

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

WYNIKI FINANSOWE

GRUPA PRACUJ: Wyniki za 2Q25 zgodne z oczekiwaniami, średni jednocyfrowy wzrost na kluczowych liniach P&L, guidance bez zmian [neutralne]

MLP GROUP: Wyniki 2Q25: powyżej oczekiwań, gotówkowa EBITDA +7% r./r., spadek FFO [neutralne]

MIRBUD: Wstępne wyniki 2Q25: zysk netto zgodny z konsensusem, słaba marża brutto [neutralne]

TEN SQUARE GAMES: Wyniki za 2Q25: Nieco powyżej oczekiwań, ale dzięki zredukowanym wydatkom na UA [neutralne]

LUBAWA: Szacunkowe wyniki za 1H25

MARVIPOL DEVELOPMENT: Wyniki za 2Q25

ATENDE: Szacunkowe wyniki za 2Q25

FINANSE

ING: Bank zamierza zaskarżyć decyzję UODO o karze w wysokości 18,4 mln PLN

PALIWA I CHEMIA

ORLEN/GRUPA AZOTY)/JSW: MAP o zmianach personalnych

ENERGETYKA I WYDOBYCIE

KGHM: Dane wolumenowe za lipiec. Dobra produkcja, słabsza sprzedaż. [neutralne]

KONSUMENT

BENEFIT SYSTEMS: Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q25 [lekko pozytywne]

SPRZEDAŻ DETALICZNA: Lipiec'25: +4,8% r/r w cenach stałych vs. konsensus +3,5% r/r, +4,4% m/m vs. kons. +3,2% m/m

FMCG: Podwyżka akcyzy alkoholowej i nowy podatek od wygranych to 1,82mld PLN dodatkowych dochodów – MF

RYNEK APTECZNY: Wartość rynku aptecznego w lipcu'25: 4,98mld PLN, +10,2% r/r

PRZEMYSŁ

SCANWAY: Podpisanie z amerykańską firmą umowy na dostawę systemu wizyjnego na łączną kwotę 80tys. USD

BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

TORPOL: Aktualizacja informacji nt. oferty złożonej przez Emitenta w postępowaniu przetargowym organizowanym przez PKP Polskie Linie Kolejowe S.A.

HEALTHCARE & BIOTECH

CAPTOR THERAPEUTICS: Emisja akcji w ramach programu motywacyjnego

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

WYNIKI FINANSOWE

GRUPA PRACUJ (Hold; PLN 70)

Wyniki za 2Q25 zgodne z oczekiwaniami, średni jednocyfrowy wzrost na kluczowych liniach P&L, guidance bez zmian [neutralne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	194	193	187	205	204	6%	0%	201	204
Poland	135	136	130	145	145	7%	0%	142	
Ukraine	13	14	14	14	16	22%	9%	15	
Germany	46	43	44	46	44	-4%	-4%	44	
EBITDA	87	90	73	94	91	6%	-2%	92	
EBITDA - Poland	73	75	62	77	78	7%	1%	76	
EBITDA - Ukraine	4	4	2	5	4	-1%	-24%	5	
EBITDA - Germany	10	11	9	12	10	-2%	-16%	10	
adj. EBITDA	90	94	76	97	92	3%	-5%	93	89
EBIT	78	81	63	84	82	4%	-3%	82	81
Net profit	42	61	44	65	55	32%	-15%	63	64
adj. Net profit	60	61	55	65	64	7%	-2%	63	
Recr. projects in Poland (k)	127	128	113	130	128	1%	-2%		
y/y	2%	5%	2%	3%	1%				
Avg. price of recr. project	911	913	957	957	943	4%	-1%		
y/y	2%	4%	1%	0%	4%				
e-Recruiter clients	2,040	2,074	2,094	2,117	2,137	5%	1%		
Softgarden clients	1,720	1,770	1,817	1,859	1,868	9%	0%		
adj. P/E 12M trailing	22.0	20.9	20.6	20.0	19.6				
EV/EBITDA 12M trailing	15.1	14.9	14.4	13.8	13.5				
Net debt	46	129	59	-16	-51				
Revenues y/y	5%	7%	8%	5%	6%				
EBITDA margin	45%	47%	39%	46%	45%				
EBIT margin	40%	42%	34%	41%	40%				
Net profit margin	21%	31%	24%	32%	27%				

Source: Company, Trigon

#Guidance na kolejne kwartały.

- Jednocyfrowy wzrost przychodów w serwisach rekrutacyjnych w wyniku wzrostu liczby publikowanych ogłoszeń, ale przy stabilnej średniej cenie;
- Kilkunastoprocentowy wzrost MRR;
- Utrzymanie 45% marży adj. EBITDA.

MLP GROUP (Buy; PLN 100)

Wyniki 2Q25: powyżej oczekiwań, gotówkowa EBITDA +7% r./r., spadek FFO [neutralne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	91.5	90.6	94.1	109.2	97.9	7%	-10%	108.7	107.4
Revaluations	298.7	-40.5	124.9	-103.0	163.9	-45%	-	137.0	
adj. EBITDA	48.9	42.3	44.1	53.9	52.3	7%	-3%	54.3	
EBIT	347.4	1.5	167.8	-49.8	215.6	-38%	-	196.6	141.7
Net financial costs	-31.0	-15.3	-38.7	0.6	-57.8	-	-	-99.4	
Net profit	265.4	-16.6	107.1	-42.7	121.9	-54%	-	78.7	105.0
FFO	18.9	13.1	-6.7	20.3	11.2	-41%	-45%		
Investment Properties	5,057	5,226	5,550	5,520	5,862	16%	6%		
LTV	37.5%	38.8%	42.9%	42.6%	43.3%	5.8pp	0.7pp		
OCF	13	38	-6	72	46	263%	-36%		
CAPEX	116	175	332	100	126	8%	26%		
Net Debt	1,924	1,961	2,441	2,431	2,588				
GLA (k sqm)	1,161	1,180	1,178	1,252	1,267	9%	1%		
Constr. and prep. (k sqm)	244	261	444	324	369	51%	14%		
P/E 12M trailing	6.1	10.3	5.1	6.1	11.3				
P/BV	0.72	0.73	0.70	0.71	0.68				
adj. EBITDA margin	53.5%	46.7%	46.9%	49.3%	53.5%	0pp	4pp	181%	132%
EBIT margin	380%	2%	178%	-	220%	#####	-	-	
Net profit margin	290%	-	114%	-	125%	#####	-	72%	98%

