

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

COMMODITIES**COMMODITIES:** Podsumowanie najważniejszych wydarzeń na rynku surowców z ostatnich tygodni**FINANCIAL RESULTS****RHEINMETALL:** Wyniki za 2Q26: Operating result zgodny ze wstępnyimi, silny order intake [lekko pozytywne]**ASBIS:** Wyniki za 2Q26: Głębszy spadek marży brutto kw/kw, dobra kontrola kosztów, silny OCF [lekko negatywne]**SYNEKTIK:** Wyniki 2Q26: Rekordowe dostawy sprzętu napędzają przychody, EBITDA powyżej oczekiwań mimo mniej korzystnego miksu sprzedaży [lekko pozytywne]**FINANCIALS****OTP BANK:** Podsumowanie konferencji wynikowej 2Q26**MILLENIUM:** Podsumowanie konferencji wynikowej 2Q26**OIL, GAS & CHEMICALS****ORLEN:** Rząd planuje drugie podejście do windfall tax firm paliwowych - Domański**UTILITES & MINING****ENERGETYKA:** Negocjacje z KE ws. rynku mocy po 2030. Mniejszy deficyt w Polsce od oczekiwań [lekko negatywne]**CONSUMER****ALLEGRO:** Liczba realnych użytkowników w lipcu na poziomie 21.92 mln, -0.1% m/m**LPP:** Spór z dostawcami w Bangladeszu i ograniczenie zamówień - PB**AUTO PARTNER:** Szacunkowe przychody ze sprzedaży w lipcu 2026 roku**TMT****SHOPIFY:** Dobre wyniki za 2Q26: utrzymanie wzrostu GMV powyżej 30% mimo wymagającej bazy, EBIT wyższy o 68% r/r**EBAY:** Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q**CRITEO:** Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q**GAMING****BLOOBER TEAM:** Wywiad CEO dla Interia Gry**11 BIT STUDIOS:** Premiera wersji 1.0 Moonlighter 2 wyznaczona na 2 września [neutralne]**INDUSTRIALS****CSG:** CSG inwestuje w kanadyjskiego producenta systemów raketowych North Vector Dynamics**IONQ / CREOTECH QUANTUM:** Rekordowe wyniki IonQ za 2Q26 i podniesiony guidance**SCHAEFFLAR / AUTOMOTIVE:** Wyniki 2Q26: obniżone guidance dla E-Mobility, rozpoczęcie produkcji seryjnej komponentów dla humanoidów**INFINEON / SEMICONDUCTORS:** Wyniki 3Q26/27: AI przyspiesza, a szerokie odbicie poprawia perspektywę kolejnych kwartałów**SIEMENS ENERGY / ENERGY EQUIPMENT:** Wyniki 2Q26: backlog, marże i cash flow wchodzą na wyższy poziom**R&S GROUP / ENERGY EQUIPMENT:** Wyniki 2Q26: transformacja portfela postępuje, lecz utility pozostaje przejściowym hamulcem dla wyników**BASLER / MACHINE VISION:** Wyniki 2Q26: silny wzrost order intake, jednak realizacja przejściowo ograniczona przez zerwane łańcuchy dostaw**NIEWIADÓW – PGM:** Zakończenie pierwszego etapu odbioru technicznego linii do elaboracji amunicji wielkokalibrowej**RYNEK KOLEJOWY:** Polregio zawarło z Pesą umowę na dostawę 6 EZT z opcją na kolejnych 16 sztuk**ICEYE / RYNEK SPACE:** Scaleup Europe wybrał Iceye na pierwszą inwestycję**RYNEK DEFENCE / THALES:** Francja przechodzi od planów do przemysłowej produkcji dronów - Reuters**RYNEK DEFENCE:** Włochy wykorzystają elastyczność fiskalną UE do zwiększenia wydatków na obronność i zieloną energię - Politico**CONSTRUCTION & REAL ESTATE****BUDIMEX:** Zawarcie umowy z Bechtel Polska o wartości 208.9 mln PLN netto**BUDIMEX:** Podpisanie umowy z RSD o wartości 143.7 mln CZK netto**ROBYG:** Wniosek do UOKiK o zgodę na wspólną realizację projektu mieszkaniowego ROBYG**UNIBEP:** Podpisanie umowy z GDDKiA o wartości 331.7 mln PLN netto**SEGRO / PROLOGIS:** Przejęcie Segro przez Prologis za 14 mld GBP**BIOTECH****CELON PHARMA / RYNEK FARMACEUTYCZNY:** Eli Lilly zwiększa nakłady na badania kliniczne w Polsce – PB

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

COMMODITIES

COMMODITIES

Podsumowanie najważniejszych wydarzeń na rynku surowców z ostatnich tygodni

- **Rafinacja:** modelowa marża rafineryjna w Orlenie spadła w ost. kilku dniach do 34 USD/bbl., vs. 45 USD średnio w 2 połowie lipca, w otoczeniu rozgrywania deeskalacji na Bliskim Wschodzie, co widoczne też było na przecenie ropy Brent. Zapasy diesla ARA są sezonowo na rekordowo niskim poziomie. Największym ryzykiem dla Orlenu wydaje się potencjalna blokada przesyłu ropy arabskiej do portu Sidi Kirir w Egipcie.
- **Petrochemia:** większa przecena na modelowej marży petrochemicznej z 280 EUR/t na początku sierpnia do 160 USD/t. Marża na PDH nadal jest powyżej średniej LT, ale trend jest spadkowy.
- **Energia:** Wysokie temperatury zwiększają popyt na gaz przez klimatyzację i ograniczają produkcję energii przez problemy ze schładzaniem (niski poziom wód m.in. w Dunaju) elektrowni jądrowych, ale i bloków węglowych/gazowych – wpływ m.in. na EJ Paks na Węgrzech, Cernavoda w Rumunii, Kozloduy w Bułgarii i elektrownie jądrowe we Francji.
- **Miedź:** Wzrost cen miedzi LME do 14,100 USD/t (vs. 13,600 USD w połowie lipca), w otoczeniu wzmożonego importu metalu do USA (oczekiwanie na cła na miedź rafinowaną). Codelco zrezygnował z rozbudowy kopalni El Teniente o 100 tys. ton produkcji miedzi (0.5% globalnie), przez ryzyka sejsmiczne.
- Ceny **HRC** w Europie pozostają stabilne w okresie wakacyjnym na poziomie 710-715 EUR/t
- Ceny **pręta żebrowanego** w Polsce są nieco niższe niż w czerwcu, ale stabilne względem lipca (neutralne dla Cognor), rosną z kolei ceny wyrobów płaskich i profili zimnogiętych (pozytywne dla MFO, Bowim)
- Ceny **węgla koksującego** spadły do poziomu 213 USD/t (negatywne dla JSW)
- Niski stan wody na Renie ogranicza dostawy surowców dla zakładów ThyssenKrupp
- ArcelorMittal zapowiedział cen wyrobów długich, w tym pręta żebrowanego o 25 EUR/t z uwagi na wyższe ceny gazu
- Ceny **cynku** przekroczyły 3700 USD/t (pozytywne dla Befesa, Stalprodukt), TC pozostają rekordowo niskie
- Ceny **litu** spadają w obawie przed wzrostem podaży w związku ze wznowieniem projektów, które przy dużo niższych cenach obserwowanych w ub.r. były nierentowne
- USA ograniczają eksport odpadów przemysłowych zawierających kluczowe minerały i pierwiastki ziem rzadkich

