

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE

DINO POLSKA: Wyniki 2Q25: lekko gorsza sprzedaż LFL, wyższa dynamika kosztów i słabsze przepływy [lekko negatywne]

BUDIMEX: Wyniki 2Q25: zgodne ze wstępnymi, OCF lepszy od oczekiwań, przy jednoczesnym wzroście CAPEXu [neutralne]

POLENERGIA: Wyniki za 2Q25 [neutralne]

VRG: Wyniki za 2Q25 [neutralne]

FABRITY HOLDING: Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1H25 [neutralne]

FINANSE

GPW: Podsumowanie po prezentacji wyników finansowych za 2Q25

BANKI: Rząd planuje podwyższenie stawki CIT dla banków i zmiany w podatku bankowym [negatywne]

PALIWA I CHEMIA

ORLEN: Podsumowanie konferencji wynikowej

ENERGETYKA I WYDOBYCIE

ENERGETYKA: Weto Prezydenta dot. ustawy odległościowej

KONSUMENT

FMCG: Ministerstwo Finansów przygotowało projekt podwyżki opłaty cukrowej

KONIUNKTURA KONSUMENCKA: Sierpień'25: BWUK +1,9pp m/m, WWUK +1,4pp m/m

TMT

CYFROWY POLSAT: Podsumowanie konferencji 2Q25: spadek EBITDA w grupie przejściowy w 2Q25, w samym TMT większa niepewność, koniec wysokiego capexu w OZE [neutralne]

GAMING

BLOOBER TEAM: Hollow Knight Silksong zadebiutuje 4 września, dzień przed premierą Cronosa

MOVIE GAMES: Ustalenie daty premiery gry „Beyond Sunset” na platformie Steam na dzień 12 września 2025 roku

VIVID GAMES: Zawarcie umowy z Eva Grupe na produkcję i dystrybucję przez spółkę kolejnej gry free-to-play typu endless runner

PRZEMYSŁ

MO-BRUK: Podsumowanie konferencji wynikowej [lekko pozytywne]

CREOTECH INSTRUMENTS / SCANWAY: Podpisanie dokumentu "ATP" z Creotech Instruments oznaczającego rozpoczęcie przez Scanway prac w ramach projektu CAMILA

SCANWAY: Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q25

BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

PORR: Wyniki 2Q25: mocny order intake w Niemczech i CEE, marża 1H25 poniżej tegorocznego guidance

UNIBEP: Spółka zależna Unihouse ma umowę na budowę budynków mieszkalnych za ok. 27,2mln PLN netto

ZUE: Podsumowanie po prezentacji wyników za 1H25

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

DINO POLSKA (Hold; PLN 53)

Wyniki 2Q25: lekko gorsza sprzedaż LFL, wyższa dynamika kosztów i słabsze przepływy [lekko negatywne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	7243	7607	7752	7354	8623	19%	17%	8856	8716
LFL sales	1.8%	2.3%	6.4%	0.5%	8.8%	7.0p.p.	8.3p.p.	10.5%	
Other operating items, net	2	2	6	3	6	264%	100%	0	
EBITDA	521	673	631	532	650	25%	22%	678	685
EBIT	422	568	521	414	528	25%	27%	560	564
Net profit	348	438	424	311	398	14%	28%	436	437
Store count	2504	2572	2688	2746	2835	13%	3%		
Retail space (k sqm.)	987	1015	1061	1085	1120	13%	3%		
Sales per store	2.89	2.96	2.88	2.68	3.04	5%	14%		
Selling costs per store (k)	468	455	464	480	515	10%	7%		
Gross margin	22.6%	23.6%	23.6%	24.3%	23.4%	0.76p.p.	-0.89p.p.	23.2%	
SG&A ratio	16.8%	16.2%	17.0%	18.7%	17.4%	0.51p.p.	-1.35p.p.	16.9%	
EBITDA margin	7.2%	8.9%	8.1%	7.2%	7.5%	0.36p.p.	0.31p.p.	7.7%	7.9%
EBIT margin	5.8%	7.5%	6.7%	5.6%	6.1%	0.30p.p.	0.49p.p.	6.3%	6.5%
Net profit margin	4.8%	5.8%	5.5%	4.2%	4.6%	-0.20p.p.	0.38p.p.	4.9%	5.0%
OCF	527	725	869	7	767	46%	+		
CAPEX	409	434	431	516	527	29%	2%		
FCF	113	284	410	-514	234	106%	-		
ND/EBITDA	0.4	0.3	0.1	0.3	0.2	-0.2	-0.1		
P/E12M trailing	34.4	34.0	32.3	32.0	31.0				
EV/EBITDA 12M trailing	22.3	22.0	21.1	21.0	19.8				

Source: Company, Trigon

BUDIMEX (Buy; PLN 715)

Wyniki 2Q25: zgodne ze wstępnymi, OCF lepszy od oczekiwań, przy jednoczesnym wzroście CAPEXu [neutralne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	2Q25P
Revenues	2,395	2,470	2,607	1,642	2,305	-4%	40%	2,310	2,305
Construction	2,175	2,285	2,348	1,489	2,101	-3%	41%	2,110	2,101
Services	229	223	267	224	220	-4%	-2%	222	220
Eliminations & other	-9	-38	-7	-71	-15	-	-	-22	-15
Gross Profit	283	305	378	193	292	3%	51%	297	292
Other operating items, net	4	16	3	18	21	427%	17%	0	21
EBITDA	220	252	278	152	234	7%	54%	221	n.a.
adj. EBITDA	216	236	275	134	213	-1%	60%		n.a.
EBIT	181	212	236	111	191	6%	72%	180	191
Construction	162	189	209	110	176	9%	60%		176
Services	19	23	21	22	24	27%	10%		24
Eliminations & other	0	0	6	-21	-9	-	-		-9
Net financial income	30	11	15	20	14	-53%	-31%	10	14
Net profit	158	170	169	114	156	-1%	37%	144	156
adj. Gross Margin	9.4%	13.4%	10.7%	18.8%	10.8%	1.3pp	-8.1pp		
Gross Margin	11.8%	12.4%	14.5%	11.8%	12.7%	0.9pp	0.9pp	12.9%	12.7%
Construction	11.7%	11.7%	14.5%	11.9%	12.4%	0.8pp	0.5pp	12.5%	12.4%
adj. Construction	9.1%	12.9%	10.3%	19.7%	10.4%	1.3pp	-9.4pp		
Services	14.0%	17.8%	12.9%	17.4%	18.2%	4.2pp	0.8pp	16.0%	18.2%
Backlog (PLNb)	15.3	15.8	17.8	17.5	17.1	11%	-3%	16.5	17.1
OCF	-365	-147	873	-216	-60	-	-		
FCF	-451	-231	746	-270	-168	-	-		
Net Debt	-2,452	-2,219	-2,944	-2,681	-1,849				
P/E 12M trailing	19.7	19.9	23.7	23.9	24.0				
EV/EBITDA 12M trailing	12.6	12.8	12.9	13.2	13.9				
EBITDA margin	9.2%	10.2%	10.7%	9.2%	10.2%	1.0pp	0.9pp	9.6%	-
EBIT margin	7.6%	8.6%	9.0%	6.8%	8.3%	0.7pp	1.5pp	7.8%	8.3%
Construction	6.8%	7.7%	8.0%	6.7%	7.6%	0.9pp	0.9pp		
Services	8.2%	10.5%	7.7%	9.7%	10.9%	2.7pp	1.2pp		
Net profit margin	6.6%	6.9%	6.5%	7.0%	6.8%	0.2pp	-0.2pp	6.2%	6.8%

