

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE**KGHM:** Wyniki za 3Q25 [neutralne]**INTER CARS:** Wyniki 3Q25: solidne pomimo negatywnego one-offa, marża brutto wsparta FX [pozytywne]**AMREST:** Wyniki za 3Q25: Spadek LFL, niższa rentowność [lekko negatywne]**MLP GROUP:** Wyniki 3Q25: EBITDA gotówkowa zgodna z oczekiwaniami, mocny wzrost FFO [lekko pozytywne]**VRG:** Wyniki za 3Q25: Segment odzieżowy lepszy od oczekiwań [lekko pozytywne]**APATOR:** Wyniki za 3Q25 [neutralne]**CREEPY JAR:** Wyniki za 3Q25: Poniżej konsensusu przez przesunięcie przychodów z PS Plus na 4Q [lekko negatywne]FINANSE**PKO BP:** Bank wyemitował senioralne obligacje nieuprzywilejowane za 500mln EUR w ramach programu EMTN**PEKAO:** Podniesienie przez Fitch ratingu dla listów zastawnych Pekao Bank Hipoteczny do AAA, perspektywa negatywna**HANDLOWY:** Podsumowanie po prezentacji wyników za 3Q25PALIWA I CHEMIA**GRUPA AZOTY:** Podsumowanie calla z CEO**MOL:** MOL rozważa zakup 11.3% udziałów w rafinerii NISENERGETYKA I WYDOBYCIE**ENERGETYKA:** Dalszy newsflow dot. projektu ustawy Prezydenta dot. obniżenia cen energiiKONSUMENT**DYSKONTY NIESPOŻYWCZE:** 3i raportuje wyniki za 3Q, Action cały czas w formie**DYSTRYBUTORZY AUTO CZĘŚCI:** Wyniki Meko za 3Q wskazują na słaby performance w Polsce, pomimo wzrostu sprzedażyLOGISTYKA I TRANSPORT**INPOST:** Spółka rozbuduje dwa centra logistyczne w Zakrzowie i Mnikowie (województwo małopolskie)**WIZZ AIR:** Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q26 [lekko pozytywne]TMT**DATAWALK:** Podsumowanie po prezentacji wyników za 3Q25**DATAWALK:** Zawarcie kolejnej umowy na sprzedaż licencji do Komendy Głównej PolicjiGAMING**MODERN TIMES GROUP:** Podsumowanie konferencji wynikowej [neutralne]**TEN SQUARE GAMES:** Podsumowanie konferencji wynikowej [neutralne]**GAMING MARKET:** Valve oficjalnie zaprezentowało Steam MachineINDUSTRIALS**JOST WERKE:** Wyniki 3Q25: organiczny wzrost przychodów na rynku EMEA o 12,8% r/ w 3Q25 (+2,6% po 9M25)**SAF HOLLAND:** Wyniki 3Q25: organiczny wzrost przychodów na rynku EMEA o 5,6% r/r w 3Q25 (-7% po 9M25)**ALSTOM:** Wyniki 1H25/26: order intake 10,5bn EUR, book-to-bill 1,2x**RYNEK STALI:** W ramach CBAM ceny certyfikatów ETS dla importerów w 2026 roku będą ustalane kwartalnieHEALTHCARE & BIOTECH**RYVU THERAPEUTICS:** Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu**SYNTHAVERSE:** Onko BCG zostało dopuszczone do obrotu na terenie Holandii

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

KGHM (Buy; PLN 213.4)
Wyniki za 3Q25 [neutralne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	8 659	9 181	8 942	8 614	8 315	-4%	-3%	8 545	8 545
KGHM Poland	7 185	7 633	7 537	7 323	7 126	-1%	-3%	7 235	
KGHM Int.	985	1 048	895	817	751	-24%	-8%	794	
Others	489	500	510	474	438	-10%	-8%	515	
Sierra Gorda (55%)	938	1 028	1 039	988	1 059	13%	7%	970	
EBITDA adj.	1 978	2 271	2 489	2 374	2 340	18%	-1%	2 259	2 265
KGHM Poland	930	1 061	1 253	1 178	1 127	21%	-4%	1 095	
KGHM Int.	460	514	462	448	389	-15%	-13%	409	
Sierra Gorda (55%)	515	555	672	630	723	40%	15%	610	
Others	73	141	102	118	101	38%	-14%	145	
EBIT	369	2 458	641	495	980	166%	98%	1 169	1 113
Financials	70	-238	93	86	-56	-	-	0	
EBT	439	2 220	734	581	924	110%	59%	1 169	
Income tax	-199	-664	-404	-331	-491	-	-	-526	
Minorities	0	0	0	-1	0	-	-	0	
Net profit	240	1 556	330	249	433	80%	74%	643	651
OCF	405	1 257	1 403	415	864	113%	108%	1 460	
Capex	-1 424	-1 507	-1 265	-839	-1 231	-14%	47%	-1 169	
KGHM Poland	-976	-1 389	-692	-820	-980	0%	20%	-950	
KGHM Int.	-520	-424	-227	-178	-265	-49%	49%	-269	
Sierra Gorda (55%)	-250	-301	-307	-246	-260	4%	6%	-253	
C1 cash cost (USD/t.)	6 041	5 357	5 776	5 754	5 666	-6%	-2%		
C1 cash cost (USD/lb.)	2.74	2.43	2.62	2.61	2.57	-6%	-2%		
KGHM Poland	3.24	3.03	3.15	3.16	3.12	-4%	-1%		
KGHM Int.	1.47	1.14	1.03	0.93	1.18	-20%	27%		
Sierra Gorda (55%)	1.68	1.12	1.18	1.07	0.68	-60%	-36%		
Net debt (excl. SG)	5 064	5 456	5 323	5 426	5 512	9%	2%	5 136	
EBITDA adj. margin	21%	22%	25%	25%	25%			24%	
EBIT margin	4.3%	26.8%	7.2%	5.7%	11.8%			13.7%	13.0%
Net profit margin	2.8%	16.9%	3.7%	2.9%	5.2%			7.5%	7.6%
P/E12M trailing	-	13.7	14.2	16.5	15.3				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	6.2	5.4	4.9	5.0	4.8				

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

EBITDA adj. w 3Q25 wyniosła 2.34 mld PLN i jest zbliżona (+3%) do naszych prognoz i konsensusu. Przychody okazały się o 3% niższe od oczekiwań i wyniosły 8.3 mld PLN. Przy saldzie finansowym na poziomie -56m i stopie podatkowej 53% (57% w 2Q), wynik netto wyniósł 0.43 mld PLN, vs. spodziewane ok. 0.65 mld.

OCF w 3Q25 wyniósł 0.86 mld PLN (zakładaliśmy 1.46 mld), przez negatywny efekt na NWC w kwocie -0.77 mld. Capex wyniósł -1.23 mld (zakładaliśmy -1.17 mld), a dług netto (bez SG) wzrósł o 86m q/q do 5.51 mld PLN (szacowaliśmy 5.1 mld).

C1 cash cash spadł nieznacznie q/q z 2.61 USD w 2Q do 2.57 USD/lb. w 3Q25, przy istotnym spadku w Sierra Gorda, niższym wskaźniku w Polsce i wzroście w KGHM International. Niższy koszt C1 o 6% r/r to efekt wyższych cen złota i srebra, które skompensowały koszty gotówkowe produkcji miedzi.

KGHM Poland: Przychody okazały się o 2% niższe od naszych prognoz, a EBITDA była lepsza o 3% vs. nasze szacunki i wyniosła 1.13 mld PLN. Capex był porównywalny r/r i wyniósł -980m PLN (zakładaliśmy -950m). Odchylenie ceny sprzedaży miedzi od benchmarku LME: +4%, a na srebrze: -3%.