Source: Company Data, Trigon

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	108,528	0.8%	0%	29%
WIG20	2,906	0.9%	-2%	21%
mWIG40	8,025	0.8%	-1%	30%
sWIG80	29,579	0.4%	0%	22%
PX (Prague)	2,297	-0.1%	4%	45%
BUX (Budapest)	104,831	-0.6%	3%	43%
BET (Bucharest)	20,811	0.6%	5%	13%
BIST30 (Istanbul)	12,675	0.5%	7%	21%
DAX	24,273	-0.4%	0%	30%
FTSE 100	9,321	0.0%	2%	12%
STOXX Europe 600	559	-0.4%	2%	8%
S&P 500	6,439	-0.4%	1%	15%
NASDAQ 100	23,426	-0.3%	1%	20%
Nikkei 225	42,417	0.4%	2%	11%
Shanghai Comp	3,885	1.5%	8%	36%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	4.8%	2.2	-6.0	-22.8
PL 10Y bond yield	5.4%	2.3	-6.0	10.2
CZ 10Y bond yield	4.3%	0.0	-6.2	47.7
HU 10Y bond yield	7.0%	-3.0	-2.0	71.0
RO 10Y bond yield	7.3%	-0.1	15.2	66.7
WIBOR 3M	4.8%	-1.0	-12.0	-101.0
EURIBOR 3M	2.0%	-0.9	7.3	-152.4

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.66	-0.1%	-0.4%	-4.7%
EUR/PLN	4.26	0.0%	0.0%	-0.5%
EUR/USD	1.16	0.1%	0.4%	4.2%
GBP/PLN	4.93	0.1%	-0.4%	2.6%
CZK/PLN	0.17	-0.1%	-0.2%	-1.6%
HUF/PLN	0.011	-0.1%	-0.1%	1.2%
RON/PLN	0.84	0.0%	-0.3%	2.0%
CNY/PLN	0.51	0.1%	0.0%	5.2%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	3,380	0.2%	1%	34%
Silver (USD/toz)	38.8	0.6%	2%	30%
Copper (USD/t)	9,797	0.7%	-1%	7%
Zinc (USD/t)	2,818	1.9%	-1%	-1%
Molybdenum (USD/lb)	24.7	0.3%	8%	18%
Iron ore (USD/t)	102	-0.1%	2%	3%
HCC (USD/t)	188	-0.6%	-6%	-16%
HRC EU (EUR/t)	570	0.9%	5%	-9%
Brent crude oil (USD/bbl.)	68.5	-0.5%	0%	-16%
CO2 (EUR/t)	71.9	-0.4%	1%	-1%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	33.7	0.3%	4%	-8%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	86	0.0%	1%	-9%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	420	-0.1%	1%	-11%
Shanghai Freight Index	1,415	-3.1%	-14%	-57%

MIRBUD (Buy; PLN 15)

Wstępne wyniki 2Q25: zysk netto zgodny z konsensusem, słaba marża brutto [neutralne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	816	894	896	497	720	-12%	45%	784	785
EBITDA	37.4	21.4	86.6	32.3	n.a.	-	-	37.8	41.4
EBIT	32.0	16.2	79.8	25.3	n.a.	-	-	30.8	35.0
Net profit	21.1	10.2	56.9	15.0	21.0	0%	40%	19.8	21.5
Gross Margin	8.0%	7.8%	8.7%	8.7%	6.2%	-1.8pp	-2.5pp	7.6%	
Backlog	6,092	8,099	7,992	7,817	8,115	33%	4%	8,115	
P/E 12M trailing	10.4	11.7	13.8	16.3	16.3				
EV/EBITDA 12M trailing	6.2	7.1	8.0	11.1	-				
EBITDA margin	4.6%	2.4%	9.7%	6.5%	-	-	-	4.8%	5.3%
EBIT margin	3.9%	1.8%	8.9%	5.1%	-	-	-	3.9%	4.5%
Net profit margin	2.6%	1.1%	6.3%	3.0%	2.9%	0.3pp	-0.1pp	2.5%	2.7%

Source: Company, Trigon

STANDALONE (PLNm)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P
Revenues	474	461	406	332	468
YoY	-3%	-19%	-43%	-9%	-1%
Gross Profit	28	27	29	25	35
Gross Margin	5.9%	5.9%	7.1%	7.5%	7.5%
Net profit	31	26	26	49	24
Net profit margin	6.5%	5.6%	6.4%	14.8%	5.1%

Source: Company, Trigon

TEN SQUARE GAMES (Sell; PLN 80.4)

Wyniki za 2Q25: Nieco powyżej oczekiwań, ale dzięki zredukowanym wydatkom na UA [neutralne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	98.0	94.0	94.4	96.7	84.4	-14%	-13%	81.6	
Bookings	96.2	102.3	99.9	90.5	81.4	-15%	-10%	81.6	81.9
Fishing Clash	59.6	62.2	59.6	52.6	48.7	-18%	-7%	48.8	
Hunting Clash	22.1	23.0	21.4	18.6	15.2	-31%	-18%	15.2	
Wings of Heroes	3.5	5.6	7.1	7.3	6.3	80%	-14%	6.3	
Others	11.0	11.5	11.9	11.9	11.2	1%	-6%	11.3	
Deferred revenue	1.8	-8.3	-5.6	6.2	3.0	-	-51%	0.0	
COGS	15.9	15.8	15.3	15.0	14.8	-7%	-1%	15.3	
Selling costs	52.0	55.9	53.0	44.8	39.1	-25%	-13%	38.2	
o/w UA	19.4	24.7	22.7	15.6	12.7	-34%	-18%	13.3	
GA costs	7.1	6.7	6.7	6.4	7.0	-1%	9%	6.6	
Other operating activity	0.2	0.0	-1.1	0.2	0.1	-9%	-24%	0.0	
EBITDA	27.7	19.6	23.3	33.8	26.8	-3%	-21%	24.9	-
adj. EBITDA	27.3	26.5	28.4	30.5	27.0	-1%	-11%	25.2	24.8
EBIT	23.3	15.6	18.2	30.6	23.7	2%	-23%	21.6	21.3
Net profit	22.0	12.5	14.6	27.5	20.0	-9%	-27%	19.1	18.9
adj. Net profit	21.7	19.5	20.9	24.2	20.2	-7%	-16%	19.1	-
OCF	26.8	28.1	26.5	30.0	26.3				
Net debt	-85.8	-112.9	-135.8	-165.1	-106.3				
P/E adj. 12M trailing	4.6	4.8	6.3	6.1	6.2				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	3.6	3.6	3.6	3.2	3.7				
adj. EBITDA margin	27.9%	28.2%	30.1%	31.6%	32.0%			30.9%	30.3%
EBIT margin	23.8%	16.6%	19.3%	31.7%	28.0%			26.4%	26.0%
net profit margin	22.1%	20.7%	22.2%	25.1%	24.0%			23.4%	23.1%