Source: Company, Trigon, EBITDA adjusted for other operating items

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	110,797	1.1%	3%	32%
WIG20	2,982	1.3%	1%	24%
mWIG40	8,134	0.7%	1%	31%
sWIG80	29,532	0.3%	1%	22%
PX (Prague)	2,310	0.0%	6%	46%
BUX (Budapest)	106,543	-0.4%	5%	46%
BET (Bucharest)	20,794	-0.3%	6%	13%
BIST30 (Istanbul)	12,334	1.6%	4%	14%
DAX	24,277	0.1%	0%	32%
FTSE 100	9,288	0.2%	3%	12%
STOXX Europe 600	559	0.0%	2%	9%
S&P 500	6,396	-0.4%	1%	14%
NASDAQ 100	23,250	-0.5%	0%	17%
Nikkei 225	42,588	-0.6%	7%	12%
Shanghai Comp	3,782	0.1%	6%	32%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	4.8%	2.3	-11.3	-28.8
PL 10Y bond yield	5.4%	1.5	-10.6	6.8
CZ 10Y bond yield	4.3%	1.4	-10.3	50.8
HU 10Y bond yield	7.0%	4.0	-3.0	66.0
RO 10Y bond yield	7.3%	0.7	17.9	67.3
WIBOR 3M	4.9%	-1.0	-12.0	-99.0
EURIBOR 3M	2.0%	0.6	3.9	-151.7

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.65	0.1%	0.6%	-5.2%
EUR/PLN	4.25	0.1%	0.2%	-0.7%
EUR/USD	1.16	0.0%	-0.4%	4.5%
GBP/PLN	4.91	-0.1%	-0.3%	2.3%
CZK/PLN	0.17	0.0%	-0.7%	-1.6%
HUF/PLN	0.011	0.0%	-1.3%	1.3%
RON/PLN	0.84	0.0%	-0.5%	2.3%
CNY/PLN	0.51	-0.2%	-0.6%	5.7%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	3,349	0.2%	-2%	34%
Silver (USD/toz)	37.9	-0.1%	-3%	28%
Copper (USD/t)	9,721	0.3%	-1%	6%
Zinc (USD/t)	2,787	0.7%	-1%	-1%
Molybdenum (USD/lb)	24.6	0.4%	7%	18%
Iron ore (USD/t)	102	0.6%	2%	4%
HCC (USD/t)	190	0.0%	5%	-17%
HRC EU (EUR/t)	565	0.0%	2%	-10%
Brent crude oil (USD/bbl.)	67.2	0.5%	-3%	-12%
CO2 (EUR/t)	71.3	0.2%	2%	-6%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	32.2	3.0%	-4%	-15%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	84	0.2%	-3%	-14%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	416	-0.2%	0%	-13%
Shanghai Freight Index	1,460	-2.0%	-16%	-55%

POLENERGIA (Buy; PLN 73.76)

Wyniki za 2Q25 [neutralne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25P	2Q25E	Cons
Revenues	914	912	1 304	1 188	1 129	-	-	-	862	870
EBITDA	158.3	150.3	97.3	161.9	151.0	-5%	-7%	151.0	142.2	149.0
On-shore wind	131.2	120.2	158.6	137.1	127.6	-3%	-7%	127.6	126.2	
PV	8.2	6.7	-0.3	3.1	12.7	55%	310%	12.7	10.0	
Gas & Clean Fuels	0.5	4.6	3.9	1.7	2.6	392%	53%	2.6	1.0	
Trading & Sales	21.6	25.3	-22.3	21.2	16.1	-25%	-24%	16.1	10.0	
Distribution & eMobility	13.6	10.5	-6.2	13.3	11.6	-15%	-13%	11.6	10.0	
Other	-16.8	-17.0	-36.4	-14.5	-19.6	-	-	-19.6	-15.0	
EBIT	116.6	106.6	53.3	117.4	13.1	-	-	-	97.2	104.0
Financials	-16.2	-12.1	-27.6	-54.0	-63.2	-	-	-	-41.0	
EBT	100.4	94.5	25.7	55.6	-46.1	-	-	-	56.2	
Income tax	-20.7	-20.8	-18.6	-12.3	-37.0	-	-	-	-10.7	
Net profit	79.7	73.7	7.1	43.2	-83.0	-	-	-	45.6	47.0
OCF	154	160	200	120	86	-44%	-28%	-	100	
Capex (inv. CF outflows)	-95	-72	-405	-626	-469	395%	-25%	-	-491	
Net debt	658	594	888	1 458	1 883	186%	29%	-	1 850	
EBITDA margin	17%	16%	7%	14%	13%			-	17%	
EBIT margin	13%	12%	4%	10%	1%			-	11%	
Net profit margin	9%	8%	1%	4%	-			-	5%	
P/E 12M trailing	14.3	13.0	15.1	22.3	110.7					
EV/EBITDA adj. 12M trailing	8.2	7.6	8.5	10.6	11.5					

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

VRG (Under Review)

Wyniki za 2Q25 [neutralne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	341	311	445	294	378	11%	29%	368	370
Apparel	163	131	188	130	176	8%	35%	170	
Jewellery	178	180	256	164	202	13%	23%	198	
EBITDA	73.9	45.9	105.2	37.9	79.2	7%	109%	81.7	79.7
EBIT	40.8	12.8	70.6	3.7	45.6	12%	+	47.2	45.3
Apparel	11.9	-14.8	20.6	-13.9	13.0	9%	-	15.8	
Jewellery	28.9	27.6	49.9	17.6	32.6	13%	85%	28.6	
Net profit	28.2	10.1	47.2	6.0	28.6	1%	376%	32.5	30.3
adj. Net profit	28.8	8.5	47.1	1.5	31.7	10%	+	32.5	
Gross Margin	56.3%	53.6%	57.3%	54.3%	56.9%	0.7pp	3pp	56.4%	
SG&A ratio	45.5%	49.4%	41.8%	52.6%	44.2%	-1.3pp	-8pp	44.4%	
EBITDA margin	21.7%	14.7%	23.7%	12.9%	21.0%	-0.7pp	8pp	22.2%	21.5%
EBIT margin	12.0%	4.1%	15.9%	1.3%	12.1%	0.1pp	11pp	12.8%	12.2%
Apparel	7.3%	-11.3%	11.0%	-10.7%	7.4%	0.0pp	18pp	9.2%	
Jewellery	16.2%	15.3%	19.5%	10.8%	16.2%	0.0pp	5pp	14.5%	
Net profit margin	8.3%	3.3%	10.6%	2.0%	7.6%	-0.7pp	6pp	8.8%	8.2%
Sales per sqm	2227	2056	2914	2014	2573	16%	28%		
Sales area (k sqm)	51.0	50.5	50.9	48.6	48.9	-4%	1%		
OCF	23	-20	141	-45	89	284%	-		
CAPEX	12	9	14	9	9	-29%	-3%		
FCF	-17	-57	98	-83	52	-	-		
Net debt	345	415	363	448	426	23%	-5%		
adj. P/E12M trailing	13.0	11.9	12.2	12.1	11.7				
EV/EBITDA 12M trailing	5.8	6.2	5.4	5.6	5.5				

Source: Company, Trigon

#Sprzedaż/m2

- Vistula: 1474 PLN (+20,8% r/r), powierzchnia -6% r/r;
- Bytom: 1678 PLN (+22,4% r/r), powierzchnia -9% r/r;
- Wólczanka: 3249 PLN (+30% r/r), powierzchnia -22% r/r;
- Deni Cler: 1521 PLN (+5,9% r/r), powierzchnia -5% r/r;
- W.Kruk: 4520 PLN (+5% r/r), powierzchnia +9% r/r;

#Zysk netto skor.

