

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE**HANDLOWY:** Wyniki za 3Q25 poniżej oczekiwań przez wyższe koszty ryzyka [lekko negatywne]**WIZZ AIR:** Wyniki za 2Q26: [lekko pozytywne]**ATAL:** Wyniki 3Q25: EPS powyżej oczekiwań dzięki działalności finansowej, dalsza eskalacja ND [lekko negatywne]**OPONEO.PL:** Wyniki za 3Q25: widoczny wzrost udziałów rynkowych w oponie, OCF pod presją przyrostu zapasów [lekko pozytywne]**DADELO:** Wyniki za 3Q25: przyrost NWC i lewara podnosi nieco profil ryzyka szybkiego wzrostu biznesu [neutralne]**DATAWALK:** Wyniki za 3Q25, stabilna wartość pozyskanych kontraktów za ostatnie 12 miesięcy, wzrost lejka sprzedażowego [neutralne]**TEN SQUARE GAMES:** Wyniki za 3Q25: Adj. EBITDA nieco poniżej oczekiwań, skalowanie młodszych gier obciążyło wyniki [lekko negatywne]**ARTIFEX MUNDI:** Wyniki za 3Q25: Potwierdzenie wstępnych wyników, harmonogram bez zmian [neutralne]**MFO:** Szacunkowe jednostkowe wyniki finansowe za 1-3Q25PALIWA I CHEMIA**GRUPA AZOTY:** 600m PLN emisji do SP + 3-letni kapitał docelowy [negatywne]ENERGETYKA I WYDOBYCIE**PGE / ZE PAK** Badania nie wykluczają wyboru Konina jako lokalizacji EJ**ENERGETYKA:** Opinie dot. propozycji Prezydenta dot. obniżenia ceny energii + zapis w projekcie ustawy dot. WACC [lekko pozytywne]KONSUMENT**ALLEGRO.EU / PKO BP:** Bank uruchamia dwie wspólne usługi dla klientów indywidualnych i przedsiębiorców**LPP:** Otwarcie 2000 sklepu marki Sinsay, podwojenie liczby placówek w ciągu ok. 20 miesięcy – press release**RYNEK ROWEROWY:** Bike24 w 3Q na ścieżce dalszego recovery wynikówINDUSTRIALS**SAAB:** Otrzymanie zamówienia na broń Carl-Gustaf z Danii**RYNEK DEFENCE / SAAB:** Szwedzka oferta w programie okrętów podwodnych Orka ma poparcie brytyjskiego rządu – Defence24**COGNOR HOLDING:** Podsumowanie konferencji po 3Q25BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY**STRABAG:** 3Q25 Trading Update

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

HANDLOWY (Hold; PLN 120)

Wyniki za 3Q25 poniżej oczekiwań przez wyższe koszty ryzyka [lekko negatywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Net interest income	557	795	547	530	516	-7%	-3%	522	514
Net F&C result	97	138	111	107	106	9%	-1%	112	110
Other income	125	247	122	196	120	-4%	-39%	139	124
Total revenues	779	1 181	780	833	742	-5%	-11%	772	748
Operating costs	-171	-376	-279	-171	-170	-1%	-1%	-175	-170
Operating profit	608	805	502	662	573	-6%	-14%	597	578
Net provisions	-1	-3	-8	-1	-20	-	-	-6	-10
Net profit	544	368	435	166	469	-14%	184%	480	456
NIM	3,16%	4,53%	3,01%	2,81%	2,80%			2,76%	
CoR	0,02%	0,05%	0,13%	0,02%	0,42%			0,12%	
C/I	22,0%	31,8%	35,7%	20,5%	22,9%			22,7%	
Loans	21,9	21,4	24,8	18,6	18,4	-16,3%	-1,4%	19,0	
Assets	72,4	72,5	77,2	84,3	79,5	9,8%	-5,7%	83,6	
Deposits	53,9	54,0	58,2	41,7	39,4	-26,9%	-5,4%	42,3	
P/E12M trailing	7,4	7,7	7,8	9,0	9,5				
P/BV	1,4	1,4	1,3	1,5	1,5				
ROE 12M	19%	18%	18%	16%	15%				

Source: company data, PAP, Trigon

WIZZ AIR (Hold; GBP 12.0)

Wyniki za 2Q26: [lekko pozytywne]

EURm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenue	1807	1177	1025	1428	1914	6%	34%	1915	1939
Ticket revenue	1066	626	523	799	1128	6%	41%	1135	
Ancillary revenue	741	551	501	629	786	6%	25%	780	
Fuel costs	-488	-417	-433	-438	-490	0%	12%	-490	
Airport & Route charges	-387	-312	-331	-384	-433	12%	13%	-439	
Staff costs	-143	-142	-144	-157	-171	19%	9%	-162	
Maintenance & Repairs	-82	-105	-49	-111	-94	15%	-15%	-102	
Distribution & Marketing	-35	-28	-27	-37	-39	13%	5%	-45	
Other cash expenses, net*	-121	-16	110	-1	-6	-95%	321%	-10	
EBITDA	551	157	151	300	681	24%	-	668	673
EBIT	305	-76	-106	28	412	35%	-	376	374
Net Profit	314	-241	140	38	285	-9%	-	265	266
adj. Net Profit	228	-115	-150	-12	315	38%	-	280	
EBITDA margin	30.5%	13.3%	14.8%	21.0%	35.6%	17%	-	34.9%	
EBIT margin	16.9%	-	-	1.9%	21.5%	28%	-	19.6%	
Adj. Net Profit margin	12.6%	-	-	-	16.4%	30%	-	14.6%	
ASK (km, bn)	32.4	30.5	29.6	32.4	34.7	6.9%	7.0%	35.0	
Load Factor	93.7%	90.3%	89.3%	91.0%	93.5%	-0.2pp	2.5pp	93.5%	
PAX (m)	17.9	15.5	14.6	17.0	19.5	9.0%	15.0%	19.5	
RASK (EUR cents)	5.57	3.86	3.46	4.41	5.52	-0.9%	25.3%	5.47	
Ex-fuel CASK (EUR cents)	3.26	2.88	2.51	3.11	3.05	-6.4%	-1.9%	3.13	
Adj. P/E 12M trailing	13.6	6.4	-	-	32.0				
EV/EBITDA 12M trailing	5.2	4.9	5.4	5.1	4.7				

Source: Company, Trigon, BBG. Note: FYE March, (*) includes OEM compensation and gains on S&LB.

FY26 outlook

	Company	Trigon
ASK growth	10% y/y	13.0%
Seat capacity	low-teens y/y	15.5%
Load factor	up 1pp y/y	flat y/y
RASK	down LSD y/y	-1.2%
Total CASK	broadly flat y/y	-1.0%
Ex-fuel CASK	up MSD y/y	4.2%
Fuel CASK	down HSD y/y	-11.0%

Source: Company, Trigon

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	112,760	0.1%	5%	40%
WIG20	3,023	0.1%	5%	35%
mWIG40	8,124	0.0%	4%	36%
sWIG80	29,898	0.0%	0%	25%
PX (Prague)	2,503	0.7%	5%	51%
BUX (Budapest)	108,150	0.9%	5%	40%
BET (Bucharest)	23,287	0.8%	8%	32%
BIST30 (Istanbul)	11,544	1.0%	0%	12%
DAX	24,381	1.2%	0%	28%
FTSE 100	9,911	0.1%	5%	23%
STOXX Europe 600	584	0.7%	3%	16%
S&P 500	6,851	0.1%	3%	14%
NASDAQ 100	25,517	-0.1%	3%	21%
Nikkei 225	51,282	0.4%	7%	32%
Shanghai Comp	4,028	-0.1%	4%	17%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	4.7%	-0.1	-11.1	-68.2
PL 10Y bond yield	5.3%	0.6	-12.7	-46.7
CZ 10Y bond yield	4.6%	1.9	13.3	50.3
HU 10Y bond yield	7.0%	10.0	21.0	24.0
RO 10Y bond yield	6.9%	-1.7	-40.4	-2.4
WIBOR 3M	4.3%	0.0	-26.0	-157.0
EURIBOR 3M	2.0%	2.7	2.3	-100.8