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	151,087	-0.3%	8%	40%
WIG20	3,985	-0.3%	8%	36%
mWIG40	10,524	-0.2%	7%	31%
sWIG80	31,341	-0.1%	1%	8%
PX (Prague)	2,769	0.1%	6%	22%
BUX (Budapest)	148,086	-0.7%	3%	46%
BET (Bucharest)	36,070	-0.6%	6%	76%
BIST30 (Istanbul)	15,529	0.1%	-7%	29%
DAX	26,126	-0.3%	1%	9%
FTSE 100	10,888	0.1%	2%	19%
STOXX Europe 600	657	0.0%	1%	21%
S&P 500	7,724	-0.2%	2%	22%
NASDAQ 100	29,488	-0.8%	-1%	26%
Nikkei 225	65,754	3.7%	-6%	61%
Shanghai Comp	3,877	1.5%	-4%	7%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.1%	-1.0	41.6	22.3
PL 10Y bond yield	5.6%	1.5	42.6	21.9
CZ 10Y bond yield	4.8%	-4.3	21.0	46.0
HU 10Y bond yield	5.4%	-7.0	40.0	-167.0
RO 10Y bond yield	7.0%	6.5	25.0	-20.5
WIBOR 3M	3.8%	1.0	0.0	-111.0
EURIBOR 3M	2.5%	3.7	17.7	50.4

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.72	0.0%	-0.6%	2%
EUR/PLN	4.30	0.0%	0.3%	0.7%
EUR/USD	1.15	0.0%	0.9%	-1.0%
GBP/PLN	5.01	0.0%	0.1%	-2.3%
CZK/PLN	0.18	0.1%	-0.1%	-2.1%
HUF/PLN	0.012	0.2%	2.1%	-9.6%
RON/PLN	0.82	0.0%	0.0%	2.6%
CNY/PLN	0.55	-0.1%	0.0%	-7.5%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,267	0.5%	2%	26%
Silver (USD/toz)	61.9	0%	0%	64%
Copper (USD/t)	14,111	0.3%	6%	46%
Zinc (USD/t)	3,729	1.5%	5%	35%
Molybdenum (USD/lb)	33.2	0.1%	6%	39%
Iron ore (USD/t)	95	1.0%	-3%	-6%
HCC (USD/t)	215	1.2%	-10%	0%
HRC EU (EUR/t)	705	0.0%	3%	29%
Brent crude oil (USD/bbl.)	79.0	-0.5%	10%	18%
CO2 (EUR/t)	81.1	-0.3%	1%	10%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	52.6	-4%	17%	53%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	100	-0.4%	8%	15%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	473	-1.5%	5%	12%
Shanghai Freight Index	3,206	4.7%	-1%	101%

FINANCIAL RESULTS

RHEINMETALL (RHM GR; BUY; TP EUR 1700)
Wyniki za 2Q26: Operating result zgodny ze wstępnymi, silny order intake [lekko pozytywne]

EURm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E
Revenues	1,949	2,308	3,878	1,938	3,289	69%	70%	3,289
Vehicle Systems	945	1,338	1,757	985	1,446	53%	47%	1,276
Weapon & Ammunition	724	691	1,518	601	1,156	60%	92%	1,157
EBITDA	311	431	1,009	283	614	97%	117%	593
EBIT	220	315	958	182	483	120%	165%	417
Vehicle Systems	97	168	236	94	180	86%	91%	137
Weapon & Ammunition	164	160	596	117	298	82%	155%	264
Net profit*	131	154	327	112	293	124%	162%	234
EBITDA margin	16.0%	18.7%	26.0%	14.6%	18.7%	2.71pp	4.1pp	18.0%
EBIT margin	11.3%	13.6%	24.7%	9.4%	14.7%	3.40pp	5.3pp	12.7%
Vehicle Systems	10.3%	12.6%	13.4%	9.5%	12.4%	2.18pp	2.9pp	10.8%
Weapon & Ammunition	22.7%	23.2%	39.3%	19.5%	25.8%	3.13pp	6.3pp	22.9%
Net profit margin	6.7%	6.7%	8.4%	5.8%	8.9%	2.19pp	3.1pp	7.1%
Order intake	1,798	2,721	11,987	4,037	10,909	+	170%	8,809
Book-to-bill	0.9x	1.2x	3.1x	2.1x	3.3x	260%	59%	2.7x
Order backlog (EURbn)	32.3	32.7	40.8	49.4	56.3	75%	14%	56.1
Backlog/revenues (LTM)	3.5x	3.6x	4.1x	4.9x	4.9x	41%	1%	4.9x
OCF	-712	77	2,502	-155	-1,111	-	-	
Capex	199	246	274	150	245	23%	63%	
Net debt	2,025	2,356	-41	1,152	2,722	34%	136%	
P/E12M trailing	67.4	66.0	79.9	76.1	62.2			
EV/EBITDA 12M trailing	35.8	34.6	27.5	27.7	24.7			

Source: Company, Trigon; *parent, continuing operations

- Nowe zamówienia (Rheinmetall Nomination) o wartości 11,4 mld EUR (w tym 10,9 mld order intake)
- Rheinmetall Backlog na poziomie 80,5 mld EUR (vs 56 mld EUR w 2Q25)

#Outlook & Guidance

- W wyniku oceny skutków anulowania programu fregat F126, ogłoszonego pod koniec czerwca 2026, skorygowano roczne prognozy Grupy na rok obrotowy 2026
- W bieżącym roku obrotowym dział Naval Systems odnotuje ujemny wpływ na sprzedaż w wysokości do 300 mln EUR
- Pozostałe założenia leżące u podstaw prognozy rocznej pozostają aktualne
- Rheinmetall spodziewa się obecnie wzrostu skonsolidowanej sprzedaży do poziomu 13,7-14,2 mld EUR (9,9 mld EUR w FY25)
- Rheinmetall spodziewa się, że Grupa, uwzględniając przejęcia, poprawi swój wynik operacyjny w FY26 oraz osiągnie marżę wyniku operacyjnego na poziomie około 19% (marża wyniku operacyjnego w FY25: 18,5%)

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)					
Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	3162	2460.0	2451.0	2452.9	129%
WIG20	2539.8	2066.6	2067.8	2042.0	123%
WIG40	486.8	308.4	323.4	341.8	151%
sWIG80	80.4	50.6	60.9	64.9	132%

TOP VOLUME (PLNm)					
WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
KGH	320	XTB	85.9	1AT	6.1
PKN	273.1	ACP	41.8	ELT	3.0
ALE	230.2	MDV	30.9	DIG	2.6
PKO	224.3	ASB	26.2	COG	2.4
DNP	111.9	TPE	24.9	SGN	2.3
ZAB	105.9	SNT	22.8	CRQ	2.2
PEO	100.2	CAR	18.2	SCW	2.1
PZU	96.7	BFT	16.3	DAT	2.1
EBP	89.8	MIL	14.4	BCX	1.9
LPP	70.7	PXM	10.6	MDG	1.8

