

## Daily

CEE | Equity Research

## HIGHLIGHTS

**FINANCIALS****PKO BP:** Inwestorzy detaliczni zapisali się na listy zastawne PKO BH o wartości 525mln PLN**OIL, GAS & CHEMICALS****ORLEN:** Czechy planują wprowadzenie limitu cen paliw i opodatkowanie rafinacji w Orlenie [lekko negatywne]**ORLEN:** Unijny windfall tax trafia na agendę [lekko negatywne]**MOL:** Ramp-up instalacji DCU w Rijeka [lekko pozytywne]**UTILITIES & MINING****PGE:** Ramp-up MFW Baltica 2 w 2Q27 [neutralne]**CONSUMER****ALLEGRO.EU:** Rada dyrektorów zdecydowała o podwyższeniu maksymalnej ceny akcji w ramach buy-backu z 45 PLN do 50 PLN za papier w ramach I fazy buybacku**ALLEGRO.EU:** Spółka zakończyła Fazę I programu skupu akcji własnych**INTER CARS:** Podsumowanie spotkania z inwestorami po wynikach 1H26 [lekko pozytywne]**NEUCA:** UOKiK nakłada na spółkę ok. 500mln PLN kary za udział w porozumieniu ograniczającym konkurencję [negatywne]**RYNEK E-COMMERCE:** Amazon otworzył centrum logistyczne na Dolnym Śląsku**TMT****DIGITAL NETWORK:** Podsumowanie webinaru z zarządem**SPYROSOFT:** Podsumowanie konferencji prasowej z zarządem spółki**RYNEK MEDIÓW:** Paramount Skydance osiągnął porozumienie ze stanami, które dotąd blokowały przejęcie Warner Bros. Discovery**INDUSTRIALS****CSG:** CSG analizuje projekty akwizycji i JV's w Polsce - przedstawiciele CSG Polska**AMICA:** Podsumowanie konferencji wynikowej [lekko negatywne]**COMMODITIES:** Podsumowanie najważniejszych wydarzeń na rynku surowców z ostatnich tygodni**CONSTRUCTION & REAL ESTATE****MLP GROUP:** Potwierdzenie przez Fitch ratingu spółki na poziomie BB+, perspektywa stabilna**MURAPOL:** Wprowadzenie do oferty 127 mieszkań w ramach Murapol LifePark w Warszawie**STRABAG:** Oferta w wysokości 233 mln PLN netto, najniższa w przetargu Polskich Portów Lotniczych**SKANSKA:** Kontrakt na budowę centrum danych w USA o wartości 84 mln USD**BUDOWNICTWO MIESZKANIOWE:** Sierpień '26: Mieszkania oddane do użytkowania przez deweloperów: 11.9tys. (+12.4% r./r., YTD +3% r./r.)**PRODUKCJA BUDOWLANO-MONTAŻOWA:** Sierpień '26: +6.7% r./r. vs. konsensus +7.0% r./r. [neutralne]

## TRIGON DM COVERAGE

**RECOMMENDATIONS**

## CORPORATE CALENDAR

**FINANCIAL RESULTS**

FINANCIALS

**PKO BP (PKO PW; HOLD; TP PLN 122)**  
Inwestorzy detaliczni zapisali się na listy zastawne PKO BH o wartości 525mln PLN

OIL, GAS & CHEMICALS

**ORLEN (PKN PW; HOLD; TP PLN 156.5)**  
**Czechy planują wprowadzenie limitu cen paliw i opodatkowanie rafinacji w Orlenie [lekko negatywne]**  
- Rząd Czech 21 września zatwierdził projekt dot. limitu cen paliw, a także opodatkowanie rafinerii (przychody >2mld CZK, ma objąć tylko Orlen) od 1 października – minister finansów, Alena Schillerova.  
- Podatek od nadzwyczajnych zysków rafinerii ma obowiązywać w 2026 i 2027r. Wg. szacunków wpływy z podatku mają wynieść 260m USD w 2026r. Podatek w rafinacji ma objąć 50% wzrostu marż ponad poziom z 2025r. (LINK, LINK2)  
- Maksymalna cena benzyny i oleju napędowego będzie ustalana codziennie. Do tej wartości zostanie doliczona regulowana marża w wysokości 2,50 CZK na litr, czyli około 0.12 USD/l.  
- Do końca października planowane jest również obniżenie akcyzy na olej napędowy z 9,95 do 8,011 CZK/l – do minimalnego poziomu dopuszczalnego w UE.  
- Proponowany podatek nadal wymaga zatwierdzenia przez czeski parlament.

**ORLEN (PKN PW; HOLD; TP PLN 156.5)**  
**Unijny windfall tax trafia na agendę [lekko negatywne]**  
- Irlandzka prezydencja (minister finansów, Simon Harris) zapowiedział, że zwróci się do KE z prośbą o przedstawienie propozycji opodatkowania nadzwyczajnych zysków koncernów paliwowych podczas posiedzenia ECOFIN 9 października. Przyznał, że stanowiska państw UE są w tej sprawie podzielone.  
- Pierwotnie rozmowy w sprawie unijnego windfall tax nie znajdowały się w agendzie piątkowego spotkania, ale pod presją rządów zdecydowano się uwzględnić tę kwestię na październikowym spotkaniu.  
- Polityka Insight: „precedens z 2022r., gdy uzgodniono wprowadzenie składki solidarnościowej, pokazuje, że możliwe jest przyjęcie nadzwyczajnego mechanizmu opodatkowania większością kwalifikowaną, na podstawie art. 122 TFUE, bez konieczności uzyskania jednomyślności państw członkowskich.”

**MOL (MOL HB; HOLD; TP HUF 4,527)**  
**Ramp-up instalacji DCU w Rijeka [lekko pozytywne]**  
Instalacja została z powodzeniem uruchomiona i od 1 września pracuje na poziomie ok. 70% capacity. Planowany wzrost yieldu diesla: +30%.

UTILITES & MINING

**PGE (PGE PW; BUY; TP PLN 11.9)**  
**Ramp-up MFW Baltica 2 w 2Q27 [neutralne]**  
- „Zakończenie budowy Baltica 2 zaplanowane jest do końca 2027 roku, natomiast farma już znacznie wcześniej będzie produkowała energię elektryczną”  
- Ostateczne decyzje ws. dwóch kolejnych projektów farm - Baltica 3 i 9+ - zapadną nie wcześniej niż za rok – P. Dziubałtowski, wiceprezes PGE

CONSUMER

**ALLEGRO.EU (ALE PW; BUY; TP PLN 52)**  
Rada dyrektorów zdecydowała o podwyższeniu maksymalnej ceny akcji w ramach buy-backu z 45 PLN do 50 PLN za papier w ramach I fazy buybacku

**ALLEGRO.EU (ALE PW; BUY; TP PLN 52)**  
**Spółka zakończyła Fazę I programu skupu akcji własnych**  
- W ramach programu spółka nabyła 17,9 mln akcji, stanowiących 1,76% kapitału zakładowego;  
- Łączna wartość transakcji wyniosła 800mln PLN;  
- Skup był realizowany od 15 lipca do 21 września 2026 roku;  
- Średnia cena zakupu wynosiła 44,74 PLN za akcję.

MARKET QUOTES

| INDICES           | Price   | Change (%) |      |     |
|-------------------|---------|------------|------|-----|
|                   |         | 1D         | 1M   | 1Y  |
| WIG               | 158,382 | 2.2%       | 4%   | 50% |
| WIG20             | 4,215   | 2.2%       | 5%   | 50% |
| mWIG40            | 10,605  | 2.4%       | 0%   | 36% |
| sWIG80            | 31,101  | 0.9%       | -2%  | 2%  |
| PX (Prague)       | 2,750   | 1.1%       | -1%  | 19% |
| BUX (Budapest)    | 152,997 | 0.2%       | 3%   | 54% |
| BET (Bucharest)   | 31,909  | -2.6%      | -12% | 54% |
| BIST30 (Istanbul) | 16,391  | 1.3%       | -2%  | 29% |
| DAX               | 25,575  | 1.1%       | -2%  | 9%  |
| FTSE 100          | 10,739  | 0.7%       | -1%  | 16% |
| STOXX Europe 600  | 642     | 1.0%       | -2%  | 16% |
| S&P 500           | 7,765   | 1.5%       | 1%   | 16% |
| NASDAQ 100        | 30,482  | 2.8%       | 4%   | 23% |
| Nikkei 225        | 65,019  | 0.0%       | -1%  | 42% |
| Shanghai Comp     | 3,951   | 1.0%       | 1%   | 3%  |

| BONDS             | Rate | Change (bps) |      |        |
|-------------------|------|--------------|------|--------|
|                   |      | 1D           | 1M   | 1Y     |
| PL 5Y bond yield  | 5.8% | -15.7        | 45.0 | 85.6   |
| PL 10Y bond yield | 6.2% | -10.6        | 26.2 | 67.9   |
| CZ 10Y bond yield | 5.3% | -6.1         | 31.5 | 85.9   |
| HU 10Y bond yield | 5.7% | 3.0          | 19.0 | -116.0 |
| RO 10Y bond yield | 7.2% | 1.3          | 26.8 | -4.2   |
| WIBOR 3M          | 3.8% | -1.0         | 1.0  | -90.0  |
| EURIBOR 3M        | 2.6% | -1.3         | 12.0 | 59.1   |

| CURRENCIES | Rate  | Change (%) |       |        |
|------------|-------|------------|-------|--------|
|            |       | 1D         | 1M    | 1Y     |
| USD/PLN    | 3.79  | -0.1%      | 2.5%  | 5%     |
| EUR/PLN    | 4.35  | 0.0%       | 0.9%  | 2.1%   |
| EUR/USD    | 1.15  | 0.1%       | -1.6% | -2.8%  |
| GBP/PLN    | 5.07  | -0.1%      | -0.7% | -3.9%  |
| CZK/PLN    | 0.18  | 0.0%       | 0.0%  | -1.7%  |
| HUF/PLN    | 0.012 | 0.0%       | -1.3% | -8.9%  |
| RON/PLN    | 0.83  | 0.0%       | -0.7% | 1.5%   |
| CNY/PLN    | 0.57  | 0.1%       | -2.9% | -10.4% |

