

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE**ORLEN:** Wyniki za 3Q25 [neutralne]**PZU:** Mocne wyniki za 3Q'25 głównie dzięki niższym odszkodowaniom; CoR najniższy od 11 lat [pozytywne]**ALLEGRO:** Wyniki za 3Q25: lepsza Polska słabsza zagranica, obniżona prognoza GMV w Polsce, podtrzymana prognoza adj. EBITDA [neutralne]**TAURON:** Wyniki za 3Q25. Zgodne z wynikami wstępnymi [neutralne]**CYFROWY POLSAT:** Wyniki za 3Q25: adj. EBITDA niższa o 15% r/r, 2% poniżej naszych szacunków [lekko negatywne]**DOM DEVELOPMENT:** Wyniki 3Q25: EPS 2% powyżej konsensusu, OCF na plusie [neutralne]**NEUCA:** Wyniki 3Q25: zaskoczenie w produkcji farmaceutycznej [pozytywne]**GRUPA PRACUJ:** Wyniki za 3Q25: wzrost wyniku w Polsce mimo słabego rynku [lekko pozytywne]**ŚNIEŻKA:** Wyniki 3Q25: dynamika przychodów na plusie, mocny FCF [pozytywne]**ANSWEAR:** Wyniki 3Q25: solidny performance w sezonowo słabszym okresie [lekko pozytywne]**11 BIT STUDIOS:** Wyniki za 3Q25: Wyniki operacyjne zgodne z konsensem [neutralne]FINANSE**MILLENNIUM:** Podniesienie przez Moody's ratingu banku do Baa1 z Baa2, perspektywa obniżona do stabilnejPALIWA I CHEMIA**UNIMOT:** Podsumowanie konferencji wynikowej [pozytywne]KONSUMENT**ALLEGRO.EU:** Grupa obniża założenia wzrostu GMV w Polsce o 0,5-1% do 9-9,5% w '25**RYNEK APTECZNY:** Wartość rynku aptecznego po 16 dniach listopada spadła o 0,1% r/r – PEX PharmaSequence**RYNEK FAST-FOOD:** Do 2031 roku Popeyes chce mieć 200 restauracji w PolsceTMT**WIRTUALNA POLSKA:** Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [neutralne]**AGORA:** Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [lekko pozytywne]**FABRITY:** Spółka wypłaci 1 PLN na akcję dywidendy uzupełniającej za 2024 rokGAMING**11 BIT STUDIOS:** Premiera Moonlighter 2 [neutralne]**PCF:** Warunkowe porozumienie regulujące zasady ostatecznych rozliczeń finansowych projektu Gemini ze Square EnixINDUSTRIALS**PORR:** Wyniki 3Q25: backlog PORR na koniec 3Q25 wyniósł 9,6mld EUR (+17,2% r/r)BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY**ATAL:** Wprowadzenie do oferty 188 mieszkań w nowej inwestycji Atal Bronowice w Krakowie**ZUE:** Zawarcie umowy na utrzymanie torowisk w Krakowie w latach 2025-2028HEALTHCARE & BIOTECH**SYNEKTIK:** Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [lekko pozytywne]

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

ORLEN (Hold; PLN 97.6)

Wyniki za 3Q25 [neutralne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	67 936	77 169	73 535	60 659	61 007	-10%	1%	62 500	61 187
EBITDA	5 667	11 483	10 167	6 841	7 296	29%	7%	8 944	9 018
LIFO	-324	-44	-34	-874	127	-	-	100	
EBITDA LIFO	5 991	11 527	10 201	7 715	7 169	20%	-7%	8 844	8 978
EBITDA LIFO adj.*	9 515	12 648	11 605	9 204	8 887	-7%	-3%	8 844	8 978
Upstream & Supply	6 457	8 400	5 356	3 344	3 301	-49%	-1%	3 310	
Upstream - Poland	1 424	-	2 226	1 302	1 269	-	-3%	1 200	
Upstream - Abroad	1 950	-	2 685	1 653	1 752	-	6%	1 680	
Wholesale Trade & others	3 083	-	445	389	280	-	-28%	430	
Downstream	518	1 100	1 221	2 199	2 428	369%	10%	2 660	
Refining	458	-	1 476	2 338	2 358	-	1%	2 720	
Petrochemicals	-124	-	-368	-257	-92	-	-	-170	
Others	184	-	113	118	162	-	37%	110	
Energy	1 697	3 800	4 309	2 255	2 240	32%	-1%	1 972	
Distribution - Energy & Gas	1 018	-	2 633	1 411	1 336	-	-5%	1 182	
Heating	131	-	934	402	168	-	-58%	150	
Conventional Energy	453	-	480	387	481	-	24%	420	
Renewables	161	-	191	182	193	-	6%	170	
Others	-66	-	71	-127	62	-	-	50	
Consumers & Products	1 247	-200	1 233	1 999	1 578	27%	-21%	1 502	
Fuel & Store	1 104	-	630	1 042	1 095	-	5%	1 042	
Energy & Gas and others	183	-	603	957	499	-	-48%	460	
Others	-404	-452	-514	-593	-660	-	-	-600	
EBIT	2 302	7 770	6 820	3 350	3 762	63%	12%	5 453	5 512
EBIT LIFO	2 626	7 814	6 854	4 224	3 635	38%	-14%	5 353	
Financials	352	-276	-160	-169	-357	-	-	-170	
EBT	1 975	7 494	6 618	3 086	3 428	74%	11%	5 283	
Net profit	222	4 664	4 279	1 567	2 135	862%	36%	3 698	3 698
OCF	8 572	10 429	15 742	10 489	8 218	-4%	-22%	7 857	
Capex (presented)	6 800	11 600	6 200	7 600	7 300	7%	-4%	8 054	
Net debt (presented)	820	7 024	-1 199	-5 504	1 030	26%	-	1 659	
Net debt (incl. leasing)	11 875	18 499	10 676	7 027	13 812	16%	97%	14 190	
EBITDA LIFO adj. margin	14%	16%	16%	15%	15%				
EBIT margin	3%	10%	9%	6%	6%				
Net profit margin	0%	6%	6%	3%	3%				
P/E12M trailing	11.4	15.4	12.9	11.0	9.4				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	3.6	3.9	3.4	2.9	3.1				

Source: Company, Trigon DM

*EBITDA LIFO adj. (excl. impairments)

EBITDA LIFO adj. w 3Q25 wyniosła 8.9 mld PLN, zgodnie z naszą prognozą i konsensusem. Przy saldzie finansowym w kwocie -0.4 mld i stopie podatkowej 37%, wynik netto wyniósł 2.1 mld PLN.

Efekt LIFO wyniósł +0.13 mld PLN, a odpisy na poziomie EBITDA wyniosły -1.7 mld PLN (-1.1 mld w petrochemii [Olefiny], -0.5 mld w rafinacji [hydrokraking na Litwie]), co przełożyło się na wynik EBITDA raportowana na poziomie 7.3 mld PLN. 28 października Spółka informowała o planowanych niegotówkowych odpisach w kwocie 1.5 mld PLN w Downstreamie. Efekt NRV wyniósł -176m PLN (szacowaliśmy -200m), hedging produktowy +19m PLN, a efekt na wykorzystaniu historycznych warstw ropy: -136m PLN (zakładaliśmy -170m).

OCF w 3Q wyniósł 8.2 mld, przy negatywnym efekcie na NWC w kwocie -2 mld i przy +1.8 mld efektu na zmianie stanu rezerw. **Capex** wyniósł 7.3 mld, a **dług netto** (z leasingiem), po wypłacie dywidendy (7 mld) wzrósł o 6.8 mld q/q do 13.8 mld PLN (zakładaliśmy 14.2 mld). ND/EBITDA adj. wynosi 0.3x (vs. 0.2x w 2Q).

Utrzymano **guidance Capexu** na 2025 (35.3 mld PLN), przy 60% realizacji planowanych nakładów na ten rok po 1-3Q25. **W 4Q25** Orlen oczekuje poprawy wyniku q/q w segmencie U&S i Energy, porównywalny wynik w Downstreamie i spadek w Consumers & Products.

Spółka **zrewidowała** w górę ubiegłoroczny wynik EBITDA LIFO o 0.7 mld PLN, głównie w segmentach U&S i Energy.

W Upstream & Supply EBITDA LIFO adj. wyniosła 3.3 mld PLN – zgodnie z naszą prognozą. Capex w segmencie wyniósł 1.7 mld (zakładaliśmy 3 mld). Produkcja ropy wzrosła o 6% q/q (w Norwegii i Kanadzie, przy spadku w Polsce), a gazu o 11% q/q (+13% w Norwegii i +11% w Polsce).