VOLUME SPIKES (PLNm)					
WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
BDX	234%	CAR	408%	WTN	328%
EBP	152%	DOM	393%	ELT	298%
ALR	149%	RVU	271%	1AT	283%
PGE	145%	PXM	183%	CIG	281%
KGH	143%	ATT	183%	RVU	271%
MBK	118%	ACP	164%	AGO	260%
PKN	115%	RBW	159%	MRC	243%
MDV	109%	APR	133%	CTX	234%
LPP	105%	XTB	130%	SCP	217%
KRU	103%	COG	122%	MDG	205%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
PKN	150	2.2%	ALR	136	-5%
KGH	346	2.1%	EBP	720	-3.4%
LPP	22,000	0.7%	KRU	430	-2.2%
MDV	98	0.7%	MBK	1,420	-2.0%
PZU	73	0.3%	PGE	11	-1.7%
Best			mWIG40		
RVU	16.0	6.1%	DOM	252.0	-3%
PXM	6.8	5.5%	MIL	20.6	-2.7%
ASB	116.3	2.9%	BHW	123.0	-2.4%
XTB	161.0	2.1%	COG	6.4	-2.4%
NEU	798.0	1.8%	TPE	9.3	-1.5%
Best			sWIG80		
RVU	16.0	6.1%	DAT	137.0	-4%
IMC	32.9	5.3%	ANR	20.2	-3.3%
ELT	65.9	4.1%	BMC	15.9	-3.1%
CIG	2.6	3.2%	CTX	70.7	-2.9%
ENT	55.2	2.2%	SCW	279.0	-2.4%

ASBIS (ASB PW; HOLD; TP PLN 120)

Wyniki za 2Q26: Głębszy spadek marży brutto kw/kw, dobra kontrola kosztów, silny OCF [lekko negatywne]

USDm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	949	930	1248	1269	1697	79%	34%	1697	1686
Former Soviet Union	322	345	518	497	636	98%	28%		
Kazakhstan	131	121	187	166	240	83%	44%		
Ukraine	91	104	166	179	215	137%	20%		
Central & Eastern Europe	259	270	359	287	278	7%	-3%		
Poland	43	49	61	66	65	51%	-1%		
Slovakia	93	97	136	75	91	-2%	22%		
Middle East & Africa	181	144	168	143	207	15%	45%		
UAE	124	93	89	73	160	29%	118%		
Western Europe	159	103	119	162	363	128%	124%		
Other regions	29	67	84	180	212	+	18%		
EBITDA	26.0	25.7	50.7	58.2	66.4	156%	14%	67.8	68.6
EBIT	23.5	23.3	47.8	54.5	62.6	166%	15%	64.0	64.8
Net profit	12.1	11.9	29.3	36.5	44.5	267%	22%	42.7	42.7
adj. Net profit	12.0	12.0	28.9	36.5	44.1	269%	21%	42.7	42.7
Gross margin	6.7%	7.0%	7.9%	8.6%	7.1%	0.37pp	-1.55pp	7.8%	
SG&A ratio	4.2%	4.5%	4.0%	4.3%	3.4%	-0.84pp	-0.94pp	4.0%	
EBITDA margin	2.7%	2.8%	4.1%	4.6%	3.9%	1.18pp	-0.67pp	4.0%	4.1%
EBIT margin	2.5%	2.5%	3.8%	4.3%	3.7%	1.21pp	-0.61pp	3.8%	3.8%
adj. Net profit margin	1.3%	1.3%	2.3%	2.9%	2.6%	1.34pp	-0.27pp	2.5%	2.5%
Smartphones % of sales	40.9%	33.1%	34.4%	31.9%	31.0%	-9.9pp	-0.9pp		
Servers % of sales	19.8%	19.8%	16.4%	32.2%	42.6%	22.8pp	10.5pp		
CPUs % of sales	8.2%	11.0%	10.3%	5.9%	3.5%	-4.7pp	-2.5pp		
Laptops % of sales	7.0%	6.9%	6.3%	5.4%	4.9%	-2.1pp	-0.5pp		
OCF	0	5	209	-20	98	-	-		
FCF	-6	3	200	-38	82	-	-		
Net debt*	226	238	117	133	65	-71%	-51%		
ND/EBITDA	2.2	2.2	1.0	0.8	0.3				
adj. P/E12M trailing	32.5	31.1	28.8	19.4	14.3				
EV/EBITDA 12M trailing	19.0	18.3	15.3	11.6	8.9				

Source: Company, Trigon; *incl. rev. factoring

SYNEKTIK (SNT PW; HOLD; TP PLN 398)

Wyniki 2Q26: Rekordowe dostawy sprzętu napędzają przychody, EBITDA powyżej oczekiwań mimo mniej korzystnego miksu sprzedaży [lekko pozytywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	154.2	199.2	228.0	213.2	292.3	89%	37%	269.0	279.0
Medical equipment and IT	139.4	187.1	214.1	199.6	278.9	100%	40%	256.0	
Medical equipment sales	57.4	103.6	122.9	103.4	175.3	205%	70%	156.0	
Recurring revenue	82.0	83.5	91.2	96.2	103.6	26%	8%	100.0	
Radiopharmaceutical sales	14.8	12.2	13.9	13.6	13.4	-10%	-2%	13.0	
Standard	7.1	6.1	7.0	7.1	7.2	1%	2%	7.6	
Specialized	2.2	3.0	2.6	3.7	4.1	88%	11%	3.9	
Other	5.5	3.2	4.3	2.8	2.0	-63%	-28%	1.5	
EBITDA*	41.6	54.6	59.8	58.2	71.5	72%	23%	67.0	70.7
Medical equipment and IT	42.8	60.1	60.6	60.4	76.1	78%	26%	70.3	
Radiopharmacy	5.2	3.2	4.1	4.7	3.6	-30%	-23%	4.0	
Other	-6.3	-8.6	-4.9	-6.8	-8.2	-	-	-7.3	
EBIT*	36.4	49.5	54.0	53.7	66.1	81%	23%	63.0	65.8
Net Profit*	30.5	39.4	43.1	39.8	55.1	80%	38%	47.0	52.2
Net profit	23.7	30.9	35.0	35.0	55.1	132%	57%	47.0	
EBITDA margin*	27.0%	27.4%	26.2%	27.3%	24.5%	-2.5pp	-2.9pp	25.2%	25.3%
Medical equipment and IT	30.7%	32.1%	28.3%	30.3%	27.3%	-3.4pp	-3.0pp	27.0%	
Radiopharmacy	34.8%	26.0%	29.2%	34.3%	27.0%	-7.8pp	-7.3pp	30.0%	
EBIT margin*	23.6%	24.9%	23.7%	25.2%	22.6%	-1.0pp	-2.6pp	22.1%	23.6%
Net profit margin*	19.8%	19.8%	18.9%	18.7%	18.8%	-1.0pp	0.2pp	17.2%	18.7%
OCF	-5.0	36.5	97.1	63.0	63.3	-	0%		
FCF	-8.3	28.3	93.0	46.8	76.7	-	64%		
Net debt / (cash)	-15.9	-44.0	-133.8	20.9	-35.7	-	-		
P/E 12M trailing	29.6	29.0	23.2	20.5	17.7				
EV/EBITDA 12M trailing	20.7	20.3	16.0	14.7	12.7				

Note: (*) from continuing operations. Source: Company, Trigon, PAP for consensus.