Source: Compay data, Trigon

#Przychody

- Spółka już wcześniej komunikowała poziom płatności w raporcie bieżącym, bliski zaraportowanemu;
- Korekta płatności wynikająca z przychodów odroczonej wyniosła 3.0 mln PLN vs +6.2 mln PLN w poprzednim (zakładaliśmy 0);
- Fishing Clash: Dalszy spadek ARPMAU do poziomu 6.28 PLN (7.32 PLN w 1Q) i odbicie MAU do 2.6 mln (vs 2.4 mln w 1Q), co złożyło się na spadek płatności o 7 % q/q (-18% y/y);
- Hunting Clash: 18%-owy spadek przychodów q/q i aż 31% y/y (spadek ARPMAU do 3.9 PLN z 3.73 PLN w poprzednim kwartale, przy wzroście MAU do 1.75 mln vs 1.66 mln w 1Q);
- Płatności Wings of Heroes spadły 14% q/q do 6.3 mln PLM (+80% y/y);

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	3872	1689.0	1921.5	2013.5	202%
WIG20	3633.3	1491.0	1687.6	1714.8	215%
WIG40	208.1	224.1	306.8	304.4	68%
sWIG80	46.3	48.6	49.6	57.4	93%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	287.1	RBW	15.4	DIA	10.4
PEO	202.5	XTB	12.6	PXM	6.2
PKN	196.1	TPE	11.4	CRI	2.8
PZU	137.8	ACP	9.9	CIG	2.2
DNP	112.8	MIL	8.5	TOR	1.3
LPP	85.3	BFT	8.4	BOS	1.2
CCC	84.0	SNT	7.2	MDG	1.2
ALE	75.7	PXM	6.2	VRG	1.1
ZAB	65.9	GPW	6.1	PLW	0.9
KGH	48.9	ING	4.1	FRO	0.8

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
KTY	176%	PXM	356%	PXM	356%
LPP	145%	RBW	164%	FTE	318%
PZU	139%	SNT	149%	CRI	288%
PEO	117%	GPW	140%	TAR	266%
ZAB	108%	DVL	106%	WWL	266%
CCC	97%	BHW	102%	SNK	246%
PKO	96%	CIG	101%	APT	218%
DNP	94%	PKP	95%	BOS	213%
PKN	93%	RVU	93%	MSZ	211%
SPL	79%	DOM	91%	STP	183%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			WIG20 Worst		
LPP	#####	3.8%	BDX	560.0	-3.2%
CCC	178	3.5%	OPL	9.4	-2.2%
SPL	523.0	2.6%	DNP	45.7	-0.7%
MBK	938	2.0%	KRU	426.1	-0.3%
PZU	63.4	1.6%	PGE	11.6	-0.2%

Best			mWIG40 Worst		
RBW	151.3	5.0%	DOM	246.0	-1.6%
CIG	2.8	4.2%	PXM	4.5	-0.8%
WPL	75.5	2.7%	BFT	3,310.0	-0.7%
TPE	8.6	2.3%	COG	6.7	-0.6%
SLV	32.5	1.9%	ATC	9.5	-0.4%

Best			sWIG80 Worst		
KGH	59.8	4.9%	DIA	197.0	-3.4%
CIG	2.8	4.2%	BLO	27.9	-3.3%
SNK	25.5	4.1%	1AT	59.0	-2.3%
ACG	25.8	4.0%	UNI	10.4	-1.9%
CRI	294.5	3.7%	OND	9.6	-1.8%

#Wyniki operacyjne

- EBITDA skorygowana (27 mln PLN) niższa 11% q/q, ale nieco lepsza od konsensusu i naszych oczekiwań. Czynnikiem na to pozwalającym w największym stopniu były niższe od naszych założeń koszty sprzedaży, które kolejny kwartał z rzędu były wyraźnie ścięte vs poprzednie kwartały i najniższe od lat. Pewnie mniejsze oszczędności kosztowe zostały osiągnięte również na innych liniach;
- Decyzja o zmniejszeniu skali UA wynikała z niższych niż oczekiwane wyników głównych gier spółki, niższe wydatki na UA wpływają z kolei na ograniczenie możliwości pozyskiwania nowych kohort i dalszy spadek przychodów;
- Udział kanału DTC (TSG Store) w płatnościach wyniósł 23.5% w czerwcu (vs ok.19.2% w marcu). W samym FC udział ten to blisko 33% na koniec 2Q (vs 26% na koniec 1Q);

#CF

- Tradycyjnie solidna generacja gotówki (OCF wyniósł 26 mln PLN), gotówka netto na koniec czerwca to 106 mln PLN (spadek q/q wynika z wypłaty dywidendy 100 mln PLN w kwartale);

#Outlook

- W kolejnych kwartałach spółka chce realizować plan transformacji Fishing Clash i Hunting Clash koncentrując się na poprawie ich KPI, co ma umożliwić zwiększenie wydatków na UA, co z kolei powinno przełożyć się na wzrost płatności w największych tytułach;
- Spółka pozytywnie ocenia pierwsze wyniki gry Trophy Hunter (hard launch w lipcu br.), jednak na obecnym etapie nie jest możliwe pełne oszacowanie jej potencjału komercyjnego. W kolejnych kwartałach planowane jest poszerzanie zawartości gry, dodawanie nowych funkcjonalności oraz intensyfikacja działań promocyjnych. Skuteczność skalowania nakładów marketingowych będzie kluczowa dla osiągnięcia sukcesu komercyjnego tego projektu;
- Kontynuowany jest rozwój Real Combat Simulator, który znajduje się obecnie w fazie testów na platformie Google.