| COMMODITIES                | Price  | Change (%) |     |      |
|----------------------------|--------|------------|-----|------|
|                            |        | 1D         | 1M  | 1Y   |
| Gold (USD/toz)             | 4,336  | -0.3%      | -6% | 16%  |
| Silver (USD/toz)           | 65.5   | -1%        | -5% | 49%  |
| Copper (USD/t)             | 14,661 | 1.0%       | 3%  | 47%  |
| Zinc (USD/t)               | 3,927  | 0.2%       | 3%  | 36%  |
| Molybdenum (USD/lb)        | 33.6   | 0.1%       | 0%  | 33%  |
| Iron ore (USD/t)           | 97     | -0.1%      | 2%  | -8%  |
| HCC (USD/t)                | 263    | 0.4%       | 5%  | 22%  |
| HRC EU (EUR/t)             | 740    | 0.7%       | 5%  | 29%  |
| Brent crude oil (USD/bbl.) | 101.7  | 1.4%       | 8%  | 53%  |
| CO2 (EUR/t)                | 86.6   | -0.3%      | 5%  | 9%   |
| TTF 1M gas (EUR/MWh)       | 73.6   | -7%        | 11% | 128% |
| Power 1Y in DE (EUR/MWh)   | 132    | 0.0%       | 19% | 51%  |
| Power 1Y in PL (PLN/MWh)   | 571    | -1.6%      | 14% | 32%  |
| Shanghai Freight Index     | 3,688  | 0.7%       | 10% | 164% |

INTER CARS (CAR PW; BUY; TP PLN 1,100)

Podsumowanie spotkania z inwestorami po wynikach 1H26 [lekko pozytywne]

#Łańcuch dostaw, marża

- Zarząd ocenia otoczenie rynkowe jako strukturalnie korzystne, obecne zaburzenia w łańcuchach dostaw utrudniają zaopatrzenie małym graczom, sprzyjają w jego ocenie konsolidacji rynku;
- Oleje należą do kategorii najbardziej dotkniętej inflacją wywołaną eskalacją konfliktu w ME i ograniczoną podażą, w 2025 odpowiadały za ok. 9% przychodów;
- W pozostałych kategoriach spółka dostrzega stabilne lub nieco wyższe ceny, z rozmów z dostawcami wynika przesunięcie akcentu na rentowność kosztem wolumenu sprzedaży;
- Dalej rosnąca skala poprawia warunki zakupowe oraz przekłada się na wyższe procentowo bonusy od dostawców, obecnie CAR jest największym dystrybutorem części w Europie;
- Spółka widzi wspierające otoczenie dla marży również w nadchodzących kwartałach, obserwuje niższą presję cenową na rynku;

#OPEX

- Najwyższa obecnie presja po stronie kosztów dotyczy paliw, które w 2025 stanowiły ok. 20% kosztów sprzedaży i zarządu;
- Zarząd utrzymuje nacisk na poprawę efektywności o optymalizację kosztów w organizacji;
- Szacowane oszczędności z robotyzacji w 2027 mają wynieść ok. 80mln PLN rocznie względem ok. 65mln PLN w tym roku;

#Ekspansja

- Rynek niemiecki jest głównym terenem ekspansji, gdzie rynek pod względem parku samochodowego jest 2-krotnie wyższy, jednocześnie większe znaczenie niż w Polsce odgrywa kanał serwisów dealerskich;
- Po uruchomieniu pierwszej filii w Wuppertal planowane są kolejne testowe, a docelowo przekształcenie bazy hurtowej (przychody LTM ok. 1mld PLN) do własnego systemu dystrybucji i budowy sieci w każdym landzie;
- Spółka rozwija się na tym rynku organicznie kalibrując model współpracy filialnej na tym rynku, nie jest jeszcze na etapie intensywnego tempa otwarć, w przyszłości nie wyklucza przejęć;
- Zarząd ocenia swoją ofertę produktową na tle konkurentów jako szeroką, wyzwaniem budowa relacji z klientami;
- Marże w Europie Zachodniej są o średnio 2-3p.p. wyższe niż w CEE ze względu na droższy asortyment i niższy udział sprzedaży do warsztatu, co zarząd kwalifikuje jako przestrzeń do poprawiania marży w ramach ekspansji;

#Inwestycje

- Centrum dystrybucyjne pod Poznaniem (Stęszew) ok. 680mln PLN łącznie, z czego 200mln poniesione w 1H26, planowane zakończenie na 1Q27, a następnie inwestycje logistyczne mniejszej skali;
- Obiekt w Stęszewie ma odciążyć magazyn centralny w Zakroczymiu i obsługiwać rynek niemiecki;
- Spółka w przyszłym roku przedstawi cele strategiczne na kolejne lata oraz kilkuletni plan inwestycyjny, utrzyma focus na wzrost udziałów rynkowych w Europie, w tym w WE;

NEUCA (NEU PW; BUY; TP PLN 860)

UOKiK nakłada na spółkę ok. 500mln PLN kary za udział w porozumieniu ograniczającym konkurencję [negatywne]

- UOKiK nałożył łącznie 905mln PLN kar na uczestników porozumienia ograniczającego konkurencję na rynku hurtowej dystrybucji leków;
- Według Urzędu Neuca, Farmacol oraz Polska Grupa Farmaceutyczna przez ponad 10 lat wymieniały się wrażliwymi informacjami dotyczącymi m.in. cen, wolumenów sprzedaży oraz warunków handlowych oferowanych aptekom;
- Łączny udział Neuca, Farmacolu i PGF w hurtowej sprzedaży leków w latach 2015–2022 przekraczał 70%. Według UOKiK wymiana danych pozwalała uczestnikom ograniczać konkurencję cenową i dostosowywać oferty do warunków proponowanych przez konkurentów;
- Kara dla Neuca wyniosła 499mln PLN, a dla należącego do grupy Świata Zdrowia 1,9mln PLN, co daje łącznie ok. 501mln PLN dla grupy, Farmacol-Logistyka otrzymał karę 400mln PLN, a Farmacol 3,5mln PLN;
- Polska Grupa Farmaceutyczna skorzystała z programu łagodzenia kar, przekazała UOKiK dowody i współpracowała w toku postępowania;
- Decyzja nie jest prawomocna i spółkom przysługuje odwołanie do sądu.

- [LINK](#) do komunikacji UOKiK;

#Stanowisko zarządu spółki

- „Zarząd NEUCA S.A. oświadcza, że kategorycznie nie zgadza się z decyzją Prezesa UOKiK dotyczącą rzekomego zawarcia porozumienia ograniczającego konkurencję i nakładającą na spółki kary finansowe”;
- „Zarząd nie zgadza się z zarzutami przedstawionymi w wystąpieniu Prezesa UOKiK, odniesie się do nich szczegółowo w odwołaniu od decyzji, które spółki zamierzają złożyć do sądu”;
- „Decyzja nie jest prawomocna. Ewentualne skutki finansowe decyzji, sposób i termin jej wykonania będą wynikać z orzeczenia sądu”;
- „Zarząd jest w pełni przekonany o legalności swoich działań i będzie dążyć do całkowitego uchylenia nałożonej sankcji”;
- [LINK](#) do stanowiska zarządu spółki.

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

| Index  | 1D     | 1M     | 3M     | 6M     | 1D/3M |
|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| WIG    | 5779   | 2664.7 | 2545.5 | 2499.9 | 227%  |
| WIG20  | 4691.8 | 2137.3 | 2086.4 | 2067.5 | 225%  |
| WIG40  | 912.3  | 420.7  | 365.6  | 354.7  | 250%  |
| sWIG80 | 88.9   | 62.2   | 55.9   | 63.5   | 159%  |

TOP VOLUME (PLNm)

| WIG20  |       | mWIG40 |       | sWIG80 |      |
|--------|-------|--------|-------|--------|------|
| Ticker | Vol.  | Ticker | Vol.  | Ticker | Vol. |
| KGH    | 222   | ASB    | 108.3 | DIG    | 7.4  |
| ALE    | 208.9 | MDV    | 65.5  | S2B    | 6.5  |
| PKN    | 178.3 | XTB    | 55.5  | UNT    | 4.2  |
| PKO    | 151.5 | NEU    | 37.5  | GNS    | 3.9  |
| DNP    | 120.5 | TPE    | 28.1  | CRQ    | 3.9  |
| PEO    | 108.5 | ACP    | 20.6  | LWB    | 3.3  |
| ALR    | 89.7  | MIL    | 16.2  | CMP    | 3.0  |
| CDR    | 89.4  | GPW    | 13.0  | COG    | 2.6  |
| LPP    | 88.1  | SNT    | 11.1  | SCW    | 2.2  |
| PZU    | 87.2  | BFT    | 10.4  | ICE    | 2.2  |

VOLUME SPIKES (PLNm)

| WIG20  |       | mWIG40 |       | sWIG80 |       |
|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| Ticker | 1D/3M | Ticker | 1D/3M | Ticker | 1D/3M |
| MDV    | 285%  | NEU    | 808%  | STP    | 516%  |
| ALR    | 275%  | MDV    | 285%  | ANR    | 318%  |
| MBK    | 156%  | ASB    | 224%  | OPN    | 307%  |
| LPP    | 98%   | ABE    | 187%  | S2B    | 236%  |
| ALE    | 98%   | SLV    | 171%  | CLN    | 225%  |
| KGH    | 84%   | DVL    | 152%  | DAT    | 219%  |
| PKN    | 83%   | RBW    | 151%  | CIG    | 197%  |
| BDX    | 78%   | HUG    | 150%  | QRS    | 189%  |
| KRU    | 74%   | WPL    | 143%  | VOT    | 187%  |
| CDR    | 72%   | 11B    | 140%  | MNC    | 181%  |

