

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE

TAURON: Szacunkowe wyniki za 2Q25. EBITDA 7% powyżej oczekiwań, przy dobrej strukturze. [lekko pozytywne]

PZU: Zysk netto za 2Q'25 zbliżony do oczekiwań chociaż ubezpieczenia lekko rozczarowały (neutralne)

HANDLOWY: Wyniki działalności korporacyjnej za 2Q'25 powyżej oczekiwań; detal ściągnął zysk netto w dół (lekko pozytywne)

DOM DEVELOPMENT: Wyniki 2Q25: EPS 10% powyżej oczekiwań, świetny OCF [pozytywne]

NEUCA: Wyniki 2Q25: słaby obraz hurtu i badań klinicznych [negatywne]

DATAWALK: Wyniki za 2Q25, wzrost pozyskanych kontraktów za ostatnie 12 miesięcy o 1,2mln USD od końca półrocza [neutralne]

AB: Wyniki 3Q25: Wyniki wsparte saldem pozostałej działalności, OCF YTD gorszy r/r [neutralne]

EUROCASH: Wyniki za 2Q25: Dobra kontrola kosztów sprzedaży, dalszy spadek wolumenów [neutralne]

GOBARTO: Wyniki za 2Q25

ATREM: Wyniki za 2Q25

FINANSE

KRUK: Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q25 [neutralne]

PALIWA I CHEMIA

ORLEN: RN odwołała CFO i A. Osuchowskiego [negatywne]

ORLEN: Zmiany w OSGE dot. SMR [neutralne]

GRUPA AZOTY: Umowa na rozbudowę instalacji do produkcji materiałów wysokoenergetycznych [neutralne]

MOL: CEO o dostawach ropy przez Druzhbę

RYNEK PALIW: Weto Prezydenta dot. nowelizacji ustawy o zapasach gazu

KONSUMENT

CCC: Zwiększenie kwoty dostępnego kredytu obrotowego udzielonego w formie faktoringu odwrotnego oraz gwarancji bankowych o kwotę 405mln PLN

LOGISTYKA I TRANSPORT

RYAN AIR: Podsumowanie wywiadu z CEO

TMT

WIRTUALNA POLSKA: Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q25 [neutralne]

GAMING

BLOOBER TEAM: Sega będzie dystrybuować Cronosa w wersji pudełkowej na terenie Japonii i Korei Południowej

PRZEMYSŁ

PRZEMYSŁ ZBROJENIOWY: Rheinmetall otworzył swoją największą w Europie fabrykę amunicji o wartości 500mln EU

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

TAURON (Hold; PLN 10.03)

Szacunkowe wyniki za 2Q25. EBITDA 7% powyżej oczekiwań, przy dobrej strukturze. [lekko pozytywne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons
Revenues	8 080	8 126	9 505	9 632	7 667	-5%	-20%	9 278	7 978
EBITDA	1 588	1 477	1 458	2 331	1 893	19%	-19%	1 747	1 777
Generation	-9	153	437	295	211	-	-28%	160	
Heat	31	57	79	123	66	113%	-46%	57	
RES	140	125	190	180	138	-1%	-23%	120	
Distribution	994	1 022	864	1 226	1 271	28%	4%	1 220	
Trading	363	63	-109	448	129	-64%	-71%	120	
Others	69	57	-3	59	78	13%	32%	70	
EBIT	-629	946	940	1 758	1 236	-	-30%	1 122	1 184
Net profit	-1 376	635	468	1 130	924	-	-18%	731	794
Capex	-1 075	-1 384	-1 251	-1 424	-	-	-	-1 240	
Capex (company)	-1 012	-1 790	-1 478	-1 072	-1 211	20%	13%	-1 240	
Net debt (incl. leasing/hybrid)	13 836	16 172	14 019	13 574	13 636	-	0%	13 504	
Economic Net debt	-	18 550	17 229	17 557	-	-	-	17 487	
EBITDA margin	20%	18%	15%	24%	25%			19%	
EBIT margin	-	12%	10%	18%	16%			12%	
Net profit margin	-	8%	5%	12%	12%			8%	
P/E12M trailing	-	-	59.1	17.8	4.8				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	5.9	6.5	5.4	4.8	-				

Source: Company, Trigon DM

KPI	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	Y/Y	Q/Q	2Q25E
Gross electricity gen. (TWh)	2.2	2.6	3.5	3.5	2.5	12%	-30%	2.3
Conventional (TWh)	1.9	2.3	3.0	3.0	2.0	9%	-33%	2.0
RES (TWh)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4	29%	-8%	0.4
Distribution (TWh)	12.4	12.5	13.2	13.7	12.3	-1%	-10%	12.4
Retail sales of electr. (TWh)	6.1	6.1	7.0	7.0	5.8	-6%	-18%	6.2
Heat generation (PJ)	1.3	0.6	4.1	4.7	1.6	29%	-66%	1.7

Source: Company, Trigon DM

Wg. danych szacunkowych, EBITDA w 2Q25 wyniosła 1.89 mld PLN i była o 7% wyższa od naszych prognoz i konsensusu. Implikowana amortyzacja z odpisami na poziomie EBIT wzrosła o 84m q/q do 657m PLN (zakładaliśmy 625m), saldo finansowe wyniosło -188m (szacowaliśmy -219m), a stopa podatkowa wyniosła ok. 12%. Wynik netto: 924m (16% powyżej oczekiwań rynku).

Capex w 2Q wyniósł -1.2 mld PLN, zgodnie z naszymi założeniami. Prezentowany wskaźnik ND/EBITDA LTM spadł z 1.6x w 1Q25 do 1.5x (porównywalny q/q dług netto bez leasingu, obligacji hybrydowych i rezerw CO2, na poziomie 10.8 mld PLN).

In plus vs. nasze prognozy wypadł wynik w wytwarzaniu (211m vs. 160m), dystrybucji (1.27 mld vs. 1.22 mld prognozy) i w OZE.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	108,534	0.0%	0%	29%
WIG20	2,908	0.1%	-2%	21%
mWIG40	8,003	-0.3%	-1%	28%
sWIG80	29,677	0.3%	1%	22%
PX (Prague)	2,288	-0.4%	4%	44%
BUX (Budapest)	105,156	0.3%	4%	43%
BET (Bucharest)	20,630	-0.9%	4%	13%
BIST30 (Istanbul)	12,750	0.6%	8%	19%
DAX	24,153	-0.5%	0%	29%
FTSE 100	9,266	-0.6%	2%	11%
STOXX Europe 600	554	-0.8%	1%	7%
S&P 500	6,466	0.4%	1%	15%
NASDAQ 100	23,525	0.4%	1%	20%
Nikkei 225	42,487	-1.0%	2%	11%
Shanghai Comp	3,871	-0.4%	8%	36%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	4.8%	-2.6	-8.6	-25.7
PL 10Y bond yield	5.4%	-1.5	-7.4	7.6
CZ 10Y bond yield	4.3%	2.6	-3.6	47.3
HU 10Y bond yield	7.0%	0.0	-2.0	79.0
RO 10Y bond yield	7.3%	1.6	16.8	65.5
WIBOR 3M	4.8%	0.0	-12.0	-101.0
EURIBOR 3M	2.0%	0.4	5.0	-150.4

