

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE**MOL:** Wyniki za 3Q25. Silna rafinacji i OCF. [lekko pozytywne]**DINO POLSKA:** Wyniki za 3Q25: słabszy LFL i brak poprawy marży brutto r/r kontrastujący z ostatnimi kwartałami [lekko negatywne]**OTP:** Wyniki za 3Q'25 w pełni zgodne z oczekiwaniami [neutralne]**INPOST:** Wyniki za 3Q25: EBITDA zgodna z oczekiwaniami, mocna Polska i strefa Euro, gorszy outlook na rentowność w UK w 4Q skutkuje obniżeniem adj. EBITDA guidance [negatywne]**TAURON:** Szacunkowe wyniki za 3Q25. Dobra dystrybucja i wytwarzanie. [lekko pozytywne]**TURKISH AIRLINES:** Wyniki 3Q25: Słabsze yieldy i rosnące koszty obciążyły marżę [lekko negatywne]**UNIMOT:** Szacunkowe wyniki za 3Q25 [neutralne]**ONDE:** Wyniki za 3Q25. Silny OCF i rentowność w OZE. [pozytywne]**TOYA:** Wyniki 3Q25: poniżej oczekiwań, głównie ze względu na rentowność sprzedaży zagranicznej, FCF na plusie [negatywne]**ERBUD:** Wyniki 3Q25: powyżej konsensusu dzięki Onde, słaby kwartał MOD21 [neutralne]**ARTIFEX MUNDI:** Wyniki za 3Q25: Wstępne wyniki bez historii [neutralne]FINANSE**PKO BP:** Podsumowanie konferencji wynikowej za 3Q25**PEKAO:** Bank wprowadził do oferty kredyt oparty na POLSTR**ALIOR BANK:** Przeważają oczekiwania, że bank zostanie w strukturach grupy – prezes Pekao**BNP PARIBAS PL:** Podsumowanie konferencji wynikowej za 3Q25**SKARBIEC HOLDING:** Wartość aktywów pod zarządzaniem na koniec października 2025 roku na poziomie 5,96mld PLN, +2,6% m/mKONSUMENT**PEPCO GROUP:** Zakończenie procesu refinansowania bankowego oraz emisji obligacji [neutralne]**ASBIS:** Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [lekko pozytywne]**RYNEK E-COMMERCE:** Base Index wzrósł w październiku o 10% r/r**RETAIL:** Obroty centrów handlowych wzrosły we wrześniu'25 o 4,7% r/r - PRCHTMT**CYBER_FOLKS:** Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [neutralne]**CYBER_FOLKS:** Spółka zaprasza do składania ofert sprzedaży do 50 tys. akcji własnychGAMING**ARTIFEX MUNDI:** Przychody w październiku '25: 7.3 mln PLN (+4% m/m, -14% r/r), koszty UA na poziomie 3.8 mln PLN [neutralne]**BOOMBIT:** Grupa zanotowała w październiku 2025 roku przychody ze sprzedaży na poziomie 18,8mln PLN, +26,9% m/m**GAMING MARKET:** Premiera GTA VI przesunięta na 19 listopadaINDUSTRIALS**SAAB:** Saab rozważa uruchomienie linii montażowej Gripenów w Kanadzie, jeżeli Ottawa wybierze Gripena jako myśliwiec**AMBRA:** Podsumowanie czatu po wyniki za 1Q25/26 [neutralne]**WIELTON:** Podsumowanie konferencji za 3Q25**ARCTIC PAPER:** Podsumowanie konferencji za 3Q25**RHEINMETALL:** Wyniki za 3Q25BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY**BUDIMEX:** Oferta konsorcjum Budimeksu za 260,8mln PLN netto najkorzystniejsza na zajeźdnie w Gdańsku**MIRBUD / TORPOL:** Oferta konsorcjum Torpolu i Mirbudu za max. 4,57mld PLN brutto wybrana na odcinki Rail Baltica**MIRBUD:** Podpisanie umowy za łącznie ok. 198mln PLN brutto na rozbudowę dróg pod Inowrocławiem**MURAPOL:** Spółka wypłaci 2,94 PLN na akcję zaliczki na poczet dywidendy za 2025 rok**CTP:** Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q25 [neutralne]**CAVATINA GROUP:** Spółka zamierza przeznaczyć 150mln PLN na zakup gruntów jeszcze w 2025 roku

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

MOL (Buy; HUF 3,162)
Wyniki za 3Q25. Silna rafinacji i OCF. [lekko pozytywne]

HUFbn	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons
Revenues	2 464	2 296	2 171	2 199	2 268	-8%	3%	2 142	
EBITDA	298	226	315	219	300	1%	37%	292	315
EBITDA clean CCS	304	260	319	281	330	9%	18%	312	330
Upstream	100	105	122	99	96	-4%	-2%	92	91
Downstream	108	102	115	110	153	42%	40%	139	142
Refining	115	120	131	128	173	50%	35%	155	
Petchem	-7	-18	-17	-18	-20	-	-	-16	
Gas Midstream	21	20	26	14	17	-16%	24%	17	18
Consumer Services	89	59	61	88	108	20%	23%	98	102
Others	-14	-27	-4	-29	-45	-	-	-34	-23
EBIT	176	61	186	72	163	-7%	127%	154	
EBIT clean CCS	182	114	189	134	193	6%	44%	174	185
Net profit	115	-8	152	38	95	-18%	149%	105	136
OCF	265	291	178	234	357	34%	52%	218	
Capex	145	233	72	102	134	-24%	42%	120	
Net debt	792	813	734	728	479	-31%	-1%	626	
EBITDA clean CCS margin	12%	11%	15%	13%	15%			15%	
EBIT margin	7%	3%	9%	3%	7%			7%	
Net profit margin	5%	-	7%	2%	4%			5%	
P/E12M trailing	4.7	6.1	5.3	7.6	8.2				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	2.8	3.1	2.9	2.9	2.6				

Source: Company, Trigon DM, Company - consensus median

EBITDA clean CCS w 3Q25 wyniosła 330 mld HUF, zgodnie z oczekiwaniami rynku i 5% powyżej naszej prognozy. Efekt na CCS wyniósł -30m, saldo finansowe: +2 mld, stopa podatkowa wyniosła 32%, wynik netto przynależny minorities: 21 mld (vs. 2 mld w 2Q), a wynik netto w Grupie wyniósł 95 mld (zakładaliśmy 11% wyższy rezultat, a konsensus o 43%).

OCF na poziomie 357 mld, przy pozytywnym wpływie NWC: 73 mld. Capex: 134 mld (przyrost o 15 mld q/q w Downstream i o 12 mld w Others). Dług netto spadł o 250 mld q/q do 479 mld (ND/EBITDA: 0.45x vs. 0.7 w 2Q).

Lepiej od naszych prognoz wypadł segment rafinacji (EBITDA adj. o 12% wyższa od naszych prognoz), przy wzroście modelowej marży z 6 USD do 10 USD/bbl. q/q (zakładaliśmy przyrost do 8.1 USD). Przerób w segmencie spadł o 4% r/r. Jedna z trzech jednostek destylacji w rafinerii Danube została poważnie uszkodzona. Jednostka ma pracować na poziomie 50-55% wykorzystania mocy do czasu naprawy (utrata ok. 250-300 tys. ton zdolności przerobowej miesięcznie).

In plus zaskoczył segment Consumer Services z EBITDA adj. 108 mld (szacowaliśmy 98 mld). Silny „driving season”, przy lepszych marżach w Rumunii i Chorwacji.

Spółka oczekuje w całym 2025r. 3 mld USD EBITDA clean CCS (vs. poprzednio >3 mld), przy zakładanym niższym przerobie ropy (11.5 mt vs. 12 mt poprzednio) i przy niższym capexie organicznym (1.5 mld vs. 1.7 mld poprzednio).

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	112,193	0.6%	4%	36%
WIG20	3,007	1.0%	5%	30%
mWIG40	8,085	-0.7%	2%	33%
sWIG80	29,890	0.2%	-1%	25%
PX (Prague)	2,419	0.3%	3%	45%
BUX (Budapest)	106,934	-0.5%	6%	40%
BET (Bucharest)	22,887	0.8%	6%	32%
BIST30 (Istanbul)	12,029	1.2%	1%	22%
DAX	23,734	-1.3%	-3%	23%
FTSE 100	9,736	-0.4%	3%	20%
STOXX Europe 600	568	-0.7%	0%	11%
S&P 500	6,720	-1.1%	0%	13%
NASDAQ 100	25,130	-1.9%	1%	19%
Nikkei 225	50,276	1.3%	5%	28%
Shanghai Comp	3,999	1.0%	3%	15%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	4.7%	2.0	-16.8	-74.9
PL 10Y bond yield	5.3%	2.2	-20.4	-50.0
CZ 10Y bond yield	4.5%	0.4	6.9	36.0
HU 10Y bond yield	6.9%	0.0	4.0	-12.0
RO 10Y bond yield	6.8%	-1.9	-45.1	-9.1
WIBOR 3M	4.3%	-7.0	-39.0	-154.0
EURIBOR 3M	2.0%	-2.4	-3.0	-106.7

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.68	0.1%	1.0%	-8.3%
EUR/PLN	4.25	0.0%	-0.1%	-1.5%
EUR/USD	1.15	-0.1%	-1.1%	6.7%
GBP/PLN	4.83	0.1%	1.4%	7.3%
CZK/PLN	0.17	0.0%	-0.1%	-2.1%
HUF/PLN	0.011	0.1%	-1.6%	-3.1%
RON/PLN	0.84	0.0%	-0.2%	3.7%
CNY/PLN	0.52	0.0%	-1.3%	8.2%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,014	0.6%	1%	48%
Silver (USD/toz)	48.7	1.4%	2%	52%
Copper (USD/t)	10,683	-0.1%	0%	14%
Zinc (USD/t)	3,047	0.1%	1%	2%
Molybdenum (USD/lb)	23.5	-2.4%	-6%	6%
Iron ore (USD/t)	103	-2.0%	-1%	-3%
HCC (USD/t)	202	1.0%	2%	-13%
HRC EU (EUR/t)	600	0.0%	4%	7%
Brent crude oil (USD/bbl.)	64.1	1.1%	-2%	-15%
CO2 (EUR/t)	80.4	0.2%	3%	18%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	31.6	0.2%	-5%	-23%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	90	-0.5%	1%	4%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	442	-0.2%	1%	5%
Shanghai Freight Index	1,551	10.5%	39%	-29%

