                 | 13.8         | 13.3         | 18.4         | 20.3         | 20.6         | 49%         | 2%          | 16.6         |              |
| IT                     | 15.9         | 28.8         | 20.1         | 25.2         | 11.7         | -26%        | -54%        | 16.2         |              |
| other                  | -4.8         | -10.3        | -6.3         | -5.6         | -5.4         | -           | -           | -4.8         |              |
| <b>EBIT</b>            | <b>12.6</b>  | <b>19.0</b>  | <b>20.0</b>  | <b>27.6</b>  | <b>14.7</b>  | <b>16%</b>  | <b>-47%</b> | <b>15.6</b>  | <b>14.5</b>  |
| retail                 | 7.5          | 6.3          | 12.1         | 14.0         | 14.3         | 90%         | 2%          | 10.2         |              |
| IT                     | 10.7         | 24.1         | 15.1         | 20.1         | 6.6          | -38%        | -67%        | 11.1         |              |
| other                  | -5.6         | -11.5        | -7.1         | -6.5         | -6.2         | -           | -           | -5.7         |              |
| <b>Net profit</b>      | <b>5.5</b>   | <b>11.3</b>  | <b>13.0</b>  | <b>22.6</b>  | <b>14.1</b>  | <b>156%</b> | <b>-37%</b> | <b>10.1</b>  | <b>9.6</b>   |
| P/E 12M trailing       | -            | 30.7         | 28.2         | 22.3         | 19.2         |             |             |              |              |
| EV/EBITDA 12M trailing | 11.0         | 9.1          | 10.0         | 10.1         | 9.8          |             |             |              |              |
| Net debt               | 148.2        | -59.8        | 87.6         | 120.9        | 113.8        |             |             |              |              |
| OCF                    | 26.6         | 246.2        | -112.4       | -13.7        | 19.8         |             |             |              |              |
| EBITDA margin          | 12.6%        | 9.2%         | 19.2%        | 21.3%        | 14.1%        |             |             |              |              |
| EBIT margin            | 6.4%         | 5.5%         | 11.9%        | 14.8%        | 7.7%         |             |             |              |              |
| Net profit margin      | 2.8%         | 3.3%         | 7.7%         | 12.1%        | 7.4%         |             |             |              |              |

Source: Company, Trigon

- Zmiana nazw segmentów z IT na Secure IT & Defence, a Retail – Technologie Sprzedaży na Retail SaaS & RegTech (nazwa RegTech od Regulatory Technology);
- Ujemny podatek w wysokości 3mln PLN związany był z powiększeniem ulgi na badania i rozwój;
- W segmencie IT inne rozłożenie między kwartałami przychodów z sektora obronnego, z których większość w tym roku jest realizowana w obecnie trwającym, czwartym kwartale;
- Spodziewana dobra końcówka roku w Secure IT & Defense, zarówno w dziedzinie cyberbezpieczeństwa korporacyjnego, jak również w sektorze obronnym.

**MO-BRUK (Hold; PLN 320.43)****Wyniki za 3Q25. 20% przebiecie na EBITDA adj., przy mocnych przychodach z RDF [pozytywne]**

| PLNm                         | 3Q24        | 4Q24        | 1Q25        | 2Q25        | 3Q25         | Y/Y  | Q/Q  | 3Q25E        | Cons         |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------|------|--------------|--------------|
| Revenues                     | 80.0        | 83.7        | 59.6        | 67.5        | 83.1         | 4%   | 23%  | 73.0         | 75.7         |
| Stabilization                | 27.1        | 28.5        | 24.1        | 22.9        | 24.1         | -11% | 5%   | 23.0         |              |
| Volume (th. tonnes)          | 56.2        | 52.3        | 54.2        | 56.9        | 61.8         | 10%  | 9%   | 58.5         |              |
| Price (PLN/t)                | 482         | 545         | 445         | 402         | 390          | -19% | -3%  | 393          |              |
| RDF                          | 16.8        | 12.5        | 7.7         | 13.3        | 24.5         | 46%  | 84%  | 16.5         |              |
| Volume (th. tonnes)          | 25.4        | 23.1        | 12.7        | 21.7        | 27.6         | 9%   | 27%  | 25.0         |              |
| Price (PLN/t)                | 661         | 540         | 609         | 614         | 889          | 35%  | 45%  | 660          |              |
| Incineration                 | 29.3        | 36.5        | 22.0        | 25.2        | 27.7         | -5%  | 10%  | 28.0         |              |
| Volume (th. tonnes)          | 7.7         | 9.5         | 6.4         | 6.2         | 8.9          | 16%  | 44%  | 7.3          |              |
| Price (PLN/t)                | 3 799       | 3 845       | 3 431       | 4 061       | 3 109        | -18% | -23% | 3 836        |              |
| Others                       | 6.9         | 6.2         | 5.8         | 6.1         | 6.8          | -1%  | 12%  | 5.5          |              |
| COGS                         | -43.1       | -46.0       | -38.7       | -43.8       | -50.1        | 16%  | 14%  | -45.8        |              |
| <b>Gross profit on sales</b> | <b>36.9</b> | <b>37.8</b> | <b>20.9</b> | <b>23.7</b> | <b>33.0</b>  | -11% | 39%  | <b>27.2</b>  |              |
| Selling costs                | -1.1        | -8.2        | -0.8        | -1.1        | -1.1         | -6%  | -4%  | -1.0         |              |
| General & administrative cos | -4.1        | -5.7        | -3.8        | -4.0        | -3.5         | -13% | -12% | -4.2         |              |
| Other operating items, net   | 0.6         | -0.4        | 0.8         | 1.5         | -51.7        | -    | -    | -51.0        |              |
| <b>EBITDA</b>                | <b>36.6</b> | <b>32.0</b> | <b>24.3</b> | <b>27.7</b> | <b>-15.0</b> | -    | -    | <b>-21.0</b> | <b>-20.1</b> |
| <b>EBITDA adj.</b>           | <b>36.6</b> | <b>32.0</b> | <b>24.3</b> | <b>27.7</b> | <b>37.3</b>  | 2%   | 35%  | <b>31.0</b>  |              |
| EBIT                         | 32.3        | 23.5        | 17.1        | 20.0        | -23.3        | -    | -    | -29.0        | -28.2        |
| <b>EBIT adj.</b>             | <b>32.3</b> | <b>23.5</b> | <b>17.1</b> | <b>20.0</b> | <b>29.0</b>  | -10% | 45%  | <b>23.0</b>  |              |
| Financials                   | -1.5        | -3.6        | -1.8        | -2.7        | -9.4         | 541% | 246% | -12.4        |              |
| EBT                          | 30.8        | 19.9        | 15.2        | 17.3        | -32.8        | -    | -    | -41.4        |              |
| Income tax                   | -6.2        | -4.6        | -2.7        | -3.3        | -5.9         | -4%  | 77%  | 7.9          |              |
| <b>Net profit</b>            | <b>24.7</b> | <b>15.4</b> | <b>12.6</b> | <b>13.8</b> | <b>-38.7</b> | -    | -    | <b>-33.6</b> | <b>-32.5</b> |
| <b>Net profit adj.</b>       | <b>24.7</b> | <b>15.4</b> | <b>12.6</b> | <b>13.8</b> | <b>26.5</b>  | 7%   | 92%  | <b>28.4</b>  |              |
| OCF                          | 27.2        | 34.3        | 15.1        | 21.2        | -10.5        | -    | -    | -13.2        |              |
| Capex                        | -47.9       | -14.5       | -16.5       | -11.4       | -6.1         | -87% | -46% | -15.0        |              |
| Net debt (incl. earn-out)    | 88.5        | 83.4        | 86.5        | 80.0        | 113.2        | 28%  | 42%  | 108.2        |              |
| Gross profit on sales margin | 46%         | 45%         | 35%         | 35%         | 40%          |      |      | 37%          |              |
| <b>EBITDA adj. margin</b>    | <b>46%</b>  | <b>38%</b>  | <b>41%</b>  | <b>41%</b>  | <b>45%</b>   |      |      | <b>42%</b>   |              |
| EBIT adj. margin             | 40%         | 28%         | 29%         | 30%         | 35%          |      |      | 32%          |              |
| Net profit adj. margin       | 31%         | 18%         | 21%         | 20%         | 32%          |      |      | 39%          |              |
| P/E 12M adj. trailing        | 13.9        | 14.2        | 14.4        | 15.1        | 14.7         |      |      |              |              |
| EV/EBITDA adj. 12M trailing  | 9.8         | 9.3         | 9.2         | 9.0         | 9.2          |      |      |              |              |

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

# **EBITDA** raportowana w 3Q25 wyniosła -15m PLN, powyżej naszej prognozy (-21m) i konsensusu (-20m). **EBITDA adj.** oczyszczona o efekt komunikowanego wcześniej odpisu na opłaty podwyższone (w kwocie 52.3m) wyniosła 37.3m i jest **wyższa o 20% od naszych szacunków**, co odczytujemy pozytywnie.

# Zarząd oczekuje przychodów w tym roku >300m PLN (szacowaliśmy 286m), przy pozytywnym wpływie realizowanych bomb ekologicznych, eksportu paliw do Szwecji i Ukrainy.

# **Saldo finansowe** wyniosło -9.4m (w tym -12.8m jednorazowych koszty finansowych dot. odpisu na opłaty podwyższone), a podatek - 5.9m (zakładaliśmy pozytywny efekt podatkowy; rezerwa na odroczony podatek dochodowy w związku z opłatami podwyższonymi w 3Q wyniosła -4.3m). W konsekwencji raportowany **wynik netto** wyniósł -38.7m PLN, a skorygowany o odpisy (+52.3m na poziomie operacyjnym i +12.8m na poziomie kosztów finansowych) **wynik netto** wyniósł 26.5m (zakładaliśmy 28.5m).

# **Przychody** wyniosły 83.1m (zakładaliśmy 73m, a konsensus 76m), przy **istotnym wzroście obrotów w RDF** (+46% r/r), przy wyższej zrealizowanej cenie sprzedaży vs. nasze prognozy. Koszty SG&A wyniosły 4.6m PLN (szacowaliśmy 5.2m): 6% w relacji do przychodów vs. 8% w 2Q25. Amortyzacja wzrosła z 7.7m w 2Q do 8.3m PLN w 3Q25.

# **Pozostała działalność operacyjna**: -51.7m PLN, w tym **52.3m kosztów dot.** wspomnianego odpisu.

# **Marża brutto na sprzedaży** wzrosła z 35% w 2Q do 40% w 3Q25. Koszty zużycia surowców, mat. i energii wyniosły -7m (vs. -7.6m w 2Q), a w relacji do przychodów spadły z 11% do 8% q/q. Koszty usług obcych wzrosły z -18m do -22m q/q (udział w przychodach: 26% vs. 27% w 2Q; wyższy koszt odbioru paliwa alternatywnego przez cementownie i ciepłownie, przy wyższym wolumenie). Koszty świadczeń pracowniczych bez zmian q/q: 10m PLN.

