

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE**SANTANDER:** Zysk netto za 2Q'25 powyżej oczekiwań pomimo wyższych kosztów CHF [neutralne]**DIGITAL NETWORK:** Szacunkowe przychody ze sprzedaży w 2Q25 wzrosły o 25% r/r [pozytywne]**FINANSE****MILLENNIUM:** Podsumowanie po konferencji wynikowej za 2Q'25**TMT****ORANGE POLSKA:** Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q25 [neutralne]**GAMING****CREEPY JAR:** Peak graczy w pierwszym dniu zamkniętych playtestów to 6.7 tys, 88% pozytywnów [pozytywne]**BLOOBER TEAM:** Opublikowano 35-minutowy gameplay z gry Cronos: The New Dawn**PRZEMYSŁ****PRZEMYSŁ ZBROJENIOWY:** Polska złożyła wniosek o pożyczkę 45mld EUR w ramach unijnego programu SAFE**BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY****BUDIMEX:** Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q25 [lekko negatywne]**HEALTHCARE & BIOTECH****SYNEKTIK:** Kontrakt na angiograf dla szpitala w Łomży

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

SANTANDER (Buy; PLN 630)

Zysk netto za 2Q'25 powyżej oczekiwań pomimo wyższych kosztów CHF [neutralne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Net interest income	2 895	3 576	3 625	3 176	3 178	10%	0%	3 182	3 172
Net F&C result	690	727	726	728	744	8%	2%	730	738
Other income	81	63	-5	27	111	38%	317%	45	55
Total revenues	3 666	4 367	4 345	3 930	4 033	10%	3%	3 957	3 965
Operating costs	-1 061	-1 185	-1 167	-1 341	-1 088	3%	-19%	-1 096	-1 102
Operating profit	2 605	3 182	3 178	2 589	2 945	13%	14%	2 861	2 863
Net provisions	-1 091	-407	-1 520	-199	-862	-21%	333%	-843	-823
Net profit	795	1 940	913	1 734	1 018	28%	-41%	878	908
NIM	4,59%	5,32%	5,21%	4,39%	4,57%			4,71%	
CoR ex. CHF	0,68%	0,67%	0,17%	0,27%	0,29%			0,43%	
C/I	28,9%	27,1%	26,9%	34,1%	27,0%			27,7%	

Source: company data, PAP, Trigon

DIGITAL NETWORK (Hold; PLN 88)

Szacunkowe przychody ze sprzedaży w 2Q25 wzrosły o 25% r/r [pozytywne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	Y/Y	Q/Q	2Q25
Revenues	16.4	18.6	27.3	15.4	19.3	18%	26%	20.5
EBITDA	9.6	11.4	16.7	8.6	11.3	17%	32%	-
EBIT	6.6	8.3	13.7	5.5	8.1	23%	47%	-
Net profit b.m.	6.3	7.3	11.3	5.0	6.7	8%	34%	-
Net profit	5.4	6.5	10.3	4.7	6.3	16%	34%	-
Net debt	14.6	7.9	10.1	2.3	6.3			
P/E 12M trailing	14.4	17.5	13.9	12.9	12.5			
EV/EBITDA 12M trailing	10.0	9.7	8.2	7.6	7.4			
Revenues y/y	11%	10%	20%	25%	18%			25%
EBITDA margin	59%	61%	61%	56%	58%			
EBIT margin	40%	44%	50%	36%	42%			
Net profit margin	33%	35%	38%	30%	33%			

Source: Company, Trigon

- Według wstępnych szacunków przychody w 2Q25 wyniosły 20,5mln PLN, +25% r/r z 16,4mln PLN;
- 98% przychodów, to jest 20mln PLN, pochodziło z segmentu cyfrowej reklamy zewnętrznej (przed rokiem 16,1mln PLN);

FINANSE

MILLENNIUM (Sell; PLN 13,0)

Podsumowanie po konferencji wynikowej za 2Q'25

- Bank spodziewa się wzrostu sprzedaży kredytów hipotecznych w kolejnych kwartałach. Zarząd uważa, że wcześniejszy spadek był wynikiem sezonowości i słabego rynku, a nie zmiany strategii. Za kilka kwartałów saldo portfela hipotek PLN powinno przestać spadać.
- Zarząd podtrzymuje guidance wzrostu wyniku odsetkowego r/r w 2025 roku pomimo zakładane spadku stóp do 4,5% do końca roku.
- Bank zakłada stopniową odbudowę wyniku prowizyjnego.
- Zarząd liczy na stopniowy spadek kosztów ryzyka prawnego CHF w drugiej połowie 2025 roku. W przyszłym roku obciążenie powinno być istotnie niższe, prawdopodobnie „trzycyfrowe” w mln PLN.
- Negatywny wpływ ryzyka operacyjnego na kapitały bierze pod uwagę średnie koszty obsługi prawnej CHF za ostatnie 3 lata, więc powinien się obniżyć w kolejnych latach.