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.65	0.1%	-0.8%	-12.5%
EUR/PLN	4.23	0.0%	-0.7%	-2.6%
EUR/USD	1.16	-0.1%	0.1%	9.7%
GBP/PLN	4.79	0.1%	2.6%	9.1%
CZK/PLN	0.17	0.0%	0.3%	-1.7%
HUF/PLN	0.011	0.0%	-1.2%	-3.3%
RON/PLN	0.83	0.0%	0.5%	4.8%
CNY/PLN	0.51	-0.1%	0.4%	10.5%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,216	0.0%	3%	63%
Silver (USD/toz)	53.9	1.3%	3%	78%
Copper (USD/t)	10,944	1.1%	4%	20%
Zinc (USD/t)	3,075	0.3%	2%	5%
Molybdenum (USD/lb)	22.4	0.0%	-10%	1%
Iron ore (USD/t)	104	-0.2%	-3%	2%
HCC (USD/t)	200	-0.1%	1%	-15%
HRC EU (EUR/t)	600	0.0%	4%	7%
Brent crude oil (USD/bbl.)	62.7	0.0%	-1%	-13%
CO2 (EUR/t)	81.9	1.6%	3%	18%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	31.0	-0.4%	-3%	-29%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	89	0.3%	2%	-4%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	446	1.1%	1%	4%
Shanghai Freight Index	1,495	-3.6%	34%	-35%

ATAL (Buy; PLN 75)

Wyniki 3Q25: EPS powyżej oczekiwań dzięki działalności finansowej, dalsza eskalacja ND [lekko negatywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	514	271	137	253	383	-26%	51%	427	384
Gross profit	132.9	53.1	43.3	89.6	108.6	-18%	21%	132.4	
EBITDA	119.6	40.7	32.3	78.3	100.1	-16%	28%	119.0	93.4
EBIT	118.5	39.5	31.2	77.2	98.8	-17%	28%	117.9	90.5
Net profit	100.5	40.7	17.1	40.3	74.1	-26%	84%	78.3	57.7
Gross margin	25.8%	19.6%	31.7%	35.4%	28.4%	2.5pp	-7.0pp	31.0%	
Rev. per apartment (PLNk)	638	618	627	647	587	-8%	-9%	655	
Handovers (apartments)	806	439	218	392	652	-19%	66%		
Pre-sales (apartments)	354	445	345	388	425	20%	10%		
Net Debt	727	944	1,166	1,476	1,905	162%	29%		
OCF	-263	-181	-202	-274	-160	-	-		
P/E12M trailing	6.3	8.6	11.7	12.8	14.7				
EV/EBITDA 12M trailing	7.0	10.4	14.4	14.8	17.7				
EBITDA margin	23.3%	15.0%	23.6%	30.9%	26.2%	2.9pp	-4.7pp	27.9%	24.3%
EBIT margin	23.0%	14.6%	22.8%	30.4%	25.8%	2.8pp	-4.6pp	27.6%	23.6%
Net profit margin	19.5%	15.0%	12.5%	15.9%	19.4%	0pp	3.4pp	18.3%	15.0%

Source: Company, Trigon

OPONEO.PL (Buy; PLN 130)

Wyniki za 3Q25: widoczny wzrost udziałów rynkowych w oponie, OCF pod presją przyrostu zapasów [lekko pozytywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E
Revenues	381.0	865.3	385.3	591.2	450.0	18%	-24%	460.2
EBITDA	20.3	79.0	9.0	46.8	25.7	26%	-45%	19.0
EBIT	13.2	71.3	1.4	39.0	15.8	20%	-60%	11.9
Net profit	8.8	52.3	1.4	29.6	6.9	-21%	-77%	4.8
Net profit (attrib. to parent)	6.5	54.0	0.0	24.0	3.0	-54%	-87%	1.0
Gross margin	22.6%	22.1%	21.4%	24.4%	22.3%	-0.3p.p.	-2.1p.p.	22.2%
SG&A ratio	19.2%	13.5%	21.0%	17.6%	18.9%	-0.3p.p.	1.3p.p.	19.6%
EBITDA margin	5.3%	9.1%	2.3%	7.9%	5.7%	0.4p.p.	-2.2p.p.	4.1%
EBIT margin	3.5%	8.2%	0.4%	6.6%	3.5%	0.0p.p.	-3.1p.p.	2.6%
Net profit margin	1.7%	6.2%	0.0%	4.1%	0.7%	-1.0p.p.	-3.4p.p.	0.2%
Net debt	209.6	104.5	210.3	366.3	437.4	109%	19%	
Adj. P/E12M trailing	11.6	12.8	12.9	12.8	13.4			
Adj. EV/EBITDA 12M trailing	10.6	9.3	10.0	10.8	10.9			

Source: Company, Trigon, Note: multiples adjusted for minorities and non-operating assets

Oponeo.pl

- Wzrost wolumenów w 3Q +13% r/r, w tym w kraju +18% r/r, przychody +12% r/r;

DADELO (Hold; PLN 68)

Wyniki za 3Q25: przyrost NWC i lewara podnosi nieco profil ryzyka szybkiego wzrostu biznesu [neutralne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	79.7	41.1	83.1	159.9	134.6	69%	-16%	134.2	-
EBITDA	8.0	-3.5	6.7	20.0	15.8	99%	-21%	14.3	-
EBIT	6.7	-4.9	5.1	18.1	13.4	100%	-26%	12.3	-
Net profit	5.4	-4.1	3.4	13.6	9.5	77%	-30%	9.1	-
Gross margin	32.6%	31.2%	30.5%	32.7%	31.9%	-0.8p.p.	-0.9p.p.	32.3%	-
SG&A ratio	24.1%	41.1%	24.4%	21.2%	22.0%	-2.1p.p.	1p.p.	23.0%	-
EBITDA margin	10.0%	-8.6%	8.1%	12.5%	11.8%	1.8p.p.	-1p.p.	10.7%	-
EBIT margin	8.4%	-12%	6.2%	11.3%	9.9%	1.6p.p.	-1p.p.	9.2%	-
Net profit margin	6.7%	-9.9%	4.1%	8.5%	7.1%	0.3p.p.	-1p.p.	6.8%	-
OCF	-9.4	-27.9	43.1	-20.4	-39.9	-	-	-19.4	-
Net debt	3.0	35.1	86.2	79.2	123.9	+	56%	127.6	-
P/E12M trailing	53.7	61.6	54.8	38.9	31.7				
EV/EBITDA 12M trailing	33.1	37.1	34.9	25.3	21.3				

Source: Company, Trigon

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	0	1712.4	1710.6	1827.1	0%
WIG20	1241.9	1496.4	1494.9	1577.6	83%
WIG40	154.0	278.3	249.3	286.8	62%
sWIG80	32.7	53.0	58.4	55.1	56%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	310.7	XTB	26.0	MDG	7.4
PKN	306.9	ACP	25.8	RVU	4.9
KGH	136.1	TPE	25.4	CRI	2.2
ALE	129.1	BFT	21.4	SLV	2.1
LPP	117.5	MIL	21.3	PXM	1.9
DNP	117.0	CAR	5.6	COG	1.4
PEO	114.9	RVU	4.9	TOA	1.3
ZAB	102.5	ENA	4.4	STX	1.1
PZU	92.4	ATT	4.0	ECH	1.0
SPL	89.5	RBW	3.5	WTN	0.9