# **OCF** w 3Q25 wyniósł -10.5m PLN, przy pozytywnym efekcie na NWC w kwocie 18m PLN (+18m na należnościach, +9m na zobowiązaniach handlowych i -5m na rezerwach). **Capex** wyniósł -6.1m (zakładaliśmy -15m), a **dług netto** (uwzględniający **earn-out** w kwocie 29.2m, który został przesunięty z zobowiązań długoterminowych do krótkoterminowych w 3Q) **wzrósł o 33m q/q** do 113.2m PLN (szacowaliśmy 108m). Wsk. ND/EBITDA wyniósł 1.6x (uwzględniający odpis) vs. 0.7x w 2Q25, a ND/EBITDA adj. (po korekcie o odpis) wyniósł 0.9x.

## VOTUM

Wyniki za 3Q'25 nieznacznie poniżej oczekiwań [neutralne]

| PLNm                   | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | Y/Y | Q/Q  | 3Q25E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|------|-------|
| Revenues               | 88,6  | 139,7 | 123,1 | 115,7 | 98,4  | 11% | -15% | 105,9 |
| EBITDA                 | 25,8  | 67,6  | 51,6  | 48,2  | 37,7  | 46% | -22% | 41,1  |
| EBIT                   | 24,4  | 65,8  | 49,9  | 46,5  | 36,0  | 47% | -23% | 39,4  |
| Net profit             | 18,7  | 51,3  | 43,6  | 35,9  | 29,5  | 58% | -18% | 31,5  |
| P/E 12M trailing       | 5,5   | 5,0   | 4,1   | 3,8   | 3,5   |     |      |       |
| EV/EBITDA 12M trailing | 4,4   | 3,6   | 2,7   | 2,5   | 2,2   |     |      |       |
| Change in revenue y/y  | 6%    | 18%   | 59%   | 14%   | 11%   |     |      | 20%   |
| EBITDA margin          | 29,2% | 48,4% | 41,9% | 41,7% | 38,4% |     |      | 38,8% |
| EBIT margin            | 27,6% | 47,1% | 40,6% | 40,2% | 36,6% |     |      | 37,2% |
| Net profit margin      | 21,2% | 36,7% | 35,4% | 31,0% | 30,0% |     |      | 29,8% |

Source: Company, Trigon

## WITTCHEN (Sell; PLN 16.0)

Wyniki za 3Q25: Marża brutto wyższa od oczekiwań [lekko pozytywne]

| PLNm                      | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | Y/Y     | Q/Q    | 3Q25E | Cons. |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|-------|-------|
| Revenues                  | 115.3 | 133.1 | 93.8  | 112.2 | 119.8 | 4%      | 7%     | 119.7 | 119.8 |
| Retail sales              | 104.3 | 114.1 | 87.1  | 97.7  | 107.8 | 3%      | 10%    | 106.9 |       |
| B2B sales                 | 10.9  | 19.0  | 6.6   | 14.4  | 12.0  | 9%      | -17%   | 12.8  |       |
| EBITDA                    | 19.3  | 24.9  | 11.8  | 17.5  | 21.3  | 10%     | 22%    | 19.2  | 18.9  |
| EBIT                      | 11.5  | 16.8  | 3.9   | 9.4   | 13.1  | 14%     | 39%    | 11.4  | 11.0  |
| Net profit                | 8.7   | 8.9   | 4.2   | 5.5   | 8.9   | 3%      | 64%    | 8.2   | 7.5   |
| Sales   Poland            | 92.0  | 109.6 | 75.5  | 88.3  | 93.6  | 2%      | 6%     | 106.9 |       |
| Sales   Abroad            | 23.3  | 23.5  | 18.3  | 23.9  | 26.1  | 12%     | 9%     | 12.8  |       |
| Sales   Online            | 54.6  | 69.2  | 53.1  | 59.2  | 64.6  | 18%     | 9%     | 106.9 |       |
| Sales   In-store          | 49.7  | 45.0  | 34.0  | 38.6  | 43.2  | -13%    | 12%    | 12.8  |       |
| Gross margin              | 60.1% | 61.5% | 62.0% | 60.9% | 62.4% | 2.37pp  | 1.5pp  | 60.7% |       |
| SG&A ratio                | 50.1% | 47.9% | 57.2% | 52.2% | 50.3% | 0.23pp  | -1.9pp | 51.1% |       |
| EBITDA margin             | 16.8% | 18.7% | 12.6% | 15.6% | 17.8% | 1.00pp  | 2.2pp  | 16.0% | 15.8% |
| EBIT margin               | 10.0% | 12.6% | 4.2%  | 8.4%  | 11.0% | 0.96pp  | 2.6pp  | 9.5%  | 9.2%  |
| Net profit margin         | 7.6%  | 6.7%  | 4.5%  | 4.9%  | 7.5%  | -0.10pp | 2.6pp  | 6.9%  | 6.3%  |
| Sales area (k sqm)        | 10.37 | 10.30 | 10.49 | 10.35 | 10.37 | 0%      | 0%     |       |       |
| OCF                       | -10   | 30    | -12   | 12    | 23    | -       | 94%    |       |       |
| FCFF                      | -19   | 22    | -21   | 2     | 15    | -       | 589%   |       |       |
| Inventories               | 120   | 134   | 137   | 141   | 129   | 8%      | -8%    |       |       |
| Inventory turnover (days) | 237   | 237   | 349   | 293   | 261   | 24      | -32    |       |       |
| Net debt                  | 114   | 88    | 112   | 121   | 104   | -9%     | -14%   |       |       |
| P/E 12M trailing          | 6.6   | 8.9   | 9.0   | 11.1  | 11.0  |         |        |       |       |
| EV/EBITDA 12M trailing    | 4.6   | 4.7   | 5.2   | 5.8   | 5.4   |         |        |       |       |

Source: Company, Trigon

## FABRITY (Buy; PLN 33)

Szacunkowe wyniki za 3Q25 [lekko negatywne]

| PLNm          | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25 | 2Q25  | 3Q25 | Y/Y  | Q/Q  | 3Q25E |
|---------------|-------|-------|------|-------|------|------|------|-------|
| Revenues      | 18.4  | 18.6  | 16.6 | 17.4  | 16.8 | -9%  | -3%  | 18.0  |
| EBITDA        | 2.1   | 2.2   | 1.5  | 1.8   | 1.6  | -23% | -10% | 2.1   |
| EBIT          | 1.6   | 1.6   | 1.0  | 1.2   | 1.1  | -35% | -14% | 1.6   |
| Net profit    | 0.8   | 0.2   | 0.9  | 0.8   | -    | -    | -    | 1.4   |
| Revenues y/y  | 3%    | -4%   | -12% | -8%   | -9%  |      |      |       |
| EBITDA margin | 11.3% | 12.1% | 9.3% | 10.2% | 9.5% |      |      |       |
| EBIT margin   | 8.8%  | 8.3%  | 6.1% | 7.1%  | 6.3% |      |      |       |

Source: Company, Trigon

- Jako przyczyny słabości na poziomie przychodów spółka wskazała opóźnienia w rozstrzygnięciu przetargów o znacznej wartości wśród dotychczasowych klientów, a także spadek tempa podejmowania decyzji zakupowych przez potencjalnych nowych klientów Fabrity w okresie wakacyjnym;

- Wynik operacyjny był w 3Q25 ponad proporcjonalnie obciążony kosztami transformacji funkcji back-office będącej finalnym etapem reorganizacji grupy po sprzedaży spółek zależnych w latach 2022-23 (nie skwantyfikowano tego wpływu).

## BOWIM

### Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1-3Q25

- Przychody ze sprzedaży 1,35mld PLN, -1,4% r/r;
- Zysk operacyjny 937tys. PLN, +162% r/r;
- Strata netto 12,8mld PLN vs. strata netto 13,8mld PLN za 1-3Q24.

## FINANSE

### PKO BP (Buy; PLN 95)

#### Dopuszczenie do obrotu na giełdzie w Luksemburgu obligacji nieuprzywilejowanych o łącznej wartości nominalnej 500mld EUR

- Obligacje były emitowane w ramach programu EMTN.

### PEKAO (Buy; PLN 233)

#### Bank zakończył subskrypcję euroobligacji za 500mld EUR, stopa redukcji 64,9%

- Termin wykupu euroobligacji przypada na 27 lutego 2036 roku;
- Marża euroobligacji wynosi 155 pb.

### PZU (Hold; PLN 62.5)

#### Podsumowanie po prezentacji wyników za 3Q25

##### # Trendy

- W krótkim i średnim terminie wyniki grupy będą pod silną presją negatywnych trendów rynkowych;
- Biznes dla ubezpieczeń korporacyjnych będzie budować z kolei rozpędzająca się fala inwestycji w gospodarkę, m.in. infrastrukturę i energetykę;
- W ubezpieczeniach majątkowych masowych PZU chce koncentrować się na udoskonaleniu prcingu, wzrostu efektywności likwidacji szkód, zakłada rentowny wzrost sprzedaży w multiagencjach;
- W ubezpieczeniach indywidualnych na życie ubezpieczyciel będzie się koncentrował na udostępnieniu oferty i procesów w kanałach cyfrowych, szczególnie IK oraz na rozwoju dedykowanej oferty dla pokoleń silver oraz middle-age;
- W ubezpieczeniach grupowych na życie PZU chce utrzymać pozycję rynkową przy jednoczesnym wzroście rentowności produktów, digitalizacji i automatyzacji procesów;
- W ofercie bancassurance zakładany jest rozwój rynku związany z produktami stand-alone oraz z pożyczkami ze składkami regularnymi, a w segmencie zdrowie m.in. wzrost rentowności i przychodów i rozwój sieci placówek własnych.

##### # Link4

- Do końca roku ma być gotowa koncepcja rozwoju Link4 w ramach grupy;

##### # Reorganizacja

- PZU czeka na zmiany legislacyjne umożliwiające reorganizację grupy;
- Docelowo na GPW notowany miałby być Bank Pekao, a akcjonariusze PZU mieliby otrzymać akcje Pekao obecnie posiadane przez PZU, a także nowo wyemitowane akcje banku.

