

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE**PGE:** Wyniki za 3Q25. Kontrola URE i awaria CCGT Dolna Odra [neutralne]**HUUUGE:** Wyniki za 3Q25: Adj. EBITDA nieco powyżej oczekiwań, rozwój kanału DTC imponuje [lekko pozytywne]**XTPL:** Wyniki za 3Q25: Przychody zgodne z oczekiwaniami, dobra kontrola kosztów [lekko pozytywne]**AILLERON:** Wyniki za 3Q25: Software Mind gorzej r/r, ale zgodnie z naszymi szacunkami, większa niż w poprzednim kwartale strata w Fintechu [lekko negatywne]**FINANSE****SANTANDER BANK POLSKA:** Decyzja KNF o podwyższeniu bufora innej instytucji o znaczeniu systemowym do 1,5%**BNP PARIBAS BANK POLSKA:** Decyzja KNF o obniżeniu bufora innej instytucji o znaczeniu systemowym do 0,25%**PALIWA I CHEMIA****GRUPA AZOTY:** Podsumowanie konferencji wynikowej [lekko pozytywne]**ENERGETYKA I WYDOBYCIE****KGHM:** Dane wolumenowe za październik [neutralne]**JSW:** Uchylenie postanowienia o odmowie wszczęcia postępowania ws. zwrotu składki solidarnościowej [pozytywne]**ENERGETYKA:** M. Motyka o taryfie G [negatywne]**KONSUMENT****SPRZEDAŻ DETALICZNA:** Październik'25: +5,4% r/r w cenach stałych vs. konsensus +3,9% r/r, +6,7% m/m vs. kons. +5,0% m/m**TMT****AGORA:** Dzięki przedłużeniu funkcjonowania podatkowej grupy kapitałowej podatek będzie niższy o ok. 10mln PLN w '26**CYBER_FOLKS:** Spółka w ramach skupu akcji własnych nabędzie 50tys. akcji @ 200 PLN za papier**GAMING****CREEPY JAR:** Podsumowanie konferencji powynikowej [lekko pozytywne]**INDUSTRIALS****SAAB:** Otrzymanie od Szwecji zamówienia na naziemny system obrony powietrznej**SPYROSOFT:** Spółka deklaruje rozwój organiczny i przejęcia**BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY****ARCHICOM:** Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q25 [neutralne]**ATAL:** Zarząd spółki ustanowił program emisji obligacji o wartości nominalnej do 100mln PLN**MENNICA POLSKA:** Podsumowanie po prezentacji wyników za 3Q25**HEALTHCARE & BIOTECH****SELVITA:** Zawarcie z NCBiR umowy o dofinansowanie projektu w ramach programu FENG

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

PGE (Buy; PLN 12.78)

Wyniki za 3Q25. Kontrola URE i awaria CCGT Dolna Odra [neutralne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25P	3Q25E
Revenues	15 562	17 627	17 167	13 804	13 785	-	-	-	14 020
EBITDA	2 458	4 617	4 310	3 336	2 644	8%	-21%	2 644	2 815
EBITDA adj.	2 454	3 587	4 334	3 269	2 957	20%	-10%	2 957	2 815
Conventional generation	484	1 019	286	102	212	-56%	108%	212	160
Heating	153	554	899	345	207	35%	-40%	207	140
RES	382	316	446	523	402	5%	-23%	402	380
Distribution	1 142	1 168	1 319	1 305	1 300	14%	0%	1 300	1 260
Trading	-129	220	772	481	283	-	-41%	283	370
Energy Railway Services	286	267	351	306	295	3%	-4%	295	320
Gas-fired generation	79	106	90	133	182	130%	37%	182	135
Others	57	-63	171	74	76	33%	3%	76	50
EBIT	1 297	-4 221	3 260	-6 782	1 498	-	-	-	1 665
Net profit	728	-5 909	2 416	-9 606	552	-24%	-	552	1 196
OCF	8 514	-3 813	4 738	7 395	1 315	-	-	-	1 611
CF inv. outflows	-2 692	-2 952	-1 910	-2 290	-2 971	-	-	-	-3 183
Capex (company)	-2 580	-3 464	-1 716	-3 198	-2 666	3%	-17%	-2 666	-3 183
Net debt	2 961	-	6 604	-992	368	-	-	368	580
Economic Net debt	19 021	17 204	16 633	14 650	15 506	-18%	6%	15 506	16 222
EBITDA margin	16%	26%	25%	24%	19%			-	20%
EBIT margin	8%	-	19%	-	11%			-	12%
Net profit margin	5%	-	14%	-	4%			-	9%
P/E12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	4.4	3.6	3.0	2.7	2.6			2.9	

Source: Company, Trigon DM

KPI	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25P
Net energy generation (TWh)	13.2	15.5	16.1	11.4	12.6	-4%	10%	12.6
Lignite	7.9	7.9	8.5	6.0	7.0	-12%	16%	7.0
Hard coal	2.9	4.6	4.2	2.7	2.9	0%	6%	2.9
Gas	1.6	2.1	2.5	1.9	2.0	24%	6%	2.0
Hydro+Wind	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6	55%	-10%	0.6
Others	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2	-56%	0%	0.2
Sales of heat (PJ)	3.5	17.5	20.9	7.5	3.5	1%	-53%	3.5
Sales in trading (TWh)	8.3	8.4	8.6	7.7	7.7	-7%	0%	7.7
Distribution (incl. PKP) (TWh)	9.8	10.7	10.8	9.4	9.7	-1%	3%	9.7
Real. el. price in conv. gen.(PLN/MW	585	611	500	509	487	-17%	-4%	487
CO2 cost (PLN/t)	371	366	323	320	318	-14%	-1%	318

Source: Company, Trigon DM

Wyniki za 3Q25 są **zgodne z wcześniejszymi szacunkami Spółki**. EBITDA adj. wyniosła 2.96 mld PLN, a **wynik netto** 0.55 mld.

Zdarzenia jednorazowe obciążające EBITDA raportowaną: -0.32 mld PLN, w tym -0.23 mld dot. restrukturyzacji Dolnej Odry i -64m PLN na PDO.

Saldo finansowe wyniosło -0.7 mld, a stopa podatkowa 31%.

OCF wyniósł 1.3 mld PLN, przy negatywny efekcie na rozliczeniach CO2 i rezerwach w kwocie -450m i na pozostałych aktywach niefinansowych i RM na -570m PLN. **Capex** wyniósł -2.67 mld, a **ekonomiczny dług netto** wzrósł o 0.86 mld q/q do 15.5 mld PLN (ND/EBITDA adj. LTM: 1.1x, podobnie q/q).

W **dystribucji** EBITDA adj. wyniosła 1.3 mld PLN, a capex 0.94 mld PLN (+22% r/r; zakładaliśmy 1.2 mld). Wolumeny łącznie z PKP Energetyka spadły o 1% r/r. Koszt różnicy bilansowej: +107m r/r (do 173m), przychody z opłat przyłączeniowych: +37m r/r (do 81m), pozostałe przychody z usług dystrybucyjnych: +45m PLN r/r (do 203m).