TMT

ORANGE POLSKA (Hold; PLN 9.8)

Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q25 [neutralne]

#Perspektywa na drugie półrocze

- Poprawa oczekiwana w obszarze ICT;
- Trudniej o poprawę trendów w telekomunikacji, nadal konkurencyjna sytuacja na rynku;

#FiberCo

- Bazując na zaktualizowanej umowie okres na wykonanie przez Orange opcji przejęcia kontroli nad FiberCo został zmieniony i zamiast lat 2027-29 obejmuje obecnie lata 2029-2032;
- Plan na inwestycje w rozbudowę sieci z FiberCo zakłada około 300 tys. gospodarstw w 2026 roku, spadek w 2027 roku i ponowny spadek do poniżej 100 tys. rocznie w kolejnych latach
- Zarząd zakłada, że zyski z usług związanych z rozbudową sieci dla FiberCo będą skorelowane z ilością podłączonych gospodarstw (czyli nadal wysokie w 2026 i spadające później);

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	108,041	1.2%	3%	30%
WIG20	2,951	1.5%	4%	24%
mWIG40	8,039	0.5%	1%	30%
sWIG80	29,336	-0.2%	2%	21%
PX (Prague)	2,231	0.4%	3%	40%
BUX (Budapest)	101,068	-0.2%	3%	38%
BET (Bucharest)	19,996	0.0%	7%	8%
BIST30 (Istanbul)	11,627	-0.6%	4%	0%
DAX	24,217	1.0%	1%	32%
FTSE 100	9,136	0.6%	4%	10%
STOXX Europe 600	550	0.3%	2%	7%
S&P 500	6,371	-0.3%	3%	17%
NASDAQ 100	23,308	-0.2%	3%	24%
Nikkei 225	40,636	-0.8%	0%	5%
Shanghai Comp	3,606	0.3%	5%	25%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	4.8%	0.8	-14.4	-60.8
PL 10Y bond yield	5.4%	0.1	-6.1	-20.6
CZ 10Y bond yield	4.4%	1.5	9.7	50.1
HU 10Y bond yield	7.1%	3.0	4.0	63.0
RO 10Y bond yield	7.2%	0.0	-23.3	40.2
WIBOR 3M	5.0%	0.0	-29.0	-91.0
EURIBOR 3M	2.0%	4.5	7.7	-163.9

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.71	0.0%	2.8%	-7.1%
EUR/PLN	4.28	0.0%	0.8%	-0.3%
EUR/USD	1.15	0.0%	-2.0%	6.8%
GBP/PLN	4.95	0.0%	0.0%	3.0%
CZK/PLN	0.17	-0.2%	-1.4%	-3.0%
HUF/PLN	0.011	0.0%	-0.7%	1.5%
RON/PLN	0.84	0.0%	-0.8%	2.4%
CNY/PLN	0.52	0.0%	-2.5%	6.2%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	3,322	-0.1%	0%	38%
Silver (USD/toz)	38.1	-0.4%	5%	34%
Copper (USD/t)	9,798	0.1%	-1%	9%
Zinc (USD/t)	2,805	-0.4%	1%	6%
Molybdenum (USD/lb)	23.0	0.0%	6%	4%
Iron ore (USD/t)	99	0.0%	5%	-6%
HCC (USD/t)	190	2.7%	7%	-27%
HRC EU (EUR/t)	545	0.0%	-8%	-13%
Brent crude oil (USD/bbl.)	72.4	-0.2%	7%	-8%
CO2 (EUR/t)	73.2	0.2%	6%	3%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	36.3	9.5%	11%	8%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	88	3.5%	3%	-4%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	418	0.7%	1%	-8%
Shanghai Freight Index	1,593	-3.3%	-15%	-55%

#Wpływ biznesu hurtowej wysyłki SMS dla partnerów B2C

- W zeszłym roku w 2Q i 3Q około 15mln PLN kwartalnie dodatkowych przychodów z tego tytułu (przychody na wysokiej marży);
- Po spadku w tym roku OPL generuje z tego typu biznesu około 20mln PLN kwartalnie;

#Pozostałe

- W IT/ICT zarząd widzi potencjał w obszarach obronności i cyberbezpieczeństwa;
- Orange współpracuje z Ministerstwem Obrony dostarczając infrastrukturę krytyczną i usługi ICT, jest największym dostawcą usług komórkowych dla wojska, dostarcza specjalistyczne rozwiązania informatyczne np. dla szpitali wojskowych..