## PALIWA I CHEMIA

### ORLEN (Hold; PLN 97.6)

#### Podsumowanie konferencji wynikowej [lekko pozytywne]

- # Część inwestycji może przesunąć się na 2026r. (ryzyko niezrealizowania 35mld w tym roku).
- # W ramach rekompensat dla przemysłu energochłonnego, Orlen otrzyma 138m PLN.
- # Przegląd i weryfikacja strategii: 1Q26
- # ENG: „Jesteśmy w trakcie procesu ułożenia relacji między Orlenem a Energa w taki sposób, aby odpowiadało to ambicjom wszystkich stron uczestniczących w procesie”
- # Orlen może wyjść z ofertą sprzedaży Polska Press w 2026 roku, po zakończeniu restrukturyzacji tej spółki
- # Polityka dywidendowa utrzymana – CFO
- # Orlen z optymizmem patrzy na swoje szanse w arbitrażu z amerykańskim koncernem Venture Global

### GRUPA AZOTY (Under Review)

#### Rekompensaty dla przemysłu energochłonnego. ATT otrzymają 91m PLN [lekko pozytywne]

- W ramach rekompensat dla przemysłu energochłonnego, Grupa Azoty otrzyma 91m PLN.

## ENERGETYKA I WYDOBYCIE

### KGHM (Buy; PLN 213.4)

#### Rekompensaty dla przemysłu energochłonnego. KGH otrzyma 152m PLN [neutralne]

- W ramach rekompensat dla przemysłu energochłonnego, KGHM otrzyma 152m PLN.

### ENERGETYKA

#### W 2026r. oczekiwany podobny wzrost taryf dystrybucyjnych r/r – M. Motyka [neutralne]

- # Nowo utworzony przy Ministerstwie Energii zespół ds. kształtowania taryf za energię elektryczną powinien wydać swoją rekomendację ws. ich wysokości w I kwartale 2026 r. - poinformował dziennikarzy minister energii Miłosz Motyka. Powtórzył, że w 2026 r. spodziewa się podobnego wzrostu taryf dystrybucyjnych, co w 2025 r.
- # "Chcemy porozmawiać z przedstawicielami resortu aktywów państwowych, resortu rozwoju i technologii na temat tego, jak powinny się kształtować te opłaty. Natomiast nie wchodzimy w kompetencje, i chcę to bardzo jasno podkreślić, prezesowi Urzędu Regulacji Energetyki. My nie będziemy przedstawiali takich zmian legislacyjnych, które będą tej instytucji kompetencje odbierały"

# Szef resortu energii nie chciał odpowiedzieć na pytanie, czy jego zdaniem obecne stawki taryf dystrybucyjnych są zbyt wysokie względem aktualnych kosztów przedsiębiorstw energetycznych w zakresie dystrybucji, m.in. w zakresie finansowania infrastruktury. "Mam swoje zdanie, ale wiem jakie są jego konsekwencje" - powiedział.

## KONSUMENT

### JERONIMO MARTINS (Buy; EUR 24)

**Biedronka przeznaczy blisko 120mln PLN na świąteczne benefity dla pracowników**

- Na paczki i przyjęcia świąteczne firma przeznaczyła ~65mln PLN, na e-kody ~55mln PLN;
- Świąteczne paczki trafią do pracowników Biedronki i ich dzieci na początku grudnia.

### ALLEGRO.EU (Buy; PLN 43)

**Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [neutralne]**

#### #Poland

- W 3Q25 eBilet dodał 0,4pp do dynamiki GMV (z 10,4% wzrostu), niepowtarzalny czynnik, marketplace rosło o 10%, podobnie jak w 2Q25;
- Średnia cena produktu spadła o 1% r/r, ale po oczyszczeniu o wpływ miksu kategorii (większy udział Supermarket i Health&Beauty), średnia cena wzrosła o 1% r/r;
- Spółka przedłużyła okres promocji Black Week na cały miesiąc;
- W październiku GMV w Polsce rosło o ponad 10%, w pierwszej połowie listopada tylko o niskie kilka procent, ale obecnie przyspiesza.
- Spółka tłumaczy słabość w pierwszej połowie listopada wydłużeniem Black Week i późniejszym nadejściem ochłodzenia co wpływa np. na zakup opon czy odzieży: GMV w kategoriach odzież i automotive było niższe r/r w tym okresie;
- Według zarządu słabość na początku listopada dotknęła też innych graczy na rynku;
- W ostatnich dniach listopada widoczna odbudowa popytu;
- Rabaty za wolumen w zeszłym roku były księgowane w 4Q24, co wpłynie negatywnie na dynamikę EBITDA;

#### #Nowe produkty, AI

- Obecnie trwają testy asystenta, który pomaga kupującym znaleźć właściwy produkt i zachęca do zakupu kolejnych produktów na platformie, testy wskazują na wzrost konwersji;
- Na początku 2026 Allegro chce udostępnić asystenta sztucznej inteligencji dla wszystkich użytkowników platformy;
- Zakupy z pomocą agent AI pozwolą spółce rozszerzyć ofertę na nową grupę klientów;
- W pierwszych miesiącach 2026 spodziewane testy produktów w obszarze reklamy, logistyki i fintechu dla klientów spoza platformy;
- Spółka nadal rozważa zaoferowanie nowych usług na platformie takich jak w kategoriach takich jak np. travel, healthcare, pierwsze testy w różnych obszarach usług będą przeprowadzane w ciągu kilku miesięcy;
- Klienci PKO wydają około 25mld PLN rocznie w kanale e-commerce poza Allegro;

#### #Logistyka

- W kontrakcie z InPostem stawka może w przyszłym roku wzrosnąć o niskie kilka procent, pod warunkiem, że InPost zdecyduje się skorzystać z opcji indeksacji (zwiększy to różnicę w cenie względem innych partnerów Allegro);
- Spółka zbliża się do break-even swojej sieci APM, rozbudowa sieci zdecydowanie ułatwia rozmowy i negocjacje z InPostem odnośnie długoterminowej umowy;
- Koszty dostaw wzrosły o 28%, w tym 8pp związane ze świadczeniem usługi logistycznej przez Allegro (usługa zarządzana przez Allegro, koszty zasadniczo równoważone w wyższych przychodach z logistyki, usługa też poza Smart), a tylko 3,5pp to wzrost średniej ceny (ten czynnik dodałby nawet 7pp jeśli spółka nie zmieniłaby miksu w kierunku Allegro Delivery);
- Od października DPD w pełni zintegrowane w ramach Allegro Delivery;
- Ceny jakie Allegro płaci partnerowi w ramach Allegro Delivery są dla spółki korzystniejsze niż w poprzedniej formie współpracy (zlecenie dostawy kurierskiej);
- Liczba automatów paczkowych przekroczyła 7 tys. i zwiększy się do ponad 8 tys. na koniec roku;

#### #International

- W Czechach liczba ofert od lokalnych merchantów wzrosła o 80% r/r;
- LTM GMV na platformach Allegro wyższe o 65% r/r;
- Wzrost liczby aktywnych kupujących o 50% r/r i o 7% q/q;
- Wzrost GMV w 4Q25 quarter-to-date: niskie dwucyfrowe tempo vs spadek w 3Q25 (mniejszy wpływ Malla, przy GMV z marketplace rosnących ponad 50%).

### LPP (Buy; PLN 22600)

**Zawarcie z grupą polskich i międzynarodowych banków umowy finansowania, w tym SCF**

- W skład finansowania wchodzi: kredyt odnawialny do 2,8mld PLN (3 lata plus opcja wydłużenia o max 2 lata), kredyt inwestycyjny do 0,5mld EUR (5 lat) dodatkowo spółka pozyska SCF do 2,4mld USD z możliwością dalszego elastycznego zwiększania limitu, służący finansowaniu dostawców;

### ANSWEAR (Buy; PLN 37.9)

**Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q [lekko pozytywne]**

- Spółka kontynuuje poszerzanie oferty o kolejne marki premium, a premiumizacja wspiera wzrost koszyka (370 PLN vs 354 PLN, przed rokiem w kanale online, YTD +4,5% r/r), a także rozładnia koszty logistyczne per przesyłka;
- Spółka obserwuje poprawę wskaźnika powracalności klientów (+230bps r/r do 77,1%);
- Wpływ FX na dynamikę przychodów wyniósł 3p.p. (efekt UAH/PLN), obecnie rentowność rynku ukraińskiego jest niższa i porównywalna do innych rynków zagranicznych;

#### #PRM

- Spółka kontynuuje poprawę KPIs, w tym osiąga znaczący wzrost wartości koszyka (549 PLN vs 442 PLN przed rokiem w kanale online, YTD +24% r/r, offline YTD +12% r/r);
- EBIT spółki w 1-3Q25 3mln PLN vs -10mln PLN przed rokiem, w 4Q24 spółka była na BEP;
- marektny w relacji do reve niższy r/r w 4Q

#### #Trading update

- Spółka zadowolona z października, jednocześnie okres Black Weeks zdaniem CEO angażuje klientów słabiej niż w ostatnich latach, CEO zwraca uwagę na zeszłoroczną bazę 4Q, która „nie jest niska”;
- W 4Q oczekiwany wzrost wydatków marketingowych, jednocześnie w relacji do przychodów koszty w tym obszarze nie będą wyższe r/r;