DINO POLSKA (Buy; PLN 53.0)

Wyniki za 3Q25: słabszy LFL i brak poprawy marży brutto r/r kontrastujący z ostatnimi kwartałami [lekko negatywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	7607	7752	7354	8623	8761	15%	2%	9060	8966
LFL sales	2.3%	6.4%	0.5%	8.8%	4.4%	2.1p.p.	-4.4p.p.	6.6%	
Other operating items, net	2	6	3	6	-1	-	-	0	
EBITDA	673	631	532	650	750	11%	15%	800	771
EBIT	568	521	414	528	622	10%	18%	682	646
Net profit	438	424	311	398	482	10%	21%	526	498
Store count	2572	2688	2746	2835	2933	14%	3%		
Retail space (k sqm.)	1015	1061	1085	1120	1160	14%	4%		
Sales per store	2.96	2.88	2.68	3.04	2.99	1%	-2%		
Selling costs per store (k)	455	464	480	515	463	2%	-10%		
Gross margin	23.6%	23.6%	24.3%	23.4%	23.6%	0.02p.p.	0.24p.p.	24.2%	
SG&A ratio	16.2%	17.0%	18.7%	17.4%	16.5%	0.35p.p.	-0.82p.p.	16.7%	
EBITDA margin	8.9%	8.1%	7.2%	7.5%	8.6%	-0.29p.p.	1.02p.p.	8.8%	8.6%
EBIT margin	7.5%	6.7%	5.6%	6.1%	7.1%	-0.36p.p.	0.98p.p.	7.5%	7.2%
Net profit margin	5.8%	5.5%	4.2%	4.6%	5.5%	-0.26p.p.	0.89p.p.	5.8%	5.6%
OCF	725	869	7	767	833	15%	9%		
CAPEX	434	431	516	527	533	23%	1%		
FCF	284	410	-514	234	295	4%	26%		
ND/EBITDA	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	-0.1	-0.1		
P/E12M trailing	30.7	29.2	28.9	27.9	27.2				
EV/EBITDA 12M trailing	19.9	19.0	18.9	17.9	17.2				

Source: Company, Trigon

OTP (Buy; HUF 36925)

Wyniki za 3Q'25 w pełni zgodne z oczekiwaniami [neutralne]

HUFbn	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Net interest income	444	461	465	481	489	10%	2%	488	487
Net F&C result	137	148	139	152	153	11%	0%	149	151
Other income	94	97	85	114	96	2%	-16%	93	90
Total revenues	676	706	690	747	738	9%	-1%	730	728
Operating costs	-261	-298	-282	-286	-291	12%	2%	-292	-290
Operating profit	415	408	408	461	447	7%	-3%	438	438
Net provisions	-27	-92	-33	-67	-57	111%	-15%	-51	-50
Net profit	319	250	189	330	329	3%	0%	325	326
NIM	4,23%	4,34%	4,24%	4,34%	4,38%			4,38%	
CoR	0,45%	1,52%	0,53%	1,04%	0,87%			0,79%	
C/I	38,5%	42,2%	40,8%	38,3%	39,5%			40,0%	
Loans	22 251	23 362	23 825	24 474	24 858	11,7%	1,6%	24 897	
Assets	41 556	43 419	44 333	44 338	45 075	8,5%	1,7%	44 780	
Deposits	30 349	31 666	32 425	32 754	33 384	10,0%	1,9%	33 312	
P/E12M trailing	9,3	8,3	8,6	8,1	8,0				
P/BV	1,9	1,7	1,7	1,7	1,6				
ROE 12M	22%	23%	21%	22%	21%				

ce: Company data, Trigon

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	1200	1786.1	1728.4	1849.9	69%
WIG20	927.3	1497.0	1486.2	1581.2	62%
WIG40	224.5	276.3	250.8	292.9	90%
sWIG80	42.8	54.0	59.0	56.1	73%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	180.9	ACP	46.7	BMC	6.7
PKN	147.1	TPE	42.8	MDG	3.4
DNP	141.3	XTB	23.3	PXM	3.0
PEO	139.2	MIL	22.3	ELT	1.7
KGH	111.1	BFT	13.0	SLV	1.5
PZU	106.6	ENA	11.8	ECH	1.3
ALE	103.7	RBW	5.4	WTN	1.1
CDR	56.9	GPW	4.9	PLW	1.0
CCC	50.5	ASB	4.2	STX	1.0
ALR	40.7	TXT	3.2	RVU	1.0

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
DNP	169%	DVL	205%	ECH	486%
ALR	149%	GPW	194%	MLS	304%
SPL	126%	MIL	186%	WTN	256%
PEO	126%	TPE	157%	MDG	230%
PGE	123%	ATC	151%	AMB	208%
OPL	112%	ENA	146%	STP	206%
ALE	107%	ACP	144%	ELT	204%
PZU	106%	ASB	141%	STX	204%
MBK	106%	EUR	136%	PLW	202%
PCO	97%	BFT	135%	MAB	202%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
SPL	503	2.5%	BDX	584.6	-0.7%
PKO	77	1.8%	PGE	12	-0.4%
PEO	193.8	1.7%	ZAB	21	-0.3%
DNP	44.8	1.4%	KRU	459	-0.2%
KGH	189	1.3%	CDR	250.0	-0.1%

Best			mWIG40			Worst		
PXM	6.3	3.1%	ACP	199.9	-5.4%			
WPL	55.6	1.3%	MIL	15.6	-2.3%			
ING	321.0	1.1%	XTB	70.4	-1.5%			
TPE	10.6	1.1%	ASB	29.2	-1.4%			
TEN	91.9	1.0%	BFT	3,060.0	-1.3%			

Best			sWIG80			Worst		
OND	8.7	4.7%	TOA	10.9	-4.2%			
APT	23.5	3.5%	AMB	18.0	-3.3%			
PXM	6.3	3.1%	SHO	53.8	-2.2%			
DAT	90.8	3.0%	WLT	6.9	-2.0%			
MUR	38.5	2.9%	VGO	508.0	-1.9%			

INPOST (Buy; EUR 14.5)

Wyniki za 3Q25: EBITDA zgodna z oczekiwaniami, mocna Polska i strefa Euro, gorszy outlook na rentowność w UK w 4Q skutkuje obniżeniem adj. EBITDA guidance [negatywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Volume	263	322	272	324	352	34%	9%	344	343
Poland	170	210	174	181	188	10%	4%	185	185
Euro zone	67	85	73	78	84	24%	7%	79	79
UK + Ireland	25	27	24	65	80	220%	23%	80	79
Revenues	2,535	3,361	2,952	3,533	3,769	49%	7%	3,759	3,646
Poland	1,547	1,865	1,652	1,694	1,741	13%	3%	1,705	1,709
Eurozone	735	1,002	871	885	996	36%	13%	903	889
UK + Ireland	254	494	429	954	1,032	307%	8%	1,151	1,051
adj. EBITDA	853	1,148	940	1,000	1,055	24%	6%	1,015	1,016
Poland	723	892	791	834	856	18%	3%	832	827
margin PL	46.8%	47.8%	47.9%	49.3%	49.2%	2.4p.p.	-0.1p.p.	48.8%	48.4%
Eurozone	108	174	117	145	144	34%	0%	133	133
margin Eurozone	14.7%	17.3%	13.5%	16.4%	14.5%	-0.2p.p.	-1.9p.p.	14.7%	15.0%
UK + Ireland	42	100	62	48	88	112%	82%	79	89
margin UK+Ireland	16.4%	20.3%	14.4%	5.1%	8.5%	-7.8p.p.	3.5p.p.	6.8%	8.5%
Group cost	-20	-18	-30	-28	-33	-	-	-28	-26
EBITDA	796	1,077	907	910	963	21%	6%	965	986
EBIT	414	634	462	382	407	-2%	7%	403	391
Net profit	255	400	184	140	171	-33%	22%	205	189
Net debt	6,371	6,984	7,250	8,415	8,722	37%	4%	8,798	
P/E 12M trailing	22.5	18.0	19.2	23.0	25.2				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	8.6	8.1	7.8	7.8	7.5				
adj. EBITDA margin	33.6%	34.2%	31.9%	28.3%	28.0%				
EBIT margin	16.3%	18.9%	15.6%	10.8%	10.8%				
Net profit margin	10.0%	11.9%	6.2%	4.0%	4.5%				

Source: Company, Trigon, PAP

#Guidance 2025

- Wzrost przychodów grupy o 35%-40% (bez zmian);
- Wzrost wolumenu w Polsce o wysokie kilka procent, zależnie od sytuacji rynkowej w drugim półroczu (bez zmian);
- Wzrost wolumenu w Eurozone o średnie-wysokie kilkanaście procent (podniesiona ze średnich kilkunastu procent);
- Prawie potrojenie wolumenów w UK dzięki przejęciu Yodel (bez zmian);
- Adj. EBITDA wyższa o średnie kilkanaście procent (poprzednio o 20-25%);
- Marża EBITDA w Polsce wysokie 40% (bez zmian)
- CAPEX 1,9mld PLN, z czego 60% na nowe APM (bez zmian);
- Oczekiwane utrzymanie wskaźnika dług netto do EBITDA (bez zmian);
- Rollout APM 15 tys. (bez zmian), w tym Polska 3 tys., Benefralux 4,0 tys., UK 4,5 tys., Iberia 2,0 tys., Włochy 2 tys.;

#Outlook na 4Q25

- W Polsce wzrost wolumenu o wysokie kilka procent, powyżej rynku (vs. nasze szacunki +7%);
- Dla rynków międzynarodowych wzrost wolumenu o 70% dzięki konsolidacji Yodel (vs. nasze szacunki +76%);

#Dług netto, capex, FCF

- Capex 356mIn PLN vs 399mIn PLN przed rokiem;
- Dług netto wzrósł z 8,4mld PLN do 8,7mld PLN, zgodnie z oczekiwaniami;
- Dług netto do LTM EBITDA bez zmian na poziomie 2,1x;
- FCF bez M&A +172mIn PLN wobec 212mIn PLN przed rokiem.