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.67	0.3%	-0.3%	-4.4%
EUR/PLN	4.26	0.1%	0.0%	-0.5%
EUR/USD	1.16	-0.2%	0.3%	3.9%
GBP/PLN	4.93	-0.1%	-0.5%	2.9%
CZK/PLN	0.17	-0.1%	-0.3%	-1.6%
HUF/PLN	0.011	-0.1%	-0.4%	1.3%
RON/PLN	0.84	-0.1%	-0.3%	2.1%
CNY/PLN	0.51	-0.2%	0.0%	5.0%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	3,394	0.2%	2%	35%
Silver (USD/toz)	38.5	-0.3%	1%	28%
Copper (USD/t)	9,837	0.4%	1%	6%
Zinc (USD/t)	2,814	-0.2%	0%	-3%
Molybdenum (USD/lb)	24.7	0.1%	7%	18%
Iron ore (USD/t)	102	0.1%	2%	3%
HCC (USD/t)	188	-0.3%	-6%	-17%
HRC EU (EUR/t)	570	0.9%	5%	-9%
Brent crude oil (USD/bbl.)	67.2	0.0%	-2%	-15%
CO2 (EUR/t)	72.8	0.8%	2%	0%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	33.5	-0.4%	3%	-9%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	86	-0.5%	0%	-10%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	420	0.0%	1%	-11%
Shanghai Freight Index	1,415	-3.1%	-14%	-57%

PZU (Hold; PLN 65)

Zysk netto za 2Q'25 zbliżony do oczekiwań chociaż ubezpieczenia lekko rozczarowały (neutralne)

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Gross insurance revenue	7 283	7 541	7 587	7 533	7 693	6%	2%	7 730	7 745
Net insurance revenue	6 810	7 060	7 084	7 033	7 199	6%	2%	7 215	7 244
Gross claims and benefits	-4 315	-4 992	-4 458	-4 236	-4 647	8%	10%	-4 571	
Net claims and benefits	-4 201	-4 547	-3 961	-3 939	-4 438	6%	13%	-4 210	-4 356
Acquisition costs	-1 192	-1 225	-1 226	-1 210	-1 237	4%	2%	-1 288	-1 254
Administrative costs	-604	-595	-675	-633	-620	3%	-2%	-654	-643
Insurance service result	813	693	1 222	1 251	904	11%	-28%	1 063	1 006
Investment income	4 492	5 010	4 707	5 467	5 134	14%	-6%	5 018	5 204
PZU	671	676	445	1 025	823	23%	-20%	868	748
Banks	3 821	4 334	4 262	4 442	4 311	13%	-3%	4 149	4 456
Insurance finance income, net	-399	-374	-213	-494	-522	31%	6%	-437	-384
Fee and commission result	939	960	1 031	964	1 007	7%	4%	1 003	1 013
Costs not related to insurance	-2 589			-3 003	-2 602	1%	-13%	-2 654	-2 791
Other operating income, net	290			271	140	-52%	-48%	90	
Operating profit	3 546	4 061	4 317	4 456	4 061	15%	-9%	4 083	4 045
Gross profit	3 548	4 062	4 319	4 454	4 058	14%	-9%	4 081	
PZU	922	823	1 436	1 611	1 133	23%	-30%	1 331	
Banks	2 626	3 239	2 884	2 843	2 925	11%	3%	2 750	
Income tax	-799	-891	-905	-1 018	-869	9%	-15%	-931	
Minority interests	1 557	1 956	1 733	1 676	1 719	10%	3%	1 616	1 684
Net profit	1 192	1 215	1 681	1 760	1 470	23%	-16%	1 534	1 430
PZU	715	626	1 139	1 267	944	32%	-26%	1 045	
Banks	477	589	543	493	526	10%	7%	489	
CoR non-life Poland	94,9%	98,6%	86,1%	82,5%	93,0%			90,1%	88,8%
Group life insurance margin	26,4%	26,4%	29,8%	21,2%	25,6%			26,1%	24,4%
ROE 12M	19,0%	17,7%	17,5%	18,7%	19,5%			19,7%	19,3%
P/E12M trailing	9,9	10,4	10,2	9,4	8,9				
P/BV	1,9	1,8	1,7	1,6	1,7				

Source: Company, Trigon

HANDLOWY (Hold; PLN 122)

Wyniki działalności korporacyjnej za 2Q'25 powyżej oczekiwań; detal ściągnął zysk netto w dół (lekko pozytywne)

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Net interest income	558	819	795	547	530	-5%	-3%	516	504
Net F&C result	104	141	138	111	107	3%	-4%	113	113
Other income	145	129	247	122	196	35%	61%	184	160
Total revenues	807	1 089	1 181	780	833	3%	7%	814	777
Operating costs	-173	-347	-376	-279	-171	-2%	-39%	-162	-164
Operating profit	634	743	805	502	662	4%	32%	651	613
Net provisions	-11	0	-3	-8	-1	-	-	-11	-5
Net profit	394	544	368	435	166	-58%	-62%	165	157
NIM	3,19%	4,65%	4,53%	3,01%	2,81%			3,68%	
CoR	0,21%	0,00%	0,05%	0,13%	0,02%			0,19%	
C/I	21,5%	31,8%	31,8%	35,7%	20,5%			19,9%	
Loans	21,2	21,9	21,4	24,8	18,6	-12,3%	-24,9%	19,1	
Assets	73,1	72,4	72,5	77,2	84,3	15,4%	9,2%	80,6	
Deposits	53,8	53,9	54,0	58,2	41,7	-22,6%	-28,4%	38,7	
P/E12M trailing	7,4	7,6	7,9	8,0	9,2				
P/BV	1,5	1,4	1,4	1,3	1,5				
ROE 12M	20%	19%	18%	18%	16%				

Source: company data, PAP, Trigon

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	1674	1716.6	1933.9	2015.7	87%
WIG20	1487.3	1529.8	1701.7	1717.9	87%
WIG40	198.6	227.2	305.6	304.8	65%
sWIG80	41.6	48.2	49.0	57.4	85%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	435.8	ACP	34.2	DIA	19.2
PEO	300.6	MIL	21.8	CIG	3.3
DNP	193.2	TPE	16.8	CRI	1.6
PKN	187.9	XTB	16.3	PXM	1.6
ALE	162.0	BFT	15.4	BLO	1.1
PZU	140.5	RBW	8.3	FRO	0.8
LPP	109.4	ENA	6.3	MDG	0.8
KGH	104.5	ING	5.7	WTN	0.7
ZAB	104.3	TEN	5.4	PLW	0.6
CDR	102.8	BHW	3.8	ENT	0.5