## KONIUNKTURA KONSUMENCKA

Listopad'25: BWUK +1,0pp m/m, WWUK -0,9pp m/m

|                                                                                    | Jan   | Feb   | Mar   | Apr   | May   | Jun   | Jul   | Aug   | Sep   | Oct   | Nov   | Dec   |
|------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Current consumer confidence index (BWUK)</b>                                    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 2021                                                                               | -25.1 | -25.2 | -23.0 | -22.5 | -14.6 | -14.8 | -13.5 | -14.6 | -13.0 | -17.8 | -23.3 | -19.7 |
| 2022                                                                               | -29.2 | -27.7 | -39.0 | -37.2 | -38.4 | -43.8 | -41.7 | -44.9 | -44.2 | -45.5 | -44.0 | -41.9 |
| 2023                                                                               | -38.1 | -36.0 | -35.6 | -32.2 | -29.9 | -28.2 | -24.9 | -22.3 | -20.3 | -17.9 | -15.1 | -15.2 |
| 2024                                                                               | -12.6 | -12.6 | -12.3 | -11.5 | -13.8 | -12.0 | -14.0 | -15.9 | -13.9 | -15.8 | -17.1 | -16.7 |
| 2025                                                                               | -15.1 | -14.8 | -15.2 | -16.5 | -14.5 | -9.3  | -14.0 | -12.1 | -8.3  | -10.9 | -9.9  |       |
| <b>Leading consumer confidence index (WWUK)</b>                                    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 2021                                                                               | -22.7 | -22.3 | -20.2 | -19.8 | -8.9  | -9.0  | -8.2  | -8.8  | -8.1  | -14.5 | -18.1 | -19.7 |
| 2022                                                                               | -23.5 | -19.3 | -31.5 | -27.0 | -27.9 | -31.3 | -29.4 | -30.8 | -33.2 | -35.7 | -33.8 | -30.7 |
| 2023                                                                               | -27.6 | -25.3 | -22.6 | -19.7 | -15.3 | -14.8 | -10.9 | -10.5 | -9.4  | -8.1  | -7.4  | -6.4  |
| 2024                                                                               | -3.8  | -5.3  | -5.2  | -6.8  | -8.2  | -8.3  | -11.6 | -10.3 | -9.7  | -11.6 | -11.6 | -11.5 |
| 2025                                                                               | -9.9  | -10.8 | -9.8  | -11.8 | -8.9  | -4.6  | -7.7  | -6.3  | -4.3  | -6.6  | -7.5  |       |
| <b>Changes in the unemployment level over the next 12 months (opposite sign)</b>   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 2021                                                                               | -49.5 | -48.7 | -43.9 | -42.5 | -20.6 | -13.7 | -12.3 | -11.3 | -10.9 | -14.0 | -14.0 | -13.2 |
| 2022                                                                               | -16.9 | -15.6 | -20.6 | -16.1 | -16.8 | -17.4 | -17.1 | -16.3 | -24.1 | -30.7 | -32.2 | -31.7 |
| 2023                                                                               | -27.2 | -26.6 | -22.7 | -18.0 | -13.0 | -10.9 | -5.7  | -8.4  | -9.0  | -6.6  | -11.1 | -10.5 |
| 2024                                                                               | -7.7  | -10.0 | -10.4 | -11.9 | -15.1 | -16.3 | -18.9 | -18.8 | -20.4 | -20.4 | -23.0 | -22.1 |
| 2025                                                                               | -19.3 | -22.7 | -20.6 | -24.2 | -20.0 | -16.2 | -20.2 | -17.9 | -16.9 | -19.6 | -24.3 |       |
| <b>Future money saving</b>                                                         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 2021                                                                               | 5.2   | 2.4   | 2.5   | 2.9   | 4.8   | 2.2   | 3.0   | 0.3   | 4.4   | -6.0  | -8.5  | -10.6 |
| 2022                                                                               | -12.7 | -8.4  | -14.3 | -13.2 | -14.4 | -18.3 | -17.7 | -18.9 | -18.7 | -20.6 | -16.3 | -11.1 |
| 2023                                                                               | -12.5 | -13.5 | -11.2 | -12.2 | -4.7  | -7.3  | -3.0  | -2.5  | -4.1  | -2.6  | 2.0   | -1.5  |
| 2024                                                                               | 2.3   | 3.1   | 3.5   | 3.5   | 4.5   | 3.1   | 2.9   | 6.3   | 6.2   | 2.2   | 8.3   | 7.8   |
| 2025                                                                               | 7.4   | 7.7   | 11.7  | 9.2   | 8.5   | 13.8  | 13.0  | 10.5  | 13.6  | 13.4  | 11.5  |       |
| <b>Changes in the country's overall economic situation over the next 12 months</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 2021                                                                               | -35.7 | -35.0 | -31.5 | -31.4 | -16.7 | -20.0 | -20.1 | -20.0 | -20.8 | -28.0 | -34.2 | -36.8 |
| 2022                                                                               | -41.3 | -35.1 | -57.1 | -48.6 | -51.8 | -53.1 | -50.3 | -53.6 | -53.8 | -56.7 | -51.1 | -48.6 |
| 2023                                                                               | -43.5 | -38.0 | -36.2 | -30.8 | -27.6 | -26.5 | -23.6 | -20.7 | -18.8 | -16.3 | -14.6 | -9.8  |
| 2024                                                                               | -8.7  | -11.4 | -10.5 | -13.8 | -14.6 | -15.6 | -20.0 | -20.3 | -18.0 | -19.9 | -23.1 | -23.1 |
| 2025                                                                               | -20.1 | -21.5 | -24.0 | -24.2 | -17.2 | -14.7 | -19.8 | -15.5 | -11.5 | -16.1 | -15.2 |       |

Source: Statistics Poland, Trigon

## LOGISTYKA I TRANSPORT

### INPOST (Buy; EUR 14.5)

W ramach strategicznego partnerstwa z Austrian Post InPost umożliwi wysyłkę paczek do Austrii i na Węgry

- Dzięki tej współpracy firmy e-commerce zyskują dostęp do milionów nowych odbiorców, a InPost rozszerza swoją ofertę o kolejne kraje.

### OT LOGISTICS

Główni akcjonariusze zawarli niewiążący term sheet ws. sprzedaży na rzecz czeskiej spółki DD Rail Properties pakietu akcji

- Przedmiotem umowy jest sprzedaż akcji stanowiących więcej niż 25%, ale mniej niż 50% kapitału zakładowego oraz głosów;
- Według stanu na koniec września Cres Fundacja Rodzinna, Marsel Fundacja Rodzinna oraz Neuvic Fundacja Rodzinna miały łącznie 69,4% kapitału spółki, i zgodnie z term sheet, po przeprowadzeniu transakcji akcjonariusze ci mieliby pozostać akcjonariuszami mniejszościowymi spółki;
- DD Rail Properties należy po 50% do SPV Second i Auctor Alfa.

## TMT

### CYFROWY POLSAT (Hold; PLN 16.0)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [negatywne]

#### #TMT

- 11% bazy klientów grupy przeszła już na nową ofertę uruchomioną w pierwszym półroczu;
- Do końca roku wydatki capexowe w TMT w przedziale 7-8% przychodów (vs 8% w 3Q25);
- Za znaczną część wzrostu kosztów treści odpowiada kontent sportowy;
- Podtrzymana prognoza niskiego jednocyfrowego wzrostu w reklamie TV w 2025 roku, zarząd nie komentował perspektyw na sam 4 kwartał;
- Malejąca wartość dodana oferowana przez nowe modele telefonu oraz wyższe ceny nowych modeli, skutkuje wydłużeniem się cyklu sprzedaży telefonów, jest to zjawisko wpływające na cały rynek, nie tylko wyniki CPS;
- 11 mln gospodarstw jest w zasięgu oferty internetu stacjonarnego grupy (uwzględniając infrastrukturę partnerów);

- Spółka nie ujawnia informacji o tym jaki odsetek klientów internetu stacjonarnego korzysta z infrastruktury partnerów;
- Capex w TMT w średnim okresie będzie oscylował w przedziale 7-8% przychodów;

#### #Energetyka odnawialna

- Remont bloku biomasowego trwał przez 3 miesiące trzeciego kwartału, nie powinno być już wpływu na wyniki 4Q25;
- Remont bloków zwykle raz na 8 lat, drugi blok będzie planowo remontowany za 4-5 lat;
- Ceny sprzedaży energii w 2024 powyżej 600 PLN, obecnie ceny 400-450 PLN (efekt kontraktacji cen w 2024 roku);
- W 4Q25 powyżej 100mln capexu w OZE (końcowe faktury za Drzeżewo);
- Cała inwestycja początkowo zakładała 5mld PLN i 500mln EBITDA, spółka ostatecznie wydała 1mld PLN mniej;
- Założenie EBITDA około 400mln PLN w segmencie energii odnawialnej w 2026 roku przy obecnych cenach energii;
- Pierwotny cel 500mln PLN możliwy ale przy wyższych cenach niż obecne;
- Segment OZE pozostaje strategiczną i długoterminową inwestycją grupy;

#### #Finanse, koszty

- LTM adj. FCF na koniec roku może się kształtować w przedziale 600-700mln PLN (spadek z 860mln PLN LTM), ale trudno oszacować zmiany kapitału pracującego w ostatnim kwartale;
- Zarząd nie planuje restrukturyzacji zatrudnienia w grupie;
- Dopiero po spadku wskaźnika długu netto do poniżej 3,5x uwzględniając planowaną dywidendę spółka może wrócić do wypłaty dywidendy;
- Grupa w pierwszej kolejności skupia się modernizacji własnej sieci (w odpowiedzi na pytanie o zainteresowanie aktywami infrastruktury stacjonarnej wystawionymi na sprzedaż według doniesień prasowych).

### ASSECO POLAND (Hold; PLN 225)

#### Comarch złożył najniższą ofertę w przetargu na usługi utrzymania i rozwoju centralnego systemu obsługi beneficjenta ARiMR

- Budżet ARiMR wyniósł 101mln PLN brutto;
- Comarch wycenił ofertę na 70mln PLN, a Asseco na 99mln PLN;
- Obecnie usługi związane z systemem świadczy Asseco, które w 2022 złożyło jedyną ofertę na budowę, utrzymanie i rozwój tego systemu.

### GRUPA PRACUJ (Hold; PLN 68)

#### Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [neutralne]

##### #Polska

- Spółka planuje zmianę cen w obszarze white collar, ale nadal rośnie udział ogłoszeń w obszarach pink i blue collar, co rozwadnia średnią cenę projektu;
- Zakładany wzrost zapotrzebowania na pracowników w branży zbrojeniowej;
- Utrzymuje się trend przenoszenia centrów outsourcingowych zagranicę z racji wysokich kosztów pracy;
- Perspektywa dla rynku ogłoszeń o pracę jest lepsza dla Polski niż Niemiec. Możliwy pozytywny wpływ na rynek pracy dzięki inwestycjom wspieranym ze środków publicznych;

##### #Ukraina, Niemcy

- Oprócz dobrych wyników w pełni konsolidowanego biznesu robota.ua na Ukrainie, zwraca uwagę podwojenie do 6,8mln PLN wyniku netto na jednostkach zależnych (kontrybucja work.ua);
- W Niemczech widać spowolnienie, trudno oczekiwać dużych zmian w przyszłym roku;
- Spółka widzi szansę w zwiększeniu udziału przychodów na rynku ukraińskim w oparciu o współpracę z dużymi klientami.