STOCK PRICE PERFORMANCE

| Ticker | Price | Chng. | Ticker | Price  | Chng. |
|--------|-------|-------|--------|--------|-------|
| Best   | WIG20 |       | Worst  |        |       |
| MBK    | 1,516 | 8.3%  | ALE    | 49     | -1%   |
| ALR    | 140   | 6.6%  | DNP    | 35     | -0.7% |
| MDV    | 93    | 6.0%  | ZAB    | 31     | 0.0%  |
| EBP    | 790   | 5.5%  | KTY    | 1,270  | 0.1%  |
| CDR    | 248   | 4.9%  | LPP    | 24,180 | 0.1%  |

| Best | mWIG40 |      | Worst |       |       |
|------|--------|------|-------|-------|-------|
| ASB  | 175.0  | 6.6% | NEU   | 670.0 | -13%  |
| MIL  | 23.1   | 6.1% | PKP   | 10.5  | -1.7% |
| MDV  | 93.3   | 6.0% | GPP   | 56.5  | -1.4% |
| GPW  | 100.2  | 5.9% | XTB   | 148.6 | -1.2% |
| ING  | 470.0  | 5.1% | SLV   | 23.0  | -0.9% |

| Best | sWIG80 |      | Worst |      |       |
|------|--------|------|-------|------|-------|
| CRQ  | 242.9  | 7.0% | ICE   | 59.4 | -4%   |
| STP  | 233.0  | 6.4% | APT   | 25.0 | -2.7% |
| GNS  | 18.0   | 5.9% | UNI   | 14.5 | -2.6% |
| DAT  | 127.0  | 5.3% | SKA   | 83.8 | -2.3% |
| AGO  | 10.7   | 4.9% | CLN   | 19.4 | -2.0% |

## RYNEK E-COMMERCE

### Amazon otworzył centrum logistyczne na Dolnym Śląsku

- Jest to dwunaste centrum logistyczne w Polsce.

## TMT

### DIGITAL NETWORK (DIG PW; SELL; TP PLN 260)

#### Podsumowanie webinaru z zarządem

##### #Nowe nośniki

- Spółka pracuje nad kilkoma nowymi lokalizacjami z dużymi ekranami;
- Obecnie uruchamiana jest nowa lokalizacja przy hotelu Novotel – ekran z możliwością wyświetlania reklam 3D;
- Kilka dni temu uruchomione cyfrowe ekrany na pętli autobusowej przy dworcu Warszawa Centralna;
- Nowe lokalizacje dużego formatu analogowego w Olsztynie, kilka w Warszawie (m.in. Plac Bankowy, Towarowa, Waryńskiego, Wyzwolenia) w bardzo dobrych lokalizacjach;
- Uruchomione ekrany w Costa Coffee, stacjach BP;
- Powyższe inwestycje wpłyną na wyniki w roku 2027 – negocjacje budżetów na rok 2027 odbędą się w listopadzie-grudniu, w tym roku z większym portfelem obejmującym sieć Braughmana i inne lokalizacje uruchomione w 2026 roku;
- Dotąd udało się zdigitalizować dwie duże analogowe lokalizacje Braughmana, kolejne są już wytypowane do cyfryzacji, zarząd nie zdradza planowanej liczby lokalizacji do wymiany;
- W internecie około 47 mln wyświetleń nagrań z flagową reklamą 3D z kotem wyświetlaną na ekranie Warsaw Stage, liczba pozytywnych reakcji i interakcji użytkowników ponad 0,5 mln;

##### #Capex, ROI, finanse, inne

- Planowany na ten rok capex to około 26mln PLN;
- Średni okres zwrotu z inwestycji w 2025 roku wynosi około 2 lat;
- Okres zwrotu na nośnikach uruchomionych w 2026 roku może być krótszy, tj. około 1,5 roku;
- Na nośnikach cyfrowych potencjał przychodowy jest istotnie większy niż na analogowych, ale spółka nie sprecyzowała jaka jest skala wzrostu przychodów i marży po digitalizacji;
- W 2Q kończyło się w Braughmanie dużo umów na lokalizacje, które zostały odnowione, co spowodowało wzrost leasingu w bilansie (dodatkowo w 2Q wzrost na tej pozycji z nowych lokalizacji, w tym umowa z BP);
- Zarząd nie informuje jaki jest udział DOOH ani jaki wzrost r/r w 1H26 wynikał z przejęcia, a jaki był organiczny;
- Narożny nośnik konkurencji na domach towarowych centrum będzie mniejszy niż Warsaw Stage (~800m2), zarząd wskazuje na powierzchnię około 500m2;
- Spółka aktywnie przygląda się nowym celom akwizycyjnym, obserwuje również rynek zagranicą.

## SPYROSOFT

#### Podsumowanie konferencji prasowej z zarządem spółki

- W kolejnych kwartałach spółka spodziewa się spowolnienia tempa wzrostu przychodów ze względu na dużą skalę działalności oraz niepewność i presję cenową na rynku;
- Obecnie grupa podchodzi ostrożniej do większych akwizycji z uwagi na m.in. niepewną sytuację rynkową;
- Zarząd podtrzymuje cele finansowe przyjęte na lata 2022-2026: wzrost przychodów o 25-35% średniorocznie oraz marżę EBITDA w przedziale 11-14%;
- Grupa nadal podtrzymuje wzrost zainteresowania usługami AI.

## RYNEK MEDIÓW

### Paramount Skydance osiągnął porozumienie ze stanami, które dotąd blokowały przejęcie Warner Bros. Discovery

- Dyrektor generalny Paramount Skydance David Ellison poinformował, że liczy na sfinalizowanie fuzji w ciągu dwóch tygodni;
- Wcześniej w lipcu zgodę na przejęcie właściciela TVN wydała Komisja Europejska.

## INDUSTRIALS

### CSG (CSG NA; BUY; TP EUR 23.0)

#### CSG analizuje projekty akwizycji i JVs w Polsce - przedstawiciele CSG Polska

- Prezes Wojciech Grzonka poinformował, że CSG uznaje Polskę za rynek strategiczny i analizuje kilka projektów akwizycyjnych na różnych etapach zaawansowania;
- Grupa poszukuje spółek o silnej pozycji lokalnej i potencjale międzynarodowym, szczególnie w amunicji, nowych platformach oraz technologiach;
- Drugim filarem ekspansji mają być joint ventures z państwowym i prywatnym przemysłem oraz inwestycje greenfield, pierwsze rozmowy już trwają;
- Priorytetem pozostaje współpraca z PGZ, obejmująca m.in. amunicję 155 mm oraz rozwój mocy dla kalibrów 30, 35 i 120 mm;
- Potencjalnym obszarem współpracy są również silniki turbodrzutowe CSG, możliwe do zastosowania w polskich statkach powietrznych i programach raketowych;
- Dyrektor operacyjny Łukasz Malicki informuje, że po przejęciu Domar MS zatrudnienie wzrosło o 50% do 320 osób, do końca 2027 roku planowane jest przyjęcie co najmniej 100 kolejnych;
- CSG rozbudowuje moce Domaru, producenta wiązek kablowych, wykorzystując spółkę jako bazę produkcyjną dla klientów polskich i rynków eksportowych;
- Obecna działalność CSG w Polsce obejmuje komponenty amunicyjne, proch oraz podwozia 4x4 i 6x6 wykorzystywane przez Siły Zbrojne RP;
- Grupa oczekuje pośrednich korzyści z SAFE poprzez dostawy podwozi dla HSW i komponentów amunicyjnych oraz potencjalne regionalne programy wspólnych zakupów.

## AMICA

### Podsumowanie konferencji wyników [lekko negatywne]

#### #Sytuacja rynkowa

- Spółka nie widzi oznak ożywienia popytu na rynku AGD w Europie i skupia się na optymalizacji kosztów
- Sytuacja geopolityczna, wpływa negatywnie na popyt i chęć konsumentów do wydawania pieniędzy na sprzęt AGD
- Polska: rynek pozostaje wymagający, spółka utrzymuje udziały rynkowe zarówno w ujęciu wartościowym jak i ilościowym w sprzęcie grzejnym, w towarach niektóre kategorie odnotowują natomiast spadki
- Wielka Brytania: działania restrukturyzacyjne przyniosły pozytywne efekty, w 1H26 spółka ~1mln GBP zysku
- Francja: prowadzona restrukturyzacja przełożyła się na 15% wzrost przychodów, a wynik oscyluje wokół zera (w poprzednich latach straty rzędu kilku mln EUR), spółka dodatkowo korzysta na kłopotach konkurencji tureckiej na tym rynku, uzupełniając braki u klientów
- Hiszpania: przychody rosną w tempie 65% r/r (poprawa dystrybucji numerycznej), rynek dalej generuje stratę, celem break even w 2027 roku
- Niemcy: przychody spadają w tempie ok. 10% r/r
- Kazachstan: silne działania konkurencji na tym rynku oraz pogorszenie konsumpcji wewnętrznej i zmiany podatkowe doprowadziły do istotnego spadku sprzedaży, w rezultacie segment pozostałe odnotował 20% spadek przychodów r/r

#### #Koszty/cash flow

- Oszczędności na frachcie morskim wyniosły 1,5mln USD w 1H26, roczne koszty frachtu morskiego to ok. 90mln PLN
- Optymalizacja portfolio pozwoliła obniżyć poziom zapasów i dostosować go do optymalnego poziomu przy obecnym popycie
- Po stronie należności handlowych nie widać problemów z windykacją, nie ma zdarzeń kwalifikujących należności jako wątpliwe, wartość faktoringu wyniosła 250mln PLN
- Koszty serwisu utrzymują się na podobnym r/r poziomie
- Działalność inwestycyjna wsparta sprzedażą nieruchomości w Gorzowie za 9mln PLN
- Dostawcy sygnalizują podwyżki, w związku z czym zarząd nie wyklucza podwyżek cen produktów w celu ochrony marży
- W przyszłym roku średnia stopa podatkowa powinna wrócić do 25%, wobec 50% w br.
- W przypadku produktów główne elementy kosztów to: stal 20-25%, elektronika 30%