KGHM International: Na poziomie przychodów wynik był o 5% słabszy vs. nasze prognozy, podobnie EBITDA, która wyniosła 0.39 mld PLN (zakładaliśmy 0.41 mld). Capex bez większych zaskoczeń: -0.27 mld PLN. Odchylenie ceny sprzedaży miedzi od benchmarku LME: -1%,

Sierra Gorda: Przychody wyniosły 1.06 mld PLN (9% powyżej naszych prognoz), a EBITDA 0.72 mld (szacowaliśmy 0.61 mld), co wskazuje na niższą stronę kosztową. C1 cash cost spadł z 1.07 USD aż do 0.68 USD/lb. q/q. Spółka zwraca uwagę na spadek kosztów energii i paliwa w 1-3Q25 r/r (po -6m USD), wzrost wolumenów sprzedanej miedzi, wyższe przychody ze sprzedaży złota i molibdenu i niższe koszty premii przerobowych TC/RC. Odchylenie ceny sprzedaży miedzi od benchmarku LME: +4%,

Konferencja wynikowa: dziś o godz. 09:00

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	112,533	-0.2%	6%	39%
WIG20	3,016	-0.2%	6%	34%
mWIG40	8,115	-0.1%	5%	33%
sWIG80	29,796	-0.3%	1%	25%
PX (Prague)	2,502	0.0%	5%	50%
BUX (Budapest)	108,214	0.1%	6%	39%
BET (Bucharest)	23,402	0.5%	8%	32%
BIST30 (Istanbul)	11,519	-0.2%	3%	11%
DAX	24,042	-1.4%	-1%	25%
FTSE 100	9,808	-1.0%	4%	22%
STOXX Europe 600	581	-0.6%	3%	15%
S&P 500	6,737	-1.7%	1%	13%
NASDAQ 100	24,993	-2.1%	2%	20%
Nikkei 225	50,377	0.4%	8%	31%
Shanghai Comp	4,008	0.7%	4%	19%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	4.7%	-1.7	-10.7	-72.0
PL 10Y bond yield	5.3%	-0.5	-11.3	-48.4
CZ 10Y bond yield	4.6%	-0.5	17.3	48.4
HU 10Y bond yield	7.0%	0.0	22.0	26.0
RO 10Y bond yield	6.9%	1.9	-32.9	-6.7
WIBOR 3M	4.3%	0.0	-27.0	-157.0
EURIBOR 3M	2.0%	1.6	3.9	-98.6

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.64	0.0%	-0.9%	-12.8%
EUR/PLN	4.23	0.0%	-0.7%	-2.1%
EUR/USD	1.16	0.0%	0.2%	10.5%
GBP/PLN	4.78	0.3%	2.3%	8.7%
CZK/PLN	0.18	0.0%	0.2%	-2.3%
HUF/PLN	0.011	0.0%	-1.2%	-3.4%
RON/PLN	0.83	0.0%	0.6%	4.3%
CNY/PLN	0.51	-0.1%	0.4%	10.7%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,185	-0.2%	1%	63%
Silver (USD/toz)	52.7	0.7%	2%	73%
Copper (USD/t)	10,956	0.1%	1%	21%
Zinc (USD/t)	3,055	-0.7%	1%	2%
Molybdenum (USD/lb)	22.3	-0.1%	-10%	1%
Iron ore (USD/t)	104	-0.1%	-2%	3%
HCC (USD/t)	200	-0.1%	1%	-16%
HRC EU (EUR/t)	600	0.0%	4%	7%
Brent crude oil (USD/bbl.)	64.0	1.5%	3%	-12%
CO2 (EUR/t)	81.3	-0.7%	4%	19%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	30.5	-1.6%	-4%	-30%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	89	-0.2%	2%	-3%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	448	0.6%	2%	4%
Shanghai Freight Index	1,495	-3.6%	34%	-35%

INTER CARS (Buy; PLN 720)

Wyniki 3Q25: solidne pomimo negatywnego one-offa, marża brutto wsparta FX [pozytywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	4,916	5,155	4,780	5,336	5,411	10%	1%	5,365	5,369
EBITDA	350	318	309	347	399	14%	15%	347	374
EBIT	298	260	252	286	329	10%	15%	295	312
Net profit	207	169	158	187	238	15%	27%	201	213
Gross margin	29.8%	29.1%	29.3%	28.7%	30.6%	0.8pp	1.9pp	28.8%	
SG&A ratio	23.4%	23.7%	24.1%	23.1%	23.7%	0.3pp	0.6pp	23.0%	
EBITDA margin	7.1%	6.2%	6.5%	6.5%	7.4%	0.3pp	0.9pp	6.5%	7.0%
EBIT margin	6.1%	5.0%	5.3%	5.4%	6.1%	0.0pp	0.7pp	5.5%	5.8%
Net profit margin	4.2%	3.3%	3.3%	3.5%	4.4%	0.2pp	0.9pp	3.8%	4.0%
Cash conversion cycle	133	135	141	139	135	3	-4		
OCF	91	-89	328	236	-17	-	-		
FCF	-165	-282	192	85	79	-	-6%		
Inventories	5,180	4,992	5,428	5,542	5,806	12%	5%		
Net Debt	2,550	2,921	2,897	2,858	3,173	24%	11%		
ND/EBITDA	1.9	2.2	2.0	2.0	2.2	0.3	0.2		
P/E12M trailing	11.4	10.6	10.5	10.6	10.1				
EV/EBITDA 12M trailing	8.6	8.3	8.1	7.9	7.9				

Source: Company, Trigon

#One-offs

- Odpis w ciężar pozostałych kosztów operacyjnych 20mln PLN (zniszczenie magazynu w Ukrainie);

AMREST (Sell; PLN 14.0)

Wyniki za 3Q25: Spadek LFL, niższa rentowność [lekko negatywne]

EURm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	660	665	620	642	661	0%	3%	674	674
CEE	391	390	367	400	421	8%	5%	422	
WE	225	231	210	220	219	-3%	0%	230	
China	22	23	22	23	20	-10%	-12%	21	
adj. EBITDA**	113	104	84	101	109	-4%	7%	120	120
EBITDA	125	103	82	104	112	-11%	8%	120	120
CEE	85	78	62	79	86	1%	9%	88	
WE	33	38	30	34	32	-3%	-5%	34	
China	4	4	4	5	4	-20%	-33%	4	
adj. EBIT**	49	36	15	32	39	-19%	22%	46	49
EBIT	60	34	13	34	42	-30%	23%	46	49
Net profit	26	10	-10	8	15	-43%	99%	23	20
adj. Net profit	15	11	-8	5	12	-16%	135%	23	20
Food & merchandise costs / rev.*	27.1%	27.4%	27.6%	27.2%	27.5%	0.4pp	0.3pp	26.9%	
Payroll & other emp. ben. / rev.*	25.1%	24.5%	26.1%	25.8%	25.3%	0.2pp	-0.5pp	24.9%	
Occup., dep., other op. exp. / rev.	29.8%	30.1%	32.3%	30.1%	29.6%	-0.2pp	-0.4pp	29.5%	
adj. EBITDA** margin	17.2%	15.7%	13.6%	15.8%	16.5%	-0.7pp	0.7pp	17.8%	17.8%
EBITDA margin	19.0%	15.5%	13.3%	16.2%	16.9%	-2.1pp	0.7pp	17.8%	17.8%
EBITDA margin CEE	21.7%	20.1%	17.0%	19.7%	20.4%	-1.3pp	0.7pp	20.9%	
EBITDA margin WE	14.7%	16.4%	14.1%	15.3%	14.6%	0.0pp	-0.7pp	14.7%	
EBITDA margin China	19.8%	18.0%	18.3%	23.0%	17.6%	-2.2pp	-5.4pp	20.0%	
adj. EBIT** margin	7.4%	5.4%	2.4%	5.0%	5.9%	-1.4pp	0.9pp	6.9%	7.3%
EBIT margin	9.1%	5.2%	2.1%	5.4%	6.4%	-2.7pp	1.0pp	6.9%	7.3%
No of restaurants	2185	2099	2096	2103	2110	-3%	0%		
OCF	122	128	53	106	109	-11%	3%		
FCF	26	24	-39	18	27	1%	45%		
Net debt	1403	1448	1504	1479	1454	4%	-2%		
adj. P/E 12M trailing	13.5	20.4	22.3	32.7	36.5				
adj. EV/EBITDA 12M trailing	5.4	5.4	5.5	5.5	5.5				

Source: Company, Trigon, *excluding franchise revenues, ** adj. for other oper. items, impairment losses

- LFL (SSS) w 3Q25 na poziomie -0,2%;

- ND/EBITDA (pre-IFRS16) 2.1x;

- Grupa otworzyła w 3Q25 16 restauracji, a zamknęła 9;

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2054	1709.5	1717.7	1826.8	120%
WIG20	1808.0	1499.4	1501.6	1579.0	120%
WIG40	230.5	278.0	249.7	284.5	92%
sWIG80	41.5	51.6	58.1	54.7	71%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
ZAB	394.2	XTB	46.4	SLV	4.1
KGH	251.9	TPE	28.9	MDG	2.9
PKO	202.6	BFT	27.7	RVU	2.4
PKN	199.5	ACP	22.3	BOS	2.4
PEO	128.4	MIL	18.7	PXM	2.4
ALE	111.4	GPW	6.0	CIG	2.2
LPP	97.2	SNT	5.8	OPN	1.5
DNP	89.9	ENA	5.0	ELT	1.4
CDR	85.1	SLV	4.1	CRI	1.4
PZU	63.5	ATT	3.8	BMC	1.4