## GAMING

### 11 BIT STUDIOS (Hold; PLN 187)

#### Podsumowanie konferencji powynikowej [neutralne]

##### #Akcjonariat i buy-back

- Zarząd nie planuje zwiększenia swojego zaangażowania w akcjonariacie spółki. Spółka nie rozważa obecnie buy-back. Priorytetem pozostaje reinwestowanie kapitału w rozwój kluczowych projektów i produkowania gier opartych o nowe IP. Zarząd wierzy, że reinwestycje w rozwój firmy przynioszą najwyższy potencjalny zwrot dla akcjonariuszy;

##### #Development i publishing

- W grudniu 2025 r. ukaże się bezpłatna aktualizacja Free Major Content Update dla The Alters/ Pierwszy płatny DLC planowany jest na koniec I połowy 2026 r. (w okolicach rocznicy premiery gry - 13 czerwca);
- Data premiery „Death Howl” zostanie ogłoszona podczas gali Golden Joystick Awards (20 listopada). Premiera jeszcze w tym roku;
- 8 grudnia 2025 r. ukaże się pierwszy DLC „Frostpunk 2: Fractured Utopias”;
- Zespół deweloperski Frostpunk 1886, planowanego na 2027r., liczy obecnie ponad 20 osób i zbliża się do docelowego rozmiaru produkcyjnego (~30 osób). Spółka nie planuje mikrotransakcji w tej grze. Tytuł będzie rozwijany poprzez serię DLC i aktualizacji w krótszych odstępach, w ramach długofalowego planu rozwoju;

### 11 BIT STUDIOS (Hold; PLN 187)

#### Data premiery Death Howl na PC z wydawnictwa wyznaczona na 9 grudnia br. [neutralne]

- Date reveal trailer;
- Wersja na konsole PlayStation 5, Xbox Series X/S oraz Nintendo Switch zostanie udostępniona graczom w pierwszym kwartale 2026 roku.

## GAMING MARKET

#### Rozdano nagrody Golden Joystick Awards

- Najwięcej statuetek zdobył (w tym tytuł Ultimate Game of The Year) Clair Obscur: Expedition 33
- Pełna lista laureatów: [LINK](#).

## INDUSTRIALS

### COGNOR HOLDING

#### Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu

- Spółka oczekuje skokowego wzrostu popytu na stal od przyszłego roku dzięki dużym inwestycjom infrastrukturalnym i zwiększeniu wydatków na obronność;
- Spółka oczekuje znaczącego ożywienia w obszarze inwestycji infrastrukturalnych w Niemczech (wymiana mostów, Tarcza Wschód);
- Środki z emisji mają zostać przeznaczone na udoskonalenie technologii produkcji stali specjalnych dla sektora zbrojeniowego w związku ze spodziewanym wzrostem popytu (na ten cel spółka chce przeznaczyć ok. 75 mln zł) oraz na rozbudowę mocy wytwórczych kęsów w stalowni w Gliwicach;
- W '26 spółka zapowiada osiągnięcie zysków;
- W przyszłości spółka chciałaby wrócić do wypłaty dywidendy.

### ŚNIEŻKA (Hold; PLN 85)

#### Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q25 [neutralne]

- Grupa szacuje, że od początku roku zwiększyła udziały na rynku polskim o 30bps do 25.1%.
- Jednocześnie udziały rynkowe Poli-Farbe spadły od początku roku o 200bps.
- Fuzja Akzo Nobel z Axaltą nie powinna mieć, zdaniem Zarządu, wpływu na otoczenie konkurencyjne w regionie.
- Zarząd nadal nie dostrzega poprawy koniunktury na rynku polskim.
- Wolumeny w FY25E powinny być niższe r./r.

### ASBIS (Buy; PLN 37)

#### Szacunkowe przychody za październik 2025 na poziomie 330mln USD, +40% r/r

- Polska wypracowała w październiku trzycyfrowy wzrost sprzedaży i w minionym miesiącu uplasowała się wśród 5 największych krajów.

### SCANWAY

#### Podpisanie z KP Labs porozumienia o współpracy dotyczącego ładunków optycznych i przetwarzania danych na orbicie

- W ramach MoU firmy zamierzają połączyć technologię pozyskiwania obrazów Scanway z architekturą obliczeniową KP Labs, aby tworzyć kompaktowe ładunki optyczne, które pozyskują, przetwarzają i przekształcają dane obrazowe bezpośrednio na orbicie, redukując zapotrzebowanie na transmisję danych do segmentu naziemnego oraz zwiększając autonomię operacyjną satelitów;
- Partnerstwo ma otwierać również możliwości opracowywania rozwiązań dla misji eksploracji kosmosu i innych zastosowań wykraczających poza obserwację Ziemi, w tym wspierających operacje w misjach w głęboki kosmos;
- Obie firmy współpracują ze sobą w ramach krajowego programu konstelacji satelitarnej CAMILA prowadzonego przez Creotech Instruments.

## RYNEK KOSMICZNY / THORIUM SPACE

#### Thorium Space szykuje się do debiutu na NewConnect

- Spółka rozmawia o finansowaniu polskiej telekomunikacyjnej konstelacji satelitarnej (do zrealizowania wraz z Creotech Instruments) z Polską Agencją Kosmiczną;
- Thorium Space chce wspólnie z innymi spółkami kosmicznymi produkować układy scalone, pomysł dotyczący projektowania i produkcji tych urządzeń Spółka zgłosiła przedstawicielom rządu i Polskiej Agencji Kosmicznej;
- Obecnie spółka realizuje dwa projekty dofinansowane z NCBR, pierwszy o wartości >47mln PLN (dofinansowanie 38,7mln) dotyczy rozwoju urządzeń telekomunikacyjnych dla rakiety zaprojektowanej przez Instytut Lotnictwa (Łukasiewicz);
- Drugi projekt, o wartości dofinansowania 18,1mln PLN, dotyczy powstania transpondera satelitarne (ładunku dla satelity), którego zadaniem będzie odbieranie i wysyłanie sygnałów między satelitą a Ziemią;
- Spółka ma również zlecenie od ESA, jego celem jest powstanie małego satelity telekomunikacyjnego przeznaczonego na orbitę geostacjonarną (faza A);
- Wrocławski start-up chce zadebiutować na początku przyszłego roku na rynku NewConnect;
- Prezes Thorium Space nie wyklucza też rozmów z inwestorem strategicznym;
- W 2024 roku przychody Spółki wyniosły 15,7mln PLN (+6% r/r), po 9M25 roku Spółka wygenerowała 9,7mln PLN przychodów;
- Thorium zatrudnia ponad 50 osób, w tym głównie inżynierów.

## BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

### DOM DEVELOPMENT (Buy; PLN 300)

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

##### #Sprzedaż / bank ziemi

- Średnia wartość sprzedanego lokalu w 1-3Q25 wyniosła 797 tys. PLN, -4% r./r. 18% sprzedanych w tym okresie lokali miało wartość >1mln PLN.
- Oferta na koniec września wyniosła 3,965 lokali, +29% r./r., z czego w Warszawie 1,686 lokali, +40% r./r., a w Trójmieście 930, +60% r./r.
- W 3Q25 Grupa uruchomiła kilku nowych projektów, m.in. Apartamenty Grzybowska oraz Myśliborska w Warszawie czy Osiedle Przy Wielickiej w Krakowie.
- Na koniec września Grupa posiadała 8,178 lokali w realizacji (-1% kw./kw.). 57% z tej puli jest już sprzedane.
- Bank ziemi na koniec czerwca wynosił 18,171 (-4% kw./kw.), z czego 4,424 stanowiły grunty kontrolowane. Największy nominalny spadek zaliczyła Warszawa (8,687 mieszkań, -17% r./r.).
- Nawis mieszkań do wydania wynosił na koniec września 4.3mld PLN (5,650 lokali) vs. 4.1mld PLN (5,418 lokali) na koniec czerwca oraz vs. 3.8mld PLN (5,029 lokali) koniec marca.
- Spadek udziału transakcji kredytowych w 3Q25 o 3p.p. vs. 2Q25 wynikał ze struktury wprowadzeń w ostatnim kwartale.

##### #Outlook

- Poziom oferty w Warszawie i Trójmieście jest obecnie relatywnie zrównoważony (czas wyprzedaży 4.2-4.5 kwartałów) i w najbliższym czasie sytuacja ta powinna się utrzymywać.
- Zdaniem Prezesa, pomimo dobrej sprzedaży, Grupa nie planuje zwiększać dalej oferty powyżej 4 tys. lokali, Dom Dev „nie chce budować pustostanów”.
- 4Q25 powinien być bardzo „intensywny” pod kątem zakupu gruntów, całoroczne wydatki powinny wynieść ok. 1mld PLN.
- Zarząd wskazuje, że na rynku krakowskim widoczne jest mocne niedopasowanie oferty, mieszkania są „zbyt drogie”.
- Potencjał przekazania na 4Q25E wynosi ok. 2,000 lokali.
- W FY26E wolumen przekazania będzie lepszy r./r.
- Na niektórych rynkach, zdaniem Prezesa, pojawia się obecnie przestrzeń do podnoszenia cen.
- Zarząd wskazuje, że marża brutto >30% jest do utrzymania w „dłuższym terminie”.

#### #Pozostałe

- Zdaniem Zarządu widać znaczące spowolnienie wprowadzeniem na szerokim rynku, w samym 3Q25 był on 26% niższy kw./kw., a sama oferta była niższa kw./kw. pierwszy raz od 2 lat.
- Wprowadzenie ustawy o jawności cen, zdaniem Prezesa, w większym stopniu uderzyła w mniejszych graczy ze słabszym brandem.
- Otoczenie kosztowe utrzymuje się na sprzyjającym wyższym marżom poziomie.
- Zdaniem CFO potencjalne wprowadzenie podatku katastralnego może najmocniej uderzyć w sektor PRS.

#### DEVELIA (Buy; PLN 10)

**Zawarcie umowy zakupu działki w Warszawie za kwotę 10,2mln PLN netto pod budowę ok. 46 mieszkań i 5 lokali usługowych**

- Rozpoczęcie sprzedaży w ramach tego projektu przypada na 2Q26.

#### ARCHICOM (Buy; PLN 60)

**Rozpoczęcie sprzedaży 196 mieszkań w ramach łódzkiego projektu Flow**

- Zakończenie budowy zaplanowane jest na 2Q27;
- Projekt Flow obejmie docelowo pięć budynków z 1 250 mieszkaniami i ponad 60 tys. m kw. powierzchni użytkowej.

#### MIRBUD (Buy; PLN 18.5)

**Zawarcie umowy na budowę centrum handlowo-usługowego w Konstantynowie Łódzkim za 36,8mln PLN netto**

## HEALTHCARE & BIOTECH

#### CELON PHARMA (Buy; PLN 42.6)

**Podsumowanie po prezentacji wyników za 3Q25**

- Spółka skupi się na bardziej komercyjnych projektach, które mają większą szansę powodzenia i komercjalizacji;
- Rosnący segment generyczny pozostaje kluczowym filarem biznesu;
- Spółka stara się unikać w tej chwili długoterminowych, badawczych projektów;
- Spółka jest w trakcie trzech projektów oraz czeka na rozstrzygnięcie czterech kolejnych grantów – każdy z nich na kwotę ok. 10mln PLN.