W **energetyce węglowej** EBITDA adj. wyniosła 0.21 mld PLN, przy capexie 0.19 mld (-8% r/r; szacowaliśmy 0.15 mld). Produkcja na węglu brunatnym spadła o 12% r/r (-0.7 TWh r/r w Bełchatowie), przy porównywalnej generacji z węgla kamiennego r/r. Przychody z RUS i rynku mocy spadły o 82m PLN r/r (do 860m).

W **OZE** EBITDA adj. wyniosła 0.4 mld PLN, a capex 0.99 mld (+111% r/r; zakładaliśmy ~ 0.69 mld). W hydro wolumeny wzrosły o 53% r/r (dzięki ESP), a w wietrze spadły o 12% r/r (słaba wietrzność). Przychody z rynku mocy wzrosły o 37m PLN r/r do 91m.

W **cieple** EBITDA adj. wyniosła do 0.21 mld PLN. Capex wyniósł 0.36 mld (+39% r/r; szacowaliśmy 0.35 mld). Wolumeny sprzedaży: +1% r/r.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	110,416	1.2%	-1%	39%
WIG20	2,967	1.5%	0%	35%
mWIG40	7,920	0.9%	-2%	32%
sWIG80	28,882	0.3%	-3%	23%
PX (Prague)	2,481	1.7%	5%	46%
BUX (Budapest)	108,614	0.8%	4%	36%
BET (Bucharest)	22,902	0.7%	2%	35%
BIST30 (Istanbul)	11,798	-0.1%	-1%	11%
DAX	23,465	1.0%	-3%	22%
FTSE 100	9,610	0.8%	0%	16%
STOXX Europe 600	568	0.9%	-1%	12%
S&P 500	6,766	0.9%	0%	12%
NASDAQ 100	25,018	0.6%	-1%	20%
Nikkei 225	49,528	0.1%	0%	29%
Shanghai Comp	3,867	0.9%	-2%	19%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	4.6%	-5.8	-22.6	-63.3
PL 10Y bond yield	5.2%	-5.6	-18.1	-39.0
CZ 10Y bond yield	4.6%	-3.1	19.8	59.8
HU 10Y bond yield	7.1%	-2.0	28.0	62.0
RO 10Y bond yield	6.9%	0.9	-16.8	-48.3
WIBOR 3M	4.2%	-1.0	-25.0	-163.0
EURIBOR 3M	2.1%	1.2	-1.3	-96.3

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.64	-0.2%	0.2%	-12.7%
EUR/PLN	4.22	0.0%	-0.2%	-2.0%
EUR/USD	1.16	0.2%	-0.4%	10.5%
GBP/PLN	4.81	0.0%	0.9%	7.4%
CZK/PLN	0.17	0.0%	-0.5%	-2.6%
HUF/PLN	0.011	-0.1%	-1.4%	-5.1%
RON/PLN	0.83	0.0%	0.3%	4.3%
CNY/PLN	0.51	0.1%	-0.6%	10.5%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,154	0.3%	1%	58%
Silver (USD/toz)	52.0	0.9%	11%	71%
Copper (USD/t)	10,818	0.4%	-1%	20%
Zinc (USD/t)	2,993	-0.2%	-1%	-1%
Molybdenum (USD/lb)	22.2	-0.4%	-11%	3%
Iron ore (USD/t)	105	0.1%	0%	3%
HCC (USD/t)	199	0.0%	-2%	-16%
HRC EU (EUR/t)	610	0.0%	3%	8%
Brent crude oil (USD/bbl.)	62.7	0.4%	-5%	-14%
CO2 (EUR/t)	81.9	1.6%	5%	14%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	29.4	-1.4%	-8%	-39%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	87	-0.6%	-1%	-14%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	448	-0.8%	3%	2%
Shanghai Freight Index	1,394	-4.0%	6%	-38%

W **tradingu** EBITDA adj.: 0.28 mld PLN. Wolumeny spadły o 7% r/r.

W segmencie **gazowym** EBITDA adj. wyniosła 0.18 mld PLN (+37% q/q). Capex: 60m PLN (zakładaliśmy 300m). Przychody z RUS i rynku mocy: +107m r/r (do 150m PLN)

W **energetyce kolejowej** EBITDA adj. wyniosła 0.3 mld PLN (+3% r/r). Capex: 0.12 mld (szacowaliśmy 0.2 mld). Wolumeny wzrosły o 6% r/r.

24 listopada URE rozpoczęło **kontrolę w PGE Obrót** dot. odpisów na Fundusz WRC,

Awaria CCGT Dolna Odra. Wg. danych REMIT, od 13 października nie pracuje jeden z dwóch bloków z CCGT Dolna Odra (Gryfino). Wg. Polityki Insight (PI), przy pierwszym przeglądzie rocznym wykryto usterkę turbiny. Wg. PI, wykryto obniżenie fundamentu bloku o 5 mm, a PGE liczy się z koniecznością korekty osi turbiny, co może potrwać ok. dwa tygodnie. Problem z fundamentem odegrał też rolę w awarii CCGT Włocławek z 2018r., a jej usunięcie zajęło ok. 4 miesiące

HUUUGE (Buy; PLN 27.3)

Wyniki za 3Q25: Adj. EBITDA nieco powyżej oczekiwań, rozwój kanału DTC imponuje [lekko pozytywne]

USDm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	58.8	61.7	62.4	58.8	55.8	-5%	-5%	55.8	55.9
Huuuge Casino	38.3	39.9	40.8	38.3	35.7	-7%	-7%		
Billionaire Casino	19.3	20.8	20.5	19.7	19.3	0%	-2%		
Traffic Puzzle	0.9	0.8	0.9	0.5	0.6	-31%	11%		
Others	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	-14%	5%		
EBITDA	19.5	20.6	24.3	22.6	20.3	4%	-10%	20.4	
adj. EBITDA	20.9	24.8	25.3	24.0	21.6	3%	-10%	20.4	20.7
EBIT	17.5	18.7	22.4	20.8	18.6	6%	-10%	18.2	18.5
Net profit	15.3	18.5	19.8	17.3	15.0	-1%	-13%	15.8	
adj. Net profit	16.3	22.3	20.4	18.3	15.9	-2%	-13%	15.8	16.3
OCF	14.5	17.8	22.3	25.3	15.6				
Net Debt	-116.4	-134.3	-158.3	-182.3	-200.2			-91.1	
P/E12M trailing adj.	4.0	3.9	3.8	3.7	3.7			4.9	
EV/EBITDA adj. 12M trailing	1.9	1.7	1.4	1.1	0.9			3.0	
adj. EBITDA margin	35.5%	40.2%	40.5%	40.8%	38.7%			36.6%	37.0%
EBIT margin	29.9%	30.3%	36.0%	35.4%	33.4%			32.7%	33.1%
adj. Net profit margin	27.7%	36.2%	32.6%	31.1%	28.6%			28.4%	

Source: Company data, Trigon

#Przychody

- Spółka już wcześniej komunikowała poziom płatności w raporcie bieżącym, in line z zaraportowanym;

- Przychody core franchise niższe q/q (-7%) i y/y (-7%). Taki wynik q/q to funkcja wzrostu ARPPU (+1% q/q) i spadku DPU (-8% q/q);