LUBAWA**Szacunkowe wyniki za 1H25**

- Przychody ze sprzedaży 312mln PLN, +52,2% r/r;
- Zysk ze sprzedaży 69,7mln PLN, +97,2% r/r;
- Zysk netto 58,1mln PLN, +94,7% r/r.

MARVIPOL DEVELOPMENT**Wyniki za 2Q25**

- Przychody ze sprzedaży 217,4mln PLN vs. 40,3mln PLN rok temu;
- Zysk brutto ze sprzedaży 55,1mln PLN vs. 13,0mln PLN rok temu;
- Zysk operacyjny 44,3mln PLN vs. 1,96mln PLN rok temu;
- Zysk netto 34,7mln PLN vs. 1,3mln PLN rok temu;

ATENDE**Szacunkowe wyniki za 2Q25**

- Przychody ze sprzedaży 63,6mln PLN, -2% r/r;
- Zysk operacyjny 2,1mln PLN, +57% r/r;
- Zysk netto 0,8mln PLN, +46% r/r.

FINANSE**ING (Buy; PLN 363)****Bank zamierza zaskarżyć decyzję UODO o karze w wysokości 18,4 mln PLN**

- Kara została nałożona za skanowanie dokumentów tożsamości klientów co narusza przepisy RODO.
- Jako powód pobierania skanów bank wskazuje przepisy o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy.

PALIWA I CHEMIA**ORLEN (Hold; PLN 85.2)/GRUPA AZOTY (Under Review)/JSW (Under Review)****MAP o zmianach personalnych**

- „Jeśli widzę, że spółka jest dobrze zarządzana, ma pomysł i go realizuje - nie oznacza to, że muszę dla zasady wymieniać pół zarządu. W wielu miejscach są jednak poważne wątpliwości” – W. Balczun (MAP). Dodał, że na liście „trudnych priorytetów” znajdują się problemy JSW i Grupy Azoty; w przypadku tej pierwszej ocenił, że plan restrukturyzacji powinien być wdrażany bardziej dynamicznie a efektywność działań w ostatnich miesiącach wyższa. „Jeśli mamy bardzo trudny projekt, jak **Polimery Police**, który znacząco wpłynął na kondycję Grupy Azoty, to wiemy, że problem powstał w określonym momencie. Mocarstwowe ambicje nie zostały zderzone z rzetelną analizą ekonomiczną, która powinna być podstawą takich decyzji.”

- „Wartość **Orlenu** wzrosła, ale nie można oceniać spółek tylko przez pryzmat twardych danych. Ważne są jednak także inne czynniki, jak choćby efektywne realizowanie strategii gospodarczej państwa. Ważna jest też stabilność funkcjonowania zarządów. Jeżeli członkowie zarządu koncentrują się na konfliktach wewnętrznych, to nie zajmują się sprawami strategicznymi dla danej spółki.”

ENERGETYKA I WYDOBYCIE

KGHM (Hold; PLN 147.3)

Dane wolumenowe za lipiec. Dobra produkcja, słabsza sprzedaż. [neutralne]

Sales volumes	Jul-24	Jun-25	Jul-25	Y/Y	M/M	Jul-25E
Copper (kt)	59.6	63.0	56.7	-5%	-10%	58.6
KGHM Poland	47.1	48.3	49.0	4%	1%	47.0
KGHM Int.	6.6	5.4	4.3	-35%	-20%	4.3
Sierra Gorda (55%)	5.8	9.3	3.4	-41%	-63%	7.3
Silver (t)	127.1	119.1	98.7	-22%	-17%	105.9
KGHM Poland	125.0	115.8	97.1	-22%	-16%	103.6
KGHM Int.	0.4	0.8	0.6	50%	-25%	0.4
Sierra Gorda (55%)	1.7	2.5	0.9	-47%	-64%	1.8
TPM (ktroz)	10.2	16.0	7.2	-29%	-55%	13.0
KGHM Poland	2.3	8.6	2.4	4%	-72%	7.1
KGHM Int.	5.5	4.2	3.7	-33%	-12%	3.0
Sierra Gorda (55%)	2.4	3.3	1.1	-54%	-67%	2.9
Molybdenum (mn lb)	0.1	0.3	0.4	300%	33%	0.2
Sierra Gorda (55%)	0.1	0.3	0.4	300%	33%	0.2

Production volumes	Jul-24	Jun-25	Jul-25	Y/Y	M/M	Jul-25E
Copper (kt)	61.4	57.5	59.9	-2%	4%	59.6
KGHM Poland	49.8	45.4	49.5	-1%	9%	48.0
KGHM Int.	5.6	4.4	4.0	-29%	-9%	4.3
Sierra Gorda (55%)	6.0	7.7	6.4	7%	-17%	7.3
Silver (t)	114.5	110.7	130.4	14%	18%	107.0
KGHM Poland	112.7	108.7	128.7	14%	18%	105.0
Sierra Gorda (55%)	1.7	1.9	1.7	0%	-11%	1.8
TPM (ktroz)	16.6	13.4	13.5	-19%	1%	13.0
KGHM Poland	8.8	7.1	8.1	-8%	14%	7.1
KGHM Int.	5.2	3.5	3.4	-35%	-3%	3.0
Sierra Gorda (55%)	2.6	2.8	2.0	-23%	-29%	2.9
Molybdenum (mn lb)	0.2	0.5	0.7	250%	40%	0.4
Sierra Gorda (55%)	0.2	0.5	0.7	250%	40%	0.3

Source: Company, Trigon DM

- Po 7msc produkcja miedzi, srebra i TPM znajduje się powyżej założeń budżetowych

- W przypadku miedzi w Polsce, produkcja górnicza w koncentracji wyniosła 34.4 tys. ton (34.8 tys. rok temu). W produkcji hutniczej, produkcja miedzi elektrolitycznej z wsadów własnych wyniosła 31.1 tys. ton (vs. 32.6 tys. rok temu).

