

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE**PLAYWAY:** Wyniki za 2Q25: Wyniki operacyjne lepsze od oczekiwań [lekko pozytywne]**ENTER AIR:** Wyniki 2Q25: EBIT powyżej oczekiwań, FCF pod presją wyższych leasingów [lekko pozytywne]**PCF GROUP:** Wyniki za 2Q25FINANSE**SANTANDER BANK POLSKA:** Zamknięcie subskrypcji senioralnych obligacji nieuprzywilejowanych o łącznej wartości nominalnej 500mln EUR**MILLENNIUM:** Millennium Bank Hipoteczny złożył w Luksemburgu prospekt dotyczący programu emisji hipotecznych listów zastawnych o wartości do 3mld EUR**BANKI:** Wartość kredytów mieszkaniowych za 2025 rok może przekroczyć 100mld PLN – BIK**BANKI:** Oprocentowanie kredytów i depozytów w sierpniu – dane NBP**BANKI:** Sprzedaż nowych kredytów w sierpniu – dane NBPPALIWA I CHEMIA**GRUPA AZOTY:** Aneks wydłużający porozumienie z inst. Finansującymi do 14 października [neutralne]ENERGETYKA I WYDOBYCIE**ENEA:** Zwiększenie finansowania z KPO o 0.8 mld PLN [lekko pozytywne]**ENERGETYKA:** URE zatwierdził taryfę dla spółek obrotu na 4Q25 [neutralne]KONSUMENT**ŻABKA GROUP:** Aktualizacja strategii, zatwierdzenie polityki alokacji kapitału [pozytywne]**RAINBOW TOURS:** Przychody skonsolidowane w sierpniu'25 na poziomie 733,3mln PLN, +17,3% r/r**INFLACJA CPI:** Flash za wrzesień'25: +2,9% r/r vs. konsensus +3,0% r/r, 0,0% m/m. vs. konsensus +0,2% m/m**RYNEK RETAIL/FMCG:** Polscy konsumenci wciąż wrażliwi na ceny, ale coraz bardziej szukają jakości – PwCTMT**AILLERON:** Podsumowanie konferencji po wynikach kwartalnych [neutralne]GAMING**BLOOBER TEAM:** Podsumowanie czatu inwestorskiego z Zarządem spółki**MTG:** Zapowiedź nowej struktury spółki i agendy na zbliżający się CMD**BIG CHEESE STUDIO:** Spółka planuje premierę gry „Cooking Simulator 2: Better Together” na dzień 20 stycznia 2026 roku - prezesINDUSTRIALS**XTPL:** Pozyskanie kolejnego zamówienia na moduły UPD na ostatnim etapie przed wdrożeniem przemysłowym**SCANWAY:** Przyjęcie strategii na lata 2026-28**RYNEK DEFENCE:** Niemiecka spółka zbrojeniowa KNDS, producent m.in. czołgów Leopard, przygotowuje się do wejścia na giełdę - AripaevBUDOWNICTWO I DEWELOPERZY**BUDIMEX:** Oferta konsorcjum z Budimeksem za 260,8mln PLN netto najwyżej oceniona w przetargu

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

PLAYWAY (Buy, PLN 376)

Wyniki za 2Q25: Wyniki operacyjne lepsze od oczekiwań [lekko pozytywne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons
Revenues	82.3	73.5	80.2	68.6	72.7	-12%	6%	75.1	73.3
net revenues	82.3	73.5	80.2	68.6	72.7	-12%	6%	75.1	
change in products state	8.9	10.2	3.7	6.0	9.0	2%	51%	8.0	
EBITDA	50.7	47.7	39.7	43.7	48.5	-4%	11%	45.4	45.2
EBIT	50.3	47.4	39.2	43.3	48.0	-5%	11%	44.9	44.8
Net profit	49.2	45.7	38.1	31.2	35.4	-28%	13%	32.9	35.1
adj. Net profit	49.2	25.6	38.1	31.2	38.4	-22%	23%	32.9	35.1
OCF	37.9	28.6	39.0	34.2	33.9				
Net debt	-239	-153	-187	-215	-255				
P/E adj. 12M trailing	13.3	14.7	12.5	13.0	14.1				
EV/EBITDA* 12M trailing	9.7	9.3	9.1	9.1	9.0				
EBITDA margin	61.7%	64.9%	49.5%	63.7%	66.7%			60.4%	61.7%
EBIT margin	61.1%	64.4%	48.9%	63.1%	66.0%			59.8%	61.2%
Net profit margin	59.8%	34.9%	47.5%	45.5%	52.8%			43.7%	47.9%

Sources: Company data, Trigon

- W 2Q najwyższy udział w sprzedaży miały gry House Flipper (1+2; 15.9 mln PLN), CMS (21+18, 10.4 mln PLN), Crime Scene Cleaner (12.4 mln PLN), Contraband Police (3 mln PLN) i Thief Simulator (3.2 mln PLN);
- Jednostka dominująca wygenerowała 31.4 mln PLN przychodów netto, spółki zależne 41.2 mln PLN;
- EBITDA była ok. 3 mln PLN wyższa od oczekiwań naszych i rynku (7%), co wynikało m.in. niższych od zakładanych kosztów operacyjnych (zwłaszcza kosztów usług obcych i pozostałych kosztów) wspartych w pewnym stopniu wyższym od oczekiwań pozytywnym wpływem zmiany stanu produktów, co pozwoliło na zrekomensowanie z nawiązką niższych od naszych założeń przychodów;
- Na poziomie skorygowanego zysku netto (oczyszczonego o stratę z tytułu utraty kontroli w spółce zależnej) grupy wyniki były lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu;
- Poziom gotówki na koniec 2Q wyniósł 255 mln PLN;
- Solidny CF – FCF 33.9 mln PLN, FCF/EBITDA na poziomie 70%.

ENTER AIR (Buy; PLN 68)

Wyniki 2Q25: EBIT powyżej oczekiwań, FCF pod presją wyższych leasingów [lekko pozytywne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	773	1,188	573	465	790	2%	70%	783	763
Fuel related costs	-249	-390	-198	-194	-234	-6%	21%	-236	
Outsourced services	-328	-485	-196	-183	-316	-4%	73%	-324	
Other cash operating costs	-44	-55	-38	-49	-58	34%	20%	-55	
EBITDA	152	257	140	40	182	20%	353%	168	165
Adj. EBITDA*	150	257	128	46	189	26%	307%	173	
EBIT	88	181	18	-36	100	15%	-	90	86
Adj. EBIT*	86	180	6	-30	108	25%	-	95	
Net profit	40	186	-96	27	161	301%	493%	145	140
Adj. Net profit*	55	140	-24	-45	77	40%	-	60	
OCF	296	274	5	-30	296	0%	-		
FCF	184	175	-137	-125	173	-6%	-		
Net debt	1,510	1,512	1,777	1,811	1,686	12%	-7%		
EBITDA margin	19.7%	21.7%	24.5%	8.6%	23.0%	3.3pp	14.4pp	21.4%	21.5%
Adj. EBITDA margin	19.5%	21.6%	22.4%	10.0%	23.9%	4.4pp	13.9pp	22.0%	
EBIT margin	11.3%	15.2%	3.2%	-	12.7%	1.4pp	-	11.5%	11.2%
Adj. EBIT margin	11.1%	15.2%	1.1%	-	13.6%	2.5pp	-	12.2%	
Net profit margin	5.2%	15.6%	-	5.8%	20.3%	15.2pp	14.5pp	18.5%	18.3%
Adj. Net profit margin	7.1%	11.7%	-	-	9.8%	2.6pp	-	7.7%	
P/E12M trailing	9.8	4.2	14.7	6.1	3.5				
Adj. P/E12M trailing	16.6	8.4	8.9	7.7	6.6				
EV/EBITDA 12M trailing	5.9	5.1	4.7	4.7	4.3				
Adj. EV/EBITDA 12M trailing	5.7	5.1	4.8	4.8	4.3				

Source: Company, Trigon, PAP consensus (median). Note: (*) adjusted for one-offs including FX.

