

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIALS**BANKI:** MNB obniża stopy o 25pb do 5.75% i sygnalizuje możliwość kolejnych cięć**OIL, GAS & CHEMICALS****ORLEN:** Planowany odpis w 2Q26 na kwotę 1.9 mld PLN [neutralne]**ORLEN:** Trading update za 2Q26 [neutralne]**UTILITES & MINING****ONDE:** Umowa na 8.5m EUR w wykonawstwie on-shore w Rumunii [lekko pozytywne]**LOGISTICS & TRANSPORT****INPOST:** Przedłużenie okresu przyjmowania zapisów w wezwaniu do 18 września**PKP CARGO:** Spółka zamierza rozwijać przewozy intermodalne i inwestować w specjalistyczne wagony – prezes zarządu**GAMING****CD PROJEKT RED:** Rozszerzenie Songs of the Past do Wiedźmina 3 będzie pokazywane podczas gamescom'owego Opening Night Live**PLAYTIKA:** Tencent negocjuje zakup SuperPlay za nawet 1.5 mld USD**INDUSTRIALS****SAAB:** Saab i Embraer podpisał umowę (HoA) ws. potencjalnej produkcji dodatkowych 20 myśliwców Gripen**CREOTECH INSTRUMENTS:** Dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu giełdowego 650 tys. akcji serii M z dniem 23 lipca 2026 roku**RYNEK SPACE / CREOTECH INSTRUMENTS:** Polska podpisała umowę udziału w budowie konstelacji IRIS²**ARLEN:** Zamawiający skorzystał z opcji zamówienia dodatkowego o wartości 5,9mIn PLN brutto**RYNEK DEFENCE:** Fundusz Chrobry chce podpisać pierwsze umowy na wejścia kapitałowe na początku 2027 roku**ALFA LAVAL / HVAC:** Wyniki 2Q26: rekordowy kwartalny order intake (22mld SEK) oraz backlog (53,5mld SEK)**BELIMO / HVAC:** Wyniki 2Q26: pozycja lidera w segmencie liquid cooling procentuje wzrostem udziału data center w strukturze sprzedaży**HANZA / ELECTRONICS MAN. SERV.:** Wyniki 2Q26: ~10% wzrost organiczny, kolejne M&A zwiększają ekspozycję na defence**ELTEL / GRID INFRA. SERVICES:** Wyniki 2Q26: systematyczna poprawa marży EBITA i budowa kompetencji w data centers**CONSTRUCTION & REAL ESTATE****MIRBUD:** Oferta spółki za 168,1mIn PLN brutto najkorzystniejsza na budowę hali sportowej w Warszawie**BIOTECH****DIAGNOSTYKA:** Spółka zwiększyła zakres i wartość kontraktu z Penta Hospitals Polska**CELON PHARMA:** Dwa projekty spółki z dofinansowaniem 79,7mIn PLN skierowane do II etapu oceny w ścieżce SMART

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIALS

BANKI

MNB obniża stopy o 25pb do 5.75% i sygnalizuje możliwość kolejnych cięć

- **Stopy:** druga z rzędu obniżka o 25pb (z 6.00% do 5.75%), zgodnie z konsensusem. Narracja bez zmian: przy dodatniej realnej stopie Rada widzi pole do cięć na najbliższych posiedzeniach. Wrześniowa aktualizacja prognoz ma być wyznacznikiem ścieżki stóp w kolejnych miesiącach roku.
- **Inflacja:** przebieg korzystniejszy niż w czerwcowym scenariuszu bazowym; presja cenowa pozostaje niska.
- **Otoczenie:** utrzymująca się niższa premia za ryzyko dla aktywów krajowych podtrzymuje pole manewru MNB. Ocena ryzyka warunkowana oczekiwaniami ws. ścieżki fiskalnej, przyjęcia euro oraz przebiegu konfliktu na Bliskim Wschodzie.

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN (PKN PW; HOLD; TP PLN 156.5)

Planowany odpis w 2Q26 na kwotę 1.9 mld PLN [neutralne]

Planowany odpis będzie dot. segmentu Downstream, głównie dot. nakładów na projekt Nowa Chemia

ORLEN (PKN PW; HOLD; TP PLN 156.5)

Trading update za 2Q26 [neutralne]

- **Downstream:** Przerób ropy: 9.2 mt (-2% q/q). Wykorzystanie mocy: 86%. Wolumen sprzedaży w rafinacji: 7.3 mt (0% q/q). Wolumen sprzedaży w petrochemii: -15% q/q (0.99 mt).
- **Upstream:** Wydobycie ropy: 4,590 tys. boe (0% q/q), wydobycie gazu: 13,235 tys. boe (-2% q/q)
- **Supply:** Import gazu LNG z kontraktów opartów na Henry Hub: 1.1 bcm (vs. 1 bcm w 1Q26)
- **Distribution:** Dystrybucja energii +5% r/r, gazu +3% r/r. Sprzedaż ciepła: -3% r/r.
- **Consumers & Products:** +2% r/r sprzedaż detaliczna paliw, +5% r/r sprzedaż detaliczna energii

UTILITES & MINING

ONDE (OND PW; HOLD; TP PLN 8.2)

Umowa na 8.5m EUR w wykonawstwie on-shore w Rumunii [lekko pozytywne]

Realizacja prac: 2026-2028

LOGISTICS & TRANSPORT

INPOST (INPST NA; HOLD; TP EUR 15.6)

Przedłużenie okresu przyjmowania zapisów w wezwaniu do 18 września

- Powodem są trwające postępowania antymonopolowe przed Komisją Europejską oraz wietnamskim organem ochrony konkurencji;
- Decyzja Komisji Europejskiej oczekiwana jest w drugiej połowie sierpnia, a zgoda z Wietnamu do 8 września;
- Spółka podkreśla, że proces uzyskiwania zgód przebiega zgodnie z planem i są to ostatnie wymagane zgody regulacyjne;
- Akcje objęte zapisami do tej pory pozostają objęte wezwaniem, z zachowaniem prawa do ich wycofania zgodnie z warunkami oferty.

PKP CARGO

Spółka zamierza rozwijać przewozy intermodalne i inwestować w specjalistyczne wagony – prezes zarządu

- Perspektywy dla rynku transportowo-logistycznego w Europie pozostają niejednoznaczne m.in. ze względu na sytuację na Bliskim Wschodzie;
- Jednym z celów spółki jest poprawa jakości i optymalizacja przewozów intermodalnych obsługiwanych przez porty;
- Wprowadzenie systemu ICS2 zwiększy wymagania administracyjne i koszty operacyjne.

GAMING

CD PROJEKT RED (CDR PW; BUY; TP PLN 319)

Rozszerzenie Songs of the Past do Wiedźmina 3 będzie pokazywane podczas gamescom’owego Opening Night Live

- **LINK;**
- Sama obecność gry na targach była już komunikowana wcześniej, teraz potwierdzono obecność trailera na pokazie poprzedzającym start targów (25 sierpnia o 20:00).