KONSUMENT

BENEFIT SYSTEMS (Buy; PLN 4400)

Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q25 [lekko pozytywne]

#Polska

- Zarząd podtrzymuje koncentrację na wzroście wolumenów natomiast wzrost ARPU powinien kształtować się w okolicach inflacji w 2026, te założenia są zgodne z przyjętą 3 letnią strategią;

- Zysk brutto per karta w 2026 będzie pod znacznie mniejszą presją niż w tym roku, ewentualna lekka erozja powinna być zrekomensowana dźwignią operacyjną zarówno w Polsce jak na pozostałych rynkach;

#Kraje UE

- W obszarze B2B grupa stabilizuje obecnie zatrudnienie, dołek wynikowy całego segmentu geograficznego oczekiwany w tym roku, w 2026 zakładana istotna poprawa wsparta wzrostem ARPU, dojrzewaniem przeskalowanej sieci klubów oraz niższą dynamiką kosztów;

- Zdaniem zarządu 2026 powinien przynieść stabilizację bazy kosztów SG&A w obszarze B2B, natomiast w fitness ekspansja kosztów będzie uzależniona od tempa inwestycji w rozwój sieci klubów,

- Break-even fitnessu za granicą oczekiwany na przełomie 2027 i 2028;

#Turcja

- Sprzedaż kart B2B na miesiąc wrzesień powinna osiągnąć największy historyczny poziom, klienci bardzo zainteresowani dostępem do sieci MAC;

- Przyrost kart B2B w Turcji w tym roku o 50tys. jest bardzo ambitnym celem, chociaż nie nierealnym, w 2026 przyrost kart B2B powinien być znacznie większy niż w tym roku;

- MAC osiągnie rekordowo wysoki przyrost klubów na rynku tureckim w 2025 i w 2026, w 2025 ponad 140 klubów (przyrost o ponad 20 klubów), w 2026 zarząd zakłada szybsze tempo roll-outu sieci klubów, mając jednocześnie focus na utrzymanie wysokiej rentowności;

- Aktywo zidentyfikowane w ramach PPA spółki MAC (relacje z klientami) zostało wycenione na 130mln PLN i podlega amortyzacji przez 2 lata (ok 5mln PLN miesięcznie);

#Pozostałe

- Aktualizacja strategii uwzględniającej przejęcie MAC planowana na przełomie roku, zarząd zamierza odnieść się do polityki dywidendowej, która dotychczas zakładała przeznaczenie min. 60% skonsolidowanego zysku na wypłatę dla akcjonariuszy, a która została zamrożona w 2025;
- Po wynikach 3Q spółka odniesie się do tegorocznego celu przyrostu kart B2B w Polsce i za granicą, widzi miejsce na umiarkowane podniesienie guidance'u;
- Cele strategiczne w dłuższym horyzoncie nie wykluczają ekspansji na kolejnych rynkach w modelu zbliżonym do przyjętego w Turcji (tj. core produktu dla segmentu B2B rozwijany na bazie akwizycji sieci fitness mającej istotne udziały rynkowe);

SPRZEDAŻ DETALICZNA

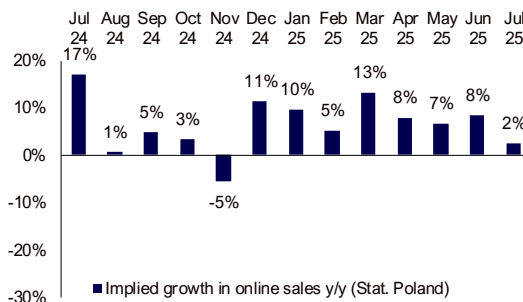
Lipiec'25: +4,8% r/r w cenach stałych vs. konsensus +3,5% r/r, +4,4% m/m vs. kons. +3,2% m/m

Retail Sales y/y	I-VII '24	I-VII '25	Jul 24	Jul 25	Cons.	Weight
Constant prices						
Total	4.9%	3.3%	4.4%	4.8%	3.5%	
Food, beverages and tobacco products	-1.0%	0.1%	-2.7%	-0.4%		26.0%
Solid, liquid and gaseous fuels	13.3%	1.5%	9.9%	0.7%		13.0%
Motor vehicles, motorcycles, parts	26.0%	10.7%	30.1%	10.7%		8.3%
Furniture, radio, TV and household appliances	-7.3%	12.5%	-3.4%	15.3%		7.5%
Pharmaceuticals, cosmetics and orthopaedic equipment	8.3%	5.6%	11.2%	4.9%		7.8%
Textiles, clothing, footwear	-13.7%	9.0%	-10.4%	14.7%		5.8%
Current prices						
Total	5.4%	3.8%	5.0%	4.8%	3.6%	
Food, beverages and tobacco products	1.9%	5.7%	0.6%	4.7%		26.0%
Solid, liquid and gaseous fuels	6.7%	-3.7%	7.5%	-4.9%		13.0%
Motor vehicles, motorcycles, parts	22.1%	4.5%	24.9%	4.5%		8.3%
Furniture, radio, TV and household appliances	-5.4%	11.3%	-2.5%	13.8%		7.5%
Pharmaceuticals, cosmetics and orthopaedic equipment	10.8%	8.1%	12.0%	7.2%		7.8%
Textiles, clothing, footwear	-13.2%	7.5%	-11.4%	13.2%		5.8%

Source: Statistics Poland, PAP, Trigon

Online sales	Jul 24	Jul 25
Total	8.8%	8.6%
Food, beverages and tobacco products	0.5%	0.8%
Motor vehicles, motorcycles, parts	1.0%	4.0%
Furniture, radio, TV and household appliances	17.6%	17.5%
Pharmaceuticals, cosmetics, orthopaedic equipm	6.1%	6.4%
Textiles, clothing, footwear	22.5%	23.4%

Source: Statistics Poland, Trigon



FMCG

Podwyżka akcyzy alkoholowej i nowy podatek od wygranych to 1,82mld PLN dodatkowych dochodów – MF

- Zdaniem wiceministra finansów skala podwyżki, czyli wzrost stawki o 15%, a nie o 5%, jak zakładają obowiązujące przepisy, uwzględni potrzeby ochrony zdrowia i racje branży alkoholowej – cena butelki wódki miałaby wzrosnąć o ~2,95 PLN, piwa 0,13 PLN, a wina 0,30 PLN;
- Wiceminister finansów Jarosław Neneman szacuje, że wzrost opłaty cukrowej i od zawartości niektórych substancji, jak tauryna czy kofeina, dałby kolejne 1,3mld PLN;
- Łącznie, podwyżki podatków planowane na przyszły rok to około 10mld PLN dodatkowych dochodów do budżetu (w tym 6,6mld PLN zmiana w opodatkowaniu banków);
- Wiceminister finansów deklaruje, że resort nie planuje dodatkowych podwyżek akcyzy tytoniowej.