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
CDR	222%	TEN	448%	MAB	272%
MBK	182%	ENA	178%	TAR	257%
LPP	175%	ACP	175%	PCR	207%
PEO	164%	CIG	148%	MCR	202%
ALE	161%	BFT	144%	WTN	192%
ZAB	161%	MIL	138%	CMP	191%
DNP	159%	TPE	132%	BLO	184%
PGE	159%	HUG	124%	STP	170%
BDX	156%	ATT	113%	CRI	164%
SPL	152%	PKP	112%	CIG	148%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
PGE	11.8	1.7%	PKN	83.3	-0.7%
PCO	22.2	1.4%	LPP	17,410	-0.6%
SPL	529.4	1.2%	ALE	38.1	-0.5%
ALR	109.4	1.1%	PKO	74.3	-0.2%
BDX	565.6	1.0%	PEO	191.5	-0.1%
Best			Worst		
TEN	86.4	6.8%	GPP	68.1	-4.1%
CIG	3.0	6.5%	BFT	3,210.0	-3.0%
GPW	59.4	2.4%	ATT	18.6	-2.2%
HUG	20.9	1.5%	WPL	74.0	-2.0%
PXM	4.5	1.5%	SLV	31.9	-1.8%
Best			Worst		
CIG	3.0	6.5%	BLO	26.7	-4.1%
TAR	130.0	5.7%	SGN	107.5	-3.2%
DIA	203.8	3.5%	MCR	24.4	-2.8%
ENT	54.4	3.4%	XTP	85.1	-2.7%
CMP	263.0	2.7%	AGO	9.2	-2.3%

DOM DEVELOPMENT (Hold; PLN 265)

Wyniki 2Q25: EPS 10% powyżej oczekiwań, świetny OCF [pozytywne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	664	482	1,316	742	552	-17%	-26%	529	525
Gross profit	198.9	150.8	429.6	253.4	201.9	2%	-20%	182.3	
Other operating items, net	-13.8	1.5	-15.5	-3.7	-2.7	-	-	0.0	
EBITDA	120.2	85.2	339.0	188.6	126.5	5%	-33%	114.9	114.2
EBIT	114.2	78.9	332.5	182.0	120.0	5%	-34%	108.3	107.7
Net profit	93.8	64.7	273.3	148.4	97.3	4%	-34%	90.2	88.1
Gross margin	30.0%	31.3%	32.6%	34.2%	36.6%	6.6pp	2.4pp	34.5%	
Rev. per apartment (PLNk)	857	703	770	724	827	-3%	14%	865	
Handovers (apartments)	716	598	1,681	984	611	-15%	-38%		
Pre-sales (apartments)	943	1,156	1,159	1,033	1,000	6%	-3%		
Net Debt	114	352	144	244	29				
OCF	277	-72	185	-44	245	-11%	-		
P/E 12M trailing	13.5	12.8	11.1	10.9	10.8				
EV/EBITDA 12M trailing	10.8	10.6	9.0	9.0	8.6				
EBITDA margin	18.1%	17.7%	25.8%	25.4%	22.9%	4.8pp	-2.5pp	21.7%	21.7%
EBIT margin	17.2%	16.4%	25.3%	24.5%	21.7%	4.5pp	-2.8pp	20.5%	20.5%
Net profit margin	14.1%	13.4%	20.8%	20.0%	17.6%	3.5pp	-2.4pp	17.1%	16.8%

Source: Company, Trigon

NEUCA (Sell; PLN 660)

Wyniki 2Q25: słaby obraz hurtu i badań klinicznych [negatywne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	3,043	3,185	3,221	3,366	3,268	7%	-3%	3,129	3,209
Wholesale & manufacture	2,791	2,910	2,959	3,083	3,004	8%	-3%	2,952	
Med operator & insurance	161	161	174	176	182	13%	4%	187	
Clinical trials (CRO/SMO)	114	115	119	117	106	-7%	-10%	116	
EBITDA	92	108	79	111	75	-19%	-32%	72	84
EBIT	62	78	48	79	43	-31%	-45%	41	52
Net profit	31	42	25	48	20	-35%	-59%	19	27
Gross Margin	11.7%	11.6%	11.0%	11.6%	11.5%	-0.2pp	-0.1pp	11.4%	
SG&A ratio	9.8%	9.2%	9.3%	9.2%	9.5%	-0.2pp	0.4pp	10.0%	
EBITDA margin	3.0%	3.4%	2.5%	3.3%	2.3%	-0.8pp	-1.0pp	2.3%	2.6%
EBIT margin	2.0%	2.5%	1.5%	2.4%	1.3%	-0.7pp	-1.0pp	1.3%	1.6%
OCF	84	-35	-46	103	187	124%	82%		
CAPEX	-98	-29	-47	-45	-104	-	-		
FCF	-24	-73	-104	48	55	-	14%		
ND/EBITDA (pre-IFRS16)	0.4	0.1	0.4	0.4	0.5	0.1	0.1		
Net Debt	335	218	339	333	287				
P/E 12M trailing	18.1	18.5	19.4	20.4	22.1				
EV/EBITDA 12M trailing	8.2	8.0	8.4	8.5	8.8				

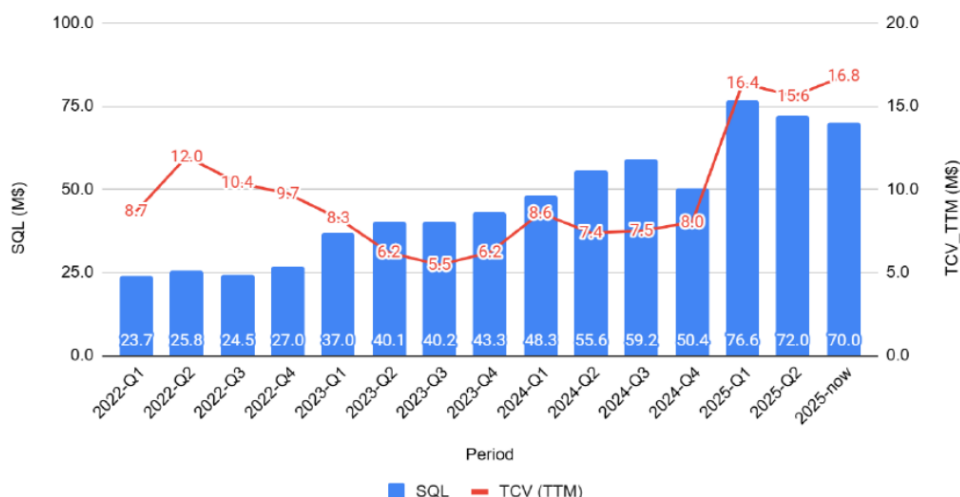
Source: Company, Trigon

DATAWALK

Wyniki za 2Q25, wzrost pozyskanych kontraktów za ostatnie 12 miesięcy o 1,2mln USD od końca półrocza [neutralne]

PLNm	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25p
Revenues	6.4	4.5	4.6	9.1	13.5	10.3	130%	-23%	10.3
Poland	1.7	1.9	1.0	2.5	1.6	1.3	-30%	-18%	
Americas	1.4	1.1	2.2	3.8	1.6	1.5	34%	-7%	
Other regions	3.3	1.5	1.3	2.7	10.3	7.5	403%	-27%	
Revenues y/y	100%	-57%	2%	19%	109%	130%			129%
Revenues LTM	29.0	23.1	23.2	24.6	31.7	37.5	62%	18%	37.5
Revenues LTM y/y	-11%	-20%	-9%	-4%	9%	62%			62%
EBITDA	-21.7	-19.7	11.2	-18.8	0.7	-59.3	-	-	-59.3
adj. EBITDA	-6.0	-5.8	-6.0	-1.9	3.1	-5.3	-	-	-5.3
Rev. minus adj. EBITDA	12.4	10.3	10.7	11.0	10.3	15.6	51%	51%	15.6
EBIT	-22.8	-20.6	10.3	-19.7	-0.1	-60.3	-	-	
adj. EBIT	-7.1	-6.7	-6.9	-2.8	2.3	-6.3	-	-	
Net profit	-19.9	-18.8	6.5	-16.7	-0.5	-50.8	-	-	
EV/Sales LTM	17.5	23.0	23.2	22.1	19.7	15.2			
Net cash	4.8	29.2	22.4	15.0	11.6	65.1			