TAURON (Hold; PLN 10.16)

Szacunkowe wyniki za 3Q25. Dobra dystrybucja i wytwarzanie. [lekko pozytywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons
Revenues	8 126	9 505	9 632	7 667	7 819	-4%	2%	7 420	7 705
EBITDA	1 477	1 458	2 331	1 893	1 918	30%	1%	1 802	1 819
Generation	153	437	295	211	233	52%	10%	191	
Heat	57	79	123	66	-8	-	-	5	
RES	125	190	180	138	101	-19%	-27%	93	
Distribution	1 022	864	1 226	1 271	1 324	30%	4%	1 255	
Trading	63	-109	448	129	196	211%	52%	208	
Others	57	-3	59	78	72	26%	-8%	50	
EBIT	946	940	1 758	1 236	1 266	34%	2%	1 177	1 200
Net profit	635	468	1 130	923	844	33%	-9%	775	809
OCF	-780	3 588	1 811	1 136	-	-	-	1 261	
Capex	-1 384	-1 251	-1 424	-1 264	-	-	-	-1 486	
Capex (company)	-1 790	-1 478	-1 072	-1 211	-1 384	-23%	14%	-1 486	
Net debt (incl. leasing/hybrid)	16 172	14 019	13 574	13 672	13 697	-	0%	13 897	
Economic Net debt	18 550	17 229	17 557	16 861	-	-	-	17 086	
EBITDA margin	18%	15%	24%	25%	25%			24%	
EBIT margin	12%	10%	18%	16%	16%			16%	
Net profit margin	8%	5%	12%	12%	11%			10%	
P/E 12M trailing	-	71.8	21.6	5.9	5.5				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	7.1	5.9	5.3	4.9	-				

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

KPI	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	Y/Y	Q/Q	3Q25E
Gross electricity gen. (TWh)	2.6	3.5	3.5	2.5	2.4	-6%	-1%	2.3
Conventional (TWh)	2.3	3.0	3.0	2.0	2.1	-8%	3%	2.0
RES (TWh)	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4	9%	-20%	0.3
Distribution (TWh)	12.5	13.2	13.7	12.3	12.5	0%	2%	12.5
Retail sales of electr. (TWh)	6.1	7.0	7.0	5.8	5.8	-6%	0%	5.9

Source: Company, Trigon DM

Wg. danych szacunkowych, EBITDA w 3Q25 wyniosła 1.92 mld PLN, 5% powyżej naszej prognozy i konsensusu. Saldo finansowe: -189m (zakładaliśmy -220m), a stopa podatkowa wyniosła 22%. Zysk netto: 844m PLN, 4% powyżej oczekiwań rynkowych.

Prezentowany wsk. ND/EBITDA wyniósł 1.4x vs. 1.5x w 2Q, przy raportowanym dźwigu netto 10.8 mld (bez rezerw CO2, leasingu i obligacji hybrydowych), co implikuje przyrost pozycji o 25m q/q. Istotniejszy będzie poziom ekonomicznego dźwigu netto przy oficjalnych wynikach.

Publikacja raportu za 3Q25: 19 listopada

TURKISH AIRLINES (Buy; TRY 400)**Wyniki 3Q25: Słabsze yieldy i rosnące koszty obciążyły marżę [lekko negatywne]**

USDm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	6,630	5,609	4,887	5,980	6,953	5%	16%	6,996	6,944
Passenger revenues	5,550	4,473	3,929	4,938	5,891	6%	19%	5,911	
Cargo revenues	911	949	762	802	845	-7%	5%	852	
Technic & other revenues	169	187	196	240	217	28%	-10%	233	
Fuel costs	-1,662	-1,378	-1,346	-1,436	-1,649	-1%	15%	-1,649	
Other cash operating expenses	-3,067	-3,223	-3,052	-3,256	-3,635	19%	12%	-3,667	
EBITDA	1,901	1,008	489	1,288	1,669	-12%	30%	1,680	
Adj. EBITDA*	1,866	972	466	1,268	1,697	-9%	34%	1,680	
D&A	-555	-574	-565	-582	-610	10%	5%	-601	
EBIT	1,346	434	-76	706	1,059	-21%	50%	1,079	
EBIT (ex. other income)	1,212	226	-279	606	926	-24%	53%	1,006	999
Net investing activity	611	390	255	272	432	-29%	59%	340	
Net financial activity	-262	102	-225	-183	108	-141%	-159%	-29	
EBT	1,695	926	-46	795	1,599	-6%	101%	1,390	
Net profit	1,543	713	-44	691	1,378	-11%	99%	1,265	1,218
Adj. Net profit*	1,911	601	171	779	1,222	-36%	57%	1,265	
OCF	1,342	340	785	1,714	737	-45%	-57%		
FCF*	189	-917	-186	654	-369	-	-		
Net Debt	7,106	6,681	6,904	7,021	7,631	7%	9%		
Adj. EBITDA margin	28.1%	17.3%	9.5%	21.2%	24.4%	-3.7pp	3.2pp	24.0%	
EBIT margin	20.3%	7.7%	-	11.8%	15.2%	-5.1pp	-	15.4%	
Adj. Net profit margin	28.8%	10.7%	3.5%	13.0%	17.6%	-11.2pp	4.6pp	18.1%	
Adj. P/E 12M trailing	2.6	2.5	2.6	2.7	3.4				
Adj. EV/EBITDA 12M trailing	3.7	3.6	3.7	3.6	3.9				

Source: Company, Trigon. Note: (*) adjusted for FX and one-offs. FCF = CFO - Capex - Total lease payment

UNIMOT (Buy; PLN 162.2)**Szacunkowe wyniki za 3Q25 [neutralne]**

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons
Revenues	3 652	3 950	3 480	3 718	3 719	2%	0%	3 734	3 901
EBITDA adj.	105	75	47	110	87	-17%	-21%	86	86
Liquid fuel	31	32	24	36	18	-42%	-50%	23	
LPG	8	-7	4	1	-14	-	-	-12	
Natural gas	-1	21	2	8	-	-	-	0	
Electricity	5	4	1	2	-	-	-	4	
Petrol stations	7	6	4	4	-	-	-	7	
PV/RES	0	0	0	0	-	-	-	1	
Bitumen	53	19	-7	44	50	-6%	15%	49	
Infrastructure & Logistics	20	22	26	25	32	61%	27%	28	
Solid fuel	1	0	1	-1	-	-	-	2	
Others	-18	-21	-8	-8	-	-	-	-16	
EBITDA	42	162	42	74	75	78%	1%	86	86
EBIT	9	126	5	37	-	-	-	49	48
Net profit	-21	105	-10	-18	-	-	-	29	23
EBITDA adj. margin	2.9%	1.9%	1.4%	3.0%	2.3%				
EBIT margin	0.2%	3.2%	0.1%	1.0%	-				
Net profit margin	-	2.7%	-	-	-				
P/E 12M trailing	2.4	7.4	9.2	18.6	-				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	6.7	5.9	5.8	5.3	-				

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

Wg. danych szacunkowych, EBITDA adj. w 3Q25 wyniosła 87m PLN, zgodnie z naszą prognozą i konsensusem. EBITDA raportowana wyniosła 75m.

EBITDA adj. w paliwach płynnych wyniosła 18m (zakładaliśmy 23m). Premie lądowe ograniczają generowanie satysfakcjonujących marż, a dodatkowy negatywny wpływ na wyniki miał trend backwardation. Pozytywny efekt miała nowelizacja ustawy zmniejszająca poziom utrzymywania zapasu obowiązkowego. Wpływ na cały 2025r: 5-6m PLN na poziomie EBITDA adj. 2025. Sprzedaż paliw płynnych w 3Q: 600 tys. m3.

EBITDA w bitumenach wyniosła 50m (zgodnie z prognozą), przy standardowym sezonowym wpływie sezonowości w 2 i 3Q.

EBITDA w infrastrukturze i logistyce: 32m PLN (prognozowaliśmy 28m).

W LPG wynik wyniósł -14m (oczekiwaliśmy -12m). Negatywny wpływ na wyniki miał import n-butanu i izobutanów, omijających sankcje na LPG ze Wschodu, przy spadku krajowej konsumpcji LPG. W 3Q ujęto również koszty z przeszacowania kosztów jednostkowych związanych z obrotem LPG w 1-3Q25.

Publikacja raportu za 3Q25: 18 listopada

ONDE (Hold; PLN 9.31)

Wyniki za 3Q25. Silny OCF i rentowność w OZE. [pozytywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons
Revenues	228	221	156	217	268	18%	24%	267.2	274.6
Gross profit on sales	24.1	34.7	12.1	30.4	33.2	37%	9%	32.0	
EBITDA	14.0	14.8	-0.7	20.1	23.4	67%	16%	20.3	18.8
RES	18.5	17.3	1.0	21.6	24.2	31%	12%	20.3	
Roads	-5.1	-3.8	-2.3	-2.0	-2.0	-	-	-2.0	
Others	0.6	1.3	0.6	0.5	1.2	102%	127%	2.0	
EBITDA adj.	14.0	14.8	-0.7	15.2	23.4	67%	54%	20.3	18.8
EBIT	11.4	12.0	-3.9	16.3	19.4	70%	19%	16.5	15.4
Net profit	5.3	9.1	-5.6	10.6	13.1	145%	24%	10.9	10.4
OCF	-19.1	117.4	-45.2	-4.4	36.2	-	-	14.2	
Capex	-0.5	-68.1	-3.8	-2.7	-2.8	-	1%	-3.0	
Net debt (reported)	8.5	-23.6	32.1	62.6	36.3	327%	-42%	51.4	
Gross profit on sales margin	10.6%	15.7%	7.8%	14.0%	12.4%				
RES	14.4%	19.9%	9.4%	15.8%	14.7%				
Roads	-	-	-	-	-				
EBITDA margin	6.1%	6.7%	-	9.3%	8.7%				
EBIT margin	5.0%	5.4%	-	7.5%	7.2%				
Net profit margin	2.3%	4.1%	-	4.9%	4.9%				
P/E 12M trailing	15.1	15.7	65.2	24.6	17.6				
EV/EBITDA 12M trailing	8.6	8.1	16.4	12.4	9.7				
EV/EBITDA adj. 12M trailing*	5.4	4.9	10.3	9.3	7.1				

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

* incl. RES portfolio valuation in ND adj.

EBITDA za 3Q25 okazała się o 15% wyższa od naszych prognoz i o 24% lepsza od oczekiwań konsensusu. Źródłem zaskoczenia była rentowność segmentu OZE i niższy poziom kosztów stałych vs. nasze szacunki.