PLAYTIKA

Tencent negocjuje zakup SuperPlay za nawet 1.5 mld USD

- Tencent jest w rozmowach o przejęciu SuperPlay od Playtiki; wycena transakcji ma wynosić 1,0–1,5 mld USD;

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	144,649	1.4%	5%	35%
WIG20	3,851	1.8%	5%	31%
mWIG40	10,011	0.6%	4%	25%
sWIG80	30,582	0.2%	-2%	5%
PX (Prague)	2,613	0.8%	1%	20%
BUX (Budapest)	143,889	1.6%	3%	43%
BET (Bucharest)	35,712	2.2%	16%	82%
BIST30 (Istanbul)	15,914	-1.0%	-6%	35%
DAX	25,011	0.7%	-1%	4%
FTSE 100	10,586	0.6%	1%	17%
STOXX Europe 600	643	0.6%	1%	18%
S&P 500	7,509	0.9%	0%	19%
NASDAQ 100	29,155	1.9%	-4%	26%
Nikkei 225	66,201	3.3%	-9%	66%
Shanghai Comp	3,867	1.8%	-7%	8%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.1%	6.9	7.5	15.4
PL 10Y bond yield	5.6%	5.8	19.4	15.9
CZ 10Y bond yield	4.9%	2.0	23.6	54.9
HU 10Y bond yield	5.4%	-2.0	17.0	-159.0
RO 10Y bond yield	6.8%	-1.8	-2.7	-33.2
WIBOR 3M	3.8%	5.0	-2.0	-117.0
EURIBOR 3M	2.5%	1.0	16.3	49.8

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.79	0.0%	1.4%	5%
EUR/PLN	4.33	0.0%	1.3%	1.7%
EUR/USD	1.14	0.1%	-0.2%	-3.0%
GBP/PLN	5.08	0.0%	-2.4%	-3.6%
CZK/PLN	0.18	-0.1%	-1.3%	-3.5%
HUF/PLN	0.012	0.1%	1.6%	-10.8%
RON/PLN	0.83	0.0%	-1.2%	1.5%
CNY/PLN	0.56	0.1%	-1.4%	-9.8%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,129	1.3%	-1%	20%
Silver (USD/toz)	59.6	1%	-8%	52%
Copper (USD/t)	13,885	1.9%	2%	41%
Zinc (USD/t)	3,552	0.9%	0%	25%
Molybdenum (USD/lb)	31.9	0.0%	3%	39%
Iron ore (USD/t)	98	-0.4%	-2%	-2%
HCC (USD/t)	225	-1.1%	-7%	8%
HRC EU (EUR/t)	695	1.5%	1%	25%
Brent crude oil (USD/bbl.)	92.3	1.4%	19%	35%
CO2 (EUR/t)	83.2	-0.1%	3%	16%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	59.3	1%	41%	77%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	106	0.8%	15%	24%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	474	1.1%	6%	15%
Shanghai Freight Index	3,080	-3.3%	3%	78%

- SuperPlay to izraelskie studio gier mobilnych, założone w 2019 r., skoncentrowane na casualowych, społecznościowych grach karciano-planszowych;
- Portfolio studia obejmuje m.in. Dice Dreams, Domino Dreams i Disney Solitaire;
- Dla Playtiki to potencjalnie atrakcyjny exit: spółka kupiła SuperPlay w 2024 r. za 700 mln USD, z dodatkowymi earn-outami do 1,25 mld USD;
- Dla Tencentu transakcja potencjalnie wzmocni ekspozycję na globalny segment mobile/casual gaming i zwiększa udział w skalowalnych IP z monetyzacją w modelu free-to-play

INDUSTRIALS

SAAB (SAABB SS; BUY; TP SEK 750)

Saab i Embraer podpisał umowę (HoA) ws. potencjalnej produkcji dodatkowych 20 myśliwców Gripen

- Saab i Embraer podpisały Heads of Agreement (HoA) ws. potencjalnej produkcji dodatkowych 20 Gripenów w zakładzie Embraera w Gavio Peixoto w Brazylii, jako uzupełnienie linii w Linkping
- Embraer ma odpowiadać za montaż samolotów w ramach globalnego, zintegrowanego modelu produkcji Gripena, zwiększając moce dostawcze i elastyczność wobec przyszłego popytu na myśliwce

CREOTECH INSTRUMENTS (CRI PW; BUY; TP PLN 980)

Dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu giełdowego 650 tys. akcji serii M z dniem 23 lipca 2026 roku

RYNEK SPACE / CREOTECH INSTRUMENTS (CRI PW; BUY; TP PLN 980)

Polska podpisała umowę udziału w budowie konstelacji IRIS²

- We wtorek w Ministerstwie Spraw Wewnętrznych i Administracji minister Marcin Kierwiński i komisarz Unii Europejskiej ds. obrony i przestrzeni kosmicznej Andrius Kubilius podpisali umowę na udział Polski w budowie konstelacji satelitarnej IRIS²
- Wkład Polski w IRIS² to ~600 mln EUR z KPO (zapowiadane ~10% finansowania konstelacji satelitarnej), co ma uczynić kraj jednym z sześciu głównych graczy w projekcie (obok Francji, Niemiec, Włoch, Hiszpanii, Luksemburga i Belgii)
- Wiceminister MSWiA Tomasz Szymański powiedział, że dzięki umowie będzie „6 satelitów na średniej orbicie MEO, 6 satelitów na orbicie LEO High i kilkanaście satelitów na najniższej orbicie, gdzie będą prowadzone badania i jako Polska będziemy mogli w pełni z tego korzystać i mieć autonomiczną, pewną, bezpieczną komunikację”
- Minister Kierwiński zapowiedział, że pierwsze zdolności konstelacji pojawią się w 2029 roku, a jej całkowite zamknięcie to lata 2031-2032, wtedy Polska ma się stać „całkowicie niezależna komunikacyjnie”
- Branża spacetech (m.in. Creotech) oczekuje ujawnienia zapisów umowy i listów intencyjnych, kluczowych dla gwarancji udziału polskich podmiotów w konsorcjum i negocjacjach z operatorami IRIS²
- IRIS² traktuje Polskę jako kraj wiodący, który ma zachęcać inne państwa regionu do dołączenia i zwiększenia finansowania, przy jednoczesnym kurczeniu się wkładu niemieckiego (własna konstelacja dla Bundeswehry)
- Branża liczy na zamówienia zarówno w segmencie kosmicznym, jak i naziemnym, bardziej zaawansowane technologie kosmiczne będą trudniejsze, ale celem jest udział w obu częściach systemu
- IRIS² ma zwiększyć bezpieczeństwo Polski jako kraju przyfrontowego, jednak znaczenie dla suwerenności ma zależeć od podziału częstotliwości i zasad priorytetyzacji łączności w sytuacji konfliktu
- Polska będzie jednym z kilku państw z dużą stacją naziemną IRIS², udział finansowy umożliwił rozszerzenie systemu o dodatkowe satelity i infrastrukturę naziemną

ARLEN

Zamawiający skorzystał z opcji zamówienia dodatkowego o wartości 5,9mln PLN brutto

- Przedmiotem zamówienia jest zakup przedmiotów umundurowania i wyekwipowania – zasobnik piechoty górskiej;
- Termin realizacji zamówienia wynosi do 120 dni.

RYNEK DEFENCE

Fundusz Chrobry chce podpisać pierwsze umowy na wejścia kapitałowe na początku 2027 roku

- Fundusz Bezpieczeństwa i Obronności FBiO zarządzany przez spółkę Chrobry ~7 mld PLN, pierwsze wejścia kapitałowe w spółki obronne planowane na początek 2027 roku
- Proces inwestycyjny trwa ~6 miesięcy od zgłoszenia, pierwsze term-sheety z uzgodnionymi warunkami inwestycji mają być podpisane do końca 2026 roku
- Od początku lipca zgłosiło się kilkadziesiąt firm z unikalnymi technologiami, nabór ma charakter ciągły, projekty filtrowane pod kątem polityki i priorytetów inwestycyjnych Chrobrego
- Struktura FBiO: ~500 mln PLN na scale-up/start-upy obronne, ~6,5 mld PLN na wsparcie kapitałowe dużych, dojrzałych przedsiębiorstw (transfer technologii, rozbudowa mocy, nowe produkty, JV z zachodnimi koncernami)
- Chrobry obejmuje mniejszościowe udziały do 49%, pozostawiając zarządzanie menedżerom, kapitał ma otwierać drogę do sektora publicznego i wzmocniać krajową odporność technologiczno-przemysłową
- Kryteria inwestycyjne zbliżone do klasycznych funduszy PE, ale nacisk przesunięty z maksymalizacji zysku na akceptowalną stopę zwrotu oraz utrzymanie kluczowych technologii i kompetencji w Polsce