Source: Company, Trigon



AB (Buy; PLN 122)

Wyniki 3Q25: Wyniki wsparte saldem pozostałej działalności, OCF YTD gorszy r/r [neutralne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	3,128	3,428	5,141	3,154	3,182	2%	1%	3,197	3,185
EBITDA	60.8	70.2	106.6	56.7	59.2	-3%	4%	53.8	58.4
EBIT	55.1	64.5	101.1	51.3	53.7	-3%	5%	48.3	53.0
Net profit	30.8	37.7	66.7	34.8	33.7	9%	-3%	30.3	32.4
Gross margin	4.2%	4.0%	3.7%	3.9%	4.0%	-0.2pp	0.1pp	4.1%	-
SG&A ratio	2.4%	2.3%	1.7%	2.4%	2.4%	0.0pp	0.1pp	2.6%	-
EBITDA margin	1.9%	2.0%	2.1%	1.8%	1.9%	-0.1pp	0.1pp	1.7%	1.8%
EBIT margin	1.8%	1.9%	2.0%	1.6%	1.7%	-0.1pp	0.1pp	1.5%	1.7%
Net profit margin	1.0%	1.1%	1.3%	1.1%	1.1%	0.1pp	0.0pp	0.9%	1.0%
OCF	24	77	49	21	43	79%	108%		
FCF	20	72	47	17	41	101%	138%		
ND/EBITDA	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	-62%	27%		
P/E12M trailing	8.8	8.6	8.7	8.8	8.7				
EV/EBITDA 12M trailing	5.3	5.2	5.1	5.3	5.3				

Source: Company, Trigon, Note: FY25 ends in Sep-25

EUROCASH (Under Review)**Wyniki za 2Q25: Dobra kontrola kosztów sprzedaży, dalszy spadek wolumenów [neutralne]**

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	8,160	8,491	7,954	6,874	7,886	-3%	15%	8,059	8,288
Wholesale	5,960	6,135	5,612	4,982	5,879	-1%	18%	6,035	
Retail	1,750	2,068	2,013	1,600	1,710	-2%	7%	1,691	
Projects	253	257	297	274	278	10%	1%	293	
Other operating items, net	15	32	11	5	8	-48%	40%	15	
EBITDA	230	244	325	121	230	0%	90%	222	224
Wholesale	186	197	233	125	198	6%	58%	183	
Retail	81	87	138	37	57	-30%	52%	73	
Projects	-5	-10	-6	-11	2	-	-	-3	
EBIT	67	83	160	-29	82	24%	-	66	68
Net financial costs	-60	-62	-63	-62	-73	-	-	-59	
Non-controlling interests	8	12	12	-2	9	16%	-	2	
Net profit***	-3	3	65	-81	-7	-	-	6	5
Gross margin	12.6%	13.8%	14.3%	13.7%	12.8%	0.23pp	-0.83pp		
SG&A ratio	12.0%	12.3%	12.4%	14.2%	11.9%	-0.09pp	-2.28pp		
EBITDA margin	2.8%	2.9%	4.1%	1.8%	2.9%	0.10pp	1.15pp	2.7%	2.7%
margin Wholesale	3.1%	3.2%	4.1%	2.5%	3.4%	0.24pp	0.85pp	3.0%	
margin Retail	4.6%	4.2%	6.9%	2.3%	3.3%	-1.33pp	0.98pp	4.3%	
EBIT margin	0.8%	1.0%	2.0%	-0.4%	1.0%	0.23pp	1.47pp	0.8%	0.8%
Net profit margin	0.0%	0.0%	0.8%	-1.2%	-0.1%	-0.05pp	1.08pp	0.1%	0.1%
OCF	288	270	412	55	243	-16%	343%		
Net debt*	4,036	3,951	4,052	3,858	3,930	-3%	2%		
Reverse factoring	1,417	1,450	1,716	1,405	1,587	12%	13%		
ND/EBITDA (IFRS16)*	4.0	4.2	4.3	4.2	4.3	6%	2%		
ND/EBITDA (pre-IFRS16)**	3.7	4.1	4.7	4.3	4.2	15%	-2%		
P/E12M trailing	49.8	-	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	5.2	5.4	5.5	5.4	5.5				

Source: Company, Trigon; *ex. rev. factoring, **incl. rev. Factoring, ***Continuing operations, parent

- Strata z działalności zaniechanej w 2Q25 na poziomie 6,4mln PLN (m.in. InMedio, Kontigo);

- Zysk netto obciążony negatywnym wpływem różnic kursowych w wysokości 4mln PLN (IFRS16), zysk netto j.dom. skor. -3mln PLN.

GOBARTO**Wyniki za 2Q25**

- Przychody 988mln PLN, +14% r/r

- EBIT 26,7mln PLN, +21% r/r

- Zysk netto 17,7mln PLN, +45% r/r

ATREM**Wyniki za 2Q25**

- Przychody 59,6mln PLN, +45% r/r

- EBIT 6,8mln PLN, +94% r/r

- Zysk netto 5,8mln PLN, +115% r/r

FINANSE**KRUK (Buy; PLN 535)****Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q25 [neutralne]**

- W Rumunii negatywny wpływ na wyniki negatywnych różnic kursowych (35mln PLN, osłabienie RON vs EUR);

- Transakcja sprzedaży części portfeli w Czechach przyniosła kilka mln PLN zysku oraz ponad 20mln PLN dodatkowych wpłat;

- Odwrócenie rezerwy na podatek dochodowy w wysokości 37mln PLN (efekt większego udziału inwestycji w PL i braku potrzeby umarzania certyfikatów), w całym roku ETR na poziomie niskich kilku %;

- Spółka obserwuje większą presję otoczenia konkurencyjnego niż miało to miejsce w ostatnich dwóch latach, niższym transakcyjnym stopom zwrotu towarzyszy spadek kosztów finansowania na rynku;

- Wciąż spada znacznie call center na korzyść kanałów zdalnych obsługi klientów, spółka pracuje nad wdrożeniem rozwiązań AI, których efekty będzie można ocenić w perspektywie średnioterminowej;

#Trading update

- Podtrzymany guidance inwestycji w portfele w tym roku na poziomie ok. 2,5mld PLN;

- Spółka podtrzymuje tegoroczny cel EBT zawarty w programie motywacyjnym (tj. min. 12% średnioroczny wzrost EBT pozwala na przydział pełnej puli warrantów dla danego roku);

#Hiszpania

- Dokonane odpisy w 2Q w Hiszpanii zdaniem CFO najprawdopodobniej kończą okres odzwierciedlania ryzyka odchylenia spłat na tym rynku w perspektywie najbliższych kwartałów, spółka po 1H zmienia swoje nastawienie do oceny perspektyw na tym rynku do lekko pozytywnej;
- Obraz funkcjonowania sądownictwa w Hiszpanii nie pogardza się, a bieżące wyzwania lokalnego procesu sądowego są odzwierciedlone w wycenie portfeli;