RYNEK APTECZNY

Wartość rynku aptecznego w lipcu'25: 4,98mld PLN, +10,2% r/r

PLNm	Jul 24	Jul 25	Y/Y	I-VII 24	I-VII 25	Y/Y
Pharmacy market value	4,516	4,978	10.2%	31,651	35,040	10.7%
RX sales	1,357	1,551	14.3%	9,184	10,254	11.7%
NON-RX sales	1,288	1,488	15.5%	8,930	10,153	13.7%
OTC sales	1,830	1,888	3.2%	13,245	14,292	7.9%
Average price per pack (PLN)	30.5	34.1	11.8%	30.2	33.9	12.1%
Average margin of the pharmacy	26.2%	26.1%	-0.1p.p.	26.0%	26.3%	0.3p.p.
Number of patients in stat. pharmacy	4,360	4,410	1.1%	31,400	31,630	0.7%

Source: PEX PharmaSequence, Trigon

PRZEMYSŁ

SCANWAY

Podpisanie z amerykańską firmą umowy na dostawę systemu wizyjnego na łączną kwotę 80tys. USD

- Opracowany przez spółkę system wizyjny będzie odpowiadał za dostarczanie danych optycznych (obrazów i filmów) do monitorowania procesu rozkładania zwierciadła zintegrowanego z satelitą klienta;
- Klient to amerykańska spółka zlokalizowana w Kalifornii, działająca na rynku od kilku lat roku i posiadająca znaczny kapitał zebrany w poprzednich rundach inwestycyjnych;
- Wartość zamówienia wynosi 80tys. USD netto i obejmuje dostawę dwóch kompletów systemów;
- Czas realizacji zamówienia to około 5 miesięcy.

BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY

TORPOL (Buy; PLN 50)

Aktualizacja informacji nt. oferty złożonej przez Emitenta w postępowaniu przetargowym organizowanym przez PKP Polskie Linie Kolejowe S.A.

- Zarząd Spółki informuje, iż w dniu 25 sierpnia 2025 r. Emitent otrzymał od Zamawiającego zawiadomienie o unieważnieniu czynności wyboru najkorzystniejszej oferty złożonej przez Emitenta.
- Jednocześnie Zarząd Spółki informuje, że na wniosek Zamawiającego z dnia 25 sierpnia 2025 r. Emitent wyraził zgodę na ponowny wybór oferty Spółki jako najkorzystniejszej w przedmiotowym postępowaniu przetargowym.

HEALTHCARE & BIOTECH

CAPTOR THERAPEUTICS (Buy; PLN 147.7)

Emisja akcji w ramach programu motywacyjnego

- Zarząd podjął uchwałę o emisji 24,7 tys. akcji zwykłych serii W w ramach kapitału docelowego
- Emisja przeprowadzona z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy
- Celem emisji jest realizacja programu motywacyjnego dla pracowników i członków organów spółki

PROGRAM SKUPU AKCJI

AMREST

Nabycie 123,6 tys. akcji @ 14,94 PLN.

ZABKA

Nabycie 606 tys. akcji @ 21,78 PLN.

UNICREDIT

Nabycie 2028,5 tys. akcji @ 68,78 EUR.

ZMIANY W ORGANACH

PKO BP

Powołanie p. Małgorzatę Prochwicz–O'Shaughnessy, p. Annę Zabłocką–Wiercińską oraz p. Tomasza Siemiątkowskiego do składu RN.

ZMIANY W AKCJONARIACIE

AGORA

Zmniejszenie zaangażowania przez Nationale-Nederlanden OFE z 8,11% do 6,35% kapitału i z 5,93% do 4,64% głosów.

PCF GROUP

Zmniejszenie zaangażowania przez p. Sebastiana Wojciechowskiego z 41,71% do 38,79% kapitału i głosów.