GAMING

CREEPY JAR (Buy; PLN 535)

Peak graczy w pierwszym dniu zamkniętych playtestów to 6.7 tys, 88% pozytywów [pozytywne]

BLOOBER TEAM (Buy; PLN 39.7)

Opublikowano 35-minutowy gameplay z gry Cronos: The New Dawn

- Materiał był również dostępny przedwcześniej, kiedy w sieci pojawiły się recenzje preview z hands-on, które go zawierały;
- LINK;
- Pozycja na wishlist Steam od publikacji preview poprawiła się o 5 pozycji (obecnie 107 miejsce).

PRZEMYSŁ

PRZEMYSŁ ZBROJENIOWY

Polska złożyła wniosek o pożyczkę 45mld EUR w ramach unijnego programu SAFE

- Program SAFE, będący częścią szerszego planu wzmocnienia obronności Europy do 2030 roku, przewiduje 150mld EUR w pożyczkach na inwestycje państw członkowskich UE w obronność;
- Do udziału w programie zebrano projekty w Polsce na łącznie 45mld EUR, w tym m.in. „Tarcza Wschód”;
- Ostateczna wartość pożyczki jaką Polska otrzyma będzie zależeć od liczby wniosków i podziału środków przez KE pomiędzy państwa członkowskie;
- Jednym z warunków udziału w programie jest pochodzenie min. 65% wartości z przemysłu UE, EFTA/EEA lub Ukrainy, dopuszcza się do 35% udział komponentów spoza tych regionów.

BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

BUDIMEX (Buy; PLN 715)

Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q25 [lekko negatywne]

#Budownictwo

- Zdaniem Zarządu realizowanie projektów w formule dialogu konkurencyjnego pomaga w optymalizacji kosztowej i terminowej realizacji największych projektów.
 - Obecnie nawet na przetargach o wartości ponad 1mld PLN BDX konkuruje z kilkunastoma innymi oferentami.
 - Od momentu złożenia oferty do podpisania kontraktu mija obecnie ok. 6-9 miesięcy.
 - Dwucyfrowy wzrost kosztów ogólnego zarządu wynika przede wszystkim z inwestycjami zagranicznymi oraz generalną rozbudową kadr.
 - Grupa prowadzi rozmowy z zamawiającymi dotyczący podniesienia limitów waloryzacyjnych na kontraktach podpisanych przed wybuchem wojny w Ukrainie – decyzja powinna zostać ogłoszona do końca roku.
- #Portfel zamówień
- W podpisanych w 1H25 kontraktach drogi stanowiły 1.3mld PLN, 0.1mld PLN kolej oraz 1.0mld PLN kubatura.
 - W poczekalni Grupa posiada 8.3mld PLN, z czego 5.2mld PLN stanowią odcinki Rail Baltica w Estonii i na Łotwie.
 - Kontrakcja w całym roku powinna przekroczyć 6.5mld PLN.
 - W najbliższym czasie Grupa podpisze kontrakty z PSE o wartości 460mln PLN.
 - W 1H25 GDDKiA ogłosiła przetargi o wartości jedynie 1.3mld PLN vs. 13.5mld PLN planowane na cały rok.
 - W 1H25 GDDKiA podpisała przetargi o wartości 2.3mld PLN vs. 6.7mld PLN przed rokiem.
 - W 1H25 PKP PLK ogłosiło przetargi o wartości 11.7mld PLN vs. 16mld PLN planowane na cały rok.
 - W 1H25 PKP PLK podpisało przetargi o wartości 1.6mld PLN vs. 10.3mld PLN przed rokiem.
 - Na rynku kolejowym „w poczekalni” znajduje się 12 postępowań o wartości ok. 13mld PLN.
 - Z 17mld PLN portfela zamówień, 29% powinna zapaść w ’25, 39% w ’26, a 21% w ’27.
 - Zdaniem Prezesa na rynku coraz mocniej widoczne jest spowolnienie, wykorzystanie mocy w największych firmach jest najniższe od ’16.
 - PKP PLK i GDDKiA zapowiadały ogłoszenie 59 przetargów w tym roku – do tej pory ogłoszono jedynie 12 z nich.
 - W niektórych segmentach (energetyka, wojsko) widoczne jest materialne ożywienie, natomiast nie kompensuje ono słabości w pozostałych segmentach infrastruktury.