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2173	2594.7	2394.6	2478.7	91%
WIG20	1865.4	2192.6	2012.1	2067.3	93%
WIG40	236.7	334.6	321.5	340.6	74%
sWIG80	40.5	53.2	63.3	67.6	64%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
ALE	310	XTB	45.1	PCR	6.0
PKO	300.6	BFT	39.8	SCW	5.6
PKN	282.6	ASB	31.8	QRS	3.6
KGH	222.5	SNT	29.7	CRQ	3.1
PZU	125.9	TPE	22.6	DAD	2.5
ZAB	114.0	GPW	18.9	DIG	1.9
PEO	112.9	ACP	16.7	SLV	1.8
DNP	108.0	MDV	16.2	BMC	1.7
PCO	96.3	ING	16.0	AMC	1.7
ALR	54.0	MIL	15.7	OPN	1.5

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
KTY	183%	SLV	489%	QRS	528%
ALR	168%	ING	204%	SLV	489%
PKN	141%	GPW	201%	OND	442%
PCO	141%	WPL	177%	PCR	429%
PKO	112%	EUR	159%	DAD	366%
MBK	112%	BFT	159%	ERB	310%
PZU	109%	ABE	134%	VRG	305%
PGE	107%	ASB	126%	MSZ	225%
BDX	104%	SNT	124%	ELT	204%
DNP	103%	MIL	120%	AMC	179%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
KGH	306	4.4%	MDV	90	-1%
ZAB	34	3.0%	DNP	30	-0.4%
EBP	672	2.7%	ALR	138	0.2%
ALE	45	2.5%	LPP	19,950	0.2%
PKO	109	2.0%	PGE	10	0.2%

Best		mWIG40		Worst	
PXM	6.8	5.5%	SLV	27.0	-5%
XTB	137.6	3.1%	DVL	10.3	-2.5%
COG	6.0	3.1%	EUR	5.0	-2.2%
ABE	139.0	3.0%	SNT	367.4	-1.8%
MIL	20.5	2.9%	TXT	48.9	-1.0%

Best		sWIG80		Worst	
SCW	292.0	10.6%	SLV	27.0	-5%
OND	8.7	9.3%	REX	11.2	-4.3%
ELT	57.9	8.9%	ICE	74.9	-3.4%
DAD	81.2	6.1%	BMC	15.3	-2.3%
CRQ	242.8	3.7%	EUR	5.0	-2.2%

- Wyjścia z inwestycji planowane po kilku-kilkunastu latach poprzez wykup menedżerski, IPO lub sprzedaż inwestorowi strategicznemu, z możliwością migracji rozwiniętych start-upów do większego koszyka 6,5 mld PLN

ALFA LAVAL / HVAC

Wyniki 2Q26: rekordowy kwartalny order intake (22mld SEK) oraz backlog (53,5mld SEK)

#Sytuacja rynkowa

- Na wielu rynkach końcowych obserwowany jest bardzo silny popyt co skutkuje rekordowym kwartalnym order intake (22mld SEK, book-to-bill 1,23x) oraz wzrostem backlog do rekordowych 53,5mld SEK

- 3Q26 ma być „nieco niższy” przychodów vs bardzo mocny 2Q26, co nie wynika z pogorszenia rynku, tylko z efektu rekordowej bazy

- Na poziomie geografii głównymi driverami pozostają USA (data centers) i Chiny (marine), przy poprawie w Indiach i MENA oraz stabilnej Europie z lepszą dynamiką w Europie Wschodniej; LATAM jest wspierany m.in. przez duże projekty w biopaliwach

#Data centers (Energy division)

- 12-miesięczny run-rate zamówień w data centers sięga ok. 5mld SEK, spółka świadomie „zarządza” długością portfela, nie chcąc zbyt daleko bookować 2027–2028

- Obecne moce nie pozwalają jeszcze zafakturować pełnych 5mld SEK rocznie, ale wraz z projektami rozwojowymi na 2027 Grupa zakłada, że będzie w stanie dowieźć taki poziom sprzedaży w data centers

#Biopaliwa i energia

- Pipeline projektów biopaliw wyraźnie się odbudował po słabszym cyklu sprzed kilku lat; w 2Q26 zaksięgowano duży projekt w Brazylii o wartości 1,1mld SEK

- Zarząd spodziewa się „cyklu wyraźnie silniejszego niż ostatnie dwa lata”, napędzanego jednocześnie przez bezpieczeństwo energetyczne (kryzys energetyczny na Bliskim Wschodzie) i presję klimatyczną

- W Energy division poza data centers rośnie popyt w LNG, fossil gas i konwencjonalnej energetyce

#Marine / Ocean division

- Ocean division notuje silny popyt napędzany nowymi kontraktami, w tym segment tankers

- Zarząd liczy na stosunkowo stabilny popyt do 2030 w przemyśle stoczniowym (równoważony wyższym złomowaniem i potrzebą zastępowania floty)

#Koszty

- Grupa utrzymuje adj. EBITA margin na poziomie 17%, zgodnym z celem, przy jednoczesnym wzroście R&D o ~19% r/r, co odzwierciedla wysokie tempo innowacji

- Spółka przeprowadziła aktualizację cenników od 1 lipca, aby skompensować eskalację kosztów energii i paliw kopalnych; poprawa marż ma wynikać z lepszego przeliczania kosztów na ceny produktów

- Backlog 53,5mld SEK: ok. 29,1mld SEK ma zostać zrealizowane w 2026, a 24,5mld SEK w 2027, co wspiera liniowy wzrost przychodów w 2H26 i 2027 oraz ogranicza ryzyko kontraktowe dla marży

- Guidance CapEx to 2,5–3mld SEK na cały rok, z ramp-upem nowych mocy w końcówce roku i na początku 2027

SEKm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Order book	50,317	50,864	48,259	48,742	53,547	6%	10%	48,259	53,547
Energy Division	10,249	12,205	12,299	13,692	15,531	52%	13%	12,299	15,531
Food & Pharma Division	15,067	14,224	12,719	12,873	14,822	-2%	15%	12,719	14,822
Ocean Division	25,001	24,435	23,241	21,879	22,931	-8%	5%	23,241	22,931
Order intake	16,444	17,068	17,290	17,612	22,235	35%	26%	68,587	74,205
Energy Division	4,566	5,479	6,144	6,246	7,776	70%	24%	21,101	25,645
Food & Pharma Division	6,450	6,098	5,888	6,148	7,725	20%	26%	24,872	25,859
Ocean Division	5,427	5,491	5,259	5,096	6,607	22%	30%	22,614	22,453
Net sales	16,819	17,244	19,146	15,919	18,117	8%	14%	69,674	70,426
Energy Division	4,601	5,026	5,837	4,971	6,180	34%	24%	20,250	22,014
Food & Pharma Division	6,162	6,483	7,085	5,295	5,943	-4%	12%	25,635	24,807
Ocean Division	6,056	5,735	6,224	5,497	5,845	-3%	6%	23,790	23,302
Adjusted EBITA	3,001	3,180	3,237	2,887	3,071	2%	6%	12,334	12,375
Energy Division	796	832	946	871	995	25%	14%	3,435	3,644
Food & Pharma Division	904	1,043	1,041	805	871	-4%	8%	3,882	3,760
Ocean Division	1,448	1,349	1,378	1,207	1,455	0%	21%	5,434	5,389
Net profit	2,025	2,303	1,991	1,915	2,040	1%	7%	8,322	8,250
Operating cash flow	2,159	2,206	3,396	1,237	2,413	12%	95%	9,166	9,252
Investing cash flow	-1,135	-9,300	-780	-1,075	-998	-	-	-11,913	-12,153
Adj. gross profit margin	38.3%	37.8%	34.7%	39.9%	37.3%	-1.0%	-2.6%	37.0%	37.3%
Adj. EBITDA margin	20.5%	21.4%	19.5%	21.4%	19.9%	-0.6%	-1.5%	20.5%	20.5%
Adj. EBITA margin	17.8%	18.4%	16.9%	18.1%	17.0%	-0.9%	-1.2%	17.7%	17.6%
Energy Division	17.3%	16.6%	16.2%	17.5%	16.1%	-1.2%	-1.4%	17.0%	16.6%
Food & Pharma Division	14.7%	16.1%	14.7%	15.2%	14.7%	0.0%	-0.5%	15.1%	15.2%
Ocean Division	23.9%	23.5%	22.1%	22.0%	24.9%	1.0%	2.9%	22.8%	23.1%
Net profit margin	12.0%	13.4%	10.4%	12.0%	11.3%	-0.8%	-0.8%	11.9%	11.7%
Book-to-bill	0.98x	0.99x	0.90x	1.11x	1.23x			0.98x	1.05x
Energy Division	0.99x	1.09x	1.05x	1.26x	1.26x			1.04x	1.16x
Food & Pharma Division	1.05x	0.94x	0.83x	1.16x	1.30x			0.97x	1.04x
Ocean Division	0.90x	0.96x	0.84x	0.93x	1.13x			0.95x	0.96x

