

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE

CD PROJEKT: Wyniki za 2Q25: Kwartał z premierą na Switch 2 nie zachwyca, ale wyniki lepsze od ostrożnych oczekiwań [lekko pozytywne]

VOXEL: Wyniki za 2Q25: Słabsza sprzedaż Alteris obciążyła wyniki, marże pod umiarkowaną presją, cash flow mocny [lekko negatywne]

MIRBUD: Wyniki 2Q25: zgodne z szacunkami, EBITDA skor. -33% r./r. [lekko negatywne]

APATOR: Wyniki za 2Q25 [lekko pozytywne]

11 BIT STUDIOS: Wyniki za 2Q25: Na papierze lepiej niż konsensus, ale pomogło rozwiązanie rezerw [neutralne]

FABRITY HOLDING: Wyniki za 2Q25 zgodne ze wstępnymi, kilku klientów pozyskanych w pierwszym półroczu [neutralne]

ASTARTA: Wyniki za 1H25

APLISENS: Wyniki za 1H25

DECORA: Wyniki za 1H25

GRENEVIA: Wyniki za 2Q25

IMC: Wyniki za 1H25

TEXT: Wyniki za 1Q25

ENERGETYKA I WYDOBYCIE

TAURON: Zwiększenie pożyczki z KPO na 0.5% rocznie o kolejne 4.87 mld PLN [pozytywne]

KONSUMENT

AB: Podsumowanie konferencji po 3Q25 [pozytywne]

EUROCASH: Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q25 [neutralne]

TMT

DATAWALK: Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q25 [neutralne]

PRZEMYSŁ

BORYSZEW: Zawarcie przedwstępnej umowy zbycia nieruchomości przez spółkę zależną

BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

DOM DEVELOPMENT: Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q25 [neutralne]

GHELAMCO INVEST: Zawarcie istotnej umowy sprzedaży

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

CD PROJEKT (Buy; PLN 309)

Wyniki za 2Q25: Kwartał z premierą na Switch 2 nie zachwyca, ale wyniki lepsze od ostrożnych oczekiwań [lekko pozytywne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	198	228	333	226	217	9%	-4%	209	206
RED	158	181	276	181	174	11%	-4%	168	
GOG	43	49	62	49	46	5%	-6%	44	
eliminations	-3	-3	-5	-3	-3			-3	
EBITDA	89	111	174	112	89	0%	-21%	70	75
adj. EBITDA	95	117	181	120	105	10%	-13%	82	
EBIT	59	81	145	96	72	23%	-24%	52	57
Net profit	70	78	222	86	69	-1%	-20%	62	64
adj. Net profit	76	85	228	94	85	11%	-9%	74	
Selling costs	30	29	45	32	46	56%	46%	52	
G&A costs	52	57	85	53	49	-5%	-7%	50	
Other operating items, net	5	3	1	0	4	-22%	774%	2	
OCF	70	117	153	151	99			125	
Net debt	-1,348	-1,392	-1,448	-1,481	-1,418			-1,424	
P/E adj. 12M trailing	45.1	56.6	52.7	53.8	52.9				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	31.5	39.9	48.2	47.7	47.0				
adj. EBITDA margin	48.1%	51.6%	54.3%	53.0%	48.4%			39.1%	0.0%
EBIT margin	29.8%	35.4%	43.5%	42.2%	33.4%			25.0%	27.8%
adj. Net profit margin	38.6%	37.2%	68.6%	41.4%	39.2%			35.5%	31.2%

Source: Company, Trigon

#Dane finansowe

- W 2Q25 przychody projektów z IP Cyberpunk’a wyniosły ok. 119 mln PLN, a gier z trylogii Wiedźmina 32.9 mln PLN;
- Adj. EBITDA była lepsza naszych oczekiwań (105 mln PLN vs 82 mln PLN);
- EBITDA zaraportowana była 14 mln PLN wyższa od konsensusu, była płaska y/y i niższa o 21% q/q;
- Na działalności finansowej spółka odnotowała 19 mln PLN kosztów finansowych dot. nadwyżki ujemnych różnic kursowych, które były zrekompensowane przez 18.2 mln PLN przychodów finansowych z tyt. rozliczenia i wyceny pochodnych instrumentów finansowych;
- Poziom rezerw finansowych na koniec 2Q25 wyniósł 1,427 mln PLN (spadek o 62 mln PLN względem końca 1Q25), zmiana stanu podatku odroczonego (ok. 12 mln PLN) wpłynęła na zaraportowanie relatywnie wysokiej efektywnej stopy podatkowej (21%);
- Spółka przeznaczyła ponad 140 mln PLN rozwój i wsparcie gier, z czego z czego ok. 127 mln dotyczy zwiększenia kapitalizowanych nakładów na prace rozwojowe. OCF wyniósł 99 mln PLN, FCF -80 mln PLN.

Podsumowanie konferencji wynikowej

#Development głównych projektów

- Headcount zespołu The Witcher 4 na koniec lipca wynosił 444 (wzrost z 422 na koniec kwietnia);
- Na koniec lipca przy projekcie Cyberpunk 2 pracowało 116 osób (96 na koniec kwietnia), ta liczba w kolejnych kwartałach będzie się skalować;
- Wydatki na prace deweloperskiego systematycznie rosną, co związane jest z coraz wyższym zaawansowaniem projektów i zwiększaniem headcount dla poszczególnych projektów;

#Pozostałe projekty

- Spółka kontynuuje prace nad nieujawnionymi projektami, pytana nie wskazała czy w tym roku będzie promować któryś z nich (podobnie jak w przypadku ujawnionych już projektów);
- Prace koncepcyjne nad Hadarem postępują, spółka utrzymuje, że koncept ma być kolejnym IP studia;

#Cyberpunk na Nintendo Switch 2

- Spółka jest zadowolona z odbioru gry, która jest jedną z najbardziej popularnych gier 3rd party na konsoli;
- W miesiącu premiery (czerwiec) udział sprzedaży kopii fizycznych to aż 75% (25% sprzedaż digital), spółka nie ujawniła wolumenu sprzedaży;
- Studio liczy, że wysoka jakość pozwoli grze dobrze sprzedawać się wraz ze wzrostem install base Switch 2.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	106,031	-0.8%	-2%	26%
WIG20	2,828	-1.0%	-4%	18%
mWIG40	7,892	-0.2%	-2%	25%
sWIG80	29,386	-0.2%	0%	21%
PX (Prague)	2,282	-0.2%	2%	44%
BUX (Budapest)	103,752	-0.5%	3%	42%
BET (Bucharest)	20,559	-0.4%	3%	13%
BIST30 (Istanbul)	12,546	0.0%	8%	16%
DAX	24,040	0.0%	-1%	27%
FTSE 100	9,217	-0.4%	1%	10%
STOXX Europe 600	554	-0.2%	1%	6%
S&P 500	6,502	0.3%	2%	16%
NASDAQ 100	23,703	0.6%	2%	23%
Nikkei 225	42,699	0.7%	5%	11%
Shanghai Comp	3,853	1.1%	7%	36%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	4.9%	9.1	10.8	-30.9
PL 10Y bond yield	5.5%	9.0	12.5	3.0
CZ 10Y bond yield	4.3%	-2.3	-4.9	41.2
HU 10Y bond yield	7.1%	2.0	3.0	75.0
RO 10Y bond yield	7.4%	1.2	21.2	73.8
WIBOR 3M	4.8%	-2.0	-14.0	-104.0
EURIBOR 3M	2.0%	1.0	6.1	-148.3