#### #Pozostałe

- Obecne wykorzystanie mocy produkcyjnych fabryki we Wronkach wynosi ok. 50%, co przekłada się na produkcję 850-900 tys. sztuk dużego sprzętu AGD rocznie
- UniQ: nowa linia piekarników, która będzie obecna w sklepach na sezon grzejny w Polsce oraz w centralnej Azji, a od 2027 roku produkty te będą wchodzić także na największe rynki europejskie

## COMMODITIES

### Podsumowanie najważniejszych wydarzeń na rynku surowców z ostatnich tygodni

- **Ropa naftowa:** Ceny ropy spadły w ostatnich dniach w związku z nadziejami na kompromis między USA a Iranem oraz odbudową eksportu z regionu Zatoki Perskiej. Wolumen saudyjskiej ropy transportowanej przez cieśninę Ormuz wzrósł do 2.9 mln bbl/d z 0.7 mln bbl/d w sierpniu, a łączne przepływy we wrześniu sięgnęły ok. 6.5 mln bbl/d, częściowo rekompensując zakłócenia w dostawach ropociągami East-West i przez terminal Yanbu.
- **Rafinacja:** Wyłączenie ropociągu East-West istotnie ograniczyło podaż ropy na rynku europejskim, podnosząc premię Johan Sverdrup względem Dated Brent do rekordowych 19.55 USD/bbl i obniżając modelową marżę rafineryjną Orlenu z ok. 60 USD/bbl do 42 USD/bbl. Według naszych szacunków marża spadnie dalej do ok. 34 USD/bbl, jeśli 40% utraconych wolumenów saudyjskiej ropy zostanie zastąpione surowcem kupowanym z premią 20 USD/bbl do Dated Brent.
- **Podatek od nadmiarowych zysków:** Rządowa propozycja „windfall tax 2.0”, opiewająca na 4 mld PLN, została skrytykowana przez Kancelarię Prezydenta. Prezydent zaproponował natomiast alternatywny projekt ustawy „PKN”, łączący niższe podatki od paliw z ustawowym limitem marż rafineryjnych, importowych i hurtowych, co w skrajnym scenariuszu mogłoby ograniczyć marże rafineryjne do ok. 13 USD/bbl. Brak kompromisu politycznego oceniamy pozytywnie i uważamy, że propozycja Prezydenta ma niewielkie szanse na uchwalenie w obecnym kształcie. Limit marż byłby jednak niekorzystny dla Orlenu i Unimotu, gdyby został ustalony poniżej poziomu zapewniającego parytet importowy.
- **Gaz/Energia:** Cena gazu TTF z dostawą na dzień następny wzrosła od początku września o 6 EUR/MWh, do 76 EUR/MWh, a roczne i dwuletnie kontrakty terminowe podrożały odpowiednio do 57 i 37 EUR/MWh. Rekordowo silne El Niño może ograniczyć popyt na gaz tej zimy, sprzyjając produkcji energii z wiatru. Ceny uprawnień do emisji CO2 wzrosły od początku miesiąca o 5%, do 87 EUR/t.
- **Miedź:** Cena miedzi na LME wzrosła od początku miesiąca o ok. 450 USD/t, do 14 750 USD/t, czemu sprzyja coraz bardziej napięta sytuacja podażowa. Globalne wydobycie miedzi może spaść w 2026 r. po raz pierwszy od blisko dekady, a jednocześnie utrzymuje się niepewność wokół potencjalnych ceł USA na miedź rafinowaną.
- **Opłaty koncesyjne w Polsce:** Ministerstwo Energii proponuje 10-krotny wzrost opłat koncesyjnych od 2027 r., co przyniosłoby ok. 3.5 mld PLN rocznie. Szacowany wpływ na PGE/TPE/ENA wynosi odpowiednio 0.3/0.2/0.1 mld PLN, a na Unimot 35 mln PLN, czyli ok. 8% EBITDA. Naszym zdaniem projekt może jednak zostać zablokowany przez Prezydenta.
- **Stal:** Europejskie ceny HRC wzrosły do 730-750 EUR/t wobec 700-720 EUR/t miesiąc temu, głównie w wyniku rosnących kosztów produkcji. Ceny raportowane przez PUDS w Polsce są obecnie o 40-80 PLN/t wyższe dla HRC i profili giętych na zimno oraz o 10 PLN/t niższe dla prętów zbrojeniowych niż 24 sierpnia. ArcelorMittal podnosi ceny HRC w Europie o 20 EUR/t dla dostaw w listopadzie 2026 r. oraz ceny prętów zbrojeniowych również o 20 EUR/t. CISA wezwała chińskich producentów stali do ograniczenia produkcji i zapasów w reakcji na utrzymującą się nadprodukcję i słaby popyt. Rząd Niemiec planuje obniżyć roczną federalną dopłatę służącą zmniejszeniu opłat sieciowych za energię elektryczną do 5.52mld EUR w latach 2027-2029 wobec 6.5mld EUR w 2026
- **Polityka UE:** UE proponuje ograniczenie eksportu złomu stalowego do szeregu krajów, w tym Egiptu, Maroka, Bangladeszu, Indii i Pakistanu, od maja 2027r. Państwa członkowskie poparły zwiększenie puli bezpłatnych uprawnień do emisji dla przemysłu, co pozwoliłoby obniżyć koszty emisji o ok. 8.25mld EUR - w latach 2026-2030 sektorom przemysłowym ma zostać przydzielonych dodatkowych 121mln bezpłatnych uprawnień do emisji CO2. Parlament Europejski poparł również rozszerzenie CBAM na dalsze wyroby ze stali i aluminium, m.in. łączniki, drut, sprężyny i artykuły gospodarstwa domowego.
- **GOES (Stalprodukt):** Piątkowa decyzja KE istotnie zaostrza ochronę unijnego rynku GOES. Od 25 września 2026r. dotychczasowe minimalne ceny importowe (MIP) stosowane w ramach środków antydumpingowych zostają uzupełnione nowym systemem kontyngentów taryfowych oraz znacznie wyższymi progami cenowymi. Import w ramach kontyngentu podlega progom 2 800-3 400 EUR/t, wobec wcześniejszych 1 536-2 043 EUR/t, w zależności od gatunku, natomiast dla importu powyżej kontyngentu obowiązują jednolity próg 3 500 EUR/t. Zmiana jest pozytywna dla TK Steel i Stalproduktu.

- **Węgiel koksowy:** Cena australijskiego węgla koksowego wynosi ok. 275 USD/t, co jest najwyższym poziomem od marca 2023 r. i oznacza wzrost o 45 USD/t względem poprzedniego miesiąca. Cena chińskiego węgla koksowego wynosi ok. 365 USD/t, tj. o 60 USD/t więcej m/m.

- **Cynk i aluminium:** We wrześniu cena cynku ustanowiła nowe maksimum z ostatnich 52 tygodni na poziomie 4 115 USD/t i obecnie wynosi ok. 4 015 USD/t, czyli o 975 USD/t więcej niż w marcowym dołku. Średnia z ostatnich 12 miesięcy wynosi 3 395 USD/t, a średnia za 2025 r. 2 870 USD/t; obecne poziomy są najwyższe od kwietnia 2022 r. Chińskie opłaty przerobowe dla cynku (TC) spadły dalej do -115 USD/t, czyli najniższego poziomu w historii. Indie znajdują się wśród krajów, do których ograniczony zostanie eksport odpadów metalowych z UE, w tym złomu aluminium, na mocy nowych przepisów mających wejść w życie w maju 2027 r. Zgodnie z propozycją Komisji Europejskiej przepisy określają zasady wyłączeń dla państw spoza OECD. Zmiana jest pozytywna dla Befesy.

- **Lit, nikiel i kobalt:** Ceny tych metali spadły w ostatnim miesiącu: lit jest notowany po 19 800 USD/t (-10% m/m), nikiel po 16 180 USD/t (-900 USD/t m/m), a kobalt po 39 780 USD/t (-30% m/m; najniżej od października 2025 r.). Należąca do CATL kopalnia litu Jianxiawo, największa w Chinach pod względem mocy produkcyjnych, ponownie wstrzymała wydobywanie i ograniczyła działalność do utrzymania infrastruktury po cofnięciu przez regulatora zgody środowiskowej. Opóźnia to powrót istotnych wolumenów podaży na coraz bardziej napięty rynek. Produkcja niklu w indonezyjskim parku przemysłowym Morowali (IMIP) może w najbliższym czasie znaleźć się pod presją z powodu suszy i wysokich temperatur związanych z El Niño, które mogą dodatkowo obciążyć zasoby wodne. Demokratyczna Republika Konga planuje zaostrzyć kontrolę nad danymi geologicznymi wykorzystywanymi przy poszukiwaniu złóż, co może zwiększyć wpływ państwa na zagospodarowanie przyszłych odkryć. Indonezja z kolei dąży do zwiększenia wpływu na kształtowanie cen swoich kluczowych surowców poprzez planowaną nową giełdę towarową.

- **Metale ziem rzadkich:** Chińskie firmy z sektora metali ziem rzadkich wstrzymały część dostaw do USA ze względu na napięcia geopolityczne i obawy przed reakcją władz w Pekinie, co pokazuje, że dostęp do tych surowców pozostaje istotnym tematem przed spotkaniem Xi Jinpinga z Donaldem Trumpem. Kongres Brazylii przyjął ustawę ustanawiającą krajową politykę w zakresie minerałów krytycznych i strategicznych (National Policy on Critical and Strategic Minerals, PNMCE). Chiński eksport metali ziem rzadkich wzrósł w sierpniu o 12.1% m/m, ale pozostał wyraźnie poniżej średniej miesięcznej od początku roku.

## CONSTRUCTION & REAL ESTATE

### MLP GROUP (MLG PW; BUY; TP PLN 120)

Potwierdzenie przez Fitch ratingu spółki na poziomie BB+, perspektywa stabilna

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

Wprowadzenie do oferty 127 mieszkań w ramach Murapol LifePark w Warszawie

### STRABAG

Oferta w wysokości 233 mln PLN netto, najniższa w przetargu Polskich Portów Lotniczych

- Przetarg dotyczy budowy nowej płyty postojowej PPS 5C na Lotnisku Chopina;
- Drugą najniższą ofertę w wysokości 241 mln PLN netto złożyła Kobylarnia, co daje odchylenie o ok. 3%;
- Budżet zamawiającego wyniósł 203 mln PLN netto.