- Różnice kursowe z tytułu MSSF16 na poziomie -3,8mln PLN w 2Q25 (vs -0,7mln PLN w 2Q24);

#Guidance

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	1535	1619.9	1893.9	2002.1	81%
WIG20	1279.1	1452.9	1654.3	1700.6	77%
WIG40	331.8	225.2	311.7	304.4	106%
sWIG80	59.1	48.4	50.6	57.5	117%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKN	262.3	CCC	62.6	DIA	5.0
DNP	124.8	ACP	16.7	CIG	3.7
PEO	87.6	TPE	11.1	BMC	1.6
ALE	83.2	XTB	10.7	TOR	1.4
PKO	81.9	MBR	10.6	PXM	1.2
PZU	79.5	RBW	10.1	MCI	1.2
CDR	69.5	MIL	10.0	DAT	0.9
CCC	62.6	BFT	7.2	SHO	0.9
KGH	61.2	GPW	4.2	ENT	0.8
BDX	35.6	BHW	3.7	FRO	0.7

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
CDR	156%	MBR	438%	MCI	403%
MBK	143%	HUG	256%	MLS	353%
PKN	126%	CIG	180%	FTE	330%
DNP	122%	EAT	162%	PCR	300%
BDX	103%	GEA	155%	TOR	225%
ALE	92%	BHW	127%	STX	189%
PZU	91%	ASB	121%	CIG	180%
CCC	76%	RBW	116%	GEA	155%
KGH	75%	GPW	102%	BOS	145%
OPL	70%	GPP	93%	ENT	140%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			WIG20 Worst		
PKN	83.2	3.8%	BDX	572.0	-1.9%
CDR	261	3.6%	CCC	170.0	-1.4%
PZU	65.9	1.4%	PCO	21.7	-0.9%
PKO	84	1.4%	KGH	130.9	-0.5%
ZAB	21.9	1.4%	DNP	49.6	0.0%
Best			mWIG40 Worst		
MBR	301.5	3.6%	APR	20.5	-2.1%
ACP	200.2	2.6%	CAR	579.0	-1.7%
ABE	94.5	2.5%	EAT	14.5	-1.5%
ENA	19.0	2.3%	CCC	170.0	-1.4%
MIL	16.0	2.0%	ASB	28.0	-1.3%
Best			sWIG80 Worst		
TOR	44.0	3.9%	PCR	70.2	-3.8%
MCI	30.4	3.8%	ECH	5.3	-3.3%
FTE	29.4	3.5%	AST	49.6	-2.6%
MLS	15.6	3.2%	ARH	47.7	-2.5%
DCR	74.8	3.0%	STP	247.0	-1.6%

- Celem grupy VRG w 2025 roku jest poprawa rentowności w segmencie odzieżowym oraz wzrost zysku operacyjnego w segmencie jubilerskim poprzez wzrost sprzedaży w obu segmentach, rosnącej marży brutto oraz kontroli kosztów operacyjnych;
- Capex w 2025 szacowany na poziomie ~41mln PLN, przeznaczony na rozwój segmentu odzieżowego i jubilerskiego, m.in. infrastruktury wspierającej procesy zarządzania biznesem, otwarcie nowych lub odnowienie istniejących już powierzchni handlowych salonów stacjonarnych;
- Na koniec 2025 roku łączna powierzchnia handlowa segmentu odzieżowego ma wynieść 33038 m2 (vs 33,8tys. m2 na koniec 2Q25).

FABRITY HOLDING (Buy; PLN 33)

Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1H25 [neutralne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E
Revenues	18.9	18.4	18.6	16.6	17.3	-8%	5%	16.9
EBITDA	2.0	2.1	2.2	1.5	1.8	-11%	14%	1.9
EBIT	1.6	1.6	1.6	1.0	1.2	-28%	18%	1.4
Revenues y/y	22%	3%	-4%	-12%	-8%			
EBITDA margin	10.4%	11.3%	12.1%	9.3%	10.1%			
EBIT margin	8.7%	8.8%	8.3%	6.1%	6.9%			

Source: Company, Trigon

- Przychody ze sprzedaży usług 33,9mln PLN, -10% r/r;
- EBIT 2,2mln PLN, -35% r/r;
- EBITDA 3,3mln PLN, -23% r/r;
- Wyniki za 1H25 obciążone kosztami likwidacji PerfectBot (0,1mln PLN kosztów operacyjnych, 0,3mln kosztów finansowych);
- Publikacja pełnego raportu planowana na 28 sierpnia 2025.

FINANSE

GPW

Podsumowanie po prezentacji wyników finansowych za 2Q25

- W 2H25 spodziewane są wyższe dynamiki wzrostu kosztów niż w 2Q25, m.in. ze względu na intensyfikację prac nad wdrożeniem platformy GPW WATS. Prace nad wdrożeniem WATS przebiegają zgodnie z harmonogramem.;
- CAPEX w 2H25 może być na podobnym lub wyższym poziomie niż w pierwszej połowie roku, kiedy wyniosły 40,4mln PLN;
- W tym roku wzrost kosztów opex powyżej przedziału zakładanego w strategii 4-6%;
- Giełda rozmawia z wieloma dostawcami ETF i liczy, że tym rynkiem zainteresują się także polskie instytucje finansowe, jako emitenci;
- Do końca roku giełda chce ogłosić przynajmniej kierunkowe inicjatywy dotyczące przyciągnięcia kapitału instytucjonalnego na NewConnect;
- Trwają prace nad strategią AI, przyszły rok ma stać na giełdzie m.in. pod znakiem sztucznej inteligencji i wykorzystania aspektów podniesienia efektywności pracy dzięki rozwiązaniom AI.

BANKI

Rząd planuje podwyższenie stawki CIT dla banków i zmiany w podatku bankowym [negatywne]

- Ministerstwo Finansów zakłada, że docelowa (od 2028 r.) stawka podatku CIT dla banków wynosić będzie 23% zamiast obecnych 19%. Natomiast w latach 2026-2027 stawka tego podatku wynosiłaby odpowiednio: 30% i 26%.
- Resort finansów proponuje stopniową obniżkę stawki podatku bankowego o 10% w roku 2027 i o 20% (względem bieżącego roku) począwszy od roku 2028.
- Ministerstwo Finansów szacuje, że zmiany skutkować będą zwiększeniem wpływów z podatku CIT w roku 2026 o ok. 6,5 mld zł. Łącznie w okresie 10 lat proponowane rozwiązania mają przynieść budżetowi ponad 20 mld zł

PALIWA I CHEMIA

ORLEN (Hold; PLN 85.2)

Podsumowanie konferencji wynikowej

- Zarząd czuje się komfortowo z oczekiwaniami konsensusu na EBITDA LIFO w 2025: 37.9 mld PLN. W październiku/listopadzie planowane jest wypracowanie z doradcą wizji rozwoju dot. Energii.
- Jest możliwy efekt przesunięcia części capexu planowanego na 2025 na kolejny rok

ENERGETYKA I WYDOBYCIE

ENERGETYKA

Weto Prezydenta dot. ustawy odległościowej

Do Sejmu trafił w czwartek zgłoszony przez prezydenta Karola Nawrockiego projekt ustawy, która przedłuży zamrożenie cen prądu dla gospodarstw domowych na poziomie 500 zł za MWh netto do końca 2025 r.