Source: Company,

BELIMO / HVAC

Wyniki 2Q26: pozycja lidera w segmencie liquid cooling procentuje wzrostem udziału data center w strukturze sprzedaży

#Sytuacja rynkowa

- Data center odpowiadały w 1H26 za nieco ponad połowę bezwzględnego przyrostu sprzedaży, a udział tego segmentu w przychodach wzrósł do ok. 23-24% (18% w 2H25); Zarząd oczekuje dalszego wzrostu udziału data center w miksie w 2H26 i kolejnych latach
- Najsilniejszy popyt dotyczy USA (data center – w tym hyperscalerzy, farmaceutyka, półprzewodniki, high-end manufacturing), APAC (silny eksport OEM związany z data center) oraz renowacji budynków w EMEA, przy słabym rynku nowych projektów budowlanych w Europie
- W 1H26 data center wygenerowały ok. 70mln CHF przyrostu sprzedaży i ~80% organiczny wzrost, przy czym w 2H26 zarząd nadal oczekuje wzrostu w ujęciu bezwzględnym, ale nie z tak wysoką dynamiką ze względu na tempo realnej realizacji projektów
- Liquid cooling staje się standardem, zwłaszcza w USA, gdzie zdecydowana większość sprzedaży do data center jest już w technologiach liquid-cooled; APAC ma wciąż większy udział air cooling, a EMEA najmniejszy udział liquid cooling
- BELIMO pozostaje technologicznie w segmencie liquid cooling liderem, choć zarząd przyznaje, że konkurencja rośnie (nowi dostawcy, alternatywne technologie, w tym polimerowe zawory), ale nie obserwuje istotnej zmiany pozycji konkurencyjnej
- RetroFIT+ (renowacja i optymalizacja instalacji) jest kluczowym filarem wzrostu, szczególnie w EMEA, gdzie stanowi ponad 60% sprzedaży, a na poziomie globalnym około połowę obrotów (reszta – nowe budowy)
- Zarząd pokazuje typowe projekty Retrofit z okresem zwrotu 1-3 lata i oszczędnością energii rzędu ~80%, co wspiera argumentację o strukturalnym popycie na efektywność energetyczną
- Poza data center dobrze rozwijają się farmaceutyka, półprzewodniki oraz high-end manufacturing, które zwiększają udział w przychodach i wzmacniają bazę wolumenową poza jednym dominującym sektorem

#Koszty

- W 2H26 oczekiwane jest nasilenie tendencji inflacyjnym po stronie kosztów materiałów, ale zarząd nadal zakłada pozytywny price-cost spread w ujęciu całorocznym
- Taryfy celne: dotychczasowy wpływ cel został w dużej mierze już odzwierciedlony w marżach; firma rozpoznała warunkowe aktywo rzędu 1.3mln CHF z potencjałem do ok. 30mln CHF, ale harmonogram potencjalnego zwrotu cel jest bardzo niepewny i zależy od nowego reżimu celnego USA oraz negocjacji Szwajcaria–USA (aktualizacji spodziewają w sierpniu).

#Outlook

- Spółka spodziewa się kontynuacji mocnego także w 2H26, choć tempo wzrostu będzie niższe z uwagi na wysoką bazę 2H25 oraz mniejszy efekt cenowy (większość podwyżek cen wdrożono w połowie 2025)
- Zarząd spodziewa się utrzymania marży EBIT powyżej 20% w 2H26, mimo wyższej bazy kosztowej wynikającej z zatrudnień, ramp-up nowych zakładów i rosnącego CapEx
- CapEx pozostanie podwyższony z uwagi na szeroką ekspansję mocy produkcyjnych; poziom w 2H26 zbliżony do 1H26, oraz zbliżone nakłady w 2027 i 2028

CHFM	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	Y/Y	H/H
Revenue	474	470	562	559	676	20%	21%
EMEA	200	190	216	213	240	11%	13%
Americas	219	215	280	264	341	22%	29%
Asia Pacific	55	65	65	82	95	45%	16%
organic growth	10%	17%	21%	26%	30%		
EMEA	2%	10%	10%	14%	14%		
Americas	18%	22%	30%	34%	35%		
Asia Pacific	10%	19%	21%	37%	58%		
Damper Actuators	217	215	252	225	254	1%	13%
Control Valves	234	234	284	307	389	37%	27%
Sensors and Meters	23	22	26	27	33	30%	21%
organic growth	10%	17%	21%	26%	30%		
EMEA	6%	14%	18%	11%	8%		
Americas	12%	19%	23%	39%	48%		
Asia Pacific	29%	21%	16%	34%	39%		
EBIT	93	88	128	105	153	19%	46%
Net profit	77	70	101	80	125	23%	55%
Operating cash flow	86	109	94	91	84	-2%	-8%
Investing cash flow	-16	-86	-1	-61	-30	-	-
EBIT margin	19.6%	18.7%	22.8%	18.7%	22.5%	2.9%	3.8%
Net profit margin	16.3%	14.8%	18.0%	14.4%	18.5%	2.2%	4.1%

Source: Company,

HANZA / ELECTRONICS MAN. SERV.

Wyniki 2Q26: ~10% wzrost organiczny, kolejne M&A zwiększają ekspozycję na defence

#Sytuacja rynkowa

- Równomierny i zdrowy popyt w całym portfolio, bez sygnałów osłabienia momentum w trakcie 2Q26 oraz na początku 3Q26
- Electrification & Energy Systems: sprzedaż stabilna, ale z „bardzo dobrym, długoterminowym popytem”; nowa fabryka dla Siemens Energy otwarta na początku roku wspiera długoterminowy backlog
- Heavy Equipment: bardzo silny popyt, szczególnie z sektora mining, co wpisuje się w tezę trwałej ekspansji w ciężkich zastosowaniach mechanicznych
- Defense & Security: dziś najmniejszy segment, ale zarząd widzi „największe możliwości”; nowe zamówienia już zabezpieczone, a BMK Group (przejęta 7 stycznia) pozyskał pierwsze duże zamówienie w obszarze defence od nowego, dużego klienta z potencjałem dalszych zleceń
- Industrial & Professional Products: stabilna sprzedaż, ale wzrost order intake spodziewany dopiero w 2027r
- Industrial Machinery & Systems: niższa sprzedaż w 2Q26 z uwagi na projektowy, instalacyjny charakter segmentu, order intake sugeruje odbicie, które zarząd traktuje jako fluktuację, nie zmianę trendu
- Popyt w defence traktowany jest jako trwały z uwagi na sytuację geopolityczną, a Fortaco (zakłady m.in. w Polsce) ma znacząco wzmacniać zdolność do obsługi rosnącego popytu ze strony firm zbrojeniowych w Skandynawii, Niemczech i Polsce