W Downstreamie EBITDA LIFO adj. wyniosła 2.4 mld (prognozowaliśmy 2.7 mld). Słabiej od naszych szacunków wypadł segment rafinacji, lepiej petrochemia i obszar pozostałe. Capex w segmencie

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	110,231	1.7%	1%	42%
WIG20	2,957	1.8%	1%	38%
mWIG40	7,934	1.4%	-1%	33%
sWIG80	29,093	0.6%	-2%	25%
PX (Prague)	2,477	1.3%	6%	47%
BUX (Budapest)	107,194	1.1%	3%	36%
BET (Bucharest)	23,200	-1.1%	6%	35%
BIST30 (Istanbul)	11,856	2.0%	4%	19%
DAX	23,163	-0.1%	-5%	22%
FTSE 100	9,507	-0.5%	1%	18%
STOXX Europe 600	562	0.0%	-2%	12%
S&P 500	6,642	0.4%	-1%	12%
NASDAQ 100	24,641	0.6%	-2%	19%
Nikkei 225	49,824	-0.3%	1%	30%
Shanghai Comp	3,939	0.2%	2%	17%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	4.8%	3.3	-5.8	-56.2
PL 10Y bond yield	5.3%	2.7	-5.2	-32.2
CZ 10Y bond yield	4.6%	0.2	25.1	58.2
HU 10Y bond yield	7.1%	-3.0	29.0	47.0
RO 10Y bond yield	6.9%	0.1	-19.1	-12.5
WIBOR 3M	4.3%	0.0	-24.0	-159.0
EURIBOR 3M	2.1%	0.3	4.1	-95.3

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.67	0.1%	0.8%	-12.0%
EUR/PLN	4.23	0.0%	-0.2%	-2.6%
EUR/USD	1.15	-0.2%	-1.1%	9.2%
GBP/PLN	4.79	-0.1%	1.8%	8.6%
CZK/PLN	0.17	0.0%	-0.2%	-1.9%
HUF/PLN	0.011	0.0%	-1.7%	-4.5%
RON/PLN	0.83	0.0%	0.2%	4.9%
CNY/PLN	0.52	0.0%	-1.0%	10.1%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,064	-0.5%	-6%	53%
Silver (USD/toz)	51.2	-0.3%	-2%	66%
Copper (USD/t)	10,753	0.3%	1%	18%
Zinc (USD/t)	2,981	-0.3%	2%	1%
Molybdenum (USD/lb)	22.5	-0.4%	-11%	3%
Iron ore (USD/t)	104	-0.1%	-1%	3%
HCC (USD/t)	198	-0.6%	0%	-16%
HRC EU (EUR/t)	610	1.7%	3%	9%
Brent crude oil (USD/bbl.)	63.7	0.2%	4%	-13%
CO2 (EUR/t)	80.7	-0.7%	2%	15%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	31.0	-1.9%	-3%	-32%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	90	-0.8%	3%	-9%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	452	-0.2%	4%	3%
Shanghai Freight Index	1,451	-2.9%	25%	-38%

wyniósł 2.3 mld (zakładaliśmy 2.2 mld). Przerób ropy w 3Q wyniósł 10.2m ton (93% utylizacji) – zakładaliśmy 10m ton, przy 95% utylizacji.
W segmencie **Energy**, EBITDA adj. wyniosła 2.2 mld – powyżej naszej prognozy 2 mld. Capex wyniósł 2.7 mld (oczekiwaliśmy 2.1 mld). Lepszy wynik od naszych prognoz pokazał obszar dystrybucji i energetyki konwencjonalnej.
W **Consumers & Products** EBITDA adj. wyniosła 1.6 mld (nieco wyżej vs. nasza prognoza). Capex: 0.4 mld (vs. 0.5 mld naszych szacunków). Wolumen sprzedaży spadł o 2% r/r (-4% na dieslu i -5% na LPG, przy 1% wzroście na benzynie).

PZU (Hold; PLN 62,5)

Mocne wyniki za 3Q'25 głównie dzięki niższym odszkodowaniom; CoR najniższy od 11 lat [pozytywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Gross insurance revenue	7 541	7 587	7 533	7 693	7 903	5%	3%	7 881	7 827
Net insurance revenue	7 060	7 084	7 033	7 199	7 390	5%	3%	7 360	7 356
Gross claims and benefits	-4 992	-4 458	-4 236	-4 647	-4 342	-13%	-7%	-4 497	
Net claims and benefits	-4 547	-3 961	-3 939	-4 438	-4 016	-12%	-10%	-4 337	-4 299
Acquisition costs	-1 225	-1 226	-1 210	-1 237	-1 269	4%	3%	-1 303	-1 282
Administrative costs	-595	-675	-633	-620	-600	1%	-3%	-625	-630
Insurance service result	693	1 222	1 251	904	1 505	117%	66%	1 095	1 101
Investment income	5 010	4 707	5 467	5 134	5 456	9%	6%	5 045	5 155
PZU	676	445	1 025	823	957	42%	16%	684	727
Banks	4 334	4 262	4 442	4 311	4 499	4%	4%	4 360	4 428
Insurance finance income, net	-374	-213	-494	-522	-513	37%	-2%	-307	-296
Fee and commission result	960	1 031	964	1 007	1 026	7%	2%	1 029	1 030
Costs not related to insurance	-2 492		-3 003	-2 602	-2 647	6%	2%	-2 652	
Other operating income, net	264		271	140	292	11%	109%	223	
Operating profit	4 061	4 317	4 456	4 061	5 119	26%	26%	4 432	4 446
Gross profit	4 062	4 319	4 454	4 058	5 118	26%	26%	4 429	
PZU	823	1 436	1 611	1 133	1 858	126%	64%	1 336	
Banks	3 239	2 884	2 843	2 925	3 260	1%	11%	3 092	
Income tax	-891	-905	-1 018	-869	-1 163	31%	34%	-998	
Minority interests	1 956	1 733	1 676	1 719	1 960	0%	14%	1 840	1 830
Net profit	1 215	1 681	1 760	1 470	1 995	64%	36%	1 590	1 608
PZU	626	1 139	1 267	944	1 419	127%	50%	1 047	
Banks	589	543	493	526	576	-2%	9%	543	
CoR non-life Poland	98,6%	86,1%	82,5%	93,0%	81,8%			88,6%	89,0%
Group life insurance margin	26,4%	29,8%	21,2%	25,6%	27,6%			26,2%	26,6%
ROE 12M	17,7%	17,5%	18,7%	19,5%	21,3%			20,1%	20,1%
P/E12M trailing	9,7	9,5	8,7	8,3	7,4				
P/BV	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5				

Source: Company, Trigon

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	1806	1681.5	1746.6	1819.3	103%
WIG20	1459.4	1482.5	1500.5	1575.1	97%
WIG40	306.2	263.3	248.9	280.2	123%
sWIG80	56.1	46.9	57.5	54.2	97%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
ZAB	224.5	TPE	43.0	OPN	5.0
ALE	214.1	MIL	27.1	PXM	3.2
KGH	191.3	ENA	27.0	CRI	3.0
PKN	159.5	ACP	20.6	BMC	2.0
DNP	115.8	WPL	11.6	COG	1.5
PKO	115.8	XTB	11.1	AGO	1.3
PEO	108.7	BFT	11.0	DAD	1.3
LPP	58.2	TXT	6.5	SLV	1.1
PZU	55.7	DOM	6.0	STX	0.9
CDR	48.6	SNT	3.5	CIG	0.8

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
ZAB	211%	DOM	608%	AGO	885%
ALE	199%	WPL	514%	OPN	368%
MBK	143%	ENA	259%	DAD	251%
OPL	141%	TXT	241%	MNC	217%
KRU	137%	MIL	186%	BIO	213%
KGH	120%	COG	155%	FRO	180%
BDX	99%	GPP	142%	COG	155%
DNP	98%	TPE	135%	AST	151%
PEO	95%	BHW	125%	MSZ	132%
LPP	95%	SNT	123%	CLC	130%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
DNP	42	3.7%	ALE	32.0	-0.7%
ZAB	24	3.5%	CDR	229	-0.3%
KGH	195.5	3.4%	OPL	9	0.3%
ALR	102.8	3.3%	PGE	10	0.4%
PEO	194	3.2%	CCC	142.0	0.7%
Best			Worst		
WPL	56.5	8.7%	GPP	51.7	-1.7%
SLV	41.3	5.9%	ACP	187.7	-1.2%
RVU	24.7	4.7%	DVL	8.4	-0.8%
BFT	3,160.0	4.1%	COG	6.5	-0.6%
CIG	3.1	3.4%	GEA	3.2	-0.3%
Best			Worst		
WLT	6.5	6.2%	BLO	23.9	-3.0%
AGO	9.1	6.1%	MNC	33.4	-2.1%
SLV	41.3	5.9%	AST	43.5	-1.4%
RVU	24.7	4.7%	FRO	29.3	-1.3%
BMC	26.0	4.2%	CLC	6.0	-1.3%

ALLEGRO.EU (Buy; PLN 43)

Wyniki za 3Q25: lepsza Polska słabsza zagranica, obniżona prognoza GMV w Polsce, podtrzymana prognoza adj. EBITDA [neutralne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
GMV Poland	14,706	17,377	14,779	16,535	16,231	10%	-2%	16,250	16,213
Active buyers (m)	14.9	15.1	15.1	15.2	15.2	2%	0%	15.2	-
GMV per buyer LTM (PLN)	3,950	4,031	4,097	4,178	4,262	8%	2%	4,220	-
Take rate	12.5%	12.0%	12.6%	13.0%	13.0%	0.5p.p.	0.0p.p.	13.0%	-
Revenues	2,621	3,147	2,622	2,972	2,941	12%	-1%	2,911	2,902
Revenues Poland	2,285	2,781	2,393	2,769	2,747	20%	-1%	2,695	2,698
Revenues International	355	386	236	217	206	-42%	-5%	216	218
EBITDA	675	758	711	841	843	25%	0%	854	-
adj. EBITDA	735	791	749	916	911	24%	-1%	886	857
adj. EBITDA Poland	882	974	859	1,037	1,035	17%	0%	994	992
adj. EBITDA International	-148	-183	-110	-122	-124	-	-	-109	-129
EBIT	407	450	482	603	589	45%	-2%	615	569
Net profit	193	253	297	386	396	105%	3%	400	374
OCF	517	961	166	677	539	4%	-20%		
Net debt	2,797	2,304	2,564	2,288	3,529	26%	54%		
P/E 12M trailing	61.7	32.7	31.0	30.0	25.4				
EV/EBITDA 12M trailing	13.1	12.8	12.7	12.1	11.9				
EBITDA margin	26%	24%	27%	28%	29%				
EBIT margin	16%	14%	18%	20%	20%				
Net profit margin	7%	8%	11%	13%	13%				

