

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE

CD PROJEKT: Wyniki za 3Q25: Cyberpunk osiąga kolejny milestone i pomaga w przebicciu oczekiwań, nieogłoszony projekt w zaawansowanej fazie [lekko pozytywne]

ECHO INVESTMENT: Wyniki 3Q25: powyżej oczekiwań, pierwszy zysk netto od ponad roku [pozytywne]

RAINBOW TOURS: Wyniki 3Q25: niższa erozja marży i solidny performance dodatkowych biznesów [pozytywne]

CREOTECH INSTRUMENTS: Wyniki za 3Q25: Przychody lekko poniżej oczekiwań, kwartał bez istotnych kamieni milowych [lekko negatywne]

CI GAMES: Wyniki za 3Q25: Poniżej oczekiwań, wzrost długu netto [negatywne]

FINANSE

PKO BP: Brak dodatkowego wymogu kapitałowego (P2G) dla banku

MBANK: Przeprowadzenie emisji senioralnych obligacji nieuprzywilejowanych w formie zielonych obligacji o wartości nominalnej 500mln EUR

ALIOR BANK: KNF zaleciła bankowi utrzymywanie dodatkowego narzutu kapitałowego

BOŚ: KNF zaleciła bankowi utrzymywanie dodatkowego wymogu kapitałowego P2G w wysokości 4,50 p.p. na poziomie jednostkowym oraz 4,00 p.p. na poziomie skonsolidowanym

PALIWA I CHEMIA

ORLEN/ENERGA: Zaproszenie do sprzedaży pozostałych akcji Energa za 18.87 PLN/akcję (11.7% premii do kursu) [lekko pozytywne]

KONSUMENT

SKLEPY MAŁOFORMATOWE: Dynamika sprzedaży w sklepach małoformatowych do 300m2 we październiku'25: -1,2% r/r

LOGISTYKA I TRANSPORT

RYNEK KURIERSKI: DHF eCommerce przygotowało 8 tys. automatów paczkowych na świąteczny szczyt zakupowy

TMT

AILLERON: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [neutralne]

DATAWALK: Kolejna sprzedaż do Morgan Stanley

TEXT: Zarząd zwrócił się do rady nadzorczej z wnioskiem w sprawie wyrażenia zgody na wypłatę 1,15 PLN na akcję zaliczki na poczet dywidendy za 2025/26

GAMING

HUUUGE: Ekspansja DTC robi wrażenie [lekko pozytywne]

BLOOBER TEAM: Sprzedaż Cronosa przekroczyła 0.5 mln [lekko pozytywne]

INDUSTRIALS

SAAB: Szwecja zostanie partnerem Polski w pozyskaniu 3 okrętów podwodnych w programie „Orka”

CREOTECH INSTRUMENTS: Zaakceptowanie przez ESA dokumentacji w ramach przeglądu projektu CAMILA

XTPL: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [neutralne]

RYNEK DEFENCE: Czechoslovak Group (CSG) planuje zwiększenie obecności w Polsce

BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

DEVELIA: Spółka planuje przeprowadzić emisję obligacji najpóźniej do końca 1Q26

LOKUM DEWELOPER: Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu

HEALTHCARE & BIOTECH

CAPTOR THERAPEUTICS: Spółka widzi szanse na zawarcie jednej lub dwóch umów partnerskich, które wyeliminowałyby potrzebę emisji akcji w 1H26 – dyrektor ds. finansowych

MABION: Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

CD PROJEKT (Buy; PLN 307)

Wyniki za 3Q25: Cyberpunk osiąga kolejny milestone i pomaga w przebiciu oczekiwań, nieogłoszony projekt w zaawansowanej fazie [lekko pozytywnie]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons. BBG	Cons. PAP
Revenues	228	333	226	217	349	53%	61%	309	267	326
RED	181	276	181	174	303	67%	74%	263		
GOG	49	62	49	46	49	-1%	7%	50		
eliminations	-3	-5	-3	-3	-3			-4		
EBITDA	111	174	112	89	212	91%	139%	168	153	185
adj. EBITDA	117	181	120	101	232	98%	130%	180		
EBIT	81	145	96	72	195	141%	169%	151	121	169
Net profit	78	222	86	69	193	148%	181%	153	131	163
adj. Net profit	85	228	94	81	213	152%	164%	165		
Selling costs	29	45	32	46	40	38%	-12%	42		
G&A costs	57	85	53	49	64	13%	31%	63		
Other operating items, net	3	1	0	4	5	83%	23%	4		
OCF	117	153	151	99	237					
Net debt	-1,392	-1,448	-1,481	-1,418	-1,392					
P/E adj. 12M trailing	54.9	51.1	52.2	51.8	40.9					
EV/EBITDA adj. 12M trailing	38.6	46.7	46.2	45.9	37.6					
adj. EBITDA margin	51.6%	54.3%	53.0%	46.6%	66.5%					
EBIT margin	35.4%	43.5%	42.2%	33.4%	55.8%				45.2%	51.7%
adj. Net profit margin	37.2%	68.6%	41.4%	37.3%	61.1%				49.1%	50.1%

Source: Company, Trigon

#Dane finansowe

- W 3Q25 przychody projektów z IP Cyberpunk’a wyniosły aż 251 mln PLN (ponad dwa razy więcej niż poprzednim kwartale i przed rokiem), a gier z trylogii Wiedźmina 26 mln PLN;
- Adj. EBITDA była zdecydowanie lepsza naszych oczekiwań i konsensusu (232 mln PLN vs nasze oczekiwania 180 mln PLN);
- Poziom rezerw finansowych na koniec 3Q25 wyniósł 1,408 mln PLN, co oznacza tylko niewielki spadek q/q pomimo wypłaty dywidendy i przeprowadzenia skupu akcji na łączną wartość 122 mln PLN);
- Capex na gry wyniósł 118 mln PLN. OCF wyniósł 237 mln PLN, FCF 95.4 mln PLN.

Podsumowanie konferencji wynikowej

#Cyberpunk 2077

- Wolumen sprzedaży przekroczył 35 mln (organiczna sprzedaż, bez pobrań w ramach PS Plus);
- Uczestnictwo w PS Plus dało istotny jednorazowy efekt przychodowy, jednocześnie stworzyło dodatkową bazę pod sprzedaż DLC na PS. Oprócz tego wspierająca była sprzedaż gry na nowych platformach NS2 i Macu;

#Development

- Zespół Cyberpunk 2 w Bostonie liczy ok. 80 osób (głównie senior i lead, ok. 50 w innych lokalizacjach). W ciągu dwóch lat zespół ma ulec podwojeniu (do łącznego poziomu ponad 300 devów), przy docelowym podziale headcount ok. 50% Boston vs reszta w studiach w Vancouver i Warszawie;
- Projekt jest w fazie preprodukcyjnej, jest jeszcze za wcześnie na ogłaszanie planów wejścia w kolejną fazę;
- Wiedźmin 4 pozostaje w fazie pełnoskalowej produkcji. Sirius również jest w fazie produkcji, Hidar pozostaje w fazie definiowania uniwersum;
- Ok. 100 osób od Fool’s Theory pracuje nad jednym z nieogłoszonych projektów, mniejsza grupa wspiera rozwój Wiedźmina 4 i remake’u Wiedźmina 1;
- Spółka podtrzymuje plany wydania trylogii Wiedźmińskiej w 6-letnim okienku;
- Współpraca ze Scopely przy projekcie mobilnym jest na bardzo wczesnym etapie;

#Program motywacyjny

- Cel wynikowy na pierwszej fazie PM (2023-26 – 2 mld skorygowanego zysku netto) zarząd ocenia cel jako ambitny, ale możliwy do osiągnięcia przy realizacji planów i potencjalnym wpływie wypuszczenia nowej zawartości planowanej na kolejny rok;