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
ZAB	470%	TEN	310%	BOS	533%
LPP	153%	SLV	273%	RNK	426%
CDR	145%	CIG	273%	MLS	366%
KGH	145%	BFT	244%	MAB	292%
MBK	117%	SNT	222%	SLV	273%
PEO	116%	GPW	202%	CIG	273%
ALE	116%	RVU	164%	OPN	244%
SPL	115%	DOM	140%	WTN	236%
BDX	106%	WPL	140%	ECH	182%
PKN	102%	MIL	136%	AGO	180%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
ZAB	23	4.6%	PCO	27.4	-4.4%
PGE	12	1.5%	BDX	576	-2.5%
CCC	137.2	1.4%	CDR	237	-2.5%
MBK	1,061.5	1.1%	SPL	501	-1.4%
DNP	42	0.8%	PKO	76.5	-1.3%
Best			Worst		
CIG	3.0	5.4%	BFT	3,020.0	-4.1%
TEN	93.8	3.6%	XTB	69.7	-3.5%
RVU	25.0	3.3%	PXM	6.0	-2.8%
TPE	10.6	2.7%	LWB	20.7	-2.4%
MIL	16.3	2.5%	SLV	41.6	-2.1%
Best			Worst		
CIG	3.0	5.4%	BOS	11.5	-6.2%
MLS	17.0	4.8%	OPN	92.8	-3.9%
RVU	25.0	3.3%	PXM	6.0	-2.8%
DCR	70.6	2.3%	CLC	6.1	-2.7%
TAR	126.0	2.0%	CRI	380.0	-2.6%

MLP GROUP (Buy; PLN 100)**Wyniki 3Q25: EBITDA gotówkowa zgodna z oczekiwaniami, mocny wzrost FFO [lekko pozytywne]**

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	90.6	94.1	109.2	97.9	100.2	11%	2%	100.1	100.2
adj. EBITDA	42.3	44.1	53.9	52.3	51.6	22%	-1%	52.0	
Revaluations	-40.5	124.9	-103.0	163.9	20.0	-	-88%	27.0	
EBIT	1.5	167.8	-49.8	215.6	70.7	+	-67%	79.2	88.6
Net financial costs	-15.3	-38.7	0.6	-57.8	-49.4	-	-	-57.5	
Net profit	-16.6	107.1	-42.7	121.9	9.1	-	-93%	17.6	32.8
FFO	13.1	-6.7	20.3	11.2	22.5	72%	101%	14.0	
Investment Properties	5,226	5,550	5,520	5,862	6,061	16%	3%		
LTV	38.8%	42.9%	42.6%	43.3%	44.9%	6.1pp	1.6pp		
OCF	38	-6	72	46	79	106%	71%		
CAPEX	175	332	100	126	203	16%	62%		
Net Debt	1,961	2,441	2,431	2,588	2,771				
GLA (k sqm)	1,180	1,178	1,252	1,267	1,317	12%	4%		
Constr. and prep. (k sqm)	261	444	324	369	327	25%	-11%		
P/E 12M trailing	10.5	5.2	6.2	11.5	10.0				
P/BV	0.74	0.71	0.72	0.69	0.69				
adj. EBITDA margin	46.7%	46.9%	49.3%	53.5%	51.4%	5pp	-2pp	79%	88%
EBIT margin	2%	178%	-	220%	70%	69pp	#####	-	
Net profit margin	-	114%	-	125%	9%	-	#####	18%	33%

Source: Company Data, Trigon

VRG (Under Review)**Wyniki za 3Q25: Segment odzieżowy lepszy od oczekiwań [lekko pozytywne]**

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	311	445	294	378	346	11%	-8%	333	340
Apparel	131	188	130	176	146	11%	-17%	132	
Jewellery	180	256	164	202	200	11%	-1%	202	
Gross Profit	167	255	159	215	188	13%	-12%		
EBITDA	45.9	105.2	37.9	79.2	57.3	25%	-28%	54.5	53.2
EBIT	12.8	70.6	3.7	45.6	23.3	83%	-49%	20.7	19.3
Apparel	-14.8	20.6	-13.9	13.0	-5.3	-	-	-12.3	
Jewellery	27.6	49.9	17.6	32.6	28.7	4%	-12%	30.5	
Net profit	10.1	47.2	6.0	28.6	12.4	22%	-57%	11.6	10.4
adj. Net profit	8.5	47.1	1.5	31.6	13.6	60%	-57%		
Gross Margin	53.6%	57.3%	54.3%	56.9%	54.4%	0.8pp	-3pp	54.2%	
Apparel	55.6%	62.0%	57.1%	61.8%	57.1%	1.5pp	-5pp	56.9%	
Jewellery	52.2%	53.9%	52.0%	52.7%	52.4%	0.2pp	0pp	52.4%	
SG&A ratio	49.4%	41.8%	52.6%	44.2%	47.4%	-2.0pp	3pp	48.7%	
EBITDA margin	14.7%	23.7%	12.9%	21.0%	16.6%	1.8pp	-4pp	16.4%	15.7%
EBIT margin	4.1%	15.9%	1.3%	12.1%	6.7%	2.7pp	-5pp	6.2%	5.7%
Apparel	-11.3%	11.0%	-10.7%	7.4%	-3.7%	7.6pp	-11pp	-9.4%	
Jewellery	15.3%	19.5%	10.8%	16.2%	14.3%	-0.9pp	-2pp	15.1%	
Net profit margin	3.3%	10.6%	2.0%	7.6%	3.6%	0.3pp	-4pp	3.5%	3.1%
Sales per sqm	2056	2914	2014	2573	2359	14.8%	-8%		
Sales area (k sqm)	50.5	50.9	48.6	48.9	48.9	-3.2%	0%		
Selling costs/sqm Apparel	2.03	2.27	2.15	2.32	2.24	10.2%	-3%		
Selling costs/sqm Jewellery	3.85	5.20	3.75	4.03	4.05	5.1%	1%		
OCF	-20	141	-45	72	18	-	-75%		
CAPEX	9	14	9	9	13	51%	52%		
FCF	-57	98	-83	35	-24	-	-		
Net debt	415	363	448	426	467	13%	10%		
adj. P/E 12M trailing	12.3	12.7	12.5	12.1	11.5				
EV/EBITDA 12M trailing	6.4	5.5	5.8	5.6	5.5				

Source: Company, Trigon

Sprzedaż/m2

- Vistula: 1182 (+20,2% r/r), powierzchnia -9% r/r;
- Bytom: 1327 PLN (+22,6% r/r), powierzchnia -8% r/r;
- Wólczanka: 2814 PLN (+18,3% r/r), powierzchnia -5% r/r;

- Deni Cler: 1467 PLN (+12,6% r/r), powierzchnia -2% r/r;
- W.Kruk: 4338 PLN (+1,8% r/r), powierzchnia +8% r/r;

Zysk netto skor.

- Różnice kursowe z tytułu MSSF16 na poziomie -1,5mln PLN w 3Q25 (vs +2,1mln PLN w 3Q24);

Guidance

- Segment odzieżowy ma osiągnąć trwałą rentowność począwszy od 2026 roku;
- Sieć sprzedaży po przeprowadzonej optymalizacji ma być bardziej efektywna, dlatego obecne działania będą koncentrować się na dalszym wzroście sprzedaży, poprawie jakości kolekcji oraz efektywnym marketingu;
- W segmencie jubilerskim Grupa będzie kontynuować rozwój marek W.Kruk i Lilou, koncentrując się na dalszym wzroście przychodów i marży;
- CAPEX na 2025 rok to około 42mln PLN;
- Na koniec 2025 roku łączna powierzchnia handlowa segmentu odzieżowego ma wynieść 33,198m2, a a segmencie jubilerskim 16,013m2;
- Przyszłoroczne plany zakładają wzrost łącznej powierzchni handlowej do poziomu ~50tys. m2 powierzchni handlowej, w tym ~32tys. m2 stanowić ma segment odzieżowy, a 18tys. m2 segment jubilerski (nie dotyczy marki Lilou).