Source: Company, Trigon, PAP

#Polska

- Wzrost GMV o 10,4% r/r, zgodne z oczekiwaniami;
- Skor. EBITDA w Polsce wyższa o 17% r/r, 4% powyżej naszych szacunków, głównie dzięki wynikowi na pozostałej działalności związanemu z rozliczeniami Allegro Pay (wzrost pozostałych przychodów operacyjnych z 21mln PLN do 63mln PLN);
- Wzrost przychodów o 20% r/r, 2% powyżej naszych oczekiwań, głównie dzięki linii pozostałych przychodów operacyjnych (Allegro Pay, logistyka);
- Udział Allegro Delivery i Brandless Courier wzrósł z 34% w 2Q25 do 36% w 3Q25;
- Raportowana EBITDA w Polsce o 1% powyżej naszych oczekiwań, bliżej niż adj. EBITDA: spółka zaliczyła do korekt 16mln PLN kosztów osobowych (restrukturyzacja) i 11mln PLN kosztów prawnych; obie pozycje, choć w mniejszym stopniu, regularnie obciążają wyniki segmentu;

#International

- Strata skor. EBITDA 124 PLN, mniej niż 148mln PLN przed rokiem, ale zmniejszenie kosztów nie jest tak wyraźne jak zakładaliśmy (szac. adj. EBITDA -109mln PLN);
- W Allegro International GMV +56% r/r, lekki spadek dynamiki z +61% w 2Q25;

#CF/dług

- OCF o 4% wyższy r/r do 539mln PLN pod niewielkim negatywnym wpływem zmian w kapitale pracującym;
- Capex +52% r/r do 220mln PLN, w tym logistyka, koszty osobowe zespołu rozwojowego IT (więcej kosztów osobowych pod EBITDA);
- Dług netto 3,52mld PLN z 2,29mld PLN po buybacku, ND/EBITDA 1,05x z 0,95x przed rokiem;

#Guidance

- PL: GMV wzrost o 9,0-9,5% (poprzednio +10%), przychody +16-18% (bez zmian), adj. EBITDA wzrost o 10-12% (bez zmian), CAPEX 0,90-1,0mld PLN (bez zmian);
- International (wszystkie pozycje bez zmian): GMV spadek 3-9%, przychody spadek 34-41%, strata EBITDA 500-570mln PLN, capex 50-70mln PLN.

TAURON (Hold; PLN 10.16)

Wyniki za 3Q25. Zgodne z wynikami wstępnymi [neutralne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25P	3Q25E
Revenues	8 126	9 505	9 632	7 667	7 819	-4%	2%	7 819	7 420
EBITDA	1 477	1 458	2 331	1 893	1 918	30%	1%	1 918	1 802
Generation	153	437	295	211	233	52%	10%	233	191
Heat	57	79	123	66	-8	-	-	-8	5
RES	125	190	180	138	101	-19%	-27%	101	93
Distribution	1 022	864	1 226	1 271	1 324	30%	4%	1 324	1 255
Trading	63	-109	448	129	196	211%	52%	196	208
Others	57	-3	59	78	72	26%	-8%	72	50
EBIT	946	940	1 758	1 236	1 266	34%	2%	1 266	1 177
Financials	-196	-191	-309	-188	-189	-	-	-189	-220
EBT	750	749	1 449	1 048	1 077	44%	3%	1 077	957
Tax	-114	-281	-318	-124	-233	-	-	-233	-182
Net profit	635	468	1 130	923	844	33%	-9%	844	775
OCF	-780	3 588	1 811	1 136	1 328	-	17%	-	1 261
Capex	-1 384	-1 251	-1 424	-1 264	-1 454	5%	15%	-	-1 486
Capex (company)	-1 790	-1 478	-1 072	-1 211	-1 384	-23%	14%	-1 384	-1 486
Net debt (incl. leasing/hybrid)	16 172	14 019	13 574	13 672	13 782	-15%	1%	13 697	13 897
Economic Net debt	18 550	17 229	17 557	16 861	16 496	-11%	-2%	-	17 086
EBITDA margin	18%	15%	24%	25%	25%			25%	24%
EBIT margin	12%	10%	18%	16%	16%			16%	16%
Net profit margin	8%	5%	12%	12%	11%			11%	10%
P/E 12M trailing	-	65.2	19.6	5.3	5.0				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	6.8	5.6	5.0	4.7	4.4				

Source: Company, Trigon DM

KPI	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25P	3Q25E
Gross electricity gen. (TWh)	2.6	3.5	3.5	2.5	2.4	-6%	-1%	2.4	2.3
Conventional (TWh)	2.3	3.0	3.0	2.0	2.1	-8%	3%	2.1	2.0
RES (TWh)	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4	9%	-20%	0.4	0.3
Distribution (TWh)	12.5	13.2	13.7	12.3	12.5	0%	2%	12.5	12.5
Retail sales of electr. (TWh)	6.1	7.0	7.0	5.8	5.8	-6%	0%	5.8	5.9
Heat generation (PJ)	0.6	4.1	4.7	1.6	0.8	34%	-54%	-	0.7

Source: Company, Trigon DM

Wyniki są zgodne z wcześniejszymi szacunkami Spółki. EBITDA wyniosła 1.92 mld, a zysk netto 0.84 mld PLN. Odpis na należnościach w ciepłe obniżył EBITDE o 14m PLN.

Koszty finansowe wyniosły w 3Q -0.19 mld (odsetki od długu: 4.4% po zannualizowaniu vs. raportowany dług netto). Stopa podatkowa wyniosła 22% (średnio 18% YTD).

OCF wyniósł 1.3 mld PLN (zgodnie z naszą prognozą), przy negatywnym efekcie na NWC w kwocie -0.35 mld. Capex wyniósł -1.4 mld (blisko naszych założeń). Capex w dystrybucji wyniósł -0.95 mld PLN (szacowaliśmy -0.90 mld), w wytwarzaniu -0.18 mld (nasza prognoza: -0.13 mld), w OZE -0.12 mld (szacowaliśmy -0.35 mld), a w obszarze pozostałe -0.1 mld (oczekiwaliśmy -0.06 mld).

Ekonomiczny dług netto wyniósł 16.5 mld PLN (po publikacji wyników szacunkowych pisaliśmy, że może on wynieść „o kilkaset mln PLN niżej” niż nasza prognoza 17.1 mld). Wpływ przyszłych rozliczeń za CO2: 2.1 mld PLN. Wpływ wyceny KPO (wg. MSR 20) na raportowany dług netto: -0.6 mld PLN. Prezentowany wsk. ND/EBITDA (bez uwzgl. obligacji hybrydowych i leasingu) spadł z 1.51x w 2Q do 1.42x w 3Q25.

W segmencie **Dystrybucji** EBITDA wyniosła 1.32 mld PLN. Marża na usługę dystrybucyjną wzrosła o 182m PLN r/r. Poza wyższym RAB i WACC, zrealizowano też wyższe przychody z energii biernej, przy niższym koszcie różnicy bilansowej. Wpływ konta regulacyjnego w 3Q wyniósł +68m PLN (+90m r/r). Pozostałe przychody dystrybucyjnej wzrosły o 16m r/r (m.in. z tyt. kolizji energetycznych). Wpływ wyższych wolumenów: +15m PLN r/r.

W **Wytwarzaniu** EBITDA wyniosła 0.23 mld PLN. Marża na energii elektrycznej wzrosła o 91m PLN r/r (m.in. większe odkupy energii, lepszy wynik na rynku bilansującym r/r i wyższe przychody z rynku mocy o 30m PLN r/r). Wolumeny produkcji w obszarze konwencjonalnym spadły o 8% r/r (głównie przez postój remontowy bloku 460 MW).

W **ciepłe** EBITDA wyniosła -8m PLN. Wynik w Tameh spadł o 52m PLN r/r (wysoka baza zeszłoroczna, przez wpływ księgowy rozliczenia utraty współkontrolki TPE nad Tameh w Czechach). Marża na energii elektrycznej wzrosła o 5m PLN r/r. Odpis na należnościach wyniósł w 3Q 14m PLN. Wzrost wolumenów produkcji wyniósł 34% r/r, przez niższe temperatury.

W **OZE** EBITDA wyniosła 101m PLN. Marża na energii spadła o 20m PLN r/r (spadek ceny sprzedaży i wyższe koszty). Niższe wolumeny (bez uwzgl. biomasy) w wietrze i w hydro: -7m PLN r/r. Spadek ceny świadectw pochodzenia energii: -5m PLN r/r.

Produkcja z wiatru spadła o 4% r/r (słabsza wietrzność), a w elektrowniach wodnych o 2% r/r.

W **Tradingu** EBITDA wyniosła 196m PLN. Marża na energii elektrycznej była wyższa o 161m PLN r/r (głównie na klientach biznesowych, MSP i gospodarstwach domowych). Sprzedaż w grupie A spadła o 24% r/r, a w grupie C o 22%. Zrealizowano też wyższą r/r marżę na tradingu i hedgingu. Marża na gazie spadła o 17m PLN r/r (ujemny efekt cenowy i wolumenowy).