#Marketing

- Przedstawiciele spółki będą obecni podczas tegorocznego The Game Awards (W4 nominowany w kategorii Most Anticipated Game), ale studio nie będzie prezentować żadnych nowych treści dot. swoich projektów podczas eventu.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	111,678	1.1%	0%	41%
WIG20	3,004	1.2%	1%	37%
mWIG40	7,994	0.9%	-2%	33%
sWIG80	29,131	0.9%	-3%	24%
PX (Prague)	2,487	0.2%	6%	47%
BUX (Budapest)	109,827	1.1%	4%	39%
BET (Bucharest)	22,810	-0.4%	1%	34%
BIST30 (Istanbul)	11,910	0.9%	0%	12%
DAX	23,726	1.1%	-2%	23%
FTSE 100	9,692	0.9%	0%	17%
STOXX Europe 600	574	1.1%	0%	14%
S&P 500	6,813	0.7%	-1%	14%
NASDAQ 100	25,237	0.9%	-3%	22%
Nikkei 225	50,167	1.8%	-1%	32%
Shanghai Comp	3,871	-0.2%	-3%	17%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	4.6%	3.9	-18.8	-66.0
PL 10Y bond yield	5.2%	3.5	-14.6	-40.9
CZ 10Y bond yield	4.6%	0.4	20.2	57.7
HU 10Y bond yield	7.0%	-1.0	27.0	71.0
RO 10Y bond yield	6.9%	0.5	-16.3	-33.1
WIBOR 3M	4.2%	0.0	-25.0	-163.0
EURIBOR 3M	2.1%	0.7	-0.6	-91.9

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.65	0.1%	0.5%	-11.5%
EUR/PLN	4.23	0.1%	0.1%	-1.6%
EUR/USD	1.16	0.0%	-0.5%	9.7%
GBP/PLN	4.84	-0.1%	0.2%	6.8%
CZK/PLN	0.18	0.0%	-0.7%	-2.8%
HUF/PLN	0.011	-0.1%	-1.8%	-6.0%
RON/PLN	0.83	0.0%	0.1%	3.9%
CNY/PLN	0.52	0.0%	-0.9%	9.0%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,152	-0.3%	4%	57%
Silver (USD/toz)	53.5	0.2%	14%	78%
Copper (USD/t)	10,975	1.5%	0%	22%
Zinc (USD/t)	3,057	2.1%	1%	-1%
Molybdenum (USD/lb)	22.2	0.0%	-11%	3%
Iron ore (USD/t)	105	0.0%	-1%	2%
HCC (USD/t)	198	-0.5%	-2%	-16%
HRC EU (EUR/t)	610	0.0%	3%	8%
Brent crude oil (USD/bbl.)	62.9	-0.4%	-4%	-14%
CO2 (EUR/t)	81.7	-0.2%	4%	14%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	29.4	0.2%	-8%	-38%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	87	0.3%	-1%	-12%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	451	0.7%	4%	4%
Shanghai Freight Index	1,394	-4.0%	6%	-38%

ECHO INVESTMENT (Buy; PLN 7.0)

Wyniki 3Q25: powyżej oczekiwań, pierwszy zysk netto od ponad roku [pozytywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	317.8	276.6	94.6	370.3	721.4	127%	95%	631.9	628.6
Residential	247.4	166.0	16.3	297.4	594.9	140%	100%	556.9	
Commercial	62.3	60.1	54.0	57.9	62.1	0%	7%	50.0	
Revaluations	-8.0	28.8	-34.1	-115.4	-36.4	-	-	-38.0	
EBIT	32.9	53.0	-65.6	-55.5	147.0	347%	-	112.9	124.7
Residential	40.2	12.1	-46.9	54.2	153.2	281%	183%		
Commercial	-13.2	34.1	-22.9	-108.9	-17.6	-	-		
adj. EBIT	40.9	24.2	-31.5	59.9	183.4	348%	206%	150.9	
Financial costs, net	-37.1	-49.4	-30.4	-54.7	-45.8	-	-	-49.6	
JV	9.9	32.3	-3.2	2.3	-0.7	-	-	-9.0	
Minorities	8.7	7.8	-8.4	8.1	1.4	-84%	-83%	-0.2	
Net profit	-13.2	-12.2	-85.4	-113.6	56.4	-	-	44.2	51.7
Gross Margin	32.2%	35.9%	34.6%	35.0%	36.6%	4.4pp	1.6pp	35.6%	
Residential	35.0%	38.2%	18.2%	34.6%	37.1%	2.1pp	2.4pp	35.0%	
Commercial	16.6%	26.7%	40.9%	37.7%	48.8%	#####	#####	40.0%	
Rev. per apartment (PLNk)	726	639	679	783	833	15%	6%		
Handovers (apartments)	341	260	24	380	714	109%	88%		
Pre-sales (apartments)	589	725	530	632	632	7%	0%		
OCF	8	235	-179	290	-74	-	-		
Net debt	2,934	2,761	3,197	2,768	2,774	-5%	0%		
P/E 12M trailing	65.8	-	-	-	-				
P/BV	1.18	1.19	1.25	1.34	1.28				
EBIT margin	10.4%	19.1%	-	-	20.4%	#####	-	17.9%	19.8%
adj. EBIT margin	12.9%	8.7%	-	16.2%	25.4%	13pp	9.3pp	23.9%	
Net profit margin	-	-	-	-	7.8%	-	-	7.0%	8.2%

Source: Company Data, Trigon

RAINBOW TOURS (Buy; PLN 215)

Wyniki 3Q25: niższa erozja marży i solidny performance dodatkowych biznesów [pozytywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	1,737	724	870	928	1,957	13%	111%	1,880	1943
EBITDA	216	32	76	41	211	-2%	421%	191	192
EBIT	210	26	70	33	204	-3%	513%	183	184
Net profit	160	25	60	25	160	0%	539%	139	142
Gross margin	19.9%	15.9%	17.4%	14.0%	18.2%	-1.6pp	4.2pp	17.5%	
Tour operator	18.8%	16.6%	17.5%	13.1%	16.3%	-2.5pp	3.2pp	15.9%	
SG&A ratio	7.7%	11.4%	9.3%	10.6%	7.8%	0.1pp	-2.7pp	7.7%	
Tour operator	7.6%	11.7%	9.0%	9.7%	7.1%	-0.5pp	-2.6pp	7.3%	
EBITDA margin	12.4%	4.5%	8.7%	4.4%	10.8%	-1.6pp	6.4pp	10.2%	9.9%
EBIT margin	12.1%	3.6%	8.0%	3.6%	10.4%	-1.7pp	6.8pp	9.7%	9.5%
Net profit margin	9.2%	3.5%	6.8%	2.7%	8.2%	-1.0pp	5.5pp	7.4%	7.3%
OCF	149	15	19	217	169	13%	-22%		
Net debt	-342	-194	-185	-347	-420	-	-		
P/E 12M trailing	7.0	6.5	6.1	6.8	6.8				
EV/EBITDA 12M trailing	4.2	4.4	4.1	4.1	4.0				

Source: Company, Trigon

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	1989	1728.3	1741.7	1836.2	114%
WIG20	1677.4	1527.3	1487.5	1592.4	113%
WIG40	250.4	262.8	252.8	278.6	99%
sWIG80	72.7	46.2	59.0	53.8	123%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
KGH	245.5	BFT	37.4	PXM	4.3
PEO	171.6	TPE	34.8	RVU	4.1
PKN	166.3	ACP	23.4	AST	3.3
PKO	136.9	MIL	18.4	ELT	2.8
ALE	120.8	XTB	14.5	CTX	2.7
CCC	108.0	ENA	8.2	COG	2.5
PZU	97.7	DOM	6.4	SLV	2.5
LPP	92.5	APR	5.4	BMC	2.2
CDR	86.3	RBW	4.9	ECH	1.5
ZAB	76.8	SNT	4.4	TOR	1.1