## POZOSTAŁE INFORMACJE

**DIGITREE GROUP: Zgoda Rady Nadzorczej w sprawie nabycia 100% udziałów Euvic Digital sp. z o.o.**

**GREENX METALS: Badania spółki potwierdziły wysoką zawartość miedzi w obszarze Tannenberg**

- Analizy chemiczne potwierdziły historyczne wyniki, wykazując intersekcję o miąższości 1,0-3,7 m przy zawartości miedzi na poziomie 0,7-2,7% oraz srebra 10-55 g/t;
- Poczynione w projekcie postępy sprawiają, że GreenX zamierza nabyć 90% udziałów w Group 11 Exploration GmbH (Group 11).

**MAKARONY POLSKIE: Spadki wyników są przejściowe, rynek pozostaje perspektywiczny – prezes**

- Spółka ma przestrzeń finansową i operacyjną do rozwoju organicznego i poprzez przejęcia;
- W zakładzie produkcyjnym w Korpelach realizowany jest program inwestycyjny o wartości ok. 40mln PLN, który ma zwiększyć produkcję makaronów premium oraz zautomatyzować procesy pakowania i magazynowania (Polska Strefa Inwestycji - możliwe zwolnienie CIT do 14,5mln PLN);
- W zakładzie produkcyjnym w Stoczku Łukowskim za ok. 20mln PLN realizowana jest rozbudowa możliwości produkcyjnych dań gotowych na tackach i w doy-packach.

**PROCHEM: Zawarcie umowy z Adamed Pharma S.A. na prace projektowe**

- Przedmiotem umowy są prace projektowe dla inwestycji mającej na celu rozwój mocy produkcyjnych Adamed Pharma S.A. w centrum produkcyjno-logistycznym w Pabianicach;
- Wartość umowy wyniesie ok. 2,5mln PLN;
- Termin wykonania umowy określono na styczeń 2027 roku.

**RAFAMET: Zawarcie umowy z firmą Baikonur Stroy Snab LLC z Kazachstanu**

- Przedmiotem umowy jest dostawa i montaż tokarki podtorowej typu UGE 180N;
- Wartość umów wynosi 4,28mln PLN;
- Dostawa i montaż ma nastąpić na koniec 2Q26.

**SOPHARMA: Wzrost przychodów ze sprzedaży w październiku'25 na poziomie 23% r/r**

## INSIDER TRADING

### GENOMED

Diagnostyka S.A., podmiot związany z członkiem RN, sprzedał 42,5 tys. akcji @ 26,00 PLN.

### OPONEO.PL

Członek zarządu sprzedał 1,3 tys. akcji @ 89,00-91,80 PLN.

## PROGRAM SKUPU AKCJI

### ACTION

Nabycie 7,6 tys. akcji @ 30,27 PLN.

## ZMIANY W AKCJONARIACIE

### ASM GROUP

Zmniejszenie zaangażowania przez p. Wiesława Łatałę z 15,83% do 14,99% kapitału i głosów.

## TRANSAKCJE PAKIETOWE

### ŻABKA GROUP

Wolumen: 500 tys. @ 24,02

% kapitału: 0,05

## WALNE ZGROMADZENIA AKCJONARIUSZY

**ARLEN:** Uchwała NWZA w sprawie powołania p. Marcina Dobrzańskiego na stanowisko członka RN

- Akcjonariusze zdecydowali o zmianie polityki wynagrodzeń członków zarządu i rady nadzorczej w spółce.

**ERBUD:** Przesunięcie terminu NWZA zwołanego na dzień 26 listopada na dzień 17 grudnia 2025 roku

**JRH ASI:** Uchwała NWZA w sprawie powołania p. Pawła Bielawnego oraz p. Sławomira Żakowskiego w skład RN

**HIPROMINE:** Zwołanie NWZA na dzień 18 grudnia 2025 roku w sprawie zmian w sposobie pokrycia strat spółki za lata obrotowe 2015-2024

**NEUCA:** Uchwała NWZA w sprawie zmiany funkcji dotychczasowego wiceprzewodniczącego RN p. Piotra Borowskiego do pełnienia funkcji członka RN z dniem 1 stycznia 2026 roku

- Ponadto akcjonariusze zdecydowali o zmianach statutu spółki.

**SECO/WARWICK:** Zwołanie NWZA na dzień 17 grudnia 2025 roku w sprawie przyjęcia zmienionej polityki wynagrodzeń członków zarządu i RN spółki

FINANCIAL RESULTS

| NOVEMBER | Monday   | Tuesday                                | Wednesday                    | Thursday                                                                                                | Friday                       |
|----------|----------|----------------------------------------|------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|
| 03-07    |          | MAB                                    | MCOVB, CBF, VRC              | RIGHT, 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, DVL, APR, HUG, SLV, NEU, CMP, GTC, WTN, CTX, RVU, PBX, CSR, SVE | EUR, TOR, SEL, CRM           |
| 24-28    | ATT, 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    |          |                                        |                              |                                                                                                         |                              |
| JANUARY  | Monday   | Tuesday                                | Wednesday                    | Thursday                                                                                                | Friday                       |
| 01-02    |          |                                        |                              |                                                                                                         |                              |
| 05-09    |          |                                        |                              |                                                                                                         |                              |
| 12-16    |          |                                        |                              |                                                                                                         |                              |
| 22-26    |          |                                        |                              |                                                                                                         |                              |
| 19-23    |          |                                        |                              |                                                                                                         |                              |
| 26-30    |          |                                        |                              |                                                                                                         |                              |