Konferencja wynikowa: dziś o godz. 11:00

CYFROWY POLSAT (Hold; PLN 16.0)

Wyniki za 3Q25: adj. EBITDA niższa o 15% r/r, 2% poniżej naszych szacunków [lekko negatywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	3,580	3,827	3,530	3,590	3,431	-4%	-4%	3,460	3,487
Retail	1,817	1,810	1,799	1,811	1,850	2%	2%	1,849	
Wholesale	764	899	768	877	787	3%	-10%	774	
thereof TV advertising	297	423	320	373	289	-3%	-23%	299	
Equipment	457	479	425	392	386	-16%	-1%	397	
Other	182	300	229	208	142	-22%	-32%	152	
Energy	359	340	309	303	267	-26%	-12%	288	
Costs	2,988	3,439	3,106	3,183	3,103	4%	-3%	3,097	
Other revenues/costs	-22	-40	-14	-23	9	-	-	0	
Adj. EBITDA	903	780	809	824	766	-15%	-7%	780	
TMT	811	622	732	747	694	-14%	-7%	712	
B2C (Telecom serv.)	666	526	608	605	625	-6%	3%	643	
Media	145	97	125	141	69	-52%	-51%	69	
Real estate	10	78	20	12	20	102%	71%	8	
Renewables	82	79	57	66	52	-37%	-21%	60	
EBITDA	886	740	809	805	766	-14%	-5%	780	774
TMT	794	583	732	728	694	-13%	-5%	712	
B2C (Telecomm serv.)	650	486	608	586	625	-4%	7%	643	
Media	145	97	125	141	69	-52%	-51%	69	
Real estate	10	78	20	12	20	102%	71%	8	
Renewables	82	79	57	66	52	-37%	-21%	60	
EBIT	569	348	410	384	337	-41%	-12%	364	356
Net profit	249	135	83	113	70	-72%	-38%	105	87
Net debt	12,057	12,493	12,103	12,064	12,112	0%	0%		
OCF	1,065	898	684	785	904	-15%	15%		
P/E 12M trailing	10.2	9.7	11.3	11.9	17.3				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	5.8	5.8	5.6	5.6	5.9				
Revenues y/y	3.6%	4.0%	3.7%	3.9%	-4.1%				
EBITDA margin	25%	19%	23%	22%	22%				
Net profit margin	7%	4%	2%	3%	2%				

Source: Company, Trigon

DOM DEVELOPMENT (Buy; PLN 300)

Wyniki 3Q25: EPS 2% powyżej konsensusu, OCF na plusie [neutralne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	482	1,316	742	552	707	47%	28%	774	733
Gross profit	150.8	429.6	253.4	201.9	229.2	52%	13%	247.8	
Other operating items, net	1.5	-15.5	-3.7	-2.7	-2.3	-	-	-10.0	
EBITDA	85.2	339.0	188.6	126.5	160.6	89%	27%	160.4	
EBIT	78.9	332.5	182.0	120.0	154.0	95%	28%	153.8	155.5
Net profit	64.7	273.3	148.4	97.3	128.6	99%	32%	121.4	125.7
Gross margin	31.3%	32.6%	34.2%	36.6%	32.4%	1.2pp	-4.1pp	32.0%	
Rev. per apartment (PLNk)	703	770	724	827	717	2%	-13%	815	
Handovers (apartments)	598	1,681	984	611	950	59%	55%		
Pre-sales (apartments)	1,156	1,159	1,033	1,000	1,183	2%	18%		
Net Debt	352	144	244	29	65				
OCF	-72	185	-44	245	87	-	-65%		
P/E 12M trailing	13.7	11.9	11.7	11.6	10.5				
EV/EBITDA 12M trailing	11.3	9.6	9.6	9.2	8.4				
EBITDA margin	17.7%	25.8%	25.4%	22.9%	22.7%	5.1pp	-0.2pp	20.7%	
EBIT margin	16.4%	25.3%	24.5%	21.7%	21.8%	5.4pp	0.1pp	19.9%	21.2%
Net profit margin	13.4%	20.8%	20.0%	17.6%	18.2%	4.8pp	0.6pp	15.7%	17.2%

Source: Company, Trigon

NEUCA (Sell; PLN 690)

Wyniki 3Q25: zaskoczenie w produkcji farmaceutycznej [pozytywne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	3,043	3,185	3,221	3,366	3,268	3,489	10%	7%	3,300	3,410
EBITDA	92	108	79	111	75	109	1%	46%	100	100
EBIT	62	78	48	79	43	79	0%	82%	68	68
Wholesale & manufacture	44	62	49	75	45	71	14%	58%	62	
Med operator & insurance	6	9	6	5	10	13	42%	29%	9	
Clinical trials (CRO/SMO)	13	8	-7	-1	-11	-5	-	-	-2	
Net profit	31	42	25	48	16	58	40%	275%	48	41
Gross Margin	11.7%	11.6%	11.0%	11.6%	11.5%	11.5%	-0.1pp	0.0pp	11.6%	
SG&A ratio	9.8%	9.2%	9.3%	9.2%	9.7%	9.1%	-0.1pp	-0.6pp	9.4%	
EBITDA margin	3.0%	3.4%	2.5%	3.3%	2.3%	3.1%	-0.3pp	0.8pp	3.0%	2.9%
EBIT margin	2.0%	2.5%	1.5%	2.4%	1.3%	2.3%	-0.2pp	0.9pp	2.1%	2.0%
Wholesale & manufacture	1.6%	2.1%	1.6%	2.4%	1.5%	2.1%	0.0pp	0.6pp	2.0%	
Med operator & insurance	3.5%	5.6%	3.5%	2.7%	5.4%	6.8%	1.2pp	1.4pp	4.6%	
Clinical trials (CRO/SMO)	11.6%	6.6%	-5.5%	-0.7%	-11%	-4%	-11pp	7pp	-1.8%	
OCF	84	-35	-46	103	187	90	-	-52%		
CAPEX	-98	-29	-47	-45	-104	-97	-	-		
FCF	-24	-73	-104	48	74	-17	-	-		
ND/EBITDA (pre-IFRS16)	0.4	0.1	0.4	0.4	0.3	0.7	0.5	0.3		
Net Debt	335	218	339	333	287	425				
P/E 12M trailing	21.7	22.1	23.1	24.4	27.2	24.2				
EV/EBITDA 12M trailing	9.7	9.4	9.9	10.0	10.4	10.7				

Source: Company, Trigon

GRUPA PRACUJ (Hold; PLN 68)

Wyniki za 3Q25: wzrost wyniku w Polsce mimo słabego rynku [lekko pozytywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	193	187	205	204	205	6%	0%	203	202
Poland	136	130	145	145	143	5%	-2%	142	
Ukraine	14	14	14	16	17	22%	7%	17	
Germany	43	44	46	44	46	5%	4%	44	
EBITDA	90	73	94	91	93	3%	2%	86	88
EBITDA - Poland	75	62	77	78	78	3%	0%	73	
EBITDA - Ukraine	4	2	5	4	5	22%	31%	4	
EBITDA - Germany	11	9	12	10	10	-3%	7%	9	
adj. EBITDA	94	76	97	92	97	3%	6%	93	
EBIT	81	63	84	82	83	2%	2%	76	77
Net profit	61	44	65	55	66	8%	20%	60	61
adj. Net profit	61	59	65	62	67	10%	7%	60	
Recr. projects in Poland (k)	128	113	130	128	129	1%	1%		
y/y	5%	2%	3%	1%	1%				
Avg. price of recr. project	913	957	957	943	934	2%	-1%		
y/y	3%	1%	0%	4%	2%				
e-Recruiter clients	2,074	2,094	2,117	2,137	2,270	9%	6%		
Softgarden clients	1,770	1,817	1,859	1,868	1,876	6%	0%		
adj. P/E 12M trailing	15.6	15.1	14.7	14.4	14.0				
EV/EBITDA 12M trailing	11.0	10.6	10.1	9.8	10.0				
Net debt	129	59	-16	-51	26				
Revenues y/y	7%	8%	5%	6%	6%				
EBITDA margin	47%	39%	46%	45%	45%				
EBIT margin	42%	34%	41%	40%	40%				
Net profit margin	31%	24%	32%	27%	32%				

Source: Company, Trigon

#Guidance na kolejne kwartały bez zmian.

- Jednocyfrowy wzrost przychodów w serwisach rekrutacyjnych;
- Kilkunastoprocentowy wzrost MRR w HR Software;
- Utrzymanie 45% marży adj. EBITDA.