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
CCC	207%	DOM	479%	ARH	648%
CDR	156%	HUG	304%	SKA	484%
KGH	156%	RVU	257%	ALL	444%
KTY	155%	BFT	233%	CTX	413%
LPP	145%	APR	136%	AST	358%
PEO	136%	SLV	130%	ACG	277%
MBK	134%	SNT	122%	AMC	259%
KRU	116%	RBW	119%	RVU	257%
PZU	108%	11B	115%	BCX	226%
SPL	108%	ASB	115%	CLN	221%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			WIG20 Worst		
CDR	243	5.0%	CCC	128.0	-5.1%
MBK	1,043	3.5%	ZAB	23	-2.2%
KGH	205.0	3.4%	PBO	28	-1.4%
LPP	17,305	2.8%	DNP	42	-0.4%
ALE	32	2.5%	BDX	626.8	-0.3%
Best			mWIG40 Worst		
RVU	28.2	10.2%	GPP	54.0	-3%
BFT	3,470.0	5.5%	CIG	3.0	-2.5%
SLV	46.4	5.5%	ENA	19.9	-1.6%
PXM	6.1	3.7%	LWB	20.1	-1.0%
HUG	24.0	3.4%	WPL	57.0	-0.9%
Best			sWIG80 Worst		
CTX	60.4	11.9%	CIG	3.0	-2%
RVU	28.2	10.2%	ARH	45.6	-1.9%
MOC	6.5	6.4%	WTN	16.6	-1.8%
SLV	46.4	5.5%	CLC	5.7	-1.7%
BLO	24.7	4.2%	ALL	14.9	-1.6%

CREOTECH INSTRUMENTS (Buy; PLN 450)

Wyniki za 3Q25: Przychody lekko poniżej oczekiwań, kwartał bez istotnych kamieni milowych [lekko negatywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	5.9	12.6	25.5	48.9	20.6	252%	-58%	28.1	23.7
Grants	2.2	2.4	3.2	3.3	4.0	82%	19%	3.3	
Products, incl:	3.7	10.2	22.3	45.6	16.7	352%	-63%	24.9	
Space	-	6.7	18.8	43.2	13.0	-	-70%	21.8	
Quantum/Science	3.4	2.6	2.4	1.9	3.2	-6%	65%	2.5	
Electronics	1.1	0.9	1.1	0.3	0.1	-88%	-58%	0.5	
Operating costs*	13.6	18.3	23.6	46.0	30.8	126%	-33%	32.4	
Employment costs	7.4	8.7	9.3	11.6	10.6	43%	-8%	12.6	
Services & materials**	3.8	7.2	10.9	30.2	16.1	320%	-47%	14.3	
EBITDA	-6.1	-5.7	4.5	6.4	-5.1	-	-	-0.5	-1.0
Space	-2.7	0.4	7.9	12.1	2.4	-	-81%	4.3	
Quantum/Science	-1.0	-1.3	-1.6	-1.9	-4.0	-	-	0.0	
Electronics	0.4	0.2	0.4	0.2	0.1	-87%	-74%	0.0	
EBIT	-8.0	-7.7	1.4	2.6	-8.7	-	-	-4.3	-4.8
Net profit	-7.0	-5.9	1.4	2.1	-6.6	-	-	-3.8	-4.1
EBITDA margin	-	-	17.7%	13.0%	-	-	-	-	-
Space (products)	-	6.1%	42.2%	28.1%	18.0%	-	-10pp	-	-
EBIT margin	-	-	5.4%	5.3%	-	-	-	-	-
Net profit margin	-	-	5.5%	4.4%	-	-	-	-	-
OCF	-3.1	-13.5	13.0	41.8	-29.0	-	-	-	-
Net debt	-27.6	-9.9	-84.0	-120.8	-86.6	-	-	-	-
Cash	51.2	32.4	106.0	142.9	108.1	111%	-24%	-	-
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	-	5464	-	-	-	-
EV/Sales 12M trailing	29.7	28.7	18.1	9.8	8.8	-	-	-	-

Source: Company, Trigon; *excl. change in product status, **Third-party services & energy, material costs

- Spółka informuje, że do końca 3Q25 zafakturowano ~14% wartości kontraktu Mikroglob;
- Oddanie do użytkowania inwestycji zapewnia produkcyjnego planowane jest na koniec 2025 roku po uzyskaniu pozwolenia na użytkowanie;
- Creotech spodziewa się, że dzisiaj zostanie upubliczniona przez Rząd RP oficjalna informacja na temat polskiej kontrybucji do wspólnego budżetu ESA (26-27 listopada 2025 roku w Bremie trwa Rada Ministerialna Europejskiej Agencji Kosmicznej);

CI GAMES (Sell; PLN 2.07)

Wyniki za 3Q25: Poniżej oczekiwań, wzrost długu netto [negatywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E
Revenues	10.6	11.9	16.3	24.9	10.7	2%	-57%	14.8
EBITDA	2.1	3.3	7.9	16.4	-2.5	-	-	6.5
adj. EBITDA	2.1	3.3	7.9	16.4	-2.5	-	-	6.5
EBIT	-1.2	-5.8	-0.9	9.1	-9.9	-	-	0.4
Net profit	-2.1	-7.4	1.0	9.0	-10.0	-	-	-0.1
Adj. Net profit	-2.1	-7.4	1.0	9.0	-10.0	-	-	-0.1
OCF	50.5	10.3	16.3	20.2	6.9	-	-	-
Net debt	-1.0	0.5	4.8	7.7	23.0	-	-	-
P/E 12M trailing	28.7	-	-	1,088	-	-	-	-
EV/EBITDA adj. 12M trailing	4.2	12.6	13.8	18.8	22.9	-	-	-
EBITDA margin	19.7%	27.7%	48.6%	65.9%	-	-	-	-
EBIT margin	-	-	-	36.6%	-	-	-	-
Net profit margin	-	-	6.2%	36.0%	-	-	-	-

Source: Company data, Trigon

FINANSE**PKO BP (Buy; PLN 95)**

Brak dodatkowego wymogu kapitałowego (P2G) dla banku

MBANK (Sell; PLN 880)

Przeprowadzenie emisji senioralnych obligacji nieuprzywilejowanych w formie zielonych obligacji o wartości nominalnej 500mln EUR

- Stopa redukcji w zapisach wyniosła 88,61%;
- Euroobligacje wyemitowane są na okres 6,25 lat z zastrzeżeniem, że bank będzie mógł dokonać wcześniejszego wykupu po upływie 5,25 lat.

ALIOR BANK (Buy; PLN 131)

KNF zaleciła bankowi utrzymywanie dodatkowego narzutu kapitałowego

- Nadzór zalecił bankowi utrzymywanie dodatkowego narzutu kapitałowego w celu zaabsorbowania potencjalnych strat wynikających z wystąpienia warunków skrajnych w wysokości 2,73 p.p. na poziomie jednostkowym oraz 2,26% na poziomie skonsolidowanym.

BOŚ

KNF zaleciła bankowi utrzymywanie dodatkowego wymogu kapitałowego P2G w wysokości 4,50 p.p. na poziomie jednostkowym oraz 4,00 p.p. na poziomie skonsolidowanym

PALIWA I CHEMIA

ORLEN (Hold; PLN 97.6)/ENERGA

Zaproszenie do sprzedaży pozostałych akcji Energa za 18.87 PLN/akcję (11.7% premii do kursu) [lekko pozytywne]

Zarząd i RN wyrazili zgodę na skierowanie zaproszenia przez Orlen do sprzedaży 37.578474m akcji (pozostałych 9.08%) spółki Energa za 18.87 PLN/akcję (11.7% premii względem wczorajszego zamknięcia), zmierzając do nabycia 100% akcji spółki Energa.

Przyjmowanie ofert potrwa od 1 do 17 grudnia b.r.