#Wyniki operacyjne

- EBITDA skorygowana (21.6 mln USD), wyższa od konsensusu i naszych założeń, wzrosła 3% y/y;

- Koszty UA wyniosły 7.9 mln USD (wzrost o 5% q/q); wskaźnik UA/przychody wyniósł 14.2% (+1.4pp q/q);

- Udział kanału DTC w przychodach dynamicznie wzrasta, z 22% w 2Q25 do 26.7% w 3Q25 i aż 34% w październiku br.;

#CF

- OCF wyniósł 15.6 mln USD (negatywny wpływ m.in. w NWC dot. innych krótkoterminowych aktywów), gotówka netto na koniec 3Q to 200 mln USD (wzrost o 18 mln USD q/q). W 4Q miał miejsce 120 mln USD skup akcji;

#Outlook

- CEO wierzy, że dzięki rekordowym wynikom kanału DTC, wdrożeniu znaczących aktualizacji produktów w czwartym kwartale oraz postępom w iGaming, końcówka 2025 roku będzie dla Huuuge pomyślna i pozwoli budować długoterminową wartość dla akcjonariuszy;

- Spółka w ramach głównego portfolio gier zamierza kontynuować działania mające na celu zwiększenie retencji graczy, regularnie wdrażać aktualizacje oraz rozwijać kanał DTC;

- Priorytetami spółki są stabilizacja portfela gier social casino oraz przygotowanie do wejścia na rynek iGaming;

- Huuuge analizuje obecnie wszystkie dostępne metody wejścia na ten rynek, od budowania nowego produktu od podstaw, przez akwizycje, po partnerstwa technologiczne. W najbliższym czasie, spółka skoncentruje się możliwościach M&A, ponieważ znacznie przyspieszają one wejście na rynek i zapewniają dostęp do sprawdzonych produktów, technologii oraz struktur operacyjnych.

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	3015	1744.8	1738.4	1834.8	173%
WIG20	2683.1	1522.5	1485.6	1590.9	181%
WIG40	306.1	260.1	251.6	278.8	122%
sWIG80	56.2	47.4	58.6	54.1	96%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKN	255.8	TPE	47.4	COG	12.1
PEO	205.2	ACP	21.0	ELT	11.3
KGH	163.9	MIL	19.6	DAT	6.3
PKO	162.1	XTB	13.8	AST	5.9
PZU	132.0	BFT	12.6	BMC	5.5
LPP	115.9	COG	12.1	PXM	3.6
DNP	113.4	ENA	10.5	MDG	2.1
ZAB	97.8	SNT	7.6	RVU	1.9
ALE	80.0	ASB	7.3	TOR	1.7
BDX	66.8	APR	5.5	CTX	1.3

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
LPP	182%	COG	331%	ELT	824%
BDX	175%	ING	256%	AST	768%
PEO	163%	ASB	228%	DAT	583%
KRU	161%	SNT	219%	AGO	421%
PZU	143%	ABE	167%	RNK	369%
PKN	123%	EUR	149%	COG	331%
PGE	118%	TPE	142%	ARH	313%
MBK	116%	TXT	141%	CRJ	264%
SPL	114%	APR	140%	CLN	263%
CDR	109%	RVU	131%	BCX	247%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
LPP	16,830	4.3%	PGE	9.7	-3.3%
PEO	199	3.9%	MBK	1,008	-2.0%
SPL	510.2	3.7%	PKN	95	-1.4%
PCO	27.9	3.6%	CCC	135	-1.0%
PKO	77	3.5%	DNP	42.0	0.1%
Best			mWIG40		
PKP	15.9	5.0%	TPE	9.1	-5%
SNT	277.8	4.8%	COG	5.3	-3.3%
RVU	25.6	4.3%	GRX	1.9	-1.6%
GPP	55.5	3.7%	ABE	94.0	-1.3%
BFT	3,290.0	3.6%	SLV	44.0	-1.1%
Best			sWIG80		
TOR	58.8	6.5%	ELT	42.0	-9%
CLN	20.7	5.2%	DAT	76.4	-7.3%
CTX	54.0	4.7%	BMC	22.0	-3.1%
RVU	25.6	4.3%	CLC	5.8	-2.7%
MSZ	6.6	4.3%	ARH	46.5	-2.1%

XTPL (Buy; PLN 100)

Wyniki za 3Q25: Przychody zgodne z oczekiwaniami, dobra kontrola kosztów [lekko pozytywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	1.2	6.5	2.4	3.6	5.5	379%	55%	5.4	-
Products	0.8	5.4	1.9	2.7	5.1	+	87%	5.1	
Delta Printing System	1.0	4.4	1.5	2.0	4.5	333%	132%	4.0	
UPD modules	0.0	0.2	0.2	0.4	0.9	-	98%	0.9	
Nanoinks	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4	120%	15%	0.3	
Services	0.2	0.3	0.1	0.4	0.0	-	-	0.2	
Grants	0.1	0.8	0.4	0.5	0.4	189%	-17%	0.1	
Gross profit	-3.5	1.3	-2.4	-0.7	0.7	-	-	0.5	-
SG&A costs	4.0	5.4	4.8	4.7	3.6	-9%	-23%	4.7	
Marketing & sales	1.4	3.5	1.9	1.9	1.1	-25%	-45%	2.0	
G&A costs	2.5	1.8	2.9	2.7	2.5	0%	-8%	2.7	
EBITDA	-5.9	-2.7	-5.9	-3.8	-1.4	-	-	-2.3	-
EBIT	-7.5	-4.0	-7.2	-5.3	-2.9	-	-	-4.2	
Net profit	-7.7	-4.0	-7.3	-5.6	-3.3	-	-	-4.5	-
Gross margin	-	20.5%	-	-	12.5%			16.4%	-
OCF	-8.2	-1.4	-6.8	-4.2	-4.6	-	-		
Inventories	5.0	4.4	4.9	4.2	3.1	-38%	-27%		
Net debt	2.2	-20.8	-13.5	1.8	7.2	232%	287%		
Cash & cash equivalents	4.8	27.7	20.2	15.8	9.9	106%	-37%		
P/Sales 12M trailing	16.0	13.9	14.3	14.0	10.6				
EV/Sales 12M trailing	16.2	12.3	13.3	14.1	11.0				

Source: Company, Trigon

AILLERON (Buy; PLN 19)

Wyniki za 3Q25: Software Mind gorzej r/r, ale zgodnie z naszymi szacunkami, większa niż w poprzednim kwartale strata w Fintechu [lekko negatywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E
Revenues	145.5	161.6	143.8	139.4	134.8	-7%	-3%	139.9
Revenues FinTech	17.6	25.7	15.6	18.7	14.7	-16%	-21%	19.7
Revenues Software Mind	127.4	135.3	127.6	120.0	119.4	-6%	0%	119.6
Revenues other	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	5%	-4%	0.6
Opex FinTech	20.4	21.5	18.0	19.6	16.3	-20%	-17%	19.9
Opex Software Mind	106.2	126.5	110.4	108.6	105.8	0%	-3%	105.4
EBITDA	22.8	22.8	20.8	16.7	17.6	-23%	5%	19.7
EBIT	19.1	12.9	15.0	11.0	11.9	-38%	8%	14.0
EBIT FinTech	-2.8	4.2	-2.3	-0.8	-1.5	-	-	-0.2
EBIT Software Mind	21.2	8.8	17.2	11.4	13.7	-36%	20%	14.2
EBIT other	0.7	-0.1	0.2	0.4	-0.2	-	-	0.0
Net profit	4.8	7.7	0.6	7.0	8.9	86%	27%	3.7
P/E12M trailing	10.4	8.2	8.6	9.3	7.7			
Revenues y/y	27%	28%	35%	-2%	-7%			
EBITDA margin	16%	14%	14%	12%	13%			
EBIT margin	13%	8%	10%	8%	9%			
Net profit margin	3%	5%	0%	5%	7%			

Source: Company, Trigon

FINANSE

SANTANDER BANK POLSKA (Buy; PLN 630)

Decyzja KNF o podwyższeniu bufora innej instytucji o znaczeniu systemowym do 1,5%

- Dotychczas obowiązujący dla banku bufor O-SII wynosił 1,0% łącznej kwoty ekspozycji na ryzyko.