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	1452	1723.5	1962.3	2013.7	74%
WIG20	1184.5	1511.2	1663.1	1682.1	71%
WIG40	199.7	267.6	341.6	304.3	58%
sWIG80	63.6	45.1	54.9	56.3	116%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	228.7	CCC	63.0	DIA	17.6
PKN	208.1	BFT	19.8	CRJ	4.1
PEO	193.2	RBW	18.0	QRS	3.7
ALE	124.0	MIL	17.4	ELT	2.2
PZU	114.2	TPE	17.0	MDG	2.2
BDX	104.8	XTB	14.5	VRG	2.2
DNP	83.2	ACP	14.1	BLO	1.9
KGH	79.7	TXT	7.4	BIO	1.6
LPP	69.1	CAR	6.3	PXM	1.6
CCC	63.0	ATT	5.0	MOC	1.5

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
BDX	307%	RBW	220%	QRS	844%
PEO	145%	CAR	207%	CRJ	778%
ALR	138%	COG	189%	VRG	592%
SPL	120%	TXT	163%	BIO	504%
CCC	119%	ING	160%	FRO	319%
PZU	114%	EAT	153%	TAR	292%
ALE	109%	BFT	134%	DIA	266%
PKO	102%	GRX	131%	OND	260%
PKN	100%	DVL	128%	ELT	260%
KTY	100%	CCC	119%	AMB	255%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best	WIG20		Worst		
DNP	508.0	3.0%	BDX	568.0	-2.6%
PEO	202	2.4%	CCC	196.7	-1.7%
ALR	103.0	2.2%	PGE	12.1	0.0%
PKO	82.1	2.1%	OPL	8.8	0.3%
PZU	62.4	1.9%	KGH	132.9	0.7%

Best	mWIG40		Worst		
ACP	208.2	2.8%	GRX	1.8	-4.0%
SNT	214.0	2.6%	MBR	287.0	-3.7%
WPL	77.5	2.2%	DOM	237.0	-3.3%
RBW	130.0	2.0%	DVL	8.3	-2.4%
XTB	74.0	1.7%	EAT	14.9	-2.2%

Best	sWIG80		Worst		
MOC	8.4	8.5%	BLO	29.8	-6.9%
BIO	4.7	5.7%	GRX	1.8	-4.0%
MDG	34.9	4.5%	TAR	118.0	-3.3%
VRG	4.2	4.3%	FRO	34.9	-3.1%
CTX	46.5	3.6%	ELT	51.6	-2.6%

- Jednocześnie kumulacja przetargów GDDKiA powinna nastąpić pod koniec 3Q25 i na początku października.
- Grupa, wraz z innymi podmiotami branżowymi, apeluje do zamawiającego o realizowania większej części dużych kontraktów w formule „Buduj” co powinno przyspieszyć realizację wielu projektów.
- W 4Q25 Budimex, wraz z konsorcjantami, planuje złożyć ofertę na przetargu w formule PPP na rynku czeskim.
- Grupa planuje wzięcie udziału w przetargu na budowę Rail Baltica na Litwie.

#Pozostałe

- Przychody FBSerwis w 1H25 wyniosły 435mln PLN, EBIT 52mln PLN (marża EBIT 11.8%).
- Spadek przychodów w FBSerwisie wynikał głównie z działalności odpadowej, kiedy Grupa przerabiała niższy wolumen odpadów.
- Portfel zamówień FBSerwis na koniec czerwca wynosił 815mln PLN.
- Przychody Mostostalu Kraków w 1H25 wyniosły 296mln PLN, EBIT 18.4mln PLN.
- EBIT bliski zeru wypracowany w 2Q25 wynikał głównie z niższej liczby nowych zamówień.

#Guidance

- Grupa podtrzymuje plan poprawy przychodów w '25.
- W najbliższych 6 kwartałach Zarząd spodziewa się przyspieszenia produkcji budowlano-montażowej w segmencie drogowym i kolejowym, przy jednoczesnej stabilizacji na niskich poziomach w segmencie kubaturowym.
- W całym '25 Zarząd spodziewa się spadku marż w całej branży budowlanej.

HEALTHCARE & BIOTECH

SYNEKTIK (Buy; PLN 263.8)**Kontrakt na angiograf dla szpitala w Łomży**

- Umowa o wartości 11,8 mln PLN netto na dostawę angiografu i adaptację pomieszczeń
- Realizacja w ciągu 10 miesięcy, 48 miesięcy gwarancji
- Wpływ na wyniki finansowe w roku obrotowym 2025/26

POZOSTAŁE INFORMACJE

ARLEN: Skarb Państwa w ramach umowy z Arlen skorzysta z opcji zamówienia dodatkowego za 33,3mln PLN

- Oświadczenie o skorzystaniu z opcji zamówienia dodatkowego dotyczy umowy na wytworzenie i dostarczenie przedmiotów umundurowania i wyekwipowania dla żołnierzy w jednostkach wojskowych, tj. kurtek zimowych z podpinką.

EMC: Wydanie przez KNF zezwolenia na wycofanie akcji z obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW oraz złożenie wniosku do GPW o wycofanie akcji z obrotu giełdowego**MEDINICE: dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu akcji zwykłych na okaziciela serii L i L1 Spółki**

- Zarząd GPW postanowił wprowadzić ww. akcje do obrotu giełdowego na rynku podstawowym GPW z dniem 31 lipca 2025 r.