- **Backlog** na koniec czerwca wynosi 44.2mln PLN (+35% r/r).

- **Wartość aktywnych ofert** na koniec czerwca wynosi 160.8mln PLN (+17% r/r) część otwartych na koniec czerwca 2026 r. projektów sprzedażowych zakończyła się zawarciem umów lub pozytywnym rozstrzygnięciem przetargów (w tym m.in. zawarcie umowy sprzedaży systemu robotycznego da Vinci dla szpitala uniwersyteckiego w Kownie, będącej pierwszym zleceniem pozyskanym na rynkach krajów bałtyckich).

FINANCIALS

OTP BANK (OTP HB; BUY; TP HUF 51,714)

Podsumowanie konferencji wynikowej 2Q26

#Outlook

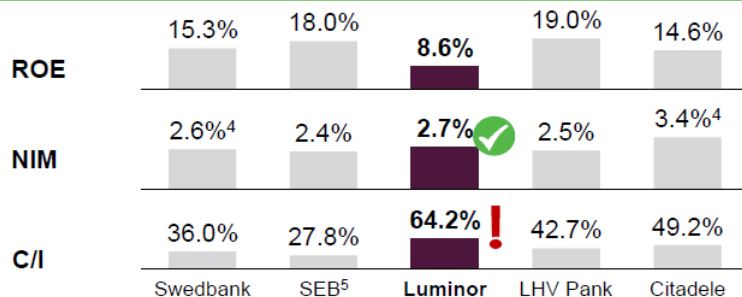
- Podniesiono guidance marży odsetkowej, która ma przekroczyć poziom z 2025 (4.34%), wcześniej zakładano poziom zbliżony.

- Spółka oczekuje spadku windfall tax na Węgrzech od przyszłego roku i stopniowego wygaszenia do 0%.

#Luminor Bank

- Luminor ma 12% udziału w rynku kredytów wobec 21% u gracza nr 2. ROE 8.6% wobec 14.6-19% u porównywalnych banków bałtyckich, przy marży odsetkowej lepszej niż u liderów rynku, podkreślono również niższą efektywność kosztową względem konkurencji;

Performance indicators of TOP Baltics banks³ (2025)



- Ambicja to domknięcie luki do liderów, organicznie lub przez kolejne akwizycje na Bałtykach;

- Konsultacje z lokalnymi nadzorcami i EBC przed transakcją nie ujawniły istotnych przeszkód, ale proces jest w toku. Zarząd wprost przyznaje, że OTP jest w krajach bałtyckich podmiotem politycznie wrażliwym;

- Skala transakcji nie uzasadnia emisji AT1, wcześniej sygnalizowanej jako opcja przy dużej akwizycji; polityka dywidendowa bez zmian.

MILLENIUM (MIL PW; SELL; TP PLN 18)**Podsumowanie konferencji wyników 2Q26**

- Bank otrzymał decyzję KNF z 4 sierpnia 2026 r. o zgodzie na zakwalifikowanie do instrumentów Tier II obligacji podporządkowanych o łącznej wartości nominalnej 500 mln EUR, wyemitowanych 27 maja 2026 r.
- Szacunkowy wpływ na współczynnik TCR według danych na koniec czerwca 2026 r. to +3,75 p.p. jednostkowo i +3,45 p.p. skonsolidowanie.

OIL, GAS & CHEMICALS**ORLEN (PKN PW; HOLD; TP PLN 156.5)****Rząd planuje drugie podejście do windfall tax firm paliwowych - Domański**

- „Wiemy, że w tej chwili koncerny paliwowe, nie tylko w Polsce, osiągają potężne zyski kosztem kierowców. Od samego początku mówiliśmy, że pakiet CPN ma być sfinansowany właśnie z opodatkowania tych nadmiarowych potężnych zysków” - Domański
- Domański pytany, czy będzie drugie podejście do opodatkowania koncernów paliwowych, odpowiedział: „Myślę, że takie kolejne podejście będzie. Trudno jeszcze powiedzieć kiedy. Musi zostać zakończona analiza sytuacji”.

UTILITES & MINING**ENERGETYKA****Negocjacje z KE ws. rynku mocy po 2030. Mniejszy deficyt w Polsce od oczekiwań [lekko negatywne]**

- Już ponad rok trwają negocjacje z Komisją Europejską na temat formy przyszłego rynku mocy od 2030 r. – wnp.pl ([LINK](#))
- Analizowany jest trójpak mocy (wpisany do strategii PSE do 2040): 1) nowy rynek mocy na lata 2030-2040 dla jednostek zero/nisko-emisyjnych, 2) mechanizm elastyczności (wsparcie m.in. dla magazynów energii, DSR), 3) mechanizm dekarbonizacyjny, zapewniający funkcjonowanie generacji do czasu oddania nowych jednostek niski/zero-emisyjnych (kontraktacja starych i nowych jednostek i stopniowe wycofywanie ich po 2028).
- Wg. wiceministra energii W. Wrochny, negocjacje ws. dwóch pierwszych części idą sprawnie, a najtrudniejsza część dot. trzeciego punktu, dekarbonizacji. „Okazuje się, że deficyt mocy, który mamy, jest mniejszy, niż nam się wydawało. W związku z tym zastanawiamy się jak najoptymalniej przeprowadzić te jednostki węglowe, które dzisiaj nie są uprawnione do rekompensaty z tytułu rynku mocy. Chcemy dojść do modelu docelowego, czyli niewspierania w rynku mocy jednostek węglowych”

CONSUMER**ALLEGRO (ALE PW; BUY; TP PLN 52.0)****Liczba realnych użytkowników w lipcu na poziomie 21.92 mln, -0.1% m/m**

- 21.92 mln realnych użytkowników wobec 21.93 mln w czerwcu, przy wzroście zasięgu do 74.1% z 73.1%, co wskazuje na sezonowo mniejszą bazę internautów, a nie na utratę zasięgu;
- Średni czas na użytkownika wydłużył się do 1h 29min z 1h 27min, a w aplikacji do 2h 02min – liczba jej użytkowników wzrosła do 9.20 mln z 9.17 mln;
- Spadek dotyczy wyłącznie kanału mobilnego (19.66 mln vs 19.85 mln), co przy rosnącym zasięgu i ATS ma charakter sezonowy.