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.66	0.2%	-1.3%	-5.7%
EUR/PLN	4.27	0.0%	-0.3%	-0.4%
EUR/USD	1.17	-0.1%	1.0%	5.3%
GBP/PLN	4.94	-0.1%	0.2%	3.2%
CZK/PLN	0.17	-0.1%	-0.1%	-1.6%
HUF/PLN	0.011	-0.1%	-0.5%	1.4%
RON/PLN	0.84	-0.1%	0.1%	2.2%
CNY/PLN	0.51	-0.2%	0.7%	6.3%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	3,441	-0.2%	4%	36%
Silver (USD/toz)	38.9	-0.4%	2%	32%
Copper (USD/t)	9,818	0.6%	0%	6%
Zinc (USD/t)	2,781	0.7%	-1%	-3%
Molybdenum (USD/lb)	24.7	0.1%	6%	18%
Iron ore (USD/t)	102	0.0%	3%	3%
HCC (USD/t)	186	-0.5%	1%	-17%
HRC EU (EUR/t)	570	0.9%	5%	-9%
Brent crude oil (USD/bbl.)	68.3	-0.4%	-6%	-15%
CO2 (EUR/t)	71.7	-0.7%	2%	-2%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	31.7	-2.2%	-4%	-17%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	84	-1.4%	-2%	-14%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	416	-0.7%	0%	-11%
Shanghai Freight Index	1,415	-3.1%	-14%	-57%

VOXEL (Hold; PLN 178)

Wyniki za 2Q25: Słabsza sprzedaż Alteris obciążyła wyniki, marże pod umiarkowaną presją, cash flow mocny [lekko negatywne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	123.9	134.5	140.7	157.8	127.3	3%	-19%	137.7	134.8
Diagnostyka	95.5	100.9	97.6	104.2	104.6	10%	0%		
Neurochirurgia	3.6	3.3	3.3	3.7	3.9	8%	5%		
IT & Infrastruktura	29.1	33.8	47.3	61.6	25.4	-13%	-59%		
EBITDA	42.1	46.1	40.8	46.1	43.1	2%	-6%	43.1	45.6
Diagnostyka	43.5	47.1	43.4	47.7	45.1	3%	-5%		
Neurochirurgia	2.0	1.8	1.7	2.2	2.0	-2%	-9%		
IT & Infrastruktura	3.4	3.8	6.5	5.5	3.1	-8%	-44%		
EBITDA adj.	43.4	46.1	44.9	47.4	42.7	-1%	-10%	43.7	
EBIT	30.6	34.2	28.1	32.8	29.5	-3%	-10%	28.9	31.6
EBIT adj.	31.9	34.2	32.2	34.1	29.1	-9%	-15%		
Net profit	22.6	25.4	29.3	24.3	21.9	-3%	-10%	21.2	23.6
Net profit adj.	24.2	25.4	33.4	25.6	21.7	-10%	-15%	21.2	
OCF	14.8	21.0	71.6	8.6	32.6	121%	281%		
FCF	3.9	1.9	47.8	-10.5	6.6	71%	-		
Net debt	77.9	81.8	74.0	119.9	124.1	59%	4%		
P/E12M trailing	20.4	19.9	18.4	17.4	17.6				
EV/EBITDA 12M trailing	11.3	11.1	11.1	10.8	10.8				
EBITDA margin	33.9%	34.3%	29.0%	29.2%	33.9%	-0.1pp	4.7pp	31.3%	33.8%
Diagnostyka	45.6%	46.6%	44.5%	45.7%	43.1%	-2.5pp	-2.6pp		
Neurochirurgia	55.4%	53.2%	52.6%	58.1%	50.4%	-5.0pp	-7.7pp		
IT & Infrastruktura	11.5%	11.3%	13.7%	8.9%	12.1%	0.6pp	3.2pp		
adj. EBITDA margin	35.0%	34.3%	31.9%	30.0%	33.5%	-1.4pp	3.5pp		
EBIT margin	24.7%	25.5%	20.0%	20.8%	23.2%	-1.5pp	2.4pp	21.0%	23.4%
adj. EBIT margin	25.7%	25.5%	22.9%	21.6%	22.9%	-2.8pp	1.3pp		
Net profit margin	18.2%	18.9%	20.8%	15.4%	17.2%	-1.0pp	1.8pp	15.4%	17.5%
adj. Net profit margin	19.5%	18.9%	23.7%	16.2%	17.1%	-2.5pp	0.9pp		

Source: Company, Trigon, PAP for consensus. Note: EBITDA adjusted for losses on disposal and liquidation of fixed assets, and other one-offs.

Diagnostyka

- Liczba zrealizowanych badań w podmiotach: Voxel: 109 tys. (+1% r/r; +4% kw/kw); Scanix: 11 tys. (+10% r/r; +10% kw/kw); Rezonans Powiśle: 5 tys. (0% r/r; +20% kw/kw).
- Wolumen kluczowych badań wzrósł w 2Q o 3% r/r, a przychody o 10% głównie dzięki zmianie wyceny świadczeń wprowadzonej w 2H24.
- W 2Q największy wzrost w Voxel dotyczył badań SPECT (+9% r/r) i MR (+3% r/r), podczas gdy liczba badań PET pozostała stabilna z uwagi na wymianę sprzętu w pracowniach w Opolu, Łodzi i Katowicach.
- Liczba badań TK w Voxel wzrosła jedynie o 1% r/r (+6% kw/kw), co wynikało z zamknięcia trzech pracowni w 2024 roku oraz otwarcia nowych pracowni w 2025 r.

IT & Infrastruktura

- Przychody Alteris spadły o 24% r/r do 22.3 mln PLN ze względu na brak powtórzenia dużych kontraktów sprzętowych zrealizowanych w 2Q24
- Szacowany backlog Alteris na 2025 r. wynosi ok. 130mln PLN (+10mln kw/kw oraz +30mln r/r).
- Spadek przychodów w Alteris częściowo zrekompensowała konsolidacja Radpoint (od sierpnia 2024 r.), który w 2Q wygenerował 3,3 mln PLN przychodów

Koszty & Cash Flow

- Marża brutto na sprzedaży obniżyła się o 1.2 pp r/r do 29.5% w 2Q25 głównie z powodu słabszej rentowności w Alteris oraz konsolidacji niskomargowego Radpoint.
- Skor. marża EBITDA obniżyła się dodatkowo wskutek rosnących kosztów wynagrodzeń i usług medycznych.
- Na poziomie EBIT i zysku netto dodatkową presję wywierała amortyzacja prac rozwojowych Radpoint (ok. 1,4 mln PLN)
- OCF wzrósł o 17,8 mln PLN r/r do 32,6 mln PLN, głównie dzięki lepszym dynamikom w kapitale obrotowym.
- Capex wzrósł z 11 mln PLN w 2Q24 do 26 mln PLN w 2Q25, przede wszystkim z powodu inwestycji w nowy cyklotron; w efekcie FCF zwiększył się o 71% r/r do 6,6 mln PLN.
- Dług netto na koniec 2Q wyniósł 124 mln PLN, co odpowiada ND/EBITDA na poziomie 0,7x.