MOSTOSTAL ZABRZE: Zawarcie przez spółkę zależną umowy z mBank S.A.**ZABKA GROUP: Łączne koszty emisji obligacji wyniosły 4.7 mln zł (netto)**

PROGRAM SKUPU AKCJI

MONNARI TRADE

Nabycie 1657 akcji @ 5,08 PLN.

ZMIANY W AKCJONARIACIE

KĘTY

Zmniejszenie zaangażowania przez PTE PZU z 10,009% do 9,992% kapitału i głosów.

ENEA

Zmniejszenie zaangażowania przez PTE PZU z 5,061% do 4,218% kapitału i głosów.

GTC

Zmniejszenie zaangażowania przez PTE PZU z 10,0769% do 8,657% kapitału i głosów.

VRG

Zwiększenie zaangażowania przez PTE PZU z 14,992% do 15,001% kapitału i głosów.

OBLIGACJE

BOŚ

Rozliczenie obligacji serii AD w kwocie 350 mln zł z dziesięcioletnim okresem zapadalności

JULY	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-04					
07-11					
14-18					
21-25				WIZZ, MCOVB	
28-31	OPL			OMV	

AUGUST	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01					JMT, ASE
04-08		ZAB, THYAO, ABS	RICT	CEZ, ASB, ICE, SNT	MOL
11-15		PGSUS		AGO, DAD, OPN, HPM	
18-22		KGH	PEP	PKN, DNP, MBR, VRG	BFT
25-29	TEN	KRU, ABE, WPL	CPS, ACP	CDR, VOX, GEA, GPP, 11B, DAT, FAB, NEU, EUR	CMP, APT

SEPTEMBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-05		CBF, VRC		WTN	INPST
08-12	ENA, LWB	PGE, JSW, UNT, MAB	ITX, TPE, ART, OND, PTG	CAR, ATT, CTX	
15-19	PUR	SHO	CLN	ALE, APR, HUG, DIA, SLV, RVU	CIG
22-26		ANR, BLO	PCF, SVE	LPP, HMB, RBW, CRJ, ENE, VGO, XTP	CRI, CRM
29-30	ALL, MRC	BCX, DIG, ENT, MDG, MOC, PLW, SCP, ZEP			