#Francja

- Spółka współpracuje z dwoma serwerami, wchodzi w okres analizy procesu sądowego na tym rynku po obserwacji procesu polubownego przez ostatni rok;
- Zarząd komunikuje bardziej zrównoważony proces ekspansji na tym rynku względem modelu wejścia przyjętego dla rynku włoskiego i hiszpańskiego;

PALIWA I CHEMIA

ORLEN (Hold; PLN 85.2)**RN odwołała CFO i A. Osuchowskiego [negatywne]**

- # Rada nadzorcza odwołała Magdalenę Bartoś ze stanowiska wiceprezesa zarządu ds. finansowych i Artura Osuchowskiego ze stanowiska członka zarządu ds. zrównoważonego rozwoju i transformacji energetycznej.
- # Dziś mają zostać ogłoszone 3 konkursy: na stanowisko CFO, członka zarządu ds. transformacji energetycznej i członka zarządu ds. prawnych i compliance.
- # We wtorek nowy szef MAP wskazywał w kontekście PKN, że „jeżeli członkowie zarządu koncentrują się na konfliktach wewnętrznych, to nie zajmują się sprawami strategicznymi dla spółki”. Powiedział też, że nie można oceniać spółek tylko przez pryzmat twardych danych i wzrostu kapitalizacji, ale też przez efektywność realizowania strategii gospodarczej państwa. Wg. businessinsider, dymisji Osuchowskiego domagał się CEO, który był niezadowolony z tempa i jakości prac w obszarze energetyki.

ORLEN (Hold; PLN 85.2)**Zmiany w OSGE dot. SMR [neutralne]**

- # RN zatwierdziła porozumienie z Synthosem ws. dalszego funkcjonowania Orlen Synthos Green Energy. Zrównuje ono poszczególne uprawnienia wspólników OSGE i mają dawać Orlenowi większą kontrolę nad sprawami korporacyjnymi. Zmieniono też zasady powoływania władz OSGE. Prezes oraz przewodniczący RN będą naprzemiennie powoływani przez Orlen i Synthos oraz zmieniani co trzy lata
- Zmiany w umowie licencyjnej dają OSGE pełny dostęp do technologii reaktorów BWRX-300. Wcześniej wyłączność miał Synthos.

GRUPA AZOTY (Under Review)**Umowa na rozbudowę instalacji do produkcji materiałów wysokoenergetycznych [neutralne]**

- # Zakłady Chemiczne "NITRO-CHEM" podpisały z firmą PROZAP, wchodzącą w skład grupy kapitałowej Grupa Azoty, umowę na wykonanie projektu rozbudowy instalacji do produkcji materiałów wysokoenergetycznych
- # Realizacja inwestycji będzie finansowana ze środków własnych spółki NITRO-CHEM

MOL (Hold; HUF 3,111)**CEO o dostawach ropy przez Druzhbę**

- Dostawy rosyjskiej ropy naftowej rurociągiem "Przyjaźń" mogą zostać wznowione w środę lub czwartek. Jeśli jednak do 1 września surowiec nie będzie płynąć do rafinerii na Węgrzech i Słowacji, MOL nie wyklucza sięgnięcia po surowiec z rezerw operacyjnych ([LINK](#), [LINK2](#))
- „W wyniku kolejnego ataku ukraińskich dronów na rurociąg "Przyjaźń" wstrzymany został transport rosyjskiej ropy naftowej do rafinerii koncernu MOL na Węgrzech i Słowacji. Brak dostaw oznacza konieczność korzystania, przez rafinerię Slovnaft w Bratysławie i należącą do koncernu MOL rafinerię Szazhalombatta zlokalizowaną niedaleko Budapesztu, z zapasów zgromadzonych w zbiornikach.”
- Wg. CEO MOL, zapasy ropy wystarczą Spółce na od 25 do 30 dni. „Jeśli do 1 września rosyjska ropa nie zacznie płynąć, to Słowacja będzie musiała otworzyć swoje rezerwy strategiczne i zaprzestać eksportu produktów naftowych. Doprowadziłoby to do zmniejszenia importu paliw przez Węgry o 20%”.

RYNEK PALIW**Weto Prezydenta dot. nowelizacji ustawy o zapasach gazu**

- Nowelizacja miała m.in. zmienić zasady tworzenia strategicznych rezerw surowca, m.in. uchylając konieczność rezerwowania przez jego importerów ciągłych zdolności przesyłowych na interkonektorach w przypadku utrzymywania zapasów gazu za granicą – Polityka Insight. „Po zmianach to ostatnie miało też być możliwe tylko za zgodą Ministerstwa Energii i w razie możliwości jego przesłania do Polski w ciągu 50 dni, a nie 40 jak dotychczas. Brak zmian uniemożliwi zwiększenie opłacalności importu gazu do Polski przez niezależnych graczy, czym zakonserwuje monopol Orlenu na rynku. Może skutkować też pozwaniem Polski do Trybunału Sprawiedliwości. KE żąda zmian w ustawie, oceniając obecne wymogi jako dyskryminujące.”

KONSUMENT

CCC (Buy; PLN 260)

Zwiększenie kwoty dostępnego kredytu obrotowego udzielonego w formie faktoringu odwrotnego oraz gwarancji bankowych o kwotę 405mln PLN

LOGISTYKA I TRANSPORT

RYAN AIR

Podsumowanie wywiadu z CEO

- Średnie ceny biletów w 2Q26 (lipiec–wrzesień) wzrosły dotychczas o 5-6% r/r, odrabiając większość, ale nie całość ubiegłorocznego spadku o 7%
- We wrześniu sprzedano ok. 70% miejsc, a poziom rezerwacji last-minute zadecyduje o ostatecznych yieldach
- Ryanair uzgodnił z Boeingiem przyspieszenie dostaw 25 samolotów MAX-8 na październik 2025 (wcześniej planowany początek 2026 r.), co wesprze podaż w okresie świątecznym i ograniczy ryzyko ceł na samoloty z USA
- Prezes ostrzegł, że wzrost może się zatrzymać latem 2027 r., jeśli opóźni się certyfikacja większych MAX-10 (150 szt. w zamówieniu), podkreślając, że jest „optymistą, ale nie pewnym” certyfikacji na początku 2026 r.