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
SPL	288%	RVU	357%	MDG	447%
LPP	191%	GEA	214%	RVU	357%
ALR	174%	BFT	202%	SEL	322%
ZAB	154%	CAR	176%	RNK	293%
PKN	151%	MIL	161%	ECH	256%
PKO	147%	SLV	159%	SNK	255%
ALE	134%	DOM	155%	ABS	248%
OPL	131%	11B	148%	VRG	236%
MBK	126%	DVL	133%	GEA	214%
PCO	114%	TEN	132%	BOS	198%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
SPL	508	2.6%	CCC	135.3	-4.6%
ZAB	22	2.0%	DNP	42	-3.1%
PKN	103.5	1.7%	LPP	16,720	-2.9%
KTY	947.5	1.6%	OPL	9	-1.4%
PKO	78	0.7%	CDR	243.4	-0.9%
Best			mWIG40		
RVU	24.2	4.5%	APR	17.2	-2.6%
SLV	42.5	4.2%	MBR	291.0	-2.0%
DVL	8.8	2.2%	PXM	6.2	-1.9%
ATT	19.0	2.0%	ENA	22.4	-1.7%
NEU	806.0	2.0%	TEN	90.5	-1.6%
Best			sWIG80		
CTX	47.5	7.7%	TOA	9.6	-3.5%
RVU	24.2	4.5%	CLC	6.3	-3.2%
SLV	42.5	4.2%	DCR	69.0	-2.8%
MDG	33.6	4.0%	DAT	93.7	-2.6%
SKA	80.6	3.1%	ABS	86.6	-2.5%

DATAWALK

Wyniki za 3Q25, stabilna wartość pozyskanych kontraktów za ostatnie 12 miesięcy, wzrost lejka sprzedażowego [neutralne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25p
Revenues	4.5	4.6	9.1	13.5	10.3	7.3	58%	-29%	7.3
Poland	1.9	1.0	2.5	1.6	1.3	1.4	34%	6%	
Americas	1.1	2.2	3.8	1.6	1.5	1.3	-42%	-11%	
Other regions	1.5	1.3	2.7	10.3	7.5	4.6	246%	-39%	
Government sector	1.6	2.0	5.0	1.8	1.7	4.8	139%	185%	
Private sector	2.8	2.6	4.1	11.6	8.6	2.5	-4%	-71%	
Revenues y/y	-57%	2%	19%	109%	130%	58%			
Revenues LTM	23.1	23.2	24.6	31.7	37.5	40.2	73%	7%	40.2
Revenues LTM y/y	-20%	-9%	-4%	9%	62%	73%			
Operating costs	-22.3	5.9	-27.9	-13.5	-70.6	-5.3	-	-	
Operating costs adj.	-11.3	-11.6	-12.0	-12.6	-16.6	-14.3	-	-	
Gross profit from sales	-17.8	10.5	-18.9	0.0	0.0	0.0	-100%	-	
Other operating income/cost	-2.8	-0.2	-0.8	-1.3	0.1	0.1	-	180%	
EBITDA	-19.7	11.2	-18.8	0.7	-59.3	3.2	-71%	-	
adj. EBITDA	-5.8	-6.0	-1.9	3.1	-5.3	-5.8	-	-	-5.8
Rev. minus adj. EBITDA	10.3	10.7	11.0	10.3	15.6	13.1	23%	-16%	13.1
EBIT	-20.6	10.3	-19.7	-0.1	-60.3	2.0	-81%	-	2.0
adj. EBIT	-6.7	-6.9	-2.8	2.3	-6.3	-7.0	-	-	-7.0
Net profit	-18.8	6.5	-16.7	-0.5	-50.8	0.5	-92%	-	
EV/Sales LTM	21.6	21.8	20.8	18.5	14.2	13.4			
Net cash	29.2	22.4	15.0	11.6	65.1	58.8			

Source: Company, Trigon

#List prezesa

- Planowane ostrożne przyspieszenie wydatków w obszarze go-to-market;
- Wkrótce spółka opublikuje case study dotyczące współpracy z czołowym bankiem w USA, rozwiązanie spółki pozwoliło powstrzymać oszustwa o wartości dziesiątek milionów dolarów rocznie;
- Spółka dąży m.in. u tego klienta do sprzedaży pełnej licencji rocznej (6-12mln USD rocznie);
- Europejski sektor obrony jest gotowy do wdrażania krytycznych technologii analitycznych (kryteria dotyczące suwerenności danych i całkowitego kosztu posiadania produktu premują DataWalk względem dwóch głównych konkurentów Palantir i Quantexa).

TEN SQUARE GAMES (Hold; PLN 98.5)**Wyniki za 3Q25: Adj. EBITDA nieco poniżej oczekiwań, skalowanie młodszych gier obciążyło wyniki [lekko negatywne]**

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	94.0	94.4	96.7	84.4	90.4	-4%	7%	85.1	
Bookings	102.3	99.9	90.4	81.4	85.0	-17%	4%	85.1	84.3
Fishing Clash	62.2	59.6	52.6	48.7	47.1	-24%	-3%	47.1	
Hunting Clash	23.0	21.4	18.6	15.2	14.6	-37%	-4%	14.6	
Wings of Heroes	5.6	7.1	7.3	6.3	8.4	49%	33%	8.4	
Trophy Hunter	0.0	0.0	0.0	0.0	3.2	-	-	3.2	
Others	11.5	11.9	11.9	11.1	11.7	2%	5%	11.7	
Deferred revenue	-8.3	-5.6	6.2	3.0	5.4			0.0	
COGS	15.8	15.3	15.0	14.8	15.6	-1%	6%	15.2	
Selling costs	55.9	53.0	44.8	39.1	47.2	-16%	21%	45.4	
o/w UA	24.7	22.7	15.6	12.7	20.1	-19%	58%	19.1	
GA costs	6.7	6.7	6.4	7.0	6.0	-9%	-13%	7.2	
Other operating activity	0.0	-1.1	0.2	0.1	0.2	-	16%	0.0	
EBITDA	19.6	23.3	33.8	26.8	25.0	28%	-7%	20.5	
adj. EBITDA	26.5	28.4	30.5	27.0	22.1	-17%	-18%	21.4	23.7
EBIT	15.6	18.2	30.6	23.7	21.7	39%	-8%	17.3	18.7
Net profit	12.5	14.6	27.5	20.0	17.8	42%	-11%	15.3	17.1
adj. Net profit	19.5	20.9	24.2	20.2	14.9	-23%	-26%	15.3	-
OCF	28.1	26.5	30.0	26.3	27.0				
Net debt	-112.9	-135.8	-165.1	-76.7	-101.0				
P/E adj. 12M trailing	5.4	7.0	6.9	7.0	7.4			7.3	
EV/EBITDA adj. 12M trailing	4.1	4.2	3.8	4.6	4.5			4.5	
adj. EBITDA margin	28.2%	30.1%	31.6%	32.0%	24.4%			25.2%	28.1%
EBIT margin	16.6%	19.3%	31.7%	28.0%	24.0%			20.4%	22.2%
net profit margin	20.7%	22.2%	25.1%	24.0%	16.5%			18.0%	20.3%

Source: Compay data, Trigon

ARTIFEX MUNDI (Buy; PLN 16.7)**Wyniki za 3Q25: Potwierdzenie wstępnych wyników, harmonogram bez zmian [neutralne]**