#Koszty

- Komponenty elektroniczne: odczuwalne ograniczenia podaży głównie w PCBAs i pamięciach, ale centralny sourcing (biuro w Chinach + lokalne zespoły zakupowe) jak dotąd utrzymał brak materialnego wpływu na operacje w 2Q26
- Zarząd ocenia, że największe trudności występują zazwyczaj na początku takich kryzysów podażyowych; obecnie wypracowane są alternatywne ścieżki dostaw, choć niepewność utrzyma się w 2H26
- Poza wyżej wymienionymi komponentami elektroniki, firma nie widzi innych znaczących niedoborów surowców czy materiałów

#Strategia HANZA 2028

- Cele finansowe HANZA 2028: sprzedaż 14mld SEK, EBIT margin $\geq 9\%$, net debt/EBITDA $\leq 2,5x$.
- Na początku lipca ogłoszono przejęcie 5 fabryk Fortaco (heavy mechanics i kompleksowy montaż) w Finlandii, Estonii i Polsce (2) za ok. 170mln EUR (ok. 1300 pracowników); zakłady ulokowane w krajach, gdzie HANZA już działa, co ma maksymalizować synergie w ramach modelu klastrowego
- Strategia: przejęcie wynika z obserwowanego, długoterminowego popytu na heavy mechanics szczególnie w defence, ale też mining, rolnictwo, leśnictwo, material handling i off-road; niski pokrycie z istniejącą bazą klientów oznacza możliwość istotnych synergii sprzedażowych
- Timing: zamknięcie transakcji oczekiwane „wczesnym 4Q26”, zależne od standardowych zgód regulacyjnych

SEKm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Net sales	1,516	1,404	1,779	2,646	2,573	70%	-3%	6,025	8,402
organic growth (%)	24%	27%	10%	20%	9%				
Main market segment*	917	807	960	1,767	1,777	94%	1%	3,471	5,311
Other markets segment*	596	593	819	878	797	34%	-9%	2,543	3,087
Electrification & Energy	-	-	-	620	570	-	-8%		
Defense & Security	-	-	-	200	210	-	5%		
Heavy Equipment	-	-	-	360	400	-	11%		
Industrial & Professional	-	-	-	790	750	-	-5%		
Industrial Machinery	-	-	-	680	640	-	-6%		
EBITDA	167	193	192	311	245	47%	-21%	690	941
Adj. EBIT	106	96	159	227	218	106%	-4%	458	700
Main market segment*	70	55	68	147	151	116%	3%	267	421
Other markets segment*	43	42	95	83	68	58%	-18%	206	288
EBIT	106	124	132	220	152	43%	-31%	448	628
Net profit	52	78	76	128	54	4%	-58%	246	336
Adj. EPS	1.1	1.24	2.1	2.2	1.8	58%	-17%	4.3	6.0
Operating cash flow	163	61	225	424	273	67%	-36%	517	983
Investing cash flow	-21	-30	-302	63	-96	-	-	-567	-365
Net debt	1,133	1,067	1,239	1,405	1,382	22%	-2%	1,239	1,382
P/E (x)	51.2	41.5	33.9	25.0	24.9				
EBITDA margin	11.0%	13.7%	10.8%	11.8%	9.5%	-1.5%	-2.2%	11.5%	11.2%
Adj. EBIT margin	7.0%	6.8%	8.9%	8.6%	8.5%	1.5%	-0.1%	7.6%	8.3%
Main market segment*	7.6%	6.8%	7.1%	8.3%	8.5%	0.9%	0.2%	7.7%	7.9%
Other markets segment*	7.2%	7.1%	11.6%	9.5%	8.5%	1.3%	-0.9%	8.1%	9.3%
Net profit margin	3.4%	5.6%	4.3%	4.8%	2.1%	-1.3%	-2.7%	4.1%	4.0%

Source: Company, Trigon, * Germany 50%, Sweden 30%, Finland 20%; **Baltics 70%, Centra Europe 25%, Asia 5%

ELTEL / GRID INFRA. SERVICES**Wyniki 2Q26: systematyczna poprawa marży EBITA i budowa kompetencji w data centers****#Sytuacja rynkowa**

- Klasyczne usługi komunikacyjne (FTTH) są postrzegane jako rynek „znormalizowany” – spółka nie oczekuje istotnego wzrostu wolumenów, szczególnie w Finlandii, Norwegii i Danii, Szwecja jest nieco bardziej aktywna
- W Finlandii fala FTTH z 2024r wygasła, obecnie wolumen jest dużo niższy i traktowany jako nowy norma
- W segmencie data center spółka widzi bardzo wysoki poziom aktywności i traktuje to jako główny motor digitalizacji, wyzwaniem jest selekcja projektów, bo część z nich nie materializuje się
- W odniesieniu do sieci elektroenergetycznych: w Finlandii po trudnym 2024–1H25 inwestycje w sieć wracają stopniowo do normy, z oczekiwaniem powrotu do poziomów 2023 w przyszłym roku, w Danii wstrzymywane są nowe przyłączenia do sieci, co znacząco ogranicza popyt na usługi dla elektroenergetyki
- Odnawialne źródła energii pozostają relatywnie słabe: utrudnione business case'y u klientów, mniej okazji niż 1–1,5 roku temu, choć pojawiają się pierwsze sygnały odświeżania ofert i potencjalnego ożywienia w późniejszej części bieżącego roku
- Spółka zakłada, że przyszłe projekty OZE będą w formie hybryd (magazyny energii + PV + wiatr), co determinuje profil popytu na ich usługi przyłączeniowe i infrastrukturalne

#Koszty

- Grupa zredukowała zatrudnienie o ok. 250 osób, co jest efektem skalowania, dostosowania portfela i większego wykorzystania partnerów; działania te mają na celu trwałe obniżenie kosztów stałych
- W zakresie kosztów paliwa i innych materiałów spółka wskazuje na istotnie lepszą ochronę indeksacyjną niż w 2022r, co ogranicza wpływ wyższych cen
- Marża adj. EBITDA rolling 12M to 3,1%, zarząd konsekwentnie komunikuje cel dojścia do 5% EBITA w perspektywie 12-18 miesięcy i utrzymania go jako długoterminowego poziomu

#Outlook

- Grupa utrzymuje cel wzrostu sprzedaży na poziomie 2–4% rocznie vs ostatnie 12 miesięcy +3,8% wzrostu
- Nowo podpisane kontrakty w 2Q26 osiągnęły wartość 217mln EUR, przewyższając poziom sprzedaży kwartalnej, co wspiera widoczność przyszłych przychodów

- Eltel został wybrany do kontraktu z Vattenfall w segmencie Power w Szwecji o wartości 275mln EUR – największy kontrakt w historii spółki; nie jest jeszcze ujęty w wartości kontraktów ze względu na trwającą procedurę odwoławczą, ale zarząd jest optymistyczny co do finalizacji
- Eltel aktywnie poszerza bazę klientów w Classic Services, celując w Enterprise i Public Infrastructure (m.in. obszar obronności); ma to poprawiać stabilność strumieni serwisowych i maintenance
- W Emerging Services spółka rozwija kompetencje w grid connection dla data center – w 2Q26 podpisano dwa kontrakty tego typu w Finlandii, co zarząd wyróżnia jako ważny krok w budowie pozycji w tym segmencie
- Spółka planuje Capital Markets Day w połowie listopada

