

## Daily

CEE | Equity Research

## HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE**MOL:** Wyniki za 2Q25 [neutral]**CCC:** Wyniki wstępne za 2Q25: erozja marży brutto, mieszane KPIs w HP, dobry bilans [neutralne]**PTWP:** Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1H25FINANSE**PZU:** Rada nadzorcza odwołała p. Andrzeja Klesyka z funkcji prezesa zarządu**PEKAO:** Podsumowanie po konferencji wynikowej**QUERCUS TFI:** Spełnienie warunku UOKiK dotyczącego połączenia z Templeton Asset Management TFI**SKARBIEC HOLDING:** Wartość aktywów pod zarządzaniem na koniec lipca'25 na poziomie 5,6mld PLN, -0,8% m/m**RYNEK UBEZPIECZEŃ:** Bułgarski ubezpieczyciel Euroins rozważa otwarcie oddziału w PolsceKONSUMENT**JERONIMO MARTINS:** Biedronka otworzyła i zmodernizowała 37 sklepów od maja do pierwszego tygodnia sierpnia**ALLEGRO.EU:** Liczba użytkowników (real users) Grupy Allegro wyniosła 22,38 mln w lipcu'25**AUTO PARTNER:** Przychody ze sprzedaży w lipcu'25 na poziomie 406,7mln PLN, +8,1% r/r (YTD 2,6mld PLN, +7,7% r/r)**ASBIS:** Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q25 [neutralne]LOGISTYKA I TRANSPORT**TURKISH AIRLINES:** Turkish Airlines składa wiążącą ofertę zakupu mniejszościowego pakietu akcji Air Europa [lekko pozytywne]**PKP CARGO:** Spółka proceduje postępowanie dotyczące sprzedaży wagonów, czeka na stanowiska ws. ZUZPTMT**EPAM:** Wyniki 2Q25 i guidance lekko powyżej oczekiwań**GODADDY:** Wyniki 2Q zgodne z oczekiwaniami, wzrost przychodów o 8%, adj. EBITDA o 15%, ARPU +10% r/rGAMING**PCF GROUP:** Spółka rozpoczyna budowanie księgi popytu na nie więcej niż 6,67 mln akcji serii H, chce pozyskać ok. 20mln PLN**MOVIE GAMES/ULTIMATE GAMES:** Zawarcie umowy na wykonanie przez Ultimate Games portu gry „Drug Dealer Simulator”PRZEMYSŁ**RHEINMETALL:** Wyniki 2Q25: przychody poniżej konsensusu (2,43mld EUR vs 2,53mld EUR), guidance '25 podtrzymany**ARCTIC PAPER:** Negatywny wpływ odpisu Rottneros na wyniki spółki w 2Q25 wyniesie ok. 53,4mln PLN**WIELTON:** Spółka w okresie I-VII zarejestrowała 1,7 tys. przyczep o naczep, +21% r/rBUDOWNICTWO I DEWELOPERZY**PEKABEX:** Wielkość produkcji w lipcu'25 na poziomie 19 689 m3, -4% r/r**UNIBEP:** Konsorcjum z Unibepem ma umowę na przebudowę pomieszczeń w budynku dydaktycznym w Olsztynie**CTP:** Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q25 [neutralne]

## TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

## CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

MOL (Hold; HUF 3,111)  
Wyniki za 2Q25 [neutral]

| HUFbn                       | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | Y/Y  | Q/Q  | 2Q25E | Cons |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|------|
| Revenues                    | 2 373 | 2 464 | 2 296 | 2 171 | 2 199 | -7%  | 1%   | 2 060 | -    |
| EBITDA                      | 312   | 298   | 226   | 315   | 219   | -30% | -31% | 258   | 258  |
| CCS                         | 12    | -6    | -34   | -3    | -27   | -    | -    | -10   |      |
| 1-offs                      | 0     | 0     | 0     | 0     | -36   | -    | -    | 0     |      |
| EBITDA clean CCS            | 300   | 304   | 260   | 319   | 281   | -6%  | -12% | 268   | 270  |
| Upstream                    | 103   | 100   | 105   | 122   | 99    | -5%  | -19% | 95    | 88   |
| Downstream                  | 148   | 108   | 102   | 115   | 110   | -26% | -4%  | 116   | 117  |
| Refining                    | 143   | 115   | 120   | 131   | 128   | -10% | -3%  | 136   |      |
| Petchem                     | 6     | -7    | -18   | -17   | -18   | -    | -    | -20   |      |
| Gas Midstream               | 20    | 21    | 20    | 26    | 14    | -31% | -46% | 20    | 18   |
| Consumer Services           | 71    | 89    | 59    | 61    | 88    | 24%  | 45%  | 79    | 73   |
| Others                      | -42   | -14   | -27   | -4    | -29   | -    | -    | -42   | -26  |
| EBIT                        | 197   | 176   | 61    | 186   | 72    | -64% | -61% | 130   |      |
| EBIT clean CCS              | 185   | 182   | 114   | 189   | 134   | -28% | -29% | 140   | 146  |
| Net profit                  | 165   | 115   | -8    | 152   | 38    | -77% | -75% | 94    | 110  |
| OCF                         | 161   | 265   | 291   | 178   | 234   | 46%  | 32%  | 201   |      |
| Capex                       | 134   | 145   | 233   | 72    | 102   | -24% | 42%  | 145   |      |
| Net debt                    | 1 048 | 792   | 813   | 734   | 728   | -31% | -1%  | 897   |      |
| EBITDA clean CCS margin     | 13%   | 12%   | 11%   | 15%   | 13%   |      |      | 13%   |      |
| EBIT margin                 | 8%    | 7%    | 3%    | 9%    | 3%    |      |      | 6%    |      |
| Net profit margin           | 7%    | 5%    | -     | 7%    | 2%    |      |      | 5%    |      |
| P/E12M trailing             | 4.3   | 4.8   | 6.4   | 5.5   | 7.9   |      |      |       |      |
| EV/EBITDA adj. 12M trailing | 3.0   | 2.9   | 3.2   | 3.0   | 3.0   |      |      |       |      |

Source: Company, Trigon DM, Company - consensus median

MARKET QUOTES

| INDICES           | Price   | Change (%) |     |     |
|-------------------|---------|------------|-----|-----|
|                   |         | 1D         | 1M  | 1Y  |
| WIG               | 110,047 | 1.7%       | 4%  | 38% |
| WIG20             | 2,985   | 1.8%       | 3%  | 32% |
| mWIG40            | 8,160   | 1.6%       | 2%  | 38% |
| sWIG80            | 29,200  | 0.5%       | 2%  | 24% |
| PX (Prague)       | 2,287   | 0.8%       | 6%  | 47% |
| BUX (Budapest)    | 103,273 | 2.1%       | 4%  | 44% |
| BET (Bucharest)   | 20,815  | 1.6%       | 11% | 16% |
| BIST30 (Istanbul) | 12,138  | 0.5%       | 9%  | 10% |
| DAX               | 24,193  | 1.1%       | 0%  | 37% |
| FTSE 100          | 9,101   | -0.7%      | 3%  | 12% |
| STOXX Europe 600  | 546     | 0.9%       | 0%  | 10% |
| S&P 500           | 6,340   | -0.1%      | 2%  | 19% |
| NASDAQ 100        | 23,390  | 0.3%       | 3%  | 27% |
| Nikkei 225        | 41,840  | 0.6%       | 5%  | 20% |
| Shanghai Comp     | 3,638   | 0.2%       | 4%  | 27% |

| BONDS             | Rate | Change (bps) |       |        |
|-------------------|------|--------------|-------|--------|
|                   |      | 1D           | 1M    | 1Y     |
| PL 5Y bond yield  | 4.8% | -5.4         | -5.8  | -23.7  |
| PL 10Y bond yield | 5.4% | -6.3         | -5.8  | 15.0   |
| CZ 10Y bond yield | 4.4% | 1.1          | 10.1  | 50.3   |
| HU 10Y bond yield | 7.0% | -4.0         | 5.0   | 76.0   |
| RO 10Y bond yield | 7.1% | -2.1         | -4.3  | 63.3   |
| WIBOR 3M          | 4.9% | -1.0         | -13.0 | -93.0  |
| EURIBOR 3M        | 2.0% | 1.1          | 0.5   | -153.9 |