Wyniki 2Q25

- Przychody wzrosły o 2% r/r do 790 mln PLN, co było zasadniczo zgodne z naszymi prognozami i 3% powyżej konsensusu.
- Koszty zużycia materiałów i energii spadły o 6% r/r, dzięki niższym cenom paliwa (-17% r/r) oraz słabszemu USD/PLN (-6% r/r).

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	106,364	-0.2%	2%	28%
WIG20	2,827	-0.2%	2%	22%
mWIG40	7,757	-0.1%	1%	26%
sWIG80	29,970	-0.1%	2%	24%
PX (Prague)	2,330	-0.3%	3%	45%
BUX (Budapest)	98,872	-0.4%	-5%	33%
BET (Bucharest)	21,337	0.2%	5%	21%
BIST30 (Istanbul)	12,180	0.0%	-2%	17%
DAX	23,881	0.6%	-1%	24%
FTSE 100	9,350	0.5%	2%	13%
STOXX Europe 600	558	0.5%	1%	7%
S&P 500	6,688	0.4%	4%	17%
NASDAQ 100	24,680	0.3%	5%	25%
Nikkei 225	44,573	-0.2%	6%	15%
Shanghai Comp	3,883	0.5%	2%	19%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	4.9%	-7.7	-7.8	-5.2
PL 10Y bond yield	5.5%	-5.4	-6.3	21.1
CZ 10Y bond yield	4.6%	-2.5	26.9	78.3
HU 10Y bond yield	6.8%	-2.0	-29.0	67.0
RO 10Y bond yield	7.2%	-1.2	-14.0	65.6
WIBOR 3M	4.7%	-2.0	-10.0	-113.0
EURIBOR 3M	2.0%	1.6	-4.5	-131.0

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.63	-0.2%	-0.3%	-6.8%
EUR/PLN	4.27	0.0%	0.1%	-0.5%
EUR/USD	1.18	0.2%	0.4%	6.2%
GBP/PLN	4.88	0.1%	0.9%	5.4%
CZK/PLN	0.18	-0.1%	-0.6%	-3.4%
HUF/PLN	0.011	0.0%	-1.4%	-1.5%
RON/PLN	0.84	0.0%	0.1%	2.6%
CNY/PLN	0.51	0.1%	-0.1%	7.4%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	3,858	0.4%	11%	45%
Silver (USD/toz)	46.9	0.6%	15%	49%
Copper (USD/t)	10,269	-1.4%	4%	4%
Zinc (USD/t)	2,960	0.7%	5%	-4%
Molybdenum (USD/lb)	25.0	-0.1%	-2%	16%
Iron ore (USD/t)	104	-0.2%	2%	-4%
HCC (USD/t)	191	0.0%	-1%	-28%
HRC EU (EUR/t)	575	0.0%	1%	0%
Brent crude oil (USD/bbl.)	66.2	0.2%	-3%	-10%
CO2 (EUR/t)	75.6	-0.1%	2%	15%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	31.5	-3.2%	-1%	-19%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	85	-1.0%	2%	-4%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	431	-0.1%	3%	-1%
Shanghai Freight Index	1,115	-7.0%	-21%	-53%

- Koszty usług obcych obniżyły się o 4% r/r, głównie za sprawą mniejszej liczby samolotów wynajmowanych w formule ACMI (2 vs. 4 w 2Q24).
- Amortyzacja wzrosła o 26% r/r, co odzwierciedla rosnącą flotę oraz większy udział droższych B737 MAX (27% vs. 24% rok temu).
- Na poziomie operacyjnym, spółka również zaraportowała ujemny wynik FX na poziomie -8mln PLN.
- Skorygowany EBIT wyniósł 108 mln PLN (+25% r/r), co było 13% powyżej naszych oczekiwań.
- Na działalności finansowej Enter Air zaraportował dodatni efekt FX w wysokości 103 mln PLN (vs. -19 mln PLN rok temu), związany z 7% osłabieniem USD/PLN kw/kw.
- Po wyłączeniu tego efektu i wyceny IRS wynik finansowy netto wyniósł -23 mln PLN (vs. -24 mln PLN rok temu).
- Dodatni wynik rozliczenia Chair metodą praw własności wzrósł do 9,4 mln PLN (vs. 6,4 mln PLN rok temu).
- Skorygowany zysk netto wyniósł 77 mln PLN, 28% powyżej naszych prognoz.

Cash Flow & Flota

- OCF pozostał stabilny r/r na poziomie 296 mln PLN, przy niższej poprawie w kapitale obrotowym (+131 mln PLN vs. +143 mln PLN rok temu).
- FCF spadł o 6% r/r do 173 mln PLN w związku z wyższymi płatnościami leasingowymi (116 mln PLN vs. 87 mln PLN rok temu), mimo niższego capexu (7 mln PLN vs. 25 mln PLN rok temu).
- Dług netto zmniejszył się o 7% kw/kw do 1,69 mld PLN, a wskaźnik DN/EBITDA obniżył się do 2,7x z 3,1x na koniec marca.
- Na koniec 2Q flota obejmowała 33 samoloty własne (+3 kw/kw), w tym 9 B737 MAX i 24 B737 NG.
- Pod koniec września dołączył pierwszy z sześciu zamówionych MAX-ów.

PCF GROUP (Restricted)

Wyniki za 2Q25

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	19.4	55.6	58.5	63.0	52.3	169%	-17%	66.9	63.7
WFH	18.3	53.0	55.2	59.8	50.5	175%	-16%	64.5	
Royalties	0.7	0.2	-0.2	0.5	0.3	-51%	-31%	0.2	
Self-publishing	0.4	2.3	3.5	2.7	1.5	259%	-45%	2.2	
EBITDA	-22.3	9.6	14.5	1.7	1.3	-106%	-23%	4.3	4.1
adj. EBITDA	-22.3	9.6	14.5	1.7	1.3	-106%	-23%	4.3	
EBIT	-39.8	3.8	-165.5	-4.3	-15.3	-61%	-	-1.8	-2.0
Net profit	-32.5	0.1	-141.2	-3.7	-17.3	-47%	-	-2.5	-2.4
OCF	-21.5	10.5	7.8	-5.3	-14.0				
Net debt	-51.3	-27.3	2.9	22.0	39.8				
P/E 12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	-	-	12.4	54.1	7.6				
EBITDA margin	-	17.3%	24.8%	2.6%	2.4%			6.4%	6.4%
EBIT margin	-	6.8%	-	-	-			-	-
Net profit margin	-	0.2%	-	-	-			-	-

Source: Company data, Trigon

FINANSE

SANTANDER BANK POLSKA (Buy, PLN 630)

Zamknięcie subskrypcji senioralnych obligacji nieuprzywilejowanych o łącznej wartości nominalnej 500mln EUR

- Obligacje są emitowane w ramach Programu EMTN;
- Obligacje zostały wyemitowane na okres 6 lat z możliwością ich wcześniejszego wykupu po 5 latach od daty emisji;
- Wysokość marży wynosi 115 punktów bazowych;
- Stopa redukcji wyniosła 72%.