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	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	0.2			0.0	
Net debt	-29.1	-29.7	-29.2	-27.4	-30.7			-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: Compay data

- Spółka w zeszłym tygodniu opublikowała szacunek wybranych elementów P&L, zaraportowane wyniki są zgodne z wcześniejszymi szacunkami, które z kolei nie przyniosły zaskoczeń vs oczekiwaniami rynku;

#Outlook Unsolved

- W III kwartale kontynuowano prace nad rozwojem obecnej wersji gry, m.in. zwiększając liczbę tytułów do 56, z 48 na koniec 2024 r.;
 - Spółka kontynuowała rozbudowę Unsolved o metagrę - prace nad grą przebiegają zgodnie z harmonogramem, zakładającym ukończenie wersji beta w 1Q26, testy z graczami 2Q oraz release wersji poszerzonej o metagrę w 3Q;

#RPG

- Prace studia koncentrowały się na przygotowaniu wersji gry zawierającej wszystkie kluczowe tryby rozgrywki oraz funkcjonalności, która po fazie testów, zostanie wydana w formule soft launch. Prace przebiegały zgodnie z harmonogramem projektu, zakładającym ukończenie wersji alpha oraz marketingowy reveal gry w 1Q26, przeprowadzenie finalnych testów w 1H26 oraz hard launch 4Q26.

MFO

Szacunkowe jednostkowe wyniki finansowe za 1-3Q25

- Przychody ze sprzedaży 517,8mln PLN, +10,6% r/r;
- Zysk na działalności operacyjnej 17,9mln PLN, +43,8% r/r;
- Zysk netto 11,1mln PLN, +89,8% r/r.

PALIWA I CHEMIA

GRUPA AZOTY (Under Review)

600m PLN emisji do SP + 3-letni kapitał docelowy [negatywne]

- # Grupa Azoty ujawniła opóźnioną informację poufną z 5 listopada dot. planu podwyższenia kapitału uzasadnionego „potrzebą wzmocnienia kapitałów oraz koniecznością zapewnienia elastycznych źródeł finansowania”
- # Spółka planuje emisję 33,726,465 akcji serii E z wyłączeniem prawa poboru, skierowaną wyłącznie do Skarbu Państwa, o wartości ok. 600m PLN. Rada Nadzorcza pozytywnie zaopiniowała projekt uchwał; WZA zwołano na 13 lutego 2026 (uchwały dot. emisji E, zmian statutu i udzielenia upoważnienia do kapitału docelowego).
- # Dodatkowo przygotowano kapitał docelowy na 3 lata: możliwość przeprowadzenia dalszych emisji (do 40,472,173 akcji) – również z możliwością wyłączenia prawa poboru, kierowanych do „różnych kategorii inwestorów, w tym SP”.
- # Zarząd podkreśla, że nie można obecnie określić wartości emisji w ramach kapitału docelowego – cena każdej emisji ma być ustalana rynkowo.
- # Środki mają zostać przeznaczone na inwestycje w jednostkach grupy (GA, Puławy, Kędzierzyn, Police, Koltar, Fosfory), m.in. w segmenty Agro, Logistyka i Zaawansowana Chemia z produkcją tworzyw, pigmentów i kwasu siarkowego, w tym modernizację instalacji, redukcję ryzyk operacyjnych, poprawę niezawodności i ograniczenie emisji.

ENERGETYKA I WYDOBYCIE

PGE (Buy; PLN 12.78)/ZE PAK

Badania nie wykluczają wyboru Konina jako lokalizacji EJ

- # Wyniki wstępnych badań nie wykluczają Konina jako lokalizacji elektrowni jądrowej – CEO PGE PAK EJ, T. Nowacki
- # „W granicach planowanego usytuowania obiektu jądrowego nie znaleźliśmy żadnych ryzyk, żadnych zagrożeń stabilności podłoża, które mogłyby wyrzucić nam tę lokalizację pod względem bezpieczeństwa jądrowego”
- # „Możemy myśleć o Koninie jako o potencjalnej lokalizacji drugiej elektrowni jądrowej. Oczywiście nie jest tak, że te dzisiejsze analizy są super szczegółowe i dają nam pełny obraz, ale na tym etapie pokazują, że nie mamy wad zasadniczych w tej lokalizacji” # powiedział pełnomocnik rządu ds. strategicznej infrastruktury energetycznej Wojciech Wrochna. Wrochna poinformował też, że 2026 r. będzie „rozstrzygający” w zakresie kierunków projektu drugiej elektrowni jądrowej.

ENERGETYKA

Opinie dot. propozycji Prezydenta dot. obniżenia ceny energii + zapis w projekcie ustawy dot. WACC [lekko pozytywne]

- # Projekt ustawy z 7 listopada ([LINK](#)). „Dla przedsiębiorstw energetycznych wykonujących działalność w zakresie przesyłania lub dystrybucji paliw gazowych lub energii elektrycznej, uzasadniony zwrot z kapitału zaangażowanego w tę działalność...ustala Prezes URE w wysokości nie wyższej niż stopa referencyjnej NBP obowiązująca w dniu zatwierdzenia taryfy powiększona o 3%”.
- # Wg. G. Onichimowskiego (PSE) część z proponowanych rozwiązań to ograniczenie wydatków na transformację, które długofalowo mają przynieść niższe ceny energii. „Jest też jednak część propozycji nad którymi warto się pochylić. Z ograniczeniem stopy zwrotu z inwestycji poprzez obniżenie WACC trzeba być maksymalnie ostrożnym, aby nie zachwiać notowania spółek energetycznych i nie pozbawić ich środków na modernizację sieci dystrybucyjnych”. Warto jednak przemyśleć reformę taryf dystrybucyjnych, których znaczenie na rachunku za prąd rośnie. „Trzeba pamiętać, że stawki WACC to element działań bezstronnego regulatora (URE), a nie decyzji rządu. Warto jednak przemyśleć potrzebę utrzymywania tak wysokiego WACC jak obecnie i być może jego obniżenie. CEO zasugerował raz jeszcze dyskusję o oddzieleniu działalności w obszarze dystrybucji od innych działań spółek energetycznych, chociażby poprzez kontrolę na co przeznaczają się zyski z dystrybucji. Wg. Onichimowskiego, „prawdziwe obniżenie cen może brać się wyłącznie z obniżki kosztów systemów, np. przez rozwój on-shore, który nie obciąża opłaty OZE, w odróżnieniu od off-shore”. Co do obniżki VAT, jego zdaniem warto przemyśleć punktowe obniżenie podatku np. dla inwestujących w pojazdy elektryczne, czy pompy ciepła. Środki z ETS powinny być inwestowane, a nie przejadane.
- # Wg. Macieja Burnego (firma doradcza Enerxperience, a wcześniej sekretarz i członek rady zarządzającej PKEE), w przypadku obniżenia WACC trzeba pamiętać, że uderzamy w ten sposób głównie w spółki SP, których EBITDA opiera się obecnie na dystrybucji. Dobre warunki w tym segmencie rekompensują spółkom straty z produkcji energii w starszych elektrowniach węglowych, które muszą utrzymywać w eksploatacji ze względów bezpieczeństwa. Najbardziej wątpliwe z punktu widzenia prawa UE jest pokrycie środkami z EU ETS opłat mocowych i kogeneracyjnych. „To byłaby forma subsydiowania instalacji głównie na węgiel i gaz, a to jest zabronione w dyrektywie”

KONSUMENT

ALLEGRO.EU (Buy; PLN 43) / PKO BP (Buy; PLN 95)

Bank uruchamia dwie wspólne usługi dla klientów indywidualnych i przedsiębiorców

- Usługa dla klientów powiązanego z platformą Allegro konta bankowego (Allegro Klik), z cashback do 3% (w tym 1% za przelew wynagrodzenia, 1% za posiadania dodatkowych produktów w koncie), dodatkowo 6M Smart! za 1 PLN;
- Dzięki usługom klienci platformy e-commerce zyskają możliwość szybkiej zapłaty za zakupy, a przedsiębiorcy uzyskują pożyczki bez opuszczania Allegro;
- Według szacunków, w ciągu trzech lat z Allegro Klik powinno skorzystać ponad 2 mln użytkowników, z czego 1 mln stanie się nowymi klientami banku PKO BP, z kolei z pożyczki 20 tys. przedsiębiorców, z łącznym finansowaniem na poziomie 1,5mld PLN.