| CURRENCIES | Rate  | Change (%) |       |       |
|------------|-------|------------|-------|-------|
|            |       | 1D         | 1M    | 1Y    |
| USD/PLN    | 3.65  | 0.2%       | 0.9%  | -8.3% |
| EUR/PLN    | 4.25  | -0.1%      | 0.2%  | -1.5% |
| EUR/USD    | 1.16  | -0.2%      | -0.7% | 6.6%  |
| GBP/PLN    | 4.91  | 0.0%       | 0.3%  | 2.8%  |
| CZK/PLN    | 0.17  | 0.1%       | -1.0% | -1.7% |
| HUF/PLN    | 0.011 | 0.1%       | -1.1% | 1.7%  |
| RON/PLN    | 0.84  | 0.0%       | -0.3% | 3.4%  |
| CNY/PLN    | 0.51  | 0.2%       | -0.9% | 8.5%  |

| COMMODITIES                | Price | Change (%) |      |      |
|----------------------------|-------|------------|------|------|
|                            |       | 1D         | 1M   | 1Y   |
| Gold (USD/toz)             | 3,431 | 0.9%       | 3%   | 42%  |
| Silver (USD/toz)           | 38.3  | 0.1%       | 4%   | 39%  |
| Copper (USD/t)             | 9,685 | 0.1%       | -1%  | 10%  |
| Zinc (USD/t)               | 2,813 | 0.9%       | 5%   | 9%   |
| Molybdenum (USD/lb)        | 23.8  | 0.0%       | 8%   | 11%  |
| Iron ore (USD/t)           | 101   | -0.4%      | 6%   | 1%   |
| HCC (USD/t)                | 194   | 1.0%       | 10%  | -26% |
| HRC EU (EUR/t)             | 545   | 0.0%       | -5%  | -13% |
| Brent crude oil (USD/bbl.) | 66.3  | -0.2%      | -6%  | -16% |
| CO2 (EUR/t)                | 71.8  | 1.1%       | 1%   | -2%  |
| TTF 1M gas (EUR/MWh)       | 33.2  | -3.2%      | 0%   | -9%  |
| Power 1Y in DE (EUR/MWh)   | 87    | 0.2%       | 1%   | -10% |
| Power 1Y in PL (PLN/MWh)   | 419   | -0.2%      | 1%   | -9%  |
| Shanghai Freight Index     | 1,551 | -2.6%      | -17% | -55% |

CCC (Buy; PLN 260)

Wyniki wstępne za 2Q25: erozja marży brutto, mieszane KPIs w HP, dobry bilans [neutralne]

| PLNm                          | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25P | Y/Y      | Q/Q      | 2Q25E | Cons. |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|----------|-------|-------|
| Revenues                      | 2589  | 2771  | 2687  | 2355  | 2884  | 11%      | 22%      | 2842  | 2800  |
| - of which CCC                | 1105  | 1199  | 1124  | 1032  | 1280  | 16%      | 24%      |       |       |
| - of which Modivo Group       | 1045  | 1082  | 981   | 869   | 1066  | 2%       | 23%      |       |       |
| - of which HalfPrice          | 412   | 466   | 563   | 443   | 503   | 22%      | 14%      |       |       |
| EBITDA                        | 407   | 474   | 454   | 376   | 481   | 18%      | 28%      | 475   | 478   |
| EBITDA   CCC                  | 284   | 277   | 234   | 166   | 312   | 10%      | 88%      |       |       |
| EBITDA   Modivo Group         | 32    | 98    | 98    | 83    | 102   | 219%     | 23%      |       |       |
| EBITDA   HalfPrice            | 83    | 99    | 123   | 60    | 69    | -17%     | 14%      |       |       |
| EBIT                          | 262   | 329   | 293   | 215   | 313   | 19%      | 45%      | 300   | 310   |
| Net profit                    | 254   | 159   | 560   | 93    | -     | -        | -        | 185   | 167   |
| Gross margin   Group          | 49.5% | 51.3% | 49.0% | 50.3% | 48.7% | -0.8p.p. | -1.6p.p. |       |       |
| Gross margin   CCC            | 59.6% | 58.6% | 56.5% | 59.5% | 56.2% | -3.4p.p. | -3.3p.p. |       |       |
| Gross margin   Modivo Group   | 38.1% | 42.9% | 39.7% | 44.4% | 40.6% | 2.5p.p.  | -3.8p.p. |       |       |
| Gross margin   HalfPrice      | 50.9% | 51.4% | 50.5% | 51.3% | 47.4% | -3.5p.p. | -3.9p.p. |       |       |
| SG&A ratio   Group            | 40.1% | 39.4% | 38.2% | 43.5% | 38.4% | -1.7p.p. | -5.1p.p. |       |       |
| EBITDA margin   Group         | 15.7% | 17.1% | 16.9% | 16.0% | 16.7% | 1.0p.p.  | 0.7p.p.  | 16.7% | 17.1% |
| EBITDA margin   CCC           | 25.7% | 23.1% | 20.8% | 16.1% | 24.4% | -1.3p.p. | 8.3p.p.  |       |       |
| EBITDA margin   Modivo Group  | 3.1%  | 9.1%  | 10.0% | 9.5%  | 9.6%  | 7p.p.    | 0.0p.p.  |       |       |
| EBITDA margin   HalfPrice     | 20.2% | 21.2% | 21.9% | 13.6% | 13.7% | -6.5p.p. | 0.1p.p.  |       |       |
| EBIT margin   Group           | 10.1% | 11.9% | 10.9% | 9.1%  | 10.9% | 0.7p.p.  | 1.7p.p.  | 10.6% | 11.1% |
| Net profit margin   Group     | 9.8%  | 5.7%  | 20.8% | 3.9%  | -     | -        | -        | 6.5%  | 6.0%  |
| ND pre-IFRS 16   CCC Group    | 1447  | 1195  | 1347  | 1488  | 1719  | 19%      | 16%      |       |       |
| - including reverse factoring | 200   | 588   | 491   | 721   | 987   | 393%     | 37%      |       |       |
| ND pre-IFRS 16   Modivo Group | 1248  | 1353  | 721   | 1122  | 944   | -24%     | -16%     |       |       |
| - including reverse factoring | 274   | 314   | 134   | 316   | 258   | -6%      | -18%     |       |       |
| Inventories   CCC             | 1702  | 1762  | 1760  | 1802  | 1943  | 14%      | 8%       |       |       |
| Inventories   Modivo Group    | 1070  | 1205  | 980   | 1080  | 1235  | 15%      | 14%      |       |       |
| Retail space (k sqm)          | 800   | 800   | 850   | 801   | 938   | 17%      | 17%      |       |       |
| CCC                           | 516   | 520   | 523   | 517   | 539   | 4%       | 4%       |       |       |
| HP                            | 247   | 269   | 293   | 247   | 357   | 45%      | 45%      |       |       |
| P/E 12M trailing              | 41.3  | 28.6  | 13.9  | 13.5  | -     |          |          |       |       |
| EV/EBITDA 12M trailing        | 14.8  | 12.6  | 10.9  | 10.5  | 10.0  |          |          |       |       |

Source: Company, Trigon

- LFL 4%, wzrost sprzedaży (CC) 12% r/r, saldo poz. dział. operacyjnej: 15 vs 19mln PLN przed rokiem;
- Spółka podniosła cel tegorocznego wzrostu powierzchni handlowej do 350 z 300tys. m2 dotychczas, z czego 56% dotyczy HP, a 27% Worldbox, 70% przyrostu powierzchni przypada na 2H;

PTWP

Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1H25

- Przychody ze sprzedaży 71,9mln PLN, +19,8% r/r;
- EBITDA 20,6mln PLN, +160,8% r/r;
- Zysk brutto 20,1mln PLN, +183% r/r;
- Zysk netto 15,7mln PLN, +196% r/r.