MILLENNIUM (Sell, PLN 13)

Millennium Bank Hipoteczny złożył w Luksemburgu prospekt dotyczący programu emisji hipotecznych listów zastawnych o wartości do 3mld EUR

BANKI

Wartość kredytów mieszkaniowych za 2025 rok może przekroczyć 100mld PLN – BIK

- W okresie styczeń-sierpień 2025 roku wartość udzielonych kredytów wyniosła 61,1mld PLN, +8,1% r/r.

BANKI

Oprocentowanie kredytów i depozytów w sierpniu – dane NBP

- Średnie oprocentowanie nowych depozytów terminowych spadło o 9bps m/m do 3,64% (-6bps m/m w detalu oraz -19bps m/m dla przedsiębiorstw);
- Średnie oprocentowanie salda depozytów terminowych spadło o 8bps m/m do 3,68%;

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	1491	1759.3	1712.0	1906.7	87%
WIG20	1279.8	1501.6	1481.2	1629.9	86%
WIG40	188.3	219.0	229.6	298.3	82%
sWIG80	51.6	64.0	55.4	58.6	93%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKN	269.8	TPE	33.9	CRI	9.4
KGH	181.2	ACP	29.7	BMC	4.2
PKO	178.3	XTB	17.4	PXM	1.9
ALE	148.6	BFT	15.2	CIG	1.5
DNP	123.4	MIL	12.6	LWB	1.4
ZAB	117.6	RBW	10.7	ECH	1.0
PEO	117.4	DOM	5.6	ELT	1.0
PZU	109.4	ATT	4.3	CLC	0.9
CCC	90.8	ENA	3.5	BRS	0.8
CDR	87.5	BHW	3.1	MDG	0.8

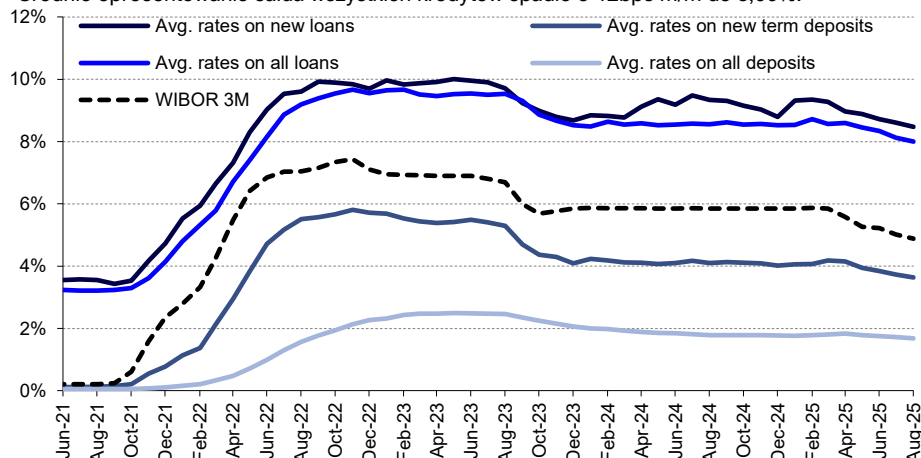
VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
ZAB	289%	DOM	477%	XTP	364%
DNP	156%	EUR	294%	ALL	340%
CCC	154%	LWB	204%	CRI	297%
CDR	152%	11B	189%	MSZ	294%
PKN	130%	TEN	154%	VGO	291%
ALE	122%	ACP	150%	OND	238%
KGH	119%	ATT	144%	ECH	233%
PCO	102%	BHW	142%	LWB	204%
MBK	97%	TPE	133%	MNC	200%
SPL	96%	GRX	131%	UNI	196%

STOCK PRICE PERFORMANCE

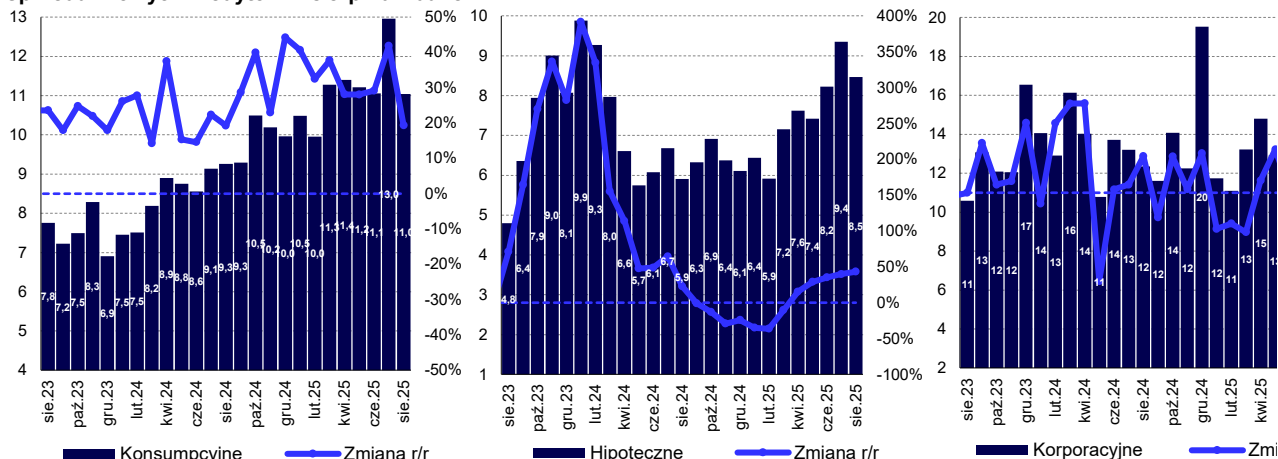
Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best	WIG20		Worst		
ZAB	23	2.5%	PKN	86.5	-2.0%
DNP	44	1.9%	ALE	35.6	-1.6%
CDR	270.5	1.0%	KRU	458	-1.4%
BDX	509.2	0.8%	PZU	54	-1.2%
KTY	923.0	0.7%	ALR	102.6	-0.5%
Best	mWIG40		Worst		
TPE	9.1	3.7%	GEA	3.0	-4.4%
11B	189.5	3.2%	ATT	18.3	-3.1%
EUR	8.4	2.3%	COG	6.7	-2.4%
GPP	66.0	1.5%	LWB	22.6	-2.4%
ENA	17.7	1.3%	MIL	14.4	-2.0%
Best	sWIG80		Worst		
RNK	4.3	4.5%	XTP	68.7	-7.2%
ELT	52.1	4.2%	ALL	17.4	-7.2%
BMC	26.4	2.9%	CLC	6.0	-5.5%
MCI	29.2	2.5%	GEA	3.0	-4.4%
ACG	27.3	2.2%	DCR	74.4	-3.9%

- Średnie oprocentowanie salda depozytów bieżących dla przedsiębiorstw wzrosło o 6bps m/m do 0,87%, a dla detalu spadło o 1bps m/m do 0,69%;
- Średnie oprocentowanie salda wszystkich depozytów spadło o 4bps m/m do 1,68%.
- Średnie oprocentowanie salda wszystkich kredytów spadło o 12bps m/m do 8,00%.



BANKI

Sprzedaż nowych kredytów w sierpniu – dane NBP



PALIWA I CHEMIA

GRUPA AZOTY (Under Review)

Aneks wydłużający porozumienie z inst. Finansującymi do 14 października [neutralne]

Grupa Azoty zawarła w imieniu własnym oraz wybranych spółek z grupy kapitałowej aneks do porozumienia z instytucjami finansującymi. Okres obowiązywania porozumienia został wydłużony do 14 października 2025 roku

ENERGETYKA I WYDOBYCIE

ENEA (Buy; PLN 23.2)

Zwiększenie finansowania z KPO o 0.8 mld PLN [lekko pozytywne]

- Enea podpisała aneks do umowy pożyczki z Bankiem Gospodarstwa Krajowego, zwiększający kwotę finansowania z Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności (KPO) z 9.13 mld PLN do blisko 10 mld PLN.
- Środki będą przeznaczone na rozbudowę i modernizację infrastruktury elektroenergetycznej grupy.