APATOR

Wyniki za 3Q25 [neutralne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons
Revenues	292.6	300.5	283.7	286.4	295.8	1%	3%	290.0	295.3
Electricity	134.3	152.9	124.6	137.7	148.2	10%	8%	141.0	
Gas	65.7	60.3	58.4	45.4	54.5	-17%	20%	52.0	
Water and heat	92.6	87.3	100.7	103.3	93.1	1%	-10%	97.0	
Others	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	
COGS	-216	-226	-208	-205	-217	-	-		
Gross profit on sales	76.9	74.8	75.6	81.5	78.5	2%	-4%		
SG&A	-48.4	-56.1	-56.1	-57.6	-55.1	-	-	-59.0	
Other operating result	-4.4	-7.6	-1.5	-0.2	1.4	-	-		
EBITDA	38.2	26.8	35.0	40.2	42.4	11%	6%	41.3	40.9
Electricity	20.9	19.2	14.9	18.9	24.2	16%	28%	24.0	
Gas	2.0	1.8	5.2	3.6	3.4	70%	-6%	3.6	
Water and heat	15.9	8.1	15.6	18.5	15.5	-3%	-16%	14.5	
Others	-0.6	-2.3	-0.8	-0.9	-0.7	-	-	-0.8	
EBIT	24.1	11.4	17.9	23.3	24.9	3%	7%	24.4	24.4
Financials	-2.4	0.2	-1.7	-0.3	-2.9	-	-	-0.8	
EBT	21.7	11.6	16.2	23.0	22.0	1%	-5%	23.6	
Income tax	-4.2	3.8	-4.0	-5.0	1.1	-	-	-5.0	
Net profit	17.4	15.6	12.0	17.8	23.3	34%	31%	18.7	19.1
OCF	18.2	49.1	42.0	21.9	24.9	37%	14%	28.9	
Capex	-14.1	-25.1	-17.0	-17.0	-29.2	108%	72%	-17.0	
Net debt (incl. leasing)	150.5	138.0	115.7	117.3	142.6	-5%	22%	125.4	
EBITDA adj. margin	13.0%	8.9%	12.3%	14.0%	14.3%			14.2%	
Electricity	15.6%	12.6%	12.0%	13.7%	16.3%			17.0%	
Gas	3.0%	3.0%	8.9%	8.0%	6.2%			6.9%	
Water and heat	17.2%	9.3%	15.5%	17.9%	16.6%			14.9%	
EBIT margin	8.2%	3.8%	6.3%	8.1%	8.4%			8.4%	
Net profit margin	5.9%	5.2%	4.2%	6.2%	7.9%			6.4%	
P/E 12M trailing	14.0	10.3	10.3	11.8	10.7				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	6.3	6.2	5.9	6.1	6.1				

Source: Company, Trigon DM, PAP - median consensus

EBITDA w 3Q24 wyniosła 42.4m PLN i była wyższa od oczekiwań rynkowych o 4% i 3% vs. nasza prognoza. Przy saldzie finansowym na poziomie -2.9m i dodatnim efekcie na podatku dochodowym (+1.1m, z czego wpływ ulgi podatkowej B+R wyniósł +2.1m PLN), wynik netto wyniósł 23.3m PLN a wynik netto skorygowany o B+R 21m (vs. oczekiwania rynkowe na poziomie 19.1m).

OCF wyniósł 24.9m PLN, przy negatywnym wpływie na NWC w kwocie -15.7m. Capex wzrósł do 29.2m (zakładaliśmy 17m), co w efekcie skutkowało wzrostem długu netto (z leasingiem) o 25m q/q do 142.6m PLN (szacowaliśmy 125m).

Saldo na PDO wyniosło +1.4m PLN. Relacja kosztów SG&A do przychodów: 19% vs. 20% w 2Q.

CREEPY JAR (Buy; PLN 538)

Wyniki za 3Q25: Poniżej konsensusu przez przesunięcie przychodów z PS Plus na 4Q [lekko negatywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons
Revenues	7.9	8.2	8.5	5.5	5.6	-29%	2%	9.3	8.5
EBITDA*	3.6	5.8	5.2	3.0	2.3	-35%	-23%	5.8	5.3
adj. EBITDA	4.8	5.1	6.1	3.2		-100%	-100%	6.4	
EBIT	3.3	5.5	4.9	2.7	2.1	-36%	-23%	5.6	5.1
Net profit	3.5	6.2	5.0	3.3	2.6	-27%	-22%	5.3	5.2
OCF	2.6	6.6	6.5	2.3					
Net debt	-71.5	-75.4	-79.3	-71.0	-71.0			-72.7	
P/E 12M trailing	34.1	19.1	17.2	16.7	17.7			16.1	
EV/EBITDA adj. 12M trailing	13.7	12.6	11.3	12.1	16.2			11.9	
adj. EBITDA margin	60.1%	62.0%	71.0%	58.2%				69.0%	-
EBIT margin	41.3%	67.3%	57.1%	49.7%	37.5%			59.9%	59.9%
Net profit margin	44.7%	75.9%	58.5%	60.5%	46.4%			56.8%	60.7%

Source: Company data, Trigon, * - Trigon estimates

- Od 16 września Green Hell jest dostępny w subskrypcji PS Plus, jednak większość przychodów za udział w katalogu będzie zaksięgowana na przychodach w 4Q po otrzymaniu raportów od Sony Interactive Entertainment Europe Ltd. oraz Sony Interactive Entertainment LLC (America). Konsensus uwzględnił w/w przychody w 3Q;

- Obniżenie przychodów ze sprzedaży w 3Q jest przede wszystkim konsekwencją niższej wartościowo sprzedaży gry Green Hell na platformie PC/Steam;

- Łączna sprzedaż Green Hell na PC/Steam, PS i Xbox wyniosła 464 tys. kopii, z czego 57 tys. kopii na konsolach konsolach (YTD odpowiednio 1,5 mln i 215 tys.).

FINANSE

PKO BP (Buy; PLN 95)

Bank wyemitował senioralne obligacje nieuprzywilejowane za 500mln EUR w ramach programu EMTN

- Obligacje będą notowane na giełdach w Luksemburgu i w Warszawie;
- Papiery będą obejmowane po cenie równej 99,725% wartości nominalnej;
- Marża została ustalona na poziomie 120 pb;
- Obligacje zostały wyemitowane na okres 7 lat z możliwością ich wcześniejszego wykupu po 6 latach od daty emisji.

PEKAO (Buy; PLN 233)

Podniesienie przez Fitch ratingu dla listów zastawnych Pekao Bank Hipoteczny do AAA, perspektywa negatywna

HANDLOWY (Hold; PLN 120)

Podsumowanie po prezentacji wyników za 3Q25

- Bank obserwuje ożywienie akcji kredytowej i w bankowości instytucjonalnej rośnie szybciej niż rynek;
- Spadek wyniku odsetkowego bank chce zrekomensować wzrostem wolumenów biznesowych bankowości instytucjonalnej;
- W kolejnych kwartałach rezerwy w segmencie bankowości instytucjonalnej nie powinny być na tak wysokim poziomie jak w 3Q25 (19mln PLN);
- Podtrzymanie planu finalizacji wydzielenia segmentu detalicznego do VeloBanku w połowie 2026 roku.

PALIWA I CHEMIA

GRUPA AZOTY (Under Review)

Podsumowanie calla z CEO

- # CEO nie chciał odnosić się do kwestii ewentualnej konwersji długu na akcje przez banki, ale na pewno nie będzie ona dotyczyła długu przynależnego do Polimerów Police
- # Wykorzystanie długu netto Polimerów Police wynosi 3.5 mld PLN i ta kwota będzie podlegać restrukturyzacji
- # Akcje W. Kantora są wyłączone z głosowania na WZA
- # Na pytanie o potencjalną możliwość pozyskania przez GA bezzwrotnych dotacji z EBI na sektor obronnościowy, CEO odsyłał do przyszłych raportów bieżących
- # Na pytanie o potencjalną emisję kierowaną do prywatnych firm – CEO nie zaprzeczył takiemu scenariuszowi

MOL (Buy; HUF 3,162)

MOL rozważa zakup 11.3% udziałów w rafinerii NIS

Wg. tygodnika NIN, MOL rozważa zakup 11,3% udziałów Gazpromu w serbskiej spółce naftowej NIS, która znajduje się pod sankcjami USA ([LINK](#))

Gazprom Nierft posiada 44,9% udziałów, a Gazprom ma 11,3% w NIS, która prowadzi jedyną rafinerię ropy w Serbii. Rząd Serbii ma 29,9% akcji, a pozostała część należy do drobnych akcjonariuszy i pracowników.

ENERGETYKA I WYDOBYCIE

ENERGETYKA

Dalszy newsflow dot. projektu ustawy Prezydenta dot. obniżenia cen energii

- „Obniżenie VAT-u czy rezygnacja z niektórych opłat to nie jest rozwiązanie systemowe. Chcemy taniego prądu dla polskich rodzin, dla polskich przedsiębiorstw i wiemy, co trzeba zrobić aby prąd był tańszy - inwestować w tanie źródła energii, te które tanio produkują prąd, inwestować w sieć, po to, aby ta energia była efektywnie transportowana. Obniżanie np. VAT-u oznacza, że gdzieś indziej ten VAT trzeba by było podnieść, jeżeli chcemy zachować stabilność finansów publicznych” – A. Domański, minister finansów i gospodarki

- Wg. Polityki Insight, projekt Prezydenta będzie niemożliwy do wdrożenia w całości. Problemem ma być głównie procedura nadmiernego deficytu i realia polityczne. „Projekt ma też istotne ograniczenia – w perspektywie kilku lat środki z ETS mogą nie wystarczyć na wsparcie niezbędnych inwestycji, a obniżka taryf dystrybucyjnych zmniejszy gotowość spółek do inwestowania w sieć. Inicjatywa pozwoli jednak prezydentowi budować własną, ekspercką narrację o cenach energii i wywierać presję na rząd w tej sprawie.”