LPP (LPP PW; BUY; TP PLN 25,500)**Spór z dostawcami w Bangladeszu i ograniczenie zamówień - PB**

- 30 lipca LPP poinformowało bangladeskich dostawców o zawieszeniu składania nowych zamówień i przesyłania projektów oraz o kompleksowym przeglądzie strategii zaopatrzenia, w tym możliwości przeniesienia produkcji do innych krajów (The Business Standard);
- Bangladesz odpowiada w zależności od kolekcji za nawet 40% produktów grupy i ok. 700 mln USD zamówień rocznie - to największy pojedynczy rynek zaopatrzeniowy LPP, przed Chinami, Indiami, Pakistanem i Turcją;
- Tłem jest postępowanie sądowe wszczęte przez ok. 40 lokalnych eksporterów w sporze o ok. 40 mln USD za towary dostarczone dla FES Retail (Rosja) na podstawie umów gwarantowanych przez LPP; płatności wstrzymano ok. 18 miesięcy temu. Szef stowarzyszenia producentów odzieży dzianinowej zapowiada działania na rzecz wpisania LPP na czarną listę w Bangladeszu;
- LPP nazywa doniesienia o zaległościach nieprawdziwymi i dezinformacyjnymi, wskazuje, że nie otrzymało od żadnego dostawcy formalnego roszczenia sądowego ani arbitrażowego, a odpowiedzialność za zamówienia ponosi FES - odrębny podmiot, któremu w 2022 r. sprzedano rosyjską spółkę. Inwestor do dziś nie rozliczył się z LPP z tytułu transakcji i towarów, co przełożyło się na odpisy o łącznej wartości 1,1 mld zł;
- Spółka potwierdziła ograniczenie części operacji zakupowych w Bangladeszu, tłumacząc to bezpieczeństwem pracowników i ochroną interesów spółki; skala działań ma być oceniana na bieżąco.

AUTO PARTNER (APR PW; BUY; TP PLN 33.5)**Szacunkowe przychody ze sprzedaży w lipcu 2026 roku**

- Zgodnie z opublikowanymi szacunkami, przychody grupy w lipcu 2026 r. wyniosły 454.3 mln PLN, co oznacza wzrost o 11.7% r/r;
- W ujęciu narastającym (za okres od stycznia do lipca 2026 r.) szacunkowe przychody wyniosły ok. 2.91 mld PLN, co stanowi wzrost o 11.1% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego.

TMT

SHOPIFY

Dobre wyniki za 2Q26: utrzymanie wzrostu GMV powyżej 30% mimo wymagającej bazy, EBIT wyższy o 68% r/r

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
GMV (USD b)	74.8	87.8	92.0	123.8	100.7	115.6
GMV y/y	23%	31%	32%	31%	35%	32%
GMV 2Y CAGR	23%	26%	28%	28%	29%	31%
GMV Europe y/y (c. cur.)	39%	42%	42%	35%	35%	34%
Revenues (USD m)	2,360	2,680	2,844	3,672	3,170	3,583
Revenues y/y	27%	31%	32%	31%	34%	34%
Subscription rev.	620	656	699	777	750	802
Solutions rev.	1,740	2,024	2,145	2,895	2,420	2,781
Take rate (% of GMV)	3.16%	3.05%	3.09%	2.97%	3.15%	3.10%
thereof subscr.	0.83%	0.75%	0.76%	0.63%	0.74%	0.69%
thereof solutions	2.33%	2.30%	2.33%	2.34%	2.40%	2.41%
Gross profit	1,169	1,302	1,391	1,693	1,546	1,708
Gross profit margin	50%	49%	49%	46%	49%	48%
EBIT (USD m)	203	291	343	631	382	488
EBIT y/y	136%	21%	21%	36%	88%	68%
EBIT margin	9%	11%	12%	17%	12%	14%
Net profit	-682	906	264	743	-581	1,502

- Przychody 3,58 mld USD (+34%; +33% w stałych walutach), powyżej kons. 3,46 mld USD;

- Adj. EPS 0,42 USD, powyżej kons. 0,40 USD;

#Segmenty i geografia

- Merchant Solutions: przychody +37% do 2,78 mld USD;

- Subscription Solutions: przychody +22% do 802 mln USD;

- B2B GMV +76% r/r, Offline GMV +32%, Shop Pay GMV +53% r/r;

- Shopify Payments: 78,1 mld USD GMV, penetracja 68% (+4 pp r/r, w Europie +3.5pp);

#Outlook 3Q26

- Przychody mają wzrosnąć o niskie trzydzieści kilka procent;

- Zysk brutto ma wzrosnąć o średnie do wysokich dwadzieścia kilka procent (wolniej niż przychody przez rosnący udział merchant solutions);

#Konferencja, trendy sektorowe

- Shopify nadal rośnie znacznie szybciej niż rynek e-commerce. Według spółki od początku 2025 r. jej sprzedawcy przejęli niemal połowę przyrostu wartości amerykańskiego e-commerce, mimo że platforma odpowiada za tylko ok. 14% rynku;

- Strategia spółki opiera się na wejściu przez jeden moduł, np. e-commerce lub Shop Pay, a następnie cross-sellu POS, B2B, płatności i innych funkcji. Zarząd nie widzi praktycznego limitu wielkości klienta pod względem GMV;

- Retencja rośnie wraz ze skalą klienta: dla merchantów przekraczających USD 1 mln rocznego GMV wynosiła 92% w ostatnich pięciu latach, a powyżej USD 10 mln – 97%;

- Najszybciej rosną duzi sprzedawcy z GMV powyżej USD 25 mln, ale największy wkład w przyrost GMV zapewnia segment USD 2–25 mln. Coraz więcej dużych marek przenosi się na Shopify, a czas migracji może wynosić zaledwie kilka tygodni;

- AI-commerce jest nadal mały względem całego GMV, ale szybko rośnie: ruch i liczba zamówień z kanałów AI wzrosły 3x r/r;

- Dzielne wykorzystanie Sidekick (AI asystent e-commerce) przez merchantów wzrosło 3,6x r/r;

- W 2Q utworzono za pomocą asystenta AI 36 tys. aplikacji wobec 12 tys. w 1Q;

- AI poprawia onboarding: wykorzystanie Sidekick zwiększyło o 8% liczbę nowych merchantów osiągających pięć zamówień w ciągu pierwszych 15 dni. Dla dojrzałych klientów narzędzie przesuwają się od konfiguracji sklepu w stronę analityki i raportowania;

- Konwersja wyszukiwania opartego na Shopify Catalog jest 2x wyższa niż przy danych pozyskiwanych przez scraping, a konwersja ruchu z AI prawie 80% wyższa niż z tradycyjnego organic search;

- AI nie kanibalizuje obecnie klasycznego wyszukiwania. Sesje z tradycyjnych wyszukiwarek wzrosły 1,3x w ciągu dwóch lat i nadal odpowiadają za około 1/3 ruchu. Zarząd traktuje AI jako dodatkowy kanał popytu;

- Największym beneficjentem AI mogą być niszowe marki: 75% zamówień przypisanych do AI pochodziło spoza 100 największych kategorii. AI lepiej dopasowuje wyspecjalizowane produkty do konkretnej intencji klienta niż klasyczne wyszukiwanie słów kluczowych;

- Połowa wizyt z AI trafia bezpośrednio na kartę produktu, 2,5x częściej niż z tradycyjnego search. Skraca to ścieżkę zakupową i powinno podnosić konwersję;

- Shopify nie planuje obecnie osobnej opłaty za transakcje agent commerce: monetyzacja następuje poprzez dodatkowy GMV.