ŚNIEŻKA (Hold; PLN 85)**Wyniki 3Q25: dynamika przychodów na plusie, mocny FCF [pozytywne]**

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	245.0	150.8	172.2	208.1	254.4	4%	22%	251.9	238.2
EBITDA	59.1	16.4	26.6	39.8	64.0	8%	61%	56.4	55.4
EBIT	49.7	6.8	17.1	30.2	55.1	11%	82%	47.5	45.9
Net profit	34.6	4.7	10.6	19.4	39.9	15%	106%	33.6	33.1
Gross Margin	50.4%	50.2%	49.5%	50.2%	52.9%	2.5pp	2.7pp	51.0%	
SG&A ratio	30.3%	45.7%	39.1%	36.4%	30.8%	0.6pp	-5.5pp	32.1%	
OCF	76	42	-14	41	77	2%	88%		
FCF	72	35	-20	40	71	-2%	77%		
Net Debt	226	207	217	240	157	-31%	-35%		
P/E 12M trailing	15.6	14.7	14.5	14.7	13.6				
EV/EBITDA 12M trailing	8.8	8.6	8.6	8.9	8.0				
EBITDA margin	24.1%	10.9%	15.5%	19.1%	25.2%	1.1pp	6pp	22.4%	23.3%
EBIT margin	20.3%	4.5%	9.9%	14.5%	21.7%	1.4pp	7pp	18.9%	19.3%
Net profit margin	14.1%	3.1%	6.2%	9.3%	15.7%	1.6pp	6pp	13.3%	13.9%

Source: Company, Trigon

ANSWEAR (Buy; PLN 37.9)**Wyniki 3Q25: solidny performance w sezonowo słabszym okresie [lekko pozytywne]**

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	344	533	353	399	394	14%	-1%	393	394
EBITDA	2.1	39.0	9.9	20.3	14.8	+	-27%	10.8	14.5
EBIT	-3.9	32.7	4.0	14.3	8.7	-	-39%	4.3	8.3
Net profit	-6.8	18.6	3.7	2.9	1.4	-	-50%	-2.2	1.2
Gross margin	38.6%	40.7%	39.6%	43.6%	39.3%	0.7p.p.	-4p.p.	39.5%	
SG&A ratio	38.5%	33.8%	37.9%	38.9%	36.5%	-2p.p.	-2p.p.	37.5%	
EBITDA margin	0.6%	7.3%	2.8%	5.1%	3.8%	3.2p.p.	-1p.p.	2.7%	3.7%
EBIT margin	-1.1%	6.1%	1.1%	3.6%	2.2%	3.3p.p.	-1p.p.	1.1%	2.1%
Net profit margin	-2.0%	3.5%	1.0%	0.7%	0.4%	2.3p.p.	-0.4p.p.	-0.6%	0.3%
OCF	14	168	-82	71	68	399%	-3%		
Net debt	323	212	329	333	347	7%	4%		
P/E 12M trailing	-	-	-	30.0	20.7				
EV/EBITDA 12M trailing	67.1	22.2	21.5	12.4	10.7				

Source: Company, Trigon

11 BIT STUDIOS (Buy; PLN 187)**Wyniki za 3Q25: Wyniki operacyjne zgodne z konsensusem [neutralne]**

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons
Revenues	75.9	33.9	17.5	39.7	44.1	-42%	11%	41.2	42.5
EBITDA	60.5	25.7	2.2	26.8	25.7	-58%	-4%	22.3	25.4
adj. EBITDA	59.5	18.8	2.2	22.3	25.7	-57%	15%	22.3	
EBIT	58.4	-55.9	-2.4	20.4	12.5	-79%	-39%	10.3	12.5
Net profit	48.0	-40.6	-6.4	14.9	13.5	-72%	-9%	8.2	13.5
Adj. Net profit	49.1	19.7	-6.6	13.5	13.5	-73%	0%	8.2	
OCF	7.6	49.6	5.3	-5.3	27.4				
Net debt	-30.6	-65.4	-64.8	-47.6	-67.2				
P/E adj. 12M trailing	9.6	6.6	7.4	5.9	11.1			12.8	
EV/EBITDA adj. 12M trail.	6.2	4.8	4.8	3.9	5.5			6.8	
Adj. EBITDA margin	78.4%	55.4%	12.8%	56.1%	58.2%			54.0%	59.8%
EBIT margin	77.0%	-	-	51.4%	28.4%			25.0%	29.4%
Adj. Net profit margin	64.7%	58.2%	-	34.0%	30.6%			19.9%	31.8%

Source: Company data, Trigon

FINANSE**MILLENNIUM (Sell; PLN 13.8)****Podniesienie przez Moody's ratingu banku do Baa1 z Baa2, perspektywa obniżona do stabilnej**

PALIWA I CHEMIA

UNIMOT (Buy; PLN 162.2)

Podsumowanie konferencji wynikowej [pozytywne]

KONSUMENT

ALLEGRO.EU (Buy; PLN 43)

Grupa obniża założenia wzrostu GMV w Polsce o 0,5-1% do 9-9,5% w '25

- Obniżenie założeń związane jest m.in. z powolnym startem Black Week i opóźnionym popytem na ofertę zimową;
- Dla operacji międzynarodowych Allegro podtrzymało oczekiwania spadku GMV na poziomie 3-9%;
- Wzrost GMV grupy zakładany jest na 8-9% wobec 9-10% wzrostu zakładanego wcześniej;
- Pomimo korekty założeń dla GMV grupa podtrzymała całoroczne założenia dla wzrostu przychodów i rentowności.

RYNEK APTECZNY

Wartość rynku aptecznego po 16 dniach listopada spadła o 0,1% r/r – PEX PharmaSequence

- Wobec poprzedniego miesiąca wartość rynku spadła w tym okresie o 20,6%.

RYNEK FAST-FOOD

Do 2031 roku Popeyes chce mieć 200 restauracji w Polsce

- 2025 rok marka zamknie ~30 lokalizacjami, a w kolejnym roku ma poszerzyć portfolio o nowy format In-line street i umocnić swoją pozycję w największych aglomeracjach;
- Marka podkreśla, że nie planuje wejścia w model franczyzowy;
- W obecnym roku, do połowy listopada 2025 sieć uruchomiła 14 nowych restauracji, w najbliższym czasie planuje otworzyć kolejnych 6;
- Popeyes wciąż widzi dużą przestrzeń do dalszego rozwoju segmentu QSR w Polsce;
- W perspektywie długoterminowej Rex Concepts planuje w Polsce >200 restauracji Popeyes i >200 restauracji Burger King.

TMT

WIRTUALNA POLSKA (Buy; PLN 80)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [neutralne]

#Travel

- Wzrost adj. EBITDA nowo nabytych aktywów (Invia) o 9% r/r w 3Q25;
- Oczekiwane wzrosty rynku wycieczek zagranicznych na rok 2026: Polska +14%, Czechy +17%, Słowacja +4%, Węgry +7%, Niemcy +4%;
- Jeśli przyjąć szacowane dynamiki dla operatorów, z którymi spółka współpracuje, oczekiwane wzrosty w 2026 według szacunków zarządu byłyby większe: +8% w Niemczech do +19% w Polsce;
- Udział płatnego miksu w trafficu Invii (najmniej efektywnego) jest większy niż w wakacje.pl;
- Jednym z kluczowych elementów kreacji dodatkowej EBITDA w 2026 w obszarze synergii z Invia będzie obszar inicjatyw w marketingu;
- W Travelplanet udało się sześciokrotnie poprawić efektywność działań marketingowych;
- Przeniesienie biznesów travelowych na jedną platformę to horyzont około 2 lat;
- Dynamika w 3Q25: DACH na przychodach bez wzrostu, ale wzrostowe dynamiki na rynkach CEE Invii, w 4Q25 widać wzrost i w DACH i w CEE (ale niski sezon);
- Rozwiązania działające w Polsce sprawdzają się w CEE, trudniej przenieść te rozwiązania na rynek niemiecki;
- Wydatki na call center w grupie to około 20mln EUR rocznie;
- Planowane utrzymanie marki travelplanet.pl w internecie;

#Media

- Spadek trafficu WP jest istotnie mniejszy niż konkurentów, mających większy udział ruchu z Googl i więcej treści tzw. poradnikowych (które będą pod większym negatywnym wpływem AI Overviews), a mniej dziennikarskich;
- Źródła wizyt na stronach WP nadal z niewielką zależnością od dużych platform, bez zmian pozostał w ostatnich latach udział dużych platform w ruchu. W październiku 2021: bezpośrednie i przekierowania wewnętrzne (witryny ramach grupy WP) wizyty stanowiły 85%, 10% Google, 4% Facebook i inne sieci społecznościowe. W październiku 2025: bezpośrednie i przekierowania 85%, 13% Google, a 1% Facebook i inne sieci społecznościowe.
- Wejścia z Google czy Facebooka są zwykle bardzo płytkie, np. tylko jedna odsłona;
- Duży wzrost liczby treści, praktycznie podwojenie r/r, głównie dzięki programowi WKreator; zarząd uważa, że wzrost liczby artykułów w połączeniu z usprawnieniami algorytmów przyczynił się do wyhamowania spadku page views;
- Jednocześnie nadal istotna poprawa jakości tworzonych treści, np. artykuły dziennikarzy WP przyczyniły się do 6 dymisji ministrów i wiceministrów w ciągu ostatnich dwóch lat;
- Planowany koszt kampanii wizerunkowej WP w 4Q25 to 5mln PLN;
- Spółka chciałaby wrócić do wzrostu EBITDA w obszarze reklamy i subskrypcji w przyszłym roku, ale za wcześnie na dziś wskazać konkretny termin kiedy do tego dojdzie;

#Finanse

- Zarząd chce kontynuować wypłatę dywidendy w kolejnym roku;
- Uchwalony już skup akcji może mieć miejsce w tym roku (kwestie techniczne).