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   | 102.1   | 28%    | 13,330     | 6.1  | 8.2  | 8.0  | 1.1  | 1.0 | 1.0 | 17% | 12% | 12% | 27   |
| BNP Paribas PL | BNPPPL | Buy     | 142.0   | 114.0   | 25%    | 16,858     | 6.1  | 7.6  | 7.1  | 1.0  | 0.9 | 0.9 | 16% | 12% | 13% | —    |
| Erste Bank     | EBS    | Hold    | 88.3    | 89.8    | -2%    | 36,844     | 11.3 | 9.3  | 9.6  | 1.6  | 1.4 | 1.3 | 14% | 15% | 14% | 80   |
| Handlowy       | BHW    | Hold    | 120.0   | 102.0   | 18%    | 13,327     | 8.5  | 10.0 | 10.5 | 1.3  | 1.3 | 1.3 | 15% | 13% | 13% | 47   |
| ING            | ING    | Buy     | 355.0   | 338.0   | 5%     | 43,974     | 10.1 | 12.6 | 10.7 | 2.2  | 2.2 | 2.0 | 22% | 17% | 19% | 65   |
| Komerční banka | KOMB   | Hold    | 1,110.0 | 1,179.0 | -6%    | 224,068    | 13.2 | 13.2 | 12.4 | 1.8  | 1.8 | 1.7 | 13% | 13% | 14% | 87   |
| mBank          | MBK    | Sell    | 880.0   | 1,031.5 | -15%   | 43,865     | 12.7 | 12.6 | 10.9 | 2.2  | 1.9 | 1.7 | 17% | 15% | 15% | 70   |
| Millennium     | MIL    | Sell    | 13.8    | 16.0    | -14%   | 19,410     | 19.0 | 17.7 | 10.4 | 2.2  | 1.9 | 1.7 | 11% | 11% | 17% | 71   |
| Moneta         | MONET  | Sell    | 165.0   | 185.6   | -11%   | 94,842     | 14.9 | 14.2 | 14.0 | 2.9  | 2.7 | 2.6 | 19% | 19% | 19% | 76   |
| OTP            | OTP    | Buy     | 36,925  | 32,360  | 14%    | 9,061      | 7.9  | 7.8  | 7.5  | 1.5  | 1.4 | 1.3 | 20% | 18% | 18% | 84   |
| Pekao          | PEO    | Buy     | 233.0   | 193.3   | 21%    | 50,735     | 7.4  | 9.0  | 8.7  | 1.5  | 1.4 | 1.4 | 20% | 16% | 16% | 85   |
| PKO BP         | PKO    | Buy     | 95.0    | 75.3    | 26%    | 94,150     | 9.2  | 8.9  | 8.3  | 1.6  | 1.6 | 1.5 | 18% | 18% | 18% | 72   |
| Santander      | SPL    | Buy     | 630.0   | 498.3   | 26%    | 50,921     | 8.7  | 9.2  | 8.5  | 1.5  | 1.5 | 1.5 | 17% | 16% | 17% | 85   |
| Kruk           | KRU    | Buy     | 560.0   | 457.1   | 23%    | 8,869      | 7.7  | 7.3  | 7.3  | 1.7  | 1.4 | 1.3 | 22% | 20% | 18% | 77   |
| PZU            | PZU    | Hold    | 62.5    | 61.8    | 1%     | 53,366     | 8.4  | 9.5  | 9.3  | 1.5  | 1.5 | 1.4 | 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   | 158.0   | 18%    | 382        | 11.4 | 28.0  | 11.8 | 3.7       | 6.5   | 3.5  | —   | —   | —   | 15   |
| AB                   | ABE    | Buy          | 125.2   | 96.5    | 30%    | 1,689      | 9.0  | 9.0   | 8.7  | 5.6       | 5.7   | 5.5  | —   | —   | —   | 37   |
| AC                   | ACG    | Under Review |         | 25.0    | -      | 230        | —    | —     | —    | —         | —     | —    | —   | —   | —   | —    |
| Ailleron             | ALL    | Buy          | 19.0    | 15.1    | 26%    | 187        | 10.9 | 9.3   | 7.7  | 7.4       | 6.1   | 5.3  | 0%  | 3%  | 7%  | —    |
| Allegro              | ALE    | Buy          | 43.0    | 31.5    | 37%    | 33,293     | 21.9 | 15.8  | 13.3 | 10.8      | 9.1   | 7.8  | 4%  | 5%  | 5%  | 93   |
| Ambra                | AMB    | Buy          | 25.0    | 17.7    | 41%    | 446        | 10.0 | 8.9   | 7.8  | 4.4       | 4.2   | 3.9  | 6%  | 6%  | 6%  | —    |
| Amica                | AMC    | Under Review |         | 55.5    | -      | 432        | —    | —     | —    | —         | —     | —    | —   | —   | —   | 63   |
| Amrest               | EAT    | Sell         | 14.0    | 13.0    | 8%     | 2,845      | 26.7 | 12.6  | 11.6 | 5.1       | 4.9   | 4.8  | 2%  | 1%  | 4%  | 89   |
| Answear.com          | ANR    | Buy          | 37.9    | 27.7    | 37%    | 526        | 17.4 | 11.5  | 9.2  | 8.5       | 7.0   | 5.8  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Archicom             | ARH    | Buy          | 60.0    | 47.7    | 26%    | 2,790      | 19.2 | 7.8   | 3.8  | 14.6      | 7.1   | 3.4  | 4%  | 8%  | 13% | —    |
| Arctic Paper         | ATC    | Under Review |         | 8.1     | -      | 562        | —    | —     | —    | —         | —     | —    | —   | —   | —   | —    |
| Artifex Mundi        | ART.   | Buy          | 16.7    | 13.0    | 29%    | 155        | 5.9  | 5.7   | 7.0  | 3.9       | 2.9   | 2.3  | 0%  | 0%  | 9%  | —    |
| Asbis                | ASB    | Buy          | 37.0    | 28.2    | 31%    | 1,563      | 8.5  | 6.4   | 5.7  | 6.1       | 5.0   | 4.5  | 7%  | 6%  | 7%  | —    |
| Asseco BS            | ABS    | Hold         | 92.0    | 84.4    | 9%     | 2,820      | 22.7 | 20.1  | 18.4 | 16.1      | 13.9  | 12.7 | 4%  | 4%  | 4%  | —    |
| Asseco Poland        | ACP    | Hold         | 225.0   | 187.0   | 20%    | 15,521     | 25.6 | 22.9  | 21.4 | —         | —     | —    | 2%  | 4%  | 4%  | 74   |
| Asseco SEE           | ASE    | Buy          | 85.0    | 66.0    | 29%    | 3,425      | 18.1 | 16.3  | 14.7 | 10.5      | 9.4   | 8.6  | 3%  | 3%  | 3%  | —    |
| Atal                 | 1AT    | Buy          | 70.0    | 56.4    | 24%    | 2,440      | 11.9 | 6.3   | 5.3  | 13.3      | 7.9   | 6.0  | 10% | 6%  | 13% | —    |
| Auto Partner         | APR    | Buy          | 26.5    | 17.0    | 56%    | 2,215      | 10.6 | 9.3   | 8.0  | 7.4       | 6.6   | 5.8  | 0%  | 0%  | 0%  | 29   |
| Azoty                | ATT    | Under Review | -       | 18      | —      | 1,803      | —    | —     | —    | —         | —     | —    | —   | —   | —   | 46   |
| Benefit Systems      | BFT    | Buy          | 4,500.0 | 3,145.0 | 43%    | 10,302     | 21.9 | 15.9  | 12.3 | 10.6      | 8.1   | 6.9  | 0%  | 3%  | 4%  | 63   |
| Bioceltix            | BCX    | Buy          | 127.2   | 91.7    | —      | —          | —    | —     | —    | —         | —     | —    | —   | —   | —   | —    |
| Bloober Team         | BLO    | Buy          | 36.0    | 24.1    | 49%    | 465        | 7.0  | 38.1  | 16.2 | 4.7       | 6.3   | 6.2  | 0%  | 9%  | 2%  | —    |
| Budimex              | BDX    | Buy          | 700.0   | 587.0   | 19%    | 14,986     | 24.0 | 20.1  | 16.2 | 14.1      | 11.7  | 9.2  | 4%  | 4%  | 5%  | 54   |
| Captor Therapeutics  | CTX    | Buy          | 116.2   | 51.4    | 126%   | 266        | —    | 4.1   | —    | —         | 2.2   | —    | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| CCC                  | CCC    | Buy          | 210.0   | 139.3   | 51%    | 10,726     | 18.7 | 13.2  | 10.4 | 7.8       | 6.5   | 5.3  | 0%  | 0%  | 0%  | 87   |
| CD Projekt           | CDR    | Buy          | 306.9   | 227.8   | 35%    | 22,760     | 51.2 | 73.7  | 13.8 | 40.9      | 60.9  | 9.5  | 0%  | 0%  | 0%  | 88   |
| Celon Pharma         | CLN    | Buy          | 42.6    | 21      | 104%   | 1,123      | —    | 201.2 | 56.4 | 394.4     | 17.4  | 12.5 | —   | —   | —   | —    |
| CEZ                  | CEZ    | Sell         | 966.5   | 1,285.0 | -25%   | 691,317    | 22.0 | 20.4  | 22.0 | 6.5       | 8.1   | 8.2  | 4%  | 4%  | 4%  | 82   |
| CI Games             | CIG    | Sell         | 2.1     | 3.0     | -32%   | 578        | 67.2 | —     | 5.7  | 17.0      | 791.9 | 3.3  | —   | —   | —   | —    |
| Creepy Jar           | CRJ    | Buy          | 538.0   | 419.0   | 28%    | 293        | 16.8 | 19.8  | 10.5 | 12.1      | 7.8   | 4.2  | 3%  | 6%  | 5%  | —    |
| Creotech Instruments | CRI    | Buy          | 450.0   | 362.5   | 24%    | 1,035      | 64.8 | 22.2  | 14.0 | 28.4      | 11.9  | 7.7  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Comp                 | CMP    | Hold         | 57.0    | 55.4    | 3%     | 1,136      | 17.4 | 14.0  | 12.0 | 8.3       | 7.3   | 6.5  | 4%  | 6%  | 7%  | —    |
| CTP                  | CTPNV  | Buy          | 21.0    | 17.8    | 18%    | 8,615      | 6.8  | 6.7   | 5.4  | 9.0       | 9.4   | 8.0  | —   | —   | —   | 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   | 178.6   | 22%    | 2,735      | 49.4 | 31.0 | 20.5 | 18.9      | 14.4 | 11.5 | 2%  | 1%  | 1%  | —    |
| Cyfrowy Polsat     | CPS    | Hold         | 16.0    | 11.7    | 37%    | 7,460      | 17.7 | 10.4 | 8.5  | 6.2       | 5.6  | 5.3  | 0%  | 0%  | 9%  | 70   |
| Dadelo             | DAD    | Hold         | 68.0    | 55.0    | 24%    | 642        | 32.3 | 26.8 | 20.6 | 20.5      | 16.2 | 13.1 | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Develia            | DVL    | Buy          | 10.0    | 8.5     | 18%    | 3,924      | 9.6  | 8.1  | 7.7  | 8.8       | 6.5  | 6.1  | 7%  | 8%  | 9%  | 31   |
| Diagnostyka        | DIA    | Hold         | 195.0   | 176.4   | 11%    | 5,955      | 21.4 | 18.8 | 16.2 | 11.2      | 9.8  | 8.6  | 2%  | 2%  | 3%  | —    |
| Digital Network    | DIG    | Hold         | 98.0    | 111.0   | -12%   | 471        | 14.9 | 14.4 | 13.8 | 9.4       | 8.6  | 7.9  | 5%  | 5%  | 5%  | —    |
| Dino Polska        | DNP    | Buy          | 53.0    | 41.9    | 26%    | 41,108     | 24.1 | 18.8 | 14.9 | 15.3      | 12.0 | 9.4  | 0%  | 0%  | 0%  | 47   |
| Dom Development    | DOM    | Buy          | 300.0   | 264.0   | 14%    | 6,811      | 10.6 | 9.0  | 8.4  | 8.8       | 7.3  | 6.7  | 5%  | 6%  | 7%  | 45   |
| Echo Investment    | ECH    | Buy          | 7.0     | 5.9     | 19%    | 2,418      | —    | 8.9  | 4.1  | 15.8      | 6.7  | 3.0  | 7%  | 9%  | 14% | —    |
| Erbud              | ERB    | Hold         | 30.0    | 27.9    | 8%     | 333        | 67.2 | 12.8 | 10.6 | 5.3       | 3.7  | 3.8  | 6%  | 6%  | 5%  | —    |
| Enea               | ENA    | Buy          | 23.5    | 20.7    | 13%    | 10,987     | 3.6  | 4.3  | 5.0  | 3.0       | 3.9  | 4.8  | 2%  | 2%  | 3%  | 34   |
| Enter Air          | ENT    | Buy          | 73.0    | 51.7    | 41%    | 907        | 3.8  | 7.2  | 6.7  | 4.4       | 4.0  | 3.5  | 6%  | 6%  | 7%  | —    |
| Eurocash           | EUR    | Under Review |         | 7.9     | -      | 1,098      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 63   |
| Fabritry Holding   | FAB    | Buy          | 33.0    | 27.1    | 22%    | 75         | 16.4 | 11.0 | 9.2  | 8.7       | 6.6  | 5.9  | 11% | 8%  | 8%  | —    |
| Ferro              | FRO    | Hold         | 35      | 30      | 19%    | 627        | 10.9 | 13.4 | 8.7  | 8.0       | 8.9  | 5.9  | —   | —   | —   | —    |
| Gedeon Richter     | RICHT  | Buy          | 13,797  | 9,690   | 42%    | 1,805,972  | 6.8  | 5.4  | 5.0  | 4.6       | 3.5  | 2.9  | 5%  | 6%  | 9%  | 81   |