FINANSE

PZU (Hold; PLN 65)

Rada nadzorcza odwołała p. Andrzeja Klesyka z funkcji prezesa zarządu

- P.o. prezesa został p. Tomasz Tarkowski.
- Wniosek o odwołanie został uzasadniony przez MAP potrzebą dostosowania polityki zarządczej spółki do celów właścicielskich oraz konieczności skuteczniejszej realizacji strategii rozwoju.

PEKAO (Buy; PLN 233)

Podsumowanie po konferencji wynikowej

- Warunki wymiany akcji PZU na akcje Pekao powinny być znane w I-II kw. '26.
- Bank jest zadowolony z przyspieszenia wzrostu kredytów, korzystna sytuacja utrzymuje się również w 3Q.
- Bank zakłada, że dzięki niższym stopom łada dzień uruchomi się duży popyt na kredyt hipoteczny. Szacujemy, że odłożony popyt wynosi nawet 70 miliardów PLN.
- Bankowość detaliczna jest w banku niedoinwestowana i to będą mocno zmieniać. Zarząd ma apetyt na zwiększanie udziałów rynkowych.
- Sprzedaż portfela NPL przyniosła 30mln PLN zysku w 2Q'25.
- Jesienią bank planuje kolejną emisję MREL i w przyszłym roku również jedną-dwie emisje po to, żeby przygotować się na kolejny wzrost akcji kredytowej.

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

| Index  | 1D     | 1M     | 3M     | 6M     | 1D/3M |
|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| WIG    | 2017   | 1758.8 | 1969.4 | 2036.3 | 102%  |
| WIG20  | 1770.2 | 1484.5 | 1676.2 | 1708.3 | 106%  |
| WIG40  | 209.1  | 244.8  | 333.1  | 303.1  | 63%   |
| sWIG80 | 59.1   | 46.6   | 53.0   | 57.4   | 112%  |

TOP VOLUME (PLNm)

| WIG20  |       | mWIG40 |       | sWIG80 |      |
|--------|-------|--------|-------|--------|------|
| Ticker | Vol.  | Ticker | Vol.  | Ticker | Vol. |
| PKO    | 386.9 | CCC    | 124.3 | AST    | 2.8  |
| PEO    | 234.7 | MIL    | 46.6  | MDG    | 2.1  |
| PZU    | 193.3 | XTB    | 39.9  | CIG    | 1.8  |
| PKN    | 185.0 | ING    | 24.4  | PXM    | 1.6  |
| KGH    | 174.3 | ACP    | 16.8  | BMC    | 1.6  |
| ALR    | 132.7 | BFT    | 16.7  | FRO    | 1.4  |
| CCC    | 124.3 | SNT    | 14.5  | WLT    | 1.2  |
| DNP    | 107.9 | TPE    | 10.9  | CRI    | 1.2  |
| ALE    | 101.4 | BHW    | 8.0   | SLV    | 1.1  |
| ZAB    | 79.8  | GPW    | 7.3   | PLW    | 1.1  |

VOLUME SPIKES (PLNm)

| WIG20  |       | mWIG40 |       | sWIG80 |       |
|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| Ticker | 1D/3M | Ticker | 1D/3M | Ticker | 1D/3M |
| ALR    | 329%  | ING    | 646%  | AST    | 479%  |
| CCC    | 238%  | DOM    | 497%  | SEL    | 422%  |
| KRU    | 236%  | SNT    | 316%  | SCP    | 257%  |
| PZU    | 218%  | MIL    | 309%  | ENT    | 223%  |
| KTY    | 217%  | CCC    | 238%  | TAR    | 175%  |
| KGH    | 203%  | BHW    | 232%  | AGO    | 164%  |
| BDX    | 178%  | ASB    | 180%  | PLW    | 161%  |
| ZAB    | 164%  | XTB    | 164%  | MLS    | 160%  |
| MBK    | 163%  | GPW    | 159%  | SGN    | 159%  |
| SPL    | 154%  | ATC    | 153%  | FRO    | 155%  |

STOCK PRICE PERFORMANCE

| Ticker | Price | Chng. | Ticker | Price | Chng. |
|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Best   |       |       | Worst  |       |       |
| ALR    | 114.0 | 6.7%  | PKN    | 82.7  | -1.9% |
| BDX    | 563   | 5.6%  | DNP    | 48.2  | -0.8% |
| MBK    | 943.2 | 4.5%  | PCO    | 22.5  | -0.3% |
| KGH    | 133.2 | 4.0%  | PGE    | 11.9  | 0.1%  |
| PZU    | 65.7  | 3.5%  | OPL    | 8.6   | 0.2%  |
| Best   |       |       | mWIG40 |       |       |
| MIL    | 15.8  | 8.1%  | SNT    | 204.4 | -4.9% |
| DVL    | 8.7   | 5.5%  | ASB    | 27.8  | -2.8% |
| BHW    | 112.2 | 2.7%  | ATC    | 10.6  | -1.7% |
| DOM    | 250.0 | 2.7%  | TPE    | 8.2   | -1.4% |
| ING    | 346.5 | 2.5%  | ENA    | 18.8  | -1.4% |
| Best   |       |       | sWIG80 |       |       |
| AST    | 52.0  | 8.2%  | MOC    | 7.8   | -6.1% |
| ZEP    | 22.0  | 5.3%  | BMC    | 13.5  | -4.3% |
| ABS    | 90.2  | 3.7%  | MDG    | 32.3  | -4.2% |
| SGN    | 111.0 | 2.8%  | CTX    | 40.5  | -3.8% |
| TOR    | 39.3  | 2.6%  | CRJ    | 438.0 | -3.5% |

## QUERCUS TFI

Spełnienie warunku UOKiK dotyczącego połączenia z Templeton Asset Management TFI

## SKARBIEC HOLDING

Wartość aktywów pod zarządzaniem na koniec lipca'25 na poziomie 5,6mld PLN, -0,8% m/m

## RYNEK UBEZPIECZEŃ

**Bułgarski ubezpieczyciel Euroins rozważa otwarcie oddziału w Polsce**

- Euroins to grupa ubezpieczeniowa prowadząca działalność na rynku Europy Środkowo-Wschodniej i Południowo-Wschodniej;
- Spółka wchodzi w skład Eurohold Bulgaria AD, notowanego na giełdzie w Sofii i Warszawie holdingu inwestycyjnego działającego w sektorach ubezpieczeń i energetyki;
- Euroins prowadzi działalność w ponad 10 krajach UE i sąsiednich i obsługuje ponad 4 mln klientów.

## KONSUMENT

### JERONIMO MARTINS (Hold; EUR 24.5)

**Biedronka otworzyła i zmodernizowała 37 sklepów od maja do pierwszego tygodnia sierpnia**

- W okresie letnim otwarto 15 sklepów i przeprowadzono modernizację 22 istniejących placówek;
- Samym lipcu i sierpniu'25 Biedronka otworzyła 6 sklepów (5 w lipcu);
- Do końca roku Biedronka chce otworzyć 130-150 nowych sklepów.

### ALLEGRO.EU (Buy; PLN 42)

**Liczba użytkowników (real users) Grupy Allegro wyniosła 22,38 mln w lipcu'25**

- Liczba użytkowników Allegro na komputerach osobistych i laptopach to 11,5 mln, a na urządzeniach mobilnych – 20,2 mln;
- Zasięg Allegro, czyli procentowy udział realnych użytkowników odwiedzających dany kanał mediowy w populacji wszystkich użytkowników korzystających z internetu, wyniósł w lipcu 75,31;
- ATS, czyli średni czas, jaki realni użytkownicy spędzają na danym kanale mediowym wyniósł w lipcu 1 godz. 23 min. i 40 sek.