AGORA

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [lekko pozytywne]

#Kina

- Pozytywne frekwencyjne zaskoczenie filmu Dom Dobry, 1,2 mln widzów w 10 dni, będzie to najlepszy polski wynik frekwencyjny w tym roku, a po Minecrafcie drugi wynik frekwencyjny łącznie z tytułami zagranicznymi, co potwierdza dobry outlook w kinach na 4Q25 (w tym kwartale również kolejna część Avatara);

- Na 2026 dobry harmonogram filmów dla dzieci (Minionki, Vaiana, Super Mario Bros, Psi Patrol, Toy Story), planowane premiery sprawdzonych serii Spiderman, Avengers, Igrzyska Śmierci, Diuna 3, oraz Odyseja w reżyserii Christopha Nolana, dobry zestaw filmów polskich (Lalka);

- Także 2027 wygląda obiecująco w kinach (wracają Gwiezdne Wojny, kolejny film z uniwersum Władcy Pierścieni);

- W całym roku frekwencja powinna poprawić się o kilka procent, wobec spadku o 2% w okresie 1-3Q25;

- Pierwsze dwie sale w umowie z Imaxem będą otwarte w grudniu;

#Outdoor

- W reklamie zewnętrznej wzrost przychodów powyżej rynku, głównie dzięki wzrostom na nośnikach citylight i digital;

- Warunki przedłużonego kontraktu w Warszawie są trudniejsze niż dotychczas, co wpłynie na rentowność segmentu;

#Radio

- Koszty przebudowy siedziby związane z przeprowadzką to obciążenie capexu dodatkową kwotą około 10mln PLN w tym roku i kilkanaście mln PLN w przyszłym roku;

#Prasa, internet

- „Unia personalna” gazeta.pl i Wyborczej w postaci wspólnego zarządu pomoże w lepszym wykorzystaniu kompetencji cyfrowych grupy;

#Finanse

- Agora nie przewiduje buybacku jako alternatywy dla polityki dywidendowej;

- Na dziś spółka nie planuje dodatkowej wypłaty środków do akcjonariuszy, woli zapewnić ewentualne środki na dalsze selektywne akwizycje i stopniowo spłacać dług zaciągnięty na Eurozet;

#Perspektywy średnioterminowe

- Dobra koniunktura na rynku reklamowym oczekiwana w 4Q25 i 2026, podobnie dobre oczekiwania odnośnie frekwencji kinowej na ostatni kwartał tego roku i 2026 rok. Spodziewane odzwierciedlenie tej koniunktury w wynikach biznesów kinowego i radiowego.

- Dwa największe wyzwania dla spółki to segment cyfrowy, w tym przychody z działalności w internecie, a także wzrost konkurencji na rynku reklamy zewnętrznej, także ze strony podmiotów związanych z samorządami, który powoduje presję na marżę (perspektywa 2026-27).

FABRITY (Buy; PLN 33)

Spółka wypłaci 1 PLN na akcję dywidendy uzupełniającej za 2024 rok

- Dzień dywidendy ustala się na 24 listopada, a termin wypłaty na 5 grudnia 2025 roku;

- DY=3,7%.

GAMING

11 BIT STUDIOS (Buy; PLN 187)

Premiera Moonlighter 2 [neutralne]

- Peak graczy na Steam w pierwszej dobie to 1.852;

- Najwyższe miejsce na topsellerach Steam to 20 pozycja;

- Odsetek pozytywnych do 82% (146 ocen).

PCF (Under Review)

Warunkowe porozumienie regulujące zasady ostatecznych rozliczeń finansowych projektu Gemini ze Square Enix

- Na mocy porozumienia strony postanowiły także rozwiązać za porozumieniem stron łączące je umowy i wzajemnie zrzekły się również potencjalnych roszczeń związanych z dotychczasową współpracą.

INDUSTRIALS

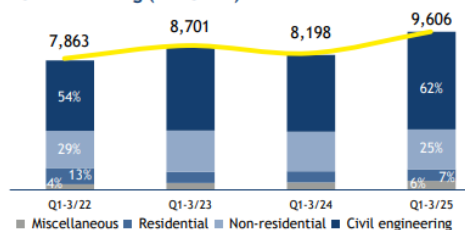
PORR

Wyniki 3Q25: backlog PORR na koniec 3Q25 wyniósł 9,6mld EUR (+17,2% r/r)

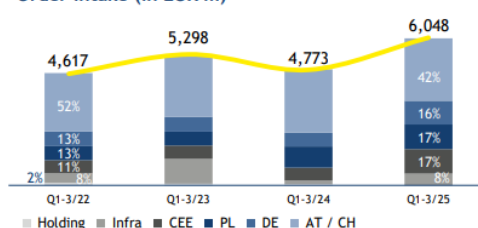
- Order intake w 3Q25 na poziomie 2mld EUR vs 1,5mld EUR przed rokiem, YTD 6,05mld EUR vs 4,78mld EUR

- [LINK](#) do prezentacji

Order backlog (in EUR m)



Order intake (in EUR m)



BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

ATAL (Buy; PLN 70)

Wprowadzenie do oferty 188 mieszkań w nowej inwestycji Atal Bronowice w Krakowie

- Planowany termin realizacji inwestycji to 3Q27.

ZUE

Zawarcie umowy na utrzymanie torowisk w Krakowie w latach 2025-2028

- Wartość umowy wynosi 65,5mln PLN netto;
- Łączna kwota wynagrodzenia spółki może się zwiększyć do maksymalnie 193mln PLN brutto, ponieważ budżet zamawiającego uwzględnia zarówno prace wykonywane w ramach ww. wynagrodzenia ryczałtowego, jak i prace, które mogą zostać dodatkowo zlecone.

HEALTHCARE & BIOTECH

SYNEKTIK (Buy; PLN 300)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [lekko pozytywne]

Sprzęt diagnostyczny i IT

- Efekt KPO w FY24 to tylko ok. 5% pełnego potencjału ze względu na 6-miesięczne opóźnienie w przetargach. Prawdziwy wpływ KPO pojawi się dopiero w FY25.
- Sprzedaż systemów da Vinci w FY25 ma wynieść ok. 33-37 sztuk (vs. 27 w FY24) w tym co najmniej 5-6 systemów DV5 w samym 1H25
- Spółka spodziewa się ponad 10 sprzedanych systemów w 1Q FY25, w tym 2-3 systemów DV5.
- DV5 podnosi średnią cenę systemu o ok. 30% („3 DV5 jak sprzedaż 4 DV4 pod kątem wartości”). DV5 dostępny jest dla ośrodków, które mają już systemy poprzedniej generacji.
- Spółka spodziewa się kilku instalacji w krajach bałtyckich w FY25.
- Model dzierżawy pozostaje ograniczony. Klienci zwykle po roku decydują się na zakup systemu wyższej klasy, a system dotychczas dzierżawiony trafia do kolejnych klientów. Spółka zakłada ok. 10 takich umów rocznie.
- Udział przychodów powtarzalnych wyniósł 51% w FY24. Cel na najbliższe dwa lata to ok. 60% udziału choć możliwy lekki spadek w FY25 (mimo ok. 40% wzrostu nominalnie).
- W FY25 spółka oczekuje 35-40% wzrost w liczbie zabiegów w asyście da Vinci, co oznacza minimum 10 tys. dodatkowych zabiegów.
- Spółka nie zauważyła spadku wolumenów po obniżeniu refundacji robotycznej w Polsce. Największy potencjał wzrostu dotyczy chirurgii ogólnej i ginekologii.
- Konkurencja ze strony systemów chińskich jest widoczna, lecz brak spójnej polityki cenowej i niższa jakość serwisu ograniczają ich atrakcyjność dla dużych ośrodków.

Radiofarmacja

- Spadek marży EBITDA wynika z mocnego wzrostu kosztów transportu oraz kosztów modernizacji zakładów produkcyjnych (nowe moduły i komory).
- Część kosztów ma charakter przejściowy, zwłaszcza modernizacje i podnoszenie mocy wytwórczych.
- Spółka podpisała pierwszą w historii umowę dystrybucyjną Glunetic na Litwę i Łotwę, z możliwością dalszej ekspansji. W ramach umowy spółka otrzymuje jednorazowe wynagrodzenie za transfer technologii oraz opłaty licencyjne zależne od liczby wyprodukowanych dawek.
- Długoterminowy wzrost segmentu oceniany jest na kilkanaście procent rocznie. Kontrakty zagraniczne przyniosą dodatkowe wpływy w postaci opłat za wyprodukowane dawki.

Kardioznacznik

- Prospekt Syn2bio został złożony w pierwszym tygodniu listopada i jest obecnie w trakcie weryfikacji.
- Zarząd oczekuje decyzji około lutego 2026. Wydzielenie i debiut giełdowy obu spółek mogą nastąpić w drugim kwartale 2026.
- Badania kliniczne w Europie są na końcowym etapie, co generuje wyższe koszty. Badania kliniczne w Stanach mają rozpocząć się na początku 2026 roku.
- Z puli 50 mln PLN na Syn2bio do momentu wydzielenia wydana zostanie około połowa.

Pozostałe kwestie

- Zarząd nie wyklucza dywidendy na poziomie ok. 10 PLN na akcję, ale decyzja zależy od finalnych rozstrzygnięć w projektach onkologicznych KPO, ponieważ determinują one przepływy pieniężne.
- Spółka cały czas analizuje możliwości poszerzenia oferty o nowe produkty, głównie w obszarze rozwiązań informatycznych, i prowadzi procesy rekrutacyjne, między innymi w obszarze Hologic i biopsji.
- Od 2027 roku powinny być dostępne nowe środki unijne w ramach kolejnej perspektywy, które mogą ponownie wesprzeć inwestycje w sprzęt medyczny.
- Spółka bada kierunki rozszerzenia oferty poprzez potencjalne akwizycje, głównie w obszarze rozwiązań IT i produktów onkologicznych.

POZOSTAŁE INFORMACJE

ATENDE: Zawarcie umowy ramowej na dostawę produktów, subskrypcji i serwisów za max. 145,1mln PLN netto

- Umowa ramowa została zawarta z klientem z sektora energetycznego.

PROCHEM: Zawarcie umowy z Unimot Terminale Sp. z o.o. o wartości 2-2,2mln PLN

- Przedmiotem umowy jest świadczenie usług projektowych dla inwestycji dotyczącej rozbudowy bazy paliw w Szczecinie;
- Termin wykonania umowy określono na październik 2026 roku.