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	108.2	21%	14,126	6.8	7.3	8.0	1.2	1.1	1.0	17%	15%	13%	27
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	140.0	111.0	26%	16,415	7.0	6.4	6.7	0.9	0.9	0.8	13%	13%	12%	—
Erste Bank	EBS	Hold	80.5	84.9	-5%	34,832	11.5	9.0	9.0	1.6	1.4	1.3	13%	15%	14%	80
Handlowy	BHW	Hold	122.0	106.8	14%	13,954	9.0	8.5	10.2	1.4	1.4	1.5	16%	17%	14%	47
ING	ING	Buy	363.0	325.0	12%	42,283	10.0	9.8	9.5	2.3	2.1	2.0	23%	22%	21%	65
Komerční banka	KOMB	Hold	1,060.0	1,047.0	1%	198,982	12.2	11.3	11.2	1.6	1.6	1.5	13%	14%	13%	87
mBank	MBK	Hold	845.0	938.2	-10%	39,898	12.7	9.0	9.9	2.0	1.7	1.5	16%	18%	16%	70
Millennium	MIL	Sell	13.0	14.9	-13%	18,039	23.3	12.6	9.0	2.1	1.8	1.6	9%	14%	18%	71
Moneta	MONET	Sell	142.4	154.0	-8%	78,694	12.6	11.9	11.7	2.4	2.3	2.2	19%	19%	19%	76
OTP	OTP	Buy	32,775	30,370	8%	8,504	7.7	8.3	7.7	1.5	1.4	1.3	20%	17%	17%	84
Pekao	PEO	Buy	233.0	191.7	22%	50,316	7.6	7.6	8.2	1.5	1.4	1.4	19%	19%	17%	85
PKO BP	PKO	Buy	95.0	74.5	28%	93,075	9.2	7.3	8.0	1.7	1.5	1.5	18%	21%	18%	72
Santander	SPL	Buy	630.0	523.0	20%	53,445	9.0	7.8	8.3	1.6	1.5	1.5	17%	19%	18%	85
Kruk	KRU	Buy	535.0	426.1	26%	8,268	7.8	6.9	6.9	1.6	1.4	1.3	20%	20%	18%	77
PZU	PZU	Hold	65.0	63.4	3%	54,747	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	183.0	-4%	442	10.1	22.5	13.4	4.3	7.1	4.3	—	—	—	15
AB	ABE	Buy	122.3	94.4	30%	1,370	7.5	7.3	7.2	4.9	4.5	4.3	—	—	—	37
AC	ACG	Under Review		25.8	-	237	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ailleron	ALL	Buy	24.0	18.9	27%	234	13.8	8.9	7.7	7.6	6.1	5.3	0%	3%	5%	—
Allegro	ALE	Buy	42.0	38.3	10%	40,464	25.2	19.1	16.1	12.6	10.8	9.4	3%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	25.5	20.0	28%	504	11.2	10.1	9.0	4.8	4.6	4.3	6%	6%	6%	—
Amica	AMC	Under Review		56.5	-	440	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63
Amrest	EAT	Sell	15.0	14.8	1%	3,249	19.8	17.1	15.1	5.4	5.1	4.9	2%	2%	3%	89
Answear.com	ANR	Buy	34.0	29.5	15%	560	17.3	13.4	10.1	9.9	8.1	6.7	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	60.0	49.0	22%	2,567	16.8	5.8	3.5	14.1	5.7	3.4	4%	8%	12%	—
Arctic Paper	ATC	Under Review		9.5	-	658	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Artifex Mundi	ART.	Hold	16.8	15.1	11%	180	7.3	6.5	7.7	4.7	3.6	2.8	0%	0%	8%	—
Asbis	ASB	Buy	35.0	27.7	26%	1,536	6.8	5.6	5.3	5.5	4.7	4.2	7%	7%	8%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	85.6	10%	2,861	21.7	20.3	18.6	15.5	14.0	12.8	4%	4%	4%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	216.0	197.7	9%	16,409	28.3	25.0	23.4	—	—	—	2%	2%	2%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	88.0	71.4	23%	3,705	18.8	16.7	15.2	11.1	9.9	9.0	2%	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	20.5	36%	2,671	12.3	9.9	8.7	8.5	7.1	6.4	1%	2%	3%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	19	—	1,883	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Benefit Systems	BFT	Buy	4,400.0	3,310.0	33%	10,843	23.6	16.8	13.3	9.5	7.4	6.2	2%	3%	4%	63
Bioceltix	BCX	Buy	124.3	106.0	17%	522	—	7.4	—	—	5.3	93.8	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	39.7	27.9	43%	538	14.0	6.3	6.7	5.8	3.0	3.7	0%	6%	13%	—
Budimex	BDX	Buy	715.0	560.0	28%	14,297	21.5	20.0	15.7	12.7	10.9	8.7	5%	4%	5%	54
Captor Therapeutics	CTX	Buy	147.7	42.5	248%	219	—	2.1	—	—	0.8	—	0%	0%	0%	—
CCC	CCC	Buy	260.0	177.8	46%	13,695	16.2	13.1	10.3	8.6	6.7	5.4	0%	0%	0%	87
CD Projekt	CDR	Buy	309.5	259.0	19%	25,877	64.7	99.7	15.5	53.1	82.5	10.8	0%	0%	0%	88
Celon Pharma	CLN	Buy	45.8	23	101%	1,225	—	125.3	49.3	35.7	22.6	16.3	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Sell	962.5	1,243.0	-23%	668,721	22.8	15.0	15.9	6.6	6.8	6.8	4%	4%	5%	82
CI Games	CIG	Sell	2.0	2.8	-28%	539	107.4	—	5.2	16.4	—	3.1	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	535.0	480.0	11%	336	14.1	12.2	25.0	9.2	5.8	8.6	2%	7%	8%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	350.0	294.5	19%	841	38.5	18.3	13.4	19.4	9.9	6.5	0%	0%	0%	—
Comp	CMP	Hold	258.0	256.0	1%	1,157	19.3	14.6	12.5	8.9	7.8	7.0	4%	7%	8%	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	18.8	11%	9,030	7.1	7.0	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	175.0	10%	2,482	40.6	26.3	18.2	18.0	13.7	11.1	1%	1%	1%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Hold	18.8	14.8	27%	9,484	15.4	11.1	9.2	6.5	5.8	5.4	0%	0%	7%	70
Dadelo	DAD	Buy	60.0	53.6	12%	626	31.1	24.8	17.6	19.7	15.2	11.6	0%	0%	1%	—
Develia	DVL	Buy	10.0	8.2	22%	3,790	9.4	7.2	6.7	8.1	5.6	5.1	7%	8%	11%	31
Diagnostyka	DIA	Hold	182.0	197.0	-8%	6,648	24.6	20.5	18.0	12.6	10.8	9.5	2%	2%	2%	—
Digital Network	DIG	Hold	88.0	98.4	-11%	417	13.9	13.6	13.1	8.8	8.1	7.4	5%	6%	6%	—
Dino Polska	DNP	Hold	53.0	45.7	16%	44,804	23.8	18.3	14.9	15.6	12.0	9.5	0%	0%	0%	47
Dom Development	DOM	Hold	265.0	246.0	8%	6,346	9.0	8.7	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	33.5	4%	400	64.8	10.3	10.1	6.1	3.9	4.1	5%	5%	7%	—
Enea	ENA	Buy	23.2	18.5	25%	9,805	3.4	3.5	4.2	2.9	3.4	4.3	3%	3%	3%	34
Enter Air	ENT	Buy	66.0	52.6	25%	923	3.7	8.6	7.7	4.7	4.6	4.1	6%	6%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review		8.1	-	1,130	—	—	—	—	—	—	—	—	—	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	6%	803	10.3	9.8	9.3	7.5	6.7	6.3	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Buy	13,966.0	10,590.0	32%	1,973,710	6.6	5.9	5.6	4.5	3.6	2.9	5%	6%	8%	81
GPW	GPW	Hold	60.0	58.0	3%	2,434	12.3	12.7	12.4	9.6	9.2	8.8	5%	6%	6%	67
Grenewia	GEA	Under Review		2.6	-	1,480	—	—	—	—	—	—	—	—	—	59
Grupa Pracuj	GPP	Hold	70.0	71.0	-1%	4,892	19.8	18.0	16.1	13.5	12.1	10.7	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	20.6	36%	1,233	4.8	5.9	6.9	1.4	1.4	1.8	0%	11%	19%	5
H&M	HMB	Sell	120.0	142.2	-16%	228,078	22.4	19.1	17.6	7.7	7.3	7.1	5%	5%	5%	98
Inditex	ITX	Hold	46.0	43.6	5%	135,980	22.4	20.4	18.9	12.0	11.0	10.2	4%	4%	4%	99
InPost	INPST	Buy	18	13.0	41%	27,594	21.6	16.4	13.9	8.6	7.1	6.0	0%	0%	0%	84
Inter Cars	CAR	Buy	780	588	33%	8,331	10.1	8.5	7.7	8.0	7.1	6.4	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	-	2,751	—	—	—	—	—	—	—	—	—	56
Kęty	KTY	Buy	1,030.0	930.5	11%	9,140	16.2	14.4	12.5	10.5	9.4	8.6	6%	5%	6%	50
KGHM	KGH	Hold	147	132	12%	26,370	8.5	8.7	9.3	4.7	4.7	4.8	0%	2%	2%	58
LPP	LPP	Buy	21,500.1	17,520.0	23%	32,515	—	—	—	7.8	6.8	5.9	4%	4%	5%	75
Mabion	MAB	Under Review		9.5	—	176	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Mangata	MGT	Under Review		67.8	-	453	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Medicover	MCOVB	Hold	270.0	269.5	0%	3,715	51.6	38.1	30.2	14.0	12.1	10.7	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		37	-	241	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mirbud	MRB	Hold	15.0	15.3	-2%	1,681	14.2	10.7	10.0	8.3	6.9	6.8	1%	2%	4%	—
MLP Group	MLG	Buy	100	80	25%	1,915	6.5	5.0	4.3	10.0	8.6	8.1	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	333	296	13%	1,040	151.0	12.5	10.4	17.5	8.1	6.8	4%	4%	3%	—
MOL	MOL	Hold	3,110.9	2,936.0	6%	2,207	5.0	5.8	5.6	3.1	3.3	3.3	9%	9%	9%	87
Molecure	MOC	Buy	18.9	7.8	142%	161	—	4.0	3.5	—	2.2	1.6	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	50.0	39.8	26%	1,622	5.9	6.3	5.9	6.0	6.3	5.8	12%	13%	12%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	158.8	99.8	59%	12,310	23.3	14.6	12.3	6.1	4.8	3.9	1%	0%	0%	91
Neuca	NEU	Sell	660.0	660.0	0%	3,006	20.2	15.8	13.3	9.1	8.1	7.1	2%	2%	3%	79
Newag	NWG	Under Review		78.0	-	3,510	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
OMV	OMV	Hold	49.3	48.4	2%	15,833	8.9	8.7	9.2	4.4	4.7	5.1	10%	10%	10%	95
Onde	OND	Sell	9.6	9.6	-1%	524	22.9	26.6	22.5	7.5	8.3	7.2	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	83.8	2%	97,287	8.0	6.9	7.1	3.7	3.8	4.0	7%	7%	6%	65
PCF Group	PCF	Under Review		5.3	-	224	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	280.0	261.3	7%	130,625	6.8	6.4	5.8	5.9	5.0	4.9	0%	0%	0%	33