KONSUMENT

FMCG

Ministerstwo Finansów przygotowało projekt podwyżki opłaty cukrowej

- Autorzy projektu przewidują podwyższenie opłaty: (1) stałej za zawartość cukrów w ilości do 5g w 100ml napoju, lub za zawartość substancji słodzącej (tzw. słodzików): z 0,50 PLN do 0,70 PLN, (2) zmiennej za każdy gram cukrów powyżej 5g w 100ml napoju: z 0,05

PLN do 0,10 PLN, **(3)** za zawartość kofeiny lub tauryny: z 0,10 PLN do 1,00 PLN, **(4)** maksymalnej: z 1,20 PLN do 1,80 PLN (+50%) – w przeliczeniu na 1 litr napoju;

- Celem nowelizacji ustawy o zdrowiu publicznym jest "ograniczenie ekonomicznej dostępności napojów słodzonych;

- W ocenie Ministerstwa Finansów, aktualna wysokość opłaty cukrowej (podatku cukrowego) - ustalona w 2020 roku - "znacząco odbiega od aktualnych cen napojów";

- Ministerstwo Finansów wskazuje, że celem nowelizacji ustawy jest także uproszczenie systemu opłaty cukrowej m.in. poprzez przeniesienie obowiązku zapłaty opłaty na początek łańcucha dostaw;

- Wpływy z tytułu opłaty cukrowej wynoszą obecnie około 1,5mld PLN rocznie.

KONIUNKTURA KONSUMENCKA

Sierpień'25: BWUK +1,9pp m/m, WWUK +1,4pp m/m

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
Current consumer confidence index (BWUK)												
2021	-25.1	-25.2	-23.0	-22.5	-14.6	-14.8	-13.5	-14.6	-13.0	-17.8	-23.3	-19.7
2022	-29.2	-27.7	-39.0	-37.2	-38.4	-43.8	-41.7	-44.9	-44.2	-45.5	-44.0	-41.9
2023	-38.1	-36.0	-35.6	-32.2	-29.9	-28.2	-24.9	-22.3	-20.3	-17.9	-15.1	-15.2
2024	-12.6	-12.6	-12.3	-11.5	-13.8	-12.0	-14.0	-15.9	-13.9	-15.8	-17.1	-16.7
2025	-15.1	-14.8	-15.2	-16.5	-14.5	-9.3	-14.0	-12.1				
Leading consumer confidence index (WWUK)												
2021	-22.7	-22.3	-20.2	-19.8	-8.9	-9.0	-8.2	-8.8	-8.1	-14.5	-18.1	-19.7
2022	-23.5	-19.3	-31.5	-27.0	-27.9	-31.3	-29.4	-30.8	-33.2	-35.7	-33.8	-30.7
2023	-27.6	-25.3	-22.6	-19.7	-15.3	-14.8	-10.9	-10.5	-9.4	-8.1	-7.4	-6.4
2024	-3.8	-5.3	-5.2	-6.8	-8.2	-8.3	-11.6	-10.3	-9.7	-11.6	-11.6	-11.5
2025	-9.9	-10.8	-9.8	-11.8	-8.9	-4.6	-7.7	-6.3				
Changes in the unemployment level over the next 12 months (opposite sign)												
2021	-49.5	-48.7	-43.9	-42.5	-20.6	-13.7	-12.3	-11.3	-10.9	-14.0	-14.0	-13.2
2022	-16.9	-15.6	-20.6	-16.1	-16.8	-17.4	-17.1	-16.3	-24.1	-30.7	-32.2	-31.7
2023	-27.2	-26.6	-22.7	-18.0	-13.0	-10.9	-5.7	-8.4	-9.0	-6.6	-11.1	-10.5
2024	-7.7	-10.0	-10.4	-11.9	-15.1	-16.3	-18.9	-18.8	-20.4	-20.4	-23.0	-22.1
2025	-19.3	-22.7	-20.6	-24.2	-20.0	-16.2	-20.2	-17.9				
Future money saving												
2021	5.2	2.4	2.5	2.9	4.8	2.2	3.0	0.3	4.4	-6.0	-8.5	-10.6
2022	-12.7	-8.4	-14.3	-13.2	-14.4	-18.3	-17.7	-18.9	-18.7	-20.6	-16.3	-11.1
2023	-12.5	-13.5	-11.2	-12.2	-4.7	-7.3	-3.0	-2.5	-4.1	-2.6	2.0	-1.5
2024	2.3	3.1	3.5	3.5	4.5	3.1	2.9	6.3	6.2	2.2	8.3	7.8
2025	7.4	7.7	11.7	9.2	8.5	13.8	13.0	10.5				
Changes in the country's overall economic situation over the next 12 months												
2021	-35.7	-35.0	-31.5	-31.4	-16.7	-20.0	-20.1	-20.0	-20.8	-28.0	-34.2	-36.8
2022	-41.3	-35.1	-57.1	-48.6	-51.8	-53.1	-50.3	-53.6	-53.8	-56.7	-51.1	-48.6
2023	-43.5	-38.0	-36.2	-30.8	-27.6	-26.5	-23.6	-20.7	-18.8	-16.3	-14.6	-9.8
2024	-8.7	-11.4	-10.5	-13.8	-14.6	-15.6	-20.0	-20.3	-18.0	-19.9	-23.1	-23.1
2025	-20.1	-21.5	-24.0	-24.2	-17.2	-14.7	-19.8	-15.5				

Source: Statistics Poland, Trigon

TMT

CYFROWY POLSAT (Hold; PLN 18.8)

Podsumowanie konferencji 2Q25: spadek EBITDA w grupie przejściowy w 2Q25, w samym TMT większa niepewność, koniec wysokiego capexu w OZE [neutralne]

#Aktualizacja oferty multiplay dla klientów detalicznych

- Spółka uruchomiła prosto skonstruowaną ofertę multiplay, gdzie skupia się na wzroście ARPU na klienta;

- Klient może wybrać dwie usługi za 80 PLN spośród czterech (abonament komórkowy 180GB, internet światłowodowy, internet mobilny LTE/5G 600GB, TV Polsat Box do 85 kanałów) oraz dodatkowo kolejną usługę za 30 PLN (np. dwie kolejne z wyżej wymienionych lub dodatkowo 2 streamingi lub powiększenie całego pakietu do zestawu L);

#Wyniki finansowe

- Wzrost kosztów dystrybucji i marketingu do +15% r/r w 2Q25, ale w drugim półroczu dynamika już nie będzie dwucyfrowa na tej linii;

- Spadek EBITDA w skali grupy w 2Q25 zarząd uważa za przejściowy;

- Sam biznes TMT jest nasycony, zarząd oczekuje, że w średnim okresie wzrost organiczny utrzyma się w tym biznesie, ale perspektywa na kolejne kwartały odnośnie powrotu do wzrostu wyniku EBITDA w samym obszarze TMT jest niepewna – zarząd liczy na pozytywny wpływ z tytułu sprzedaży usług w nowej ofercie multiplay;

#Rynek telekomunikacyjny

- Nadal trudne warunki rynkowe i silnie konkurencyjna sytuacja na rynku B2C;

#Rynek reklamy

- Podtrzymana prognoza niskiego jednocyfrowego wzrostu rynku reklamy TV i wysokiego jednocyfrowego wzrostu rynku reklamy online;

#OZE

- Finalizowana jest budowa farmy wiatrowej w Drzeżewie 139 MW, wszystkie 63 turbiny są już zamontowane, trwa rozruch techniczny: 51 turbin jest uruchomionych;

- Osiągnięcie wyniku 500mln EBITDA w OZE w 2026 nie jest przesądzone ze względu na niepewność odnośnie cen energii;

- Po zakończeniu farmy Drzeżewo w OZE oczekiwane już tylko małe wydatki rozwojowe rzędu niskich kilkudziesięciu mln PLN (małe projekty fotowoltaiczne, projekt wiatrowy Dobra: 8 MW do uruchomienia w 2Q26);

#Capex

- W drugim półroczu inwestycje w TMT nie przekroczą 7% przychodów (wobec 9% capex do przychodów w 1H25);

#Finansowanie

- Średni ważony koszt odsetek 7,6%;

- Do końca roku niskie kilkadziesiąt mln PLN oszczędności względem kosztów LTM dzięki niższym stopom.