### AUTO PARTNER (Buy; PLN 27.8)

**Przychody ze sprzedaży w lipcu'25 na poziomie 406,7mln PLN, +8,1% r/r (YTD 2,6mld PLN, +7,7% r/r)**

### ASBIS (Buy; PLN 35)

**Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q25 [neutralne]**

#### #Serwery

- Grupa ocenia, że segment serwerów, na fali boomu na AI, może pod względem wielkości przychodów docelowo zbliżyć się do segmentu smartphonów, ale zdaniem CFO raczej nie przebieje smartphonów (1,26mld USD przychodów w 2024);
- Asbis szacuje, że boom AI może potrwać kolejne 2 lata, rynkowe analizy mają sugerować kontynuację boomu AI na 3 lata;
- Spółka ma kolejne projekty w obszarze serwerów w pipeline do końca roku, przychody w 1H25 nie były jednorazowe;
- Prezes informuje, że marża brutto na serwerach w 2Q25 wyniosła >3,5%, ma się ona utrzymać na zbliżonym poziomie w najbliższym okresie;
- CFO zwrócił uwagę, że podobnie do biznesu z Apple, marża brutto na serwerach może z czasem rosnąć wraz z umacnianiem się pozycji Spółki na rynku i rosnącym doświadczeniem;
- Marża brutto w kontraktach powinna być również z czasem wspierana przez ich szerszy charakter obejmując całą infrastrukturę i sprzęt IT (procesory, laptopy itd.);
- Obecnie udział kontraktów pośrednich ma stanowić około 75% kontraktów w obszarze serwerów (~25% kontrakty bezpośrednie realizowane na wyższej marży);
- W 2Q25 Asbis zrealizował kontrakty na serwery m.in. w Kazachstanie (projekt dla państwowego data center, największy w roku), Holandii (sprzedaż bloków serwerowych dla dwóch usługodawców w kraju) i Słowacji;
- Głównymi klientami Asbis w obszarze serwerów mają być integratorzy systemów, wykonawcy centrów danych oraz rządy krajowe;
- Grupa widzi otwierające się możliwości projektów AI w Polsce, zrealizowała już projekty, zarówno prywatne i państwowe, realizowane poprzez lokalnych partnerów;

#### #Kazachstan

- Spółka odnotowała poprawę sytuacji na rynku smartphonów w czerwcu, w lipcu osiągnęła tam znacznie lepsze wyniki r/r;
- Sytuacja z szarą strefą w kraju miała się poprawić, CFO informuje, że część handlarzy iPhone'ów wycofała się z szarej strefy;
- Zdaniem CFO konsument w Kazachstanie jest mniej skłonny do wydatków m.in. z uwagi na spadek cen ropy, który ma rzutować na gospodarkę kraju;

#### #Breezy

- Breezy ma być na dobrej drodze do osiągnięcia zakładanych 100mln USD przychodów w 2025 roku;
- Celem dla Breezy ma być rozszerzanie działalności na nowe rynki Spółki i bycie na nich najważniejszym graczem w obszarze trade-in smartphonów;
- W długim horyzoncie 5-10 lat CFO widzi potencjał na spin-off spółki;

#### #Pozostałe

- Zarząd widzi wysokie dynamiki przychodów r/r w lipcu i sierpniu'25, ale niższe niż w 2Q25;
- Spółka planuje wejść na rynek Arabii Saudyjskiej przed końcem 3Q25;
- Na koniec 2Q25 Asbis zredukował zatrudnienie do 2707 pracowników (-4% r/r);
- Wzrost zapasów r/r na koniec kwartału ma być związany z oczekiwaniami wyższej sprzedaży w 3Q i 4Q;
- Asbis liczy na finalizację przejęcia sieci sklepów pod marką Samsung Brand Store od Matrix Media pod koniec 3Q25.

## LOGISTYKA I TRANSPORT

### **TURKISH AIRLINES (Buy; TRY 420)**

**Turkish Airlines składa wiążącą ofertę zakupu mniejszościowego pakietu akcji Air Europa [lekko pozytywne]**

- Turkish Airlines potwierdziły złożenie wiążącej oferty zakupu mniejszościowego udziału w hiszpańskich liniach Air Europa, stając się jedynym pozostałym oferentem.
- Decyzja ta następuje po wycofaniu się Lufthansy oraz Air France-KLM z rozmów w ostatnich tygodniach z powodu rozbieżności dotyczących wyceny i ładu korporacyjnego; właściciel British Airways, IAG, wcześniej zrezygnował z przejęcia pełnej kontroli.
- Air Europa dysponuje flotą 46 samolotów i silną pozycją na Półwyspie Iberyjskim oraz na trasach transatlantyckich do Ameryki Południowej, co zapewnia istotną komplementarność siatki połączeń THY.
- Spółka widzi potencjał synergii w przewozach pasażerskich i cargo, MRO, programach lojalnościowych oraz w obszarze technologii, wspierając realizację strategii wzrostu do 2033 r.

### **PKP CARGO**

**Spółka proceduje postępowanie dotyczące sprzedaży wagonów, czeka na stanowiska ws. ZUZP**

## TMT

### **EPAM**

**Wyniki 2Q25 i guidance lekko powyżej oczekiwań**

- Przychody +18% r/r w tym organicznie +5% r/r do 1,35 mld USD (est. 1,33);
- Adj. EPS 2,77 USD vs. est. 2,61 USD, +13% r/r;
- Guidance przychody na 3Q +18% r/r, na cały rok +13-15% r/r;
- EPS '25 guidance podniesiona z 10,7-10,95 USD do 10,96-11,12 USD;
- [LINK](#) do komunikatu Epam.

### **GODADDY**

**Wyniki 2Q zgodne z oczekiwaniami, wzrost przychodów o 8%, adj. EBITDA o 15%, ARPU +10% r/r**

- 2Q EPS 1,41 USD, vs est. 1,38 USD;
- 2Q EBITDA 382mln vs est. 374mln USD;
- Guidance 3Q: przychody 1,22-1,24mld USD, zgodny z szacunkami 1,23 mld USD;
- [LINK](#) do prezentacji wyników GoDaddy.

## GAMING

### **PCF GROUP (Restricted)**

**Spółka rozpoczyna budowanie księgi popytu na nie więcej niż 6,67 mln akcji serii H, chce pozyskać ok. 20mln PLN**

- Proces budowania księgi popytu upływy o godz. 16 CEST w dniu 11 sierpnia 2025 roku.

### **MOVIE GAMES/ULTIMATE GAMES**

**Zawarcie umowy na wykonanie przez Ultimate Games portu gry „Drug Dealer Simulator”**

- Gra ma być kompatybilna z konsolą PlayStation 4;
- Movie Games przysługiwać będzie 72,5% udziału w zysku netto gry;
- Premiera gry ma odbyć się w 3Q25.

## PRZEMYSŁ

### **RHEINMETALL (No recommendation)**

**Wyniki 2Q25: przychody poniżej konsensusu (2,43mld EUR vs 2,53mld EUR), guidance '25 podtrzymany**

- Przychody segmentu Defence wyniosły 1,95mld EUR (+13% r/r), podczas gdy dynamika Grupy wyniosła +9% r/r (z czego 130mln EUR tj. ~5% przypada na M&A)
- Zysk EBIT na poziomie 276mln EUR (+2% r/r) – marża 11,3% (-0,7pp), w tym segment Defence 258mln EUR (-8% r/r) – marża 13,2% (-3,1pp)
- Wzrost wydatków inwencyjnych do 8,2% przychodów (+2,5pp r/r)
- Backlog na poziomie 63,2mld EUR (+30% r/r), potencjał nowych nominacji w 2025 oraz 1H26 szacowany jest na >80mld EUR, w tym 13,7mld EUR pozyskane w 1H25
- Order intake w 2Q25 na poziomie 2,6mld EUR vs 11,4mld EUR w 2Q24 i 11mld EUR w 1Q25
- Dług netto 1,66mld EUR, DN/EBITDA 0,9x
- Guidance '25 podtrzymany: przychody +35-40% r/r w segmencie Defence, marża EBIT 15,5%, silny order intake oczekiwany w 4Q25
- [LINK](#) do prezentacji

### **ARCTIC PAPER (Under Review)**

**Negatywny wpływ odpisu Rottneros na wyniki spółki w 2Q25 wyniesie ok. 53,4mln PLN**

### **WIELTON (Under Review)**

**Spółka w okresie I-VII zarejestrowała 1,7 tys. przyczep o naczep, +21% r/r**

- Udział spółki w rynku wyniósł 14,3% wobec 12,7% rok wcześniej.

## BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

### PEKABEX (Buy; PLN 20)

Wielkość produkcji w lipcu'25 na poziomie 19 689 m3, -4% r/r

### UNIBEP

Konsorcjum z Unibepem ma umowę na przebudowę pomieszczeń w budynku dydaktycznym w Olsztynie

- Wynagrodzenie konsorcjum z tytułu realizacji inwestycji wynosi ok. 60,9mln PLN netto, z czego kwota przypadająca Unibepowi wynosi ok. 39,4mln PLN brutto;

- Realizacja inwestycji rozpocznie się w 3Q25, a zakończy w 3Q27.

### CTP (Buy; EUR 21)

Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q25 [neutralne]

#### #Update

- Obecnie azjatyccy najemcy odpowiadają za ok. 20% nowych umów.

- Ok. 80% powierzchni w budowie stanowi rozbudowa istniejących już parków.

- W kolejnych miesiącach Zarząd spodziewa się dalszej kompresji yieldów w regionie CEE.

- Z 4% LFL ok. 2.5% dotyczy zwykłej indeksacji, a 1.5% wyrównania czynszów do stawek rynkowych.

- Większość wejść na nowe rynki wynika z chęci i potrzeb klientów CTP, Grupa koncentruje się nad maksymalizacją zwrotu.

#### #Guidance

- Grupa planuje oddać 1.2 – 1.7mln m2 nowej powierzchni w tym roku.

- Zarząd potrzymał guidance 0.86 - 0.88 EUR EPRA EPS w tym roku.

## POZOSTAŁE INFORMACJE

### ACTION: Szacunkowe przychody ze sprzedaży w lipcu'25 na poziomie 252mln PLN, +26,6% r/r

- Marża utrzymuje się na poziomie ok. 7,5%.

### ARLEN: Oferta spółki zależnej Arlen-Tec została wybrana jako najkorzystniejsza przez Skarb Państwa

- Przetarg dotyczy produkcji i dostawy kurtek służbowych zimowych z podpinką i ocieplaczem z polaru;

- Zamawiający zamierza przeznaczyć 52,8mln PLN brutto na to zamówienie.

### ESOTIQ&ENDERSON: Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży w lipcu'25 na poziomie 36mln PLN, +9% r/r

- YTD 177,3mln PLN, +6% r/r;

- Przychody grupy ze sprzedaży internetowej w lipcu'25 wyniosły 11,9mln PLN, +22% r/r (YTD 53,4mln PLN, +37% r/r);

- Szacunkowa marża brutto na sprzedaży grupy w lipcu'25 wyniosła 66%, +2 p.p. r/r (YTD 68%, bez zmian r/r);

- Powierzchnia handlowa grupy w lipcu'25 wyniosła 18,3 tys. m kw., +1% r/r.

### PASSUS: Zawarcie umowy z podmiotem należącym do Skarbu Państwa na odnowienie licencji platformy

- Umowa została zawarta na okres od 1 września 2025 roku do 30 września 2026 roku;

- Wartość umowy to 1,8mln PLN brutto.

### PJP MAKRUM: GK Immobile nabyła w wezwaniu 622,7 tys. akcji spółki

- Akcje stanowią 10,41% kapitału zakładowego i głosów;

- 2 lipca GK Immobile ogłosiła wezwanie do sprzedaży 2,05 mln akcji (34,27% kapitału zakładowego i głosów) po cenie 15,70 PLN.

## INSIDER TRADING

### SOPHARMA

Spółka sprzedała 3,8 mln akcji @ 2,43 BGN.

## ZMIANY W ORGANACH

### ENERGA

Powołanie p. Ireneusza Fafary na stanowisko przewodniczącego RN.

### ENERGA

Rezygnacja p. Agaty Piotrowskiej z pełnienia funkcji członka RN.

## ZMIANY W AKCJONARIACIE

### CASPAR AM

Zmniejszenie zaangażowania przez p. Leszka Kasperskiego z 16,82% do 9,32% kapitału i głosów.

**RAEN**

Zwiększenie zaangażowania przez Haprin Sp. z o.o. z 4,80% do 46,94% kapitału i głosów.

## TRANSAKCJE PAKIETOWE

**CREOTECH INSTRUMENTS**

Wolumen: 15 tys. @ 272,00

% kapitału: 0,53

**RYVU THERAPEUTICS**

Wolumen: 31,2 tys. @ 30,00

% kapitału: 0,13

## WALNE ZGROMADZENIA AKCJONARIUSZY

**FORTE:** Zwołanie ZWZA na dzień 17 września w sprawie niewypłacania dywidendy za 2024/25

- Akcjonariusze mają zdecydować m.in. w sprawie przeznaczenia ubiegłorocznego zysku netto w kwocie ok. 18mln PLN na pokrycie strat z lat ubiegłych.

**GI GROUP POLAND:** Zwołanie NWZA na dzień 5 września 2025 roku w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji akcji serii AA**SECO/WARWICK:** Zwołanie NWZA na dzień 2 września 2025 roku w sprawie umorzenia akcji własnych, obniżenia kapitału zakładowego i zmiany statutu spółki