LPP (Buy; PLN 22,600)**Otwarcie 2000 sklepu marki Sinsay, podwojenie liczby placówek w ciągu ok. 20 miesięcy – press release**

- „Produkty non-fashion stanowią 50 proc. sprzedaży, obejmując akcesoria, artykuły wyposażenia wnętrz i produkty codziennego użytku”;
- „Dwutysięczny sklep Sinsay (766 m²) otwarto w Turkiestanie, Kazachstan, co podkreśla rosnącą rolę Azji Centralnej w ekspansji marki”;
- „w 2025 otwarto ok. 30 dużych salonów (> 1000 m²) m.in. w Polsce, Rumunii, Włoszech, Chorwacji, Kosowie i na Węgrzech. Największy nowy sklep powstał w Grecji (Chalandri, 1592 m²)”;
- „Azja i Europa pozostają równorzędnymi kierunkami wzrostu”.

RYNEK ROWEROWY**Bike24 w 3Q na ścieżce dalszego recovery wyników****# Wyniki 3Q**

- Przychody +32% r/r (+25% r/r w 2Q oraz +18% r/r w 1Q), w tym sprzedaż rowerów +32% r/r, a akcesoriów +31% r/r;
- W segmencie DACH przychody wzrosły o 36% r/r (69% łącznych obrotów na wszystkich rynkach), natomiast w „localized markets” do których zaliczana jest m.in. Polska przychody wzrosły o 32% r/r;
- Wzrost napędzany głównie liczbą active buyers, w mniejszym stopniu rosnącymi obrotami per klient (odpowiednio o 6% i 5% r/r w ww. regionach);
- Marża brutto 27% (-40bps r/r, YTD 26,7%, -10bps r/r), marża EBITDA 6,4% (+240bps r/r, YTD 5,0% +290bps r/r), wsparta szczególnie restrukturyzacją zatrudnienia, reżimem kosztowym, w mniejszym stopniu optymalizacją w obszarze logistyki;
- Dalsza poprawa rotacji zapasów, wsk. zapasy do przychodów 26% vs 30% w 3Q24 i 35% w 3Q23, ND 10mln EUR (-35% r/r);

Outlook 2025

- Przychody 278-288mln EUR, adj. EBITDA 12,5-13,5mln EUR, implikowana marża adj. EBITDA dla środka przedziału na poziomie 4,5%.

INDUSTRIALS**SAAB (Buy; SEK 640)****Otrzymanie zamówienia na broń Carl-Gustaf z Danii**

- Saab podpisał umowę z duńską Organizacją Zakupów i Logistyki Ministerstwa Obrony na dostawy broni, amunicji i sprzętu szkoleniowego Carl-Gustaf M4;
- Wartość zamówienia wynosi 510mln SEK, a dostawy odbędą się w latach 2026-2028;
- Duńskie siły zbrojne używają karabinu Carl-Gustaf, znanego w Danii jako Dysekanon, od lat 70. i nabyły najnowszą wersję, Carl-Gustaf M4, w 2022 roku.

RYNEK DEFENCE / SAAB (Buy; SEK 640)**Szwedzka oferta w programie okrętów podwodnych Orka ma poparcie brytyjskiego rządu – Defence24**

- Stanowisko Wielkiej Brytanii zostało wyrażone w liście podpisanym przez premierów obu państw;
- Szwedzka grupa Saab jest jednym z potencjalnych dostawców, którzy złożyli oferty w programie zakupu nowych okrętów podwodnych dla Marynarki Wojennej RP;
- Oferty przedstawiły także Thyssenkrupp Marine Systems z Niemiec, włoska grupa Fincantieri, francuska Naval Group, Hanwha Ocean z Korei Południowej i Hyundai Heavy Industries;
- Na najbliższy poniedziałek w Sztokholmie zaplanowano pierwszy szwedzko-polski szczyt biznesowy, głównymi tematami spotkania mają być obronność, energetyka, zrównoważona infrastruktura i cyfryzacja.

COGNOR HOLDING**Podsumowanie konferencji po 3Q25**

- Ferrostal produkuje obecnie pręt żebrowany z marżą brutto na poziomie 0 PLN/t, co wynika z dużego importu tego gatunku asortymentu z Ukrainy
- Koszty stałe walcowni w Siemianowicach wyniosły 5,5mln PLN w 3Q25 nie generując przychodów
- Kwestie finansowania z bankami zostaną ustalone na dniach (ostatnia transza 140mln PLN kredytu inwestycyjnego w Santander)
- Zobowiązania inwestycyjne na koniec 3Q wyniosły blisko 140mln PLN
- Zarząd nie spodziewa się żadnych istotnych zmian w makro/cenach, wyniki w 4Q25 będą dalej pod presją
- Wykorzystanie mocy w Krakowie LTM to 73% vs 39% w ub.r.
- Produkowane w Siemianowicach Śląskich kształtowniki są o ok. 500 PLN/t droższe od cen pręta żebrowanego produkowanego w Krakowie
- Capex na lata 2026-2028: odtworzeniowy 20mln PLN/rok + rozwojowy 50-100m/rok w zależności od scenariusza inwestycyjnego

#Safeguard

- Najpóźniej wejdzie w życie w lipcu 2026, możliwe wdrożenie od lutego 2026 (oczekiwanie na zgodę WTO)
- Redukcja importu o 47% tj ~16mln ton
- Podwojenie ceł z 25% do 50% powyżej kontyngentu
- Nie ma przenoszenia limitów pomiędzy kwartałami
- Limity przypisane do kraju, brak możliwości skorzystania przez kraj ze wspólnego limitu jak poprzednio
- Melt&pour wymóg identyfikacji kraju, gdzie stał została przetopiona i odlana
- Poprzednio safeguard był czasowy, obecny nie ma daty wygaśnięcia, jest stały co gwarantuje impuls inwestycyjny dla branży

#CBAM

- Wejdzie od 1 stycznia 2026
- Będzie chronił także downstream (nałożony na import gotowych wyrobów), obejmie także gotowe produkty zawierające stal/aluminium,
- Dotyczy również wyrobów importowanych z Ukrainy
- Będzie połączony z wygaśnięciem mechanizmu darmowych uprawnień ETS
- Oczekuje się, że impakt na ceny stali wyniesie 40-60 EUR/t

#Pozostałe

- We wrześniu import pręta z Ukrainy do Polski był na poziomie 20 tys. ton (przed zdjęciem w maju kontyngentów na pręt z Ukrainy, mieli roczny limit 38 tys. ton)