TMT

WIRTUALNA POLSKA (Buy; PLN 104)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q25 [neutralne]

#Travel

- Zarząd jest przekonany że będzie w stanie wyprowadzić Invia na ścieżkę wzrostu;
- W 2Q25 unikano zmian w Invia Group, które mogłyby wpływać na biznes w kluczowym trzecim kwartale, ale planowane są głębsze zmiany (m.in. integracja systemów IT – obecnie 3 platformy wakacje.pl, czeska platforma Invia, niemiecka platforma Invia);
- W tym roku większy udział last minute w zakupie wycieczek w CEE, co przesunie część wyniku z 2Q25 na 3Q25;
- Segment turystyki krajowej w Polsce rósł w wysokim jednocyfrowym tempie, nadal słaba dynamika na Węgrzech;
- W tym roku spółka utrzyma marżę w Wakacje.pl, w Invia Group celem jest utrzymanie marży w tym roku, a w kolejnych dwóch latach widoczny powinien być rosnący wpływ synergii;
- Oczekiwany wzrost top line w turystyce w 2H25 powinien być odzwierciedlony też we wzroście EBITDA;
- Funkcjonalność pozwalająca rekomendować konkretne wyjazdy w odpowiedzi na pytanie klienta lub konkretne kryteria ma pojawić się na Wakacje.pl w niedługim czasie;
- W kontekście wpływu AI zarząd widzi obecnie więcej plusów (np. automatyzacja call center, usprawnienia procesów, lepsza obsługa zapytań klientów i przedstawienie rekomendacji – planowana funkcjonalność) niż zagrożeń (przejęcie kontaktu z klientem przez platformy AI w segmencie wyjazdów rodzinnych to według zarządu odległa perspektywa);
- Wzrost wolumenów na rynku wycieczek zagranicznych w Polsce w 2Q25 wyniósł około 11%, ceny lekko wzrosły, grupa WPL rosła w zbliżonym tempie do rynku;

#Dług netto, finanse, perspektywa wynikowa w 2H25

- Do końca roku oczekiwany wzrost długu netto do EBITDA o około 0,4x (obecnie 2,0x) z uwagi na zmiany kapitału pracującego w travel;
- Zarząd nie potwierdzał czy uda się poprawić wynik EBITDA pro-forma na poziomie grupy w drugim półroczu, nadal przed spółką kluczowy sezon w biznesie reklamowym;
- Przy obecnej wycenie WPL najlepszą inwestycją byłby skup akcji własnych;
- Amortyzacja aktywów niematerialnych Invia to około 45mln PLN w skali roku przez najbliższe 7-8 lat;

#Reklama, rozwój produktu

- Udział produktu WP ADS (narzędzie self-service do implementacji strategii marketingowych) w przychodach wynosił 6% w czerwcu, wzrost z 4% przed rokiem;
- Udział WPartner w sprzedaży osiągnął 8%;
- Rośnie udział treści produkowanych ze wsparciem AI, natomiast WKreator przyczynił się do nominalnego wzrostu liczby produkowanych treści w ofercie grupy z około 21 tys. miesięcznie w czerwcu 2024 do 33 tys. w czerwcu 2025;
- WP chce dojść do poziomu Criteo czy RTB House we wsparciu klienta na rynku reklamy display;
- Google jest dopiero czwartym źródłem ruchu dla portali grupy WP, AI Overviews (podsumowania generowane przez AI Google) będzie znacznie większym zagrożeniem dla mniejszych wydawców;
- Nowo zatrudnieni są managerowie m.in. z TikToka, Mety, RTB House, spółka woli zatrudniać ludzi z doświadczeniem w rosnących biznesach niż z konkurencyjnych mniej rozwiniętych technologicznie portali horyzontalnych;

#Biznesy subskrypcyjne

- Subskrypcje w grupie to obecnie: Audioteka, WP Pilot, OpenFM, płatna poczta;
- Spółka widzi istotne przyspieszenie dynamiki wyniku w Audiotece, która zwiększa udziały w rynku kosztem konkurentów (czyli m.in. Storytel, Empik GO, BookBeat).

GAMING

BLOOBER TEAM (Buy; PLN 39.1)

Sega będzie dystrybuować Cronosa w wersji pudełkowej na terenie Japonii i Korei Południowej

- Sega to trzeci po Bandai Namco i Skybound Games dystrybutor wersji pudełkowych gry, z którym Bloober nawiązał współpracę.

PRZEMYSŁ

PRZEMYSŁ ZBROJENIOWY

Rheinmetall otworzył swoją największą w Europie fabrykę amunicji o wartości 500mln EUR

- Zakład został otwarty w Unterlüß pod Hanowerem;
- Po osiągnięciu pełnych zdolności w 2027 roku zakład ma wytwarzać do 350tys. sztuk amunicji kalibru 155mm rocznie;
- Od 2026 roku planowane jest także uruchomienie produkcji artylerii raketowej;
- Rheinmetall zamierza uruchomić również fabrykę amunicji na Ukrainie, gdzie już działa centrum napraw czołgów.

POZOSTAŁE INFORMACJE

GRENEVIA (Under Review)

Przedwstępna umowa co-developmentu i sprzedaży portfela projektów farm PV

Projekt-Solartechnik zawarł z inwestorem przedwstępną umowę co-developmentu i sprzedaży portfela projektów farm PV za łączne EV ok. 19.65m EUR. Termin zawarcia umowy przyrzeczonej upływa 28 lutego 2026.

LUBAWA: Podpisanie przez spółkę zależną Miranda umowy z jednym z krajowych kontrahentów z Grupy PGZ

- Umowa została zawarta na łączną wartość 36,9mln PLN brutto i obejmuje dostawę w latach 2025-2029 wielozakresowych pokryć maskujących

INSIDER TRADING

PKP CARGO

Członek zarządu kupił 1tys. akcji @ 16,47 PLN.

ZMIANY W ORGANACH

ORLEN

Odwołanie Pani Magdaleny Bartoś ze stanowiska Wiceprezesa Zarządu ds. Finansowych Spółki oraz Pana Artura Osuchowskiego ze stanowiska Członka Zarządu Spółki

ZMIANY W AKCJONARIACIE

SECO/WARWICK

Zmniejszenie zaangażowania przez Spruce Holding z z 5,26% do 3,26% kapitału i głosów

TRANSAKCJE PAKIETOWE

ALLEGRO

Wolumen: 100tys. @ 37,71

% kapitału: 0,01

ASSECO BUSINESS SOLUTIONS

Wolumen: 200tys. @ 80,00

% kapitału: 0,60

SECO/WARWICK

Wolumen: 248tys. @ 25,00

% kapitału: 2,48

CORPORATE CALENDAR

AUGUST	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01					JMT, ASE
04-08		ZAB, THYAO, ABS	RICHT, 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	109.4	20%	14,283	6.9	7.4	8.0	1.2	1.1	1.1	17%	15%	13%	27
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	140.0	108.5	29%	16,045	6.8	6.2	6.6	0.9	0.8	0.8	13%	13%	12%	—
Erste Bank	EBS	Hold	80.5	83.0	-3%	34,073	11.3	8.8	8.8	1.5	1.4	1.3	13%	15%	14%	80
Handlowy	BHW	Hold	122.0	106.6	14%	13,928	9.0	8.4	10.2	1.4	1.4	1.5	16%	17%	14%	47
ING	ING	Buy	363.0	322.5	13%	41,957	9.9	9.8	9.4	2.2	2.1	2.0	23%	22%	21%	65
Komerční banka	KOMB	Hold	1,060.0	1,040.0	2%	197,651	12.1	11.2	11.1	1.6	1.6	1.5	13%	14%	13%	87
mBank	MBK	Hold	845.0	942.2	-10%	40,068	12.7	9.1	9.9	2.1	1.7	1.6	16%	18%	16%	70
Millennium	MIL	Sell	13.0	14.9	-13%	18,063	23.3	12.6	9.0	2.1	1.8	1.6	9%	14%	18%	71
Moneta	MONET	Sell	142.4	155.4	-8%	79,409	12.7	12.0	11.8	2.4	2.3	2.2	19%	19%	19%	76
OTP	OTP	Buy	32,775	30,550	7%	8,554	7.7	8.4	7.7	1.5	1.4	1.3	20%	17%	17%	84
Pekao	PEO	Buy	233.0	191.5	22%	50,250	7.6	7.6	8.2	1.5	1.4	1.4	19%	19%	17%	85
PKO BP	PKO	Buy	95.0	74.3	28%	92,875	9.2	7.3	8.0	1.7	1.5	1.5	18%	21%	18%	72
Santander	SPL	Buy	630.0	529.4	19%	54,099	9.1	7.9	8.4	1.6	1.5	1.5	17%	19%	18%	85
Kruk	KRU	Buy	535.0	425.8	26%	8,262	7.8	6.8	6.9	1.6	1.4	1.3	20%	20%	18%	77
PZU	PZU	Hold	65.0	63.4	3%	54,713	8.7	9.3	9.4	1.6	1.5	1.4	18%	16%	15%	70