ENERGETYKA

URE zatwierdził taryfę dla spółek obrotu na 4Q25 [neutralne]

- Prezes URE zatwierdził taryfy dla spółek obrotu na 4Q25. Średnia cena sprzedaży prądu w zatwierdzonych taryfach wyniesie 572.64 PLN/MWh, a dla gospodarstw domowych cena jest zamrożona na poziomie 500 PLN/MWh netto.
- Prezes URE odmówił zatwierdzenia taryfy spółce E.ON.

KONSUMENT

ŻABKA GROUP (Buy, PLN 27.7)

Aktualizacja strategii, zatwierdzenie polityki alokacji kapitału [pozytywne]

#Aktualizacja celów strategicznych

- Cel otworzyć na lata 2025–28 1300 sklepów rocznie wobec (cel podniesiony z IPO - 1300 na 2025 oraz 1000 na lata 2026 - 2028 dotychczas);
- Sieć na koniec 2028 r. na poziomie około 16 tys. sklepów (ok. 1 500 więcej niż zakładano podczas debiutu na GPW), whitespace obecnie szacowany na 27 tys. sklepów w Polsce i Rumunii (cel podniesiony z IPO);
- Obniżenie wskaźnika ND/EBITDA post-rent do poziomu 1,0x w „bliższej przyszłości” (cel podniesiony z IPO – szybsze tempo delewarowania);
- Cel ponad 2-krotnego wzrostu StEC w latach 2023-2028 (cel podtrzymany z IPO);
- Średni do wysokiego 1-cyfrowy wzrost LFL, marżę EBITDA na poziomie górnej granicy przedziału 12–13% oraz poprawę marży skorygowanego zysku netto do 4,5% w średniej perspektywie (cel podtrzymany z IPO);

#Polityka alokacji kapitału

- Rada Dyrektorów zamierza rekomendować wypłatę dywidendy w wysokości 50% zysku netto grupy za 2025 oraz w przedziale 50% do 70% w kolejnych latach, w zależności od sytuacji rynkowej i planów inwestycyjnych;
- W dłuższym terminie grupa nie wyklucza także programów skupu akcji własnych;
- Grupa zamierza utrzymywać możliwość alokowania kapitału na M&A, wspierające jej potencjał strategiczny lub poszerzające zasięg geograficzny działalności;

RAINBOW TOURS (Buy, PLN 210)

Przychody skonsolidowane w sierpniu'25 na poziomie 733,3mld PLN, +17,3% r/r

- YTD 3,26mld PLN, +12,3% r/r.

INFLACJA CPI

Flash za wrzesień'25: +2,9% r/r vs. konsensus +3,0% r/r, 0,0% m/m. vs. konsensus +0,2% m/m

	Sep 24	Oct 24	Nov 24	Dec 24	Jan 25	Feb 25	Mar 25	Apr 25	May 25	Jun 25	Jul 25	Aug 25	Sep 25	Cons.	Weight
y/y															
Total - CPI	4.9%	5.0%	4.7%	4.7%	4.9%	4.9%	4.9%	4.3%	4.0%	4.1%	3.1%	2.9%	2.9%	3.0%	
Food and non-alcoholic beverages	4.7%	4.9%	4.8%	4.8%	5.5%	6.2%	6.7%	5.3%	5.5%	4.9%	4.9%	4.9%	4.2%		25.9%
Energy carriers*	9.7%	9.7%	9.9%	10.1%	10.6%	10.7%	10.9%	10.8%	10.6%	10.5%	4.4%	4.2%	2.4%		19.4%
Fuels for private means of transport**	-1.5%	-0.4%	-4.1%	-3.3%	-0.4%	-2.5%	-3.6%	-5.6%	-7.2%	-6.0%	-4.6%	-5.4%	-4.9%		11.1%
m/m															
Total - CPI	0.1%	0.3%	0.5%	0.0%	1.0%	0.3%	0.2%	0.4%	-0.2%	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.2%	
Food and non-alcoholic beverages	0.2%	0.7%	0.7%	0.2%	1.6%	0.3%	0.3%	0.8%	0.4%	0.2%	-0.6%	-0.1%	-0.5%		25.9%
Energy carriers*	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	1.7%	0.2%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.9%	0.2%	0.2%		19.4%
Fuels for private means of transport**	-2.7%	-1.4%	1.6%	0.6%	0.7%	-0.6%	-1.1%	-0.5%	-2.4%	-0.4%	1.5%	-0.4%	-0.4%		11.1%

Source: Statistics Poland, PAP, Trigon *weighting relates to the categories Housing maintenance and energy carriers; **weighting relates to the Transport category

RYNEK RETAIL/FMCG

Polscy konsumenci wciąż wrażliwi na ceny, ale coraz bardziej szukają jakości – PwC

- Polscy konsumenci mniej obawiają się inflacji i choć są nadal wrażliwi na ceny, to coraz bardziej szukają produktów wysokiej jakości, zdrowych i łatwo dostępnych;
- Przy wyborze żywności dla polskich konsumentów najważniejszy jest aspekt finansowy, 59% respondentów wskazało cenę jako kluczowy czynnik przy zakupach;
- Wysoko wśród kryteriów zakupowych są też smak produktu (51%) i oferty promocyjne (43%);
- Na rynku handlowym ma wciąż panować niepewność.

TMT

AILLERON (Buy; PLN 24)

Podsumowanie konferencji po wynikach kwartalnych [neutralne]

#Wyniki finansowe

- Wpływ osłabienia USD o 3,9% r/r na przychody pierwszego półrocza to 4,4mld PLN;
- Wpływ osłabienia EUR o 2,1% r/r to około 1mld PLN;
- Wprowadzenie programu opcyjnego obciążało wynik operacyjny kwotą 1,7mld (spółka zależna działająca w Rumunii i Mołdawii), co zostało zrównoważone zmianami w umowie dotyczącej opcji na pozostałe udziały spółki zależnej (pozytywny wpływ 17mld PLN na wynik finansowy);
- Część klientów Software Mind ograniczała budżety co spowodowało spadek przychodów r/r;

#Zmiany wewnętrzne grupie, trendy na rynku

- Prezes podsumował zmiany wewnętrzne w grupie w okresie od czerwca do września (nowe jednostki biznesowe dla Corporate Banking i Data/AI, reorganizacja marketingu i sprzedaży, nowy dyrektor ds. rozwoju) i komentował ostatnie trendy na rynku;
- W usługach IT następuje spadek popytu na klasyczny body-leasing, a rośnie znaczenie jakości i specjalizacji;
- Zmniejsza się na rynku liczba dużych przetargów, klienci składają więcej etapowych, mniejszych zleceń;
- Priorytet dla zarządu w Fintechu to wzrost przychodów w kolejnych okresach;

#Przegląd opcji strategicznych

- Zarząd chce podjąć optymalną decyzję odnośnie przyszłości, nie ma do zakomunikowania nowych informacji odnośnie ewentualnej daty zakończenia przeglądu opcji strategicznych;

#Koszty programu motywacyjnego

- Podobnej wielkości kwoty kosztów programu motywacyjnego oczekiwane w kolejnych kwartałach przy założeniu dopięcia budżetów;

#Outlook

- W 3Q25 oczekiwana jest lepsza marża w Software Mind niż w 2Q25;
- W kolejnym roku w segmencie FinTech możliwe dalsze oszczędności rzędu kilkuset tys. PLN, ale umowa na wynajem powierzchni biurowej nadal negatywnie wpływa na wynik.