EURm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Backlog	493.8	477.4	537.4	575.7	576.0	17%	0%	537.4	576.0
Net sales	201.0	208.2	239.0	191.3	199.6	-1%	4%	817.8	#####
Organic growth (%)	-6%	-2%	4%	11%	-2%				
/ Communication	120.8	119.1	138.2	100.9	116.0	-4%	15%	475.4	595.0
/ Power	80.3	89.0	100.8	90.8	84.0	5%	-7%	342.4	444.9
Finland	85.0	101.5	102.4	80.1	83.0	-2%	4%	351.0	452.0
Sweden	58.3	53.0	74.8	54.4	58.5	0%	8%	239.2	299.0
Denmark & Germany	31.4	28.7	35.0	32.2	29.7	-5%	-8%	125.6	157.0
Norway	25.8	24.4	26.5	23.8	27.5	7%	16%	100.0	128.0
Gross profit	22.5	27.8	32.7	22.9	24.7	10%	8%	105.2	130.6
Adjusted EBITDA	10.3	16.4	16.0	10.4	12.7	23%	22%	50.5	65.8
Adjusted EBITA	2.5	9.1	8.3	3.1	5.5	120%	77%	20.8	28.5
Finland	3.5	8.8	6.4	2.7	5.1	46%	89%	20.4	26.5
Sweden	1.3	1.0	3.9	1.8	1.7	31%	-6%	7.7	9.7
Denmark & Germany	1.5	1.1	0.8	1.1	0.3	-80%	-73%	5.8	4.8
Norway	-0.4	0.4	0.0	0.3	1.4	-	367%	-1.8	1.7
EBIT	2.0	8.8	8.3	3.1	4.2	110%	35%	19.4	26.4
Net profit	-0.8	3.0	3.6	-1.7	-0.5	-	-	3.1	3.6
Net working capital	-59	-31	-60	-37	-32	-	-	-60	-32
Net debt	145	172	142	169	170	18%	1%	142	170
FTE	3,932	3,869	3,781	3,691	3,686	-6%	0%	3,781	3,686
Gross margin	11.2%	13.4%	13.7%	12.0%	12.4%	1.2%	0.4%	12.9%	12.6%
Adj. EBITDA margin	5.1%	7.9%	6.7%	5.4%	6.4%	1.2%	0.9%	6.2%	6.3%
Adj. EBITA margin	1.2%	4.4%	3.5%	1.6%	2.8%	1.5%	1.1%	2.5%	2.7%
Finland	4.1%	8.7%	6.3%	3.4%	6.1%	2.0%	2.8%	5.8%	5.9%
Sweden	2.2%	1.9%	5.2%	3.3%	2.9%	0.7%	-0.4%	3.2%	3.2%
Denmark & Germany	4.8%	3.8%	2.3%	3.4%	1.0%	-3.8%	-2.4%	4.6%	3.1%
Norway	-1.6%	1.6%	0.0%	1.3%	5.1%	6.6%	3.8%	-1.8%	1.3%
Net profit margin	-0.4%	1.4%	1.5%	-0.9%	-0.3%	0.1%	0.6%	0.4%	0.3%

Source: Company, Trigon

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

MIRBUD (MRB PW; Under Review)

Oferta spółki za 168,1mln PLN brutto najkorzystniejsza na budowę hali sportowej w Warszawie

BIOTECH

DIAGNOSTYKA (DIA PW; BUY; TP PLN 197)

Spółka zwiększyła zakres i wartość kontraktu z Penta Hospitals Polska

- Umowa przyniesie 20,2mln PLN rocznie, co stanowi 33% wzrost przychodów względem poprzedniego kontraktu;
- W wyniku rozstrzygnięcia przetargu Diagnostyka będzie świadczyła usługi diagnostyczne dla 13 szpitali oraz sieci Certus Przychodnie.

CELON PHARMA (CLN PW; BUY; TP PLN 38.8)

Dwa projekty spółki z dofinansowaniem 79,7mln PLN skierowane do II etapu oceny w ścieżce SMART

- Pierwszy projekt to „Rozwój i ocena kliniczna innowacyjnego immunokoniugatu o działaniu immunomodulującym i cytotoksycznym w terapii nowotworów litych. KONGO 3.0”. Koszt projektu oszacowano na 89,2mln PLN, a wnioskowane dofinansowanie wynosi 44,3mln PLN.;

- Drugi projekt to „JARVIS – Rozwój i ocena kliniczna innowacyjnego, dualnego inhibitora JAK/ROCK jako kandydata na lek dla pacjentów chorych na miasenię rzekomoporażną”. Koszt całkowity projektu wynosi 75,35mln PLN, a wnioskowane dofinansowanie 35,4mln PLN.

OTHER INFORMATION

APLISENS: W ramach skupu akcji własnych złożono oferty sprzedaży na 521,1 tys. akcji spółki

- 30 czerwca 2026 roku spółka zaprosiła akcjonariuszy do sprzedaży do 251,2 tys. akcji, oferując po 19,50 PLN za papier.

INSTAL KRAKÓW: Zawarcie umowy z wykonawcą firmą RUKO Sp. z o.o. na realizację dwóch budynków mieszkalnych

- Wartość umowy wynosi 29,9mln PLN netto;
- Termin realizacji umowy został określony na 21 lipca 2028 roku.

ZPC OTMUCHÓW: Zawarcie z Tornellon Investments umowy nabycia 6,9 mln akcji spółki zależnej PWC Odra

- Akcje stanowią 27,05% kapitału zakładowego;
- Wartość transakcji wynosi 9,1mln PLN;
- W wyniku transakcji ZPC Otmuchów zwiększy zaangażowanie w kapitale zakładowym PWC Odra do 99,59%;
- ZPC rozpoczęło analizy dotyczące możliwości połączenia z PWC Odra.

INSIDER TRADING

ASSECO SEE

Fundacja Rodzinna Ducha, podmiot związany z członkiem RN, kupił 2,7 tys. akcji @ 60,00-60,80 PLN.

BOOMBIT

Członek RN sprzedał 7,7 tys. akcji @ 5,60 PLN.

LENTEX

Prezes zarządu sprzedał 737 akcji @ 12,50 PLN.

LENTEX

Członek zarządu sprzedał 264 akcji @ 12,50 PLN.

LENTEX

Członek zarządu sprzedał 16,3 tys. akcji @ 12,50 PLN.

TRANS POLONIA

Euro Investor sp. z o.o., podmiot związany z prezesem zarządu, kupił 17,2 tys. akcji @ 12,86 PLN.

SHARE BUYBACK PROGRAM

MONNARI TRADE

Nabycie 1,1 tys. akcji @ 5,65 PLN.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

CPD

Rezygnacja p. Sebastiana Łuczaka z pełnienia funkcji członka RN.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

ALLEGRO.EU

Zwiększenie zaangażowania przez Nationale-Nederlanden OFE z 6,92% do 10,06% kapitału zakładowego i głosów.

LENTEX

Zwiększenie zaangażowania przez spółkę z 15,04% do 17,54% kapitału zakładowego i głosów.

LIBET

Zwiększenie zaangażowania przez p. Szymona Mioduchowskiego z 24,12% do 29,53% kapitału zakładowego i głosów.

BLOCK TRADES

ENERGOAPARATURA

Wolumen: 287,7 tys. @ 2,50
% kapitału: 1,46

LENTEX

Wolumen: 100,5 tys. @ 7,52
% kapitału: 0,25

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

BENEFIT SYSTEMS: Uchwała NWZA w sprawie ustanowienia programu motywacyjnego na lata 2026-2028

- Program polegać będzie na emisji przez spółkę nie więcej niż 75 tys. warrantów subskrypcyjnych, które będą uprawniały do objęcia akcji serii I.