| GPW                | GPW    | Hold         | 60.0    | 62.9    | -5%    | 2,638      | 13.3 | 13.8 | 12.8 | 10.5      | 10.0 | 9.1  | 5%  | 5%  | 6%  | 67   |
| Grenewia           | GEA    | Under Review |         | 3.2     | -      | 1,850      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 59   |
| Grupa Pracuj       | GPP    | Hold         | 68.0    | 53.0    | 28%    | 3,652      | 15.7 | 13.9 | 12.3 | 10.3      | 9.2  | 8.0  | 4%  | 5%  | 5%  | —    |
| GTC                | GTC    | Sell         | 3.5     | 3.6     | -3%    | 2,067      | 35.4 | 13.9 | 17.5 | 20.8      | 16.1 | 17.5 | 0%  | 3%  | 3%  | 63   |
| Huuuge             | HUG    | Buy          | 27.3    | 23.3    | 17%    | 1,040      | 4.1  | 5.1  | 6.1  | 2.1       | 2.6  | 3.5  | 32% | 16% | 16% | 5    |
| H&M                | HMB    | Sell         | 135.0   | 171.4   | -21%   | 275,010    | 24.0 | 19.6 | 18.7 | 8.6       | 7.9  | 7.6  | 4%  | 4%  | 4%  | 98   |
| Inditex            | ITX    | Buy          | 56.0    | 47.5    | 18%    | 147,979    | 24.1 | 21.3 | 19.4 | 12.9      | 11.6 | 10.6 | 4%  | 4%  | 4%  | 99   |
| InPost             | INPST  | Buy          | 14.5    | 9.8     | 48%    | 20,759     | 20.7 | 15.3 | 13.6 | 7.2       | 6.1  | 5.4  | 0%  | 0%  | 0%  | 84   |
| Inter Cars         | CAR    | Buy          | 720     | 535     | 35%    | 7,580      | 10.2 | 8.5  | 7.4  | 8.0       | 7.2  | 6.4  | 0%  | 0%  | 1%  | —    |
| Jeronimo Martins   | JMT    | Buy          | 24.0    | 21.8    | 10%    | 13,719     | 24.7 | 16.8 | 14.6 | 7.8       | 6.6  | 6.0  | 3%  | 3%  | 4%  | 86   |
| JSW                | JSW    | Under Review |         | 24      | -      | 2,818      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 56   |
| Kęty               | KTY    | Hold         | 1,050.0 | 918.5   | 14%    | 9,022      | 15.4 | 13.2 | 11.9 | 10.0      | 8.9  | 8.4  | 6%  | 6%  | 6%  | 50   |
| KGHM               | KGH    | Buy          | 213.4   | 195.1   | 9%     | 39,020     | 19.6 | 9.5  | 9.8  | 4.6       | 4.0  | 4.2  | 0%  | 1%  | 1%  | 58   |
| LPP                | LPP    | Buy          | 22,600  | 16,145  | 40%    | 29,963     | 14.4 | 12.2 | 10.5 | 7.1       | 6.3  | 5.4  | 4%  | 5%  | 5%  | 75   |
| Mabion             | MAB    | Under Review |         | 7.5     | —      | 140        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 12   |
| Mangata            | MGT    | Under Review |         | 63.8    | -      | 426        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Medicover          | MCOVB  | Hold         | 285.0   | 228.0   | 25%    | 3,180      | 41.1 | 29.0 | 23.2 | 12.1      | 10.5 | 9.3  | 0%  | 0%  | 0%  | 89   |
| Medinice           | ICE    | Buy          | 19.1    | 11.2    | 71%    | 86         | —    | 6.3  | 3.2  | —         | 3.3  | 1.1  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| MFO                | MFO    | Under Review |         | 35      | -      | 228        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Mirbud             | MRB    | Buy          | 18.5    | 14.9    | 24%    | 1,640      | 15.2 | 11.8 | 9.4  | 8.8       | 7.3  | 5.6  | 1%  | 1%  | 1%  | —    |
| MLP Group          | MLG    | Buy          | 100.0   | 79.6    | 26%    | 1,910      | 6.8  | 5.0  | 4.3  | 10.4      | 8.6  | 8.2  | —   | —   | —   | —    |
| Mo-Bruk            | MBR    | Hold         | 320.4   | 286.0   | 12%    | 1,005      | 14.1 | 12.1 | 10.0 | 9.7       | 7.8  | 6.4  | 5%  | 5%  | 3%  | —    |
| MOL                | MOL    | Buy          | 3,161.8 | 3,100.0 | 2%     | 2,330      | 6.1  | 5.4  | 5.9  | 3.4       | 3.2  | 3.3  | 9%  | 9%  | 9%  | 87   |
| Molecure           | MOC    | Buy          | 17.8    | 6.1     | 194%   | 125        | —    | 3.0  | 2.8  | —         | 1.5  | 1.2  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Murapol            | MUR    | Buy          | 50.0    | 38.6    | 30%    | 1,575      | 5.4  | 6.2  | 5.8  | 5.5       | 6.2  | 5.7  | 13% | 14% | 13% | —    |
| Modern Times Group | MTGB   | Buy          | 160.7   | 114.0   | 41%    | 14,054     | 34.9 | 19.4 | 16.1 | 7.0       | 5.9  | 4.9  | 2%  | 2%  | 0%  | 91   |
| Neuca              | NEU    | Sell         | 690.0   | 814.0   | -15%   | 3,707      | 23.9 | 19.9 | 16.6 | 10.6      | 9.8  | 8.5  | 2%  | 2%  | 2%  | 79   |
| Newag              | NWG    | Under Review |         | 98.9    | -      | 4,451      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| OMV                | OMV    | Hold         | 48.2    | 48.8    | -1%    | 15,971     | 13.7 | 10.9 | 10.1 | 4.5       | 4.8  | 4.8  | 10% | 10% | 10% | 95   |
| Onde               | OND    | Hold         | 9.3     | 8.5     | 9%     | 464        | 20.7 | 17.8 | 17.6 | 6.5       | 6.0  | 5.6  | 4%  | 3%  | 3%  | —    |
| Oponeo.pl          | OPN    | Buy          | 130.0   | 94.0    | 38%    | 1,056      | 13.5 | 12.9 | 10.5 | 8.7       | 8.3  | 7.3  | 7%  | 6%  | 6%  | —    |
| Orange             | OPL    | Buy          | 10.6    | 8.9     | 19%    | 11,701     | 14.1 | 12.0 | 11.1 | 4.6       | 4.3  | 4.3  | 6%  | 7%  | 7%  | 61   |
| Orlen              | PKN    | Hold         | 97.6    | 101.2   | -4%    | 117,487    | 8.4  | 7.6  | 8.0  | 3.5       | 3.9  | 4.1  | 6%  | 6%  | 5%  | 65   |
| PCF Group          | PCF    | Under Review |         | 3.4     | -      | 145        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 19   |
| Pegasus Airlines   | PGSUS  | Hold         | 230.0   | 206.9   | 11%    | 103,450    | 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  | 14.5  | 38%    | 360        | 17.0 | 6.9  | 6.0  | 8.8       | 5.7  | 4.6  | —   | —   | —   | —    |
| Pepco Group       | PCO    | Hold         | 28.4  | 26.6  | 7%     | 15,354     | 17.7 | 13.2 | 11.8 | 6.1       | 5.5  | 5.1  | —   | —   | —   | 53   |
| PGE               | PGE    | Buy          | 12.8  | 10.4  | 23%    | 23,335     | 5.6  | 4.8  | 5.4  | 3.3       | 4.4  | 5.1  | 0%  | 0%  | 0%  | 41   |
| Playway           | PLW    | Buy          | 375.0 | 261.5 | 43%    | 1,726      | 13.8 | 8.3  | 8.6  | 9.6       | 6.0  | 6.4  | 9%  | 9%  | 12% | 0    |
| Polenergia        | PEP    | Buy          | 73.4  | 59.0  | 24%    | 4,556      | 38.8 | 25.2 | 31.5 | 11.5      | 10.8 | 11.6 | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Rainbow Tours     | RBW    | Buy          | 215.0 | 125.4 | 71%    | 1,825      | 7.4  | 8.1  | 7.8  | 4.3       | 4.2  | 3.8  | 6%  | 6%  | 6%  | —    |
| Rawlplug          | RWL    | Under Review |       | 13.3  | -      | 413        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Ryvu Therapeutics | RVU    | Buy          | 55.9  | 24.1  | 132%   | 557        | —    | 7.8  | 2.2  | —         | 3.4  | 0.4  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| SAAB              | SAABB  | Buy          | 640.0 | 503.1 | 27%    | 273,376    | 45.3 | 35.4 | 26.8 | 25.2      | 20.6 | 16.0 | 0%  | 1%  | 1%  | 92   |
| Scope Fluidics    | SCP    | Buy          | 224.0 | 145.2 | 54%    | 396        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Selena FM         | SEL    | Under Review |       | 38.0  | -      | 868        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Selvita           | SLV    | Buy          | 43.0  | 45.0  | -4%    | 852        | —    | 30.0 | 19.3 | 16.2      | 11.3 | 9.4  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Shoper            | SHO    | Buy          | 59.0  | 50.4  | 17%    | 1,418      | 32.0 | 23.5 | 18.1 | 18.3      | 14.2 | 11.3 | 2%  | 2%  | 3%  | —    |
| Stalprodukt       | STP    | Under Review |       | 245.0 | -      | 1,323      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 46   |
| Śnieżka           | SKA    | Hold         | 85.0  | 81.8  | 4%     | 1,032      | 15.6 | 14.7 | 12.9 | 8.4       | 8.2  | 7.6  | —   | —   | —   | —    |
| Synektik          | SNT    | Buy          | 300.0 | 260.0 | 15%    | 2,218      | 17.9 | 13.3 | 13.4 | 11.1      | 8.2  | 8.2  | 3%  | 4%  | 7%  | —    |
| Tauron            | TPE    | Hold         | 10.2  | 10.0  | 2%     | 17,525     | 5.0  | 6.4  | 6.0  | 4.6       | 5.3  | 5.1  | 0%  | 3%  | 2%  | 42   |
| Ten Square Games  | TEN    | Hold         | 98.5  | 89.7  | 10%    | 581        | 7.5  | 9.0  | 8.8  | 4.7       | 5.8  | 5.5  | 18% | 14% | 11% | 3    |
| Torpol            | TOR    | Buy          | 55.0  | 56.2  | -2%    | 1,291      | 17.0 | 14.6 | 10.2 | 9.7       | 7.7  | 5.0  | 2%  | 3%  | 3%  | —    |
| Toya              | TOA    | Buy          | 12.0  | 9.4   | 28%    | 705        | 7.8  | 8.2  | 7.5  | 5.3       | 5.4  | 4.7  | —   | —   | —   | —    |
| Turkish Airlines  | THYAO  | Buy          | 400.0 | 276.3 | 45%    | 381,225    | 3.4  | 3.7  | 3.7  | 3.6       | 3.4  | 3.1  | 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 | 148.0 | 19%    | 1,554      | 15.7 | 12.4 | 11.8 | 8.4       | 6.8  | 6.2  | 2%  | 3%  | 4%  | —    |
| VRG               | VRG    | Under Review |       | 4.8   | -      | 1,125      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Wielton           | WLT    | Under Review |       | 6.5   | -      | 480        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Wirtualna Polska  | WPL    | Buy          | 80.0  | 55.4  | 44%    | 1,650      | 14.9 | 10.1 | 8.7  | 6.0       | 4.8  | 4.6  | 5%  | 4%  | 5%  | 72   |
| Wittchen          | WTN    | Sell         | 16.0  | 16.4  | -3%    | 304        | 10.7 | 9.8  | 10.1 | 4.9       | 5.0  | 4.8  | 0%  | 5%  | 6%  | —    |
| Wizz Air          | WIZZ   | Hold         | 12.0  | 10.9  | 11%    | 1,122      | 5.9  | 68.6 | 38.1 | 5.5       | 4.9  | 4.0  | 0%  | 0%  | 0%  | 75   |
| XTB               | XTB    | Buy          | 94.6  | 70.0  | 35%    | 8,230      | 10.2 | 7.6  | 6.6  | 5.9       | 4.4  | 3.5  | 8%  | 7%  | 10% | 32   |
| XTPL              | XTP    | Buy          | 100.0 | 71.0  | 41%    | 188        | —    | —    | 19.2 | —         | 44.8 | 9.5  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Zabka Group       | ZAB    | Buy          | 30.0  | 24.2  | 24%    | 24,252     | 28.7 | 18.3 | 14.0 | 8.5       | 7.1  | 6.1  | —   | —   | —   | —    |

\*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 Kosiorek, 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 Shkuropat</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.