### SKANSKA

Kontrakt na budowę centrum danych w USA o wartości 84 mln USD

- Skanska podpisała z dotychczasowym klientem kontrakt na budowę centrum danych w stanie Georgia w USA;
- Wartość kontraktu wynosi 84 mln USD (ok. 780 mln SEK) i zostanie ujęta w portfelu zamówień segmentu USA w 3Q26;
- Projekt obejmuje budowę obiektu o powierzchni ok. 22.7 tys. m<sup>2</sup> z pięcioma halami kolokacyjnymi oraz częścią administracyjną, zaprojektowanego na moc 48 MW;
- Rozpoczęcie prac planowane jest na listopad 2026 r., a zakończenie na 3Q28.

## BUDOWNICTWO MIESZKANIOWE

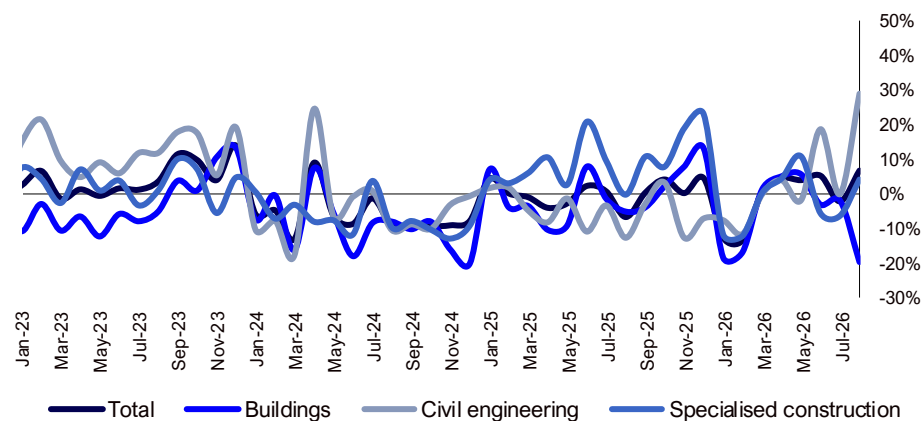
Sierpień '26: Mieszkania oddane do użytkowania przez deweloperów: 11.9tys. (+12.4% r./r., YTD +3% r./r.)

|                                | Aug '25 | Sep '25 | Oct '25 | Nov '25 | Dec '25 | Jan '26 | Feb '26 | Mar '26 | Apr '26 | May '26 | Jun '26 | Jul '26 | Aug '26 |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Dwellings completed            | 15,151  | 19,063  | 19,850  | 19,325  | 24,570  | 14,674  | 14,629  | 15,937  | 15,366  | 15,275  | 18,705  | 19,220  | 18,145  |
| - o/w Developers               | 9,719   | 12,042  | 13,166  | 13,627  | 17,023  | 8,609   | 8,501   | 8,954   | 9,751   | 9,475   | 11,706  | 12,124  | 11,869  |
| - YoY                          | 16.1%   | 16.4%   | 25.7%   | 30.8%   | 22.1%   | -11.4%  | -1.4%   | -5.1%   | -0.2%   | 1.9%    | 15.0%   | 0.8%    | 12.4%   |
| Construction permits granted   | 19,187  | 23,646  | 24,401  | 20,747  | 27,991  | 17,621  | 22,686  | 27,240  | 27,487  | 23,692  | 25,260  | 27,061  | 20,885  |
| - o/w Developers               | 11,288  | 15,436  | 15,997  | 13,818  | 20,016  | 11,680  | 15,720  | 18,462  | 18,372  | 14,045  | 16,549  | 17,773  | 13,537  |
| - YoY                          | -38.1%  | -6.2%   | -3.8%   | -17.1%  | 44.9%   | -14.0%  | 16.1%   | 28.9%   | 67.2%   | 8.6%    | 47.1%   | 1.1%    | 17.1%   |
| Dwellings construction started | 16,057  | 19,563  | 20,304  | 13,013  | 13,095  | 12,307  | 14,127  | 22,938  | 24,936  | 20,306  | 19,854  | 20,187  | 18,750  |
| - o/w Developers               | 8,334   | 11,598  | 12,793  | 7,966   | 8,842   | 8,888   | 9,647   | 12,351  | 15,118  | 11,963  | 11,655  | 11,547  | 10,467  |
| - YoY                          | -34.9%  | -1.7%   | -19.6%  | -30.3%  | 11.0%   | -29.6%  | -11.7%  | -4.9%   | 27.8%   | 7.1%    | 32.3%   | -2.5%   | 25.6%   |

Source: Statistics Poland, Trigon

**PRODUKCJA BUDOWLANO-MONTAŻOWA**

Sierpień '26: +6.7% r./r. vs. konsensus +7.0% r./r. [neutralne]



Source: Statistics Poland, Trigon

**OTHER INFORMATION****SOPHARMA:** Przychody ze sprzedaży w sierpniu'26 wzrosły o 1% r/r**TOWER INVESTMENTS:** Dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu giełdowego 1,1 mln akcji serii D z dniem 25 września 2026 roku**WASKO:** Spółka złożyła najkorzystniejszą ofertę w przetargu Centrum Informatyki Resortu Finansów

- Przedmiotem przetargu jest świadczenie usługi serwisu pogwarancyjnego dla macierzy Hitachi;
- Maksymalna wartość umowy wynosi 15,2mln PLN brutto.

**ZUK STĄPORKÓW:** Podjęcie decyzji o zakończeniu przeglądu opcji strategicznych w związku z ogłoszeniem wezwania przez Boro Sp. z o.o. S.K.A.**INSIDER TRADING****KOMPAP**

Prezes zarządu kupił 259 akcji @ 24,86 PLN.

**LARQ**

Prezes zarządu kupił 1,6 tys. akcji @ 2,29 PLN.

**NOVITA**

Finveco sp. z o.o., podmiot związany z członkiem RN, kupił 824 akcje @ 102,50-109,00 PLN.

**SOHO DEVELOPMENT**

Superkonstelacja Limited, podmiot związany z przewodniczącym RN, sprzedał 9,4 mln akcje @ 0,11 PLN.

**SOPHARMA**

Kaliman RT AD kupił 1,2 tys. akcji @ 2,48 EUR.

**SHARE BUYBACK PROGRAM****HANDLOWY**

Nabycie 59,3 tys. akcji @ 118,67 PLN.

**CHANGES IN GOVERNING BODIES****OT LOGISTICS**

Zgłoszenie przez Allianz Polska OFE kandydatury p. Marcina Murawskiego na stanowisko członka RN.

## CHANGES IN SHAREHOLDERS

### EUROCASH

Zmniejszenie zaangażowania przez FMR LLC z 5,41% do 3,01% kapitału zakładowego i głosów.

### VRG

Zmniejszenie zaangażowania przez Nationale-Nederlanden OFE z 10,26984% do 10,26454% kapitału zakładowego i głosów.

## BLOCK TRADES

### ONE MORE LEVEL

Wolumen: 250 tys. @ 2,50

% kapitału: 0,38

## FINANCIAL RESULTS

| SEPTEMBER | Monday                  | Tuesday                                | Wednesday                    | Thursday                                                                                      | Friday                            |
|-----------|-------------------------|----------------------------------------|------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|
| 01-04     |                         |                                        | CDR, CBF, SHO                |                                                                                               | TOR                               |
| 07-11     |                         |                                        | TPE, ART, ITX                | ATT, CAR, DIA, 1AT, ENA, ERB, MGT, OND                                                        | DVL, ICE                          |
| 14-18     | GPW                     | PGE, JSW, ARH, CTX, MAB, MUR           | HUG, CLN, UNT                | ALE, APR, ECH, PCF, RVU, SLV                                                                  | NWG, AMC                          |
| 21-25     | GTC                     | ANR                                    | BCX, FRO, SKA                | RBW, ARL, ASMDEE, BLO, CIG, HMB, MFO, PBX, WLT, WTN                                           | PLW, SEL, VGO                     |
| 28-30     | CRI, CRJ, XTP           | ENT                                    | ALE, LBW, DIG, GEA, MOC, SCP |                                                                                               |                                   |
| OCTOBER   | Monday                  | Tuesday                                | Wednesday                    | Thursday                                                                                      | Friday                            |
| 01-02     | MDV                     |                                        |                              |                                                                                               |                                   |
| 05-09     |                         |                                        |                              |                                                                                               |                                   |
| 12-16     |                         |                                        |                              |                                                                                               |                                   |
| 19-23     |                         |                                        |                              |                                                                                               | MONET, SAABB                      |
| 26-30     | KTY, OPL, ASE           | ALR, BDX, KRU, ZAB, MIL                | MBK, JMT                     | PEO, ING                                                                                      | EBP, EBS, MOC, OTP                |
| NOVEMBER  | Monday                  | Tuesday                                | Wednesday                    | Thursday                                                                                      | Friday                            |
| 02-06     |                         |                                        | MCOVB                        | DNP, PKO, ASB, BHW, BNP, ATC, MTGB, RHM                                                       | ICE, MOL                          |
| 09-13     | TEN                     | RIGHT                                  | ART                          | CEZ, OTP, WIZZ                                                                                | MLG, STP                          |
| 16-20     | CBF, GPW, ERB, OND, SHO | CAR, WPL, ANR, DAD, INPST, MAB, OPN    | KGH, CPS, ENA, TPE, CLN, UNT | PKN, PZU, APR, ATT, BFT, DOM, DVL, EUR, GPP, MBR, NEU, PEP, CTX, FRO, MFO, MGT, PBX, RVU, SLV | NWG, XTB, AMC, CMP, SEL           |
| 23-27     | GTC, PXM                | CDR, PGE, HUG, JSW, ARH, ARL, BLO, CRJ | 11B, MUR, SKA, XTP           | ACP, DIA, MRB, RBW, VOX, 1AT, CIG, CRI, ECH, ENT, FAB, PCF, VRG, WLT, WTN                     | MDV, ACG, BCX, PLW, RWL, TOR, VGO |
| 30        | LBW, DIG, GEA, SCP      |                                        |                              |                                                                                               |                                   |