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

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			P/BV			ROE			ESG*
							25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
Alior	ALR	Buy	131.0	103.0	27%	13,447	6.5	7.0	7.6	1.1	1.0	1.0	17%	15%	13%	27
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	140.0	104.5	34%	15,454	6.6	6.0	6.3	0.9	0.8	0.8	13%	13%	12%	—
Erste Bank	EBS	Hold	80.5	78.6	2%	32,266	10.7	8.3	8.3	1.4	1.3	1.2	13%	15%	14%	80
Handlowy	BHW	Hold	122.0	109.8	11%	14,346	9.3	8.7	10.5	1.5	1.5	1.5	16%	17%	14%	47
ING	ING	Buy	363.0	336.0	8%	43,714	10.3	10.2	9.8	2.3	2.2	2.1	23%	22%	21%	65
Komerční banka	KOMB	Hold	1,060.0	1,043.0	2%	198,221	12.1	11.2	11.1	1.6	1.6	1.5	13%	14%	13%	87
mBank	MBK	Hold	845.0	878.0	-4%	37,338	11.8	8.4	9.2	1.9	1.6	1.5	16%	18%	16%	70
Millennium	MIL	Sell	13.0	15.0	-14%	18,245	23.5	12.7	9.1	2.1	1.8	1.6	9%	14%	18%	71
Moneta	MONET	Sell	142.4	147.2	-3%	75,219	12.1	11.4	11.2	2.3	2.2	2.1	19%	19%	19%	76
OTP	OTP	Buy	32,775	28,510	15%	7,983	7.2	7.8	7.2	1.4	1.3	1.2	20%	17%	17%	84
Pekao	PEO	Buy	233.0	202.4	15%	53,124	8.1	8.0	8.6	1.6	1.5	1.4	19%	19%	17%	85
PKO BP	PKO	Buy	95.0	82.1	16%	102,575	10.2	8.1	8.8	1.8	1.7	1.6	18%	21%	18%	72
Santander	SPL	Buy	630.0	535.4	18%	54,712	9.2	8.0	8.5	1.6	1.6	1.5	17%	19%	18%	85
Kruk	KRU	Buy	535.0	411.2	30%	7,978	7.5	6.6	6.6	1.5	1.3	1.2	20%	20%	18%	77
PZU	PZU	Hold	65.0	62.4	4%	53,884	8.6	9.2	9.3	1.6	1.5	1.4	18%	16%	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	Sell	175.0	188.0	-7%	454	10.4	23.1	13.8	4.4	7.3	4.5	—	—	—	15
AB	ABE	Buy	122.3	94.6	29%	1,373	7.5	7.4	7.2	4.9	4.5	4.3	—	—	—	37
AC	ACG	Under Review		27.2	-	250	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Buy	24.0	20.0	20%	247	14.6	9.5	8.2	7.8	6.2	5.4	0%	3%	5%	—
Allegro	ALE	Buy	42.0	36.9	14%	38,989	24.3	18.4	15.5	12.2	10.5	9.0	4%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	25.5	21.3	20%	536	11.9	10.7	9.5	5.0	4.9	4.6	5%	5%	5%	—
Amica	AMC	Under Review		57.8	-	450	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	15.0	14.9	1%	3,267	19.9	17.1	15.1	5.4	5.1	4.9	2%	2%	3%	89
Answear.com	ANR	Buy	34.0	28.2	21%	535	16.5	12.8	9.6	9.6	7.8	6.5	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	60.0	50.0	20%	2,619	17.1	5.9	3.5	14.3	5.8	3.5	4%	8%	12%	—
Arctic Paper	ATC	Under Review		11.3	-	784	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Hold	16.8	15.2	10%	182	7.4	6.6	7.7	4.8	3.7	2.8	0%	0%	8%	—
Asbis	ASB	Buy	35.0	27.8	26%	1,543	6.7	5.6	5.2	5.5	4.7	4.2	7%	7%	8%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	88.6	6%	2,961	22.5	21.0	19.3	16.0	14.5	13.3	4%	4%	4%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	216.0	208.2	4%	17,281	29.8	26.4	24.6	—	—	—	2%	2%	2%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	88.0	76.0	16%	3,944	20.0	17.8	16.2	11.8	10.5	9.6	2%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	75.0	57.0	32%	2,466	9.4	4.9	4.9	13.0	6.0	5.8	10%	9%	16%	—
Auto Partner	APR	Buy	27.8	20.2	38%	2,639	12.2	9.7	8.6	8.4	7.0	6.3	1%	2%	3%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	19	—	1,875	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Benefit Systems	BFT	Buy	4,400.0	3,380.0	30%	11,072	24.1	17.2	13.6	9.7	7.5	6.3	2%	2%	4%	63
Bioceltix	BCX	Buy	124.3	106.0	17%	522	—	7.4	—	—	5.3	93.8	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	39.7	29.8	33%	575	14.9	6.7	7.1	6.2	3.3	4.0	0%	5%	12%	—
Budimex	BDX	Buy	715.0	568.0	26%	14,501	21.8	20.3	16.0	12.9	11.1	8.8	4%	4%	5%	54
Captor Therapeutics	CTX	Buy	147.7	46.5	218%	239	—	2.3	—	—	1.0	—	0%	0%	0%	—
CCC	CCC	Buy	260.0	196.7	32%	15,151	18.0	14.4	11.4	9.3	7.3	5.9	0%	0%	0%	87
CD Projekt	CDR	Buy	309.5	252.1	23%	25,187	63.0	97.1	15.1	51.6	80.2	10.5	0%	0%	0%	88
Celon Pharma	CLN	Buy	45.8	24	92%	1,282	—	131.1	51.6	37.2	23.5	17.1	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	962.5	1,248.0	-23%	671,411	22.9	15.1	15.9	6.6	6.8	6.8	4%	4%	5%	82
CI Games	CIG	Sell	2.0	2.9	-30%	553	110.3	—	5.4	16.8	—	3.1	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	535.0	499.0	7%	349	14.7	12.7	25.9	9.7	6.1	9.0	2%	7%	8%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	350.0	288.5	21%	823	37.7	17.9	13.1	18.9	9.7	6.3	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Hold	258.0	270.0	-4%	1,220	20.4	15.4	13.2	9.3	8.2	7.4	4%	6%	7%	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	18.5	14%	8,867	7.0	6.9	5.5	9.1	9.5	8.1	—	—	—	#N/D