GAMING

BLOOBER TEAM (Buy; PLN 36)

Podsumowanie czatu inwestorskiego z Zarządem spółki

- Około 25% sprzedaży Cronosa realizowane jest przez platformę Steam, dominują platformy konsolowe;
- Spółka nie publikuje prognoz sprzedaży ani zwrotu nakładów, ale oczekuje istotnego zysku na projekcie Cronos;
- Na marketing Cronosa przeznaczono kilka mln USD;
- Bloober Team pozostaje niezależny, choć zainteresowanie przejściem ze strony dużych branżowych graczy jest istotne i nie można wykluczyć działań w tym zakresie;
- Cronos jest pierwszym dużym IP spółki i jest planowany jego dalszy rozwój, ale obecnie zespół pracuje nad kolejnymi projektami (Silent Hill 1 Remake dla Konami i kolejna duża własna gra);
- Planowane są działania marketingowe i promocyjne związane z Cronosem w okresie wyprzedaży jesienno-zimowych, niewykluczone są cross-promocje z innymi partnerami;
- Zarząd pytany, czy budżet Cronosa przekroczył 100 mln PLN, odpowiedział przecząco;
- Trwają prace nad 5 grammi second party;
- Spółka zatrudnia ok. 250 osób (stały poziom zatrudnienia);
- Wg zarządu konsolidacja na rynku gier będzie trwała, ale na polskim rynku jest ograniczona liczba atrakcyjnych podmiotów do przejęcia;
- Bloober Team dąży do pozycji lidera w gatunku horroru i chce wydawać gry w coraz krótszych odstępach czasu;
- [LINK](#).

MTG (Buy; SEK 159)

Zapowiedź nowej struktury spółki i agendy na zbliżający się CMD

- Kluczową zmianą jest przekształcenie struktury operacyjnej w model dwóch dywizji zwanych "Districts": Midcore District i Casual District, które mają przyspieszyć wydajność gier i wzrost;
- Midcore District będzie obejmować studia Plarium, Futureplay, InnoGames, Snowprint, Hutch i Ninja Kiwi;
- Casual District skupiać będzie studio PlaySimple, które ma być rozwijane poprzez dołączanie nowych zespołów;
- Zmianom tym będą towarzyszyć także zmiany kadrowe w kierownictwie;
- Agenda CMD (Capital Markets Day, 9 października) obejmuje prezentacje dotyczące rynku mobilnych gier, transformacji modelu operacyjnego oraz planów wzrostu. Planowane są także panele i sesje dotyczące m.in. RAID: Shadow Legends, sztucznej inteligencji i nowych produkcji gier;
- CEO podkreśliła, że po przejściu Plarium MTG zrobiło duży krok naprzód w mobilnym segmencie gier i ma ambitne plany wzrostu na kolejne 3-5 lat;
- Nowa struktura ma wejść w życie od stycznia 2026 roku, a Capital Markets Day umożliwi inwestorom bliższe poznanie strategii i planów rozwojowych MTG.

BIG CHEESE STUDIO

Spółka planuje premierę gry „Cooking Simulator 2: Better Together” na dzień 20 stycznia 2026 roku - prezes

- Przygotowano także odsłonę pierwszej części „Cooking Simulator” na rynek chiński.

INDUSTRIALS

XTPL (Buy; PLN 120)

Pozyskanie kolejnego zamówienia na moduły UPD na ostatnim etapie przed wdrożeniem przemysłowym

- XTPL dostarczy w 4Q25 moduły UPD do kolejnych dwóch odbiorców (pozyskane 26.09 z Chin i 01.10 z Hiszpanii), rozpoczną oni budowę prototypowych urządzeń przemysłowych celem przeprowadzenia finalnych testów poprzedzających decyzję o potencjalnym wdrożeniu technologii Spółki na linie produkcyjne ich klientów końcowych;
- 1 października do Spółki wpłynęło zamówienie na moduł UPD od producenta zautomatyzowanych maszyn przemysłowych do produkcji mikroelektroniki oraz półprzewodników dla sektorów automotive i elektroniki konsumenckiej z Hiszpanii, który miesiąc wcześniej zdecydował się na zakup demonstratora technologii – urządzenia DPS;
- W rezultacie XTPL posiada obecnie łącznie 5 projektów znajdujących się na ostatnim etapie ewaluacji, poprzedzającym decyzję o wdrożeniu przemysłowym, które Spółka realizuje obecnie dla jednego klienta z Chin;
- CFO ocenia, że zamówienie modułu UPD przez partnera z Hiszpanii otwiera przed XTPL szansę na pierwsze projekty o przemysłowej skali w Europie, sumarycznie ocenia potencjał tego projektu na porównywalny do realizowanego obecnie wdrożenia w Chinach.

SCANWAY

Przyjęcie strategii na lata 2026-28

- Strategia Scanway na lata 2026–2028 zakłada, że stanie się on jednym z największych integratorów (prime contractor) ładunków optycznych w Europie;
- Scanway zamierza przeskalować działalność operacyjną i technologiczną osiągając możliwość produkcji kilkunastu ładunków optycznych rocznie w przedziale cenowym 0,5–2,0mln EUR;
- W najbliższych trzech latach Scanway skoncentruje się na rozwoju produktów obrazujących o bardzo wysokiej rozdzielczości (poniżej 1 metra na piksel) oraz do tzw. zastosowań trudnych – w tym misji Deep Space i eksploracji Księżyca;
- Priorytetem ma być wzmocnienie niezależności technologicznej i produkcyjnej, przy równoległej rozbudowie oferty kamer dla segmentów Space & Defence, w tym systemów bezzałogowych;
- Pozostałe cele operacyjne wyznaczone do osiągnięcia strategii Spółki na najbliższe lata zakładają: obecność produktów i technologii Spółki w konstelacjach realizowanych przez globalnych liderów oraz rozszerzenie portfolio o produkty obejmujące pełny, kompletny łańcuch przetwarzania danych optycznych (od akwizycji, przez przetwarzanie, analitykę i predykcję);
- Spółka analizuje szerokie spektrum możliwości finansowania przyjętej Strategii (instrumenty kapitałowe, dłużne, granty), a wiążące decyzje w tym zakresie podejmie w kolejnych kwartałach;

- Zdaniem CEO optoelektronika staje się dziś strategiczną gałęzią obronności, „Polska ma tu wiele do zrobienia, ale też wyjątkową szansę, by przez celowane inwestycje stać się liderem w regionie, łącząc kompetencje kosmiczne, dronowe i naziemne w spójny system optoelektronicznej tarczy obronnej”.

RYNEK DEFENCE

Niemiecka spółka zbrojeniowa KNDS, producent m.in. czołgów Leopard, przygotowuje się do wejścia na giełdę - Aripaev

- Prezes firmy, Jean-Paul Alary, miał niedawno potwierdzić, że otrzymał od zarządu polecenie przygotowania się do oferty publicznej;
- KNDS (Krauss-Maffei Nexter Defense Systems) to jeden z wiodących producentów czołgów w Europie, który produkuje między innymi niemieckie czołgi Leopard 2 i francuskie Leclerc;
- W 2024 roku obroty firmy osiągnęły 3,8mld EUR, a backlog 23,5mld EUR.

BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

BUDIMEX (Buy, PLN 715)

Oferta konsorcjum z Budimeksem za 260,8mln PLN netto najwyższej oceniona w przetargu

- Przedmiotem przetargu jest realizacja zajezdni tramwajowej w Gdańsku;
- Udział Budimeksu w konsorcjum wynosi 84%;
- Termin zakończenia robót to 212 tygodni od podpisania umowy.