„Decyzja zarządu i rady nadzorczej spółki obejmuje także możliwość nabywania przez Orlen akcji Energa na rynku regulowanym, w szczególności w drodze transakcji pakietowych, lub poza rynkiem regulowanym od sesji giełdowej 27 listopada 2025 roku"

UKNF poinformował, że prowadzi czynności wyjaśniające dotyczące planów Orlenu w sprawie zwiększenia zaangażowania w spółce Energa do 100%

KONSUMENT

SKLEPY MAŁOFORMATOWE

Dynamika sprzedaży w sklepach małoformatowych do 300m2 we październiku'25: -1,2% r/r

	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25
Small format* sales y/y	3.9%	4.5%	2.0%	1.1%	-0.5%	-0.4%	8.3%	-2.7%	-0.8%	-1.3%	0.1%	0.6%	-1.2%
Small format* sales m/m	3.8%	-9.4%	5.6%	-11.1%	-4.9%	16.0%	4.1%	2.0%	0.3%	2.9%	0.7%	-9.3%	-9.3%
Average basket value (PLN)	25.61	26.82	28.94	26.72	26.96	26.04	26.04	26.55	26.05	26.05	26.24	25.60	27.20
Change in basket value y/y	9.0%	11.0%	7.0%	8.9%	13.0%	5.4%	12.8%	10.2%	8.3%	6.6%	7.3%	5.6%	6.2%
Implied volume change y/y	-4.7%	-5.9%	-4.7%	-7.1%	-11.9%	-5.5%	-4.0%	-11.7%	-8.4%	-7.4%	-6.7%	-4.7%	-7.0%
Reported no. of transactions** y/y	-5.0%	-5.9%	-4.9%	-7.0%	-12.0%	-5.9%	-5.9%	-12.0%	-8.0%	-8.0%	-7.0%	-2.0%	-7.0%
Supermarkets*** sales y/y	9.0%	9.0%	4.7%	6.7%	6.6%	-3.8%	20.5%	9.9%	6.0%	9.8%	8.1%	10.2%	11.3%
Supermarkets vs small format (pp)	5.1pp	4.5pp	2.7pp	5.6pp	7.1pp	-3.4pp	12.2pp	12.6pp	6.8pp	11.1pp	8.0pp	9.6pp	12.5pp
Supermarkets*** sales m/m	11.6%	-9.6%	17.3%	-18.4%	-2.1%	12.8%	6.8%	-7.0%	-3.2%	8.1%	-0.3%	-4.2%	2.0%
Small format* sales m/m (01.2019=100)	98.8	89.5	94.5	84.0	79.9	92.7	96.5	98.4	98.7	101.6	102.3	92.8	84.1
Supermarkets*** sales m/m (01.2019=100)	146.8	132.7	155.6	127.0	124.3	140.3	149.8	139.3	134.8	145.8	145.3	139.2	142.0
CPI - food & non-alc. drinks y/y	4.9%	4.8%	4.8%	5.5%	6.2%	6.7%	5.3%	5.5%	4.9%	4.9%	4.9%	4.2%	3.4%
CPI - alcohol & tobacco y/y	4.3%	3.9%	3.3%	4.3%	5.1%	5.8%	6.1%	6.3%	6.7%	6.5%	6.6%	6.8%	7.0%

Source: PIH, CMR Panel, Trigon *Small format shops include grocery shops up to 300 m2 and specialty alcohol shops, **Number of receipts, ***Stores 301-2500 m2 ex. discounters

- Klienci sklepów małoformatowych kupili w październiku'25 o 8% r/r mniej litrów napojów gazowanych i wody butelkowanej oraz o 10% r/r mniej litrów soków i napojów niegazowanych;

- Rzadziej kupowano piwo (liczba paragonów z piwem -11% r/r), wódki czyste (liczba paragonów -7% r/r), a także whisky i wino;

- Lepiej niż przed rokiem radziły sobie napoje o niższej zawartości alkoholu: „wódki” smakowe (płaskie r/r), drinki (liczba paragonów +16% r/r), a także wina bezalkoholowe;

- Spadki sprzedaży zanotowała większość kategorii nikotynowych: niemal całkowity spadek sprzedaży elektronicznych papierosów jednorazowych i podów do wielorazowych papierosów elektronicznych (po nowej opłacie akcyzowej), wolumen tradycyjnych papierosów -12% r/r, wzrosty w saszetkach i płynach do elektronicznych papierosów.

LOGISTYKA I TRANSPORT

RYNEK KURIERSKI

DHL eCommerce przygotowało 8 tys. automatów paczkowych na świąteczny szczyt zakupowy

- W sumie DHL udostępni klientom 24 tys. punktów, w których można odebrać przesyłkę.

Parcel machines in Poland

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	y/y	4Q25
InPost	21,969	22,654	23,470	24,340	25,269	25,949	26,557	27,332	12%	
DPD	6,200	7,000	8,000	8,300	9,069	9,939	10,819	12,000	45% target 12k	
Orlen	4,277	5,021	6,000	6,056	6,183	6,236	6,492	7,236	19%	
Allegro	3,500	3,500	3,800	4,000	4,562	5,034	5,789	7,050	76% target >8k	
DHL	2,000	3,000	3,000	4,000	5,000	5,000	5,000	7,500	88%	
Poczta Polska	800	800	800	1,131	1,445	1,709	1,967	2,136	89%	
InPost share	57%	54%	52%	51%	49%	48%	47%	43%		

Source: Cashless.pl, operators, Trigon estimates

TMT

AILLERON (Buy; PLN 19)**Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [neutralne]**

- Spółka buduje nowy produkt, który ma być 'hitem' na rynku banków detalicznych w Polsce (marketplace w obszarze fintech dla banków detalicznych ułatwiający korzystanie z usług bankowych);
- Wydzielenie usług związanych z wynajmem przestrzeni biurowej do oddzielnej spółki jest zgodne ze strategią grupy wydzielenia działalności non-core;
- W tym tygodniu spółka może zaraportować kolejny kontrakt dotyczący produktu LiveBank dla dużego klienta w Polsce;
- Spółka jest też w procesie podpisywania umowy z jednym z europejskich banków na dostarczenie specjalistycznych usług, oraz finalizuje wdrożenie w branży leasingowej;
- W 4Q24 w Fintechu były kwestie one-offowe (na plus), na dziś trudno powiedzieć czy 4Q25 będzie gorszy czy lepszy niż przed rokiem. Cały rok 2026 powinien być zyskowy dla Fintechu jeśli nie nadejdzie spowolnienie na rynku;
- Wpływ osłabienia USD i EUR na przychody w 1-3Q25 to odpowiednio -8,1mln PLN i -2,2mln PLN i łącznie 6mln PLN na EBIT;
- Rozliczenie ulgi za 2022-23 (B+R) w Software Mind pozytywny cashowy wpływ w wysokości 11,4mln PLN;
- Pozostało jeszcze rozliczenie ulgi B+R za rok 2024, ale będzie to już znacząco mniejsza wartość niż za okres 2022-23;
- W budżecie na 2026 spółka uwzględni optymalizację kosztów.

DATAWALK**Kolejna sprzedaż do Morgan Stanley**

- Morgan Stanley wykorzystuje system DataWalk do stworzenia korporacyjnej platformy w dziale compliance, stosując technologię grafu wiedzy (knowledge graph) do analityki przestępstw finansowych.
- Przedłużona na kolejny rok licencja ma umożliwić uruchomienie systemu w szerszym zakresie działania w ramach finalizacji pierwszego etapu współpracy.

TEXT**Zarząd zwrócił się do rady nadzorczej z wnioskiem w sprawie wyrażenia zgody na wypłatę 1,15 PLN na akcję zaliczki na poczet dywidendy za 2025/26**

- Planowany dzień ustalenia akcjonariuszy uprawnionych do zaliczki to 9 lutego 2026 roku, a planowany dzień wypłaty zaliczki to 16 lutego 2026 roku;
- DY=2,5%.