BNP PARIBAS BANK POLSKA (Buy; PLN 142)

Decyzja KNF o obniżeniu bufora innej instytucji o znaczeniu systemowym do 0,25%

- Dotychczas obowiązujący dla banku bufor O-SII wynosił 0,50% łącznej kwoty ekspozycji na ryzyko.

PALIWA I CHEMIA

GRUPA AZOTY (Under Review)

Podsumowanie konferencji wyników [lekko pozytywne]

Zarząd zakłada, że do wstępnego porozumienia ws. sprzedaży udziałów GA Polyolefins dojdzie do końca 2025r. Zaproponowana cena (1.02 mld PLN) odzwierciedla sytuację rynkową i kwoty z podobnych transakcji w Europie.

Efekt wprowadzonych ceł na import nawozów ze Wschodu będzie szczególnie widoczny od 1Q26. Od 2H26 oczekiwane są dalsze podwyżki ceł na nawozy z Rosji i Białorusi. Wolumen importu nawozów z Rosji i Białorusi spadł w 3Q25 o 66% r/r, a udział stanowi 23% (164 tys. ton). W związku z planowanym wejściem podatku CBAM od 01.2026, możliwy jest wzrost importu nawozów do Polski w 4Q25r.

Uгода z PGG na 63m PLN podwyższyła wynik na pozostałej działalności operacyjnej i wynik EBITDA.

Instalacja GA Polyolefins jest obecnie zatrzymana. Remont ma potrwać 2.5 msc.

ENERGETYKA I WYDOBYCIE

KGHM (Buy; PLN 213.4)

Dane wolumenowe za październik [neutralne]

Sales volumes	Oct-24	Sep-25	Oct-25	Y/Y	Q/Q	Oct-25E
Copper (kt)	63.7	60.3	58.4	-8%	-3%	60.6
KGHM Poland	51.5	47.5	48.7	-5%	3%	48.7
KGHM Int.	5.2	3.3	3.8	-27%	15%	4.3
Sierra Gorda (55%)	7.1	9.6	5.8	-18%	-40%	7.6
Silver (t)	138.8	104.9	110.1	-21%	5%	96.6
KGHM Poland	136.9	102.1	107.7	-21%	5%	94.3
KGHM Int.	0.0	0.1	0.7	-	600%	0.5
Sierra Gorda (55%)	1.9	2.7	1.7	-11%	-37%	1.8
TPM (ktroz)	13.4	10.4	18.4	37%	77%	13.1
KGHM Poland	6.0	4.6	13.6	127%	196%	7.3
KGHM Int.	4.3	2.5	3.4	-21%	36%	3.0
Sierra Gorda (55%)	3.1	3.2	1.4	-55%	-56%	2.8
Molybdenum (mn lb)	0.5	0.8	0.9	80%	13%	0.5
Sierra Gorda (55%)	0.5	0.8	0.9	80%	13%	0.4

Production volumes	Oct-24	Sep-25	Oct-25	Y/Y	Q/Q	Oct-25E
Copper (kt)	61.5	60.1	60.7	-1%	1%	60.6
KGHM Poland	48.5	48.7	50.5	4%	4%	48.7
KGHM Int.	6.3	3.1	3.6	-43%	16%	4.3
Sierra Gorda (55%)	6.8	8.3	6.5	-4%	-22%	7.6
Silver (t)	118.3	84.8	113.6	-4%	34%	106.7
KGHM Poland	116.5	82.5	111.4	-4%	35%	104.8
Sierra Gorda (55%)	1.8	2.3	2.2	22%	-4%	1.8
TPM (ktroz)	14.2	8.5	13.9	-2%	64%	13.1
KGHM Poland	6.0	2.9	9.4	57%	224%	7.3
KGHM Int.	5.3	2.7	2.8	-47%	4%	3.0
Sierra Gorda (55%)	2.9	2.9	1.7	-41%	-41%	2.8
Molybdenum (mn lb)	0.6	0.6	0.4	-33%	-33%	0.4
Sierra Gorda (55%)	0.6	0.6	0.3	-50%	-50%	0.3

Source: Company, Trigon DM

JSW (Under Review)

Uchylenie postanowienia o odmowie wszczęcia postępowania ws. zwrotu składki solidarnościowej [pozytywne]

Minister energii wydał postanowienie uchylające postanowienie ministra klimatu i środowiska odmawiające JSW wszczęcia postępowania w sprawie stwierdzenia nadpłaty i zwrotu składki solidarnościowej

„Minister energii dokona oceny argumentów emitenta oraz żądania zwrotu składki solidarnościowej i wyda merytoryczną decyzję po zakończeniu postępowania administracyjnego”

ENERGETYKA

M. Motyka o taryfie G [negatywne]

„Od nowego roku ceny taryf zatwierdzonych przez prezesa Urzędu Regulacji Energetyki będą niższe, znacznie niższe. Wierzymy, że niższe niż mrożona dzisiaj stawka 500 zł za megawatogodzinę. A jednostkowe opłaty, choć niektóre rosną, niektóre spadają, nie wpłyną na wzrost cen powyżej 50 proc. Liczymy na to, że te ceny pozostaną na niezmienionym poziomie od nowego roku. To jest realne. To jest możliwe. Do tego dążymy” - Miłosz Motyka, Minister Energii.