- Dobre perspektywy popytowe na 2026 rok: repolonizacja inwestycji (wykluczanie zagranicznych dostawców, firm budowlanych, local content), wielkie projekty infrastrukturalne, militaryzacja gospodarki
- Niemcy obniżają ceny energii elektrycznej do 50 EUR/MWh od 1 stycznia 2026, branża stalowa w Polsce oczekuje, że uda się wynegocjować takie same warunki
- Środki z emisji w pierwszej kolejności posłużą na inwestycje w HSJ (17mln EUR): modernizacja klatek walcowniczych pozwalająca zakwalifikować się na dostawy blachy do korpusów do pocisków 155mm dla Rheinmetal
- W drugiej kolejności inwestycje w Ferrostal w zwiększenie mocy produkcyjnych i dostosowanie ich do wolumenu produkcji na walcowniach (27mln EUR + opcja na 22mln EUR; +130 tys. ton (4ta żyła do odlewania), opcja +170 tys. ton (ciągłe podawanie złomu)
- Kształtowniki w Siemianowicach to konkurencja europejska + polska Celsa, Ukraina nie produkuje tego asortymentu
- Zamrożenie cen energii dla sektora metalurgicznego to znacznie mniej niż te 37 TWh (wolumen energii zużywany przez przemysł energochłonny) i koszt mniejszy niż 10mld PLN,
- Import wyrobów długich spoza UE to w głównej produkcji wielkopieczowa z emisją CO2 na poziomie 2,2t, wyjątkiem jest Turcja
- Capacity HSJ w blachach zbrojeniowych to 10 tys. ton, roczna produkcja 3-5 tys. ton (głównie dla Ukrainy), stal na korpusy pocisków 155mm prezentowana była jako SQ bars,
- Ceny gazu i ee kontraktowane są na bieżąco na krótkie okresy, nie ma problemów z dostępnością i cenami żelazostopów/krzemu, ceny elektrod również są stabilne

BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

STRABAG

3Q25 Trading Update

- Przerób 14.4mld EUR, +6% r./r.
- Backlog 31.4mld EUR, +25% r./r.

STRABAG SE	9M/2025	9M/2024	in %
Output volume	14,447.07	13,618.21	6%
Order backlog	31,362.00	25,335.23	24%
Employees (FTE)	79,863	77,953	2%

North + West	9M/2025	9M/2024	in %
Output volume	5,950.05	5,874.35	1%
Order backlog	13,817.71	12,206.23	13%
Employees (FTE)	22,963	22,237	3%

South + East	9M/2025	9M/2024	in %
Output volume	5,388.57	5,268.07	2%
Order backlog	8,439.31	8,151.41	4%
Employees (FTE)	25,996	26,715	-3%

POZOSTAŁE INFORMACJE

FASING: Przyjęcie zamówienia od firmy Gunnebo Industrier AB na łańcuchu na łączną kwotę 254tys. EUR

- Łączna wartość zamówień w okresie od 11 lutego 2025 roku wynosi 3,7mln EUR.

IFIRMA: Rada Nadzorcza pozytywnie zaopiniowała uchwałę zarządu w sprawie wypłaty zaliczki na poczet dywidendy w kwocie 0,40 PLN na akcję

- Dzień, według którego ustala się uprawnionych do zaliczki, wyznaczono na 11 grudnia, a termin wypłaty zaliczki na 18 grudnia 2025 roku;
- Wypłata dotyczy 3Q25;
- Całkowita kwota zaliczki wyniesie 2,56mln PLN;
- DY=1,5%.

MAGNA POLONIA: Skierowanie do spółki Onwelo sp. z o.o. wezwania do zwrotu pożyczki wraz z odsetkami w łącznej kwocie 6,8mln PLN

- Powodem wezwania jest nieusunięcie naruszenia w postaci niewykonania przez pożyczkobiorcę zobowiązania do skonwertowania pożyczki na obligacje.

MERCATOR MEDICAL: Zawarcie przez spółkę zależną Mercator Estates umowy nabycia 50% udziałów w firmie Orpheus sp. z o.o. za kwotę 2,2mln PLN

- Umowa przewiduje opcję dodatkowego wynagrodzenia dla zbywcy w kwocie 10,45mln PLN, przy spełnieniu określonych warunków;

- Mercator Estates sp. z o.o. udzieliła finansowania w formie pożyczek do łącznej kwoty 61mln PLN.
- Na nieruchomości o powierzchni ok. 2 ha, położonej w rejonie ul. Wierchowej w Zakopanem, ma powstać luksusowy zespół hotelowo-usługowy „Sanato”.

PASSUS: Podpisanie umowy wykonawczej za 4,8mln PLN brutto z podmiotem należącym do Skarbu Państwa

- Przedmiotem umowy jest dostawa rozwiązania informatycznego obejmującego funkcjonalność systemu zarządzania informacją i zdarzeniami bezpieczeństwa SIEM/SOAR.

PASSUS: Spółka zależna Chaos Gears podpisała umowę z instytucją z sektora publicznego działającego w obszarze edukacji medycznej i badań naukowych

- Minimalna wartość umowy wynosi 3,2mln PLN brutto, a łączne maksymalne wynagrodzenie może wynieść 4,9mln PLN brutto;
- Umowa dotyczy usługi wdrożenia i konfiguracji środowiska Chmurowej Platformy Analitycznej umożliwiającej tworzenie rozwiązań opartych o algorytmy sztucznej inteligencji wraz z usługami FinOps, szkoleniami i usługami obsługi serwisowej i wsparcia technicznego przez okres 25 miesięcy oraz zakup kredytów chmurowych.

RAFAMET: Pozytywne zaopiniowanie przez Radę Wierzcicieli planu restrukturyzacyjnego spółki

- Spółka złożyła plan restrukturyzacyjny w sądzie restrukturyzacyjnym.

ZREMB-CHOJNICE: Pozytywne przejście certyfikacji dotyczącej norm i jakości produkcji na realizację elementów platform transportowych na rzecz jednej z armii wchodzącej w skład NATO

INSIDER TRADING

DINO POLSKA

Członek RN kupił 40 tys. akcji @ 42,10 PLN.

LPP

Insider sprzedał 50 akcji @ 17 783 PLN.

SOPHARMA

Spółka sprzedała 600 akcji @ 2,71 BGN.

ZMIANY W ORGANACH

ENERGA

Rada nadzorcza podjęła uchwałę o powierzeniu p. Magdalenie Kamińskiej, wiceprezes zarządu ds. finansowych, pełnienia obowiązków prezesa zarządu.

OBLIGACJE

HM INWEST

Uchwała zarządu w sprawie emisji obligacji serii I o wartości nominalnej 16mln PLN.