GAMING

HUUUGE (Buy; PLN 27.3)**Ekspansja DTC robi wrażenie [lekko pozytywne]**

- W listopadzie udział kanału DTC przekroczył 38%, a w pojedynczych dniach przekraczał 40%. Zarząd widzi wciąż istotną przestrzeń do dalszego rozwoju tego kanału;
- Rynek social casino skurczy się w całym roku o 5.5%. Spółka odczuwa spadki DAU przy wzrostach ARPDAU/ARPPU, co pokazuje siłę i lojalność płaćcej bazy graczy;
- Kluczowe aktualizacje funkcji i ekonomii gry mające poprawić KPI są skoncentrowane w 4Q, w tym duża poprawa ekonomii i nowa warstwa zaangażowania HUUUGE Dash, z pierwszymi pozytywnymi sygnałami;
- Poziom UA w 4Q w odniesieniu do przychodów będzie na podobnym poziomie jak w 3Q. Koszt wydarzenia dla graczy VIP, który miał miejsce w 3Q, to kilkaset tys. USD (mniej niż 1 mln USD);
- Na 2026 nie budżetuje się istotnych kosztów organicznego rozwoju iGaming – przy priorytecie M&A nakłady na własne budowanie produktu mają być niematerialne. Zespół M&A pozostaje bardzo aktywny, widzi sporo potencjalnych podmiotów pod transakcję;
- Efektywna stopa podatkowa była wysoka w kwartale ze względu na wpływ odroczonego podatku;
- Podtrzymanie guidance: zarząd oczekuje odbicia przychodów w listopadzie i grudniu (efekt sezonowości i update'ów), w całym roku oczekuje znacznego spadku wydatków na marketing, podobnie jak w przypadku pozostałych kosztów operacyjnych. Przekłada się to w całym roku na poprawę adj. EBITDA i marży operacyjnej.

BLOOBER TEAM (Buy; PLN 36)**Sprzedaż Cronosa przekroczyła 0.5 mln [lekko pozytywne]**

INDUSTRIALS

SAAB (Buy; SEK 640)**Szwecja zostanie partnerem Polski w pozyskaniu 3 okrętów podwodnych w programie „Orka”**

- Oferta szwedzkiego rządu dotyczy okrętów podwodnych Saab A26;
- Wartość kontraktu według Polskich władz ma przekraczać 10mld PLN (>26mld SEK);
- Według szefa MON jeszcze w tym roku ma zostać zawarta umowa między rządami Polski i Szwecji, a możliwy termin podpisania umowy wykonawczej na dostawę okrętów to 2Q26;
- MON informuje, że możliwy termin dostaw pierwszego okrętu podwodnego to 2030 rok;
- Kosiniak-Kamysz podkreślił, że oferta wiąże się także z dodatkowymi inwestycjami w polski przemysł, m.in. wyposażeniem polskich stocznii w kompetencje do serwisowania okrętów, a także ze zobowiązaniem Szwecji do zakupów polskiego uzbrojenia;
- Oferta Szwecji wiąże się również też z tzw. gap fillerem, czyli rozwiązaniem pomostowym, zanim gotowe okręty trafią na wyposażenie Marynarki Wojennej – od 2027 roku polscy marynarze mają uzyskać dostęp do okrętu szkoleniowego;
- Saab informuje, że na obecny moment nie podpisał jeszcze żadnego kontraktu ani nie otrzymał żadnego twardego zamówienia;
- [LINK](#) do wystąpienia szefa MON.

CREOTECH INSTRUMENTS (Buy; SEK 640)**Zaakceptowanie przez ESA dokumentacji w ramach przeglądu projektu CAMILA**

- Spółka otrzymała od ESA informację o zaakceptowaniu pozostałej części dostaw w ramach przeglądu Requirements Key Point projektu CAMILA i tym samym zamknięciu przeglądu z sukcesem;
- Z tytułu tej akceptacji Spółce przysługuje uzupełniające wynagrodzenie od ESA w wysokości 1,16mln EUR;
- Pełna wartość wynagrodzenia w ramach przeglądu Requirements Key Point sumuje się do 4,34mln EUR, przy czym ~35% tego wynagrodzenia przysługuje bezpośrednio Spółce, a pozostała kwota obejmie wynagrodzenie dla podwykonawców w projekcie.

XTPL (Buy; PLN 100)**Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q25 [neutralne]**

- Dostarczone DPS YTD (do 26.11.2025) to 10szt. (implikuje obecnie brak dostarczonych urządzeń po 30.09), zamówione urządzenia YTD 9szt.;
- Moduły UPD zamówione YTD to 8szt.;
- XTPL ma być blisko zatwierdzenia współpracy z podmiotem do outsourcingu produkcji urządzeń DPS, podmiot ma pochodzić z północnej Europy;
- Podmiot francuski, Hummink (nanodruk / mikronadruk) miał w listopadzie '25 otrzymać ~15mln EUR w ramach rundy współfinansowanej przez francuskie instrumenty państwowe, nie jest bezpośrednim konkurentem XTPL, ma pokazywać zdaniem CEO rosnące znaczenie branży;
- #Pozycja gotówkowa**
- XTPL kontynuuje cztery równoległe procesy nakierowane na zabezpieczenie finansowania na 2026 rok (finansowanie dłużne, dotacje, mniejszościowy inwestor strategiczny, emisja akcji);
- Trwają rozmowy z dwoma międzynarodowymi podmiotami w kwestii potencjalnej inwestycji w Spółkę;
- Obecny stan środków pieniężnych i należności ma pozwolić Spółce na ciągłość finansową do 2Q26;
- XTPL spodziewa się zasilenia z długu i dotacji w 2H26, droga podwyższenia kapitału z potencjalnym udziałem inwestora strategicznego ocenia jako najszybszą do zrealizowania;
- W ramach finansowania dłużnego Spółka ma rozmawiać o ticket wartości 10-15mln EUR;
- Potencjalny wpływ gotówki po pozytywnym rozpatrzeniu wniosku o dotacje FENG mógłby nastąpić w 2H26;

#Wdrożenia przemysłowe

- Zarząd oczekuje kolejnego zamówienia na moduły UPD w ramach pierwszego wdrożenia w Chinach jeszcze w obecnym roku, najpóźniej na początku przyszłego roku;
- Spółka widzi łączny potencjał w ramach pierwszego wdrożenia na 50-60szt. modułów UPD;
- Partner z Tajwanu ma mieć największy potencjał jeżeli chodzi o skalę współpracy, ale proces ewaluacji technologii do etapu wdrożenia przemysłowego będzie wolniejszy z uwagi na charakter branży półprzewodników;
- Zarząd ocenia za mało prawdopodobne kolejne wdrożenia przemysłowe jeszcze w tym roku, chce osiągnąć 2 kolejne wdrożenia przemysłowe (po Chinach) w 2026;
- W najbliższych latach w ramach modułów UPD Spółka planuje się koncentrować na niszy naprawy defektów, ale widzi również zastosowanie UPD w innych funkcjonalnościach w produkcji;

#Delta Printing System

- W 4Q25 mają być dostarczone kolejne urządzenia DPS (>1, oprócz Portugalii);
- XTPL prowadzi obecnie zaawansowane rozmowy z klientami z branży półprzewodników (mikro montaż) i branży defence odnośnie DPS+;
- Spółka oczekuje pierwszej sprzedaży urządzenia DPS+ na początku 2026 roku, z realną kontrybucją do wyników szac. w 3Q26;
- Zarząd oczekuje sprzedaży od 2 do 6szt. urządzeń DPS+ w 2026 roku;

#Outlook

- Spółka spodziewa się silnego wyników 4Q25 i dalszego wzrostu przychodów w 2026 roku;
- Optymalizacja kosztowa dokonywana na przełomie roku ma być bardziej widoczna w 4Q25;
- Zdaniem CFO, breakeven Spółce zapewnią przychody na poziomie 35-40mln PLN;
- Spółka oczekuje istotnej kontrybucji urządzeń DPS+ w 2026 roku, spodziewa się zamówień m.in. z branży zbrojeniowej z USA;
- Spółka widzi największy potencjał jeżeli chodzi o sprzedaż DPS+ w USA, w modułach UPD widzą największy potencjał w Azji (masowa produkcja elektroniki), w Europie mają to być głównie urządzenia DPS dla ośrodków badawczych i uniwersytetów;
- Zarząd podtrzymał strategię na najbliższe lata (cel 100mln PLN sprzedaży komercyjnej w 2028 roku, marża EBITDA >20%).