Order: **WIG20** / mWIG40 / Trigon DM Coverage\*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  |      |      | P/BV |     |     | ROE |     |     | ESG* |
|-------------------|--------|---------|---------|---------|--------|------------|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|-----|------|
|                   |        |         |         |         |        |            | 26E  | 27E  | 28E  | 26E  | 27E | 28E | 26E | 27E | 28E |      |
| Alior             | ALR    | Hold    | 158.0   | 139.8   | 13%    | 18,245     | 11.0 | 9.6  | 8.6  | 1.4  | 1.3 | 1.3 | 13% | 14% | 15% | 17   |
| BNP Paribas PL    | BNPPPL | Buy     | 181.0   | 158.6   | 14%    | 23,465     | 11.2 | 8.8  | 7.8  | 1.2  | 1.1 | 1.1 | 11% | 13% | 14% | —    |
| Erste Bank        | EBS    | Hold    | 124.2   | 121.9   | 2%     | 50,042     | 12.7 | 11.4 | 10.6 | 1.9  | 1.7 | 1.6 | 15% | 15% | 15% | 77   |
| Handlowy          | BHW    | Hold    | 128.0   | 123.6   | 4%     | 16,150     | 11.5 | 11.7 | 10.7 | 1.7  | 1.7 | 1.6 | 15% | 14% | 15% | 59   |
| ING               | ING    | Sell    | 420.0   | 470.0   | -11%   | 61,147     | 15.0 | 12.9 | 11.0 | 3.0  | 2.8 | 2.5 | 20% | 21% | 23% | 84   |
| Komerční banka    | KOMB   | Hold    | 1,070   | 1,052   | 2%     | 199,932    | 12.0 | 11.2 | 10.8 | 1.6  | 1.5 | 1.5 | 13% | 14% | 14% | 84   |
| mBank             | MBK    | Sell    | 1,150.0 | 1,516.0 | -24%   | 64,503     | 16.9 | 14.1 | 12.1 | 2.6  | 2.3 | 2.0 | 15% | 16% | 17% | 62   |
| Millennium        | MIL    | Sell    | 18.0    | 23.1    | -22%   | 28,035     | 19.0 | 12.5 | 11.0 | 2.4  | 2.0 | 1.8 | 12% | 16% | 17% | 67   |
| Moneta            | MONET  | Sell    | 173.0   | 196.8   | -12%   | 100,565    | 14.7 | 13.9 | 13.4 | 3.1  | 3.0 | 2.9 | 21% | 22% | 22% | 71   |
| OTP               | OTP    | Buy     | 51,714  | 46,240  | 12%    | 12,947     | 10.7 | 9.1  | 8.7  | 2.0  | 1.8 | 1.7 | 19% | 20% | 19% | 77   |
| Pekao             | PEO    | Buy     | 274.0   | 279.2   | -2%    | 73,282     | 12.5 | 11.0 | 10.0 | 2.1  | 1.9 | 1.8 | 17% | 18% | 18% | 72   |
| PKO BP            | PKO    | Hold    | 122.0   | 123.1   | -1%    | 153,875    | 14.0 | 11.6 | 10.4 | 2.6  | 2.4 | 2.2 | 18% | 20% | 21% | 61   |
| Erste Bank Polska | EBP    | Hold    | 740.0   | 790.2   | -6%    | 80,750     | 15.5 | 13.0 | 11.3 | 2.3  | 2.2 | 2.0 | 15% | 17% | 18% | —    |
| Kruk              | KRU    | Buy     | 550.0   | 390.0   | 41%    | 7,622      | 6.4  | 6.0  | 5.7  | 1.2  | 1.1 | 1.0 | 20% | 18% | 17% | 79   |
| PZU               | PZU    | Hold    | 74.0    | 74.1    | 0%     | 63,987     | 10.4 | 9.9  | 9.4  | 1.7  | 1.6 | 1.5 | 16% | 16% | 16% | 63   |

| Company              | Ticker  | Recomm.      | TP      | Price   | Upside | Market Cap | P/E   |       |      | EV/EBITDA |      |      | DY  |     |     | ESG* |
|----------------------|---------|--------------|---------|---------|--------|------------|-------|-------|------|-----------|------|------|-----|-----|-----|------|
|                      |         |              |         |         |        |            | 26E   | 27E   | 28E  | 26E       | 27E  | 28E  | 26E | 27E | 28E |      |
| 11bit Studios        | 11B     | Hold         | 140.0   | 123.5   | 13%    | 299        | —     | —     | 13.3 | 6.5       | 17.7 | 5.1  | —   | —   | —   | 11   |
| AB                   | ABE     | Buy          | 170.0   | 153.4   | 11%    | 2,685      | 10.9  | 12.0  | 11.8 | 7.3       | 7.8  | 7.5  | —   | —   | —   | 45   |
| Aïlleron             | ALL     | Buy          | 17.4    | 14.8    | 17%    | 184        | 10.4  | 9.6   | 8.3  | 5.9       | 5.1  | 4.4  | 0%  | 1%  | 3%  | —    |
| Allegro              | ALE     | Buy          | 52.0    | 49.4    | 5%     | 50,318     | 25.3  | 19.9  | 16.8 | 13.7      | 11.6 | 10.0 | 3%  | 4%  | 4%  | 93   |
| Ambra                | AMB     | Buy          | 22.0    | 19.1    | 15%    | 480        | 10.0  | 9.5   | 9.3  | 4.6       | 4.3  | 4.1  | 6%  | 6%  | 6%  | —    |
| Amrest               | EAT     | Sell         | 10.0    | 9.9     | 1%     | 2,167      | 31.1  | 12.0  | 10.9 | 5.0       | 5.0  | 4.8  | 1%  | 1%  | 3%  | 80   |
| Answear.com          | ANR     | Buy          | 25.5    | 22.5    | 13%    | 429        | 14.0  | 11.1  | 9.4  | 7.3       | 6.4  | 5.6  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Archicom             | ARH     | Buy          | 65.0    | 49.3    | 32%    | 2,884      | 7.0   | 6.7   | 5.1  | 7.0       | 6.4  | 4.7  | 5%  | 10% | 14% | —    |
| Artifex Mundi        | ART.    | Buy          | 25.8    | 21.2    | 22%    | 256        | 12.0  | 12.0  | 8.4  | 8.3       | 4.4  | 3.5  | 0%  | 0%  | 8%  | —    |
| Asbis                | ASB     | Hold         | 120.0   | 175.0   | -31%   | 9,713      | 15.5  | 12.1  | 11.4 | 10.8      | 8.9  | 8.1  | 1%  | 3%  | 4%  | —    |
| Asmodee              | ASMDEE  | Hold         | 151.0   | 165.3   | -9%    | 39,130     | 79.3  | 71.6  | 60.5 | 34.3      | 31.9 | 28.1 | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Asseco BS            | ABS     | Hold         | 94.0    | 85.0    | 11%    | 2,841      | 16.7  | 16.2  | 14.7 | 12.0      | 11.4 | 10.5 | 4%  | 5%  | 6%  | —    |
| Asseco Poland        | ACP     | Hold         | 208.0   | 226.0   | -8%    | 18,758     | 22.7  | 21.8  | 20.5 | —         | —    | —    | 6%  | 6%  | 3%  | 74   |
| Asseco SEE           | ASE     | Buy          | 75.0    | 74.9    | 0%     | 3,887      | 17.3  | 15.9  | 14.3 | 10.0      | 8.9  | 8.0  | 3%  | 3%  | 3%  | —    |
| Atal                 | 1AT     | Buy          | 80.0    | 60.3    | 33%    | 2,609      | 5.9   | 5.8   | 5.5  | 7.6       | 6.7  | 6.1  | 7%  | 13% | 14% | —    |
| Auto Partner         | APR     | Buy          | 33.5    | 30.0    | 12%    | 3,919      | 14.4  | 12.2  | 10.8 | 9.9       | 8.5  | 7.6  | 0%  | 0%  | 0%  | 29   |
| Azoty                | ATT     | Under Review | -       | 20.3    | —      | 2,012      | —     | —     | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 62   |
| Benefit Systems      | BFT     | Buy          | 5,850.0 | 5,125.0 | 14%    | 16,918     | 17.2  | 15.2  | 14.0 | 10.9      | 9.4  | 8.0  | 2%  | 2%  | 3%  | 59   |
| Biocellix            | BCX     | Buy          | 128.4   | 75.3    | —      | —          | —     | —     | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Bloober Team         | BLO     | Buy          | 40.0    | 22.9    | 75%    | 441        | 18.0  | 15.5  | 3.2  | 5.6       | 4.7  | 1.2  | 0%  | 0%  | 5%  | —    |
| Budimex              | BDX     | Buy          | 900     | 713     | 26%    | 18,208     | 24.0  | 20.2  | 16.9 | 14.4      | 12.0 | 10.0 | 5%  | 5%  | 6%  | 50   |
| Captor Therapeutics  | CTX     | Buy          | 116.3   | 71.5    | 63%    | 454        | —     | 11.5  | —    | —         | 6.8  | —    | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| CD Projekt           | CDR     | Buy          | 325.0   | 248.0   | 31%    | 24,778     | 39.4  | 26.5  | 8.1  | 33.9      | 21.2 | 5.3  | 0%  | 1%  | 3%  | 90   |
| Celon Pharma         | CLN     | Buy          | 38.8    | 19.4    | 100%   | 1,046      | 7.5   | 108.0 | 34.9 | 56.6      | 16.6 | 11.8 | —   | —   | —   | —    |
| CEZ                  | CEZ     | Hold         | 1,308.9 | 1,367.0 | -4%    | 735,432    | 23.5  | 21.0  | 27.0 | 8.4       | 7.9  | 8.5  | 3%  | 3%  | 4%  | 76   |
| CI Games             | CIG     | Sell         | 2.2     | 2.4     | -8%    | 521        | —     | 8.2   | 7.4  | 35.3      | 3.2  | 3.1  | —   | —   | —   | —    |
| Creepy Jar           | CRJ     | Buy          | 671.0   | 473     | 42%    | 340        | 7.8   | 10.0  | 26.3 | 4.2       | 4.8  | 8.7  | 8%  | 12% | 10% | —    |
| Creotech Instruments | CRI     | Buy          | 980.0   | 760.0   | 29%    | 2,663      | 112.9 | 51.6  | 34.2 | 46.2      | 26.0 | 16.7 | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Coffee Stain Group   | COFFEEB | Buy          | 26.30   | 19.40   | 36%    | 4,331      | 25.8  | 22.5  | 11.3 | 6.1       | 6.0  | 4.7  | 7%  | 7%  | 7%  | —    |
| Comp                 | CMP     | Hold         | 94.0    | 96.2    | -2%    | 1,892      | 23.3  | 13.8  | 12.1 | 12.0      | 8.4  | 7.4  | 4%  | 5%  | 5%  | —    |
| CSG                  | CSG     | Buy          | 23.0    | 15.2    | 51%    | 15,212     | 14.3  | 10.7  | 9.0  | 8.7       | 6.9  | 5.7  | —   | —   | —   | —    |
| CTP                  | CTPNV   | Buy          | 21.0    | 13.5    | 55%    | 6,637      | 6.1   | 3.7   | 3.6  | 9.0       | 6.5  | 6.6  | —   | —   | —   | 88   |
| Cyber Folks          | CBF     | Buy          | 230.0   | 212.8   | 8%     | 3,943      | 48.6  | 27.3  | 21.1 | 19.0      | 14.3 | 11.5 | 1%  | 1%  | 1%  | 88   |