KONSUMENT

SPRZEDAŻ DETALICZNA

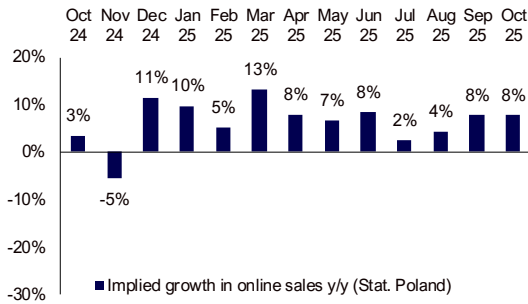
Październik'25: +5,4% r/r w cenach stałych vs. konsensus +3,9% r/r, +6,7% m/m vs. kons. +5,0% m/m

Retail Sales y/y	I-X '24	I-X '25	Oct 24	Oct 25	Cons.	Weight
Constant prices						
Total	2.4%	4.3%	1.3%	5.4%	3.9%	
Food, beverages and tobacco products	-0.7%	-0.7%	-1.2%	0.6%		25.8%
Solid, liquid and gaseous fuels	7.2%	4.3%	-9.1%	4.7%		13.3%
Motor vehicles, motorcycles, parts	19.7%	10.4%	24.1%	15.6%		7.9%
Furniture, radio, TV and household appliances	-6.2%	15.1%	-3.6%	13.9%		7.8%
Pharmaceuticals, cosmetics and orthopaedic equipment	7.4%	5.1%	9.6%	5.6%		7.7%
Textiles, clothing, footwear	-12.7%	10.8%	-12.8%	9.0%		5.9%
Current prices						
Total	3.0%	4.7%	2.3%	5.5%	3.9%	
Food, beverages and tobacco products	2.7%	4.5%	3.5%	4.6%		25.8%
Solid, liquid and gaseous fuels	1.7%	-0.8%	-11.2%	2.3%		13.3%
Motor vehicles, motorcycles, parts	15.5%	4.2%	17.7%	8.9%		7.9%
Furniture, radio, TV and household appliances	-4.8%	13.6%	-3.7%	11.5%		7.8%
Pharmaceuticals, cosmetics and orthopaedic equipment	9.9%	7.4%	13.0%	7.4%		7.7%
Textiles, clothing, footwear	-12.7%	9.4%	-14.3%	7.8%		5.9%

Source: Statistics Poland, PAP, Trigon

Online sales	Oct 24	Oct 25
Total	9.1%	9.3%
Food, beverages and tobacco products	0.6%	0.8%
Motor vehicles, motorcycles, parts	1.3%	6.4%
Furniture, radio, TV and household appliances	19.0%	18.9%
Pharmaceuticals, cosmetics, orthopaedic equipm	6.0%	6.2%
Textiles, clothing, footwear	25.9%	24.9%

Source: Statistics Poland, Trigon



TMT

AGORA

Dzięki przedłużeniu funkcjonowania podatkowej grupy kapitałowej podatek będzie niższy o ok. 10mln PLN w '26

CYBER_FOLKS (Buy; PLN 218)

Spółka w ramach skupu akcji własnych nabędzie 50tys. akcji @ 200 PLN za papier

- Łączna cena wyniesie 10mln PLN;
- Średnia stopa redukcji złożonych ofert wyniosła 99,46%.

GAMING

CREEPY JAR (Buy; PLN 538)

Podsumowanie konferencji powynikowej [lekko pozytywne]

- Proces produkcyjny SR przebiega zgodnie z planem, obecnie zespół skupia się na stabilizacji i wydajności build'a EA, spółka potwierdza datę premiery 6 stycznia;
- Spółka liczy, że otwarte testy coop będą dobrą okazją do podbicia zainteresowania grą oraz do detekcji ewentualnych błędów jakie jeszcze występują. Content tego builda będzie zbliżony do tego z testów single (fragment gry);
- Oprócz w/w testów spółka oprze działania marketingowe poprzez udostępnienie finalnej wersji gry content creator'om w połowie grudnia (publikacja materiałów kilka dni przed premierą), release trailer, publikacja roadmapy rozwoju gry, używanie banerów i bundle'i przy crosspromocji z Green Hell;
- Studio pracuje już nad pierwszym dużym dodatkiem, który ma się pojawić możliwie jak najszybciej po launch'u EA;
- Przelicznik między liczbą followers a wishlist to nieco ponad 10x (liczba followersów to ok. 57 tys.);
- Gra będzie w EA co najmniej 12 miesięcy (być może dłużej, raczej nie krócej) – to samo tyczy się premiery wersji konsolowych.

INDUSTRIALS

SAAB (Buy; SEK 640)

Otrzymanie od Szwecji zamówienia na naziemny system obrony powietrznej

- Saab otrzymał zamówienie od Szwedzkiej Administracji Materiałów Obronnych (FMV) na czujniki i systemy dowodzenia i kontroli (sensors and C2 systems) dla naziemnego systemu obrony powietrznej dla brygad;
- Wartość zamówienia wynosi ~2,1mld SEK, dostawy odbędą się w latach 2027-2028.

SPYROSOFT

Spółka deklaruje rozwój organiczny i przejęcia

- W dłuższej perspektywie spółka chce wejść na rynek państw Zatoki Perskiej;
- Zarząd jest spokojny o realizację strategicznych celów (wzrost organiczny przychodów o średnio 25-35% rocznie i marżę EBITDA na poziomie 11-14%).

BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

ARCHICOM (Buy; PLN 60)

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q25 [neutralne]

#Sprzedaż, bank ziemi

- Oferta na koniec września obejmowała 2,905 mieszkań (-1% kw./kw.), z czego 263 należało do Echo. Nie uwzględnia ona 706 mieszkań w przedsprzedaży.
- Ok. 50% obecnej oferty stanowią lokale z segmentu popularnego.
- W 1-3Q25 Grupa wprowadziła do sprzedaży 2,391 lokali (Kraków, Warszawa, Łódź, Poznań i Wrocław).
- Bank ziemi na koniec września opiewał na 11,908 lokali (vs. 12,599 kwartał temu).
- Na koniec września Grupa posiadała 6,407 lokali w realizacji, z czego 61% było już sprzedane (vs. 6,404/55% kwartał temu).
- W 1-3Q25 Grupa wydała na grunty ok. 250mln PLN, natomiast w całym roku powinno być to ok. 500mln PLN.
- W najbliższym czasie Zarząd spodziewa się dalszej stabilizacji cen mieszkań na rynku pierwotnym.
- Sprzedaż w październiku była „rekordowa”.
- Zdaniem Zarządu ustawa o jawności cen nie zaburzyła rynku, a średni efekt na ceny był neutralny.
- Obecnie ok. 50% sprzedaży generują transakcje kredytowe.

#Guidance/Outlook

- Potencjał przekazań w całej Grupie w FY25E wynosi ok. 2,400 lokali, z czego 1,500 lokali w samym Archicomie.
- Cel sprzedażowy na FY25 wynosi 2,800 – 3,000 lokali (vs. 3,000 poprzednio).
- Zarząd podtrzymał plan sprzedaży 4,000 lokali w FY26E.
- W kolejnych latach koszty SG&A powinny kształtować się na poziomie ok. 50 tys. PLN na mieszkanie vs. 84 tys. PLN obecnie.
- Przekazania w 4Q25E będą koncentrować się wokół projektu Modern Mokotów, którego 1 etap jest sprzedany w 90%.
- Zarząd spodziewa się utrzymania marż brutto w przedziale 30-40% w okresie FY26-27E.

ATAL (Buy; PLN 70)

Zarząd spółki ustanowił program emisji obligacji o wartości nominalnej do 100mln PLN

- Obligacje będą emitowane w jednej lub w wielu seriach w okresie do 31 stycznia 2026 roku.