EBAY

Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q

- eBay podniósł outlook na 2026 po uwzględnieniu przejętej platformy Depop i wyższego popytu w segmencie C2C i reklamach: oczekuje wzrostu GMV o 11,5–12,5%, przychodów o 11–12% oraz non-GAAP EBIT i EPS o 10–12%.
- Guidance na Q3 zakłada GMV USD 22,0–22,4 mld (+10–12% FX-neutral; organicznie +7–9%) i przychody USD 3,07–3,12 mld.
- Wzrost pozostaje szeroki: strategiczne obszary odpowiadają już za 70% GMV, a focus categories oraz recommerce/C2C rosną powyżej 20%;
- USA pozostają motorem (+24% GMV), natomiast rynki międzynarodowe wzrosły o +6%; inwestycje w C2C i wybrane kategorie działają;
- Depop rozszerza ekspozycję na młodszych konsumentów i rynek używanej mody; obciąża krótkoterminowo marżę, ale ma być dodatni dla zysku od 2028 r.;
- W 2H wzrost zwolni przez wyższą bazę (pokemony, większy marketing przed rokiem);
- Reklama rośnie 23% w stałych walutach, a penetracja GMV wynosi 2,7% (vs. Allegro 2,3% w 2026 w Polsce); cel 3% nie jest traktowany jako sufit, dzięki dalszej adopcji przez sprzedawców i optymalizacji stawek.
- „Magical listings” wykorzystano już w setkach milionów ofert; AI skraca czas wystawiania, zwiększa powtarzalność oraz GMV na sprzedawcę i będzie rozszerzane na całe C2C.
- AI poprawia także konwersję wyszukiwania, trafność reklam, budowę kampanii, rekomendacje dla sprzedawców oraz personalizację komunikacji CRM.
- eBay Live (sprzedaż na żywo) rośnie ok. 7–8x r/r i zwiększa zaangażowanie kupujących oraz tempo wzrostu sprzedawców;
- Spółka reinwestuje część nadwyżkowych zysków w C2C, Live, dostawy i Depop.

CRITEO

Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q

- Criteo obniżyło outlook: Contribution ex-TAC (przychód pomniejszony o bezpośrednie koszty pozyskania ruchu lub powierzchni reklamowej) ma spaść w 2026 o 10–12% w stałych walutach;
- Guidance na Q3 zakłada Contribution ex-TAC USD 237–241 mln, czyli spadek o 14–15%; outlook bazuje na słabych trendach obserwowanych w czerwcu.
- Performance Media pozostaje pod presją cięć u kilku dużych klientów, słabszego discretionary retail i normalizacji travel; fashion spadł o 21%.
- Retail Media pozostaje strukturalnie mocne: Contribution ex-TAC wzrosło o 20%, a media spend o 31%, przy rosnącym znaczeniu kanału dla ponad 4,5 tys. marek.
- Auction-Based Display jest najszybciej rosnącym formatem i działa już u ponad 85 retailerów wobec 60 kwartał wcześniej; rynek przesuwają się w stronę aukcyjnego zakupu inventory.
- Partnerstwo z OpenAI rozwija się szybciej od oczekiwań: ruch z ChatGPT konwertuje 1,5–2x lepiej niż tradycyjne odniesienia, a ok. 80% płatnego ruchu stanowią nowi klienci marek.
- Criteo monetyzuje agentic commerce poprzez sponsorowane rekomendacje w ramach asystentów AI merchantów, konwersacyjne reklamy oraz katalogi produktowe dostępne w ChatGPT.
- Agencje integrują się MCP Criteo, co pozwala im naturalnym językiem tworzyć i aktywować kampanie; osadza to platformę w codziennych workflow klientów.
- Outlook na 2026 nie zakłada istotnego wkładu OpenAI ani agentic AI; spółka oczekuje, że technologie te staną się znaczącym motorem wzrostu od 2027 r.

GAMING

BLOOBER TEAM (BLO PW; BUY; TP PLN 40)

Wywiad CEO dla Interia Gry

- [LINK](#);
- Bloober Team chce wyjść poza etykietę „studia od horrorów” i zostać światowym liderem dark storytellingu — mrocznych, dojrzałych historii, które wywołują emocje i zostają z graczem na długo;
- Ta filozofia ma obejmować różne gatunki i formaty: survival horror, thrillery, science fiction, multiplayer, a w przyszłości również nowe media;
- Studio „projektuje emocje”, nie same strachy. Mechanika, narracja, muzyka, świat i tempo mają tworzyć jedno spójne doświadczenie; jumpscare’y są mniej istotne niż atmosfera, wyobrażenia i niepokój;
- Spółka stawia na strategię długoterminową: kilka zróżnicowanych projektów, stabilne zespoły i rozwój na dekady, bez uzależniania przyszłości od jednej marki lub pojedynczego sukcesu;
- Sukcesy Silent Hill 2 i autorskiego Cronos: The New Dawn mają potwierdzać, że Bloober potrafi zarówno pracować ze światowymi markami, jak i tworzyć własne IP na najwyższym poziomie;
- Aktualnie powstają: DLC Cronos, multiplayerowe SAW: Genesis, Star Trek: Shadow Frontier tworzone z Paramount, kolejny projekt z serii Silent Hill we współpracy z Konami;
- Oprócz tego studio ma kilka nieujawnionych projektów, o których mamy usłyszeć „już niedługo”, co może sugerować kolejne ogłoszenia w nieodległym terminie.

11 BIT STUDIOS (11B PW; HOLD; TP PLN 140)

Premiera wersji 1.0 Moonlighter 2 wyznaczona na 2 września [neutralne]

- Gra z segmentu wydawniczego w wersji EA była dostępna od 19 listopada ur. w cenie 15 USD;
- Gra ukaże się w pełnej wersji na PC oraz konsole Xbox Series X|S (również w usłudze Game Pass), Nintendo Switch 2 i PlayStation 5;
- Sequel gry Moonlighter jest dostępny za darmo do odebrania na Steamie do 9 sierpnia;
- Neutralna informacja, zgodna z naszymi założeniami i dotychczasowymi przypuszczeniami.

INDUSTRIALS

CSG (CSG NA; BUY; TP EUR 23.0)**CSG inwestuje w kanadyjskiego producenta systemów rakietowych North Vector Dynamics**

- CSG zostało strategicznym inwestorem North Vector Dynamics, kanadyjskiej spółki rozwijającej systemy obrony powietrznej, pociski precyzyjne, technologie counter-UAS i hipersoniczne
- Wartości inwestycji nie ujawniono; wycena NVD po transakcji przekracza 90 mln USD
- CSG zapewni spółce kapitał, zaplecze produkcyjne, kompetencje integracyjne oraz sieć handlową w państwach NATO, Ukrainie i krajach partnerskich
- Inwestycja ma uzupełniać kompetencje CSG w radarach, obronie powietrznej, systemach autonomicznych oraz napędach dla pocisków i bezzałogowców
- Flagowym produktem NVD jest CM-70, precyzyjny interceptor counter-UAS, projektowany jako tańsza alternatywa dla konwencjonalnych pocisków przeciwlotniczych
- Otwarta architektura CM-70 umożliwia integrację z Natowskimi systemami dowodzenia oraz istniejącymi warstwowymi systemami obrony powietrznej
- NVD rozwija również systemy uderzeniowe i przechwytyjące różnych klas prędkości, zasięgu i ładunku oraz technologie napędowe i sensoryczne
- Spółka realizuje kontrakt kanadyjskiego resortu obrony dotyczący technologii hipersonicznych; jej zespół posiada doświadczenie m.in. z NASA i kanadyjskich sił zbrojnych
- Transakcja ma wzmacniać obecność CSG w Ameryce Północnej i może przyspieszyć komercjalizację oraz seryjne wdrożenia technologii NVD na rynkach sojuszników