KONSUMENT

DYSKONTY NIESPOŻYWCZE

3i raportuje wyniki za 3Q, Action cały czas w formie

#Action

- LFL YTD do 26.10 5,7%, w tym 7,9% poza Francją, która jest największym rynkiem, przychody +17% r/r, marża adj. EBITDA 14,2% (porównywalna r/r), 255 nowych sklepów YTD;

- Guidance 2025: cel 370 otwarć netto (lekko zrewidowany w górę do 380 sklepów, sprzedaż w sklepach młodszych niż 12m-cy powyżej oczekiwań), LFL powyżej 6,1% (podtrzymany pomimo słabszego performance we Francji, ale jednocześnie lepszego lub zgodnego z planem na pozostałych rynkach), poprawa marży EBITDA o 10-20bps r/r z 15,1% w 2024 (podtrzymany);

- [LINK](#) do prezentacji po 3Q;

DYSTRYBUTORZY AUTO CZĘŚCI

Wyniki Meko za 3Q wskazują na słaby performance w Polsce, pomimo wzrostu sprzedaży

#Segment Polska / Pribałtyka (30% obrotów Meko)

- Przychody organiczne +9% r/r (wsparty wzrostem wolumenów), adj. EBIT -19 vs 25mln SEK przed rokiem, marża adj. EBIT -1,4% vs 2,1% przed rokiem;

- „Adjusted EBIT burdened by lower gross margin and higher personnel costs from increased minimum wages in Poland. Gross margin pressure due to intense price competition”;

- [LINK](#) do prezentacji po 3Q;

LOGISTYKA I TRANSPORT

INPOST (Buy; EUR 14.5)

Spółka rozbuduje dwa centra logistyczne w Zakrzowie i Mnikowie (województwo małopolskie)

- Rozbudowa ma nastąpić z wykorzystaniem wsparcia w ramach Polskiej Strefy Inwestycji;

- Wartość zaplanowanej inwestycji to ponad 100mml PLN.

WIZZ AIR (Hold; GBP 12)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q26 [lekko pozytywne]

#Strategia i wzrost

- Zarząd potwierdził zakończenie wszystkich kluczowych działań strategicznych, w tym wyjście z Abu Zabi, restrukturyzację harmonogramu dostaw Airbusa oraz ograniczenie programu XLR.

- Zrewidowany harmonogram dostaw wspiera bardziej zrównoważone tempo wzrostu na poziomie 10-12% rocznie, które zdaniem spółki jest optymalne zarówno z perspektywy popytu, jak i możliwości operacyjnych.

- Wzrost powyżej 12% postrzegany jest obecnie jako potencjalnie negatywny dla przychodów, stąd świadoma decyzja o akceptacji krótkoterminowych nieefektywności w wykorzystaniu floty.

- Opcjonalność floty pozostaje wysoka dzięki 58 wygasającym leasingom w latach FY27-FY29, co pozwala na przedłużenia w przypadku silniejszego popytu.

- Region CEE pozostaje priorytetem, a udział Wizz Air w rynku ma wzrosnąć o 4pp r/r do 29% w 1H CY26.

#Sieć i wyniki komercyjne

- Wstępne efekty optymalizacji siatki wskazują na poprawę wyników tras w CEE, wspieraną przez nowe bazy i rosnącą rozpoznawalność marki.

- Włochy oraz Londyn utrzymują dobrą dynamikę po racjonalizacji slotów, a zarówno Gatwick, jak i Luton odnotowują lepsze wyniki komercyjne.

- Zarząd spodziewa się dalszej konsolidacji mniejszych konkurentów w CEE; łączny udział Wizz Air i Ryanaira w regionie może z czasem wzrosnąć w kierunku 60-70%.

- Presja na przychody w sezonie zimowym wynika głównie z niedojrzałości nowych tras, a nie ze słabego popytu; bazowe rezerwacje pozostają solidne.

- Ostatnie sprzedaże samolotów określane są jako krótkoterminowe działania taktyczne, niewskazujące na zmianę długoterminowej strategii floty.

#Koszty i pozostałe kwestie

- Jakość operacyjna nadal się poprawia, z wyższymi wskaźnikami realizacji rejsów i istotnie niższymi kosztami zakłóceń vs. ubiegły rok.

- Utrzymanie floty pozostaje główną presją kosztową ze względu na redelivery CEO, inflację w umowach serwisowych oraz wąskie gardła po stronie OEM.

- Amortyzacja wzrośnie w 2H z powodu wyższego udziału NEO, co oznacza, że nominalny poziom D&A będzie rosł szybciej niż ASK.

- Spółka oczekuje, że większość kategorii kosztów ex-fuel ustabilizuje się lub poprawi od FY27 dzięki renegotjacji umów lotniskowych, mniejszej liczbie samolotów CEO oraz wyższej produktywności operacyjnej.
- Pełne przejście na flotę NEO spodziewane jest do końca 2029 roku; A320ceo opuszczą flotę jako pierwsze, a ekonomika A321ceo pozostaje porównywalna z A321neo przy obecnych cenach paliwa.
- Dostępność silników i części pozostaje kluczowym ryzykiem średnioterminowym; zarząd nie spodziewa się pełnej normalizacji niezawodności OEM przez najbliższe dwa do trzech lat.

TMT

DATAWALK

Podsumowanie po prezentacji wyników za 3Q25

- Spółka nadal liczy na zawarcie do końca roku umów, które pozwolą zrealizować zakładaną 70% dynamikę wzrostu przychodów;
- Jeśli nie uda się dopiąć umów w tym roku, spółka oczekuje ich finalizacji w pierwszych miesiącach 2026 roku;
- Spółka oczekuje zawarcia kilku mniejszych i długoterminowych umów;
- W ciągu najbliższych kilku kwartałów spółka zwiększy wydatki na sprzedaż i marketing.

DATAWALK

Zawarcie kolejnej umowy na sprzedaż licencji do Komendy Głównej Policji

Umowa obejmuje sprzedaż na okres kolejnych trzech lat, usług utrzymania i wsparcia oprogramowania DataWalk, które klient wykorzystuje w obszarze analizy kryminalnej.

GAMING

MODERN TIMES GROUP (Buy; SEK 161)

Podsumowanie konferencji wynikowej [neutralne]

Guidance 2025

- Kierownictwo wyraziło przekonanie, że uda się osiągnąć guidance na rok 2025;
- Celem firmy jest zbudowanie bardziej odpornej, ambitnej organizacji, która będzie mogła nadal prosperować i rozwijać się na dynamicznym rynku.

IPO PlaySimple

- Spółka potwierdziła trwające rozważania dotyczące przygotowania PlaySimple do IPO. Nie podjęto jeszcze ostatecznych decyzji, a aktualne informacje będą przekazywane w miarę ich dostępności. Dalsze publiczne działania będą zależały od atrakcyjności rynku i gotowości studia do IPO.

Koszty sprzedaży i UA

- Koszty marketingu/sprzedaży niezwiązane z UA wykazywały zmienność w poszczególnych kwartałach, głównie ze względu na takie czynniki, jak współpraca w zakresie IP i wprowadzanie nowych produktów na rynek.
- Oczekuje się, że koszty te pozostaną w pewnym stopniu zmienne, przy większej stabilności wydatków na pozyskiwanie użytkowników (UA).

- Oczekuje się, że organiczny wzrost UA pozostanie wysoki w IV kwartale, a dwie nowe gry PlaySimple będą głównymi czynnikami napędzającymi ten wzrost.

- Chociaż w IV kwartale często obserwuje się wyższe CPI, spółka zamierza kontynuować inwestycje, jeśli zwroty będą to uzasadniać.

Struktura kosztów i marże

- Zakres prognoz na cały rok (skorygowana marża EBITDA na poziomie 21-24%) jest celowo szeroki, biorąc pod uwagę kluczowy wpływ IV kwartału i czynników rynkowych, takich jak wydatki na UA.

Kanał DTC i opłaty platformowe

- Zarząd postrzega kanały bezpośredniej sprzedaży do konsumentów (DTC) jako priorytet strategiczny, który może poprawić marżę.
- Wszelkie korzyści wynikające z obniżenia opłat Google/Apple będą prawdopodobnie widoczne w perspektywie średnio- i długoterminowej.