CORPORATE CALENDAR

| 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                        | RICHT, ZAL              | 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                               |                         | DIA, 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, 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   | 114.0   | 15%    | 14,883     | 7.2  | 7.7  | 8.4  | 1.2  | 1.1 | 1.1 | 17% | 15% | 13% | 27   |
| BNP Paribas PL | BNPPPL | Buy     | 140.0   | 107.0   | 31%    | 15,823     | 6.7  | 6.2  | 6.5  | 0.9  | 0.8 | 0.8 | 13% | 13% | 12% | —    |
| Erste Bank     | EBS    | Hold    | 80.5    | 84.6    | -5%    | 34,730     | 11.5 | 9.0  | 8.9  | 1.5  | 1.4 | 1.3 | 13% | 15% | 14% | 80   |
| Handlowy       | BHW    | Hold    | 122.0   | 112.2   | 9%     | 14,660     | 9.5  | 8.9  | 10.8 | 1.5  | 1.5 | 1.5 | 16% | 17% | 14% | 47   |
| ING            | ING    | Buy     | 363.0   | 346.5   | 5%     | 45,080     | 10.7 | 10.5 | 10.1 | 2.4  | 2.3 | 2.1 | 23% | 22% | 21% | 65   |
| Komerční banka | KOMB   | Hold    | 1,060.0 | 1,044.0 | 2%     | 198,411    | 12.1 | 11.2 | 11.1 | 1.6  | 1.6 | 1.5 | 13% | 14% | 13% | 87   |
| mBank          | MBK    | Hold    | 845.0   | 943.2   | -10%   | 40,110     | 12.7 | 9.1  | 9.9  | 2.1  | 1.7 | 1.6 | 16% | 18% | 16% | 70   |
| Millennium     | MIL    | Sell    | 13.0    | 15.8    | -18%   | 19,192     | 24.8 | 13.4 | 9.6  | 2.2  | 1.9 | 1.7 | 9%  | 14% | 18% | 71   |
| Moneta         | MONET  | Sell    | 142.4   | 151.6   | -6%    | 77,468     | 12.4 | 11.7 | 11.5 | 2.3  | 2.3 | 2.2 | 19% | 19% | 19% | 76   |
| OTP            | OTP    | Buy     | 32,775  | 29,970  | 9%     | 8,392      | 7.6  | 8.2  | 7.6  | 1.5  | 1.4 | 1.3 | 20% | 17% | 17% | 84   |
| Pekao          | PEO    | Buy     | 233.0   | 218.1   | 7%     | 57,245     | 8.7  | 8.6  | 9.3  | 1.7  | 1.6 | 1.5 | 19% | 19% | 17% | 85   |
| PKO BP         | PKO    | Buy     | 95.0    | 81.5    | 17%    | 101,875    | 10.1 | 8.0  | 8.7  | 1.8  | 1.7 | 1.6 | 18% | 21% | 18% | 72   |
| Santander      | SPL    | Buy     | 630.0   | 553.2   | 14%    | 56,531     | 9.5  | 8.2  | 8.8  | 1.7  | 1.6 | 1.6 | 17% | 19% | 18% | 85   |
| Kruk           | KRU    | Buy     | 535.0   | 424.8   | 26%    | 8,242      | 7.8  | 6.8  | 6.9  | 1.6  | 1.4 | 1.3 | 20% | 20% | 18% | 77   |
| PZU            | PZU    | Hold    | 65.0    | 65.7    | -1%    | 56,751     | 9.1  | 9.7  | 9.8  | 1.6  | 1.6 | 1.5 | 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   | 97.0    | 26%    | 1,408      | 7.7   | 7.5   | 7.4  | 5.0       | 4.6  | 4.4  | —   | —   | —   | 37   |
| AC                   | ACG    | Under Review |         | 25.9    | -      | 238        | —     | —     | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Ailleron             | ALL    | Buy          | 24.0    | 18.8    | 28%    | 232        | 13.7  | 8.9   | 7.7  | 7.6       | 6.1  | 5.3  | 0%  | 3%  | 5%  | —    |
| Allegro              | ALE    | Buy          | 42.0    | 37.3    | 13%    | 39,396     | 24.6  | 18.6  | 15.7 | 12.3      | 10.6 | 9.1  | 4%  | 4%  | 4%  | 93   |
| Ambra                | AMB    | Buy          | 25.5    | 21.0    | 22%    | 528        | 11.7  | 10.6  | 9.4  | 5.0       | 4.8  | 4.5  | 5%  | 5%  | 5%  | —    |
| Amica                | AMC    | Under Review |         | 56.8    | -      | 442        | —     | —     | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 63   |
| Amrest               | EAT    | Sell         | 15.0    | 14.3    | 5%     | 3,140      | 19.2  | 16.5  | 14.6 | 5.3       | 5.0  | 4.9  | 2%  | 2%  | 3%  | 89   |
| Answear.com          | ANR    | Buy          | 34.0    | 28.2    | 21%    | 534        | 16.5  | 12.8  | 9.6  | 9.6       | 7.8  | 6.5  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Archicom             | ARH    | Buy          | 60.0    | 48.2    | 24%    | 2,525      | 16.5  | 5.7   | 3.4  | 13.9      | 5.7  | 3.4  | 4%  | 8%  | 12% | —    |
| Arctic Paper         | ATC    | Under Review |         | 10.6    | -      | 734        | —     | —     | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Artifex Mundi        | ART.   | Hold         | 16.8    | 15.1    | 11%    | 180        | 7.3   | 6.5   | 7.7  | 4.7       | 3.6  | 2.8  | 0%  | 0%  | 8%  | —    |
| Asbis                | ASB    | Buy          | 35.0    | 27.8    | 26%    | 1,541      | 6.8   | 5.6   | 5.3  | 5.5       | 4.8  | 4.2  | 7%  | 7%  | 8%  | —    |
| Asseco BS            | ABS    | Hold         | 94.0    | 90.2    | 4%     | 3,014      | 22.9  | 21.4  | 19.6 | 16.3      | 14.8 | 13.5 | 4%  | 4%  | 4%  | —    |
| Asseco Poland        | ACP    | Hold         | 216.0   | 209.6   | 3%     | 17,397     | 30.0  | 26.6  | 24.8 | —         | —    | —    | 2%  | 2%  | 2%  | 74   |
| Asseco SEE           | ASE    | Buy          | 88.0    | 76.9    | 14%    | 3,991      | 20.2  | 18.0  | 16.3 | 11.9      | 10.6 | 9.7  | 2%  | 3%  | 3%  | —    |
| Atal                 | 1AT    | Buy          | 75.0    | 57.9    | 30%    | 2,505      | 9.6   | 5.0   | 4.9  | 13.1      | 6.0  | 5.8  | 9%  | 9%  | 16% | —    |
| Auto Partner         | APR    | Buy          | 27.8    | 20.3    | 37%    | 2,652      | 12.2  | 9.8   | 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 | 3,470.0 | 27%    | 11,367     | 24.8  | 17.7  | 14.0 | 9.9       | 7.7  | 6.5  | 2%  | 2%  | 4%  | 63   |
| Bioceltix            | BCX    | Buy          | 124.3   | 102.2   | 22%    | 503        | —     | 7.1   | —    | —         | 5.1  | 89.9 | —   | —   | —   | —    |
| Bloober Team         | BLO    | Buy          | 39.7    | 30.7    | 30%    | 592        | 15.4  | 6.9   | 7.4  | 6.4       | 3.4  | 4.1  | 0%  | 5%  | 12% | —    |
| Budimex              | BDX    | Buy          | 715.0   | 562.8   | 27%    | 14,368     | 21.6  | 20.1  | 15.8 | 12.7      | 11.0 | 8.7  | 5%  | 4%  | 5%  | 54   |
| Captor Therapeutics  | CTX    | Buy          | 147.7   | 40.5    | 265%   | 208        | —     | 2.0   | —    | —         | 0.8  | —    | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| CCC                  | CCC    | Buy          | 260.0   | 186.4   | 39%    | 14,358     | 17.0  | 13.7  | 10.8 | 8.9       | 7.0  | 5.7  | 0%  | 0%  | 0%  | 87   |
| CD Projekt           | CDR    | Buy          | 309.5   | 248.9   | 24%    | 24,868     | 62.2  | 95.8  | 14.9 | 50.9      | 79.2 | 10.3 | 0%  | 0%  | 0%  | 88   |
| Celon Pharma         | CLN    | Buy          | 45.8    | 23      | 103%   | 1,217      | —     | 124.5 | 49.0 | 35.5      | 22.4 | 16.2 | —   | —   | —   | —    |
| CEZ                  | CEZ    | Sell         | 962.5   | 1,244.0 | -23%   | 669,259    | 22.8  | 15.1  | 15.9 | 6.6       | 6.8  | 6.8  | 4%  | 4%  | 5%  | 82   |
| CI Games             | CIG    | Sell         | 2.0     | 3.1     | -34%   | 588        | 117.1 | —     | 5.7  | 17.8      | —    | 3.3  | —   | —   | —   | —    |