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	1630	1715.0	1906.5	1982.4	86%
WIG20	1412.7	1525.9	1681.2	1692.0	84%
WIG40	229.7	227.5	297.2	303.2	77%
sWIG80	25.5	47.2	47.1	56.9	54%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKN	188.3	TPE	30.5	DIA	10.5
PKO	168.2	XTB	19.8	OPN	2.0
PEO	125.7	ACP	19.2	CIG	1.2
PZU	102.5	WPL	16.0	FTE	1.1
CCC	80.5	ING	11.8	PXM	1.0
KGH	70.0	BFT	11.7	CRI	0.9
DNP	64.7	CAR	9.4	BMC	0.9
ALE	61.0	MIL	7.8	FRO	0.8
LPP	50.2	RBW	7.1	BCX	0.6
CDR	38.3	SNT	5.7	MDG	0.6

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
KRU	281%	CAR	676%	FTE	657%
BDX	120%	ABE	438%	OPN	554%
PZU	101%	WPL	383%	XTP	250%
LPP	89%	EUR	345%	BCX	206%
CCC	88%	TPE	229%	AMC	195%
PKN	86%	ING	206%	SKA	176%
KGH	85%	NEU	181%	GEA	162%
CDR	82%	GEA	162%	RNK	152%
PGE	80%	ENA	138%	STP	128%
PEO	69%	SNT	131%	MLS	124%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
KRU	453.5	3.4%	PKN	78.2	-2.9%
PGE	11.5	0.3%	CCC	169	-1.6%
OPL	9.4	0.1%	PZU	61.6	-1.6%
KTY	920.0	0.1%	PEO	186.2	-1.4%
KGH	128.0	0.0%	ALE	36.8	-1.2%
Best			mWIG40		
TPE	8.9	4.7%	MIL	14.5	-2.4%
ABE	97.9	3.2%	HUG	20.5	-1.7%
DVL	8.3	1.8%	XTB	75.5	-1.6%
EAT	14.7	1.7%	BFT	3,185.0	-1.4%
RVU	29.2	1.4%	TEN	83.5	-1.3%
Best			sWIG80		
OPN	92.4	3.1%	XTP	81.6	-7.4%
BMC	15.0	3.0%	SKA	78.4	-5.3%
FTE	29.7	2.8%	ABS	83.0	-3.3%
1AT	59.0	2.6%	ZEP	22.0	-2.9%
MCR	24.9	2.5%	APT	20.8	-2.8%

MIRBUD (Buy; PLN 15)

Wyniki 2Q25: zgodne z szacunkami, EBITDA skor. -33% r/r. [lekko negatywne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25P	2Q25E	Cons.
Revenues	816	894	896	497	720	-12%	45%	720	784	785
Construction	776	816	853	475	731	-6%	54%		792	
Residential	50	69	77	38	18	-65%	-54%		18	
Rental	9	3	7	5	5	-50%	2%		9	
Other & Eliminations	-20	5	-5	-21	-33	-	-		-25	
Other operating activity, net	140.6	-24.6	-12.1	2.4	3.8	-97%	61%		0	
Revaluations	-149.8	-0.6	40.9	0.5	4.6	-	824%		0	
EBITDA	37.4	21.4	86.6	32.3	39.5	6%	22%	n.a.	37.8	41.4
EBIT	32.0	16.2	79.8	25.3	31.8	-1%	26%	n.a.	30.8	35.0
Net profit	21.1	10.2	56.9	15.0	21.1	0%	41%	21.0	19.8	21.5
Gross Margin	8.0%	7.8%	8.7%	8.7%	6.3%	-1.8pp	-2.4pp	6.2%	7.6%	
Construction	5.4%	5.2%	5.5%	6.8%	5.2%	-0.2pp	-1.6pp		6.9%	
Residential	34.0%	26.8%	29.5%	36.4%	34.6%	0.5pp	-1.9pp		32.0%	
Rental	52.3%	-2.6%	17.7%	-37%	-22%	-75pp	-		0.0%	
Backlog	6,092	8,099	7,992	7,817	8,115	33%	4%		8,115	
OCF	-46	6	100	-330	21	-	-			
NWC	-107	-25	19	-323	-52	-	-			
FCF	-77	-42	97	-340	-14	-	-			
Net Debt	-2	55	-41	301	343					
P/E 12M trailing	10.2	11.5	13.6	16.0	16.0					
EV/EBITDA 12M trailing	6.1	6.9	7.9	11.0	11.1					
EBITDA margin	4.6%	2.4%	9.7%	6.5%	5.5%	20%	-16%	-	4.8%	5.3%
EBIT margin	3.9%	1.8%	8.9%	5.1%	4.4%	13%	-13%	-	3.9%	4.5%
Net profit margin	2.6%	1.1%	6.3%	3.0%	2.9%	0.3pp	-0.1pp	2.9%	2.5%	2.7%

Source: Company, Trigon

APATOR

Wyniki za 2Q25 [lekko pozytywne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons
Revenues	338.1	292.6	300.5	283.7	286.4	-15%	1%	288.0	284.7
EBITDA adj.	44.7	38.2	26.8	35.0	40.2	-10%	15%	34.9	36.9
EBITDA	44.7	38.2	26.8	35.0	40.2	-10%	15%	34.9	36.9
Electricity	24.0	20.9	19.2	14.9	18.9	-21%	27%	17.7	
Gas	4.4	2.0	1.8	5.2	3.6	-18%	-31%	2.2	
Water and heat	17.0	15.9	8.1	15.6	18.5	9%	19%	15.8	
Others	-0.7	-0.6	-2.3	-0.8	-0.9	-	-	-0.7	
EBIT	30.3	24.1	11.4	17.9	23.3	-23%	30%	17.9	19.9
Net profit	26.4	17.4	15.6	12.0	17.8	-33%	48%	13.0	13.2
OCF	59.9	18.2	49.1	42.0	21.9	-63%	-48%	23.4	
Capex	-9.0	-14.1	-25.1	-17.0	-17.0	88%	0%	-19.3	
Net debt (incl. leasing)	144.0	150.5	138.0	115.7	117.3	-19%	1%	111.6	
EBITDA adj. margin	13.2%	13.0%	8.9%	12.3%	14.0%			12.1%	
Electricity	15.2%	15.6%	12.6%	12.0%	13.7%			12.8%	
Gas	5.9%	3.0%	3.0%	8.9%	8.0%			5.0%	
Water and heat	16.2%	17.2%	9.3%	15.5%	17.9%			14.9%	
EBIT margin	9.0%	8.2%	3.8%	6.3%	8.1%			6.2%	
Net profit margin	7.8%	5.9%	5.2%	4.2%	6.2%			4.5%	
P/E 12M trailing	15.5	12.8	9.5	9.5	10.8				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	6.1	5.8	5.8	5.5	5.7				

Source: Company, Trigon DM, PAP - median consensus

- EBITDA w 2Q25 wyniosła 40.2m PLN, o blisko 9% powyżej oczekiwań konsensusu i o 15% powyżej naszych założeń. Przy saldzie finansowym -0.3m (szacowaliśmy -1.5m) i stopie podatkowej 22%, wynik netto wyniósł 17.8m (vs. oczekiwane 13m).