FINANCIAL RESULTS

JULY	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-03					
06-10					
13-17					SAAB
20-24		MTGB	MCOVB		MONET
27-31	OPL	BDX, MIL	KTY, JMT	MBK, PEO, EBP, ZAB, ING, EBS, KOMB, LDO	ASE
AUGUST	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
03-07		ALR, ASMDEE	SNT	PKN, ASB, RHM, OTP, WIZZ	MOL, RICHT
10-14		ATC, CEZ	BNP	PKO	SCW
17-21		DAD, OPN	KGH, CPS	DNP, PZU, BFT, PEP, VRG, MLG	BDX
24-28	TEN	WPL	KRU, 11B, ABE	ACP, BHW, DOM, EUR, GPP, MRB, MBR, NEU, VOX, FAB, TOA	XTB, RWL, STP
31	ACG, CEZ, CMP, INPST, PXM				
SEPTEMBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-04			CDR, CBF, SHO		TOR
07-11			ENA, TPE, ART, ITX	ATT, CAR, DIA, 1AT, ERB, MGT, OND	DVL, ICE
14-18	GPW	PGE, JSW, ARH, CTX, MAB, MUR	HUG, CLN, UNT	ALE, APR, ECH, PCF, RVU, SLV	NWG, AMC
21-25	GTC	ANR	BCX, FRO, SKA	RBW, ARL, ASMDEE, BLO, CIG, HMB, MFO, PBX, WLT, WTN	PLW, SEL, VGO
28-30	CRI, CRJ, XTP	ENT	ALE, LBW, DIG, GEA, MOC, SCP		

Order: **WIG20** / mWIG40 / Trigon DM Coverage

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			P/BV			ROE			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Alior	ALR	Hold	158.0	138.2	14%	18,043	10.5	9.5	8.5	1.3	1.3	1.2	13%	13%	14%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	181.0	149.0	21%	22,044	10.3	8.6	7.8	1.2	1.1	1.1	12%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	124.2	116.3	7%	47,743	11.9	11.2	10.8	1.6	1.5	1.4	13%	13%	13%	77
Handlowy	BHW	Hold	128.0	124.0	3%	16,202	11.1	11.6	10.6	1.6	1.6	1.5	15%	14%	14%	59
ING	ING	Sell	420.0	450.2	-7%	58,571	14.4	12.9	10.8	2.7	2.5	2.3	18%	19%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,070	994	8%	188,909	11.0	10.3	9.9	1.5	1.4	1.4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,150.0	1,400.0	-18%	59,567	16.1	12.8	11.4	2.4	2.1	1.9	15%	16%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	18.0	20.5	-12%	24,820	18.7	11.5	10.4	2.4	2.0	1.8	13%	18%	18%	67
Moneta	MONET	Sell	173.0	189.0	-8%	96,579	14.3	13.8	13.4	3.0	2.9	2.8	21%	21%	21%	71
OTP	OTP	Buy	51,714	46,100	12%	12,908	10.6	9.1	8.7	2.0	1.8	1.7	19%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Buy	274.0	236.2	16%	61,995	10.8	9.5	8.6	1.7	1.6	1.5	16%	17%	18%	72
PKO BP	PKO	Hold	122.0	108.9	12%	136,100	12.5	10.3	9.3	2.2	2.0	1.9	18%	20%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	740.0	672.4	10%	68,712	13.6	10.5	9.7	1.9	1.8	1.7	14%	17%	18%	—
Kruk	KRU	Buy	550.0	419.0	31%	8,189	6.8	6.4	6.0	1.3	1.2	1.1	20%	19%	18%	79
PZU	PZU	Hold	74.0	70.8	4%	61,172	9.9	9.4	9.0	1.6	1.5	1.5	16%	16%	16%	63

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
11bit Studios	11B	Hold	140.0	132.0	6%	319	—	—	11.5	8.6	14.5	3.7	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	170.0	139.0	22%	2,433	11.5	11.1	10.8	7.5	7.2	6.9	—	—	—	45
Aïlleron	ALL	Buy	17.4	15.0	16%	185	12.9	9.8	8.5	6.1	5.3	4.6	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	52.0	45.1	15%	45,895	23.1	18.1	15.3	12.5	10.6	9.2	3%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	22.0	18.1	21%	457	9.6	9.1	8.9	4.5	4.2	3.8	6%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	10.0	10.5	-5%	2,301	12.8	11.3	10.7	4.8	4.8	4.6	1%	3%	3%	80
Answear.com	ANR	Buy	25.5	18.7	36%	357	11.6	9.8	7.9	6.4	5.9	5.1	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65.0	52.0	25%	3,042	7.5	6.2	5.3	7.2	5.8	4.8	5%	10%	13%	—
Artifex Mundi	ART	Buy	25.8	21.2	22%	254	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Asbis	ASB	Hold	120.0	105.0	14%	5,828	9.3	7.3	6.8	6.9	5.7	5.1	2%	5%	6%	—
Asmodee	ASMDEE	Hold	151.0	148.5	2%	35,153	59.7	55.9	48.6	28.1	26.6	23.7	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	85.0	11%	2,841	18.5	17.4	15.9	13.1	12.2	11.4	4%	5%	6%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208.0	189.2	10%	15,704	20.8	19.9	18.6	—	—	—	7%	7%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	75.0	60.2	25%	3,124	14.8	13.3	12.3	8.2	7.2	6.6	3%	4%	4%	—
Atal	1AT	Buy	75.0	57.2	31%	2,475	6.1	6.1	5.9	8.1	7.2	6.8	8%	13%	13%	—
Auto Partner	APR	Buy	33.5	26.1	28%	3,409	14.3	12.4	11.1	9.9	8.8	8.0	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review		19.3	-	1,912	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	5,850.0	5,290.0	11%	17,463	26.1	20.3	16.7	11.8	10.4	9.0	1%	2%	2%	59
Biocellix	BCX	Buy	128.4	92.3	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	40.0	23.7	69%	457	19.2	15.9	3.2	5.5	5.0	1.4	0%	0%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	900	753	19%	19,229	25.4	21.4	18.3	15.6	13.0	11.0	4%	5%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.3	75.4	54%	479	7.3	—	1.5	4.6	—	1.1	0%	0%	—	—
CD Projekt	CDR	Buy	319.0	230.9	38%	23,069	61.6	44.8	8.7	52.3	34.6	5.6	0%	0%	2%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	20.9	86%	1,124	—	123.0	48.5	59.5	17.3	13.0	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Hold	1,308.9	1,327.0	-1%	713,912	26.0	24.1	28.4	8.6	8.3	8.6	3%	3%	3%	76
CI Games	CIG	Sell	2.2	2.4	-8%	519	—	5.0	14.2	—	2.7	3.8	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	671.0	481	40%	336	7.4	4.7	14.7	4.0	2.4	6.5	9%	14%	22%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	980.0	786.0	25%	2,244	95.1	43.4	28.8	36.9	20.6	13.1	0%	0%	0%	—
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	26.30	17.76	48%	3,964	23.7	20.8	10.6	5.6	5.4	4.2	8%	7%	8%	—
Comp	CMP	Hold	94.0	90.4	4%	1,854	22.1	19.0	16.5	11.7	10.5	9.5	4%	4%	5%	—
CSG	CSG	Buy	23.0	14.7	56%	14,710	15.9	10.2	8.5	8.6	6.8	5.5	—	—	—	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	15.8	33%	7,765	6.6	5.2	4.2	9.2	7.9	7.0	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	190.8	21%	2,922	37.5	21.6	18.6	16.1	12.2	10.3	1%	1%	2%	88