RYNEK DEFENCE**Czechoslovak Group (CSG) planuje zwiększenie obecności w Polsce**

- CSG rozwija współpracę z PGZ – kontynuacja licencji na produkcję amunicji 155 mm w Mesko, Dezamet i Nitro-Chem, możliwe rozszerzenie na kalibry 120/105/98/60 mm, zapalniki, komponenty;
- Nowe inwestycje – możliwe uruchomienie produkcji amunicji 155 mm w Polsce (analogicznie jak w USA i Ukrainie), rozważana współpraca z Grupą Azoty w zakresie nitrocelulozy;
- Pojazdy opancerzone i specjalne – CSG rozwija Warana 4x4 i Herona 6x6 w kooperacji z HSW (na bazie platform Tatra), planowana produkcja wersji bojowej i ewakuacyjnej dla SZ RP;
- Nowe obszary współpracy – CSG oferuje partnerstwo w zakresie dronów, systemów antydronowych, oprogramowania do pocisków rakietowych i bezałogowców;
- Planowane IPO w Amsterdamie na początku 2026 roku – szac. wartość emisji wg. Bloomberg do 3mld EUR, potencjalna wycena: 30mld EUR;
- Przychody grupy po 3Q25: 4,49mld EUR (+82% r/r), EBIT: 1,1mld EUR (+77% r/r), marża EBITDA: >27%.

BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY**DEVELIA (Buy; PLN 10.0)****Spółka planuje przeprowadzić emisję obligacji najpóźniej do końca 1Q26**

- Termin zapadalności obligacji będzie wynosił do 4 lat.

LOKUM DEWELOPER

Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu

- Spółka zakłada na 2025 rok kontraktację na poziomie ok. 120-150 mieszkań, a w 2026 roku wyższy wynik;
- W przyszłym roku oferta obejmie ok. 500 gotowych mieszkań;
- Nie ma w planach obecnie zakupu nowych gruntów, grupa ma zabezpieczoną działalność na kilka lat;
- Zdaniem prezesa, od kilku kwartałów obserwować na rynku można przewagę podaży nad popytem, a deweloperzy wstrzymują się z rozpoczynaniem nowych inwestycji, ale rynek zmierza do równowagi;
- W 1Q26 grupa planuje rozpoczęcie budowy nowego osiedla przy ul. Góralskiej we Wrocławiu;
- Zarząd nie przedstawia na razie planów dywidendowych na 2025 rok.

HEALTHCARE & BIOTECH

CAPTOR THERAPEUTICS (Buy; PLN 116.2)

Spółka widzi szanse na zawarcie jednej lub dwóch umów partnerskich, które wyeliminowałyby potrzebę emisji akcji w 1H26 – dyrektor ds. finansowych

- Na koniec września '25 spółka dysponowała kwotą 36mln PLN w gotówce i inwestycjach, co wystarczyłoby na pokrycie kosztów działalności do połowy 2026 roku.

MABION (Under Review)

Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu

- Priorytetem spółki pozostaje stabilizacja finansowa oraz poszukiwanie partnerów strategicznych;
- Zakładany w strategii poziom przychodów na 2030 rok jest konserwatywny, a 20-25% przychodów w przyszłym roku pochodzić będzie z nowego biznesu, który jeszcze nie został zidentyfikowany;
- Obecnie spółka skupia się na pełnym wykorzystaniu istniejącego zakładu Mabion I, rozbudowa Mabion II tylko przy uzasadnieniu biznesowym;
- W planach jest ekspansja geograficzna, która zmniejszyłaby zależność spółki od pojedynczego regionu.

POZOSTAŁE INFORMACJE

ARLEN: Podpisanie umowy na dostawę odzieży dla litewskiej straży granicznej

- Spółka złożyła ofertę w przetargu w konsorcjum z firmą Butilora;
- Maksymalna wartość kontraktu to prawie 1,45mln EUR;
- Spółka szacuje, że przy założeniu realizacji pełnego wolumenu, przychody z kontraktu wyniosą ok. 5mln PLN.

ARLEN: Zakłada na 2025 rok dynamika wzrostu przychodów może nie zostać osiągnięta – prezes

BUMECH: Złożenie przez spółkę skargi do Komisji Europejskiej

- Skarga dotyczy pomocy publicznej wykorzystywanej niezgodnie z prawem lub niezgodnie z przeznaczeniem;
- Przedmiotem skargi są mechanizmy wsparcia spółek z wyłącznym udziałem Skarbu Państwa zaburzające uczciwą konkurencję rynkową.

ELEKTROTIM: Przyjęcie strategii na lata 2026-2030

- Cel na '30: przychody na poziomie 1mld PLN, EBITDA nie mniejsza niż 88mln PLN i zysk netto 67mln PLN;
- W ramach polityki dywidendowej spółka chce przeznaczać 50-75% zysku na wypłatę dywidendy w latach 2026-2030;
- Oczekiwana skumulowana wartość dywidend w latach 2026-2030 to od 11 do 16,50 PLN na akcję;
- Dywidenda ma być wypłacana w 3Q roku, po zatwierdzeniu sprawozdania finansowego.

IMS: Zawarcie przez Closer Music Sp. z o.o. umowy handlowej z międzynarodową marką odzieżową

- Umowa dotyczy kompleksowej obsługi muzycznej ok. 1,5 tys. punktów handlowych marki;
- Umowa została zawarta na okres testowym grudzień '25-styczeń '26 i po tym okresie przechodzi na 2-letni czas określony.

NOCTILUCA: Zawarcie umowy typu MTA z czołowym chińskim producentem wyświetlaczy

- Celem współpracy jest sprawdzenie potencjału wdrożenia materiału EIL oraz innych rozwiązań spółki w kolejnych generacjach paneli OLED partnera – w szczególności pod kątem wydłużenia czasu życia urządzeń i poprawy efektywności energetycznej.

PASSUS: Spółka wykupiła od fundacji rodzinnych MR3M oraz ABBEY pierwszą transzę akcji własnych

- Łącznie jest to 208,5 tys. akcji za 5,85mln PLN;
- Skupione akcje zostaną umorzone.

INSIDER TRADING

APATOR

Stella AMP Fundacja Rodzinna w organizacji, podmiot związany z członkiem RN, kupił 4 tys. akcji @ 22,10-22,35 PLN.

KRUK

Członek zarządu objął 11,2 tys. akcji @ 248,96 PLN w ramach programu motywacyjnego na lata 2021-2024.

KRUK

Członek zarządu objął 3 tys. akcji @ 248,96 PLN w ramach programu motywacyjnego na lata 2021-2024.

SCANWAY

Jędrzej Kowalewski Fundacja Rodzinna objęła 100 tys. akcji serii H @ 153,00 PLN.

SOPHARMA

Spółka sprzedała 2,2 tys. akcji @ 2,66 BGN.

ZMIANY W AKCJONARIACIE**CASPAR AM**

Zmniejszenie zaangażowania przez Fundację Rodziną Kasperskich w Organizacji z 9,32% do 0,10% kapitału i głosów.

CASPAR AM

Zwiększenie zaangażowania przez Vultzi Fundacja Rodzinna z 9,99% do 19,13% kapitału

OBLIGACJE**BEST**

Zarząd podjął uchwałę w sprawie emisji obligacji serii AE1 o wartości nominalnej do 100mln PLN. Obligacje mają zostać wykupione w dniu 3 marca 2030 roku.