MENNICA POLSKA

Podsumowanie po prezentacji wyników za 3Q25

#Segment deweloperski

- Spółka chce niebawem ruszyć ze sprzedażą kolejnego etapu projektu Bulwary Praskie;
- Sprzedaż wcześniejszych lokali spółka rozpocznie rozpoznawać w wynikach w '26;
- Przejęcie kontroli w spółce Mennica Towers zapewni grupie stabilne i regularne wyniki w długoterminowej perspektywie;
- W kolejnych sprawozdaniach finansowych grupa wyodrębni segment nieruchomościowy, gdzie będą prezentowane wyniki najmu;
- Obecnie procedowane albo otrzymane są pozwolenia na 1,5 tys. mieszkań;

#Segment menniczny

- Przyszły rok zapowiada się dobrze pod względem wyników;
- Przyszłoroczna produkcja jest już w zasadzie zakontraktowana.

HEALTHCARE & BIOTECH

SELVITA (Buy; PLN 43)

Zawarcie z NCBIr umowy o dofinansowanie projektu w ramach programu FENG

- Umowa dotyczy projektu "Opracowanie technologii DRUG-PREDICT do przedklinicznej predykcji efektywności klinicznej związków biologicznie aktywnych w indykacji nowotworów jelita grubego i trzustki, opartej o translacyjne modele przedkliniczne in vitro i in vivo wspomaganie narzędziem ML umożliwiającej identyfikację najlepszych innowacyjnych kandydatów na lek i optymalnych grup pacjentów";
- Całkowity koszt kwalifikowany projektu ma wynieść 17,2mln PLN netto, z czego dofinansowanie stanowi 12,9mln PLN, w tym dla spółki 6,67mln PLN, dla Uniwersytetu Jagiellońskiego Collegium Medicum 6,2mln PLN.

POZOSTAŁE INFORMACJE

BOWIM: Zawarcie aneksu do umowy przedwstępnej sprzedaży większościowego pakietu udziałów w BPT Steel Sp. z o.o.

- Na podstawie aneksu umowa przyrzeczona zostanie zawarta do dnia 31 marca 2026 roku.

KINO POLSKA TV: Podsumowanie po prezentacji wyników za 3Q25

- Spółka zapowiada kontynuowanie w przyszłym roku zwiększonych inwestycji w swoje kanały telewizyjne;
- W planach jest „nowa dynamika” dla kanału Zoom TV, który ma być oferowany międzynarodowo;
- W 1Q26, będzie pierwszym okresem spółki, w którym kanał Zoom TV nie będzie miał już nadawania naziemnego na MUX 8 (Multiplex 8);
- Spółka mocno pracuje nad dywersyfikacją przychodów pomiędzy Polską a pozostałymi rynkami międzynarodowymi;
- Wartość rynku reklamy w Polsce będzie rósł w '26, ale nie będą to duże przyrosty.

NTT SYSTEM: Konsorcjum ze spółką NTT System wybrane w przetargu z KPO jako dostawca laptopów dla uczniów

- Łączna wartość dostaw realizowanych przez konsorcjum wynosi 154,3mln PLN brutto, obejmując blisko 54 tys. sztuk laptopów.

PROTEKTOR: Spółka zawarła umowę objęcia 4 mln akcji serii F z Luma Holding Limited o łącznej wartości 2mln PLN

- Cena emisyjna wyniosła 0,50 PLN za akcję.

QNA TECHNOLOGY: Rozpoczęcie subskrypcji prywatnej akcji serii G, zakończenie nastąpi najpóźniej do dnia 10 grudnia 2025 roku**RAFAMET: Zawarcie umów z firmą Baikonur Stroy Snab LLC na dostawę i montaż tokarki podtorowej typu UGE**

- Łączna wartość umów wynosi 4,28mln PLN;
- Dostawa i montaż mają zostać zrealizowane pod koniec 2Q26.

INSIDER TRADING

ASTARTA HOLDING

Albacon Ventures Limited, podmiot związany z prezesem zarządu, kupił 1,8 tys. akcji @ 44,86 PLN.

CAPTOR THERAPEUTICS

Prezes zarządu kupił 1 tys. akcji @ 51,80 PLN.

DEVELIA

Endurance Fundacja Rodzinna, podmiot związany z wiceprezesem zarządu, sprzedał 365 tys. akcji @ 7,92 PLN.

ING BANK ŚLĄSKI

Wiceprezes zarządu sprzedał 1,2 tys. akcji @ 340,00 PLN.

SOPHARMA

Spółka sprzedała 3,4 tys. akcji @ 2,66-2,67 BGN.

TOWER INVESTMENTS

Floryda 1 Sp. z o.o. SKA, podmiot związany z prezesem zarządu, kupił 10 tys. akcji @ 10,00 PLN.

XTPL

Leonarto Funds SCA kupiło 28,7 tys. akcji @ 71,00 PLN.

ZMIANY W AKCJONARIACIE

TRANS POLONIA

Zwiększenie zaangażowania przez Fundacja Rodzinna Ivar z 4,97% (5,51% kapitału zakładowego) do 5,01% (5,56% kapitału zakładowego) głosów.

TRANSAKCJE PAKIETOWE

AUTO PARTNER

Wolumen: 98 tys. @ 15,59
% kapitału: 0,08

CASPAR AM

Wolumen: 900 tys. @ 3,00
% kapitału: 9,13

ORLEN

Wolumen: 55,4 tys. @ 57,65
% kapitału: 0,00

WALNE ZGROMADZENIA AKCJONARIUSZY

AILLERON: Uchwała NWZA w sprawie podziału spółki przez przeniesienie części majątku spółki na spółkę nowo zawiązaną – FlexSpace sp. z o.o.

QNA TECHNOLOGY: Uchwała NWZA w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji do 500 tys. akcji

- Emisja akcji serii G nastąpi w trybie subskrypcji prywatnej;
- Cena emisyjna akcji serii G wynosi 25 PLN;
- Umowy objęcia akcji zawierane będą przez spółkę do 10 grudnia 2025 roku.