- Marża brutto na sprzedaży wyniosła 28.5% (vs. 26.6% w 1Q) vs. zakładane przez nas 26.7%. Koszty SG&A: -57.6m (zgodnie z oczekiwaniami), saldo na poz. dz. operacyjnej: -0.2m (zakładaliśmy -1m).

- Sprzedaż w Polsce spadła o 15% r/r do 170.8m, głównie w energii el., przy spadku na rynku UE+UK o 26% r/r (do 85.1m), głównie w gazie. Wzrost eksportu poza UE: 30.6m PLN (+44%), dzięki nowym kierunkom sprzedażowym w wodzie i cieple.

- OCF wyniósł w 2Q 21.9m PLN (zakładaliśmy 23m), przy negatywnym efekcie na NWC na poziomie -18.9m PLN (ujemny efekt na zapasach i zobowiązaniach)

- W największym stopniu na plus zaskoczyła EBITDA w segmencie Wody i Ciepła: 18.5m vs. prognozowane przez nas 15.8m.

11 BIT STUDIOS (Sell; PLN 175)

Wyniki za 2Q25: Na papierze lepiej niż konsensus, ale pomogło rozwiązanie rezerw [neutralne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons
Revenues	15.4	75.9	33.9	17.5	39.7	157%	127%	38.6	39.9
EBITDA	-2.3	60.5	25.7	2.2	26.8	-	1112%	20.4	21.7
adj. EBITDA	-0.5	59.5	18.8	2.2	21.8	-	870%	20.4	
EBIT	-4.3	58.4	-55.9	-2.4	20.4	-	-	15.5	15.9
Net profit	1.1	48.0	-40.6	-6.4	14.9	1221%	-	14.4	12.5
Adj. Net profit	-2.1	49.1	19.7	-6.6	14.0	-	-	14.4	
OCF	14.3	7.6	49.6	5.3	-5.3				
Net debt	-37.1	-30.6	-65.4	-64.8	-47.6				
P/E adj. 12M trailing	-	10.4	6.7	7.5	5.9				
EV/EBITDA adj. 12M trail.	59.0	6.3	4.8	4.8	3.9				
Adj. EBITDA margin	-	78.4%	55.4%	12.8%	54.9%			52.8%	54.4%
EBIT margin	-	77.0%	-	-	51.4%			40.1%	39.8%
Adj. Net profit margin	-	64.7%	58.2%	-	35.2%			37.3%	31.3%

Source: Company data, Trigon

#Wyniki

- Raportowane wyniki na poziomie operacyjnym były lepsze od oczekiwań, ale wyniki te zostały wsparte przez rozwiązanie rezerw dot. kosztów tantiem (wpływ na niższe koszty usług obcych w kwartale);
- Odczytujemy to jako one-off związany z rozwiązaniem części rezerw zawiązanych we wcześniejszych okresach na poczet płatności na rzecz zewnętrznych deweloperów z tytułu sprzedaży ich gier;
- Wartość rozwiązywanej rezerwy szacujemy na 5 mln PLN (nie znaleźliśmy informacji nt. dokładanej kwoty, ale w poprzednich kwartałach ten koszt oscylował wokół tej wartości);
- Oczyszczenie wyników o wpływ w/w kwoty sprawia, że adj. EBITDA była blisko konsensusu;
- Przychody gry The Alters (niecałe 3 tygodnie sprzedaży) wyniosły 20.42 mln PLN – in line z naszymi oczekiwaniami, zakładamy, że ok. 25% tej kwoty to przychody z umowy Xbox Game Pass dla tej gry;
- Amortyzacja wzrosła do 6.4 mln PLN w 2Q (4.6 mln PLN) co związane jest z rozpoczęciem amortyzowania The Alters (niecały miesiąc amortyzowania), kolejny kwartał będzie znacznie bardziej dociążony tym kosztem;
- Wynik netto był w 2Q obciążony kosztem różnic kursowych (w wysokości ok. 3.6 mln PLN), które wynikały z przeszacowania wartości posiadanych przez spółkę aktywów pieniężnych (umocnienie PLN);
- Gotówka netto na koniec 2Q wynosiła 47.6 mln PLN (spadek o 17 mln PLN q/q);
- Relatywnie słabszy OCF (-5.3 mln PLN) wynika m.in. z braku spływu na koniec czerwca należności za sprzedaż The Alters (premiera 13 czerwca), które cash'owo zasilą 3Q; capex wyniósł blisko 11 mln PLN.

#Development

- Studio kontynuowało prace nad Frostpunk 1886, planowana data premier na 2027 jest utrzymana, grę ma rozwijać ok. 30 osób (obecnie 15 osób);
- Prace koncepcyjne nad kolejnymi pozycjami własnymi o roboczych nazwach P12 i P13 już ruszyły, prace na następnych (P14 i P15) będą uruchamiane w perspektywie kilku kwartałów;
- W 4 kwartale zadebiutują dwie gry z wydawnictwa: Moonlighter 2 (EA 23 października) i Death Howl (bez konkretnej daty); 18 września zadebiutuje konsolowa wersja FP2, a pierwszy dodatek do gry ukaże się jeszcze w tym roku;
- Spółka rozpoczęła prace nad dodatkiem do The Alters, który ma zadebiutować w przyszłym roku.

FABRITY HOLDING (Buy; PLN 33)

Wyniki za 2Q25 zgodne ze wstępnyimi, kilku klientów pozyskanych w pierwszym półroczu [neutralne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	2Qprel
Revenues	18.9	18.4	18.6	16.6	17.4	-8%	5%	16.9	17.3
EBITDA	2.0	2.1	2.2	1.5	1.8	-10%	14%	1.9	1.8
EBIT	1.6	1.6	1.6	1.0	1.2	-25%	23%	1.4	1.2
Net profit	5.3	0.8	0.2	0.9	0.8	-85%	-12%	1.0	-
Net debt	-3.3	-5.6	-10.3	-8.4	-3.2				
P/E 12M trailing	4.4	9.1	10.4	10.5	28.7				
EV/EBITDA 12M trailing	7.7	7.8	7.5	8.5	9.4				
Revenues y/y	22%	3%	-4%	-12%	-8%				
EBITDA margin	10.4%	11.3%	12.1%	9.3%	10.2%				
EBIT margin	8.7%	8.8%	8.3%	6.1%	7.1%				
Net profit margin	28.1%	4.1%	1.0%	5.3%	4.5%				

Source: Company, Trigon

#Sytuacja rynkowa, klienci

- Słaba dynamika przychodów wynika z (1) opóźnień w rozstrzygnięciu przetargów dla dotychczasowych klientów, (2) negatywny sentyment rynku skłaniający firmy do opóźnień w realizacji inwestycji.
- W 1H25 podpisane umowy z Fronteksem, instytucją European Stability Mechanism, Centrum e_zdrowia, PAP;
- Pozyskano klienta z branży transportowej ze Skandynawii oraz dwóch z Polski (branża motoryzacyjna i ubezpieczeniowa);
- Podpisano umowę z klientem oil&gas na rozwój oprogramowania w nowym obszarze biznesowym;
- Fabrity S.A. nie straciła w pierwszym półroczu żadnego klienta;
- W czerwcu 2025 zdecydowano formalnie o rozpoczęciu procesu likwidacji spółki PerfectBot (główne przyczyny to rosnąca konkurencja, oraz dynamiczny rozwój natywnych rozwiązań AI wbudowanych w platformy obsługi klienta);