TRANSAKCJE PAKIETOWE**NEWAG**

Wolumen: 1,8 tys. @ 76,00

% kapitału: 0,00

PKO BP

Wolumen: 55 tys. @ 77,80

% kapitału: 0,00

FINANCIAL RESULTS

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, DVL, APR, HUG, SLV, NEU, CMP, GTC, WTN, CTX, RVU, PBX, CSR, SVE	EUR, TOR, SEL, CRM
24-28	ATT, CRJ	JSW, PGE, ARH, VOT, XTP	CDR, PCF, MUR, CRI, ALL	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	ACP		ITX		
08-12				LPP	
15-19			PCO		
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	104.3	26%	13,617	6.2	8.3	8.2	1.1	1.0	1.0	17%	12%	12%	27
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	142.0	115.0	23%	17,006	6.2	7.7	7.2	1.0	0.9	0.9	16%	12%	13%	—
Erste Bank	EBS	Hold	88.3	92.9	-5%	38,137	11.7	9.6	9.9	1.7	1.5	1.4	14%	15%	14%	80
Handlowy	BHW	Hold	120.0	102.2	17%	13,353	8.5	10.0	10.6	1.3	1.3	1.3	15%	13%	13%	47
ING	ING	Buy	355.0	350.0	1%	45,535	10.4	13.1	11.0	2.3	2.3	2.1	22%	17%	19%	65
Komerční banka	KOMB	Hold	1,110.0	1,165.0	-5%	221,407	13.0	13.0	12.3	1.8	1.8	1.7	13%	13%	14%	87
mBank	MBK	Sell	880.0	1,043.0	-16%	44,354	12.8	12.7	11.0	2.2	1.9	1.7	17%	15%	15%	70
Millennium	MIL	Sell	13.8	16.0	-14%	19,410	19.0	17.7	10.4	2.2	1.9	1.7	11%	11%	17%	71
Moneta	MONET	Sell	165.0	190.0	-13%	97,090	15.3	14.5	14.3	2.9	2.8	2.7	19%	19%	19%	76
OTP	OTP	Buy	36,925	34,450	7%	9,646	8.4	8.3	7.9	1.6	1.5	1.4	20%	18%	18%	84
Pekao	PEO	Buy	233.0	200.9	16%	52,730	7.7	9.3	9.0	1.5	1.5	1.4	20%	16%	16%	85
PKO BP	PKO	Buy	95.0	77.8	22%	97,250	9.5	9.1	8.5	1.7	1.6	1.5	18%	18%	18%	72
Santander	SPL	Buy	630.0	516.0	22%	52,730	9.0	9.6	8.8	1.5	1.5	1.5	17%	16%	17%	85
Kruk	KRU	Buy	560.0	469.0	19%	9,100	8.0	7.5	7.5	1.7	1.5	1.3	22%	20%	18%	77
PZU	PZU	Hold	62.5	63.1	-1%	54,488	8.6	9.7	9.5	1.6	1.5	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	156.6	19%	379	11.3	27.8	11.6	3.7	6.4	3.5	—	—	—	15
AB	ABE	Buy	125.2	95.4	31%	1,670	8.9	8.9	8.6	5.5	5.7	5.4	—	—	—	37
AC	ACG	Under Review		24.0	-	221	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Buy	19.0	14.9	28%	184	10.7	9.2	7.6	7.4	6.1	5.3	0%	3%	7%	—
Allegro	ALE	Buy	43.0	32.0	34%	33,847	22.3	16.0	13.5	11.0	9.3	7.9	4%	5%	5%	93
Ambra	AMB	Buy	25.0	17.6	42%	444	9.9	8.9	7.8	4.4	4.1	3.8	6%	6%	6%	—
Amica	AMC	Under Review		58.6	-	456	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	14.0	13.9	1%	3,052	28.7	13.5	12.5	5.2	5.0	4.9	2%	1%	4%	89
Answear.com	ANR	Buy	37.9	26.5	43%	503	16.7	11.0	8.8	8.2	6.8	5.6	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	60.0	45.6	32%	2,667	18.3	7.5	3.6	14.1	6.8	3.3	4%	9%	13%	—
Arctic Paper	ATC	Under Review		8.2	-	566	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	16.7	13.0	28%	155	5.9	5.7	7.0	4.0	2.9	2.3	0%	0%	9%	—
Asbis	ASB	Buy	37.0	29.8	24%	1,652	9.0	6.8	6.1	6.3	5.3	4.7	6%	5%	7%	—
Asseco BS	ABS	Hold	92.0	84.0	10%	2,807	22.6	20.0	18.3	16.0	13.8	12.6	4%	4%	4%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	225.0	190.6	18%	15,820	26.1	23.3	21.8	—	—	—	2%	4%	4%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	85.0	66.9	27%	3,472	18.3	16.6	14.9	10.7	9.6	8.8	3%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	70.0	55.7	26%	2,410	11.8	6.2	5.3	13.2	7.8	6.0	10%	6%	13%	—
Auto Partner	APR	Buy	26.5	16.4	61%	2,147	10.3	9.0	7.7	7.2	6.4	5.7	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	19	—	1,867	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Benefit Systems	BFT	Buy	5,150.0	3,470.0	48%	11,367	20.6	16.7	12.7	10.8	7.9	6.9	0%	3%	4%	63
Bioceltix	BCX	Buy	127.2	90.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	36.0	24.7	46%	477	7.2	39.0	16.6	4.8	6.4	6.3	0%	9%	2%	—
Budimex	BDX	Buy	700.0	626.8	12%	16,002	25.6	21.4	17.3	15.3	12.6	10.0	4%	4%	4%	54
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.2	60.4	92%	313	—	4.8	—	—	2.7	—	0%	0%	0%	—
CCC	CCC	Buy	210.0	128.0	64%	9,859	17.1	12.1	9.5	7.4	6.1	5.0	0%	0%	0%	87
CD Projekt	CDR	Buy	306.9	243.0	26%	24,278	54.6	78.6	14.7	43.8	65.2	10.1	0%	0%	0%	88
Celon Pharma	CLN	Buy	42.6	22	98%	1,161	—	207.9	58.3	407.6	17.9	12.9	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	966.5	1,275.0	-24%	685,937	21.9	20.3	21.8	6.4	8.0	8.1	4%	4%	4%	82
CI Games	CIG	Sell	2.1	3.0	-31%	566	65.8	—	5.6	16.6	777.1	3.2	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	538.0	440.0	22%	308	17.6	20.8	11.0	12.9	8.3	4.5	3%	6%	5%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	450.0	361.5	24%	1,032	64.6	22.1	14.0	28.3	11.9	7.6	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Hold	57.0	54.2	5%	1,111	17.1	13.7	11.8	8.1	7.1	6.4	4%	6%	7%	—
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	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	11.1	44%	7,086	16.8	9.9	8.0	6.1	5.5	5.2	0%	0%	9%	70
Dadelo	DAD	Hold	68.0	58.6	16%	684	34.4	28.6	21.9	21.6	17.1	13.8	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Buy	10.0	7.8	28%	3,623	8.9	7.4	7.1	8.2	6.0	5.7	7%	8%	10%	31
Diagnostyka	DIA	Hold	195.0	173.0	13%	5,840	20.9	18.4	15.9	11.0	9.6	8.5	2%	2%	3%	—
Digital Network	DIG	Hold	98.0	129.8	-24%	550	17.4	16.9	16.2	10.9	10.0	9.2	4%	4%	4%	—
Dino Polska	DNP	Buy	53.0	41.8	27%	40,991	24.0	18.8	14.9	15.3	12.0	9.4	0%	0%	0%	47
Dom Development	DOM	Buy	300.0	275.0	9%	7,095	11.0	9.3	8.7	9.2	7.6	7.0	5%	6%	7%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.8	21%	2,385	—	8.8	4.0	15.6	6.6	2.9	7%	10%	14%	—
Erbud	ERB	Hold	30.0	27.9	8%	333	67.2	12.8	10.6	5.3	3.7	3.8	6%	6%	5%	—
Enea	ENA	Buy	23.5	19.9	18%	10,547	3.5	4.1	4.8	3.0	3.8	4.7	3%	3%	3%	34
Enter Air	ENT	Buy	73.0	51.9	41%	911	3.8	7.2	6.7	4.4	4.0	3.5	6%	6%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review		7.3	-	1,020	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Fabritry Holding	FAB	Buy	33.0	25.7	28%	71	15.5	10.4	8.7	8.2	6.2	5.6	12%	9%	9%	—
Ferro	FRO	Hold	35	29	21%	614	10.7	13.1	8.5	7.9	8.7	5.8	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,797	9,800	41%	1,826,474	6.9	5.4	5.0	4.7	3.6	2.9	5%	6%	9%	81
GPW	GPW	Hold	60.0	63.4	-5%	2,659	13.4	13.9	13.0	10.6	10.1	9.2	5%	5%	5%	67