GAMING

BLOOBER TEAM (Buy; PLN 39.1)

Hollow Knight Silksong zadebiutuje 4 września, dzień przed premierą Cronosa

- To gra będąca na pierwszym miejscu top wishlist Steam;

- Tytuł w okresie premiery może koncentrować uwagę graczy, choć jest to gra z innego gatunku (2D action adventure), skierowana do innego typu graczy.

MOVIE GAMES

Ustalenie daty premiery gry „Beyond Sunset” na platformie Steam na dzień 12 września 2025 roku

- Gra „Beyond Sunset” to cyberpunkowy pierwszoosobowy shooter z bogatą fabułą i elementami RPG. Gracz wciela się w Lucy, udoskonalonego ulicznego samuraja poszukującego utraconych wspomnień. Walka odbywa się na dużych, otwartych, interaktywnych poziomach pełnych członków yakuzy, zombie, robotów i bossów. Gra powstała w oparciu o zmodernizowany silnik oryginalnych wersji gier Doom i Doom II.;

- Spółce przysługiwać będzie wynagrodzenie prowizyjne w wysokości 70% zysku netto;

- Po zwrocie poniesionych kosztów, spółce przysługiwać będzie wynagrodzenie prowizyjne w wysokości 50% zysku netto.

VIVID GAMES

Zawarcie umowy z Eva Grupe na produkcję i dystrybucję przez spółkę kolejnej gry free-to-play typu endless runner

- Gra będzie stanowiła daleko idące rozwinięcie gry „Zozole Run”, zwłaszcza pod kątem monetyzacji i angażowania użytkowników;

- Spółka planuje rozpoczęcie dystrybucji gry w 2Q26.

PRZEMYSŁ

MO-BRUK (Hold; PLN 333.17)

Podsumowanie konferencji wyników [lekko pozytywne]

- Wolumeny w zestalaniu i stabilizacji wzrosły w 2Q25 o 5% q/q, a zrealizowana cena spadła o 10% q/q do 402 PLN/t. W RDF wolumeny wzrosły o 71% q/q (ale spadły o 22% r/r), przy zreal. Cenie zbliżonej q/q (614 PLN/t). W spalaniu, wolumeny wzrosły o 15% q/q, przy wzroście ceny o 18% q/q (do 4,061 PLN/t).

- W kwietniu w Skarbimierzu trwały intensywne kontrole (głównie na podstawie donosów), co ograniczyło produkcję.

- W RDF oczekiwana jest poprawa wyników w 2H vs. 1H25, przy większym efekcie eksportu

- Przetarg w Rogowcu na utylizację bomb ekologicznych zostanie wg. Zarządu powtórzony

- Spalarnie są w pełni obłożone do końca roku po dobrych cenach (nie tylko efekt wzrostu udziału bomb; większy wpływ bomb w 3Q). W zestalaniu wykorzystanie mocy vs. posiadane wolumeny jest bliskie max w Skarbimierzu i Niecwi, na 70% w El Kajo. Wolumeny w zestalaniu i RDF w 2H powinny być wyższe vs. 1H.

- Skup akcji własnych planowany jest na 2026r.

- Odpis w 3Q będzie miał wpływ w kwocie 52m PLN na EBITDA i 62m na wynik netto.

- W kontekście pytania o dywidendę w 2026, Zarząd wspomina o wpływie odpisów, ale i o kwocie 13 PLN/sh. która wg. Spółki powinna stanowić benchmark oczekiwań.

CREOTECH INSTRUMENTS (Buy; PLN 350) / SCANWAY

Podpisanie dokumentu "ATP" z Creotech Instruments oznaczającego rozpoczęcie przez Scanway prac w ramach projektu CAMILA

- Przedmiotowy dokument poprzedza podpisanie umowy wykonawczej pomiędzy Scanway a Creotech, w ramach ATP Scanway rozpocznie prace nad pierwszym kamieniem milowym po stronie Spółki;

- Wartość ATP przypadająca Scanway to ~0,2mln EUR, a czas realizacji przez Spółkę określonych w nich zadań to ok. 2 miesiące;

- Scanway o dalszych, istotnych krokach w realizacji projektu CAMILA, w tym w szczególności o podpisaniu umowy wykonawczej między Scanway a Creotech będzie informował w kolejnych raportach bieżących.

SCANWAY

Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q25

#Rynek kosmiczny / Creotech read-across

- W listopadzie 2025 Polska ma określić wysokość składki do ESA na okres 2026-2028;

- Zarząd zwrócił uwagę, że obecnie oczekiwane jest utrzymanie Polskiej składki do ESA na zbliżonym poziomie vs lata 2023-2025;

- Scanway nie traktuje kontraktu Creotech z Teplice Observatory (dostarczenie kamery sCMOS do poszukiwania obiektów kosmicznych) jako konkurencję, segment obserwacji nieba z powierzchni Ziemi ma nie być w obszarze zainteresowania Spółki;

- Obecny trend na rynku idzie w stronę zwiększania mas satelitów z uwagi na spadające koszty wynoszenia, prognozowana średnia masa satelity w latach 2024-2033 to 92kg (vs 55kg w 2014-2023), z 70% udziałem misji konstelacyjnych;

- Komunikacja postępów misji PIAST będzie się odbywać tylko poprzez komunikaty ESPI inicjowane przez WAT i MON;

#Projekt Camila / Creotech read-across

- Scanway ma mieć możliwość dostarczenia teleskopów do min. dwóch satelitów optycznych;

- Spółka rozpoczęła już dyskusje techniczne z liderem projektu – Creotech Instruments, wszystko ma być na dobrej drodze do podpisania umowy na podwykonawstwo;

#Kontrakt z klientem z Azji

- Spodziewane podział przychodów z tytułu kontraktu z klientem z Azji o wartości 9mln EUR (38,4mln PLN) to: ~25% w 2025, ~50% w 2026 i 25% w 2027 roku;
- Spółka widzi potencjał na rozszerzenie umowy z uwagi na konstelacyjny charakter projektu;
- W 2Q25 Spółka rozpoznała ~3mln PLN przychodów z tytułu tego kontraktu,

#Debiut na GPW

- Spółka podtrzymuje chęć debiutu na GPW jeszcze w 2025 roku;
- Złożenie prospektu do KNF planowane na przełomie sierpnia/wrzesnia'25;

#Pozostałe

- Spółka szacuje wartość kontraktów w obecnym lejku sprzedażowym na ~250mln PLN;
- Obecne capacity Spółki pozwala na dostarczenie potencjalnych nowych zamówień najwcześniej w 1H26, zależnie również od charakteru zamówienia (standardowy produkt vs specjalny na zamówienie);
- Spółka widzi szanse na pozyskiwanie kapitału z funduszy unijnych lub polskich, np. KPO, NCBiR, ale jako dodatkowe środki z uwagi na długi charakter procesu przyznawania dofinansowań;
- Realizacja umowy z Flytronic (WB Electronics) ma się układać bardzo dobrze, Spółka nie może za wiele powiedzieć o współpracy z uwagi na militarny charakter projektu;
- Scanway jest w kontakcie z ICEYE, docelowo chce opracować własny teleskop z rozdzielczością przestrzenną poniżej 50cm (z własnym IP);
- Aktualizacja strategii Scanway ma nastąpić do ostatniego dnia września'25.

BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

PORR (Bez rekomendacji)

Wyniki 2Q25: mocny order intake w Niemczech i CEE, marża 1H25 poniżej tegorocznego guidance

#Outlook

- Pierwsze efekty stymulusu w Niemczech będą widoczne najwcześniej w 2026 roku
- Widoczne pierwsze oznaki poprawy na rynku budownictwa mieszkaniowego
- Mocne momentum w CEE i PL w związku z uruchomieniem programów infrastrukturalnych

#Backlog / order intake

- Backlog na koniec 1H25 wyniósł 9,4mld EUR (+10% r/r), największe wzrosty w infrastrukturze transportowej w CEE (+83%) i PL (+19%) oraz tunelach (+14%)
- Order intake wyniósł 4,05mld EUR (+25% r/r), book-to-bill 1,28x

#Wyniki

- Przychody/EBIT: AT/CH 1176mln EUR (-15%) / 44mln EUR (+29%), DE 817mln EUR (+79%) / 4mln EUR (+59%), PL 399mln EUR (-14%) / 11mln EUR (+34%)
- Marża EBIT w 1H25 na poziomie 1,6% r/r (+0,1pp), wobec prognozowanych na ten rok 2,8-3,0% (2,6% w '24)
- Podtrzymany cel dojścia do marży EBIT na poziomie 3,5-4,0% w '30 (średnia peerów to 3,7%)
- Koszty pozostają stabilne (lekkie wzrosty w AT, spadki w DE)

#O spółce

- Najważniejsze rynki (2024): Austria 46%, Niemcy 23%, Polska 14%, Rumunia 7%
- Struktura przychodów (2024): Tunnels, bridges 25,7%, Railway 7,2% Road 24,1%, Industrial 6,9%, Modular 8,1%, Energy Works 3,2%, Healthcare 1,9%, Data Center 0,7%

UNIBEP

Spółka zależna Unihouse ma umowę na budowę budynków mieszkalnych za ok. 27,2mln PLN netto

- Przedmiotem umowy jest realizacja dwóch budynków mieszkalnych przy ul. Karkonoskiej w miejscowości Lubawka;
- Termin realizacji inwestycji wynosi 15 miesięcy od dnia podpisania umowy.

ZUE

Podsumowanie po prezentacji wyników za 1H25

- Grupa chce utrzymać marżę brutto na sprzedaży na poziomie ok. 6%;
- Nie ma w planach zakładania spółki na Słowacji;
- Zarząd spodziewa się, że na rynku będzie więcej ofert związanych z wojskowością i w związku z tym wystąpiła o certyfikację ABW;
- Zarząd widzi perspektywy na zwiększenie portfela zamówień i chce tego dokonać w „znaczej” skali.

POZOSTAŁE INFORMACJE

ENERGOAPARATURA: Zawarcie aneksu do umowy z generalnym wykonawcą firmą Anabud Zbigniew Bogucki

- Na podstawie aneksu wartość umowy została zwiększona do kwoty 17,5mln PLN netto.

RAFAMET: Zawarcie umowy w firmą Novatech Srl. Rumunia na dostawę tokarki podtorowej typu UGE

- Wartość umowy wynosi 4,46mln PLN;
- Dostawa i montaż ma nastąpić na koniec 2Q26.

INSIDER TRADING

MONNARI TRADE

Modern Model sp. z o.o., podmiot związany z prezesem zarządu, kupił 120 tys. akcji @ 5,16 PLN.

PTWP

Prezes zarządu kupił 1 tys. akcji @ 132-135,67 PLN.

SOPHARMA

Spółka sprzedała 68 tys. akcji @ 2,45 BGN.

PROGRAM SKUPU AKCJI

ACTION

Nabycie 6,7 tys. akcji @ 26,46 PLN.

ZMIANY W ORGANACH

HANDLOWY

Rezygnacja p. Ivana Vrhel z pełnienia funkcji członka zarządu z dniem 30 listopada 2025 roku.

PKO BP

Zgłoszenie przez OFE PZU „Złota Jesień” kandydatury p. Małgorzaty Prochowicz-O'Shaughnessy na stanowisko członka RN.

ZMIANY W AKCJONARIACIE

LSI SOFTWARE

Zwiększenie zaangażowania przez DS Fundacja Rodzinna w organizacji z 13,39% (19,96% kapitału zakładowego) do 29,49% (24,76% kapitału zakładowego) głosów.

TRANSAKCJE PAKIETOWE

POLWAX

Wolumen: 100 tys. @ 1,90

% kapitału: 0,16

WALNE ZGROMADZENIA AKCJONARIUSZY

PROTEKTOR: Uchwała NWZA w sprawie powołania członków RN

- W skład RN powołano: p. Macieja Kolona, p. Aleksandrę Zamasz oraz p. Dominikę Welon.

CORPORATE CALENDAR

AUGUST	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01					JMT, ASE
04-08		ZAB, THYAO, ABS	RIGHT, ZAL	CEZ, ASB, ICE, SNT	MOL
11-15		PGSUS	PKO	AGO, DAD, OPN, HPM	
18-22		KGH	GPW	PKN, DNP, MBR, PEP, VRG	BDX, BFT
25-29	TEN	KRU, ABE, GPP, WPL	CPS, ACP	PZU, CDR, XTB, 11B, GEA, VOX, DOM, MRB, BHW, DAT, EUR, FAB, NEU	CMP, APT
SEPTEMBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-05		CBF, VRC, GTC		DIA, WTN, 1AT	INPST, TOR
08-12	ENA, LWB	PGE, JSW, UNT, MAB	ITX, TPE, ART, OND, PTG, ERB, OND	CAR, ATT, CTX	DVL
15-19	PUR	ARH, SEL, SHO	CLN, SKA	ALE, KTY, APR, HUG, SLV, RVU, PBX, FRO, ECH, SCR	CIG
22-26		VOT, ANR, BLO	MUR, PCF, SVE	LPP, HMB, RBW, CRJ, ENE, VGO, XTP	CRI, CRM
29-30	ALL, MRC	BCX, DIG, ENT, MDG, MOC, PLW, SCP, ZEP			
OCTOBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-03			CCC		
06-10					
13-17					
20-24			KTY, OPL	MONET, ASE	MIL
27-31	BDX	ALE, ZAB, SHO	SPL, OMV, JMT, KRU, ABS	KOMB, PEO, MBK, ING	EBS, MOC