IONQ / CREOTECH QUANTUM (CRQ PW; No recommendation)**Rekordowe wyniki IonQ za 2Q26 i podniesiony guidance**

- Przychody 2Q26 wyniosły 80,1 mln USD, rosnąc o 287% r/r i przekraczając środek wcześniejszego guidance o 20%
- Przychody 1H26 wzrosły do 144,7 mln USD z 28,3 mln USD rok wcześniej
- Wzrost napędzały wdrożenia komputerów IonQ Tempo, wykorzystanie usług chmurowych oraz rosnąca sprzedaż całej platformy kwantowej
- Klienci komercyjni odpowiadali za około 60% przychodów, międzynarodowi za 50%, a rozwiązania wieloproduktowe za 25%
- Remaining performance obligations wzrosły o 297% r/r, wskazując na dalszą poprawę widoczności przyszłych przychodów
- IonQ podniosło guidance przychodów na 2026 r. do 280-290 mln USD i podtrzymało oczekiwanie 100% organicznego wzrostu
- Skor. strata EBITDA wyniosła 120,3 mln USD; bez kosztów współpracy ze SkyWater byłoby to 95,6 mln USD
- Strata netto sięgnęła 1,87 mld USD, głównie przez księgową zmianę wartości zobowiązań warrantowych na 1,65 mld USD

#Nowe zamówienia

- IonQ otrzymało od DARPA rozszerzenie kontraktu wartości 28 mln USD na produkcję i dostawę 125 optycznych zegarów atomowych dla administracji USA
- Spółka zainwestuje 15 mln USD w moce produkcyjne zegarów, wykorzystywanych m.in. w radarach, bezpiecznej komunikacji i precyzyjnej geolokalizacji
- Należąca do IonQ Capella otrzymała kontrakt NRO na dostawy komercyjnych zobrazowań SAR i usług danych dla amerykańskich misji bezpieczeństwa narodowego

SCHAEFFLAR / AUTOMOTIVE**Wyniki 2Q26: obniżone guidance dla E-Mobility, rozpoczęcie produkcji seryjnej komponentów dla humanoidów****#Sytuacja rynkowa**

- Spółka obniżyła średnioterminowe oczekiwania przychodowe głównie z powodu słabszych perspektyw E-Mobility w USA oraz bardziej ostrożnych założeń dla Bearings&Industrial Solutions, jednocześnie podkreślając, że dywersyfikacja między napędami elektrycznymi, hybrydowymi i spalinowymi ogranicza wpływ zmian technologicznych na wyniki grupy
- E-Mobility nadal rośnie dzięki ramp-upom w Europie i Azji, a sprzedaż produktów do BEV wyraźnie przewyższała dynamikę rynku, jednak bieżący napływ zamówień jest niższy niż w poprzednich latach z powodu niepewności klientów, przy nadal wysokim portfelu przekraczającym 30mld EUR
- Powertrain&Chassis odczuwa spadek rynku i wygaszanie wybranych kontraktów, ale zarząd wskazuje, że w USA część popytu traconego przez E-Mobility wraca do tradycyjnych i hybrydowych układów napędowych, co potwierdza działanie strategii „hedgingu technologicznego”

- Vehicle Lifetime Solutions korzysta z mocnego popytu i korzystnej polityki cenowej, lecz sprzedaż została przejściowo ograniczona przez wewnętrzne problemy z dostępnością produktów i logistyką, które mają zostać usunięte w kolejnych miesiącach

- Bearings&Industrial Solutions notuje stabilny popyt przy pozytywnych trendach w aerospace, energetyce wiatrowej i Amerykach, natomiast słabsze pozostają Europa oraz część rynku chińskiego, gdzie konkurencja cenowa jest wysoka

- Humanoidy stają się nowym potencjalnym źródłem wzrostu: spółka współpracuje z 45 producentami, ma ponad 50 zamówień na próbki oraz konserwatywnie liczony portfel 350mln EUR od trzech globalnych klientów, przy rozpoczęciu produkcji seryjnej projektów w 2026 lub najpóźniej w 1Q27

#Koszty i marże

- Marża brutto poprawiła się o około 1pp., wspierana przez korzystne rozliczenia cenowe z klientami, lepszy miks E-Mobility, silny pricing w VLS i B&I oraz około 40mln EUR niższych kosztów produkcji dzięki zakupom materiałowym i działaniom efektywnościowym

- W E-Mobility kluczowymi dźwigniami dościsła do rentowności mają być standaryzacja platform, ograniczenie wydatków R&D, konserwatywna alokacja CapEx, poprawa produktywności, optymalizacja portfolio kontraktów i redukcja kosztów ogólnych, lecz niższa skala sprzedaży przesunęła osiągnięcie break-even

- Ryzyka dla marż obejmują dalszą słabość wolumenów, presję cenową w Chinach, niepewność dotyczącą cel w USA, koszty restrukturyzacji oraz tempo konwersji portfela zamówień E-Mobility na rentowną sprzedaż

#Outlook

- Guidance na 2026 został potwierdzony dla wszystkich kluczowych wskaźników, a zarząd nie obserwuje obecnie istotnego pogorszenia call-offów w 3Q, poza utrzymującą się niepewnością dotyczącą rynku chińskiego

- Schaeffler obniżył średnioterminowy cel przychodów grupy na 2028, ale utrzymał cel marży EBIT na poziomie 6–8% oraz cel wolnych przepływów pieniężnych, argumentując, że wyższa rentowność PTC i VLS oraz działania kosztowe kompensują słabszą sprzedaż E-Mobility
- Cel marży E-Mobility na 2028 został obniżony z poziomu powyżej zera do przedziału -4%–0%, choć zarząd nadal uważa trwałą rentowność segmentu za osiągalną po zwiększeniu skali, standaryzacji i dalszej redukcji kosztów
- Cele rentowności PTC oraz VHS zostały podniesione, co odzwierciedla lepszą od oczekiwań odporność tradycyjnych i hybrydowych układów napędowych oraz stabilną siłę aftermarketu
- Polityka dywidendowa zakładająca wypłatę 40–60% zysku pozostaje bez zmian, jednak zarząd dopuszcza przegląd proporcji między dywidendą a delewarowaniem pod koniec roku
- Zarząd nie oczekuje istotnego wpływu humanoidów na rachunek wyników w ciągu najbliższych 2-3 lat, ponieważ biznes najpierw musi osiągnąć odpowiednią skalę
- Zarząd wskazał, że kluczową przewagą w humanoidach ma być wykorzystanie istniejących technologii i mocy, w szczególności technologii formowania, produkcji aktuatorów i standaryzowanych platform, co ma ograniczyć ryzyko powtórzenia problemów E-Mobility