TALEX: Zawarcie aneksu do umowy z Credit agricole Bank Polska S.A.

- Na podstawie aneksu rozszerzono zakres umowy o dodatkowe usługi informatyczne;
- Usługi mają być świadczone przez okres 5 lat;
- Szacowana wartość usług w tym okresie to 6,5mln PLN brutto.

INSIDER TRADING

APATOR

Stella AMP Fundacja Rodzinna w organizacji, podmiot związany z członkiem RN, kupił 7 tys. akcji @ 22,20-22,50 PLN.

DADELO

Prezes zarządu sprzedał 20 tys. akcji @ 58,60 PLN.

DADELO

Zawieruszyński Fundacja Rodzinna, podmiot związany z prezesem zarządu, kupił 36,4 tys. akcji @ 54,00-58,80 PLN.

NEWAG

Członek RN kupił 740 akcji @ 98,83 PLN.

VINDEXUS

Fingo Capital S.A., podmiot związany z członkiem zarządu, kupił 24 tys. akcji @ 13,80 PLN w dniu 10 października 2025 roku oraz 560,8 tys. akcji @ 11,50 PLN w dniu 2 lutego 2024.

VINDEXUS

Fingo Capital S.A., podmiot związany z członkiem zarządu, sprzedał 184 tys. akcji @ 9,50 PLN w dniu 9 stycznia 2024 roku.

XPLUS

Insider sprzedał 13,4 tys. akcji @ 2,56-2,64 PLN.

ZMIANY W ORGANACH

NEUCA

Rada nadzorcza powierzyła od dnia 1 stycznia 2026 roku funkcję prezesa zarządu p. Grzegorzowi Dzikowi.

ZMIANY W AKCJONARIACIE

4MASS

Zwiększenie zaangażowania przez p. Krzysztofa Moskę z 9,82% do 10,60% kapitału i głosów.

TRANSAKCJE PAKIETOWE

GENOMTEC

Wolumen: 465 tys. @ 3,00

% kapitału: 3,09

MENNICA SKARBOWA

Wolumen: 186 tys. @ 56,00

% kapitału: 17,88

WALNE ZGROMADZENIA AKCJONARIUSZY

CPD: Uchwała NWZA w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego o kwotę 102tys. PLN

- Podwyższenie kapitału zakładowego ma odbyć się w drodze emisji 1,02 mln akcji serii E;
- Cena emisyjna akcji serii E będzie równa 3,20 PLN;
- Emisja z wyłączeniem prawa poboru.

ENERGOAPARATURA: Uchwały NWZA w sprawie powołania członków RN

- Do RN powołano p. Adama Bezę, p. Leszka Rejniaka, p. Natalię Rejniak, p. Mariusza Saratowicza, p. Jacka Zatrybą;
- Ponadto akcjonariusze wyrazili zgodę na nabycie nieruchomości w miejscowości Zimna Wódka.

SEKO: Zwołanie NWZA na dzień 15 grudnia 2025 roku w sprawie zmian w składzie RN

VINDEXUS: Zwołanie NWZA na dzień 16 grudnia 2025 roku w sprawie wypłaty dywidendy w kwocie 3,5mln PLN z części kapitału zapasowego

- DPS 0,30 PLN;
- Proponowany dzień dywidendy to 23 grudnia 2025 roku, a dzień wypłaty dywidendy to 2 stycznia 2026 roku;
- DY=2,6%.

FINANCIAL RESULTS

NOVEMBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
03-07		MAB	MCOVB, CBF, VRC	RIGHT, CTP, PKO, DNP, ASB, GPW, ICE, BNP, TOY, OND, ERB	OTP, MOL, INPST, THYAO
10-14		CEZ	TEN, DAD, OPN, ART	KGH, WIZZ, BHW, CAR, VRG, DAT, 1AT	BFT, HPM, MLG, APT, PUR
17-21		WPL, XTB, ENA, SNT, LWB, UNT, FRO, ANR	CPS, TPE, AGO, PTG, CLN, SKA	PZU, ALE, PKN, MBR, 11B, GPP, DOM, DIA, DVL, APR, HUG, SLV, NEU, CMP, GTC, WTN, CTX, RMU, PRX, CSR	EUR, TOR, SEL, CRM
24-28	ATT, 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					

JANUARY	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-02					
05-09					
12-16					
22-26					
19-23					
26-30					