#Przychody w podziale na segmenty geograficzne w 1H25

- Polska 11,9mln (35% udziału w sprzedaży), DACH 9,3mln PLN (28%), pozostałe UE 12,3mln PLN (36%), inne 0,3mln PLN

ASTARTA**Wyniki za 1H25**

Przychody: 227mln PLN, -29% r/r

EBIT: 56mln PLN, -8%

Zysk netto: 32mln PLN, -10% r/r

APLISENS**Wyniki za 1H25**

Przychody: 72mln PLN, -9% r/r

EBIT: 10mln PLN, -35%

Zysk netto: 9mln PLN, -33% r/r

DECORA**Wyniki za 1H25**

Przychody: 325mln PLN, 10% r/r

EBIT: 49mln PLN, -11%

Zysk netto: 38mln PLN, -13% r/r

GRENEVIA**Wyniki za 2Q25**

Przychody: 554mln PLN, +13% r/r

EBIT: 87mln PLN, +135%

Zysk netto: 62mln PLN, +32% r/r

IMC**Wyniki za 1H25**

Przychody: 83mln USD, -22% r/r

EBIT: 55mln USD, +142%

Zysk netto: 51mln USD, +139% r/r

TEXT**Wyniki za 1Q25**

Przychody: 85mln PLN, -2% r/r

EBIT: 35mln PLN, -25%

Zysk netto: 31mln PLN, -29% r/r

ENERGETYKA I WYDOBYCIE**TAURON (Hold; PLN 10.03)****Zwiększenie pożyczki z KPO na 0.5% rocznie o kolejne 4.87 mld PLN [pozytywne]**

- Tauron zawarł z BGK aneks do umowy pożyczki ze środków z KPO zwiększający kwotę pożyczki z 11 mld do 15.87 mld PLN
- Środki są przeznaczone wyłącznie na finansowanie wydatków na dystrybucję do potrzeb transformacji energetycznej i zmian klimatu.
- Oprocentowanie: 0.5% w skali roku. Spłata pożyczki została przewidziana w latach 2034-2049, w okresach półrocznych (ostateczny termin spłaty to 25 lat od daty zawarcia umowy).

KONSUMENT**AB (Buy; PLN 122)****Podsumowanie konferencji po 3Q25 [pozytywne]**

- Zarząd widzi wiele pozytywnych trendów wspierających popyt na dystrybuowane produkty, do tego obserwuje ożywienie w segmencie publicznym, również poza KPO;
- W ramach KPO na stole są już obecnie postępowania przetargowe przekraczające 5mld PLN (hardware plus wdrożenie), w tym przetarg dla MEN na 1,7mld PLN, gdzie w poprzedniej edycji spółka była dominującym partnerem dystrybucyjnym podmiotów startujących w przetargu, łącznie KPO zakłada przeznaczenie 57,5mld PLN na cyfryzację w Polsce;
- Wzrost liczby przetargów bez KPO, jeżeli chodzi o PC i notebooki, jest wyższy o połowę r/r, bez KPO
- W październiku br. zakończy się wsparcie dla Windows 10, w związku z czym branża oczekuje wymiany laptopów i komputerów stacjonarnych na takie, które sprostają kolejnej wersji systemu operacyjnego;
- Spółka nadal kładzie nacisk na poprawę efektywności operacyjnej, co odzwierciedlały wyniki ostatnich kwartałów przy niskiej dynamice sprzedaży;
- Spółka ma największe dostępne limity kredytowe i ubezpieczeniowe w branży w regionie, co stanowi silną przewagę konkurencyjną;
- Zarząd będzie rekomendował rekordowy poziom dywidendy z tegorocznego zysku, podkreśla, że pozycja gotówkowa jest bardzo bezpieczna;

EUROCASH (Under Review)

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

- Grupa podtrzymuje cel na 2025 rok: poprawę rentowności oraz wzrost EBITDA i zysku netto r/r;
- Publikacja nowej 3-letniej strategii ma nastąpić w listopadzie 2025, Grupa skupi się przede wszystkim na obszarze rentowności;
- CEO informuje, że w 3Q25 trendy sprzedażowe nie zmieniły się znacząco względem drugiego kwartału, pogoda nie sprzyja, a rynek piwa kontynuuje spadki;
- Eurocash ma współpracować obecnie z Bain przy przeglądzie kosztów Grupy i potencjalnych oszczędnościach, w szczególności kosztów wynagrodzeń i logistyki, więcej o oszczędnościach będzie mowa przy okazji strategii;
- Tegoroczne zamknięcia sklepów DC mają przynieść roczne oszczędności na poziomie ~19mln PLN;
- Zarząd oczekuje dalszej poprawy kapitału obrotowego w 2H25;

#Frisco

- AOV +8% r/r, zamówienia +12% r/r, aktywni klienci +11% r/r;
- CEO oczekuje osiągnięcia przez Frisco rentowności na poziomie EBIT i zysku netto w 2026 roku;
- Potencjalne wejście Frisco do nowych miast, poza zapowiedzianą już Łodzią ma zostać ogłoszone w nowej strategii pod koniec roku;
- Zarząd nie wyklucza żadnych opcji dla Frisco, łącznie ze sprzedażą lub IPO aktywa;

#System kaucyjny

- Zarządowi zależy, żeby jak największa liczba sklepów uczestniczyła w systemie, również te, które z punktu widzenia ustawy są zwolnione z tego obowiązku;
- Zbiórka ma odbywać się zarówno ręcznie jak i z udziałem butelkomatów, Grupa ma pomagać franczyzobiorcom w zakupie i leasingu butelkomatów, dla najbardziej lojalnych klientów są przewidziane dofinansowania do butelkomatów od Eurocash;

#Rynek FMCG

- Rynek FMCG wzrósł o 6% r/r w 1H25 (+6% r/r w 2Q25), głównie dzięki dyskontom +10% r/r w 1H25 (+11% r/r w 2Q25);
- Rynek hurtowy istotny dla Eurocash (wholesale relevant market) miał spaść o 3% r/r w 1H5 (-3,5% r/r w 2Q25), pod wpływem niższej liczby transakcji wynikającej ze zmian w zachowaniach konsumentów oraz podwyżek akcyzy na alkohol i wyroby tytoniowe;
- Piwo i mocne alkohole miały być głównie odpowiedzialne za spadek sprzedaży w 2Q25 r/r;
- Spadek sprzedaży piwa to zdaniem CEO po części efekt pogody i podwyżki akcyzy o 5%, ale też zmian w strukturalnym popycie u konsumentów, w szczególności młodszych, którzy konsumują mniej alkoholu;
- Niektórzy producenci piwa mieli obniżyć już ceny w odpowiedzi na niższy popyt;

#Pozostałe

- W 2Q25 miękka franczyza (m.in. ABC, Lewiatan, Groszek, Euro Sklep) zanotowała LFL na poziomie +1,1% w całej sieci franczyzowej, 3.1% LFL we własnych sklepach Delikatesy Centrum (vs 1,0% we franczyzie);
- Cash&Carry ma mieć większą ekspozycję na mniejsze sklepy i spadki w zakupach impulsowych, w szczególności na piwa i pozostałe alkohole, co miało odbić się na sprzedaży w 2Q;
- Grupa jest dalej w procesie sprzedaży InMedio.