Marża brutto na sprzedaży wyniosła 33.2m PLN (zakładaliśmy 32m), przy rentowności w OZE na poziomie 14.7% (vs. 15.8% w 2Q25). Koszty SG&A wyniosły -15.4m (vs. nasza prognoza -16.5m). Saldo na PDO: +1.4m PLN. Saldo finansowe: -2m (zakładaliśmy -1m), a stopa podatkowa wyniosła 24%, co przełożyło się na wynik netto na poziomie 13.1m PLN (vs. nasza prognoza 10.9m [przebiecie oczekiwań o 20%]) i vs. konsensus 10.4m)

OCF wyniósł 36.2m PLN, przy pozytywnym efekcie na NWC w kwocie +13.8m PLN. Dług netto spadł o 26m q/q do 36m PLN (zakładaliśmy 51m). ND/EBITDA: 0.6x (vs. 1.3x w 2Q25). Saldo na kontraktach budowlanych (aktywa minus pasywa): 0m.

Backlog na koniec września wyniósł 1.13 mld PLN (w tym 719m z własnych projektów OZE) vs. 1.31 mld w czerwcu b.r. Względem poprzedniego kwartału, w ramach posiadanego portfela projektów OZE, spadła moc projektów do hybrydyzacji w PV o 32 MW, przez otrzymanie koncesji farmy Lewała na sprzedaż energii.

TOYA (Buy; PLN 12)

Wyniki 3Q25: poniżej oczekiwań, głównie ze względu na rentowność sprzedaży zagranicznej, FCF na plusie [negatywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	212.2	210.9	231.9	231.3	231.9	9%	0%	231.9	232.5
EBITDA	29.2	22.5	36.5	36.2	29.0	-1%	-20%	31.9	33.1
EBIT	23.9	17.8	31.3	31.2	23.9	0%	-23%	26.8	28.1
Net profit	18.5	13.3	24.6	24.9	18.7	1%	-25%	21.0	22.3
Gross Margin	34.1%	33.4%	33.4%	33.9%	32.9%	-1.2pp	-1.0pp	33.6%	
SG&A Ratio	23.7%	25.3%	21.4%	21.6%	22.4%	-1.3pp	0.9pp	22.2%	
OCF	-51	14	4	63	13	-	-80%		
FCF	-56	7	-1	64	20	-	-69%		
Net debt	34	25	21	-30	-39				
P/E 12M trailing	11.7	12.0	10.7	9.9	9.9				
EV/EBITDA 12M trailing	8.0	7.9	7.1	6.3	6.2				
EBITDA margin	13.8%	10.7%	15.7%	15.6%	12.5%	-1.3pp	-3.1pp	13.8%	14.2%
EBIT margin	11.2%	8.5%	13.5%	13.5%	10.3%	-0.9pp	-3.2pp	11.6%	12.1%
Net profit margin	8.7%	6.3%	10.6%	10.8%	8.1%	-0.6pp	-2.7pp	9.1%	9.6%

Source: Company, Trigon

ERBUD (Hold; PLN 30)

Wyniki 3Q25: powyżej konsensusu dzięki Ondie, słaby kwartał MOD21 [neutralne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	771	875	733	800	910	18%	14%	888	866
Gross Profit	72.5	45.7	36.9	75.9	61.8	-15%	-19%	69.4	
Other operating items, net	4.2	3.2	5.9	4.7	7.2	73%	52%	-3.0	
EBITDA	32.8	-1.3	3.3	25.5	25.2	-23%	-1%	15.9	17.9
Onde	14.0	14.8	-0.7	20.1	23.4	67%	16%		
General construction	3.0	8.6	5.8	8.6	11.0	269%	27%		
Industrial construction	13.2	10.0	7.3	10.5	11.9	-9%	14%		
MOD21	1.3	-37.3	-9.8	-13.8	-21.6	-	-		
Other	1.3	2.7	0.6	0.1	0.5	-61%	271%		
EBIT	21.9	-13.0	-9.1	12.5	12.1	-45%	-3%	3.9	5.7
Net profit	5.1	-28.3	-13.2	1.6	-8.5	-	-	-4.1	-4.7
Backlog	2,951	2,831	2,928	2,804	2,355	-20%	-16%		
OCF	-18	195	-118	-20	6	-	-		
FCF	-26	114	-132	-2	-5	-	-		
Net Debt	120	13	154	229	241				
P/E 12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	15.8	8.8	16.6	12.9	14.9				
Gross Margin	9.4%	5.2%	5.0%	9.5%	6.8%	-2.6pp	-2.7pp	7.8%	
EBITDA margin	4.2%	-	0.4%	3.2%	2.8%	-1.5pp	-0.4pp	1.8%	2.1%
EBIT margin	2.8%	-	-	1.6%	1.3%	-1.5pp	-0.2pp	0.4%	0.7%
Net profit margin	0.7%	-	-	0.2%	-	-	-	-	-

Source: Company, Trigon

ARTIFEX MUNDI (Buy; PLN 16.7)

Wyniki za 3Q25: Wstępne wyniki bez historii [neutralne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	26.2	25.2	26.7	26.1	21.8	-17%	-17%	21.8	21.9
F2P	24.5	23.5	25.1	24.9	20.7	-15%	-17%	20.7	
HOPA	1.7	1.7	1.5	1.1	1.1	-35%	-5%	1.1	
Premium	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-34%	0%	0.0	
EBITDA*	7.6	9.4	8.9	6.5	6.6	-12%	2%	6.6	6.7
adj. EBITDA*	7.7	9.9	8.9	6.6	6.6	-15%	0%	6.6	
EBIT	6.3	8.0	7.7	5.4	5.6	-11%	4%	5.5	5.5
Net profit	7.5	5.5	8.5	5.7	5.1	-32%	-9%	5.6	5.4
adj. Net profit*	7.7	6.0	8.7	5.8	5.1	-33%	-12%	5.6	
OCF	0.1	-3.3	1.7	2.3				0.0	
Net debt	-29.1	-29.7	-29.2	-27.4				-31.9	
P/E adj. 12M trailing	4.9	5.7	5.5	5.8	6.4			6.4	
EV/EBITDA adj. 12M trailing	3.8	3.7	3.8	4.1	4.1			4.2	
EBITDA margin	29.6%	39.1%	33.3%	25.4%	30.4%			30.2%	30.6%
EBIT margin	24.0%	31.8%	28.9%	20.5%	25.6%			25.4%	25.1%
Net profit margin	28.8%	21.9%	32.0%	21.6%	23.6%			25.7%	24.7%

Source: Company data, * - Trigon estimates

FINANSE

PKO BP (Buy; PLN 95)

Podsumowanie konferencji wynikowej za 3Q25

- Bank ma możliwość zwiększenia akcji kredytowej o dodatkowe ok. 100mld PLN;
- Priorytetem pozostaje m.in. dalsza digitalizacja procesów kredytowych;
- Bank liczy, że w kolejnych kwartałach utrzyma wysoką dynamikę napływu nowych klientów, a współpraca z platformą e-commerce Allegro dodatkowo przyspieszy ich akwizycję;
- Bank widzi korzystne otoczenie makro na najbliższe kilka kwartałów z przyspieszającym wzrostem PKB i spadającą inflacją.
- Zarząd widzi upside to sowych obecnych założeń wzrostu kredytów w przyszłym roku.
- Bank liczy na utrzymania wyniku odsetkowego w kolejnych kwartałach pomimo spadającej marży odsetkowej, która zostanie odrobiona wzrostem wolumenów.

PEKAO (Buy; PLN 233)**Bank wprowadził do oferty kredyt oparty na POLSTR**

- Nowy produkt jest skierowany do firm z segmentu MŚP oraz korporacji.

ALIOR BANK (Buy; PLN 131)

Przeważają oczekiwania, że bank zostanie w strukturach grupy – prezes Pekao

BNP PARIBAS PL (Buy; PLN 142)**Podsumowanie konferencji wynikowej za 3Q25**

- Bank patrzy z optymizmem na wzrost wolumenów kredytów, szczególnie w obszarze kredytów hipotecznych.
- W 3Q25 liczba tzw. pozwów frankowych spadła o 47% r/r (do 335 wobec 634 w 3Q24), co pozwala z optymizmem patrzeć na wielkość odpisów z tym związanych;
- Bank nie spodziewa się wojny cenowej w kredytach hipotecznych.
- Zarząd liczy na poprawę wyniku prowizyjnego.
- Bank finalizuje prace nad nową strategią banku na lata 2026 - 2030 i będzie ona opublikowana 11 grudnia 2025 roku.

SKARBIEC HOLDING

Wartość aktywów pod zarządzaniem na koniec października 2025 roku na poziomie 5,96mld PLN, +2,6% m/m

KONSUMENT**PEPCO GROUP (Hold; PLN 28.4)****Zakończenie procesu refinansowania bankowego oraz emisji obligacji [neutralne]**

- Spółka zawarła nowy pakiet finansowania o łącznej wartości 770mln EUR
- Struktura nowego finansowania: (1) 3-letni kredyt na 235mln EUR (marża 1,55% + EURIBOR, zapadalność 4Q28), (2) 5-letni kredyt na 235mln EUR (marża 1,70% + EURIBOR, zapadalność 4Q30), (3) 5-letni RCF 300mln EUR (marża 1,35% + EURIBOR, z dwiema 1-rocznymi opcjami przedłużenia);
- Środki z nowych kredytów zastąpią obecne zadłużenie, w tym posłużą spłacie pozostałej części obligacji na stałej stopie 7.25%;
- Spółka zakończyła również emisję Serii 1 obligacji o wartości 600mln PLN w ramach programu do 2mld PLN, środki z emisji zostały zabezpieczone CIRS na stałe 4,50% w EUR;

ASBIS (Buy; PLN 37)**Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [lekko pozytywne]****#Serwery**