TRANSAKCJE PAKIETOWE

ASBIS

Wolumen: 80,6 tys. @ 17,35

% kapitału: 0,15

RAINBOW TOURS

Wolumen: 7,3 tys. @ 74,80

% kapitału: 0,05

STALEXPORT AUTOSTRADY

Wolumen: 93 tys. @ 4,40

% kapitału: 0,04

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	103.5	27%	13,506	6.2	8.3	8.2	1.1	1.0	1.0	17%	12%	12%	27
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	142.0	114.0	25%	16,858	6.1	7.6	7.1	1.0	0.9	0.9	16%	12%	13%	—
Erste Bank	EBS	Hold	88.3	93.8	-6%	38,486	11.8	9.7	10.0	1.7	1.5	1.4	14%	15%	14%	80
Handlowy	BHW	Hold	120.0	106.0	13%	13,850	8.9	10.4	11.0	1.4	1.4	1.4	15%	13%	13%	47
ING	ING	Buy	355.0	329.0	8%	42,803	9.8	12.3	10.4	2.2	2.1	2.0	22%	17%	19%	65
Komerční banka	KOMB	Hold	1,110.0	1,209.0	-8%	229,770	13.5	13.5	12.8	1.8	1.8	1.7	13%	13%	14%	87
mBank	MBK	Sell	880.0	1,049.5	-16%	44,631	12.9	12.8	11.1	2.3	1.9	1.7	17%	15%	15%	70
Millennium	MIL	Sell	13.8	15.9	-13%	19,289	18.9	17.6	10.3	2.2	1.9	1.7	11%	11%	17%	71
Moneta	MONET	Sell	165.0	192.0	-14%	98,112	15.4	14.7	14.4	3.0	2.8	2.7	19%	19%	19%	76
OTP	OTP	Buy	36,925	32,200	15%	9,016	7.9	7.8	7.4	1.5	1.4	1.3	20%	18%	18%	84
Pekao	PEO	Buy	233.0	194.6	20%	51,064	7.5	9.0	8.7	1.5	1.5	1.4	20%	16%	16%	85
PKO BP	PKO	Buy	95.0	77.5	23%	96,875	9.5	9.1	8.5	1.7	1.6	1.5	18%	18%	18%	72
Santander	SPL	Buy	630.0	508.2	24%	51,933	8.9	9.4	8.7	1.5	1.5	1.5	17%	16%	17%	85
Kruk	KRU	Buy	560.0	465.4	20%	9,030	7.9	7.4	7.4	1.7	1.5	1.3	22%	20%	18%	77
PZU	PZU	Hold	62.5	61.4	2%	53,003	8.3	9.4	9.3	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	167.2	12%	404	12.1	29.6	12.4	4.0	7.0	3.8	—	—	—	15
AB	ABE	Buy	125.2	96.4	30%	1,687	9.0	8.9	8.7	5.6	5.7	5.5	—	—	—	37
AC	ACG	Under Review		25.2	-	232	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Buy	19.0	15.0	27%	185	10.8	9.3	7.6	7.4	6.1	5.3	0%	3%	7%	—
Allegro	ALE	Buy	43.0	34.8	24%	36,780	24.2	17.4	14.6	11.9	10.0	8.6	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		55.8	-	434	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	14.0	14.3	-2%	3,140	29.5	13.9	12.8	5.3	5.1	4.9	2%	1%	4%	89
Answear.com	ANR	Hold	37.9	28.7	32%	545	18.1	12.0	9.6	8.7	7.2	5.9	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	60.0	48.0	25%	2,808	19.3	7.9	3.8	14.7	7.1	3.4	4%	8%	13%	—
Arctic Paper	ATC	Under Review		8.1	-	564	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	16.7	13.4	25%	159	6.1	5.8	7.2	4.1	3.0	2.4	0%	0%	9%	—
Asbis	ASB	Buy	37.0	28.7	29%	1,595	8.7	6.6	5.9	6.2	5.1	4.6	6%	5%	7%	—
Asseco BS	ABS	Hold	92.0	86.6	6%	2,894	23.3	20.6	18.9	16.5	14.2	13.0	4%	4%	4%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	225.0	195.7	15%	16,243	26.8	24.0	22.4	—	—	—	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	58.6	28%	2,535	10.1	5.5	5.5	11.2	6.0	5.3	9%	8%	14%	—
Auto Partner	APR	Buy	26.5	17.2	54%	2,247	10.8	9.4	8.1	7.5	6.7	5.9	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	19	—	1,883	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Benefit Systems	BFT	Buy	4,500.0	3,150.0	43%	10,319	21.9	16.0	12.3	10.6	8.2	6.9	0%	3%	4%	63
Bioceltix	BCX	Buy	127.2	96.5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	36.0	25.4	42%	490	7.4	40.1	17.1	5.0	6.6	6.5	0%	8%	1%	—
Budimex	BDX	Buy	700.0	591.2	18%	15,093	24.1	20.2	16.3	14.3	11.8	9.2	4%	4%	5%	54
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.2	47.5	145%	246	—	3.8	—	—	2.0	—	0%	0%	0%	—
CCC	CCC	Buy	210.0	135.3	55%	10,422	18.1	12.8	10.1	7.7	6.3	5.2	0%	0%	0%	87
CD Projekt	CDR	Buy	306.9	243.4	26%	24,318	54.7	78.7	14.7	43.9	65.3	10.2	0%	0%	0%	88
Celon Pharma	CLN	Buy	42.6	22	97%	1,163	—	208.4	58.4	408.5	18.0	12.9	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	966.5	1,290.0	-25%	694,007	22.1	20.5	22.1	6.5	8.1	8.2	4%	4%	4%	82
CI Games	CIG	Sell	2.1	2.8	-28%	543	63.1	—	5.4	16.0	749.8	3.1	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	538.0	433.0	24%	303	17.3	20.5	10.8	12.6	8.2	4.4	3%	6%	5%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	450.0	390.0	15%	1,113	69.7	23.8	15.1	30.7	13.0	8.4	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Hold	57.0	58.6	-3%	1,202	18.5	14.8	12.7	8.8	7.7	6.9	3%	6%	6%	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	18.2	16%	8,809	6.9	6.8	5.5	9.1	9.5	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	182.2	20%	2,790	50.4	31.6	20.9	19.1	14.6	11.7	2%	1%	1%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Hold	16.0	12.9	24%	8,241	19.5	11.5	9.3	6.5	5.8	5.5	0%	0%	8%	70
Dadelo	DAD	Hold	68.0	61.0	11%	712	35.8	29.7	22.8	22.4	17.6	14.2	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Buy	10.0	8.8	14%	4,077	10.0	8.4	8.0	9.1	6.7	6.4	7%	7%	9%	31
Diagnostyka	DIA	Hold	195.0	183.6	6%	6,198	22.2	19.6	16.8	11.6	10.1	8.9	2%	2%	3%	—
Digital Network	DIG	Hold	98.0	106.8	-8%	453	14.3	13.9	13.3	9.1	8.3	7.6	5%	5%	5%	—
Dino Polska	DNP	Buy	53.0	41.7	27%	40,843	23.9	18.7	14.8	15.2	11.9	9.3	0%	0%	0%	47
Dom Development	DOM	Buy	300.0	264.5	13%	6,824	10.6	9.0	8.4	8.8	7.3	6.7	5%	6%	7%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.9	18%	2,443	—	9.0	4.1	15.9	6.8	3.0	7%	9%	14%	—
Erbud	ERB	Hold	30.0	28.3	6%	337	68.1	13.0	10.8	5.4	3.8	3.9	6%	6%	5%	—
Enea	ENA	Buy	23.5	22.4	5%	11,855	3.9	4.7	5.4	3.2	4.0	5.0	2%	2%	2%	34
Enter Air	ENT	Buy	73.0	53.0	38%	930	3.9	7.3	6.9	4.5	4.0	3.5	6%	6%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review		7.8	-	1,091	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Fabritry Holding	FAB	Buy	33.0	27.6	20%	77	16.7	11.2	9.4	8.9	6.8	6.0	11%	8%	8%	—
Ferro	FRO	Hold	35	31	13%	659	11.5	14.0	9.1	8.3	9.2	6.2	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,797	9,890	40%	1,843,247	6.9	5.5	5.1	4.7	3.6	3.0	5%	6%	9%	81
GPW	GPW	Hold	60.0	62.5	-4%	2,623	13.2	13.7	12.8	10.5	10.0	9.1	5%	5%	6%	67
Grenewia	GEA	Under Review		3.4	-	1,934	—	—	—	—	—	—	—	—	—	59