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	18.5	16.8	10%	10,767	18.0	15.0	13.0	6.9	6.5	6.2	0%	0%	3%	80
Dadelo	DAD	Buy	105.0	81.2	29%	948	35.2	29.7	22.3	19.1	16.1	12.6	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11.5	10.3	11%	4,791	10.6	9.8	9.5	9.4	8.3	7.9	7%	7%	8%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	197.0	175.7	12%	5,931	18.6	15.8	13.5	9.8	8.6	7.5	2%	3%	3%	—
Digital Network	DIG	Sell	260.0	291.4	-11%	1,331	21.5	19.4	17.4	11.9	10.9	10.0	2%	2%	2%	—
Dino Polska	DNP	Buy	40.0	29.8	34%	29,196	16.8	13.7	11.6	10.4	8.4	6.9	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Hold	300.0	255.0	18%	6,579	9.9	9.2	8.9	8.1	7.5	6.9	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.0	41%	2,043	13.8	5.6	3.9	8.5	5.1	3.8	16%	16%	16%	—
Erbud	ERB	Hold	25.0	23.1	8%	275	—	20.8	5.8	4.4	4.3	3.3	0%	4%	3%	—
Enea	ENA	Buy	22.7	19.5	16%	10,346	4.3	4.4	5.5	3.8	4.3	5.1	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	72.0	49.6	45%	870	6.8	6.3	5.7	3.9	3.6	3.5	6%	7%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review		5.0	-	701	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	27.0	11%	75	12.3	10.2	9.9	7.0	5.9	5.6	8%	9%	9%	—
Ferro	FRO	Buy	40.0	33.8	18%	718	11.8	10.1	8.8	8.1	6.9	6.0	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,171.0	11,780.0	12%	2,195,496	6.2	5.2	4.8	4.5	3.4	2.6	5%	8%	8%	75
GPW	GPW	Sell	78	106	-27%	4,445	19.8	19.1	18.7	16.1	15.2	14.7	3%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	54	47	16%	3,211	12.6	11.9	11.3	8.8	8.1	7.5	6%	7%	7%	—
GTC	GTC	Hold	3.0	2.3	30%	1,321	26.2	13.9	11.5	17.9	15.9	15.8	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	28.5	22.0	30%	984	3.8	4.2	4.9	1.7	1.9	2.3	23%	24%	22%	5
H&M	HMB	Sell	126.0	161.7	-22%	258,538	19.5	17.9	17.0	7.8	7.6	7.4	5%	5%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	61.5	54.1	14%	168,611	24.0	21.8	19.9	13.2	12.0	11.0	3%	4%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15.6	15.5	1%	33,538	43.6	35.9	28.1	10.5	9.2	7.9	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	1,100.0	872.0	26%	12,355	13.5	11.8	10.4	9.6	8.5	7.4	0%	0%	0%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	22.0	16.5	33%	10,371	14.6	11.8	10.8	5.4	4.9	4.6	5%	5%	6%	85
JSW	JSW	Under Review		25.9	-	3,040	—	—	—	—	—	—	—	—	—	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,323.0	6%	13,044	19.3	16.4	13.4	12.1	10.9	9.6	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	325.7	306.5	6%	61,290	6.8	8.0	9.1	4.1	4.5	4.8	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	25,500.0	19,950.0	28%	37,081	13.8	12.4	11.0	7.1	6.2	5.5	5%	5%	5%	77
Lumina Metals	LMCU	Buy	15.8	9.2	72%	2,715	—	—	—	—	—	—	0%	0%	0%	—
Mabion	MAB	Under Review		7	—	138	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Buy	271	220	23%	3,070	35.2	28.9	24.6	10.8	9.7	8.8	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Sell	71.2	74.9	-5%	696	5.9	8.4	—	4.1	5.4	—	6%	6%	0%	—
Mirbud	MRB	Under Review		11.5	-	1,261	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
MLP Group	MLG	Buy	120.0	109.0	10%	2,615	9.2	6.6	5.1	11.5	9.9	8.4	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	387.7	377.0	3%	1,324	13.7	13.3	12.8	8.9	8.4	7.9	3%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Sell	92.0	90.0	2%	6,932	22.7	15.5	11.8	7.1	5.8	4.9	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	4,527.0	4,328.0	5%	3,253	7.6	10.2	14.2	3.8	4.4	4.8	6%	6%	6%	71
Molecure	MOC	Buy	11.6	5.9	98%	145	3.0	2.7	—	1.3	0.9	—	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	52.5	37.2	41%	1,516	6.0	5.5	5.0	6.0	5.6	4.9	13%	13%	14%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	166	126	32%	15,537	23.3	18.7	16.4	6.6	5.5	4.6	2%	0%	0%	80
Neuca	NEU	Buy	860.0	740.0	16%	3,436	15.8	13.5	12.2	8.7	7.7	6.9	2%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	8.2	8.7	-6%	474	16.8	17.3	16.0	6.4	6.2	5.7	4%	3%	3%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	100.4	59%	1,128	13.4	10.4	8.8	7.9	6.9	6.0	0%	4%	0%	—
Orange	OPL	Hold	16.2	14.8	10%	19,377	18.4	16.2	13.9	5.7	5.6	5.2	4%	5%	5%	61
Orlen	PKN	Hold	156.5	149.2	5%	173,166	8.2	8.2	9.2	4.4	4.4	4.9	5%	5%	5%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	78.3	71.8	9%	1,455	13.8	11.8	10.5	5.9	4.8	4.3	3%	4%	5%	—
PCF Group	PCF	Under Review		3.2	-	149	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review		163.3	-	81,650	—	—	—	—	—	—	—	—	—	60
Pekabex	PBX	Under Review		9.6	-	239	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	45.7	42.0	9%	24,241	16.4	14.3	13.3	7.1	6.6	6.2	—	—	—	57
PGE	PGE	Buy	11.9	9.5	25%	21,315	5.0	6.0	5.5	3.8	4.8	4.5	0%	0%	0%	34

*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*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Playway	PLW	Buy	390.0	241.0	62%	1,607	7.9	7.8	9.2	5.5	5.5	6.9	8%	13%	13%	0
Polenergia	PEP	Hold	64.6	62.5	3%	4,826	45.7	47.5	28.4	13.4	13.5	6.1	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	6.8	70%	1,731	11.4	9.1	8.5	4.2	2.6	1.6	0%	0%	0%	—
Poltreg	PTG	Buy	36.5	23.5	55%	139	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	195.0	136.5	43%	1,986	9.1	9.0	8.6	5.2	4.9	4.4	5%	6%	6%	—
Rheinmetall	RHM	Buy	1,700.0	1,000.6	70%	46,818	29.2	19.7	13.6	16.4	11.2	7.8	1%	1%	2%	75
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.9	14.9	128%	344	4.7	8.6	1.4	2.1	2.8	—	0%	0%	0%	—
Saab	SAABB	Buy	750.0	575.8	30%	312,880	36.2	27.9	23.1	20.2	16.3	13.7	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	118.8	92%	376	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	39.0	27.0	44%	511	57.0	20.6	13.5	8.8	6.9	5.4	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	52.5	41.9	25%	1,179	21.6	16.2	12.8	12.3	9.6	7.5	1%	3%	4%	—
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	84.0	19%	1,060	15.0	12.6	12.4	8.1	7.3	7.0	—	—	—	—
Synektik	SNT	Hold	398.0	367.4	8%	3,134	20.6	18.1	17.1	13.6	11.9	11.0	3%	3%	4%	—
Tauron	TPE	Buy	10.8	9.2	17%	16,130	6.7	6.3	6.6	5.3	5.3	5.6	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	98.3	90.8	8%	588	10.4	6.9	7.4	6.6	4.3	4.5	11%	10%	15%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	73.0	16%	1,677	17.8	11.6	8.2	8.2	6.7	3.5	2%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.5	27%	711	7.8	7.2	6.5	5.0	4.7	4.4	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Under Review		317.5	-	438,150	—	—	—	—	—	—	—	—	—	86
Unimot	UNT	Hold	173.8	164.8	5%	1,293	7.2	9.2	8.2	5.3	5.9	5.2	4%	4%	4%	—
Vercom	VRC	Buy	158.0	124.8	27%	2,774	23.6	18.3	14.8	17.0	13.1	10.5	2%	3%	3%	—
Voxel	VOX	Buy	130.0	112.6	15%	1,183	14.1	11.9	10.5	6.9	5.9	5.2	3%	4%	5%	—
VRG	VRG	Under Review		5.3	-	1,233	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	58.8	11%	1,751	16.9	13.4	11.9	5.3	4.9	4.6	2%	3%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	9.0	13.1	-31%	241	8.7	9.0	9.2	4.6	4.1	4.1	12%	0%	8%	—
Wizz Air	WIZZ	Under Review		10.7	-	1,104	—	—	—	—	—	—	—	—	—	67
XTB	XTB	Hold	144.0	137.6	5%	16,175	12.4	12.4	10.8	8.5	8.1	6.7	3%	6%	6%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	72.8	65%	215	—	23.2	9.6	64.6	11.5	5.9	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Hold	34.0	33.8	1%	33,931	27.3	21.3	17.1	9.4	8.1	7.1	—	—	—	—

*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>Senior Analyst</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Katarzyna Kosior, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra Aerospace & Defence, Deep tech, Consumer	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior 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.