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

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
Pekabex	PBX	Buy	20.0	16.8	19%	417	5.6	6.0	4.7	3.8	4.0	3.4	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Sell	20.3	21.9	-7%	12,669	—	—	—	4.7	4.3	4.0	—	—	—	53
PGE	PGE	Hold	13.2	11.6	13%	26,072	4.3	5.0	5.8	3.6	4.3	5.1	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	57.4	29%	4,432	24.9	21.8	28.3	11.2	10.4	11.4	0%	0%	0%	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	210.0	151.3	39%	2,202	9.3	9.4	9.0	5.6	5.4	4.8	5%	5%	6%	—
Rawplug	RWL	Under Review		16.4	-	509	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	55.9	29.4	90%	680	—	2.5	1.6	—	0.7	0.3	0%	0%	0%	—
Scope Fluidics	SCP	Buy	224.0	153.4	46%	418	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selena FM	SEL	Under Review		34.8	-	795	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	37.0	32.5	14%	615	—	19.6	14.0	12.8	8.3	7.2	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		251.0	-	1,355	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46
Śnieżka	SKA	Hold	90.0	82.8	9%	1,045	15.7	13.9	12.3	8.6	7.9	7.3	—	—	—	—
Synektik	SNT	Buy	263.8	225.6	17%	1,924	20.5	16.2	16.8	11.1	9.8	9.0	4%	4%	4%	—
Tauron	TPE	Hold	10.0	8.6	16%	15,100	4.6	5.4	5.2	4.4	4.8	4.8	0%	3%	3%	42
Ten Square Games	TEN	Sell	80.4	80.9	-1%	524	7.1	10.6	12.2	4.4	6.8	7.4	19%	14%	10%	3
Torpol	TOR	Buy	50.0	45.4	10%	1,043	12.4	12.4	10.1	6.5	5.7	3.8	3%	4%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.9	21%	744	8.9	8.6	7.9	5.9	5.7	5.0	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	420.0	338.3	24%	466,785	4.3	4.7	4.7	4.1	3.9	3.6	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Buy	168.9	139.4	21%	1,094	12.9	10.4	8.5	6.3	6.0	5.7	4%	3%	3%	—
Voxel	VOX	Hold	178.0	173.0	3%	1,817	17.1	13.9	12.9	9.3	7.7	6.9	2%	3%	4%	—
VRG	VRG	Under Review		4.5	-	1,057	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wielton	WLT	Under Review		6.7	-	469	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Buy	104.0	75.5	38%	2,248	14.6	10.6	9.2	6.8	5.6	5.2	4%	4%	5%	72
Wittchen	WTN	Sell	18.0	17.0	6%	314	8.0	8.6	8.9	4.6	4.8	4.5	0%	6%	7%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	13.9	-14%	1,441	7.6	69.5	85.6	5.9	5.2	4.3	0%	0%	0%	75
XTB	XTB	Buy	95.8	77.7	23%	9,133	9.5	8.5	7.3	5.6	5.0	4.0	7%	8%	9%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	87.5	37%	232	—	88.2	14.6	—	31.3	8.6	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Buy	27.7	22.3	24%	22,330	25.8	16.6	12.9	8.0	6.7	5.8	—	—	—	—

*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
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, 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.