| Creepy Jar           | CRJ    | Buy          | 535.0   | 438.0   | 22%    | 306        | 12.9  | 11.2  | 22.8 | 8.1       | 5.1  | 7.6  | 3%  | 8%  | 9%  | —    |
| Creotech Instruments | CRI    | Buy          | 350.0   | 289.0   | 21%    | 825        | 37.8  | 17.9  | 13.1 | 19.0      | 9.7  | 6.3  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Comp                 | CMP    | Hold         | 258.0   | 249.0   | 4%     | 1,125      | 18.8  | 14.2  | 12.1 | 8.6       | 7.6  | 6.8  | 4%  | 7%  | 8%  | —    |
| CTP                  | CTPNV  | Buy          | 21.0    | 19.1    | 10%    | 9,164      | 7.2   | 7.1   | 5.7  | 9.3       | 9.7  | 8.3  | —   | —   | —   | 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          | 192.0    | 176.0    | 9%     | 2,496      | 40.9  | 26.5 | 18.3 | 18.1      | 13.8 | 11.1 | 1%  | 1%  | 1%  | —    |
| Cyfrowy Polsat     | CPS    | Hold         | 18.8     | 14.7     | 28%    | 9,408      | 15.3  | 11.0 | 9.1  | 6.5       | 5.8  | 5.4  | 0%  | 0%  | 7%  | 70   |
| Dadelo             | DAD    | Buy          | 60.0     | 45.6     | 32%    | 532        | 26.4  | 21.1 | 15.0 | 17.1      | 13.3 | 10.2 | 0%  | 0%  | 1%  | —    |
| Develia            | DVL    | Buy          | 10.0     | 8.7      | 16%    | 4,008      | 10.0  | 7.6  | 7.0  | 8.5       | 5.9  | 5.4  | 7%  | 8%  | 10% | 31   |
| Diagnostyka        | DIA    | Hold         | 182.0    | 188.0    | -3%    | 6,346      | 23.5  | 19.6 | 17.2 | 12.1      | 10.3 | 9.1  | 2%  | 2%  | 3%  | —    |
| Digital Network    | DIG    | Hold         | 88.0     | 88.5     | -1%    | 375        | 12.5  | 12.3 | 11.7 | 7.9       | 7.3  | 6.7  | 6%  | 6%  | 6%  | —    |
| Dino Polska        | DNP    | Hold         | 53.0     | 48.2     | 10%    | 47,226     | 25.1  | 19.3 | 15.7 | 16.4      | 12.6 | 10.0 | 0%  | 0%  | 0%  | 47   |
| Dom Development    | DOM    | Hold         | 265.0    | 250.0    | 6%     | 6,450      | 9.1   | 8.8  | 8.1  | 7.7       | 7.2  | 6.6  | 6%  | 6%  | 7%  | 45   |
| Echo Investment    | ECH    | Buy          | 7.0      | 5.3      | 32%    | 2,187      | 24.7  | 4.6  | 3.2  | 21.7      | 5.0  | 2.9  | 8%  | 10% | 15% | —    |
| Erbud              | ERB    | Hold         | 35.0     | 33.7     | 4%     | 401        | 65.1  | 10.4 | 10.1 | 6.1       | 3.9  | 4.1  | 5%  | 5%  | 7%  | —    |
| Enea               | ENA    | Buy          | 23.2     | 18.8     | 23%    | 9,964      | 3.5   | 3.5  | 4.3  | 2.9       | 3.4  | 4.4  | 3%  | 3%  | 3%  | 34   |
| Enter Air          | ENT    | Buy          | 66.0     | 53.4     | 24%    | 937        | 3.7   | 8.7  | 7.8  | 4.7       | 4.6  | 4.1  | 6%  | 6%  | 7%  | —    |
| Eurocash           | EUR    | Under Review |          | 8.1      | -      | 1,126      | —     | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 63   |
| Fabritry Holding   | FAB    | Buy          | 33.0     | 27.8     | 19%    | 77         | 16.4  | 10.9 | 9.2  | 8.4       | 6.5  | 5.8  | 11% | 8%  | 8%  | —    |
| Ferro              | FRO    | Hold         | 40       | 34       | 18%    | 718        | 9.2   | 8.8  | 8.4  | 6.8       | 6.1  | 5.7  | —   | —   | —   | —    |
| Gedeon Richter     | RICHT  | Buy          | 13,966.0 | 10,260.0 | 36%    | 1,912,206  | 6.4   | 5.7  | 5.4  | 4.4       | 3.4  | 2.8  | 5%  | 6%  | 8%  | 81   |
| GPW                | GPW    | Hold         | 60.0     | 56.9     | 6%     | 2,386      | 12.1  | 12.4 | 12.2 | 9.4       | 9.0  | 8.6  | 6%  | 6%  | 6%  | 67   |
| Grenovia           | GEA    | Under Review |          | 2.6      | -      | 1,500      | —     | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 59   |
| Grupa Pracuj       | GPP    | Hold         | 70.0     | 65.8     | 6%     | 4,534      | 18.4  | 16.7 | 14.9 | 12.5      | 11.2 | 9.9  | 3%  | 4%  | 4%  | —    |
| GTC                | GTC    | Sell         | 3.5      | 4.3      | -18%   | 2,458      | 14.6  | 10.2 | 10.2 | 18.7      | 16.5 | 17.8 | 0%  | 4%  | 5%  | 63   |
| Huuuge             | HUG    | Buy          | 27.9     | 19.2     | 45%    | 1,154      | 4.5   | 5.5  | 6.5  | 1.1       | 1.1  | 1.5  | 0%  | 11% | 20% | 5    |
| H&M                | HMB    | Sell         | 120.0    | 134.3    | -11%   | 215,403    | 21.1  | 18.0 | 16.6 | 7.3       | 7.0  | 6.8  | 6%  | 6%  | 6%  | 98   |
| Inditex            | ITX    | Hold         | 46.0     | 42.3     | 9%     | 131,928    | 21.7  | 19.8 | 18.3 | 11.6      | 10.7 | 9.9  | 4%  | 4%  | 5%  | 99   |
| InPost             | INPST  | Buy          | 18       | 13.0     | 41%    | 27,547     | 21.5  | 16.4 | 13.9 | 8.6       | 7.1  | 6.0  | 0%  | 0%  | 0%  | 84   |
| Inter Cars         | CAR    | Buy          | 780      | 575      | 36%    | 8,147      | 9.8   | 8.3  | 7.5  | 7.9       | 7.0  | 6.3  | 0%  | 0%  | 1%  | —    |
| Jeronimo Martins   | JMT    | Hold         | 24.5     | 21.1     | 16%    | 13,266     | 21.6  | 15.2 | 13.2 | 7.4       | 6.3  | 5.7  | 3%  | 3%  | 5%  | 86   |
| JSW                | JSW    | Under Review |          | 24       | -      | 2,759      | —     | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 56   |
| Kęty               | KTY    | Buy          | 1,030.0  | 899.5    | 15%    | 8,836      | 15.7  | 13.9 | 12.1 | 10.2      | 9.1  | 8.3  | 6%  | 5%  | 6%  | 50   |
| KGHM               | KGH    | Hold         | 147      | 133      | 11%    | 26,630     | 8.6   | 8.8  | 9.3  | 4.7       | 4.8  | 4.8  | 0%  | 2%  | 2%  | 58   |
| LPP                | LPP    | Buy          | 21,500.1 | 16,430.0 | 31%    | 30,492     | —     | —    | —    | 7.4       | 6.5  | 5.6  | 4%  | 4%  | 5%  | 75   |
| Mabion             | MAB    | Under Review |          | 9.5      | —      | 177        | —     | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 12   |
| Mangata            | MGT    | Under Review |          | 69.0     | -      | 461        | —     | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Medicover          | MCOVB  | Hold         | 270.0    | 268.0    | 1%     | 3,685      | 51.2  | 37.8 | 30.0 | 13.9      | 12.0 | 10.6 | 0%  | 0%  | 0%  | 89   |
| Medinice           | ICE    | Buy          | 21.1     | 8.5      | 148%   | 65         | 2.9   | 2.4  | —    | 1.4       | 0.5  | —    | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| MFO                | MFO    | Under Review |          | 36       | -      | 235        | —     | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Mirbud             | MRB    | Hold         | 15.0     | 14.7     | 2%     | 1,616      | 13.6  | 10.3 | 9.6  | 8.0       | 6.6  | 6.6  | 1%  | 2%  | 4%  | —    |
| MLP Group          | MLG    | Buy          | 100      | 79       | 26%    | 1,900      | 6.5   | 4.9  | 4.3  | 10.0      | 8.6  | 8.1  | —   | —   | —   | —    |
| Mo-Bruk            | MBR    | Hold         | 333      | 282      | 18%    | 989        | 143.6 | 11.9 | 9.9  | 16.8      | 7.7  | 6.4  | 5%  | 5%  | 3%  | —    |