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

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			P/BV			ROE			ESG*
							25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
Alior	ALR	Buy	131.0	102.8	27%	13,421	6.1	8.2	8.1	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	90.4	-2%	37,090	11.4	9.4	9.6	1.6	1.4	1.3	14%	15%	14%	80
Handlowy	BHW	Hold	120.0	102.0	18%	13,327	8.5	10.0	10.5	1.3	1.3	1.3	15%	13%	13%	47
ING	ING	Buy	355.0	339.5	5%	44,169	10.1	12.7	10.7	2.2	2.2	2.0	22%	17%	19%	65
Komerční banka	KOMB	Hold	1,110.0	1,192.0	-7%	226,539	13.3	13.3	12.6	1.8	1.8	1.7	13%	13%	14%	87
mBank	MBK	Sell	880.0	1,040.5	-15%	44,248	12.8	12.7	11.0	2.2	1.9	1.7	17%	15%	15%	70
Millennium	MIL	Sell	13.8	16.1	-14%	19,507	19.1	17.8	10.4	2.2	1.9	1.7	11%	11%	17%	71
Moneta	MONET	Sell	165.0	191.2	-14%	97,703	15.4	14.6	14.4	2.9	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	193.7	20%	50,840	7.5	9.0	8.7	1.5	1.4	1.4	20%	16%	16%	85
PKO BP	PKO	Buy	95.0	75.4	26%	94,250	9.2	8.9	8.3	1.7	1.6	1.5	18%	18%	18%	72
Santander	SPL	Buy	630.0	498.0	27%	50,890	8.7	9.2	8.5	1.5	1.5	1.5	17%	16%	17%	85
Kruk	KRU	Buy	560.0	457.9	22%	8,885	7.8	7.3	7.3	1.7	1.4	1.3	22%	20%	18%	77
PZU	PZU	Hold	62.5	59.7	5%	51,518	8.1	9.1	9.0	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	158.8	18%	384	11.5	28.1	11.8	3.8	6.5	3.5	—	—	—	15
AB	ABE	Buy	125.2	96.3	30%	1,685	9.0	8.9	8.6	5.6	5.7	5.5	—	—	—	37
AC	ACG	Under Review		25.0	-	230	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Buy	19.0	15.2	25%	187	10.9	9.4	7.7	7.4	6.1	5.3	0%	3%	7%	—
Allegro	ALE	Buy	43.0	32.0	34%	33,821	22.3	16.0	13.5	11.0	9.3	7.9	4%	5%	5%	93
Ambra	AMB	Buy	25.0	17.7	41%	447	10.0	9.0	7.8	4.4	4.2	3.9	6%	6%	6%	—
Amica	AMC	Under Review		55.3	-	430	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	14.0	12.9	9%	2,823	26.6	12.5	11.6	5.1	4.9	4.8	2%	2%	4%	89
Answear.com	ANR	Buy	37.9	29.0	31%	550	18.3	12.1	9.7	8.7	7.2	6.0	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	60.0	48.4	24%	2,831	19.4	7.9	3.9	14.8	7.1	3.5	4%	8%	12%	—
Arctic Paper	ATC	Under Review		8.0	-	554	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	16.7	13.0	29%	154	5.9	5.7	7.0	3.9	2.9	2.3	0%	0%	9%	—
Asbis	ASB	Buy	37.0	27.4	35%	1,520	8.2	6.2	5.6	6.0	4.9	4.4	7%	6%	8%	—
Asseco BS	ABS	Hold	92.0	83.2	11%	2,780	22.4	19.8	18.1	15.9	13.7	12.5	4%	4%	4%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	225.0	187.7	20%	15,579	25.7	23.0	21.5	—	—	—	2%	4%	4%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	85.0	65.6	30%	3,404	18.0	16.2	14.6	10.5	9.4	8.6	3%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	70.0	56.5	24%	2,444	11.9	6.3	5.4	13.3	7.9	6.0	10%	6%	13%	—
Auto Partner	APR	Buy	26.5	16.9	57%	2,210	10.6	9.3	7.9	7.4	6.6	5.8	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	18	—	1,828	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Benefit Systems	BFT	Buy	4,500.0	3,160.0	42%	10,351	22.0	16.0	12.4	10.6	8.2	7.0	0%	3%	4%	63
Bioceltix	BCX	Buy	127.2	92.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	36.0	23.9	51%	461	6.9	37.7	16.0	4.7	6.2	6.1	0%	9%	2%	—
Budimex	BDX	Buy	700.0	582.0	20%	14,859	23.8	19.9	16.1	14.0	11.5	9.0	4%	4%	5%	54
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.2	51.2	127%	265	—	4.1	—	—	2.2	—	0%	0%	0%	—
CCC	CCC	Buy	210.0	142.0	48%	10,938	19.0	13.5	10.6	7.9	6.5	5.4	0%	0%	0%	87
CD Projekt	CDR	Buy	306.9	229.2	34%	22,899	51.5	74.1	13.9	41.2	61.3	9.5	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	1,289.0	-25%	693,469	22.1	20.5	22.1	6.5	8.1	8.2	4%	4%	4%	82
CI Games	CIG	Sell	2.1	3.1	-33%	588	68.3	—	5.8	17.2	803.2	3.3	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	538.0	417.0	29%	292	16.7	19.7	10.4	12.0	7.8	4.2	3%	6%	5%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	450.0	358.0	26%	1,022	64.0	21.9	13.9	28.0	11.8	7.6	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Hold	57.0	54.8	4%	1,124	17.3	13.9	11.9	8.2	7.2	6.5	4%	6%	7%	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	17.9	17%	8,682	6.8	6.7	5.4	9.0	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	175.8	24%	2,692	48.6	30.5	20.2	18.8	14.3	11.4	2%	1%	1%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Hold	16.0	12.6	27%	8,030	19.0	11.2	9.1	6.4	5.8	5.5	0%	0%	8%	70
Dadelo	DAD	Hold	68.0	54.0	26%	630	31.7	26.3	20.2	20.2	16.0	12.9	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Buy	10.0	8.4	19%	3,878	9.5	8.0	7.6	8.7	6.4	6.1	7%	8%	10%	31
Diagnostyka	DIA	Hold	195.0	179.6	9%	6,063	21.7	19.1	16.5	11.3	10.0	8.7	2%	2%	3%	—
Digital Network	DIG	Hold	98.0	108.0	-9%	458	14.5	14.0	13.4	9.2	8.4	7.7	5%	5%	5%	—
Dino Polska	DNP	Buy	53.0	41.8	27%	40,971	24.0	18.8	14.9	15.2	12.0	9.4	0%	0%	0%	47
Dom Development	DOM	Buy	300.0	262.5	14%	6,772	10.5	8.9	8.3	8.8	7.2	6.7	5%	6%	7%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.9	19%	2,418	—	8.9	4.1	15.8	6.7	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	19.9	18%	10,536	3.5	4.1	4.8	3.0	3.8	4.7	3%	3%	3%	34
Enter Air	ENT	Buy	73.0	51.8	41%	909	3.8	7.2	6.7	4.4	4.0	3.5	6%	6%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review		7.8	-	1,091	—	—	—	—	—	—	—	—	—	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	29	19%	622	10.8	13.3	8.6	8.0	8.8	5.9	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,797	9,700	42%	1,807,836	6.8	5.4	5.0	4.6	3.5	2.9	5%	6%	9%	81
GPW	GPW	Hold	60.0	62.7	-4%	2,630	13.3	13.7	12.8	10.5	10.0	9.1	5%	5%	6%	67
Grenewia	GEA	Under Review		3.2	-	1,862	—	—	—	—	—	—	—	—	—	59
Grupa Pracuj	GPP	Hold	68.0	51.7	32%	3,562	15.3	13.5	12.0	10.0	8.9	7.8	4%	5%	5%	—
GTC	GTC	Sell	3.5	3.4	2%	1,964	33.7	13.2	16.6	20.5	15.9	17.3	0%	4%	3%	63
Huuuge	HUG	Buy	27.3	23.0	19%	1,029	4.0	5.1	6.0	2.1	2.6	3.4	32%	16%	16%	5
H&M	HMB	Sell	135.0	174.7	-23%	280,305	24.4	20.0	19.1	8.7	8.0	7.7	4%	4%	4%	98
Inditex	ITX	Buy	56.0	47.3	18%	147,511	24.0	21.3	19.3	12.8	11.5	10.5	4%	4%	4%	99
InPost	INPST	Buy	14.5	10.0	45%	21,135	21.1	15.6	13.8	7.3	6.2	5.5	0%	0%	0%	84
Inter Cars	CAR	Buy	720	547	32%	7,750	10.4	8.7	7.6	8.1	7.3	6.5	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	24.0	21.5	11%	13,555	24.4	16.6	14.5	7.7	6.5	6.0	3%	3%	4%	86
JSW	JSW	Under Review		24	-	2,818	—	—	—	—	—	—	—	—	—	56
Kęty	KTY	Hold	1,050.0	919.0	14%	9,027	15.4	13.2	12.0	10.0	8.9	8.4	6%	6%	6%	50
KGHM	KGH	Buy	213.4	195.5	9%	39,100	19.6	9.5	9.9	4.6	4.0	4.2	0%	1%	1%	58
LPP	LPP	Buy	22,600	16,115	40%	29,908	14.4	12.2	10.5	7.1	6.3	5.4	4%	5%	5%	75
Mabion	MAB	Under Review		7.7	—	143	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		64.8	-	433	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	285.0	228.5	25%	3,190	41.2	29.1	23.3	12.1	10.5	9.3	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		35	-	234	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Buy	18.5	14.8	25%	1,625	15.1	11.7	9.3	8.8	7.3	5.5	1%	1%	1%	—
MLP Group	MLG	Buy	100.0	78.0	28%	1,872	6.7	4.9	4.2	10.3	8.6	8.1	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	320.4	283.5	13%	996	14.0	12.0	9.9	9.6	7.7	6.4	5%	5%	3%	—
MOL	MOL	Buy	3,161.8	3,078.0	3%	2,313	6.1	5.4	5.9	3.3	3.2	3.3	9%	9%	9%	87
Molecure	MOC	Buy	17.8	6.1	193%	125	—	3.0	2.8	—	1.5	1.2	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	50.0	38.5	30%	1,569	5.4	6.2	5.7	5.5	6.2	5.6	13%	14%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	160.7	113.7	41%	14,014	34.8	19.4	16.0	7.0	5.9	4.9	2%	2%	0%	91
Neuca	NEU	Sell	690.0	784.0	-12%	3,571	23.0	19.2	16.0	10.3	9.5	8.2	2%	2%	2%	79
Newag	NWG	Under Review		98.0	-	4,410	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
OMV	OMV	Hold	48.2	48.3	0%	15,820	13.5	10.8	10.0	4.5	4.8	4.7	10%	10%	10%	95
Onde	OND	Hold	9.3	8.5	9%	466	20.7	17.8	17.7	6.5	6.0	5.7	4%	3%	3%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	130.0	92.2	41%	1,036	13.2	12.7	10.3	8.6	8.2	7.1	7%	6%	6%	—
Orange	OPL	Buy	10.6	9.0	17%	11,864	14.3	12.2	11.3	4.6	4.3	4.3	6%	7%	7%	61
Orlen	PKN	Hold	97.6	101.9	-4%	118,277	8.4	7.7	8.0	3.5	3.9	4.2	6%	6%	5%	65
PCF Group	PCF	Under Review		3.4	-	145	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	230.0	205.9	12%	102,950	5.2	4.9	4.5	5.2	4.5	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	14.7	36%	365	17.2	7.0	6.1	8.8	5.7	4.7	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	28.4	26.8	6%	15,493	17.9	13.3	11.9	6.1	5.5	5.2	—	—	—	53
PGE	PGE	Buy	12.8	10.2	26%	22,830	5.5	4.7	5.3	3.3	4.4	5.1	0%	0%	0%	41
Playway	PLW	Buy	375.0	267.0	40%	1,762	14.1	8.5	8.8	9.8	6.1	6.6	8%	9%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	73.4	59.2	24%	4,571	38.9	25.3	31.6	11.6	10.8	11.6	0%	0%	0%	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	215.0	124.8	72%	1,816	7.4	8.1	7.7	4.3	4.1	3.8	6%	6%	6%	—
Rawlplug	RWL	Under Review		13.2	-	408	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	55.9	24.7	126%	571	—	8.0	2.3	—	3.5	0.5	0%	0%	0%	—
SAAB	SAABB	Buy	640.0	491.9	30%	267,290	44.3	34.6	26.2	24.6	20.2	15.7	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	224.0	145.0	54%	395	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selena FM	SEL	Under Review		38.0	-	868	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	43.0	41.3	4%	782	—	27.6	17.7	15.0	10.4	8.7	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	59.0	50.0	18%	1,407	31.7	23.3	17.9	18.2	14.1	11.2	2%	2%	3%	—
Stalprodukt	STP	Under Review		243.0	-	1,312	—	—	—	—	—	—	—	—	—	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	254.8	18%	2,173	17.6	13.0	13.1	10.9	8.0	8.0	3%	5%	7%	—
Tauron	TPE	Hold	10.2	9.6	6%	16,810	4.8	6.2	5.7	4.5	5.2	5.0	0%	3%	2%	42
Ten Square Games	TEN	Hold	98.5	90.4	9%	585	7.5	9.1	8.9	4.7	5.8	5.6	17%	14%	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	9.4	27%	708	7.9	8.2	7.5	5.3	5.4	4.8	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400.0	277.5	44%	382,950	3.4	3.8	3.7	3.6	3.5	3.2	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Buy	162.2	126.0	29%	989	20.2	8.1	7.5	5.5	5.3	5.3	5%	3%	4%	—
Voxel	VOX	Hold	176.0	144.6	22%	1,519	15.4	12.1	11.6	8.2	6.7	6.1	2%	3%	4%	—
VRG	VRG	Under Review		4.8	-	1,132	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wielton	WLT	Under Review		6.5	-	480	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Buy	80.0	56.5	42%	1,682	15.2	10.3	8.8	6.0	4.9	4.6	5%	4%	5%	72
Wittchen	WTN	Sell	16.0	16.7	-4%	309	10.8	10.0	10.2	5.0	5.1	4.8	0%	5%	6%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	10.7	12%	1,110	5.8	67.9	37.6	5.5	4.8	4.0	0%	0%	0%	75
XTB	XTB	Buy	94.6	70.0	35%	8,235	10.2	7.6	6.6	5.9	4.4	3.5	8%	7%	10%	32
XTPL	XTP	Buy	100.0	70.9	41%	188	—	—	19.2	—	44.7	9.5	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Buy	30.0	24.0	25%	24,061	28.4	18.2	13.9	8.5	7.1	6.1	—	—	—	—

*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 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.