## TRIGON DM COVERAGE

| Company            | Ticker | Recomm.      | TP       | Price    | Upside | Market Cap | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      | DY  |     |     | ESG* |
|--------------------|--------|--------------|----------|----------|--------|------------|------|------|------|-----------|------|------|-----|-----|-----|------|
|                    |        |              |          |          |        |            | 26E  | 27E  | 28E  | 26E       | 27E  | 28E  | 26E | 27E | 28E |      |
| Cyfrowy Polsat     | CPS    | Buy          | 18.5     | 16.1     | 15%    | 10,281     | 17.1 | 12.5 | 10.7 | 6.6       | 6.1  | 5.7  | 0%  | 0%  | 3%  | 80   |
| Dadelo             | DAD    | Buy          | 105.0    | 105.0    | 0%     | 1,238      | 33.8 | 27.9 | 22.0 | 20.0      | 16.6 | 13.0 | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Develia            | DVL    | Hold         | 11.5     | 9.9      | 16%    | 4,648      | 9.8  | 9.2  | 9.0  | 8.8       | 7.9  | 7.5  | 7%  | 8%  | 8%  | 36   |
| Diagnostyka        | DIA    | Hold         | 197.0    | 165.6    | 19%    | 5,590      | 20.6 | 18.7 | 17.7 | 10.5      | 9.5  | 8.9  | 2%  | 2%  | 2%  | —    |
| Digital Network    | DIG    | Sell         | 260.0    | 423.4    | -39%   | 1,933      | 30.2 | 24.9 | 21.9 | 15.8      | 13.8 | 12.3 | 1%  | 1%  | 2%  | —    |
| Dino Polska        | DNP    | Buy          | 40.0     | 35.5     | 13%    | 34,794     | 20.5 | 16.4 | 13.8 | 12.5      | 10.0 | 8.4  | 0%  | 0%  | 0%  | 48   |
| Dom Development    | DOM    | Hold         | 300.0    | 228.5    | 31%    | 5,895      | 8.6  | 8.3  | 7.6  | 6.8       | 6.8  | 5.9  | 7%  | 8%  | 9%  | 45   |
| Echo Investment    | ECH    | Buy          | 7.0      | 5.4      | 29%    | 2,237      | 15.3 | 7.1  | 4.3  | 9.3       | 6.2  | 4.1  | 15% | 15% | 15% | —    |
| Erbud              | ERB    | Hold         | 25.0     | 18.5     | 35%    | 220        | —    | 34.0 | 10.8 | 7.7       | 4.4  | 4.3  | 0%  | 5%  | 2%  | —    |
| Enea               | ENA    | Buy          | 22.7     | 20.0     | 14%    | 10,573     | 4.5  | 4.7  | 5.7  | 3.9       | 4.6  | 5.3  | 3%  | 3%  | 3%  | 33   |
| Enter Air          | ENT    | Buy          | 72.0     | 49.9     | 44%    | 875        | —    | 13.6 | 12.5 | 4.3       | 3.9  | 3.9  | 6%  | 7%  | 7%  | —    |
| Eurocash           | EUR    | Under Review | -        | 5.4      | —      | 753        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 55   |
| Fabrity            | FAB    | Hold         | 30.0     | 26.3     | 14%    | 73         | 12.2 | 9.9  | 9.2  | 6.9       | 5.8  | 5.3  | 10% | 10% | 10% | —    |
| Ferro              | FRO    | Buy          | 40.0     | 31.1     | 29%    | 661        | 10.7 | 8.9  | 7.9  | 7.2       | 6.2  | 5.5  | —   | —   | —   | —    |
| Gedeon Richter     | RICHT  | Hold         | 13,171.0 | 12,900.0 | 2%     | 2,404,236  | 8.3  | 7.8  | 6.2  | 5.6       | 4.9  | 3.6  | 4%  | 4%  | 5%  | 75   |
| GPW                | GPW    | Sell         | 78       | 100      | -23%   | 4,206      | 17.5 | 16.4 | 16.1 | 14.2      | 13.0 | 12.5 | 3%  | 4%  | 4%  | 61   |
| Grupa Pracuj       | GPP    | Buy          | 54       | 57       | -4%    | 3,893      | 14.7 | 13.8 | 13.2 | 10.3      | 9.5  | 8.8  | 5%  | 6%  | 6%  | —    |
| GTC                | GTC    | Hold         | 3.0      | 2.4      | 26%    | 1,372      | —    | 90.5 | 19.1 | 49.9      | 24.7 | 20.3 | 0%  | 0%  | 0%  | 54   |
| Huuuge             | HUG    | Buy          | 28.5     | 23.3     | 23%    | 1,040      | 4.5  | 5.2  | 6.2  | 2.2       | 2.6  | 3.1  | 22% | 20% | 17% | 5    |
| H&M                | HMB    | Sell         | 126.0    | 162.6    | -22%   | 259,897    | 20.4 | 19.2 | 18.1 | 7.9       | 7.8  | 7.5  | 5%  | 5%  | 5%  | 95   |
| Inditex            | ITX    | Hold         | 61.5     | 51.8     | 19%    | 161,380    | 22.4 | 20.5 | 18.7 | 12.4      | 11.3 | 10.4 | 3%  | 4%  | 4%  | 98   |
| InPost             | INPST  | Hold         | 15.6     | 15.6     | 0%     | 33,813     | 45.1 | 36.2 | 27.5 | 10.5      | 9.1  | 7.9  | 0%  | 0%  | 0%  | 82   |
| Inter Cars         | CAR    | Buy          | 1,100.0  | 934.0    | 18%    | 13,233     | 12.6 | 10.8 | 9.6  | 9.0       | 7.8  | 6.8  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Jeronimo Martins   | JMT    | Buy          | 22.0     | 17.9     | 23%    | 11,258     | 17.0 | 13.3 | 12.2 | 6.0       | 5.5  | 5.2  | 4%  | 4%  | 5%  | 85   |
| JSW                | JSW    | Sell         | 23.1     | 37.3     | -38%   | 4,379      | 56.4 | 11.5 | 6.7  | 2.2       | 1.6  | 1.1  | 0%  | 0%  | 0%  | 51   |
| Kęty               | KTY    | Buy          | 1,400.0  | 1,270.0  | 10%    | 12,522     | 17.6 | 15.4 | 12.6 | 11.3      | 10.4 | 9.1  | 4%  | 5%  | 6%  | 48   |
| KGHM               | KGH    | Hold         | 325.7    | 344.9    | -6%    | 68,980     | 9.0  | 9.6  | 11.1 | 5.3       | 5.6  | 6.0  | 0%  | 1%  | 1%  | 49   |
| LPP                | LPP    | Buy          | 25,500.0 | 24,180.0 | 5%     | 44,944     | 16.6 | 15.0 | 13.3 | 8.3       | 7.2  | 6.4  | 4%  | 4%  | 4%  | 77   |
| Lumina Metals      | LMCU   | Buy          | 15.8     | 11.0     | 43%    | 3,237      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Mabion             | MAB    | Under Review | -        | 8        | —      | 145        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 12   |
| Medicover          | MCOVB  | Buy          | 271      | 259      | 5%     | 3,548      | 36.5 | 30.8 | 26.3 | 11.6      | 10.4 | 9.5  | 0%  | 0%  | 0%  | 88   |
| Medinice           | ICE    | Sell         | 71.2     | 59.4     | 20%    | 621        | 5.2  | 7.5  | —    | 3.6       | 4.6  | —    | 7%  | 7%  | 0%  | —    |
| Mirbud             | MRB    | Hold         | 13.5     | 11.5     | 17%    | 1,265      | 10.0 | 10.1 | 8.8  | 6.5       | 6.7  | 5.5  | 2%  | 2%  | 2%  | —    |
| MLP Group          | MLG    | Buy          | 120.0    | 116.0    | 3%     | 2,783      | 10.0 | 6.7  | 5.2  | 11.1      | 9.3  | 7.8  | —   | —   | —   | —    |
| Mo-Bruk            | MBR    | Hold         | 387.7    | 405.5    | -4%    | 1,424      | 14.7 | 13.2 | 12.8 | 9.8       | 8.8  | 8.3  | 4%  | 4%  | 4%  | —    |
| Modivo             | MDV    | Sell         | 92.0     | 93.3     | -1%    | 7,187      | 26.9 | 16.6 | 12.5 | 7.4       | 6.0  | 5.0  | 0%  | 0%  | 0%  | 70   |
| MOL                | MOL    | Hold         | 4,527.0  | 5,175.0  | -13%   | 3,889      | 9.0  | 7.7  | 7.1  | 4.4       | 4.0  | 3.6  | 6%  | 7%  | 7%  | 71   |
| Molecure           | MOC    | Buy          | 11.6     | 7.8      | 50%    | 192        | 4.0  | 3.6  | —    | 2.0       | 1.5  | —    | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Murapol            | MUR    | Buy          | 52.5     | 37.4     | 40%    | 1,526      | 6.0  | 5.7  | 5.3  | 6.6       | 6.2  | 5.7  | 13% | 13% | 13% | —    |
| Modern Times Group | MTGB   | Buy          | 175      | 130      | 35%    | 15,546     | 27.1 | 17.7 | 14.2 | 6.4       | 5.4  | 4.3  | 3%  | 1%  | 0%  | 80   |
| Neuca              | NEU    | Buy          | 860.0    | 670.0    | 28%    | 3,111      | 14.8 | 13.2 | 11.9 | 8.2       | 7.3  | 6.5  | 3%  | 3%  | 3%  | 76   |
| Onde               | OND    | Hold         | 8.2      | 8.6      | -4%    | 466        | 32.2 | 28.8 | 23.3 | 9.0       | 7.6  | 6.6  | 4%  | 2%  | 2%  | —    |
| Oponeo.pl          | OPN    | Buy          | 160.0    | 107.0    | 50%    | 1,209      | 13.2 | 11.8 | 10.7 | 8.2       | 7.7  | 7.0  | 3%  | 5%  | 6%  | —    |
| Orange             | OPL    | Hold         | 16.2     | 13.7     | 18%    | 18,012     | 16.3 | 14.6 | 12.5 | 5.1       | 5.0  | 4.7  | 4%  | 5%  | 6%  | 61   |
| Orlen              | PKN    | Hold         | 156.5    | 152.5    | 3%     | 177,020    | 6.5  | 7.8  | 8.9  | 3.5       | 4.0  | 4.6  | 5%  | 5%  | 6%  | 61   |
| PCC Rokita         | PCR    | Buy          | 78.3     | 67.2     | 17%    | 1,361      | 13.0 | 11.5 | 9.9  | 5.6       | 4.6  | 4.1  | 3%  | 4%  | 5%  | —    |
| PCF Group          | PCF    | Under Review | -        | 3.5      | —      | 162        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 19   |
| Pegasus Airlines   | PGSUS  | Hold         | 220.0    | 151.2    | 46%    | 75,600     | 5.1  | 4.2  | 3.9  | 4.4       | 4.4  | 4.9  | 0%  | 0%  | 0%  | 60   |
| Pekabex            | PBX    | Under Review | -        | 8.1      | —      | 200        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Pepco Group        | PCO    | Hold         | 45.6     | 42.3     | 8%     | 24,426     | 15.9 | 14.3 | 13.0 | 7.2       | 6.6  | 6.1  | —   | —   | —   | 57   |
| PGE                | PGE    | Buy          | 11.9     | 14.4     | -17%   | 32,332     | 5.8  | 8.3  | 8.3  | 4.2       | 5.6  | 5.5  | 0%  | 0%  | 0%  | 34   |