*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	192.0	165.0	16%	2,340	38.3	24.8	17.2	17.5	13.3	10.7	1%	1%	1%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Hold	18.8	15.3	23%	9,785	15.9	11.4	9.4	6.6	5.9	5.5	0%	0%	7%	70
Dadelo	DAD	Buy	60.0	52.6	14%	614	30.5	24.3	17.3	19.4	15.0	11.4	0%	0%	1%	—
Develia	DVL	Buy	10.0	8.3	20%	3,799	9.4	7.2	6.7	8.1	5.6	5.2	7%	8%	10%	31
Diagnostyka	DIA	Hold	182.0	180.2	1%	6,083	22.5	18.8	16.5	11.7	10.0	8.7	2%	2%	3%	—
Digital Network	DIG	Hold	88.0	83.8	5%	355	11.9	11.6	11.1	7.6	7.0	6.3	6%	7%	7%	—
Dino Polska	DNP	Hold	530.0	508.0	4%	49,804	26.5	20.3	16.5	17.3	13.3	10.6	0%	0%	0%	47
Dom Development	DOM	Hold	265.0	237.0	12%	6,114	8.6	8.4	7.7	7.3	6.8	6.3	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.4	31%	2,212	25.0	4.6	3.3	21.9	5.0	3.0	7%	10%	15%	—
Erbud	ERB	Hold	35.0	33.7	4%	402	65.2	10.4	10.1	6.1	3.9	4.1	5%	5%	7%	—
Enea	ENA	Buy	23.2	19.1	21%	10,134	3.6	3.6	4.3	3.0	3.4	4.4	3%	3%	3%	34
Enter Air	ENT	Buy	66.0	54.9	20%	963	3.8	9.0	8.0	4.8	4.7	4.1	5%	5%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review		8.4	-	1,168	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Fabritry Holding	FAB	Buy	33.0	28.1	17%	78	16.6	11.0	9.3	8.5	6.6	5.9	11%	8%	8%	—
Ferro	FRO	Hold	40	35	15%	741	9.5	9.1	8.6	7.0	6.3	5.9	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,966.0	10,390.0	34%	1,936,435	6.5	5.8	5.4	4.4	3.5	2.9	5%	6%	8%	81
GPW	GPW	Hold	60.0	53.7	12%	2,252	11.4	11.7	11.5	8.8	8.4	8.0	6%	6%	7%	67
Grenevia	GEA	Under Review		2.7	-	1,546	—	—	—	—	—	—	—	—	—	59
Grupa Pracuj	GPP	Hold	70.0	65.7	7%	4,527	18.3	16.7	14.9	12.4	11.2	9.9	3%	4%	4%	—
GTC	GTC	Sell	3.5	4.3	-19%	2,469	14.6	10.2	10.2	18.7	16.5	17.8	0%	4%	5%	63
Huuuge	HUG	Buy	27.9	19.4	44%	1,165	4.5	5.5	6.4	1.1	1.1	1.5	0%	11%	20%	5
H&M	HMB	Sell	120.0	136.7	-12%	219,334	21.5	18.4	16.9	7.4	7.1	6.9	5%	5%	5%	98
Inditex	ITX	Hold	46.0	43.3	6%	135,045	22.2	20.3	18.8	11.9	10.9	10.1	4%	4%	4%	99
InPost	INPST	Buy	18	12.9	41%	27,659	21.6	16.4	13.9	8.6	7.1	6.1	0%	0%	0%	84
Inter Cars	CAR	Buy	780	567	38%	8,033	9.7	8.2	7.4	7.8	6.9	6.2	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Hold	24.5	21.5	14%	13,542	22.0	15.5	13.5	7.5	6.4	5.8	3%	3%	5%	86
JSW	JSW	Under Review		25	-	2,905	—	—	—	—	—	—	—	—	—	56
Kęty	KTY	Buy	1,030.0	890.0	16%	8,742	15.5	13.8	11.9	10.1	9.0	8.2	6%	6%	6%	50
KGHM	KGH	Hold	147	133	11%	26,580	8.6	8.8	9.3	4.7	4.8	4.8	0%	2%	2%	58
LPP	LPP	Buy	21,500.1	16,160.0	33%	29,991	—	—	—	7.3	6.4	5.5	4%	5%	5%	75
Mabion	MAB	Under Review		9.6	—	179	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		65.0	-	434	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	270.0	279.0	-3%	3,846	53.5	39.4	31.3	14.3	12.4	11.0	0%	0%	0%	89
Medinice	ICE	Buy	21.1	7.9	167%	61	2.7	2.2	—	1.2	0.3	—	0%	0%	0%	—
MFO	MFO	Under Review		33	-	218	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Hold	15.0	14.0	8%	1,536	12.9	9.7	9.1	7.7	6.3	6.3	1%	2%	4%	—
MLP Group	MLG	Buy	100	80	24%	1,929	6.6	5.0	4.4	10.1	8.6	8.2	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	333	287	16%	1,008	146.4	12.2	10.1	17.1	7.9	6.6	5%	5%	3%	—
MOL	MOL	Hold	3,110.9	3,042.0	2%	2,286	5.2	6.0	5.8	3.2	3.3	3.3	9%	9%	9%	87
Molecure	MOC	Buy	18.9	8.4	125%	173	—	4.3	3.7	—	2.4	1.8	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	50.0	39.8	26%	1,624	5.9	6.3	5.9	6.0	6.3	5.8	12%	13%	12%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	158.8	102.7	55%	12,670	24.0	15.0	12.6	6.3	4.9	4.0	1%	0%	0%	91
Neuca	NEU	Sell	660.0	664.0	-1%	3,024	20.3	15.9	13.4	9.2	8.1	7.1	2%	2%	3%	79
Newag	NWG	Under Review		71.0	-	3,195	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