Plarium i RAID

- RAID stanowi obecnie około 70% przychodów Plarium; nadal się rozwija, podczas gdy inne starsze gry studia stabilizują się, ale nie oczekuje się, aby powróciły do wzrostu.

- Trwają prace nad nowymi grami w ramach Plarium, które mają zostać wprowadzone na rynek w 2026 r.

4Q

- IV kwartał jest kluczowym okresem, zwłaszcza grudzień, z oczekiwaniami, że organiczny wzrost w całym roku finansowym osiągnie górną granicę podanej prognozy (9%).

- W IV kwartale ubiegłego roku na przychody korzystnie wpływały jednorazowe wydarzenia i umowy platformowe, które spowodowały przesunięcie przychodów z III do IV kwartału, więc porównania rok do roku mogą być zniekształcone.

Strategia M&A i AI

- Wszelkie wpływy z potencjalnej IPO PlaySimple zostaną wykorzystane do przyspieszenia procesów M&A, koncentrując się na firmach związanych z gatunkami gier słownych i logicznych, które pasują do obecnych mocnych stron studia.

- Narzędzia AI są wykorzystywane do zwiększenia produktywności i skrócenia czasu wprowadzania produktów na rynek, ale kierownictwo nie spodziewa się krótkoterminowych oszczędności kosztów; nacisk kładziony jest na wyższą jakość i zwiększoną produkcję treści bez zwiększania liczby pracowników.

TEN SQUARE GAMES (Hold; PLN 98.5)

Podsumowanie konferencji wynikowej [neutralne]

- Spółka jest zadowolona ze startu Trophy Hunter, spółka będzie dalej pracować nad zawartością gry, KPI gry pozwalają na dalsze skalowanie UA. Spółka liczy na dalszy dynamiczny rozwój gry;
- Real Combat Simulator jest jeszcze na początkowym etapie skalowania. Feedback od graczy jest bardzo dobry, spółka liczy za zbudowanie zainteresowania wokół gry na bazie organicznej (efekt kuli śnieżowej);
- Spółka pracuje nad kolejnym prototypem, bazującym na TH (prace przez to mają przebiegać szybciej), testy na dwóch rynkach mają ruszyć w ciągu kilku dni;

- DTC – ok. 20% płatności „idzie” przez TSG store obecnie. 31.7 % to udział w Fishing Clash i 17.9% w Hunting Clash;
- Sąd w USA nakazał „otwarcie” sklepu Google na zewnętrzne metody płatności, spółka od razu to wykorzystała informując graczy o możliwości realizacji mikrotransakcji poza systemami Google. Podział graczy w USA między system iOS i Android to mniej więcej 50/50;
- UA w Trophy Hunter – benchmarki są ustawione podobnie jak dla innych gier. Spółka jest spokojna o zwrot z zainwestowanych środków na UA i generowanie zysków po nałożeniu się na siebie kolejnych kohort graczy. Póki co stawki CPI są relatywnie stabilne, choć wciąż jesteśmy przed najbardziej konkurencyjnym okresem roku;
- TSG store dla WoH i TH – spółka rozważa dodanie gier do kanału DTC, ciężko określić, kiedy to może nastąpić, będzie uzależnione od rozwoju gier i uwolnieniu „mocy produkcyjnych” developerów pracujących przy grze (priorytetem jest rozwijanie gry w innych obszarach);
- AI – spółka widzi w modelach językowych narzędzie wspierające i automatyzujące (np. generowanie grafik, tłumaczenia), sceptycznie patrzy na zastosowanie tych modeli przy analityce danych czy rozpoznawaniu preferencji graczy.

GAMING MARKET

Valve oficjalnie zaprezentowało Steam Machine

- Właściciel portalu Steam oficjalnie zaprezentował Steam Machine, sprzęt do grania oparty na Linuksie, zaprojektowany jako alternatywa dla tradycyjnych pecetów i konsol;
- Firma podkreśla, że urządzenie nie jest konkurencją dla Xboxa ani PlayStation, lecz stanowi rozwinięcie koncepcji gry na PC;
- Steam Machine oferuje sześciokrotnie większą moc od Steam Decka i obsługuje rozdzielczość 4K przy 60 klatkach na sekundę;
- Sprzęt, wraz z innymi nowymi sprzętami od Valve (Steam Controller i Steam Frame – okulary VR), ma być dostępny na początku 2026.

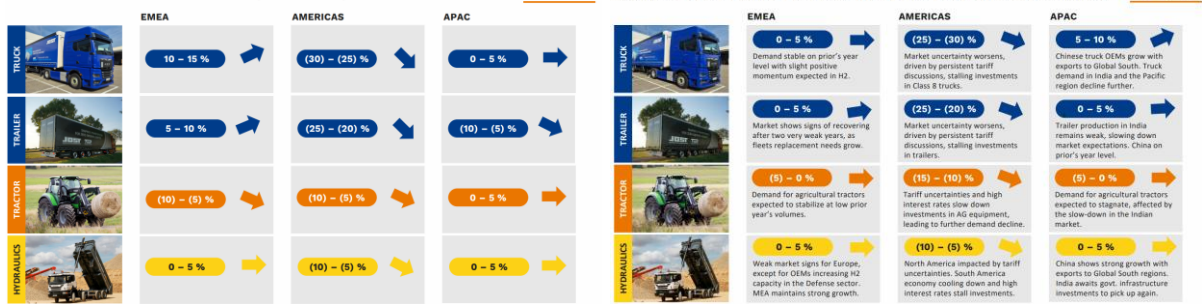
INDUSTRIALS

JOST WERKE

Wyniki 3Q25: organiczny wzrost przychodów na rynku EMEA o 12,8% r/ w 3Q25 (+2,6% po 9M25)

- Jost Werke jest jednym z głównych dostawców komponentów dla samochodów ciężarowych oraz naczip i przyczep w Europie
- Poprawa momentum pod kątem pozyskiwania nowych zamówień

INDUSTRY MARKET DEVELOPMENT Q3 2025 VS. Q3 2024



SAF HOLLAND

Wyniki 3Q25: organiczny wzrost przychodów na rynku EMEA o 5,6% r/r w 3Q25 (-7% po 9M25)

- Spółka zwraca uwagę na lekką poprawę nowych zamówień w 3Q25

	Q1-Q3 2025 Trailer Market	Q1-Q3 2025 Truck Market	FY 2025e Trailer Market	FY 2025e Truck Market
EMEA	~ -10 to -15%	~ 0 to +5%	0 to -5% (previously: +/- 0%)	0 to +5%
North America	-22%	-25%	-20 to -30%	-20 to -30%
Brazil	~ -20%	~ -4%	-10 to -20%	-5 to -10%
China	~ +15%	~ +20%	+10 to +20% (previously: 0 to -5%)	+10 to +20% (previously: 0 to -5%)
India	~ -4%	~ +7%	0 to -5%	5 to +10% (previously: 0 to +5%)

ALSTOM

Wyniki 1H25/26: order intake 10,5bn EUR, book-to-bill 1,2x

- Backlog na poziomie 96mld EUR, ze średnią marżą brutto 18%, z czego 45% backlogu stanowią dostawy taboru
- Order intake w segmencie taboru na poziomie 6,6mld EUR, przy przychodach na poziomie 4,7mld EUR

RYNEK STALI

W ramach CBAM ceny certyfikatów ETS dla importerów w 2026 roku będą ustalane kwartalnie

- Jeden z włoskich dystrybutorów HRC spodziewa się wzrostu cen importu o ok. 70 EUR/t w związku z wprowadzeniem CBAM

HEALTHCARE & BIOTECH

RYVU THERAPEUTICS (Buy; PLN 55.9)

Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu

- Dane dotyczące romacyklibu (RVU120) będą przedstawiona w grudniu;
- Priorytetem jest pozyskanie partnera do rozwoju tego leku;
- Spółka liczy na przeprowadzenie transakcji do końca 1Q26;
- Szanse na partnering są także w obszarze ADC i ONCO Prime;
- Spółka chce uniknąć emisji akcji przynajmniej w krótkim-średnim terminie.

SYNTHAVERSE

Onko BCG zostało dopuszczone do obrotu na terenie Holandii

- Onko BCG zarejestrowane jest we Francji, Niemczech, Szwajcarii, Rumunii, Ukrainie, Urugwaju, Bośni i Hercegowinie i na Maltcie.

POZOSTAŁE INFORMACJE

ELEKTROTIM: Oferta spółki za 25,8mln PLN netto wybrana na budowę wież pod radary wojskowe

IMC: Spółka wypłaci zaliczkę na poczet dywidendy w kwocie 0,35 EUR na akcję

- Dzień ustalenia prawa do zaliczki ustala się na 20 listopada, a termin wypłaty na 27 listopada 2025 roku;

- DY=5,8%.