- Asbis ocenia, że niedobory komponentów serwerowych mogą obniżyć szanse sprzedażowe w średnim terminie, ale pozytywnie wpłyną na marżę brutto;
- Marża brutto Grupy na serwerach w 3Q miała być wyższa kw/kw, w projekcie w Kazachstanie Asbis miał zrealizować marżę brutto ~20% (~20mln USD przychodów z serwerów w 3Q w Kazachstanie);
- Grupa oczekuje rosnącego z czasem udziału wyżej marżowych projektów serwerowych;
- Płatności zobowiązań za wystawione faktury w obszarze serwerów są wykonywane w terminie średnio 60 dni (czasami ~90), dostawcy często oferują dłuższe terminy płatności w kontraktach, część zapasów w projektach idzie bezpośrednio z magazynów dostawcy;
- W obszarze serwerów Asbis ma mieć już kilku klientów w USA, rynek ma się zbliżać do top10 największych rynków Asbis (w 3Q25 granica top10 jest >30mln USD);

#Apple

- Klienci mieli dobrze przyjąć nową ofertę produktów Apple'a, z tego powodu Asbis spodziewa się pozytywnego, silnego wpływu na przychody w nadchodzących miesiącach;
- Zarząd oczekuje wysokiego wzrostu sprzedaży smartphonów r/r w 4Q25 (dynamika na rynkach ma być zbliżona do danych Apple, >12% r/r);
- Grupa nadal obserwuje działanie szarej strefy w Kazachstanie, ale w mniejszej skali (pozytywny wpływ regulacji, osłabienia USD);
- Podaż produktów Apple na 4Q25 ma być zdaniem CFO wystarczająca do osiągnięcia dobrych wyników;

#Outlook

- CFO szacuje, że marża brutto w 4Q25 powinna być powyżej 7%;
- Zarząd oczekuje w 2026 roku m.in. poprawy marży brutto r/r, optymalizacji kosztów SG&A, niższych kosztów finansowych;
- Grupa wierzy, że wzrostowy trend sprzedaży utrzyma się, podążając za boomem na infrastrukturę AI;
- Asbis planuje zwiększenie zatrudnienia z uwagi na rozwój zespołów sprzedażowych na nowych rynkach;
- Grupa oczekuje dodatniego OCF za cały FY25 (implikowane >55mln USD w 4Q25);

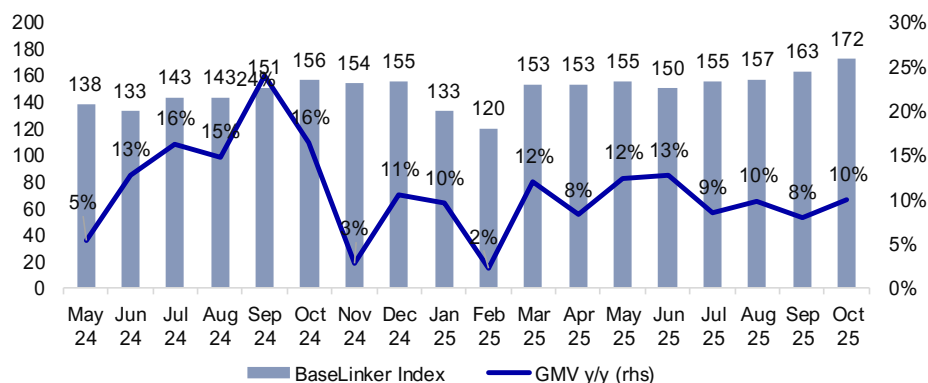
#Pozostałe

- Koszty SG&A były dodatkowe zawyżone przez osłabienie USD (>50% kosztów w lokalnych walutach);
- Na wzrost kosztów w 3Q miała wpływ ekspansja w USA (>1mln USD kosztów), Włoszech i Afryce.

RYNEK E-COMMERCE**Base Index wzrósł w październiku o 10% r/r**

- Liczba zamówień wzrosła o 7,0%, a średnia wartość zamówienia o 2,8%;
- Najwyższe wzrosty odnotowały kategorie supermarket oraz motoryzacja;
- Sprzedaż krajowa wzrosła o 8,5% r/r;
- Sprzedaż transgraniczna wzrosła o 16,7% r/r i stanowiła 19,2% sprzedaży badanych przez Base firm.

Base Index values



Source: Base, Puls Biznesu

RETAIL

Obroty centrów handlowych wzrosły we wrześniu'25 o 4,7% r/r - PRCH

- Odwiedzalność mierzona wskaźnikiem Footfall Density Index była większa o 2,8%;
- Największy wzrost odnotowały branża rozrywkowa oraz usługowa.

TMT

CYBER_FOLKS (Buy; PLN 218)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [neutralne]

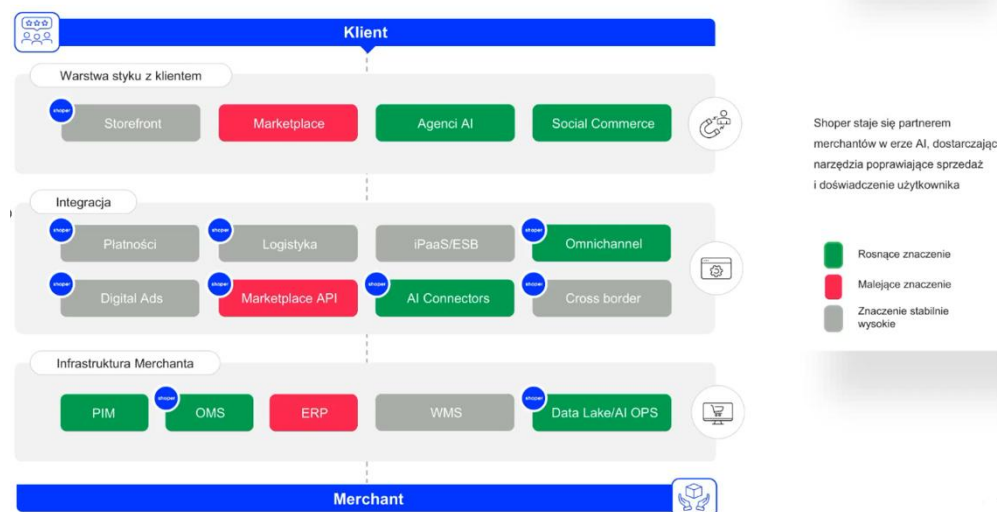
#Rozwój produktu

- Shoper pracuje nad Asystentem Sprzedawcy opartym na AI, na prezentacji pokazano działanie produktu z perspektywy merchanta (asystent pomaga przygotować strategię promocyjną, propozycje cenowe ofert na dany okres np. Black Friday, ocenić skuteczność);
- Asystent ma także docelowo wspomagać konfigurację sklepu, wspierać merchantów nie tylko merytorycznie ale również technicznie;
- Wzrost komplikacji ekosystemu e-commerce oraz wzrost liczby kanałów dostępnych dla klientów i merchantów wzmacnia rolę Shopera, daje nowe możliwości monetyzacji. Analogicznie kilka lat temu pojawiały się obawy czy nowe kanały jak WhatsApp nie zabiorą biznesu Vercomowi (udało się wykorzystać te kanały jako jedną z opcji w ramach platform Vercomu);
- Budżet na rozwój nowych technologii to ok 40mln rocznie, w tym 25mln PLN na dedykowane narzędzia e-commerce;

#Zmiany na rynku e-commerce w związku z AI

- Na poziomie infrastruktury merchanta wg zarządu: (1) zmniejszy się nieznacznie rola systemów ERP, (2) będą zyskiwać systemy PIM (product information management), OMS (order management system), bardzo zyska Data Lake / AI OPS (związane z danymi), (3) bez zmian znaczenie VMS (związane z magazynowaniem);
- W obszarze integracji: (1) zmaleje znaczenie Marketplace API, (2) wzrośnie znaczenie AI Connectors i Omnichannel, (3) bez większych zmian Płatności, Logistyka, Digital Ads, iPaaS, Cross Border;
- W warstwie styku z klientem (1) zmaleje znaczenie Marketplace, (2) wzrośnie znaczenie Agentów AI i Social Commerce, (3) bez większych zmian znaczenie Storefrontu.

>AI umacnia rolę Shopera jako partnera merchantów_



#Outlook na 4Q25

- Poza działaniami R&D grupa obecnie koncentruje się na wsparciu merchantów we wzroście GMV, inwestuje w infrastrukturę (nowe serwery);
- Kolejna obniżka stóp procentowych sprzyja konsumpcji;
- Na 4Q zarząd patrzy z optymizmem jeśli chodzi o sprzedaż merchantów;
- Zarząd ma nadzieję, że w tym roku lub miesiącu powie coś więcej o M&A;
- Grupa (spółka Sempire) przygotowuje produkty w obszarze AI search;

- Wdrażanie nowych rozwiązań Asystenta Sprzedawcy AI w Shopperze na razie w fazie testowej, udostępniany części merchantów, ulepszany po feedbacku, spółka chce uniknąć typowych błędów LLMów np. halucynacje (sprawdzanie czy rekomendowane działania przez agenta rzeczywiście budują wartość dla merchanta);

#Vercom

- W MailerLite klienci są już w sposób konwersacyjny zlecać modelom AI tworzenie postów w mediach społecznościowych, analizować jakość historycznych kampanii, otrzymywać porady odnośnie tworzenia kampanii;
- Protokół MCP zasilany na dziś 4 modelami (ChatGPT, Claude, Cursor, VSCode) jest dostępny dla wszystkich klientów MailerLite, na razie nie ma w planie dużego różnicowania cenowego związanego z tą usługą;
- Duży wzrost liczby rejestrowanych użytkowników od 2Q25, także w 3Q25, co przekłada się w kolejnym kwartale na wzrost liczby płacących klientów;
- Pozytywne trendy widoczne w 4Q25 również w obszarze największych klientów w usłudze MessageFlow;
- We wrześniu zakończony skup akcji przeznaczonych na program motywacyjny 2025-28;
- Koszty niegotówkowe programu w 4Q25 będą zbliżone do 3Q;
- W 2024 podwyższone przychody z tytułu masowej wysyłki SMS utrzymywały się też w 4Q24 (wg sprawozdania 16,6mln PLN przychodów od największego klienta w 4Q24), co ponownie wpłynie negatywnie na dynamikę sprzedaży;
- Potencjał do zakończenia roku z bazą 120 tys. klientów;
- Vercom jest bliżej kolejnej akwizycji niż był kwartał wcześniej..