OMV	OMV	Hold	49.3	47.3	4%	15,487	8.7	8.5	9.0	4.3	4.6	5.0	10%	10%	10%	95
Onde	OND	Sell	9.6	10.0	-5%	547	23.9	27.8	23.5	8.0	8.9	7.7	3%	2%	2%	—
Oponeo.pl	OPN	Hold	125.0	92.0	36%	1,034	12.3	11.8	10.9	7.4	6.1	4.8	7%	7%	8%	—
Orange	OPL	Hold	9.8	8.8	11%	11,575	13.4	12.2	11.2	4.7	4.4	4.3	6%	7%	7%	61
Orlen	PKN	Under Review	-	84.8	—	98,471	—	—	—	—	—	—	—	—	—	65
PCF Group	PCF	Under Review		5.1	-	182	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	280.0	250.8	12%	125,375	6.6	6.2	5.7	5.8	5.0	4.9	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	17.3	16%	429	5.7	6.2	4.9	3.9	4.1	3.5	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Sell	20.3	22.5	-10%	13,016	—	—	—	4.7	4.4	4.1	—	—	—	53
PGE	PGE	Hold	13.2	12.1	9%	27,037	4.5	5.2	6.1	3.7	4.4	5.2	0%	0%	0%	41
Playway	PLW	Buy	377.0	280.0	35%	1,848	11.4	9.8	10.2	8.6	7.4	8.0	9%	9%	10%	0
Polenergia	PEP	Buy	73.8	60.4	22%	4,664	26.2	23.0	29.8	11.6	10.8	11.9	0%	0%	0%	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	210.0	130.0	62%	1,892	8.0	8.1	7.7	4.7	4.5	3.9	6%	6%	6%	—
Rawplug	RWL	Under Review		16.0	-	497	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ryu Therapeutics	RVU	Buy	55.9	31.2	79%	720	—	2.6	1.7	—	0.8	0.4	0%	0%	0%	—
Scope Fluidics	SCP	Buy	224.0	158.0	42%	431	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selena FM	SEL	Under Review		35.2	-	804	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	37.0	35.5	4%	672	—	21.4	15.3	13.8	9.0	7.8	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	58.0	48.0	21%	1,350	29.8	22.3	17.0	17.3	13.4	10.6	2%	2%	3%	—
Stalprodukt	STP	Under Review		254.0	-	1,371	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Śnieżka	SKA	Hold	90.0	76.2	18%	961	14.4	12.8	11.3	8.0	7.3	6.8	—	—	—	—
Synektik	SNT	Buy	263.8	214.0	23%	1,825	19.4	15.4	15.9	10.5	9.2	8.5	4%	4%	4%	—
Tauron	TPE	Hold	10.0	8.4	19%	14,721	4.4	5.2	5.0	4.3	4.8	4.8	0%	3%	3%	42
Ten Square Games	TEN	Sell	80.4	80.0	0%	518	7.0	10.5	12.0	4.3	6.7	7.3	20%	15%	10%	3
Torpol	TOR	Buy	50.0	40.0	25%	919	10.9	10.9	8.9	5.5	4.8	3.0	3%	5%	5%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	10.3	17%	770	9.2	8.9	8.2	6.1	5.9	5.2	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Hold	320.0	285.3	12%	393,645	4.1	4.7	4.7	3.8	3.6	3.5	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Buy	168.9	151.8	11%	1,191	14.0	11.4	9.3	6.7	6.4	5.9	4%	3%	3%	—
Voxel	VOX	Hold	178.0	175.0	2%	1,838	17.3	14.1	13.0	9.4	7.8	7.0	2%	3%	3%	—
VRG	VRG	Under Review		4.2	-	978	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wielton	WLT	Under Review		6.4	-	450	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Buy	104.0	77.5	34%	2,308	15.0	10.9	9.4	6.9	5.6	5.3	4%	4%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	18.0	18.3	-2%	339	8.6	9.3	9.7	4.9	5.1	4.8	0%	6%	6%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	12.2	-1%	1,256	6.6	60.6	74.6	5.7	5.0	4.1	0%	0%	0%	75
XTB	XTB	Buy	95.8	74.0	30%	8,695	9.1	8.1	6.9	5.3	4.7	3.7	7%	8%	9%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	83.9	43%	222	—	84.5	14.0	—	30.1	8.3	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Buy	27.7	21.1	31%	21,050	24.3	15.7	12.1	7.7	6.4	5.6	—	—	—	—

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

TRIGON DOM MAKLEPSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
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>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	<i>Analyst</i>	Piotr Rychlicki	<i>Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	Volodymyr Shkuropat	<i>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.