Grupa Pracuj	GPP	Hold	68.0	56.0	21%	3,858	16.6	14.6	13.0	10.9	9.7	8.5	4%	4%	5%	—
GTC	GTC	Sell	3.5	3.5	-1%	2,033	34.9	13.7	17.2	20.7	16.0	17.4	0%	4%	3%	63
Huuuge	HUG	Buy	27.3	24.0	14%	1,072	4.2	5.3	6.3	2.2	2.8	3.6	31%	15%	15%	5
H&M	HMB	Sell	135.0	181.6	-26%	291,376	25.4	20.8	19.8	9.0	8.3	8.0	4%	4%	4%	98
Inditex	ITX	Buy	56.0	49.9	12%	155,396	25.3	22.4	20.3	13.5	12.2	11.1	3%	4%	4%	99
InPost	INPST	Buy	14.5	10.5	38%	22,157	22.1	16.3	14.5	7.6	6.4	5.7	0%	0%	0%	84
Inter Cars	CAR	Buy	720	545	32%	7,722	10.4	8.7	7.6	8.1	7.3	6.5	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	24.0	22.1	9%	13,895	25.0	17.0	14.8	7.9	6.7	6.1	3%	3%	4%	86
JSW	JSW	Under Review		25	-	2,932	—	—	—	—	—	—	—	—	—	56
Kęty	KTY	Hold	1,050.0	947.5	11%	9,307	15.9	13.6	12.3	10.3	9.2	8.6	6%	5%	6%	50
KGHM	KGH	Buy	213.4	195.6	9%	39,120	19.6	9.5	9.9	4.6	4.0	4.2	0%	1%	1%	58
LPP	LPP	Buy	22,600	16,720	35%	31,030	14.9	12.6	10.9	7.3	6.4	5.6	4%	4%	5%	75
Mabion	MAB	Under Review		8.1	—	150	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		61.4	-	410	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	285.0	243.5	17%	3,417	44.2	31.1	24.9	12.8	11.0	9.8	0%	0%	0%	89
Medinice	ICE	Buy	19.1	11.5	66%	88	—	6.5	3.3	—	3.4	1.1	0%	0%	0%	—
MFO	MFO	Under Review		37	-	246	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Buy	18.5	14.0	32%	1,540	14.3	11.1	8.8	8.3	6.9	5.2	1%	1%	1%	—
MLP Group	MLG	Buy	100.0	81.6	23%	1,958	7.0	5.1	4.4	10.5	8.7	8.2	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	320.4	291.0	10%	1,022	14.3	12.4	10.2	9.9	7.9	6.5	5%	4%	3%	—
MOL	MOL	Buy	3,161.8	3,084.0	3%	2,318	6.1	5.4	5.9	3.3	3.2	3.3	9%	9%	9%	87
Molecure	MOC	Buy	17.8	6.0	197%	124	—	3.0	2.8	—	1.5	1.1	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	50.0	39.1	28%	1,593	5.4	6.3	5.8	5.5	6.3	5.7	13%	14%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	160.7	123.8	30%	15,263	37.9	21.1	17.5	7.5	6.3	5.3	2%	2%	0%	91
Neuca	NEU	Sell	690.0	806.0	-14%	3,671	23.6	19.7	16.5	10.6	9.7	8.5	2%	2%	2%	79
Newag	NWG	Under Review		99.4	-	4,473	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
OMV	OMV	Hold	48.2	49.0	-2%	16,023	13.7	11.0	10.1	4.5	4.9	4.8	10%	10%	10%	95
Onde	OND	Hold	9.3	8.7	7%	474	21.1	18.1	18.0	6.7	6.2	5.8	4%	3%	3%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	130.0	96.6	35%	1,085	13.9	13.3	10.8	8.9	8.5	7.4	7%	6%	6%	—
Orange	OPL	Buy	10.6	9.2	15%	12,131	14.6	12.4	11.5	4.7	4.4	4.4	6%	6%	7%	61
Orlen	PKN	Hold	97.6	103.5	-6%	120,158	8.6	7.8	8.2	3.6	4.0	4.2	6%	6%	5%	65
PCF Group	PCF	Under Review		3.8	-	160	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	230.0	201.4	14%	100,700	5.1	4.8	4.4	5.2	4.4	4.3	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	33%	372	17.6	7.2	6.2	8.9	5.8	4.7	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	28.4	28.6	-1%	16,515	19.0	14.2	12.7	6.4	5.8	5.4	—	—	—	53
PGE	PGE	Buy	12.8	11.4	12%	25,511	6.1	5.3	5.9	3.5	4.6	5.3	0%	0%	0%	41
Playway	PLW	Buy	375.0	259.0	45%	1,709	13.7	8.2	8.6	9.5	5.9	6.4	9%	9%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	73.4	60.6	21%	4,679	39.9	25.9	32.4	11.8	11.0	11.8	0%	0%	0%	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	215.0	124.6	73%	1,813	7.4	8.1	7.7	4.3	4.1	3.8	6%	6%	6%	—
Rawlplug	RWL	Under Review		13.7	-	426	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	55.9	24.2	131%	558	—	7.8	2.2	—	3.4	0.4	0%	0%	0%	—
SAAB	SAABB	Buy	640.0	524.3	22%	284,896	47.2	36.9	27.9	26.3	21.5	16.7	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	224.0	151.6	48%	413	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selena FM	SEL	Under Review		38.4	-	877	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	43.0	42.5	1%	804	—	28.4	18.3	15.4	10.7	8.9	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	59.0	51.6	14%	1,452	32.8	24.0	18.5	18.8	14.6	11.6	2%	2%	3%	—
Stalprodukt	STP	Under Review		261.0	-	1,409	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Śnieżka	SKA	Hold	85.0	80.6	5%	1,017	15.4	14.5	12.8	8.3	8.1	7.5	—	—	—	—
Synektik	SNT	Buy	300.0	264.0	14%	2,252	18.2	13.5	13.6	11.3	8.3	8.3	3%	4%	7%	—
Tauron	TPE	Hold	10.2	10.3	-2%	18,130	5.2	6.7	6.2	4.7	5.3	5.2	0%	3%	2%	42
Ten Square Games	TEN	Hold	98.5	90.5	9%	586	7.5	9.1	8.9	4.7	5.8	5.6	17%	14%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	55.0	54.7	1%	1,256	16.6	14.3	9.9	9.4	7.5	4.8	2%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.6	24%	723	8.0	8.4	7.7	5.4	5.5	4.9	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400.0	268.0	49%	369,840	3.3	3.6	3.6	3.5	3.4	3.1	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Buy	162.2	132.2	23%	1,037	21.2	8.5	7.8	5.7	5.5	5.4	5%	3%	3%	—
Voxel	VOX	Hold	176.0	158.8	11%	1,668	16.9	13.3	12.7	9.0	7.3	6.7	2%	3%	3%	—
VRG	VRG	Under Review		4.6	-	1,078	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wielton	WLT	Under Review		6.7	-	493	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Buy	80.0	54.5	47%	1,623	14.7	9.9	8.5	5.9	4.8	4.5	5%	4%	5%	72
Wittchen	WTN	Sell	16.0	17.6	-9%	326	11.4	10.5	10.8	5.3	5.3	5.0	0%	4%	6%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	10.1	18%	1,049	5.5	64.2	35.6	5.5	4.8	3.9	0%	0%	0%	75
XTB	XTB	Buy	94.6	72.3	31%	8,500	10.5	7.9	6.8	6.2	4.6	3.6	8%	7%	9%	32
XTPL	XTP	Buy	100.0	70.2	42%	186	—	—	19.0	—	44.3	9.4	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Buy	30.0	22.2	35%	22,286	26.3	16.9	12.9	8.0	6.7	5.7	—	—	—	—

*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
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	<i>Head of Research</i>	Dominik Niszczyński, CFA TMT, E-commerce	<i>Senior Analyst</i>
Maciej Marciniowski 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 Kosior, 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 Shkurobat 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.