TERMO-REX: Zwłókanie NWZA na dzień 22 grudnia 2025 roku w sprawie zmian w składzie RN i statucie 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	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	ACP		ITX		
08-12				LPP	
15-19			PCO		
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	103.2	27%	13,473	6.1	8.3	8.1	1.1	1.0	1.0	17%	12%	12%	27
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	142.0	114.5	24%	16,932	6.2	7.6	7.2	1.0	0.9	0.9	16%	12%	13%	—
Erste Bank	EBS	Hold	88.3	91.1	-3%	37,377	11.5	9.5	9.7	1.6	1.5	1.4	14%	15%	14%	80
Handlowy	BHW	Hold	120.0	102.2	17%	13,353	8.5	10.0	10.6	1.3	1.3	1.3	15%	13%	13%	47
ING	ING	Buy	355.0	347.5	2%	45,210	10.3	13.0	11.0	2.3	2.3	2.1	22%	17%	19%	65
Komerční banka	KOMB	Hold	1,110.0	1,175.0	-6%	223,308	13.1	13.1	12.4	1.8	1.8	1.7	13%	13%	14%	87
mBank	MBK	Sell	880.0	1,008.0	-13%	42,866	12.4	12.3	10.7	2.2	1.8	1.6	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	188.2	-12%	96,170	15.1	14.4	14.2	2.9	2.8	2.7	19%	19%	19%	76
OTP	OTP	Buy	36,925	33,680	10%	9,430	8.2	8.1	7.8	1.6	1.5	1.4	20%	18%	18%	84
Pekao	PEO	Buy	233.0	199.2	17%	52,284	7.7	9.3	9.0	1.5	1.5	1.4	20%	16%	16%	85
PKO BP	PKO	Buy	95.0	76.9	24%	96,075	9.4	9.0	8.4	1.7	1.6	1.5	18%	18%	18%	72
Santander	SPL	Buy	630.0	510.2	23%	52,137	8.9	9.4	8.7	1.5	1.5	1.5	17%	16%	17%	85
Kruk	KRU	Buy	560.0	463.4	21%	8,991	7.9	7.4	7.4	1.7	1.5	1.3	22%	20%	18%	77
PZU	PZU	Hold	62.5	62.7	0%	54,143	8.5	9.6	9.5	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	156.0	20%	377	11.3	27.6	11.6	3.7	6.4	3.4	—	—	—	15
AB	ABE	Buy	125.2	94.0	33%	1,645	8.8	8.7	8.4	5.5	5.6	5.4	—	—	—	37
AC	ACG	Under Review		24.1	-	222	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Buy	19.0	15.1	25%	187	10.9	9.4	7.7	7.4	6.1	5.3	0%	3%	7%	—
Allegro	ALE	Buy	43.0	31.3	38%	33,028	21.8	15.6	13.1	10.7	9.1	7.7	4%	5%	5%	93
Ambra	AMB	Buy	25.0	17.5	43%	442	9.9	8.9	7.7	4.4	4.1	3.8	6%	6%	6%	—
Amica	AMC	Under Review		57.9	-	450	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	14.0	13.9	1%	3,047	28.7	13.5	12.5	5.3	5.0	4.9	2%	1%	4%	89
Answear.com	ANR	Buy	37.9	26.5	43%	503	16.7	11.0	8.8	8.2	6.8	5.6	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	60.0	46.5	29%	2,720	18.7	7.6	3.7	14.3	6.9	3.3	4%	9%	13%	—
Arctic Paper	ATC	Under Review		8.1	-	564	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	16.7	13.1	27%	156	5.9	5.7	7.1	4.0	3.0	2.3	0%	0%	9%	—
Asbis	ASB	Buy	37.0	29.6	25%	1,644	9.0	6.8	6.1	6.3	5.2	4.7	6%	5%	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	186.0	21%	15,438	25.4	22.8	21.3	—	—	—	2%	4%	4%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	85.0	66.4	28%	3,446	18.2	16.4	14.8	10.6	9.5	8.7	3%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	70.0	54.9	28%	2,375	11.6	6.1	5.2	13.1	7.7	5.9	10%	6%	13%	—
Auto Partner	APR	Buy	26.5	16.2	64%	2,116	10.1	8.9	7.6	7.1	6.4	5.6	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	19	—	1,851	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Benefit Systems	BFT	Buy	4,500.0	3,290.0	37%	10,777	22.9	16.7	12.9	11.0	8.4	7.2	0%	3%	4%	63
Bioceltix	BCX	Buy	127.2	88.3	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	36.0	23.7	52%	458	6.9	37.4	15.9	4.6	6.2	6.0	0%	9%	2%	—
Budimex	BDX	Buy	700.0	629.0	11%	16,058	25.7	21.5	17.4	15.3	12.7	10.0	4%	4%	4%	54
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.2	54.0	115%	280	—	4.3	—	—	2.3	—	0%	0%	0%	—
CCC	CCC	Buy	210.0	134.9	56%	10,391	18.1	12.8	10.0	7.7	6.3	5.2	0%	0%	0%	87
CD Projekt	CDR	Buy	306.9	231.5	33%	23,129	52.0	74.9	14.0	41.6	62.0	9.6	0%	0%	0%	88
Celon Pharma	CLN	Buy	42.6	21	106%	1,115	—	199.7	56.0	391.5	17.2	12.4	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	966.5	1,275.0	-24%	685,937	21.9	20.3	21.8	6.4	8.0	8.1	4%	4%	4%	82
CI Games	CIG	Sell	2.1	3.0	-32%	580	67.4	—	5.7	17.0	794.1	3.3	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	538.0	434.0	24%	304	17.4	20.5	10.8	12.7	8.2	4.5	3%	6%	5%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	450.0	359.0	25%	1,025	64.2	22.0	13.9	28.1	11.8	7.6	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Hold	57.0	52.4	9%	1,074	16.5	13.3	11.4	7.9	6.9	6.2	4%	6%	7%	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	18.0	17%	8,741	6.9	6.8	5.5	9.1	9.4	8.1	—	—	—	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	177.4	23%	2,717	49.1	30.8	20.4	18.9	14.3	11.5	2%	1%	1%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Hold	16.0	11.7	37%	7,457	17.7	10.4	8.5	6.2	5.6	5.3	0%	0%	9%	70
Dadelo	DAD	Hold	68.0	58.0	17%	677	34.1	28.3	21.7	21.4	16.9	13.6	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Buy	10.0	7.7	29%	3,582	8.8	7.4	7.0	8.1	6.0	5.6	7%	8%	10%	31
Diagnostyka	DIA	Hold	195.0	173.6	12%	5,858	21.0	18.5	15.9	11.0	9.7	8.5	2%	2%	3%	—
Digital Network	DIG	Hold	98.0	134.0	-27%	568	18.0	17.4	16.7	11.3	10.3	9.5	4%	4%	4%	—
Dino Polska	DNP	Buy	53.0	42.0	26%	41,167	24.1	18.9	14.9	15.3	12.0	9.4	0%	0%	0%	47
Dom Development	DOM	Buy	300.0	277.0	8%	7,146	11.1	9.4	8.8	9.2	7.6	7.0	5%	6%	7%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.8	20%	2,410	—	8.9	4.1	15.7	6.7	2.9	7%	9%	14%	—
Erbud	ERB	Hold	30.0	28.2	6%	336	68.0	13.0	10.7	5.4	3.8	3.9	6%	6%	5%	—
Enea	ENA	Buy	23.5	20.2	16%	10,722	3.5	4.2	4.9	3.0	3.8	4.7	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		7.3	-	1,009	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Fabritry Holding	FAB	Buy	33.0	25.9	27%	72	15.6	10.5	8.8	8.3	6.3	5.6	12%	8%	8%	—
Ferro	FRO	Hold	35	29	21%	616	10.7	13.1	8.5	7.9	8.8	5.8	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,797	9,800	41%	1,826,474	6.9	5.4	5.0	4.7	3.6	2.9	5%	6%	9%	81
GPW	GPW	Hold	60.0	62.1	-3%	2,606	13.1	13.6	12.7	10.4	9.9	9.0	5%	5%	6%	67