CYBER_FOLKS (Buy; PLN 218)

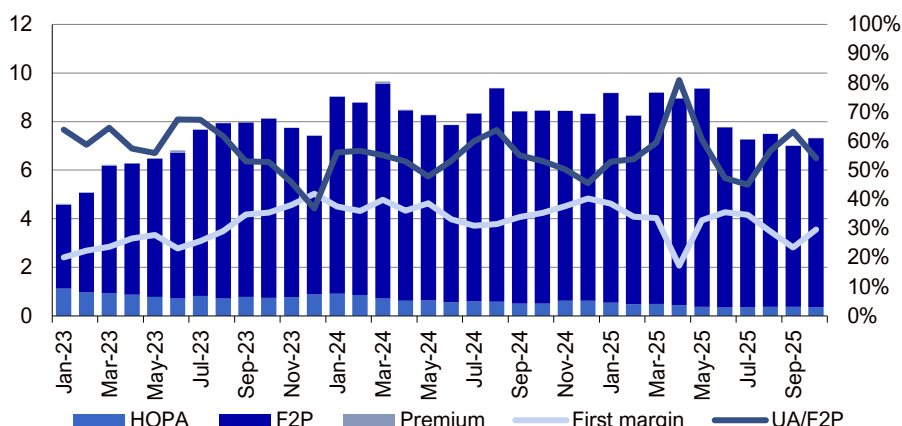
Spółka zaprasza do składania ofert sprzedaży do 50 tys. akcji własnych

- Akcje stanowią 0,33% kapitału zakładowego;
- Przyjmowanie ofert sprzedaży odbędzie się w dniach od 10 do 24 listopada 2025 roku.

GAMING

ARTIFEX MUNDI (Buy; PLN 16.7)

Przychody w październiku '25: 7.3 mln PLN (+4% m/m, -14% r/r), koszty UA na poziomie 3.8 mln PLN [neutralne]



- Aplikacja „Unsolved” wygenerowała 6.92 mln PLN przychodu, co oznacza wzrost o 5% m/m (-12% r/r), pierwsza marża na poziomie 3.6 mln PLN (+26% m/m);
- Spółka wskazuje, że na spadek przychodów miał wpływ m.in. słabszy dolar.

BOOMBIT

Grupa zanotowała w październiku 2025 roku przychody ze sprzedaży na poziomie 18,8mln PLN, +26,9% m/m

GAMING MARKET

Premiera GTA VI przesunięta na 19 listopada

- Gra miała się ukazać w maju. Opóźnienie wynika z chęci dopracowania jakościowego gry na premierę („polishing”).

INDUSTRIALS

SAAB (Buy; SEK 640)

Saab rozważa uruchomienie linii montażowej Gripenów w Kanadzie, jeżeli Ottawa wybierze Gripena jako myśliwiec

- Możliwe wdrożenie linii montażowej Gripenów lub części ich produkcji poza Szwecją (m.in. Kanada) jest związane również z nadchodzącym zapotrzebowaniem Ukrainy, po podpisaniu listu intencyjnego;
- Trwa negocjacja struktury finansowania oraz logistycznego wsparcia dla realizacji kontraktu z Ukrainą.

AMBRA (Buy; PLN 25.0)

Podsumowanie czatu po wyniki za 1Q25/26 [neutralne]

- Marka Winiarnia Zamojska stanowi około 5% sprzedaży Grupy i ma dynamiczny wzrost;
- Segment napojów bezalkoholowych w winach musujących osiągnął ~8% udziału zapewniając kategorii wzrost, w spokojnych winach jest to <2%;
- Dynamiczny wzrost "bezalkoholowych alkoholi" ma nie kompensować jednak w swojej skali trendów zmniejszającej się konsumpcji alkoholu;

- W 1Q25 nakłady inwestycyjne wyniosły >25mln PLN, głównie na nową linię w winiarni w Woli Dużej k. Biłgoraja, maksymalne moce z tego tytułu mają wzrosnąć o >25%;

#Outlook

- Nowa linia produkcyjna napojów bezalkoholowych zostanie uruchomiona w 2026 roku, Grupa spodziewa się wzrostu wydajności pracownika, zwiększenia wolumenu produkcji, obniżenia tempa wzrostu kosztów;
- Grupa pracuje nad bezalkoholowymi innowacjami w prawie wszystkich segmentach konsumpcji alkoholu;
- Ambra traktuje spadek sprzedaży alkoholi mocnych w Grupie (-11,1% r/r) jako zjawisko przejściowe, koncentrując się na kategoriach premium i super-premium;
- W Czechach i Słowacji, a zwłaszcza Rumunii rozwój segmentu win dealkoholizowanych miał się dopiero zacząć, Zarząd widzi bardzo dobre perspektywy dla segmentu;
- Strategia Ambry skupiona na wysokiej wartości zakłada ewolucję modelu konsumpcji alkoholu w stronę mniejszej ilości i częstotliwości na zasadzie "mniej, lecz lepiej";
- Zarząd nie zakłada obniżki dywidendy r/r, główne inwestycje zostały już zapłacone, a pozycja finansowa Grupy pozostaje „bardzo mocna”;
- Rok obrotowy 2025/26 będzie kulminacyjny pod względem inwestycji, szczegółowe dane zostaną podane po półroczu;
- Grupa planuje akwizycje głównie na rynkach, na których już działa, nie rozważa ekspansji na nowe rynki od zera.

WIELTON (Under Review)

Podsumowanie konferencji za 3Q25

- Stawki w transporcie drogowym utrzymują się na przyzwoitym poziomie i dają przestrzeń do negocjacji kontraktów na przyszły rok z trendem wzrostowym
- Dynamiczny wzrost w segmencie furgonów związany jest ze wzrostem rynku e-commerce o 10% r/r
- Dobra sytuacja na rynku polskim i brytyjskim (powrót na pozycję nr 2 po październiku), duża presja konkurencyjna na rynku niemieckim, wyhamowanie spadków rynku we Francji i w Niemczech po 9M25
- Obecny backlog utrzymuje się na poziomie 5,6 tys. sztuk (płasko kw/kw), w tym Wielton 3,7 tys. (3 miesiące produkcji)
- Ceny sprzedaży w 4Q25 będą podobne kw/kw, w 1Q26 również nie jest spodziewany wzrost średniej ceny
- Spółka rozwija sprzedaż w segmencie produktów wystandaryzowanych pod marką EVO, brak jednak informacji o obecnym backlogu/order intake, projekt chłodni jest na razie odłożony
- Spółka zrealizowała dostawę partii próbnej/testowej dla Jelcza, która została wysoko oceniona przez klienta, jednak zarząd nie precyzuje, kiedy mogą się pojawić powtarzalne zamówienia
- Zarząd nie odniósł się do tego jak deklaracja premiera dotycząca produkcji Jelcza w raciborskich zakładach po Rafako, może mieć wpływ na potencjalne zamówienia składane w Wieltonie
- Zatrudnienie w obszarze pracowników nie produkcyjnych spadło kw/kw o 140 osób, wzrosło z kolei w obszarze outsourcingu pracowników produkcyjnych o >170 osób (Wielton Defence, Wielton, LD)
- Realizacja kontrakt dla klienta z segmentu e-commerce zakończy się w 3 tygodniu listopada, umowa o wartości 164mln PLN dotyczyła dostawy 1150 naczep, po 3Q25 kontrakt zrealizowany był w ok. 50%, sprzedaż realizowana jest przy wsparciu faktoringu co poprawia cykl konwersji gotówki
- W 3Q25 spółka poniosła koszty restrukturyzacji, Zarząd jednak nie precyzuje ich skali, efekty w postaci oszczędności mają być widoczne w 1Q26
- Ciężko jest ocenić wpływ CBAM i Safeguard na ceny zakupu stali i aluminium, backlog jest relatywnie krótki więc ryzyko dla marży ograniczone, obecnie zarząd widzi spadki cen, szczególnie aluminium, ceny stali kontraktowane są kwartalnie, brak informacji o tym jaka część backlogu podlega obecnie indeksacji,
- Zarząd jest w trakcie oceny przyszłych planów inwestycyjnych, w tym inwestycji finansowanych z dotacji
- Do końca 4Q25 planowane jest podpisanie aneksów do umów kredytowych wydłużających terminy zapadalności

ARCTIC PAPER (Under Review)

Podsumowanie konferencji za 3Q25

- Pozytywny trend w zakresie wolumenu i popytu na produkty ATC powinien być kontynuowany w 4Q25
- Zarząd jest pozytywnie zaskoczony wynikami października pod kątem wolumenu i popytu
- Średnie wykorzystanie mocy produkcyjnych papieru było w październiku >82%, czyli porównywalne do 3Q25, gdy wyniosło 83% (najwyższy poziom od 1Q24)
- Spółka chce dalej rozwijać sprzedaż na rynek USA, gdzie w br. sprzedała 2 tys. ton papieru vs 200-300 ton w latach poprzednich
- Przy okazji prezentacji wyników za 4Q25, Zarząd zaprezentuje także aktualizację kierunków strategicznych
- Program poprawy efektywności powinien przynosić 45-60mln PLN rocznych oszczędności, począwszy od 2026 roku
- Capex w 2026 roku spadnie poniżej 190mln PLN (wcześniej zapowiadano 150-170mln PLN) vs 290mln PLN w 2025 roku
- Na przełomie 2026/27 planowana jest instalacja w Kostrzynie kotła elektrodowego o mocy termicznej 20 MW, który będzie wykorzystywał nadwyżki energii z instalacji PV (obecne moce w Kostrzynie to 30 MW) do produkcji pary technologicznej
- Do końca br. zakończy się budowa linii do produkcji pelletu drzewnego o zdolnościach 50 tys. ton/rok w Szwecji

RHEINMETALL

Wyniki za 3Q25

- Przychody 2,78mld EUR (+13% r/r), EBIT 360mln EUR (+19% r/r, marża +0,6pp r/r, minimalnie powyżej konsensusu);
- Backlog łączny na poziomie 63,8mld EUR, +22,9% r/r;
- Order intake 2,7mld EUR, +15% r/r (opóźnienia w kontraktach, m.in. po zmianie rządu w Niemczech);
- Prognoza 2025 potwierdzona: wzrost sprzedaży +25-30% (~12,2-12,7mld EUR) i marża operacyjna ~15,5%;
- Dyrektor generalny Armin Papperger powiedział, że „podwaliny pod dobry 4Q zostały już położone, zwłaszcza, że główne programy niemieckich sił zbrojnych są obecnie zabezpieczone w planach finansowych rządu federalnego i zostaną uruchomione w nadchodzących miesiącach”.

BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

BUDIMEX (Buy; PLN 700)

Oferta konsorcjum Budimeksu za 260,8mln PLN netto najkorzystniejsza na zajezdnię w Gdańsku

- Udział Budimeksu w ofercie wynosi 84,09%, a KZN Rail 15,91%;
- Termin zakończenia prac ustalono na 212 tygodni od podpisania umowy.

MIRBUD (Buy; PLN 18.5) / TORPOL (Buy; PLN 55)

Oferta konsorcjum Torpolu i Mirbudu za max. 4,57mld PLN brutto wybrana na odcinki Rail Baltica

- Przedmiotem przetargu są prace na linii kolejowej E75 na odcinku Białystok-Knyszyn, odcinku Knyszyn-Osowiec oraz odcinku Osowiec-Ełk;
- Udziały w konsorcjum wynoszą po 50%.

MIRBUD (Buy; PLN 18.5)

Podpisanie umowy za łącznie ok. 198mln PLN brutto na rozbudowę dróg pod Inowrocławiem

- Termin realizacji zadań wynosi 37 miesięcy.

MURAPOL (Buy; PLN 50)

Spółka wypłaci 2,94 PLN na akcję zaliczki na poczet dywidendy za 2025 rok

- Łączna kwota przeznaczona na wypłatę zaliczki dywidendowej wyniesie 195,95mln PLN;
- Zarząd określił dzień, według którego ustalać się będzie uprawnionych do zaliczki na poczet dywidendy za rok 2025, na 17 grudnia 2025 roku oraz termin wypłaty zaliczki na poczet dywidendy za rok 2025 na 22 grudnia 2025 roku;
- DY=7,6%.

CTP (Buy; EUR 21)

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q25 [neutralne]

- Grupa spodziewa coraz większej liczby okazji rynkowych pozwalających na przejęcie całych portfeli projektów.
- Strategiczny cel osiągnięcia 30mln m2 powierzchni przed FY30E wiąże się z wejściem na nowe rynki.
- Grupa planuje oddać 1.3 – 1.6mln m2 nowej powierzchni w tym roku.
- W FY26E Grupa planuje oddać 1.4 – 1.7mln m2 nowej powierzchni.
- Zarząd podtrzymał guidance 0.86 - 0.88 EUR EPRA EPS w tym roku.

CAVATINA GROUP

Spółka zamierza przeznaczyć 150mln PLN na zakup gruntów jeszcze w 2025 roku

- Działki mają być nabyte w Warszawie, Krakowie i Trójmieście w celu rozwoju projektów mieszkaniowych prowadzonych w ramach Resi Capital.

POZOSTAŁE INFORMACJE

BBi DEVELOPMENT: Wydanie decyzji o zatwierdzeniu projektu budowlanego i pozwoleniu na budowę w projekcie Roma Tower

- Projekt zakłada realizację apartamentowca o wysokości 170 metrów i 48 kondygnacjach, z częścią usługowo-handlową i garażem podziemnym;
- Wydana decyzja nie jest jeszcze ostateczna.

INSIDER TRADING

SOPHARMA

Spółka sprzedała 230 akcji @ 2,70 BGN.

PROGRAM SKUPU AKCJI

ACTION

Nabycie 5,9 tys. akcji @ 30,46-30,50 PLN.

WALNE ZGROMADZENIA AKCJONARIUSZY

BOŚ: Zwołanie NWZA na dzień 4 grudnia 2025 roku w sprawie zmian w składzie RN

MEDINICE: Zwołanie NWZA na dzień 3 grudnia 2025 roku w sprawie emisji 1,3 mln akcji serii N

- Kapitał zakładowy ma ulec podwyższeniu o kwotę 130,4tys. PLN do kwoty 900tys. PLN;
- Cena emisyjna akcji serii N wynosi 9,20 PLN;
- Oferta objęcia akcji skierowana będzie do Parmanand Fundacja Rodzinna.

PEKAO: Uchwała NWZA w sprawie powołania p. Bogdana Benczaka i p. Diany Dębowczyk w skład RN