POZOSTAŁE INFORMACJE

CPD: Przyjęcie strategii rozwoju spółki na lata 2025-2028

- Zbudowanie portfela nieruchomości o wartości min. 1mld PLN do końca 2028 roku w funduszu typu REIT;
- Realizacja strategii poprzez przyszłe emisje akcji, z ceną emisyjną 3,20 PLN do końca 2025 roku w liczbie nie większej niż 9 mln akcji;
- Wprowadzenie polityki dywidendy dotyczącej 2026 roku (z zysku za 2026 rok) zakładającej progresywny wzrost wypłaty dywidendy aż do poziomu 80% zysku netto.

INTERBUD-LUBLIN: Zawarcie przez spółkę zależną umowy nabycia nieruchomości w Łodzi za kwotę 4,8mln PLN netto

RAEN: Zawarcie umowy sprzedaży 45% udziałów w spółce ERA PV sp. z o.o.

TRANS POLONIA: Podpisanie umowy nabycia wszystkich udziałów w holenderskiej spółce Nijman/Zeetank Holding oraz 100% udziałów w powiązanej spółce N&K Equipment

- Łączna wartość transakcji została ustalona na kwotę maksymalnie 34,9mln EUR;
- Pierwsz płatność wyniosła 19,6mln EUR, a pozostała część ceny uzależniona jest od realizacji określonych w umowie wskaźników KPI.

WASKO: Zawarcie ugody z Podkarpackim Centrum Medycznych w Rzeszowie

- Na podstawie ugody Gabos Software sp. z o.o. ma zapłacić na rzecz Podkarpackiego Centrum Medycznego w Rzeszowie SPZOZ kwotę 1,38mln PLN.

INSIDER TRADING

CAPTOR THERAPEUTICS

Członek zarządu objął 4,9 tys. akcji @ 0,10 PLN.

CAPTOR THERAPEUTICS

Członek RN objął 3,1 tys. akcji @ 0,10 PLN.

CAPTOR THERAPEUTICS

Członek zarządu – dyrektor ds. technologii objął 625 akcji @ 0,10 PLN.

KRUK

Członek zarządu sprzedał 2 tys. akcji @ 472,94 PLN.

PLAYWAY

Prezes zarządu objął 66 tys. akcji serii J @ 0,10 PLN w ramach programu motywacyjnego.

SOPHARMA

Spółka sprzedała 3 tys. akcji @ 2,68 BGN oraz 28,7 tys. akcji @ 2,69 BGN.

SOPHARMA

Donev Investments Holding AD kupił 5,1 tys. akcji @ 2,68 BGN.

VOTUM

Prezes zarządu kupił 618 akcji @ 48,77 PLN.

ZMIANY W ORGANACH

JRH ASI

Rezygnacja p. Ilony Borkowskiej i p. Łukasza Kalety z pełnienia funkcji członka RN.

JSW

Rezygnacja p. Bogusława Oleksego z pełnienia funkcji członka RN.

JSW

Powołanie p. Bogusława Oleksego na stanowisko zastępcy prezesa zarządu ds. ekonomicznych.

SEKO

Rezygnacja p. Kazimierza Kustra z pełnienia funkcji prezesa zarządu.

ZMIANY W AKCJONARIACIE

HELIO

Zwiększenie zaangażowania przez spółkę z 8,31% do 10,35% kapitału i głosów.

HELIO

Zwiększenie zaangażowania przez p. Leszka Wąsowicza z 57,14% do 57,38% kapitału i głosów.

TRANSAKCJE PAKIETOWE

BUDIMEX

Wolumen: 3 tys. @ 509,00

% kapitału: 0,01

COMP

Wolumen: 1,6 tys. @ 414,00

% kapitału: 0,04

ERBUD

Wolumen: 12,8 tys. @ 32,00

% kapitału: 0,11

WALNE ZGROMADZENIA AKCJONARIUSZY

MERCOR: Uchwała ZWZA w sprawie wypłaty 1,78 PLN dywidendy na akcję

- Dzień dywidendy ustala się na 5 listopada, a termin wypłaty na 12 listopada 2025 roku;

- DY=7,1%.

LSI SOFTWARE: Przerwa w obradach NWZA do dnia 29 października 2025 roku

VINDEXUS: Uchwała NWZA w sprawie zmian w programie motywacyjnym z okazji 30-lecia działalności

- W ramach programu motywacyjnego spółka będzie mogła przeznaczyć do nabycia osobom uprawnionym do 700 tys. akcji w 2025 roku.

FINANCIAL RESULTS

OCTOBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-03		BCX, DIG, ENT, MDG, MOC, PLW, SCP, ZEP	CCC		
06-10					
13-17					
20-24			KTY, OPL	MONET, ASE	MIL
27-31	BDX	ALR, ZAB, SHO	SPL, OMV, JMT, KRU, ABS	KOMB, PEO, MBK, ING	EBS, MOC
NOVEMBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
03-07		MAB	MCOVB, CBF, VRC	RICHT, CTP, PKO, DNP, PKN, ASB, GPW, ICE, BNP, TOY, OND, ERB	OTP, MOL, INPST, THYAO
10-14		CEZ	TEN, DAD, OPN, ART	KGH, WIZZ, BHW, CAR, VRG, DAT, 1AT	BFT, HPM, MLG, APT, PUR
17-21		WPL, XTB, ENA, LWB, UNT, FRO, ANR	CPS, TPE, AGO, PTG, CLN, SKA	PZU, ALE, MBR, 11B, GPP, DOM, DIA, ATT, DVL, APR, HUG, SLV, NEU, CMP, GTC, WTN, CTX, RVU, PBX, CSR, SVE	EUR, TOR, SEL, CRM
24-28	CRJ	JSW, PGE, ARH, VOT, XTP	CDR, PCF, MUR, CRI, ALL	ACP, VOX, MRB, RBW, CCC, FAB, ECH, CIG, BLO, ENE, VGO, MRC, BCX, ENT	GEA, DIG, MDG, PLW, SCP, ZEP
DECEMBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-05			ITX		
08-12			PCO	LPP	
15-19					
22-26					
29-31					