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
11bit Studios	11B	Sell	175.0	182.0	-4%	440	10.1	22.4	13.4	4.2	7.0	4.3	—	—	—	15
AB	ABE	Buy	122.3	95.5	28%	1,386	7.6	7.4	7.2	4.9	4.6	4.3	—	—	—	37
AC	ACG	Under Review		25.5	-	235	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Buy	24.0	19.0	27%	234	13.8	9.0	7.8	7.6	6.1	5.3	0%	3%	5%	—
Allegro	ALE	Buy	42.0	38.1	10%	40,252	25.1	19.0	16.0	12.6	10.8	9.3	3%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	25.5	20.0	28%	503	11.2	10.1	8.9	4.8	4.6	4.3	6%	6%	6%	—
Amica	AMC	Under Review		56.3	-	438	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	15.0	14.6	3%	3,210	19.6	16.9	14.9	5.4	5.1	4.9	2%	2%	3%	89
Answear.com	ANR	Buy	34.0	30.3	12%	575	17.8	13.8	10.4	10.1	8.2	6.9	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		9.5	-	658	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Hold	16.8	14.7	14%	176	7.2	6.4	7.5	4.6	3.5	2.7	0%	0%	8%	—
Asbis	ASB	Buy	35.0	27.3	28%	1,516	6.7	5.5	5.2	5.4	4.7	4.2	7%	7%	9%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	86.8	8%	2,901	22.0	20.6	18.9	15.7	14.2	13.0	4%	4%	4%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	216.0	198.2	9%	16,451	28.3	25.1	23.4	—	—	—	2%	2%	2%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	88.0	71.8	23%	3,726	18.9	16.8	15.3	11.2	9.9	9.1	2%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	75.0	59.9	25%	2,591	9.9	5.2	5.1	13.3	6.2	6.0	9%	9%	15%	—
Auto Partner	APR	Buy	27.8	20.5	36%	2,678	12.3	9.9	8.7	8.5	7.1	6.4	1%	2%	3%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	19	—	1,842	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Benefit Systems	BFT	Buy	4,400.0	3,210.0	37%	10,515	22.9	16.3	12.9	9.2	7.2	6.1	2%	3%	4%	63
Bioceltix	BCX	Buy	124.3	104.0	20%	512	—	7.3	—	—	5.2	91.8	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	39.7	26.7	49%	516	13.4	6.0	6.4	5.5	2.9	3.5	0%	6%	13%	—
Budimex	BDX	Buy	715.0	565.6	26%	14,440	21.7	20.2	15.9	12.8	11.0	8.8	4%	4%	5%	54
Captor Therapeutics	CTX	Buy	147.7	42.0	252%	216	—	2.1	—	—	0.8	—	0%	0%	0%	—
CCC	CCC	Buy	260.0	178.0	46%	13,711	16.3	13.1	10.3	8.6	6.8	5.5	0%	0%	0%	87
CD Projekt	CDR	Buy	309.5	260.2	19%	25,997	65.0	100.2	15.6	53.3	82.9	10.8	0%	0%	0%	88
Celon Pharma	CLN	Buy	45.8	23	99%	1,239	—	126.7	49.8	36.1	22.8	16.5	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	962.5	1,266.0	-24%	681,095	23.2	15.3	16.2	6.7	6.9	6.9	4%	3%	5%	82
CI Games	CIG	Sell	2.0	3.0	-32%	574	114.5	—	5.6	17.4	—	3.2	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	535.0	470.0	14%	329	13.8	12.0	24.4	8.9	5.6	8.4	2%	7%	9%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	350.0	290.0	21%	828	37.9	18.0	13.2	19.1	9.8	6.3	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Hold	258.0	263.0	-2%	1,188	19.9	15.0	12.8	9.1	8.0	7.2	4%	6%	7%	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	18.9	11%	9,078	7.1	7.0	5.7	9.2	9.6	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	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	14.8	27%	9,472	15.4	11.1	9.1	6.5	5.8	5.4	0%	0%	7%	70
Dadelo	DAD	Buy	60.0	53.0	13%	619	30.7	24.5	17.4	19.5	15.1	11.5	0%	0%	1%	—
Develia	DVL	Buy	10.0	8.2	22%	3,813	9.5	7.3	6.7	8.1	5.6	5.2	7%	8%	10%	31
Diagnostyka	DIA	Hold	182.0	203.8	-11%	6,880	25.5	21.3	18.7	13.0	11.1	9.7	2%	2%	2%	—
Digital Network	DIG	Hold	88.0	98.0	-10%	415	13.9	13.6	13.0	8.7	8.1	7.4	5%	6%	6%	—
Dino Polska	DNP	Hold	53.0	46.1	15%	45,157	24.0	18.4	15.0	15.7	12.1	9.5	0%	0%	0%	47
Dom Development	DOM	Hold	265.0	245.0	8%	6,321	8.9	8.6	8.0	7.6	7.1	6.5	6%	7%	7%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.5	26%	2,286	25.8	4.8	3.4	22.3	5.1	3.0	7%	10%	14%	—
Erbud	ERB	Hold	35.0	33.4	5%	398	64.6	10.3	10.0	6.1	3.9	4.1	5%	5%	7%	—
Enea	ENA	Buy	23.2	18.5	25%	9,811	3.4	3.5	4.2	2.9	3.4	4.3	3%	3%	3%	34
Enter Air	ENT	Buy	66.0	54.4	21%	954	3.8	8.9	8.0	4.7	4.6	4.1	6%	6%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review		8.1	-	1,123	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Fabritry Holding	FAB	Buy	33.0	27.4	20%	76	16.2	10.7	9.0	8.2	6.4	5.7	11%	8%	8%	—
Ferro	FRO	Hold	40	38	5%	809	10.4	9.9	9.4	7.6	6.8	6.4	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,966.0	10,680.0	31%	1,990,484	6.7	5.9	5.6	4.6	3.6	3.0	5%	6%	8%	81
GPW	GPW	Hold	60.0	59.4	1%	2,493	12.6	13.0	12.7	9.9	9.5	9.1	5%	6%	6%	67
Grenewia	GEA	Under Review		2.6	-	1,486	—	—	—	—	—	—	—	—	—	59
Grupa Pracuj	GPP	Hold	70.0	68.1	3%	4,692	19.0	17.3	15.5	12.9	11.6	10.3	3%	4%	4%	—
GTC	GTC	Sell	3.5	4.4	-21%	2,550	15.1	10.5	10.6	18.8	16.7	18.0	0%	4%	4%	63
Huuuge	HUG	Buy	27.9	20.9	34%	1,251	4.9	6.0	7.0	1.4	1.4	1.9	0%	11%	18%	5
H&M	HMB	Sell	120.0	142.2	-16%	228,159	22.4	19.1	17.6	7.7	7.3	7.1	5%	5%	5%	98
Inditex	ITX	Hold	46.0	43.5	6%	135,450	22.3	20.3	18.8	11.9	11.0	10.2	4%	4%	4%	99
InPost	INPST	Buy	18	12.9	41%	27,443	21.5	16.3	13.8	8.5	7.1	6.0	0%	0%	0%	84
Inter Cars	CAR	Buy	780	586	33%	8,303	10.0	8.5	7.7	8.0	7.1	6.4	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Hold	24.5	21.0	17%	13,190	21.4	15.1	13.2	7.4	6.2	5.7	3%	3%	5%	86
JSW	JSW	Under Review		23	-	2,726	—	—	—	—	—	—	—	—	—	56
Kęty	KTY	Buy	1,030.0	931.5	11%	9,150	16.2	14.4	12.5	10.5	9.4	8.6	6%	5%	6%	50
KGHM	KGH	Hold	147	132	12%	26,350	8.5	8.7	9.3	4.7	4.7	4.8	0%	2%	2%	58
LPP	LPP	Buy	21,500.1	17,410.0	23%	32,311	—	—	—	7.8	6.8	5.8	4%	4%	5%	75
Mabion	MAB	Under Review		9.4	—	175	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		66.6	-	445	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	270.0	268.0	1%	3,698	51.4	37.9	30.1	13.9	12.0	10.7	0%	0%	0%	89
Medinice	ICE	Buy	21.1	10.2	107%	78	3.4	2.8	—	1.8	1.0	—	0%	0%	0%	—
MFO	MFO	Under Review		36	-	236	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Buy	15.0	15.1	-1%	1,667	14.1	10.6	9.9	8.3	6.8	6.7	1%	2%	4%	—
MLP Group	MLG	Buy	100	79	27%	1,896	6.4	4.9	4.3	10.0	8.6	8.1	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	333	296	13%	1,038	150.7	12.5	10.4	17.5	8.1	6.7	4%	4%	3%	—
MOL	MOL	Hold	3,110.9	2,944.0	6%	2,213	5.0	5.8	5.6	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	39.1	28%	1,595	5.8	6.2	5.8	5.9	6.2	5.7	13%	13%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	158.8	99.0	60%	12,220	23.1	14.5	12.2	6.1	4.8	3.9	1%	0%	0%	91
Neuca	NEU	Sell	660.0	659.0	0%	3,001	20.1	15.7	13.3	9.1	8.0	7.1	2%	2%	3%	79
Newag	NWG	Under Review		79.0	-	3,555	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
OMV	OMV	Hold	49.3	47.8	3%	15,644	8.8	8.6	9.1	4.3	4.6	5.0	10%	10%	10%	95
Onde	OND	Sell	9.6	9.6	0%	522	22.8	26.5	22.4	7.4	8.2	7.1	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	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	83.3	2%	96,648	7.9	6.8	7.0	3.7	3.8	4.0	7%	7%	6%	65
PCF Group	PCF	Under Review		5.3	-	225	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	280.0	258.0	9%	129,000	6.7	6.3	5.7	5.8	5.0	4.9	0%	0%	0%	33