FINANCIAL RESULTS

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

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

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			P/BV			ROE			ESG*
							25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
Alior	ALR	Buy	131.0	103.0	27%	13,441	6.1	8.2	8.1	1.1	1.0	1.0	17%	12%	12%	27
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	142.0	115.0	23%	17,006	6.2	7.7	7.2	1.0	0.9	0.9	16%	12%	13%	—
Erste Bank	EBS	Hold	88.3	89.0	-1%	36,515	11.2	9.2	9.5	1.6	1.4	1.3	14%	15%	14%	80
Handlowy	BHW	Hold	120.0	104.6	15%	13,667	8.7	10.3	10.8	1.3	1.4	1.4	15%	13%	13%	47
ING	ING	Buy	355.0	321.0	11%	41,762	9.5	12.0	10.1	2.1	2.1	1.9	22%	17%	19%	65
Komerční banka	KOMB	Hold	1,110.0	1,130.0	-2%	214,756	12.6	12.6	11.9	1.7	1.7	1.6	13%	13%	14%	87
mBank	MBK	Sell	880.0	1,000.0	-12%	42,526	12.3	12.2	10.6	2.1	1.8	1.6	17%	15%	15%	70
Millennium	MIL	Sell	13.8	15.6	-12%	18,961	18.6	17.3	10.1	2.1	1.9	1.7	11%	11%	17%	71
Moneta	MONET	Sell	165.0	179.2	-8%	91,571	14.4	13.7	13.5	2.8	2.6	2.5	19%	19%	19%	76
OTP	OTP	Buy	36,925	32,440	14%	9,083	7.9	7.8	7.5	1.5	1.4	1.3	20%	18%	18%	84
Pekao	PEO	Buy	233.0	193.8	20%	50,867	7.5	9.0	8.7	1.5	1.4	1.4	20%	16%	16%	85
PKO BP	PKO	Buy	95.0	76.8	24%	96,025	9.4	9.0	8.4	1.7	1.6	1.5	18%	18%	18%	72
Santander	SPL	Buy	630.0	503.2	25%	51,422	8.8	9.3	8.6	1.5	1.5	1.5	17%	16%	17%	85
Kruk	KRU	Buy	560.0	459.0	22%	8,906	7.8	7.3	7.3	1.7	1.5	1.3	22%	20%	18%	77
PZU	PZU	Hold	62.5	61.0	2%	52,675	8.3	9.3	9.2	1.5	1.4	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	173.0	8%	418	12.5	30.7	12.9	4.2	7.3	4.0	—	—	—	15
AB	ABE	Buy	125.2	96.0	30%	1,680	9.0	8.9	8.6	5.6	5.7	5.5	—	—	—	37
AC	ACG	Under Review		25.7	-	236	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Buy	19.0	15.4	23%	190	11.1	9.5	7.8	7.5	6.2	5.3	0%	3%	6%	—
Allegro	ALE	Buy	43.0	34.5	25%	36,484	24.0	17.3	14.5	11.8	10.0	8.5	4%	4%	5%	93
Ambra	AMB	Buy	25.0	18.0	39%	454	10.1	9.1	7.9	4.5	4.2	3.9	6%	6%	6%	—
Amica	AMC	Under Review		57.0	-	443	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	14.0	14.5	-3%	3,175	29.7	14.0	12.9	5.3	5.1	4.9	2%	1%	4%	89
Answear.com	ANR	Hold	37.9	28.9	31%	548	18.2	12.0	9.6	8.7	7.2	6.0	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	60.0	47.5	26%	2,779	19.1	7.8	3.8	14.6	7.0	3.4	4%	8%	13%	—
Arctic Paper	ATC	Under Review		8.3	-	576	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	16.7	13.6	23%	162	6.1	5.9	7.3	4.2	3.1	2.4	0%	0%	8%	—
Asbis	ASB	Buy	37.0	29.2	27%	1,622	8.8	6.6	5.9	6.2	5.2	4.6	6%	5%	7%	—
Asseco BS	ABS	Hold	92.0	87.2	6%	2,914	23.5	20.7	19.0	16.6	14.3	13.1	4%	4%	4%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	225.0	199.9	13%	16,592	27.3	24.5	22.9	—	—	—	2%	4%	4%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	85.0	67.0	27%	3,477	18.3	16.6	14.9	10.7	9.6	8.8	3%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	75.0	59.0	27%	2,552	10.1	5.6	5.5	11.2	6.0	5.3	9%	8%	14%	—
Auto Partner	APR	Buy	26.5	17.7	49%	2,317	11.1	9.7	8.3	7.7	6.9	6.0	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	19	—	1,841	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Benefit Systems	BFT	Buy	4,500.0	3,060.0	47%	10,024	21.3	15.5	12.0	10.3	8.0	6.8	0%	3%	4%	63
Bioceltix	BCX	Buy	127.2	96.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	36.0	25.7	40%	496	7.4	40.6	17.3	5.0	6.7	6.6	0%	8%	1%	—
Budimex	BDX	Buy	700.0	584.6	20%	14,925	23.9	20.0	16.1	14.1	11.6	9.1	4%	4%	5%	54
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.2	46.7	149%	242	—	3.7	—	—	1.9	—	0%	0%	0%	—
CCC	CCC	Buy	210.0	153.0	37%	11,781	20.5	14.5	11.4	8.4	6.9	5.7	0%	0%	0%	87
CD Projekt	CDR	Buy	306.9	250.0	23%	24,978	56.1	80.9	15.1	45.2	67.2	10.5	0%	0%	0%	88
Celon Pharma	CLN	Buy	42.6	22	96%	1,169	—	209.4	58.7	410.4	18.1	13.0	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	966.5	1,305.0	-26%	702,077	22.4	20.8	22.4	6.6	8.2	8.3	4%	4%	4%	82
CI Games	CIG	Sell	2.1	2.8	-27%	541	62.9	—	5.3	15.9	747.6	3.1	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	538.0	424.0	27%	297	17.0	20.1	10.6	12.3	7.9	4.3	3%	6%	5%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	450.0	381.5	18%	1,089	68.2	23.3	14.8	30.0	12.6	8.2	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Hold	57.0	58.4	-2%	1,198	18.4	14.8	12.7	8.8	7.7	6.9	3%	6%	6%	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	18.0	16%	8,750	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	180.0	21%	2,757	49.8	31.2	20.7	19.0	14.5	11.6	2%	1%	1%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Hold	16.0	12.8	25%	8,202	19.4	11.4	9.3	6.5	5.8	5.5	0%	0%	8%	70
Dadelo	DAD	Hold	68.0	57.0	19%	665	33.5	27.8	21.3	21.1	16.7	13.5	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Buy	10.0	8.4	19%	3,901	9.6	8.0	7.7	8.8	6.5	6.1	7%	8%	9%	31
Diagnostyka	DIA	Hold	195.0	185.2	5%	6,252	22.4	19.7	17.0	11.6	10.2	9.0	2%	2%	3%	—
Digital Network	DIG	Hold	98.0	105.0	-7%	445	14.1	13.6	13.1	9.0	8.2	7.5	5%	5%	5%	—
Dino Polska	DNP	Buy	53.0	44.8	18%	43,902	25.7	20.1	15.9	16.3	12.8	10.0	0%	0%	0%	47
Dom Development	DOM	Buy	300.0	255.0	18%	6,579	10.2	8.7	8.1	8.5	7.0	6.5	5%	6%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.9	19%	2,427	—	9.0	4.1	15.8	6.7	3.0	7%	9%	14%	—
Erbud	ERB	Hold	30.0	28.8	4%	343	69.3	13.2	11.0	5.5	3.8	3.9	6%	6%	5%	—
Enea	ENA	Buy	23.5	22.9	2%	12,131	4.0	4.8	5.5	3.2	4.1	5.0	2%	2%	2%	34
Enter Air	ENT	Buy	73.0	52.8	38%	926	3.9	7.3	6.9	4.5	4.0	3.5	6%	6%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review		7.9	-	1,095	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Fabritry Holding	FAB	Buy	33.0	28.1	17%	78	17.0	11.4	9.6	9.1	6.9	6.1	11%	8%	8%	—
Ferro	FRO	Hold	35	32	11%	671	11.7	14.3	9.3	8.5	9.4	6.3	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,797	9,900	39%	1,845,111	7.0	5.5	5.1	4.7	3.6	3.0	5%	6%	9%	81
GPW	GPW	Hold	60.0	61.8	-3%	2,592	13.1	13.5	12.6	10.3	9.8	8.9	5%	5%	6%	67
Grenewia	GEA	Under Review		3.1	-	1,776	—	—	—	—	—	—	—	—	—	59
Grupa Pracuj	GPP	Hold	68.0	57.0	19%	3,927	16.8	14.9	13.3	11.1	9.9	8.7	4%	4%	5%	—
GTC	GTC	Sell	3.5	3.7	-5%	2,108	36.0	14.1	17.8	20.8	16.1	17.5	0%	3%	3%	63
Huuuge	HUG	Buy	27.3	24.0	14%	1,074	4.2	5.3	6.3	2.2	2.8	3.6	31%	15%	16%	5
H&M	HMB	Sell	135.0	171.3	-21%	274,769	23.9	19.6	18.7	8.5	7.9	7.6	4%	4%	4%	98
Inditex	ITX	Buy	56.0	47.7	17%	148,664	24.2	21.4	19.5	12.9	11.6	10.6	4%	4%	4%	99
InPost	INPST	Buy	14.5	10.6	37%	22,497	22.5	16.6	14.7	7.6	6.5	5.7	0%	0%	0%	84
Inter Cars	CAR	Buy	720	547	32%	7,750	10.4	8.7	7.6	8.1	7.3	6.5	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	24.0	22.1	8%	13,933	25.0	17.1	14.9	7.9	6.7	6.1	3%	3%	4%	86
JSW	JSW	Under Review		25	-	2,982	—	—	—	—	—	—	—	—	—	56
Kęty	KTY	Hold	1,050.0	920.5	14%	9,042	15.4	13.2	12.0	10.0	9.0	8.4	6%	6%	6%	50
KGHM	KGH	Buy	213.4	189.4	13%	37,870	19.0	9.2	9.5	4.5	3.9	4.0	0%	1%	1%	58
LPP	LPP	Buy	22,600	17,725	28%	32,896	15.8	13.4	11.5	7.7	6.8	5.8	4%	4%	5%	75
Mabion	MAB	Under Review		8.1	—	151	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		60.0	-	401	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	285.0	236.0	21%	3,280	42.4	29.9	23.9	12.4	10.7	9.5	0%	0%	0%	89
Medinice	ICE	Buy	19.1	11.5	67%	88	—	6.5	3.3	—	3.4	1.1	0%	0%	0%	—
MFO	MFO	Under Review		37	-	244	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Buy	18.5	14.1	32%	1,547	14.4	11.2	8.9	8.3	6.9	5.2	1%	1%	1%	—
MLP Group	MLG	Buy	100.0	80.8	24%	1,939	6.9	5.0	4.4	10.5	8.7	8.2	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	320.4	296.0	8%	1,040	14.6	12.6	10.3	10.0	8.0	6.7	4%	4%	3%	—
MOL	MOL	Buy	3,161.8	2,904.0	9%	2,183	5.8	5.1	5.6	3.2	3.1	3.2	9%	9%	9%	87
Molecure	MOC	Buy	17.8	6.1	192%	125	—	3.1	2.8	—	1.6	1.2	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	50.0	38.5	30%	1,569	5.4	6.2	5.7	5.5	6.2	5.6	13%	14%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	160.7	122.4	31%	15,099	37.5	20.9	17.3	7.4	6.3	5.3	2%	2%	0%	91
Neuca	NEU	Sell	690.0	790.0	-13%	3,598	23.2	19.3	16.2	10.4	9.5	8.3	2%	2%	2%	79
Newag	NWG	Under Review		95.0	-	4,275	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
OMV	OMV	Hold	48.2	47.4	2%	15,526	13.3	10.6	9.8	4.4	4.8	4.7	10%	10%	10%	95
Onde	OND	Hold	9.3	8.7	7%	475	21.2	18.2	18.0	6.7	6.2	5.9	4%	3%	3%	—
Oponeo.pl	OPN	Hold	130.0	96.4	35%	1,083	13.8	13.2	10.7	8.9	8.5	7.4	7%	6%	6%	—
Orange	OPL	Buy	10.6	9.2	15%	12,084	14.5	12.4	11.5	4.7	4.4	4.4	6%	7%	7%	61
Orlen	PKN	Hold	97.6	98.6	-1%	114,469	8.2	7.4	7.8	3.4	3.8	4.1	6%	7%	6%	65
PCF Group	PCF	Under Review		3.9	-	166	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	230.0	215.0	7%	107,500	5.5	5.1	4.7	5.3	4.5	4.5	0%	0%	0%	33

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

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
Pekabex	PBX	Buy	20.0	15.0	34%	371	17.5	7.1	6.2	8.9	5.8	4.7	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	28.4	27.7	3%	15,978	18.3	13.7	12.2	6.2	5.6	5.3	---	---	---	53
PGE	PGE	Buy	12.8	11.7	10%	26,139	6.3	5.4	6.0	3.5	4.6	5.4	0%	0%	0%	41
Playway	PLW	Buy	375.0	263.5	42%	1,739	13.9	8.4	8.7	9.7	6.0	6.5	8%	9%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	73.4	57.6	27%	4,448	37.9	24.6	30.8	11.3	10.6	11.4	0%	0%	0%	---
Rainbow Tours	RBW	Buy	215.0	123.6	74%	1,799	7.3	8.0	7.6	4.2	4.1	3.7	6%	6%	7%	---
Rawplug	RWL	Under Review		13.6	-	421	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Ryvü Therapeutics	RVU	Buy	55.9	24.0	133%	555	---	7.7	2.2	---	3.4	0.4	0%	0%	0%	---
SAAB	SAABB	Buy	640.0	511.7	25%	278,049	46.1	36.0	27.3	25.6	21.0	16.3	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	224.0	152.8	47%	417	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selena FM	SEL	Under Review		39.5	-	902	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	43.0	40.5	6%	766	---	27.0	17.4	14.8	10.2	8.5	0%	0%	0%	---
Shoper	SHO	Buy	59.0	53.8	10%	1,514	34.2	25.1	19.3	19.6	15.2	12.1	2%	2%	3%	---
Stalprodukt	STP	Under Review		264.0	-	1,425	---	---	---	---	---	---	---	---	---	46
Śnieżka	SKA	Hold	85.0	78.6	8%	992	15.0	14.1	12.4	8.1	7.9	7.3	---	---	---	---
Synektik	SNT	Buy	300.0	265.4	13%	2,264	18.3	13.6	13.7	11.4	8.4	8.4	3%	4%	7%	---
Tauron	TPE	Hold	10.2	10.6	-4%	18,524	5.3	6.8	6.3	4.8	5.4	5.3	0%	3%	2%	42
Ten Square Games	TEN	Hold	98.5	91.9	7%	595	7.7	9.2	9.0	4.8	5.9	5.7	17%	13%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	55.0	53.6	3%	1,231	16.3	14.0	9.7	9.2	7.3	4.7	3%	3%	4%	---
Toya	TOA	Buy	12.0	10.9	10%	819	9.1	9.5	8.7	6.1	6.3	5.5	---	---	---	---
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400.0	296.0	35%	408,480	3.7	4.0	4.0	3.7	3.6	3.3	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Buy	162.2	127.2	28%	998	20.4	8.2	7.5	5.6	5.3	5.3	5%	3%	4%	---
Voxel	VOX	Hold	176.0	154.0	14%	1,617	16.4	12.9	12.3	8.8	7.1	6.5	2%	3%	3%	---
VRG	VRG	Under Review		4.5	-	1,057	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Wielton	WLT	Under Review		6.9	-	509	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Wirtualna Polska	WPL	Buy	80.0	55.6	44%	1,656	15.0	10.1	8.7	6.0	4.8	4.6	5%	4%	5%	72
Wittchen	WTN	Sell	16.0	16.8	-5%	310	10.9	10.0	10.3	5.0	5.1	4.8	0%	5%	6%	---
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	10.0	20%	1,033	5.4	63.2	35.0	5.5	4.8	3.9	0%	0%	0%	75
XTB	XTB	Buy	94.6	70.4	34%	8,282	10.3	7.7	6.6	5.9	4.4	3.5	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	21.5	40%	21,554	25.5	16.3	12.4	7.8	6.5	5.6	---	---	---	---

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

TRIGON DOM MAKLEPSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepca@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.