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	102.6	28%	13,395	6.5	6.9	7.5	1.1	1.0	1.0	17%	15%	13%	27
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	140.0	103.5	35%	15,306	6.5	6.0	6.3	0.9	0.8	0.8	13%	13%	12%	—
Erste Bank	EBS	Hold	80.5	83.2	-3%	34,155	11.3	8.8	8.8	1.5	1.4	1.3	13%	15%	14%	80
Handlowy	BHW	Hold	122.0	104.2	17%	13,615	8.8	8.3	10.0	1.4	1.4	1.4	16%	17%	14%	47
ING	ING	Buy	363.0	303.5	20%	39,485	9.3	9.2	8.8	2.1	2.0	1.9	23%	22%	21%	65
Komerční banka	KOMB	Hold	1,060.0	1,039.0	2%	197,461	12.1	11.2	11.1	1.6	1.6	1.5	13%	14%	13%	87
mBank	MBK	Hold	845.0	900.0	-6%	38,273	12.1	8.7	9.5	2.0	1.6	1.5	16%	18%	16%	70
Millennium	MIL	Sell	13.0	14.4	-10%	17,517	22.6	12.2	8.8	2.0	1.7	1.5	9%	14%	18%	71
Moneta	MONET	Sell	142.4	165.4	-14%	84,519	13.6	12.8	12.6	2.6	2.5	2.4	19%	19%	19%	76
OTP	OTP	Buy	32,775	28,690	14%	8,033	7.3	7.9	7.2	1.4	1.3	1.2	20%	17%	17%	84
Pekao	PEO	Buy	233.0	174.7	33%	45,854	7.0	6.9	7.5	1.3	1.3	1.2	19%	19%	17%	85
PKO BP	PKO	Buy	95.0	70.5	35%	88,100	8.7	7.0	7.6	1.6	1.4	1.4	18%	21%	18%	72
Santander	SPL	Buy	630.0	472.8	33%	48,315	8.1	7.0	7.5	1.4	1.4	1.4	17%	19%	18%	85
Kruk	KRU	Buy	535.0	458.0	17%	8,887	8.4	7.4	7.4	1.7	1.5	1.3	20%	20%	18%	77
PZU	PZU	Hold	65.0	54.4	20%	46,941	7.5	8.0	8.1	1.4	1.3	1.2	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	189.5	-8%	458	10.5	23.3	13.9	4.5	7.4	4.6	—	—	—	15
AB	ABE	Buy	122.3	97.0	26%	1,698	9.3	9.1	8.9	6.0	5.6	5.3	—	—	—	37
AC	ACG	Under Review		27.3	-	251	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Buy	24.0	17.4	38%	215	12.7	8.2	7.1	7.4	5.9	5.1	0%	3%	6%	—
Allegro	ALE	Buy	42.0	35.6	18%	37,621	23.5	17.8	15.0	11.8	10.1	8.7	4%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	25.5	19.0	34%	478	10.6	9.6	8.5	4.6	4.4	4.1	6%	6%	6%	—
Amica	AMC	Under Review		58.6	-	456	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	15.0	14.5	4%	3,175	19.4	16.7	14.7	5.4	5.1	4.9	2%	2%	3%	89
Answear.com	ANR	Buy	34.0	30.6	11%	581	17.9	13.9	10.5	10.2	8.3	6.9	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	60.0	50.0	20%	2,925	19.1	6.6	3.9	15.6	6.3	3.8	4%	8%	12%	—
Arctic Paper	ATC	Under Review		8.4	-	579	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Hold	16.8	14.8	13%	176	7.2	6.4	7.5	4.6	3.5	2.7	0%	0%	8%	—
Asbis	ASB	Buy	35.0	27.1	29%	1,504	6.7	5.5	5.2	5.5	4.7	4.2	7%	7%	9%	—
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	200.4	8%	16,633	28.7	25.4	23.7	—	—	—	2%	2%	2%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	88.0	67.7	30%	3,513	17.8	15.9	14.4	10.6	9.4	8.6	3%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	75.0	57.1	31%	2,470	9.4	4.9	4.9	13.0	6.0	5.8	10%	9%	16%	—
Auto Partner	APR	Buy	27.8	18.5	50%	2,414	11.1	8.9	7.9	7.8	6.5	5.8	1%	3%	3%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	18	—	1,816	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Benefit Systems	BFT	Buy	4,400.0	3,035.0	45%	9,942	21.7	15.4	12.2	8.8	6.8	5.8	2%	3%	4%	63
Bioceltix	BCX	Restricted	—	101.4	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	36.0	24.9	45%	481	9.5	12.7	9.6	4.7	4.8	5.5	0%	7%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	715.0	509.2	40%	13,000	19.6	18.2	14.3	11.2	9.6	7.6	5%	5%	5%	54
Captor Therapeutics	CTX	Buy	147.7	40.4	266%	209	—	2.0	—	—	0.8	—	0%	0%	0%	—
CCC	CCC	Buy	260.0	181.7	43%	13,996	16.6	13.3	10.5	8.7	6.9	5.5	0%	0%	0%	87
CD Projekt	CDR	Buy	309.5	270.5	14%	27,026	67.6	104.2	16.2	55.6	86.4	11.3	0%	0%	0%	88
Celon Pharma	CLN	Buy	45.8	22	110%	1,174	—	120.1	47.2	34.3	21.7	15.6	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	962.5	1,287.0	-25%	692,393	23.6	15.6	16.4	6.8	7.0	7.0	4%	3%	5%	82
CI Games	CIG	Sell	2.0	3.1	-35%	599	119.4	—	5.8	18.1	—	3.4	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	535.0	440.0	22%	308	13.0	11.2	22.9	8.2	5.1	7.7	3%	8%	9%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	350.0	369.5	-5%	1,055	48.3	22.9	16.8	24.6	12.8	8.7	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Hold	258.0	295.0	-13%	1,210	20.2	15.3	13.0	9.2	8.1	7.3	3%	6%	7%	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	19.0	11%	9,087	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	190.2	1%	2,697	44.2	28.6	19.8	18.8	14.4	11.6	1%	1%	1%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Hold	18.8	13.9	35%	8,902	14.4	10.4	8.6	6.3	5.6	5.3	0%	0%	7%	70
Dadelo	DAD	Hold	68.0	60.8	12%	710	35.8	30.2	21.9	21.7	17.3	13.3	0%	0%	1%	—
Develia	DVL	Buy	10.0	8.1	24%	3,744	9.3	7.1	6.6	8.0	5.5	5.1	7%	8%	11%	31
Diagnostyka	DIA	Hold	182.0	190.2	-4%	6,420	23.8	19.8	17.4	12.2	10.4	9.2	2%	2%	3%	—
Digital Network	DIG	Hold	88.0	96.0	-8%	407	13.6	13.3	12.7	8.6	7.9	7.2	5%	6%	6%	—
Dino Polska	DNP	Hold	53.0	43.8	21%	42,893	22.8	17.5	14.2	14.9	11.5	9.0	0%	0%	0%	47
Dom Development	DOM	Hold	265.0	233.5	13%	6,024	8.5	8.2	7.6	7.2	6.7	6.2	6%	7%	8%	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	32.0	9%	382	61.9	9.9	9.6	5.8	3.8	3.9	5%	5%	7%	—
Enea	ENA	Buy	23.2	17.7	31%	9,355	3.3	3.3	4.0	2.8	3.3	4.3	3%	3%	3%	34
Enter Air	ENT	Buy	68.0	57.0	19%	1,000	4.2	8.6	8.0	4.9	4.5	4.0	5%	6%	6%	—
Eurocash	EUR	Under Review		8.4	-	1,167	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Fabritry Holding	FAB	Buy	33.0	26.4	25%	73	15.6	10.3	8.7	7.9	6.1	5.5	11%	8%	9%	—
Ferro	FRO	Hold	40	30	32%	646	8.3	7.9	7.5	6.2	5.5	5.2	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,966	10,110	38%	1,884,250	6.3	5.6	5.3	4.3	3.4	2.7	5%	6%	8%	81
GPW	GPW	Hold	60.0	57.5	4%	2,413	12.2	12.6	12.3	9.5	9.1	8.7	5%	6%	6%	67
Grenewia	GEA	Under Review		3.0	-	1,747	—	—	—	—	—	—	—	—	—	59