TMT

DATAWALK

Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q25 [neutralne]

- ARR wzrosło o 30% r/r, obecnie przekracza 11mln PLN, ARR na klienta jest wyższe o 43%;
- Top 3 klientów przekracza istotnie 200 tys. USD ARR,
- W 2025 roku spółka nadal celuje we wzrost przychodów o 70%;
- Zarząd nie chciał odnieść się do perspektyw przychodowych dla samego 3Q25;
- Biorąc pod uwagę tempo spalania gotówki obecny cash runway wynosi 42 miesiące.

PRZEMYSŁ

BORYSZEW

Zawarcie przedwstępnej umowy zbycia nieruchomości przez spółkę zależną

Zarząd Boryszew S.A. informuje, że Zarząd spółki zależnej Alchemia S.A. z siedzibą w Warszawie zawarł przedwstępną umowę sprzedaży nieruchomości oraz ruchoomości Alchemia, położonych w Zawadzkiem, należących do Oddziału Walcownia Rur Andrzej, o powierzchni ok. 25,7 ha, za kwotę 42 mln złotych netto.

BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

DOM DEVELOPMENT (Hold; PLN 265)**Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q25 [neutralne]****#Sprzedaż / bank ziemi**

- Średnia wartość sprzedanego lokalu w 1H25 wyniosła 824 tys. PLN, -2% r./r., z czego w Krakowie 946 tys. PLN, +3% r./r. 22% sprzedanych w tym okresie lokali miało wartość >1mln PLN. Spadek w Warszawie (-5% r./r.) oraz Trójmieście (-7% r./r.) wynika ze struktury oferty (większy fokus na segmencie popularnym).
- Oferta na koniec czerwca wyniosła 3,778 lokali, +30% r./r., z czego w Warszawie 1,332 lokali, +31% r./r., a w Trójmieście 1,041, +71% r./r.
- W 2Q25 Grupa wprowadzała do oferty jedynie kolejne etapy swoich projektów.
- Na koniec czerwca Grupa posiadała 8,270 lokali w realizacji (-1% r./r.). 60% z tej puli jest już sprzedane.
- Bank ziemi na koniec czerwca wynosił 18,995 (+3% kw./kw.), z czego 5,962 stanowiły grunty kontrolowane. Największy nominalny spadek zaliczyła Warszawa (9,358 mieszkań, -12% r./r.).
- Nawis mieszkań do wydania wynosił na koniec czerwca 4.1mld PLN (5.418 lokali), vs. 3.8mld PLN (5,029 lokali) koniec marca.
- Wzrost oferty na rynkach, na których działa Grupa, wyniósł 37% r./r.
- Wydatki na grunty w 1H25 wyniosły 600mln PLN.
- Zarząd jest „mile zaskoczony” sprzedażą w lipcu i sierpniu, poziomy są zbliżone do „wcześniejszych okresów”.

#Outlook

- Koszty budowy pozostają stabilne, w najbliższych miesiącach Zarząd dostrzega przestrzeń do dalszej optymalizacji kosztów wykonawstwa w Dom Dev.
- Ceny znajdują się w trendzie bocznym, stabilizacja powinna być również widoczna w drugiej części roku.
- Potencjał przekazania na 2H25 wynosi 3,220 lokali, z czego 2,273 w samym 4Q25.
- W 2H25 marża brutto powinna być zbliżona do tej z '24.
- Zdaniem Zarządu utrzymanie marż w '26 może być „trudne”, biorąc pod uwagę przesylenie rynku ofertą.
- W samym 3Q25 Grupa planuje wprowadzić do oferty ok. 1,340 lokali.

#Pozostałe

- Prezes wskazuje, że wprowadzenia nadal przekraczają poziomy sprzedaży, co może stanowić strukturalne zagrożenie dla rynku.
- Na rynkach, na których funkcjonuje Grupa Dom Dev, odsetek niesprzedanych mieszkań w ofercie stanowi ok. 15%.
- W najbliższym czasie Grupa będzie przygotowywać się do uruchomienia sprzedaży na swoim flagowym projekcie przy ul. Grzybowskiej w Warszawie.
- Zarząd nie spodziewa się, że ustawa o jawności cen zaszkodzi procesom sprzedażowym Dom Development.
- Grupa stosuje obecnie harmonogramy „20/80” dla niektórych projektów/lokal, szczególnie tych, których budowa kończy się w niedalekiej przyszłości.
- Grupa nie planuje obecnie wchodzenia na nowe rynki i związanymi nimi większych akwizycji. Koncentruje się na przejmowaniu poszczególnych projektów.

GHELAMCO INVEST**Zawarcie istotnej umowy sprzedaży**

Zawarcie umowy sprzedaży prawa użytkowania wieczystego nieruchomości oraz prawa własności posadowionego na tej nieruchomości budynku, usytuowanego w Warszawie przy ul. Towarowej 7, a także innych składników majątkowych, przez Ghelamco Towarowa sp. z o.o. wraz ze zrealizowanym na niej projektem biurowym funkcjonującym pod nazwą The VIBE, o łącznej powierzchni 15.815 m.kw. za łączną cenę sprzedaży w wysokości ok. 70 mln euro.

INSIDER TRADING**OPONEO**

Braemar Fundacja Rodzinna blisko związaną z członkiem RN sprzedała 982 akcji @ 91,86 PLN.

MILLENIUM

Członek RN sprzedał 163tys. akcji @ 1,1 PLN..

PROGRAM SKUPU AKCJI**ACTION**

Nabycie 6 810 akcji @ 26,41 PLN.

BANCO SANTANDER

Nabycie 5 176 565 akcji @ 8,16 EUR

MONNARI TRADE

Nabycie 2649 akcji @ 4,94 PLN

SOPHARMA

Sprzedaż 43 600 akcji @ 2,48 BGN

ZMIANY W ORGANACH**GTC**

Powołanie p. Sebastiana Junghänel na stanowisko członka RN.

JSW

Powołanie p. Bogusława Oleksego na stanowisko członka RN.

SCANWAY

Powołanie p. Marcina Warwasa na stanowisko członka RN.