JWW INVEST: Przyjęcie do realizacji zamówienia od spółki Sener Bonatti GmbH

- Przedmiotem zamówienia jest montaż rurociągów BOP stali węglowej oraz nierdzewnej wraz z konstrukcją drugorzędową i zamocowaniami w ramach prac prowadzonych w elektrowni EnBW Altbach

- Szacunkowa wartość zamówienia wynosi ok. 14% przychodów ze sprzedaży spółki za 2024 rok.

KCI: Utrzymanie w mocy decyzji o nałożeniu kary pieniężnej przez KNFw kwocie 700tys. PLN

- Kara związana jest z nienależytym wypełnieniem obowiązków informacyjnych dotyczących raportu rocznego za rok obrotowy 20217 i I półrocze 2018 roku.

TENDERHUT: Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży w październiku 2025 roku na poziomie 3,9mln PLN, - 9% r/r

- YTD 38mln PLN, -6,8% r/r.

PROGRAM SKUPU AKCJI**ACTION**

Nabycie 4,2 tys. akcji @ 30,49 PLN.

ZMIANY W ORGANACH**AILLERON**

Rezygnacja p. Jana Stycznia z pełnienia funkcji członka RN.

AILLERON

Powołanie p. Alexa Stycznia na stanowisko członka RN.

ZMIANY W AKCJONARIACIE**UNIBEP**

Zwiększenie zaangażowania przez TFI Allianz Polska z 4,99% do 5,05% kapitału i głosów.

TRANSAKCJE PAKIETOWE**CD PROJEKT**

Wolumen: 23 tys. @ 241,00

% kapitału: 0,02

COGNOR HOLDING

Wolumen: 1,25 mln @ 5,00

% kapitału: 0,73

LPP

Wolumen: 125 @ 16 000,00

% kapitału: 0,01

NOVITA

Wolumen: 3,5 tys. @ 70,50

% kapitału: 0,14

ŻABKA GROUP

Wolumen: 101 mln @ 22,52

% kapitału: 10,07

WALNE ZGROMADZENIA AKCJONARIUSZY

LSI SOFTWARE: Zwołanie NWZA na dzień 10 grudnia 2025 roku w sprawie wycofania akcji spółki z obrotu giełdowego

REMAK: Zwołanie NWZA na dzień 12 grudnia 2025 roku w sprawie podjęcia uchwały opiniującej „Sprawozdanie o wynagrodzeniach członków zarządu i rady nadzorczej spółki za 2024 rok”

XPLUS: Zwołanie NWZA na dzień 11 grudnia 2025 roku w sprawie zmian w RN i statucie spółki

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%	13,512	6.2	8.3	8.2	1.1	1.0	1.0	17%	12%	12%	27
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	142.0	115.5	23%	17,080	6.2	7.7	7.2	1.0	1.0	0.9	16%	12%	13%	—
Erste Bank	EBS	Hold	88.3	92.0	-4%	37,767	11.6	9.5	9.8	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	331.5	7%	43,128	9.9	12.4	10.5	2.2	2.2	2.0	22%	17%	19%	65
Komerční banka	KOMB	Hold	1,110.0	1,205.0	-8%	229,009	13.5	13.5	12.7	1.8	1.8	1.7	13%	13%	14%	87
mBank	MBK	Sell	880.0	1,061.5	-17%	45,141	13.1	12.9	11.2	2.3	1.9	1.7	17%	15%	15%	70
Millennium	MIL	Sell	13.8	16.3	-15%	19,762	19.4	18.0	10.6	2.2	2.0	1.7	11%	11%	17%	71
Moneta	MONET	Sell	165.0	194.8	-15%	99,543	15.7	14.9	14.7	3.0	2.9	2.8	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	194.3	20%	50,985	7.5	9.0	8.7	1.5	1.4	1.4	20%	16%	16%	85
PKO BP	PKO	Buy	95.0	76.5	24%	95,625	9.3	9.0	8.4	1.7	1.6	1.5	18%	18%	18%	72
Santander	SPL	Buy	630.0	501.2	26%	51,217	8.8	9.3	8.5	1.5	1.5	1.5	17%	16%	17%	85
Kruk	KRU	Buy	560.0	464.4	21%	9,011	7.9	7.4	7.4	1.7	1.5	1.3	22%	20%	18%	77
PZU	PZU	Hold	62.5	61.2	2%	52,848	8.3	9.4	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	167.4	12%	405	12.1	29.7	12.5	4.0	7.0	3.8	—	—	—	15
AB	ABE	Buy	125.2	95.9	31%	1,678	9.0	8.9	8.6	5.6	5.7	5.5	—	—	—	37
AC	ACG	Under Review		25.2	-	232	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Buy	19.0	15.0	26%	186	10.8	9.3	7.6	7.4	6.1	5.3	0%	3%	7%	—
Allegro	ALE	Buy	43.0	34.6	24%	36,569	24.1	17.3	14.6	11.8	10.0	8.5	4%	4%	5%	93
Ambra	AMB	Buy	25.0	18.1	38%	455	10.2	9.1	8.0	4.5	4.2	3.9	6%	6%	6%	—
Amica	AMC	Under Review		55.6	-	433	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	14.0	14.4	-3%	3,162	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%	549	18.2	12.0	9.6	8.7	7.2	6.0	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	-	563	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	16.7	13.4	25%	160	6.1	5.8	7.2	4.1	3.1	2.4	0%	0%	9%	—
Asbis	ASB	Buy	37.0	28.9	28%	1,603	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	195.4	15%	16,218	26.7	23.9	22.4	—	—	—	2%	4%	4%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	85.0	65.9	29%	3,420	18.0	16.3	14.7	10.5	9.4	8.6	3%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	75.0	58.7	28%	2,539	10.1	5.5	5.5	11.2	6.0	5.3	9%	8%	14%	—
Auto Partner	APR	Buy	26.5	17.3	53%	2,260	10.8	9.5	8.1	7.6	6.7	5.9	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	19	—	1,884	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Benefit Systems	BFT	Buy	4,500.0	3,020.0	49%	9,893	21.0	15.3	11.8	10.2	7.9	6.7	0%	3%	4%	63
Bioceltix	BCX	Buy	127.2	96.1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	36.0	25.3	42%	489	7.3	39.9	17.0	5.0	6.6	6.5	0%	8%	2%	—
Budimex	BDX	Buy	700.0	576.4	21%	14,716	23.5	19.7	15.9	13.8	11.4	8.9	4%	4%	5%	54
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.2	47.6	144%	247	—	3.8	—	—	2.0	—	0%	0%	0%	—
CCC	CCC	Buy	210.0	137.2	53%	10,568	18.4	13.0	10.2	7.7	6.4	5.2	0%	0%	0%	87
CD Projekt	CDR	Buy	306.9	237.4	29%	23,719	53.3	76.8	14.4	42.8	63.6	9.9	0%	0%	0%	88
Celon Pharma	CLN	Buy	42.6	22	98%	1,158	—	207.4	58.2	406.7	17.9	12.8	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	966.5	1,286.0	-25%	691,855	22.0	20.5	22.0	6.5	8.1	8.2	4%	4%	4%	82
CI Games	CIG	Sell	2.1	3.0	-31%	572	66.5	—	5.7	16.8	785.0	3.3	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	538.0	426.0	26%	298	17.0	20.2	10.6	12.3	8.0	4.3	3%	6%	5%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	450.0	380.0	18%	1,085	67.9	23.2	14.7	29.8	12.6	8.1	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Hold	57.0	58.0	-2%	1,189	18.3	14.7	12.6	8.7	7.6	6.8	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	177.4	23%	2,717	49.1	30.8	20.4	18.9	14.3	11.5	2%	1%	1%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Hold	16.0	12.8	25%	8,189	19.4	11.4	9.3	6.5	5.8	5.5	0%	0%	8%	70
Dadelo	DAD	Hold	68.0	59.8	14%	698	35.1	29.1	22.4	22.0	17.3	14.0	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	181.9	7%	6,140	22.0	19.4	16.7	11.5	10.1	8.8	2%	2%	3%	—
Digital Network	DIG	Hold	98.0	106.2	-8%	450	14.3	13.8	13.2	9.1	8.3	7.6	5%	5%	5%	—
Dino Polska	DNP	Buy	53.0	42.0	26%	41,187	24.1	18.9	15.0	15.3	12.0	9.4	0%	0%	0%	47
Dom Development	DOM	Buy	300.0	267.0	12%	6,888	10.7	9.1	8.5	8.9	7.4	6.8	5%	6%	7%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.9	19%	2,435	—	9.0	4.1	15.8	6.7	3.0	7%	9%	14%	—
Erbud	ERB	Hold	30.0	28.0	7%	333	67.4	12.9	10.7	5.3	3.7	3.8	6%	6%	5%	—
Enea	ENA	Buy	23.5	22.6	4%	11,972	4.0	4.7	5.4	3.2	4.1	5.0	2%	2%	2%	34
Enter Air	ENT	Buy	73.0	52.9	38%	928	3.9	7.3	6.9	4.5	4.0	3.5	6%	6%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review		7.9	-	1,101	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Fabritry Holding	FAB	Buy	33.0	27.5	20%	76	16.6	11.2	9.3	8.8	6.7	6.0	11%	8%	8%	—
Ferro	FRO	Hold	35	31	14%	652	11.3	13.9	9.0	8.3	9.2	6.1	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,797	9,835	40%	1,832,997	6.9	5.4	5.0	4.7	3.6	3.0	5%	6%	9%	81
GPW	GPW	Hold	60.0	62.8	-4%	2,636	13.3	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	55.7	22%	3,838	16.5	14.6	13.0	10.8	9.7	8.4	4%	4%	5%	—
GTC	GTC	Sell	3.5	3.5	-1%	2,021	34.7	13.6	17.1	20.7	16.0	17.4	0%	4%	3%	63
Huuuge	HUG	Buy	27.3	23.6	16%	1,054	4.1	5.2	6.2	2.2	2.7	3.6	31%	15%	16%	5
H&M	HMB	Sell	135.0	183.9	-27%	295,066	25.7	21.1	20.1	9.1	8.4	8.1	4%	4%	4%	98
Inditex	ITX	Buy	56.0	48.9	14%	152,498	24.8	22.0	20.0	13.3	11.9	10.9	3%	4%	4%	99
InPost	INPST	Buy	14.5	9.9	46%	21,048	21.0	15.5	13.8	7.3	6.2	5.5	0%	0%	0%	84
Inter Cars	CAR	Buy	720	538	34%	7,622	10.3	8.6	7.5	8.0	7.2	6.4	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	24.0	22.2	8%	13,970	25.1	17.1	14.9	7.9	6.7	6.1	3%	3%	4%	86
JSW	JSW	Under Review		25	-	2,893	—	—	—	—	—	—	—	—	—	56
Kęty	KTY	Hold	1,050.0	954.0	10%	9,371	16.0	13.7	12.4	10.4	9.2	8.6	6%	5%	6%	50
KGHM	KGH	Buy	213.4	196.5	9%	39,300	19.7	9.5	9.9	4.6	4.0	4.2	0%	1%	1%	58
LPP	LPP	Buy	22,600	16,650	36%	30,901	14.8	12.6	10.8	7.3	6.4	5.6	4%	4%	5%	75
Mabion	MAB	Under Review		7.9	—	147	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		67.0	-	447	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	285.0	239.5	19%	3,363	43.5	30.6	24.5	12.6	10.9	9.6	0%	0%	0%	89
Medinice	ICE	Buy	19.1	11.3	69%	87	—	6.4	3.3	—	3.4	1.1	0%	0%	0%	—
MFO	MFO	Under Review		38	-	248	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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	81.4	23%	1,953	7.0	5.1	4.4	10.5	8.7	8.2	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	320.4	287.0	12%	1,008	14.1	12.2	10.0	9.7	7.8	6.5	5%	5%	3%	—
MOL	MOL	Buy	3,161.8	3,062.0	3%	2,301	6.1	5.3	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%	1,595	5.4	6.3	5.8	5.5	6.3	5.7	13%	14%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	160.7	117.1	37%	14,432	35.9	20.0	16.5	7.1	6.0	5.1	2%	2%	0%	91
Neuca	NEU	Sell	690.0	798.0	-14%	3,634	23.4	19.5	16.3	10.5	9.6	8.4	2%	2%	2%	79
Newag	NWG	Under Review		97.0	-	4,365	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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	8.8	6%	478	21.3	18.3	18.1	6.7	6.3	5.9	4%	3%	3%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	130.0	92.8	40%	1,043	13.3	12.7	10.3	8.6	8.3	7.2	7%	6%	6%	—
Orange	OPL	Buy	10.6	9.2	15%	12,095	14.5	12.4	11.5	4.7	4.4	4.4	6%	7%	7%	61
Orlen	PKN	Hold	97.6	103.8	-6%	120,459	8.6	7.8	8.2	3.6	4.0	4.2	6%	6%	5%	65
PCF Group	PCF	Under Review		3.7	-	158	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	230.0	204.6	12%	102,300	5.2	4.9	4.4	5.2	4.4	4.4	0%	0%	0%	33