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	117.1	12%	15,281	7.4	7.9	8.6	1.2	1.2	1.1	17%	15%	13%	27
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	140.0	115.5	21%	17,080	7.3	6.6	7.0	1.0	0.9	0.9	13%	13%	12%	—
Erste Bank	EBS	Hold	80.5	87.5	-8%	35,920	11.9	9.3	9.2	1.6	1.4	1.3	13%	15%	14%	80
Handlowy	BHW	Hold	122.0	110.2	11%	14,399	9.3	8.7	10.6	1.5	1.5	1.5	16%	17%	14%	47
ING	ING	Buy	363.0	343.0	6%	44,624	10.6	10.4	10.0	2.4	2.2	2.1	23%	22%	21%	65
Komerční banka	KOMB	Hold	1,060.0	1,046.0	1%	198,792	12.2	11.2	11.2	1.6	1.6	1.5	13%	14%	13%	87
mBank	MBK	Hold	845.0	985.2	-14%	41,896	13.3	9.5	10.4	2.1	1.8	1.6	16%	18%	16%	70
Millennium	MIL	Sell	13.0	15.7	-17%	19,034	24.6	13.3	9.5	2.2	1.9	1.7	9%	14%	18%	71
Moneta	MONET	Sell	142.4	155.0	-8%	79,205	12.7	12.0	11.8	2.4	2.3	2.2	19%	19%	19%	76
OTP	OTP	Buy	32,775	30,970	6%	8,672	7.8	8.5	7.8	1.5	1.4	1.3	20%	17%	17%	84
Pekao	PEO	Buy	233.0	213.0	9%	55,906	8.5	8.4	9.1	1.6	1.6	1.5	19%	19%	17%	85
PKO BP	PKO	Buy	95.0	82.6	15%	103,225	10.2	8.2	8.9	1.8	1.7	1.6	18%	21%	18%	72
Santander	SPL	Buy	630.0	550.0	15%	56,204	9.5	8.2	8.7	1.7	1.6	1.6	17%	19%	18%	85
Kruk	KRU	Buy	535.0	418.9	28%	8,128	7.7	6.7	6.8	1.6	1.4	1.2	20%	20%	18%	77
PZU	PZU	Hold	65.0	64.9	0%	56,077	8.9	9.6	9.7	1.6	1.5	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	183.6	-5%	444	10.2	22.6	13.5	4.3	7.1	4.3	—	—	—	15
AB	ABE	Buy	122.3	92.2	33%	1,338	7.3	7.2	7.0	4.8	4.4	4.2	—	—	—	37
AC	ACG	Under Review		25.0	-	230	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Buy	24.0	18.9	27%	234	13.8	8.9	7.7	7.6	6.1	5.3	0%	3%	5%	—
Allegro	ALE	Buy	42.0	38.0	11%	40,120	25.0	19.0	15.9	12.5	10.8	9.3	3%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	25.5	20.0	28%	504	11.2	10.1	9.0	4.8	4.6	4.3	6%	6%	6%	—
Amica	AMC	Under Review		57.8	-	450	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	15.0	14.7	2%	3,236	19.8	17.0	15.1	5.4	5.1	4.9	2%	2%	3%	89
Answear.com	ANR	Buy	34.0	29.0	17%	550	17.0	13.2	9.9	9.8	8.0	6.7	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	60.0	48.9	23%	2,562	16.7	5.8	3.4	14.1	5.7	3.4	4%	8%	12%	—
Arctic Paper	ATC	Under Review		9.6	-	665	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Hold	16.8	14.8	13%	176	7.2	6.4	7.5	4.6	3.6	2.7	0%	0%	8%	—
Asbis	ASB	Buy	35.0	28.4	23%	1,574	6.9	5.7	5.4	5.6	4.8	4.3	7%	7%	8%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	85.0	11%	2,841	21.6	20.2	18.5	15.4	13.9	12.7	4%	4%	4%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	216.0	195.1	11%	16,193	27.9	24.7	23.1	—	—	—	2%	2%	2%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	88.0	72.1	22%	3,742	19.0	16.9	15.3	11.2	10.0	9.1	2%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	75.0	60.8	23%	2,630	10.0	5.2	5.2	13.5	6.2	6.0	9%	8%	15%	—
Auto Partner	APR	Buy	27.8	21.0	33%	2,736	12.6	10.1	8.9	8.7	7.2	6.5	1%	2%	3%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	19	—	1,894	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Benefit Systems	BFT	Buy	4,400.0	3,390.0	30%	11,105	24.2	17.2	13.7	9.7	7.5	6.3	2%	2%	4%	63
Bioceltix	BCX	Buy	124.3	104.8	19%	516	—	7.3	—	—	5.3	92.6	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	39.7	29.0	37%	560	14.5	6.6	7.0	6.0	3.2	3.9	0%	6%	12%	—
Budimex	BDX	Buy	715.0	583.0	23%	14,884	22.4	20.8	16.4	13.3	11.5	9.2	4%	4%	5%	54
Captor Therapeutics	CTX	Buy	147.7	41.2	258%	212	—	2.0	—	—	0.8	—	0%	0%	0%	—
CCC	CCC	Buy	260.0	172.4	51%	13,279	15.8	12.7	10.0	8.4	6.6	5.3	0%	0%	0%	87
CD Projekt	CDR	Buy	309.5	251.9	23%	25,167	63.0	97.0	15.1	51.5	80.2	10.5	0%	0%	0%	88
Celon Pharma	CLN	Buy	45.8	23	99%	1,241	—	127.0	49.9	36.1	22.8	16.6	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	962.5	1,240.0	-22%	667,107	22.7	15.0	15.8	6.6	6.8	6.8	4%	4%	5%	82
CI Games	CIG	Sell	2.0	2.8	-28%	543	108.2	—	5.3	16.5	—	3.1	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	535.0	457.0	17%	320	13.5	11.6	23.8	8.6	5.4	8.1	3%	8%	9%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	350.0	285.0	23%	813	37.2	17.7	12.9	18.7	9.6	6.2	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Hold	258.0	252.0	2%	1,139	19.0	14.4	12.3	8.7	7.7	6.9	4%	7%	8%	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	18.7	13%	8,943	7.0	6.9	5.6	9.2	9.5	8.2	—	—	—	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	173.6	11%	2,462	40.3	26.1	18.1	17.9	13.7	11.0	1%	1%	1%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Hold	18.8	15.0	25%	9,593	15.6	11.2	9.3	6.5	5.8	5.5	0%	0%	7%	70
Dadelo	DAD	Buy	60.0	51.8	16%	605	30.0	23.9	17.0	19.2	14.8	11.3	0%	0%	1%	—
Develia	DVL	Buy	10.0	8.2	21%	3,818	9.5	7.3	6.7	8.1	5.7	5.2	7%	8%	10%	31
Diagnostyka	DIA	Hold	182.0	204.3	-11%	10,151	37.6	31.4	27.6	18.4	15.7	13.8	2%	2%	2%	—
Digital Network	DIG	Hold	88.0	97.9	-10%	415	13.9	13.6	13.0	8.7	8.1	7.4	5%	6%	6%	—
Dino Polska	DNP	Hold	53.0	49.6	7%	48,657	25.8	19.9	16.2	16.9	13.0	10.3	0%	0%	0%	47
Dom Development	DOM	Hold	265.0	254.0	4%	6,553	9.3	8.9	8.3	7.8	7.3	6.7	6%	6%	7%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.5	27%	2,278	25.7	4.8	3.4	22.2	5.1	3.0	7%	10%	14%	—
Erbud	ERB	Hold	35.0	33.2	5%	396	64.2	10.2	10.0	6.0	3.9	4.0	5%	5%	7%	—
Enea	ENA	Buy	23.2	18.5	25%	9,816	3.4	3.5	4.2	2.9	3.4	4.3	3%	3%	3%	34
Enter Air	ENT	Buy	66.0	53.0	25%	930	3.7	8.7	7.8	4.7	4.6	4.1	6%	6%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review		8.2	-	1,141	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Fabritry Holding	FAB	Buy	33.0	26.8	23%	75	15.8	10.5	8.8	8.0	6.2	5.6	11%	8%	9%	—
Ferro	FRO	Hold	40	36	11%	767	9.8	9.4	8.9	7.2	6.5	6.1	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,966.0	10,740.0	30%	2,001,666	6.7	6.0	5.6	4.6	3.6	3.0	5%	6%	8%	81