TRANSAKCJE PAKIETOWE

CREOTECH

Wolumen: 100tys. @ 270,00
% kapitału: 0,98

OPONEO

Wolumen: 100 tys. @ 90,00
% kapitału: 0,35

WALNE ZGROMADZENIA AKCJONARIUSZY

ZE PAK: Zwołanie NWZA na dzień 24 września 2025 roku

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		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, INPST	ACP	DIA, WTN, 1AT	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	107.2	22%	13,989	6.7	7.3	7.9	1.1	1.1	1.0	17%	15%	13%	27
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	140.0	110.0	27%	16,267	6.9	6.3	6.7	0.9	0.8	0.8	13%	13%	12%	—
Erste Bank	EBS	Hold	80.5	82.0	-2%	33,642	11.1	8.7	8.7	1.5	1.3	1.2	13%	15%	14%	80
Handlowy	BHW	Hold	122.0	104.8	16%	13,693	8.8	8.3	10.1	1.4	1.4	1.4	16%	17%	14%	47
ING	ING	Buy	363.0	316.5	15%	41,177	9.7	9.6	9.2	2.2	2.1	1.9	23%	22%	21%	65
Komerční banka	KOMB	Hold	1,060.0	1,032.0	3%	196,131	12.0	11.1	11.0	1.6	1.5	1.5	13%	14%	13%	87
mBank	MBK	Hold	845.0	902.0	-6%	38,358	12.2	8.7	9.5	2.0	1.6	1.5	16%	18%	16%	70
Millennium	MIL	Sell	13.0	14.5	-10%	17,566	22.7	12.3	8.8	2.0	1.8	1.6	9%	14%	18%	71
Moneta	MONET	Sell	142.4	153.6	-7%	78,490	12.6	11.9	11.7	2.4	2.3	2.2	19%	19%	19%	76
OTP	OTP	Buy	32,775	29,780	10%	8,338	7.5	8.2	7.5	1.5	1.4	1.3	20%	17%	17%	84
Pekao	PEO	Buy	233.0	186.2	25%	48,859	7.4	7.4	7.9	1.4	1.4	1.3	19%	19%	17%	85
PKO BP	PKO	Buy	95.0	73.2	30%	91,500	9.1	7.2	7.9	1.6	1.5	1.4	18%	21%	18%	72
Santander	SPL	Buy	630.0	514.0	23%	52,525	8.8	7.7	8.1	1.5	1.5	1.5	17%	19%	18%	85
Kruk	KRU	Buy	535.0	453.5	18%	8,799	8.3	7.3	7.3	1.7	1.5	1.3	20%	20%	18%	77
PZU	PZU	Hold	65.0	61.6	5%	53,210	8.5	9.1	9.2	1.5	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	182.6	-4%	441	10.1	22.5	13.4	4.3	7.0	4.3	—	—	—	15
AB	ABE	Buy	122.3	97.9	25%	1,421	7.7	7.6	7.4	5.0	4.7	4.4	—	—	—	37
AC	ACG	Under Review		25.6	-	235	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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	36.8	14%	38,936	24.3	18.4	15.5	12.2	10.5	9.0	4%	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		54.5	-	424	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	15.0	14.7	2%	3,236	19.7	17.0	15.0	5.4	5.1	4.9	2%	2%	3%	89
Answear.com	ANR	Buy	34.0	28.8	18%	547	16.9	13.1	9.8	9.8	7.9	6.6	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	60.0	47.7	26%	2,499	16.3	5.6	3.4	13.8	5.6	3.4	4%	8%	13%	—
Arctic Paper	ATC	Under Review		9.5	-	658	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Hold	16.8	14.9	12%	178	7.3	6.5	7.6	4.6	3.6	2.7	0%	0%	8%	—
Asbis	ASB	Buy	35.0	27.0	30%	1,500	6.6	5.5	5.2	5.4	4.7	4.1	7%	7%	9%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	83.0	13%	2,774	21.1	19.7	18.1	15.0	13.6	12.4	4%	4%	4%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	216.0	193.6	12%	16,069	27.7	24.5	22.9	—	—	—	2%	2%	2%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	88.0	67.4	31%	3,498	17.7	15.8	14.3	10.5	9.4	8.5	3%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	75.0	59.0	27%	2,552	9.7	5.1	5.0	13.2	6.1	5.9	9%	9%	16%	—
Auto Partner	APR	Buy	27.8	20.0	39%	2,612	12.0	9.6	8.5	8.3	6.9	6.2	1%	3%	3%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	18	—	1,815	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Benefit Systems	BFT	Buy	4,400.0	3,185.0	38%	10,433	22.7	16.2	12.8	9.2	7.1	6.0	2%	3%	4%	63
Bioceltix	BCX	Buy	124.3	101.6	22%	500	—	7.1	—	—	5.1	89.3	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	39.7	27.0	47%	521	13.5	6.1	6.5	5.6	2.9	3.5	0%	6%	13%	—
Budimex	BDX	Buy	715.0	539.8	32%	13,781	20.8	19.3	15.2	12.1	10.4	8.2	5%	5%	5%	54
Captor Therapeutics	CTX	Buy	147.7	41.0	260%	211	—	2.0	—	—	0.8	—	0%	0%	0%	—
CCC	CCC	Buy	260.0	169.0	54%	13,017	15.4	12.4	9.8	8.2	6.5	5.2	0%	0%	0%	87
CD Projekt	CDR	Buy	309.5	254.8	21%	25,457	63.7	98.1	15.2	52.2	81.1	10.6	0%	0%	0%	88
Celon Pharma	CLN	Buy	45.8	23	100%	1,233	—	126.1	49.6	35.9	22.7	16.4	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	962.5	1,311.0	-27%	705,305	24.0	15.9	16.7	6.9	7.1	7.1	4%	3%	5%	82
CI Games	CIG	Sell	2.0	2.9	-30%	557	111.0	—	5.4	16.9	—	3.1	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	535.0	467.0	15%	327	13.8	11.9	24.3	8.9	5.6	8.3	3%	7%	9%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	350.0	287.0	22%	819	37.5	17.8	13.0	18.8	9.6	6.3	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Hold	258.0	264.0	-2%	1,193	19.9	15.1	12.9	9.1	8.0	7.2	4%	6%	7%	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	18.7	12%	8,953	7.0	6.9	5.6	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	14.5	30%	9,245	15.0	10.8	8.9	6.4	5.7	5.4	0%	0%	7%	70
Dadelo	DAD	Buy	60.0	50.2	20%	586	29.1	23.2	16.5	18.6	14.4	11.0	0%	0%	1%	—
Develia	DVL	Buy	10.0	8.3	20%	3,850	9.6	7.3	6.8	8.2	5.7	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	95.5	-8%	405	13.5	13.2	12.7	8.5	7.9	7.2	5%	6%	6%	—
Dino Polska	DNP	Hold	53.0	45.1	18%	44,216	23.5	18.0	14.7	15.4	11.8	9.3	0%	0%	0%	47
Dom Development	DOM	Hold	265.0	248.0	7%	6,398	9.0	8.7	8.1	7.6	7.1	6.5	6%	6%	7%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.6	25%	2,311	26.1	4.8	3.4	22.4	5.1	3.1	7%	10%	14%	—
Erbud	ERB	Hold	35.0	34.8	1%	415	67.3	10.7	10.5	6.3	4.0	4.2	5%	5%	7%	—
Enea	ENA	Buy	23.2	18.5	25%	9,800	3.4	3.5	4.2	2.9	3.4	4.3	3%	3%	3%	34
Enter Air	ENT	Buy	66.0	51.5	28%	904	3.6	8.4	7.5	4.7	4.6	4.0	6%	6%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review		8.0	-	1,117	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Fabritry Holding	FAB	Buy	33.0	27.0	22%	75	15.9	10.6	8.9	8.1	6.3	5.6	11%	8%	9%	—