Grenewia	GEA	Under Review		3.2	-	1,822	—	—	—	—	—	—	—	—	—	59
Grupa Pracuj	GPP	Hold	68.0	55.5	23%	3,824	16.4	14.5	12.9	10.8	9.6	8.4	4%	4%	5%	—
GTC	GTC	Sell	3.5	3.4	2%	1,970	33.9	13.3	16.7	20.6	15.9	17.3	0%	4%	3%	63
Huuuge	HUG	Buy	27.3	23.2	18%	1,038	4.1	5.2	6.1	2.2	2.7	3.5	31%	16%	16%	5
H&M	HMB	Sell	135.0	172.3	-22%	276,454	24.1	19.7	18.8	8.6	7.9	7.6	4%	4%	4%	98
Inditex	ITX	Buy	56.0	47.5	18%	148,166	24.1	21.3	19.4	12.9	11.6	10.6	4%	4%	4%	99
InPost	INPST	Buy	14.5	9.5	52%	20,076	20.1	14.8	13.2	7.0	6.0	5.3	0%	0%	0%	84
Inter Cars	CAR	Buy	720	543	33%	7,693	10.4	8.7	7.6	8.1	7.3	6.5	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	24.0	21.3	13%	13,417	24.1	16.5	14.3	7.7	6.5	5.9	3%	3%	4%	86
JSW	JSW	Under Review		24	-	2,794	—	—	—	—	—	—	—	—	—	56
Kęty	KTY	Hold	1,050.0	940.0	12%	9,233	15.8	13.5	12.2	10.2	9.1	8.5	6%	5%	6%	50
KGHM	KGH	Buy	213.4	198.4	8%	39,670	19.9	9.6	10.0	4.7	4.1	4.2	0%	1%	1%	58
LPP	LPP	Buy	22,600	16,830	34%	31,235	15.0	12.7	10.9	7.3	6.5	5.6	4%	4%	5%	75
Mabion	MAB	Under Review		7.6	—	141	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		63.4	-	423	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	285.0	229.0	24%	3,194	41.3	29.1	23.3	12.2	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	-	229	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Buy	18.5	14.9	24%	1,638	15.2	11.8	9.4	8.8	7.3	5.6	1%	1%	1%	—
MLP Group	MLG	Buy	100.0	79.0	27%	1,896	6.7	4.9	4.3	10.4	8.6	8.2	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	320.4	299.0	7%	1,050	14.7	12.7	10.4	10.1	8.1	6.7	4%	4%	3%	—
MOL	MOL	Buy	3,161.8	2,924.0	8%	2,198	5.8	5.1	5.6	3.2	3.1	3.2	9%	9%	9%	87
Molecure	MOC	Buy	17.8	6.1	193%	125	—	3.0	2.8	—	1.5	1.2	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	50.0	38.4	30%	1,565	5.3	6.2	5.7	5.5	6.2	5.6	13%	14%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	160.7	116.9	37%	14,408	35.8	19.9	16.5	7.1	6.0	5.0	2%	2%	0%	91
Neuca	NEU	Sell	690.0	815.0	-15%	3,712	23.9	20.0	16.7	10.7	9.8	8.5	2%	2%	2%	79
Newag	NWG	Under Review		100.2	-	4,509	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
OMV	OMV	Hold	48.2	48.2	0%	15,775	13.5	10.8	10.0	4.5	4.8	4.7	10%	10%	10%	95
Onde	OND	Hold	9.3	8.4	11%	456	20.3	17.4	17.3	6.3	5.8	5.5	4%	3%	3%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	130.0	89.0	46%	1,000	12.8	12.2	9.9	8.3	8.0	7.0	8%	6%	7%	—
Orange	OPL	Buy	10.6	9.2	15%	12,124	14.6	12.4	11.5	4.7	4.4	4.4	6%	6%	7%	61
Orlen	PKN	Hold	97.6	95.2	3%	110,510	7.9	7.2	7.5	3.3	3.7	4.0	6%	7%	6%	65
PCF Group	PCF	Under Review		3.3	-	143	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	230.0	204.5	12%	102,250	5.2	4.9	4.4	5.2	4.4	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	13.0	54%	323	15.2	6.2	5.4	8.3	5.4	4.4	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	28.4	27.9	2%	16,117	18.6	13.9	12.4	6.3	5.7	5.3	—	—	—	53
PGE	PGE	Buy	12.8	9.7	32%	21,764	5.2	4.5	5.0	3.2	4.3	5.0	0%	0%	0%	41
Playway	PLW	Buy	375.0	262.0	43%	1,729	13.9	8.3	8.7	9.6	6.0	6.4	9%	9%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	73.4	56.2	31%	4,340	37.0	24.0	30.0	11.1	10.4	11.1	0%	0%	0%	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	215.0	127.1	69%	1,850	7.5	8.3	7.9	4.4	4.2	3.9	6%	6%	6%	—
Rawlplug	RWL	Under Review		13.2	-	408	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	55.9	25.6	119%	591	—	8.2	2.3	—	3.6	0.5	0%	0%	0%	—
SAAB	SAABB	Buy	640.0	459.0	39%	249,413	41.4	32.3	24.4	23.0	18.8	14.6	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	224.0	145.2	54%	396	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selena FM	SEL	Under Review		37.8	-	863	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	43.0	44.0	-2%	833	—	29.4	18.9	15.9	11.0	9.2	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	59.0	49.7	19%	1,398	31.6	23.1	17.8	18.1	14.0	11.1	2%	2%	3%	—
Stalprodukt	STP	Under Review		241.0	-	1,301	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Śnieżka	SKA	Hold	85.0	82.2	3%	1,037	15.7	14.8	13.0	8.5	8.2	7.6	—	—	—	—
Synektik	SNT	Buy	300.0	277.8	8%	2,369	19.2	14.2	14.3	12.0	8.8	8.8	3%	4%	6%	—
Tauron	TPE	Hold	10.2	9.1	12%	15,948	4.6	5.9	5.4	4.4	5.0	4.9	0%	3%	3%	42
Ten Square Games	TEN	Hold	98.5	89.4	10%	579	7.4	9.0	8.8	4.7	5.8	5.5	18%	14%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	70.0	58.8	19%	1,351	17.9	13.8	10.2	9.3	7.3	4.4	2%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.6	26%	717	8.0	8.3	7.6	5.4	5.5	4.8	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400.0	273.3	46%	377,085	3.4	3.7	3.7	3.6	3.4	3.1	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Buy	162.2	125.4	29%	984	20.1	8.0	7.4	5.5	5.3	5.3	5%	3%	4%	—
Voxel	VOX	Hold	176.0	143.0	23%	1,502	15.2	11.9	11.4	8.1	6.6	6.0	2%	3%	4%	—
VRG	VRG	Under Review		4.8	-	1,123	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wielton	WLT	Under Review		6.3	-	465	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Buy	80.0	57.5	39%	1,712	15.5	10.5	9.0	6.1	4.9	4.7	5%	4%	5%	72
Wittchen	WTN	Sell	16.0	16.9	-5%	312	10.9	10.0	10.3	5.1	5.1	4.9	0%	5%	6%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	11.8	2%	1,220	6.4	74.7	41.4	5.6	4.9	4.1	0%	0%	0%	75
XTB	XTB	Buy	94.6	69.2	37%	8,140	10.1	7.6	6.5	5.8	4.3	3.4	8%	7%	10%	32
XTPL	XTP	Buy	100.0	72.0	39%	191	—	—	19.5	—	45.4	9.6	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Buy	30.0	23.7	27%	23,750	28.1	18.0	13.7	8.4	7.0	6.0	—	—	—	—

*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

CEE EQUITY RESEARCH

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

EQUITY SALES

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

SALES TRADING

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