Grenevia	GEA	Under Review		3.2	-	1,810	—	—	—	—	—	—	—	—	—	59
Grupa Pracuj	GPP	Hold	68.0	54.0	26%	3,721	16.0	14.1	12.6	10.5	9.4	8.2	4%	5%	5%	—
GTC	GTC	Sell	3.5	3.5	1%	1,998	34.3	13.5	16.9	20.6	16.0	17.4	0%	4%	3%	63
Huuuge	HUG	Buy	27.3	24.0	14%	1,074	4.2	5.3	6.3	2.3	2.8	3.6	30%	15%	15%	5
H&M	HMB	Sell	135.0	174.2	-23%	279,502	24.3	20.0	19.0	8.7	8.0	7.7	4%	4%	4%	98
Inditex	ITX	Buy	56.0	48.1	17%	149,755	24.4	21.6	19.6	13.0	11.7	10.7	3%	4%	4%	99
InPost	INPST	Buy	14.5	9.8	48%	20,682	20.7	15.2	13.5	7.2	6.1	5.4	0%	0%	0%	84
Inter Cars	CAR	Buy	720	557	29%	7,892	10.6	8.9	7.7	8.2	7.4	6.6	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	24.0	21.1	14%	13,266	23.8	16.3	14.1	7.6	6.4	5.9	3%	3%	4%	86
JSW	JSW	Under Review		24	-	2,841	—	—	—	—	—	—	—	—	—	56
Kęty	KTY	Hold	1,050.0	957.0	10%	9,400	16.0	13.7	12.4	10.4	9.3	8.7	6%	5%	6%	50
KGHM	KGH	Buy	213.4	205.0	4%	41,000	20.6	9.9	10.3	4.8	4.2	4.4	0%	1%	1%	58
LPP	LPP	Buy	22,600	17,305	31%	32,116	15.4	13.1	11.3	7.5	6.6	5.7	4%	4%	5%	75
Mabion	MAB	Under Review		7.5	—	139	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		63.0	-	421	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	285.0	226.5	26%	3,162	40.9	28.8	23.1	12.1	10.4	9.2	0%	0%	0%	89
Medinice	ICE	Buy	19.1	11.2	71%	86	—	6.3	3.2	—	3.3	1.1	0%	0%	0%	—
MFO	MFO	Under Review		34	-	223	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Buy	18.5	15.0	24%	1,647	15.3	11.9	9.4	8.9	7.4	5.6	1%	1%	1%	—
MLP Group	MLG	Buy	100.0	79.0	27%	1,896	6.7	4.9	4.3	10.4	8.6	8.2	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	320.4	299.0	7%	1,050	14.7	12.7	10.4	10.1	8.1	6.7	4%	4%	3%	—
MOL	MOL	Buy	3,161.8	2,900.0	9%	2,180	5.8	5.1	5.6	3.2	3.1	3.2	9%	9%	9%	87
Molecure	MOC	Buy	17.8	6.5	176%	133	—	3.2	3.0	—	1.7	1.3	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	50.0	38.4	30%	1,567	5.3	6.2	5.7	5.5	6.2	5.6	13%	14%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	160.7	117.5	37%	14,487	36.0	20.0	16.6	7.2	6.1	5.1	2%	2%	0%	91
Neuca	NEU	Sell	690.0	819.0	-16%	3,730	24.0	20.1	16.8	10.7	9.9	8.6	2%	2%	2%	79
Newag	NWG	Under Review		100.0	-	4,500	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
OMV	OMV	Hold	48.2	48.1	0%	15,742	13.5	10.8	10.0	4.5	4.8	4.7	10%	10%	10%	95
Onde	OND	Hold	9.3	8.5	10%	462	20.6	17.7	17.5	6.4	6.0	5.6	4%	3%	3%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	130.0	89.6	45%	1,007	12.8	12.3	10.0	8.4	8.0	7.0	8%	6%	7%	—
Orange	OPL	Buy	10.6	9.4	13%	12,313	14.8	12.6	11.7	4.7	4.4	4.4	6%	6%	7%	61
Orlen	PKN	Hold	97.6	95.6	2%	110,963	7.9	7.2	7.6	3.3	3.7	4.0	6%	7%	6%	65
PCF Group	PCF	Under Review		3.3	-	140	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	230.0	203.9	13%	101,950	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	12.8	56%	318	15.0	6.1	5.3	8.2	5.3	4.3	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	28.4	27.5	3%	15,891	18.3	13.6	12.2	6.2	5.6	5.3	—	—	—	53
PGE	PGE	Buy	12.8	9.9	29%	22,163	5.3	4.6	5.1	3.3	4.3	5.0	0%	0%	0%	41
Playway	PLW	Buy	375.0	271.5	38%	1,792	14.4	8.6	9.0	10.0	6.2	6.7	8%	9%	11%	0
Polenergia	PEP	Buy	73.4	57.2	28%	4,417	37.6	24.4	30.6	11.3	10.6	11.3	0%	0%	0%	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	215.0	126.8	70%	1,845	7.5	8.2	7.8	4.4	4.2	3.9	6%	6%	6%	—
Rawlplug	RWL	Under Review		13.5	-	418	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ryvü Therapeutics	RVU	Buy	55.9	28.2	99%	651	—	9.1	2.6	—	4.0	0.7	0%	0%	0%	—
SAAB	SAABB	Buy	640.0	470.2	36%	255,499	42.4	33.1	25.0	23.5	19.3	15.0	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	224.0	151.0	48%	412	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selena FM	SEL	Under Review		37.8	-	863	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	43.0	46.4	-7%	878	—	31.0	19.9	16.6	11.6	9.7	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		242.0	-	1,307	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Śnieżka	SKA	Hold	85.0	81.4	4%	1,027	15.5	14.6	12.9	8.4	8.1	7.5	—	—	—	—
Synektik	SNT	Buy	300.0	279.6	7%	2,385	19.3	14.3	14.4	12.1	8.9	8.9	3%	4%	6%	—
Tauron	TPE	Hold	10.2	9.2	11%	16,102	4.6	5.9	5.5	4.4	5.1	4.9	0%	3%	3%	42
Ten Square Games	TEN	Hold	98.5	90.6	9%	587	7.5	9.1	8.9	4.7	5.9	5.6	17%	13%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	70.0	58.8	19%	1,351	17.9	13.8	10.2	9.3	7.3	4.4	2%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.4	28%	705	7.8	8.2	7.5	5.3	5.4	4.7	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400.0	274.3	46%	378,465	3.4	3.7	3.7	3.6	3.4	3.1	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Buy	162.2	125.0	30%	981	20.0	8.0	7.4	5.5	5.3	5.3	5%	3%	4%	—
Voxel	VOX	Hold	176.0	141.0	25%	1,481	15.0	11.8	11.3	8.0	6.5	5.9	2%	3%	4%	—
VRG	VRG	Under Review		4.8	-	1,130	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wielton	WLT	Under Review		6.2	-	458	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Buy	80.0	57.0	40%	1,697	15.4	10.4	8.9	6.1	4.9	4.6	5%	4%	5%	72
Wittchen	WTN	Sell	16.0	16.6	-3%	306	10.7	9.9	10.2	5.0	5.0	4.8	0%	5%	6%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	12.0	0%	1,238	6.5	75.7	42.0	5.7	5.0	4.1	0%	0%	0%	75
XTB	XTB	Buy	94.6	69.8	36%	8,204	10.2	7.6	6.5	5.9	4.4	3.4	8%	7%	10%	32
XTPL	XTP	Buy	100.0	73.0	37%	193	—	—	19.8	—	45.9	9.8	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Buy	30.0	23.2	30%	23,229	27.5	17.6	13.4	8.2	6.9	5.9	—	—	—	—

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

TRIGON DOM MAKLESKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepca@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

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

EQUITY SALES

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

SALES TRADING

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

DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogińska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieścia 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.