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

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
Pekabex	PBX	Buy	20.0	16.7	20%	415	5.5	6.0	4.7	3.8	4.0	3.4	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Sell	20.3	22.2	-9%	12,843	—	—	—	4.7	4.4	4.1	—	—	—	53
PGE	PGE	Hold	13.2	11.8	11%	26,509	4.4	5.1	5.9	3.7	4.3	5.2	0%	0%	0%	41
Playway	PLW	Buy	377.0	266.5	41%	1,759	10.9	9.3	9.7	8.1	7.0	7.6	10%	9%	11%	0
Polenergia	PEP	Buy	73.8	59.0	25%	4,556	25.6	22.4	29.1	11.4	10.6	11.7	0%	0%	0%	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	210.0	152.6	38%	2,221	9.4	9.5	9.1	5.7	5.4	4.8	5%	5%	6%	—
Rawplug	RWL	Under Review		16.5	-	512	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	55.9	29.6	89%	684	—	2.5	1.6	—	0.7	0.4	0%	0%	0%	—
Scope Fluidics	SCP	Buy	224.0	153.8	46%	419	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selena FM	SEL	Under Review		34.2	-	781	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	37.0	31.9	16%	604	—	19.2	13.8	12.6	8.2	7.1	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	58.0	49.6	17%	1,395	30.8	23.0	17.6	17.9	13.8	10.9	2%	2%	3%	—
Stalprodukt	STP	Under Review		255.0	-	1,377	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Śnieżka	SKA	Hold	90.0	81.4	11%	1,027	15.4	13.6	12.1	8.4	7.8	7.2	—	—	—	—
Synektik	SNT	Buy	263.8	225.4	17%	1,922	20.5	16.2	16.8	11.1	9.8	9.0	4%	4%	4%	—
Tauron	TPE	Hold	10.0	8.7	15%	15,282	4.6	5.4	5.2	4.4	4.9	4.8	0%	3%	3%	42
Ten Square Games	TEN	Sell	80.4	86.4	-7%	560	7.6	11.3	13.0	4.7	7.3	8.0	18%	13%	9%	3
Torpol	TOR	Buy	50.0	45.1	11%	1,035	12.3	12.3	10.0	6.4	5.7	3.7	3%	4%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.8	22%	737	8.8	8.5	7.8	5.8	5.6	5.0	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	420.0	343.5	22%	474,030	4.3	4.8	4.7	4.1	4.0	3.6	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Buy	168.9	140.6	20%	1,103	13.0	10.5	8.6	6.4	6.1	5.7	4%	3%	3%	—
Voxel	VOX	Hold	178.0	174.0	2%	1,827	17.2	14.0	13.0	9.4	7.8	7.0	2%	3%	3%	—
VRG	VRG	Under Review		4.5	-	1,055	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wielton	WLT	Under Review		6.6	-	466	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Buy	104.0	74.0	41%	2,203	14.3	10.4	9.0	6.7	5.5	5.1	4%	4%	5%	72
Wittchen	WTN	Sell	18.0	16.7	8%	309	7.9	8.5	8.8	4.5	4.7	4.4	0%	6%	7%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	13.9	-14%	1,438	7.6	69.4	85.4	5.9	5.2	4.3	0%	0%	0%	75
XTB	XTB	Buy	95.8	77.5	24%	9,116	9.5	8.5	7.3	5.6	5.0	4.0	7%	8%	9%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	85.1	41%	226	—	85.7	14.2	—	30.5	8.4	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Buy	27.7	22.5	23%	22,530	26.0	16.8	13.0	8.1	6.7	5.8	—	—	—	—

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

TRIGON DOM MAKLEPSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepca@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	<i>Head of Research</i>	Dominik Niszczyński, CFA TMT, E-commerce	<i>Senior Analyst</i>
Maciej Marcinowski Strategy, Banks, Financials	<i>Deputy Head of Research</i>	Łukasz Rudnik Strategy, Foreign Markets, Industrials	<i>Senior Analyst</i>
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	<i>Analyst</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra FMCG, 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.