| MOL                | MOL    | Hold         | 3,110.9  | 3,010.0  | 3%     | 2,262      | 5.1   | 5.9  | 5.7  | 3.2       | 3.3  | 3.3  | 9%  | 9%  | 9%  | 87   |
| Molecure           | MOC    | Buy          | 18.9     | 7.8      | 141%   | 162        | —     | 4.0  | 3.5  | —         | 2.2  | 1.6  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Murapol            | MUR    | Buy          | 50.0     | 40.4     | 24%    | 1,648      | 6.0   | 6.4  | 6.0  | 6.1       | 6.3  | 5.9  | 12% | 13% | 12% | —    |
| Modern Times Group | MTGB   | Buy          | 158.8    | 100.5    | 58%    | 12,403     | 23.5  | 14.7 | 12.4 | 6.2       | 4.9  | 3.9  | 1%  | 0%  | 0%  | 91   |
| Neuca              | NEU    | Sell         | 660.0    | 660.0    | 0%     | 3,006      | 20.2  | 15.8 | 13.3 | 9.1       | 8.1  | 7.1  | 2%  | 2%  | 3%  | 79   |
| Newag              | NWG    | Under Review |          | 74.3     | -      | 3,344      | —     | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| OMV                | OMV    | Hold         | 49.3     | 45.5     | 8%     | 14,878     | 8.4   | 8.1  | 8.6  | 4.2       | 4.5  | 4.9  | 10% | 10% | 10% | 95   |
| Onde               | OND    | Sell         | 9.6      | 10.0     | -4%    | 542        | 23.7  | 27.5 | 23.3 | 7.9       | 8.7  | 7.6  | 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      | 8.6      | 13%    | 11,349     | 13.2  | 12.0 | 11.0 | 4.6       | 4.3  | 4.2  | 6%  | 7%  | 8%  | 61   |
| Orlen              | PKN    | Under Review | -        | 82.7     | —      | 96,033     | —     | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 65   |
| PCF Group          | PCF    | Under Review |          | 5.1      | -      | 183        | —     | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 19   |
| Pegasus Airlines   | PGSUS  | Hold         | 280.0    | 261.8    | 7%     | 130,875    | 6.8   | 6.4  | 5.9  | 5.9       | 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  | 16.8  | 19%    | 416        | 5.5  | 6.0  | 4.7  | 3.8       | 4.0  | 3.4  | —   | —   | —   | —    |
| Pepco Group       | PCO    | Sell         | 20.3  | 22.5  | -10%   | 13,016     | —    | —    | —    | 4.8       | 4.4  | 4.1  | —   | —   | —   | 53   |
| PGE               | PGE    | Hold         | 13.2  | 11.9  | 11%    | 26,734     | 4.5  | 5.1  | 6.0  | 3.7       | 4.3  | 5.2  | 0%  | 0%  | 0%  | 41   |
| Playway           | PLW    | Buy          | 377.0 | 271.0 | 39%    | 1,789      | 11.1 | 9.5  | 9.9  | 8.3       | 7.2  | 7.7  | 9%  | 9%  | 11% | 0    |
| Polenergia        | PEP    | Buy          | 73.8  | 60.0  | 23%    | 4,633      | 26.0 | 22.8 | 29.6 | 11.5      | 10.7 | 11.8 | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Rainbow Tours     | RBW    | Buy          | 210.0 | 135.9 | 55%    | 1,978      | 8.3  | 8.5  | 8.1  | 5.0       | 4.7  | 4.2  | 6%  | 6%  | 6%  | —    |
| Rawplug           | RWL    | Under Review |       | 16.5  | -      | 511        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Ryvu Therapeutics | RVU    | Buy          | 55.9  | 31.0  | 81%    | 716        | —    | 2.6  | 1.7  | —         | 0.8  | 0.4  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Scope Fluidics    | SCP    | Buy          | 224.0 | 155.0 | 45%    | 423        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Selena FM         | SEL    | Under Review |       | 34.5  | -      | 788        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Selvita           | SLV    | Buy          | 37.0  | 33.8  | 9%     | 640        | —    | 20.4 | 14.6 | 13.2      | 8.6  | 7.5  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Shoper            | SHO    | Buy          | 58.0  | 47.6  | 22%    | 1,339      | 29.5 | 22.1 | 16.9 | 17.2      | 13.3 | 10.5 | 2%  | 2%  | 3%  | —    |
| Stalprodukt       | STP    | Under Review |       | 247.0 | -      | 1,334      | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | 46   |
| Śnieżka           | SKA    | Hold         | 90.0  | 79.8  | 13%    | 1,007      | 15.1 | 13.4 | 11.8 | 8.3       | 7.6  | 7.0  | —   | —   | —   | —    |
| Synektik          | SNT    | Buy          | 263.8 | 204.4 | 29%    | 1,743      | 18.6 | 14.7 | 15.2 | 10.0      | 8.8  | 8.1  | 4%  | 5%  | 4%  | —    |
| Tauron            | TPE    | Hold         | 10.0  | 8.2   | 22%    | 14,409     | 4.3  | 5.1  | 4.9  | 4.3       | 4.7  | 4.7  | 0%  | 3%  | 3%  | 42   |
| Ten Square Games  | TEN    | Sell         | 80.4  | 80.9  | -1%    | 524        | 7.1  | 10.6 | 12.2 | 4.4       | 6.8  | 7.4  | 19% | 14% | 10% | 3    |
| Torpol            | TOR    | Buy          | 50.0  | 39.3  | 27%    | 903        | 10.7 | 10.7 | 8.7  | 5.4       | 4.7  | 2.9  | 3%  | 5%  | 5%  | —    |
| Toya              | TOA    | Buy          | 12.0  | 10.2  | 18%    | 765        | 9.1  | 8.8  | 8.1  | 6.0       | 5.9  | 5.2  | —   | —   | —   | —    |
| Turkish Airlines  | THYAO  | Buy          | 420.0 | 309.0 | 36%    | 426,420    | 3.9  | 4.3  | 4.3  | 3.9       | 3.7  | 3.4  | 0%  | 0%  | 0%  | 86   |
| Unimot            | UNT    | Buy          | 168.9 | 148.8 | 14%    | 1,168      | 13.7 | 11.1 | 9.1  | 6.6       | 6.3  | 5.9  | 4%  | 3%  | 3%  | —    |
| Voxel             | VOX    | Hold         | 178.0 | 178.8 | 0%     | 1,878      | 17.7 | 14.4 | 13.3 | 9.6       | 8.0  | 7.2  | 2%  | 3%  | 3%  | —    |
| VRG               | VRG    | Under Review |       | 4.3   | -      | 999        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Wielton           | WLT    | Under Review |       | 6.7   | -      | 473        | —    | —    | —    | —         | —    | —    | —   | —   | —   | —    |
| Wirtualna Polska  | WPL    | Buy          | 104.0 | 74.6  | 39%    | 2,221      | 14.4 | 10.5 | 9.1  | 6.7       | 5.5  | 5.1  | 4%  | 4%  | 5%  | 72   |
| Wittchen          | WTN    | Sell         | 18.0  | 18.0  | 0%     | 333        | 8.5  | 9.1  | 9.5  | 4.8       | 5.0  | 4.7  | 0%  | 6%  | 7%  | —    |
| Wizz Air          | WIZZ   | Hold         | 12.0  | 13.9  | -13%   | 1,433      | 7.5  | 69.1 | 85.1 | 5.9       | 5.2  | 4.3  | 0%  | 0%  | 0%  | 75   |
| XTB               | XTB    | Buy          | 95.8  | 78.0  | 23%    | 9,170      | 9.6  | 8.5  | 7.3  | 5.6       | 5.0  | 4.0  | 7%  | 8%  | 9%  | 32   |
| XTPL              | XTP    | Buy          | 120.0 | 81.4  | 47%    | 216        | —    | 82.0 | 13.6 | —         | 29.2 | 8.0  | 0%  | 0%  | 0%  | —    |
| Zabka Group       | ZAB    | Buy          | 27.7  | 21.8  | 27%    | 21,800     | 25.1 | 16.2 | 12.6 | 7.9       | 6.6  | 5.7  | —   | —   | —   | —    |

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

## TRIGON DOM MAKLEERSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11  
recepca@trigon.pl

[LinkedIn](#)  
[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## CEE EQUITY RESEARCH

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

## EQUITY SALES

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

## SALES TRADING

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