GPW	GPW	Hold	60.0	58.0	3%	2,434	12.3	12.7	12.4	9.6	9.2	8.8	5%	6%	6%	67
Grenevia	GEA	Under Review		2.6	-	1,477	—	—	—	—	—	—	—	—	—	59
Grupa Pracuj	GPP	Hold	70.0	72.0	-3%	4,961	20.1	18.3	16.4	13.7	12.3	10.9	3%	4%	4%	—
GTC	GTC	Sell	3.5	4.4	-20%	2,504	14.9	10.4	10.4	18.8	16.6	17.9	0%	4%	4%	63
Huuuge	HUG	Buy	27.9	20.5	36%	1,230	4.8	5.9	6.8	1.4	1.3	1.8	0%	11%	19%	5
H&M	HMB	Sell	120.0	144.2	-17%	231,368	22.7	19.4	17.8	7.7	7.4	7.1	5%	5%	5%	98
Inditex	ITX	Hold	46.0	43.8	5%	136,572	22.5	20.5	19.0	12.0	11.1	10.3	4%	4%	4%	99
InPost	INPST	Buy	18	13.1	39%	27,902	21.8	16.6	14.1	8.6	7.2	6.1	0%	0%	0%	84
Inter Cars	CAR	Buy	780	589	32%	8,345	10.1	8.5	7.7	8.0	7.1	6.4	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Hold	24.5	21.4	15%	13,442	21.8	15.4	13.4	7.5	6.3	5.8	3%	3%	5%	86
JSW	JSW	Under Review		23	-	2,696	—	—	—	—	—	—	—	—	—	56
Kęty	KTY	Buy	1,030.0	903.0	14%	8,870	15.7	14.0	12.1	10.2	9.1	8.3	6%	5%	6%	50
KGHM	KGH	Hold	147	132	12%	26,310	8.5	8.7	9.2	4.7	4.7	4.7	0%	2%	2%	58
LPP	LPP	Buy	21,500.1	16,850.0	28%	31,272	—	—	—	7.6	6.6	5.7	4%	4%	5%	75
Mabion	MAB	Under Review		9.5	—	177	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		68.6	-	458	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	270.0	273.5	-1%	3,760	52.3	38.5	30.6	14.1	12.2	10.8	0%	0%	0%	89
Medinice	ICE	Buy	21.1	10.0	111%	77	3.4	2.8	—	1.7	0.9	—	0%	0%	0%	—
MFO	MFO	Under Review		36	-	241	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Hold	15.0	15.1	0%	1,657	14.0	10.5	9.8	8.2	6.8	6.7	1%	2%	4%	—
MLP Group	MLG	Buy	100	80	25%	1,920	6.5	5.0	4.3	10.1	8.6	8.2	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	333	291	14%	1,022	148.4	12.3	10.2	17.3	8.0	6.7	5%	4%	3%	—
MOL	MOL	Hold	3,110.9	3,006.0	3%	2,259	5.1	5.9	5.7	3.2	3.3	3.3	9%	9%	9%	87
Molecure	MOC	Buy	18.9	7.8	143%	160	—	3.9	3.5	—	2.2	1.6	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	50.0	39.5	27%	1,612	5.8	6.2	5.9	6.0	6.2	5.8	12%	13%	12%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	158.8	99.3	60%	12,256	23.2	14.5	12.2	6.1	4.8	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		80.6	-	3,627	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
OMV	OMV	Hold	49.3	48.3	2%	15,807	8.9	8.7	9.1	4.4	4.7	5.1	10%	10%	10%	95
Onde	OND	Sell	9.6	10.1	-5%	551	24.0	27.9	23.6	8.0	8.9	7.8	3%	2%	2%	—
Oponeo.pl	OPN	Hold	125.0	90.6	38%	1,018	12.1	11.7	10.8	7.3	6.0	4.7	7%	7%	8%	—
Orange	OPL	Hold	9.8	9.4	5%	12,284	14.3	13.0	11.9	4.8	4.5	4.5	6%	6%	7%	61
Orlen	PKN	Hold	85.2	80.2	6%	93,096	7.6	6.6	6.8	3.6	3.7	3.9	7%	7%	6%	65
PCF Group	PCF	Under Review		5.0	-	179	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	280.0	258.8	8%	129,375	6.7	6.3	5.8	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	17.3	16%	429	5.7	6.2	4.9	3.9	4.1	3.5	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Sell	20.3	21.9	-7%	12,664	—	—	—	4.7	4.3	4.0	—	—	—	53
PGE	PGE	Hold	13.2	11.3	17%	25,343	4.2	4.8	5.7	3.6	4.2	5.1	0%	0%	0%	41
Playway	PLW	Buy	377.0	269.5	40%	1,779	11.0	9.4	9.8	8.2	7.1	7.7	9%	9%	11%	0
Polenergia	PEP	Buy	73.8	59.6	24%	4,602	25.9	22.7	29.4	11.5	10.7	11.8	0%	0%	0%	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	210.0	144.9	45%	2,109	8.9	9.0	8.6	5.4	5.1	4.5	5%	6%	6%	—
Rawplug	RWL	Under Review		16.5	-	512	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ryu Therapeutics	RVU	Buy	55.9	30.0	86%	694	—	2.5	1.7	—	0.8	0.4	0%	0%	0%	—
Scope Fluidics	SCP	Buy	224.0	153.2	46%	418	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selena FM	SEL	Under Review		34.1	-	779	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	37.0	32.8	13%	621	—	19.8	14.2	12.9	8.4	7.3	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	58.0	49.0	18%	1,379	30.4	22.8	17.4	17.7	13.7	10.8	2%	2%	3%	—
Stalprodukt	STP	Under Review		251.0	-	1,355	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Śnieżka	SKA	Hold	90.0	82.4	9%	1,040	15.6	13.8	12.2	8.5	7.8	7.3	—	—	—	—
Synektik	SNT	Buy	263.8	218.2	21%	1,861	19.8	15.7	16.3	10.7	9.4	8.7	4%	4%	4%	—
Tauron	TPE	Hold	10.0	8.7	16%	15,177	4.6	5.4	5.2	4.4	4.9	4.8	0%	3%	3%	42
Ten Square Games	TEN	Sell	80.4	79.9	1%	517	7.0	10.5	12.0	4.3	6.7	7.3	20%	15%	10%	3
Torpol	TOR	Buy	50.0	42.4	18%	973	11.5	11.6	9.4	5.9	5.2	3.3	3%	4%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	10.2	17%	768	9.1	8.9	8.1	6.1	5.9	5.2	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	420.0	338.8	24%	467,475	4.3	4.7	4.7	4.1	3.9	3.6	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Buy	168.9	143.0	18%	1,122	13.2	10.7	8.7	6.4	6.1	5.7	4%	3%	3%	—
Voxel	VOX	Hold	178.0	173.4	3%	1,821	17.2	14.0	12.9	9.3	7.7	6.9	2%	3%	3%	—
VRG	VRG	Under Review		4.3	-	1,013	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wielton	WLT	Under Review		6.7	-	472	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Buy	104.0	73.3	42%	2,183	14.2	10.3	8.9	6.7	5.5	5.1	4%	4%	5%	72
Wittchen	WTN	Sell	18.0	17.1	5%	316	8.1	8.7	9.0	4.6	4.8	4.5	0%	6%	7%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	13.9	-14%	1,441	7.6	69.5	85.6	5.9	5.2	4.3	0%	0%	0%	75
XTB	XTB	Buy	95.8	76.5	25%	8,992	9.4	8.4	7.2	5.5	4.9	3.9	7%	8%	9%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	86.0	40%	228	—	86.7	14.3	—	30.8	8.5	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Buy	27.7	21.6	28%	21,600	24.9	16.1	12.5	7.8	6.5	5.7	—	—	—	—

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

TRIGON DOM MAKLEKSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

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

EQUITY SALES

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

SALES TRADING

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

DISCLAIMER

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