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

## TRIGON DM COVERAGE

| Company           | Ticker | Recomm.      | TP      | Price   | Upside | Market Cap | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      | DY  |     |     | ESG* |
|-------------------|--------|--------------|---------|---------|--------|------------|------|------|------|-----------|------|------|-----|-----|-----|------|
|                   |        |              |         |         |        |            | 26E  | 27E  | 28E  | 26E       | 27E  | 28E  | 26E | 27E | 28E |      |
| Playway           | PLW    | Buy          | 390.0   | 228.0   | 71%    | 1,520      | 9.0  | 8.7  | 7.8  | 5.4       | 5.0  | 4.5  | 8%  | 11% | 11% | 0    |
| Polenergia        | PEP    | Hold         | 64.6    | 53.2    | 21%    | 4,108      | 40.8 | 38.9 | 23.6 | 12.8      | 12.3 | 5.5  | 0%  | 0%  | 1%  | —    |
| Polimex Mostostal | PXM    | Buy          | 11.5    | 7.0     | 65%    | 1,820      | 11.7 | 9.8  | 9.0  | 4.6       | 3.1  | 2.4  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Poltreg           | PTG    | Buy          | 36.5    | 20.5    | 78%    | 121        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Rainbow Tours     | RBW    | Buy          | 195.0   | 141.1   | 38%    | 2,053      | 9.0  | 9.1  | 8.7  | 6.0       | 5.9  | 5.2  | 5%  | 5%  | 6%  | —    |
| Rheinmetall       | RHM    | Buy          | 1,700.0 | 1,014.0 | 68%    | 47,445     | 30.9 | 21.7 | 15.9 | 17.2      | 12.1 | 8.9  | 1%  | 1%  | 2%  | 75   |
| Ryvu Therapeutics | RVU    | Buy          | 33.9    | 15.9    | 113%   | 368        | —    | 12.7 | 29.7 | —         | 6.0  | 9.7  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Saab              | SAABB  | Buy          | 750.0   | 619.8   | 21%    | 336,789    | 39.6 | 28.7 | 22.8 | 21.7      | 16.6 | 13.4 | 0%  | 1%  | 1%  | 92   |
| Scope Fluidics    | SCP    | Buy          | 228.2   | 127.0   | 80%    | 402        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Selvita           | SLV    | Buy          | 39.0    | 23.0    | 70%    | 435        | —    | 26.0 | 14.4 | 9.8       | 7.3  | 5.4  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Śnieżka           | SKA    | Buy          | 100.0   | 83.8    | 19%    | 1,057      | 12.5 | 10.7 | 10.4 | 7.5       | 6.4  | 6.1  | —   | —   | —   | —    |
| Synektik          | SNT    | Hold         | 398.0   | 351.4   | 13%    | 2,997      | 17.0 | 15.3 | 13.2 | 11.9      | 10.2 | 8.6  | 3%  | 4%  | 5%  | —    |
| Tauron            | TPE    | Buy          | 10.8    | 9.2     | 17%    | 16,166     | 7.0  | 6.7  | 6.9  | 5.6       | 5.6  | 5.9  | 2%  | 2%  | 3%  | 39   |
| Ten Square Games  | TEN    | Hold         | 98.3    | 100.5   | -2%    | 651        | 11.9 | 8.7  | 8.1  | 7.6       | 5.5  | 5.0  | 10% | 9%  | 12% | 3    |
| Torpol            | TOR    | Buy          | 85.0    | 69.4    | 22%    | 1,594      | 17.0 | 11.5 | 7.5  | 8.7       | 5.0  | 2.8  | 5%  | 3%  | 4%  | —    |
| Toya              | TOA    | Buy          | 12.0    | 10.4    | 15%    | 773        | 8.4  | 7.8  | 7.0  | 6.8       | 6.3  | 5.7  | —   | —   | —   | —    |
| Turkish Airlines  | THYAO  | Buy          | 400.0   | 293.5   | 36%    | 405,030    | 4.8  | 4.4  | 4.1  | 4.1       | 3.6  | 3.3  | 0%  | 0%  | 0%  | 86   |
| Unimot            | UNT    | Hold         | 173.8   | 170.0   | 2%     | 1,334      | 4.5  | 14.2 | 10.9 | 4.0       | 6.8  | 5.8  | 4%  | 2%  | 2%  | —    |
| Vercom            | VRC    | Buy          | 158.0   | 125.8   | 26%    | 2,796      | 23.8 | 18.4 | 14.9 | 17.2      | 13.2 | 10.6 | 2%  | 3%  | 3%  | —    |
| Vigo Photonics    | VGO    | Buy          | 700.0   | 500.0   | 40%    | 503        | 50.0 | 25.6 | 14.3 | 17.0      | 13.5 | 8.4  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Voxel             | VOX    | Buy          | 130.0   | 143.2   | -9%    | 1,504      | 17.9 | 14.7 | 13.3 | 8.7       | 7.0  | 6.1  | 2%  | 3%  | 4%  | —    |
| VRG               | VRG    | Under Review | -       | 5.3     | —      | 1,238      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Wirtualna Polska  | WPL    | Hold         | 65.0    | 58.3    | 11%    | 1,736      | 9.9  | 14.9 | 13.1 | 5.8       | 5.2  | 4.9  | 2%  | 3%  | 4%  | 72   |
| Wittchen          | WTN    | Sell         | 9.0     | 12.7    | -29%   | 235        | 15.5 | 14.4 | 14.7 | 4.6       | 4.8  | 4.6  | 4%  | 0%  | 5%  | —    |
| Wizz Air          | WIZZ   | Hold         | 12.0    | 10.1    | 18%    | 1,050      | —    | 28.5 | 12.6 | 5.1       | 4.6  | 4.4  | 0%  | 0%  | 0%  | 67   |
| XTB               | XTB    | Hold         | 144.0   | 148.6   | -3%    | 17,468     | 10.9 | 12.7 | 10.9 | 7.3       | 8.3  | 6.8  | 3%  | 7%  | 6%  | 32   |
| XTPL              | XTP    | Buy          | 120.0   | 77.0    | 56%    | 227        | —    | 37.7 | 10.4 | —         | 15.3 | 6.1  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Zabka Group       | ZAB    | Hold         | 34.0    | 31.5    | 8%     | 31,584     | 25.0 | 19.4 | 15.5 | 8.8       | 7.6  | 6.6  | —   | —   | —   | —    |

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

## TRIGON DOM MAKLESKI 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>Senior 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>Aerospace & Defence, Deep<br>tech, Consumer          | <i>Analyst</i>           |
| <b>Michał Kozak</b><br>Oil & Gas, Chemicals,<br>Utilities, Mining | <i>Senior Analyst</i>          | <b>Kacper Mazur</b>                                                          | <i>Assistant Analyst</i> |

## EQUITY SALES

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

## SALES TRADING

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

## DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | 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.