Grupa Pracuj	GPP	Hold	70.0	66.0	6%	4,547	18.4	16.8	15.0	12.5	11.2	9.9	3%	4%	4%	—
GTC	GTC	Sell	3.5	4.2	-17%	2,412	14.3	9.9	10.0	18.6	16.4	17.7	0%	4%	5%	63
Huuuge	HUG	Buy	27.9	23.4	19%	1,404	5.5	6.8	7.9	1.9	2.0	2.7	0%	9%	16%	5
H&M	HMB	Sell	120.0	175.3	-32%	281,187	27.6	23.6	21.6	9.1	8.7	8.3	4%	4%	4%	98
Inditex	ITX	Buy	54.0	47.0	15%	146,389	23.9	21.1	19.2	12.7	11.5	10.5	4%	4%	4%	99
InPost	INPST	Buy	18.2	10.5	74%	22,290	17.4	13.2	11.2	7.3	6.0	5.1	0%	0%	0%	84
Inter Cars	CAR	Buy	780	560	39%	7,934	9.6	8.1	7.3	7.7	6.8	6.2	0%	0%	1%	—
Jeronimo Martins	JMT	Hold	24.5	20.7	18%	13,026	21.2	14.9	13.0	7.3	6.2	5.7	3%	3%	5%	86
JSW	JSW	Under Review		23	-	2,670	—	—	—	—	—	—	—	—	—	56
Kęty	KTY	Buy	1,030.0	923.0	12%	9,066	16.1	14.3	12.4	10.4	9.3	8.5	6%	5%	6%	50
KGHM	KGH	Hold	147.3	160.0	-8%	32,000	10.4	10.6	11.2	5.5	5.6	5.7	0%	1%	1%	58
LPP	LPP	Buy	21,500	17,680	22%	32,812	—	—	—	7.9	6.9	5.9	4%	4%	5%	75
Mabion	MAB	Under Review		8.6	—	160	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		58.4	-	390	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	270.0	259.0	4%	3,596	50.0	36.9	29.3	13.7	11.8	10.4	0%	0%	0%	89
Medinice	ICE	Buy	21.1	11.6	81%	90	3.9	3.2	—	2.2	1.4	—	0%	0%	0%	—
MFO	MFO	Under Review		36	-	235	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Buy	15.0	13.8	8%	1,524	12.8	9.7	9.1	7.6	6.2	6.2	1%	2%	4%	—
MLP Group	MLG	Buy	100.0	73.6	36%	1,766	6.0	4.6	4.0	9.7	8.4	7.9	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	333.2	278.0	20%	977	141.8	11.8	9.8	16.6	7.7	6.4	5%	5%	3%	—
MOL	MOL	Hold	3,110.9	2,698.0	15%	2,028	4.6	5.3	5.1	3.0	3.1	3.1	10%	10%	10%	87
Molecure	MOC	Buy	18.9	7.4	156%	152	—	3.7	3.3	—	2.0	1.5	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	50.0	37.7	33%	1,536	5.6	6.0	5.6	5.8	6.0	5.5	13%	13%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	158.8	110.2	44%	13,588	25.7	16.1	13.6	6.6	5.3	4.3	1%	0%	0%	91
Neuca	NEU	Sell	660.0	675.0	-2%	3,074	20.6	16.1	13.6	9.3	8.2	7.3	2%	2%	2%	79
Newag	NWG	Under Review		85.1	-	3,830	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
OMV	OMV	Hold	49.3	45.4	8%	14,865	8.4	8.1	8.6	4.2	4.5	4.9	10%	10%	10%	95
Onde	OND	Sell	9.6	9.1	5%	498	21.7	25.3	21.4	6.9	7.6	6.6	3%	3%	2%	—
Oponeo.pl	OPN	Hold	125.0	90.0	39%	1,011	12.0	11.6	10.7	7.3	6.0	4.7	7%	7%	8%	—
Orange	OPL	Hold	9.8	8.8	12%	11,507	13.4	12.2	11.1	4.7	4.3	4.3	6%	7%	7%	61
Orlen	PKN	Hold	85.2	86.5	-2%	100,445	8.2	7.1	7.3	3.8	3.9	4.1	7%	7%	6%	65
PCF Group	PCF	Under Review		3.3	-	139	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	280.0	216.5	29%	108,250	5.5	5.2	4.7	5.3	4.6	4.5	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	15.0	33%	372	5.0	5.4	4.2	3.5	3.7	3.1	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Sell	20.3	25.9	-22%	14,956	---	---	---	5.3	4.9	4.6	---	---	---	53
PGE	PGE	Hold	13.2	10.7	23%	24,097	4.0	4.6	5.4	3.5	4.1	5.0	0%	0%	0%	41
Playway	PLW	Buy	377.0	282.5	33%	1,865	11.5	9.9	10.3	8.7	7.5	8.0	9%	9%	10%	0
Polenergia	PEP	Buy	73.8	59.2	25%	4,571	25.7	22.5	29.2	11.4	10.6	11.7	0%	0%	0%	---
Rainbow Tours	RBW	Buy	210.0	120.1	75%	1,748	7.4	7.5	7.1	4.3	4.0	3.5	6%	7%	7%	---
Rawplug	RWL	Under Review		15.0	-	466	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	55.9	27.8	101%	643	---	2.3	1.5	---	0.6	0.3	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Buy	640.0	574.5	11%	312,174	48.4	38.8	29.8	27.4	22.8	17.9	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	224.0	169.0	33%	461	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selena FM	SEL	Under Review		38.8	-	886	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	37.0	38.2	-3%	723	---	23.0	16.5	14.6	9.6	8.3	0%	0%	0%	---
Shoper	SHO	Buy	58.0	49.7	17%	1,398	30.8	23.1	17.6	17.9	13.9	11.0	2%	2%	3%	---
Stalprodukt	STP	Under Review		246.0	-	1,328	---	---	---	---	---	---	---	---	---	46
Śnieżka	SKA	Hold	90.0	82.0	10%	1,035	15.5	13.7	12.1	8.5	7.8	7.2	---	---	---	---
Synektik	SNT	Buy	263.8	252.0	5%	2,149	22.9	18.1	18.8	12.5	11.0	10.2	3%	4%	4%	---
Tauron	TPE	Hold	10.0	9.1	10%	15,941	4.8	5.7	5.5	4.5	5.0	4.9	0%	3%	3%	42
Ten Square Games	TEN	Sell	80.4	85.4	-6%	553	7.5	11.2	12.8	4.7	7.2	7.9	18%	14%	9%	3
Torpol	TOR	Buy	55.0	49.6	11%	1,139	15.0	12.9	9.0	8.4	6.6	4.2	3%	3%	4%	---
Toya	TOA	Buy	12.0	9.7	24%	724	8.6	8.4	7.7	5.7	5.5	4.9	---	---	---	---
Turkish Airlines	THYAO	Buy	420.0	315.0	33%	434,700	3.9	4.3	4.3	3.9	3.7	3.4	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Buy	168.9	138.2	22%	1,085	12.7	10.3	8.4	6.3	6.0	5.6	4%	3%	3%	---
Voxel	VOX	Hold	178.0	161.8	10%	1,699	16.0	13.0	12.1	8.7	7.2	6.5	2%	3%	4%	---
VRG	VRG	Under Review		4.8	-	1,135	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Wielton	WLT	Under Review		7.1	-	524	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Wirtualna Polska	WPL	Buy	104.0	59.8	74%	1,781	11.6	8.4	7.3	6.0	4.9	4.5	5%	5%	6%	72
Wittchen	WTN	Sell	18.0	16.0	12%	296	7.6	8.1	8.4	4.4	4.6	4.3	0%	7%	7%	---
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	11.6	4%	1,194	6.3	57.6	70.9	5.6	5.0	4.1	0%	0%	0%	75
XTB	XTB	Buy	95.8	71.8	33%	8,441	8.8	7.9	6.7	5.0	4.5	3.5	8%	9%	10%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	68.7	75%	182	---	69.2	11.5	---	24.8	6.8	0%	0%	0%	---
Zabka Group	ZAB	Buy	27.7	23.5	18%	23,450	27.0	17.5	13.5	8.3	6.9	6.0	---	---	---	---

*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 Kosior, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra FMCG, Defence, Deep tech	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	Volodymyr Shkurobat 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.