Ferro	FRO	Hold	40	38	4%	816	10.5	10.0	9.5	7.6	6.8	6.4	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,966.0	10,490.0	33%	1,955,072	6.6	5.8	5.5	4.5	3.5	2.9	5%	6%	8%	81
GPW	GPW	Hold	60.0	59.0	2%	2,476	12.5	12.9	12.6	9.8	9.4	9.0	5%	6%	6%	67
Grenewia	GEA	Under Review		2.6	-	1,483	—	—	—	—	—	—	—	—	—	59
Grupa Pracuj	GPP	Hold	70.0	65.3	7%	4,499	18.2	16.6	14.8	12.4	11.1	9.8	3%	4%	4%	—
GTC	GTC	Sell	3.5	4.3	-19%	2,469	14.6	10.2	10.2	18.7	16.5	17.8	0%	4%	5%	63
Huuuge	HUG	Buy	27.9	20.5	36%	1,230	4.8	5.9	6.9	1.4	1.4	1.8	0%	11%	19%	5
H&M	HMB	Sell	120.0	141.3	-15%	226,715	22.2	19.0	17.5	7.6	7.3	7.0	5%	5%	5%	98
Inditex	ITX	Hold	46.0	43.4	6%	135,138	22.3	20.3	18.8	11.9	10.9	10.1	4%	4%	4%	99
InPost	INPST	Buy	18	12.8	42%	27,287	21.3	16.2	13.8	8.5	7.0	6.0	0%	0%	0%	84
Inter Cars	CAR	Buy	780	572	36%	8,104	9.8	8.3	7.5	7.8	6.9	6.3	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Hold	24.5	21.0	16%	13,240	21.5	15.2	13.2	7.4	6.3	5.7	3%	3%	5%	86
JSW	JSW	Under Review		23	-	2,668	—	—	—	—	—	—	—	—	—	56
Kęty	KTY	Buy	1,030.0	920.0	12%	9,037	16.0	14.3	12.3	10.4	9.3	8.5	6%	5%	6%	50
KGHM	KGH	Hold	147	128	15%	25,600	8.3	8.5	9.0	4.6	4.6	4.6	0%	2%	2%	58
LPP	LPP	Buy	21,500.1	17,180.0	25%	31,884	—	—	—	7.7	6.7	5.8	4%	4%	5%	75
Mabion	MAB	Under Review		9.3	—	173	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		66.2	-	442	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	270.0	265.5	2%	3,682	51.2	37.7	30.0	13.9	12.0	10.6	0%	0%	0%	89
Medinice	ICE	Buy	21.1	10.4	103%	80	3.5	2.9	—	1.9	1.0	—	0%	0%	0%	—
MFO	MFO	Under Review		36	-	239	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Buy	15.0	14.9	1%	1,640	13.8	10.4	9.8	8.2	6.7	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	290	15%	1,019	147.9	12.3	10.2	17.2	8.0	6.6	5%	4%	3%	—
MOL	MOL	Hold	3,110.9	2,950.0	5%	2,217	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	38.8	29%	1,581	5.7	6.1	5.8	5.9	6.1	5.7	13%	13%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	158.8	98.9	61%	12,202	23.1	14.4	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		78.5	-	3,533	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
OMV	OMV	Hold	49.3	47.2	4%	15,447	8.7	8.5	8.9	4.3	4.6	5.0	10%	10%	10%	95
Onde	OND	Sell	9.6	9.8	-3%	535	23.3	27.2	23.0	7.7	8.6	7.4	3%	2%	2%	—
Oponeo.pl	OPN	Hold	125.0	92.4	35%	1,038	12.3	11.9	11.0	7.5	6.2	4.9	7%	7%	7%	—
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	78.2	9%	90,762	7.4	6.4	6.6	3.5	3.6	3.8	8%	8%	6%	65
PCF Group	PCF	Under Review		5.2	-	222	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	280.0	252.8	11%	126,375	6.5	6.1	5.6	5.8	4.9	4.8	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	16.9	19%	418	5.6	6.1	4.8	3.9	4.1	3.4	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Sell	20.3	21.9	-7%	12,640	—	—	—	4.6	4.3	4.0	—	—	—	53
PGE	PGE	Hold	13.2	11.5	14%	25,836	4.3	4.9	5.8	3.6	4.3	5.1	0%	0%	0%	41
Playway	PLW	Buy	377.0	268.0	41%	1,769	11.0	9.4	9.7	8.2	7.1	7.6	10%	9%	11%	0
Polenergia	PEP	Buy	73.8	57.0	29%	4,401	24.7	21.7	28.1	11.1	10.3	11.4	0%	0%	0%	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	210.0	142.4	47%	2,072	8.7	8.9	8.5	5.3	5.0	4.4	5%	6%	6%	—
Rawplug	RWL	Under Review		16.5	-	512	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ryu Therapeutics	RVU	Buy	55.9	29.2	91%	675	—	2.5	1.6	—	0.7	0.3	0%	0%	0%	—
Scope Fluidics	SCP	Buy	224.0	155.6	44%	424	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selena FM	SEL	Under Review		34.7	-	792	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	37.0	31.5	17%	596	—	19.0	13.6	12.5	8.1	7.0	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		247.0	-	1,334	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Śnieżka	SKA	Hold	90.0	78.4	15%	989	14.8	13.1	11.6	8.2	7.5	6.9	—	—	—	—
Synektik	SNT	Buy	263.8	229.2	15%	1,955	20.8	16.5	17.1	11.3	10.0	9.2	4%	4%	4%	—
Tauron	TPE	Hold	10.0	8.9	12%	15,636	4.7	5.6	5.3	4.5	4.9	4.9	0%	3%	3%	42
Ten Square Games	TEN	Sell	80.4	83.5	-4%	541	7.3	11.0	12.6	4.5	7.0	7.7	19%	14%	9%	3
Torpol	TOR	Buy	50.0	44.5	12%	1,022	12.1	12.1	9.9	6.3	5.6	3.6	3%	4%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.6	25%	723	8.6	8.3	7.7	5.7	5.5	4.9	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	420.0	340.0	24%	469,200	4.3	4.7	4.7	4.1	3.9	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	168.6	6%	1,771	16.7	13.6	12.6	9.1	7.5	6.7	2%	3%	4%	—
VRG	VRG	Under Review		4.5	-	1,046	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wielton	WLT	Under Review		6.7	-	472	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Buy	104.0	65.0	60%	1,935	12.6	9.1	7.9	6.2	5.1	4.7	4%	4%	5%	72
Wittchen	WTN	Sell	18.0	17.0	6%	314	8.0	8.6	9.0	4.6	4.8	4.5	0%	6%	7%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	13.9	-13%	1,432	7.5	69.1	85.0	5.9	5.2	4.3	0%	0%	0%	75
XTB	XTB	Buy	95.8	75.5	27%	8,881	9.3	8.3	7.1	5.4	4.8	3.8	7%	8%	9%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	81.6	47%	216	—	82.2	13.6	—	29.3	8.0	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Buy	27.7	22.0	26%	22,000	25.4	16.4	12.7	7.9	6.6	5.7	—	—	—	—

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

TRIGON DOM MAKLESKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepca@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

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

EQUITY SALES

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

SALES TRADING

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

DISCLAIMER

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