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

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
Pekabex	PBX	Buy	20.0	14.9	35%	369	17.4	7.1	6.2	8.9	5.7	4.7	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	28.4	27.4	4%	15,793	18.2	13.6	12.2	6.2	5.6	5.2	—	—	—	53
PGE	PGE	Buy	12.8	11.5	11%	25,904	6.2	5.4	6.0	3.5	4.6	5.4	0%	0%	0%	41
Playway	PLW	Buy	375.0	258.0	45%	1,703	13.6	8.2	8.5	9.4	5.9	6.3	9%	9%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	73.4	58.8	25%	4,540	38.7	25.1	31.4	11.5	10.8	11.5	0%	0%	0%	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	215.0	125.0	72%	1,819	7.4	8.1	7.7	4.3	4.2	3.8	6%	6%	6%	—
Rawlplug	RWL	Under Review		13.7	-	426	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	55.9	25.0	124%	577	—	8.0	2.3	—	3.5	0.5	0%	0%	0%	—
SAAB	SAABB	Buy	640.0	533.4	20%	289,841	48.1	37.6	28.4	26.7	21.8	17.0	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	224.0	151.2	48%	412	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selena FM	SEL	Under Review		38.5	-	879	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	43.0	41.6	3%	787	—	27.8	17.9	15.1	10.5	8.8	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	59.0	52.0	13%	1,463	33.0	24.2	18.6	18.9	14.7	11.7	2%	2%	3%	—
Stalprodukt	STP	Under Review		260.0	-	1,404	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Śnieżka	SKA	Hold	85.0	80.8	5%	1,020	15.4	14.5	12.8	8.3	8.1	7.5	—	—	—	—
Synektik	SNT	Buy	300.0	264.4	13%	2,255	18.2	13.5	13.6	11.4	8.4	8.3	3%	4%	7%	—
Tauron	TPE	Hold	10.2	10.6	-4%	18,612	5.3	6.8	6.4	4.8	5.4	5.3	0%	3%	2%	42
Ten Square Games	TEN	Hold	98.5	93.8	5%	607	7.8	9.4	9.2	4.9	6.1	5.8	17%	13%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	55.0	55.4	-1%	1,273	16.8	14.4	10.0	9.6	7.6	4.9	2%	3%	3%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.6	25%	718	8.0	8.4	7.6	5.4	5.5	4.8	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400.0	271.0	48%	373,980	3.3	3.7	3.7	3.6	3.4	3.1	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Buy	162.2	131.2	24%	1,030	21.0	8.4	7.8	5.7	5.4	5.4	5%	3%	3%	—
Voxel	VOX	Hold	176.0	158.0	11%	1,659	16.8	13.2	12.6	9.0	7.3	6.6	2%	3%	3%	—
VRG	VRG	Under Review		4.6	-	1,078	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wielton	WLT	Under Review		6.7	-	494	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Buy	80.0	54.6	47%	1,626	14.7	10.0	8.5	5.9	4.8	4.5	5%	4%	5%	72
Wittchen	WTN	Sell	16.0	17.8	-10%	328	11.5	10.6	10.9	5.3	5.3	5.1	0%	4%	6%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	10.8	11%	1,119	5.9	68.5	38.0	5.5	4.9	4.0	0%	0%	0%	75
XTB	XTB	Buy	94.6	69.7	36%	8,199	10.2	7.6	6.5	5.9	4.3	3.4	8%	7%	10%	32
XTPL	XTP	Buy	100.0	69.9	43%	185	—	—	18.9	—	44.2	9.4	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Buy	30.0	23.2	29%	23,309	27.5	17.6	13.5	8.3	6.9	5.9	—	—	—	—

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

TRIGON DOM MAKLEKSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

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

EQUITY SALES

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

SALES TRADING

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

DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogińska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieście w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Domu Maklerskiego S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Niniejsze opracowanie jest zgodne z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych wyników. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za jakiegokolwiek szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, ani nie zapewnia, że zawarte w opracowaniu stwierdzenia dotyczące przyszłości okażą się prawdziwe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikacja, rozpowszechnianie, kopiowanie lub jakiegokolwiek inne wykorzystanie części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.