EURm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Sales	5,922	5,826	5,820	5,764	5,903	0%	2%	23,492	23,313
E-Mobility	1,238	1,277	1,301	1,210	1,368	11%	13%	4,983	5,156
Powertrain&Chassis	2,223	2,172	2,136	2,141	2,106	-5%	-2%	8,809	8,555
VehicleLifetimeSolutions	808	769	765	801	799	-1%	0%	3,155	3,134
Bearings&IndustrialSolution:	1,612	1,569	1,555	1,573	1,608	0%	2%	6,361	6,305
Gross profit	1,160	1,226	1,143	1,243	1,218	5%	-2%	4,816	4,830
E-Mobility	56	85	109	47	94	68%	100%	275	335
Powertrain&Chassis	518	520	451	524	472	-9%	-10%	2,077	1,967
VehicleLifetimeSolutions	247	248	246	260	258	4%	-1%	1,002	1,012
Bearings&IndustrialSolution:	355	384	354	408	408	15%	0%	1,518	1,554
EBIT	205	264	190	285	264	29%	-7%	935	1,003
Net debt	5,255	5,108	4,915	5,143	5,545	6%	8%	4,915	5,545
Gross margin	19.6%	21.0%	19.6%	21.6%	20.6%	1.0%	-0.9%	20.5%	20.7%
E-Mobility	4.5%	6.7%	8.4%	3.9%	6.9%	2.3%	3.0%	5.5%	6.5%
Powertrain&Chassis	23.3%	23.9%	21.1%	24.5%	22.4%	-0.9%	-2.1%	23.6%	23.0%
VehicleLifetimeSolutions	30.6%	32.2%	32.2%	32.5%	32.3%	1.7%	-0.2%	31.8%	32.3%
Bearings&IndustrialSolution:	22.0%	24.5%	22.8%	25.9%	25.4%	3.4%	-0.6%	23.9%	24.6%
EBIT margin	3.5%	4.5%	3.3%	4.9%	4.5%	1.0%	-0.5%	4.0%	4.3%

Source: Company, Trigon

INFINEON / SEMICONDUCTORS

Wyniki 3Q26/27: AI przyspiesza, a szerokie odbicie poprawia perspektywy kolejnych kwartałów

#Sytuacja rynkowa

- Cykl wzrostowy rozszerza się poza AI, ponieważ zapasy klientów są w większości znormalizowane, zamówienia rosną na wielu rynkach, lead time się wydłużają, a klienci częściej akceptują dopłaty za przyspieszone dostawy
- Najsilniejszy popyt występuje w AI data centers, infrastrukturze energetycznej i przemyśle, automotive wyraźnie się poprawia dzięki uzupełnianiu zapasów i wzrostowi zawartości półprzewodników, natomiast consumer pozostaje najsłabszy
- Popyt na rozwiązania AI power przewyższa dostępne moce, produkty są objęte alokacją, a Infineon podniósł oczekiwaną sprzedaż dedykowaną AI w 2026 do ponad 1,6mld EUR, dodatkowo generując około 0,5mld EUR z klasycznych rozwiązań data center
- Spółka podpisała lub negocjuje wieloletnie umowy rezerwacji mocy z ponad dziesięcioma hyperscalerami, producentami procesorów i dostawcami hardware, obejmujące skumulowaną sprzedaż na wysokim jednocyfrowym poziomie miliardów euro oraz część okresu do końca dekady
- W automotive zamówienia rosną mimo słabego rynku samochodowego, wspierane przez mikrokontrolery, smart power, Ethernet i software-defined vehicles, natomiast biznes wysokonapięciowych układów napędowych nadal pozostaje obszarem restrukturyzacji
- GIP odnotowuje poprawę w power infrastructure, HVAC i magazynach energii, a popyt wspierają modernizacja sieci, systemy zasilania i chłodzenia centrów danych oraz przechodzenie z urządzeń elektromechanicznych na rozwiązania półprzewodnikowe.

#Koszty i marże

- Marża segmentowa grupy wzrosła do 19,1% dzięki wolumenom i mikrowi, mimo podwyżek wynagrodzeń, droższych metali szlachetnych, logistyki i ~1pp. negatywnego wpływu restrukturyzacji automotive high voltage
- Podwyżki cen wdrożone od kwietnia zaczęły wspierać wyniki, kolejna runda została zakomunikowana w lipcu, lecz pełny efekt ma być widoczny od 1Q wraz z odnowieniem większości rocznych umów cenowych
- CFO wskazał, że guidance marży 23% może być nieco konserwatywny
- Istotne koszty ramp-upu nowej fabryki w Dreźnie przypadną głównie na 2027
- Umowy rezerwacji mocy obejmują zobowiązania wolumenowe, kary i częściowe przedpłaty, lecz ceny pozostają zmienne zgodnie z warunkami rynkowymi, co zabezpiecza inwestycje bez ograniczania potencjału prcingu

#Outlook/guidance

- Guidance 4Q26 zakłada około 4,7mld EUR przychodów, wzrost o prawie 13% kw/kw oraz marżę segmentową ~23%, przy znaczącym wzroście GIP, PSS i CSS oraz umiarkowanym wzroście automotive
- Guidance na 2026 został podniesiony do około 16,3 mld EUR przychodów i ~11% wzrostu, przy utrzymaniu marży segmentowej ~20% oraz skorygowanej marży brutto w przedziale 40-45%.
- Skorygowany FCF został podniesiony do około 1,85 mld EUR z 1,65 mld EUR, natomiast raportowany FCF ma wynieść około 0,9 mld EUR po uwzględnieniu 570 mln EUR zapłaty za portfel sensorów ams OSRAM
- Prognoza przychodów AI data center na 2027, dotychczas wynosząca ponad 2,5mld EUR, zostanie materialnie podniesiona w listopadzie i rozszerzona o rozwiązania dla różnych konfiguracji data center oraz zasilanie procesorów
- Sezonowość 1Q27 ma być zdecydowanie łagodniejsza niż historyczny spadek 5-6% kw/kw

EURm	3Q25/26	4Q25/26	1Q26/27	2Q26/27	3Q26/27	Y/Y	Q/Q	FY25/26	LTM
Revenue	3,704	3,943	3,662	3,812	4,172	13%	9%	14,900	15,589
Automotive	1,870	1,921	1,821	1,830	1,932	3%	6%	7,470	7,504
Green Industrial Power	409	442	349	403	447	9%	11%	1,577	1,641
Power & Sensor Systems	1,075	1,210	1,171	1,260	1,442	34%	14%	4,455	5,083
Connected Secure Systems	349	369	321	319	350	0%	10%	1,395	1,359
Gross profit	1,515	1,504	1,462	1,477	1,703	12%	15%	5,872	6,146
Segment result	668	717	655	653	797	19%	22%	2,641	2,822
Automotive	371	430	403	331	356	-4%	8%	1,589	1,520
Green Industrial Power	62	72	31	47	44	-29%	-6%	206	194
Power & Sensor Systems	197	176	204	257	359	82%	40%	712	996
Connected Secure Systems	39	45	23	18	34	-13%	89%	147	120
EBIT	424	454	388	458	594	40%	30%	1,584	1,894
Net profit	305	231	256	301	423	39%	41%	1,024	1,211
Net debt	3,445	4,727	4,980	5,721	5,185	51%	-9%	4,980	5,185
Operating cash flow	621	1,380	415	436	1,114	79%	156%	3,055	3,345
Investing cash flow	-123	-3,139	-482	-737	-250	-	-	-3,973	-4,608
FCF	288	-1,276	-199	-63	599	108%	-	-1,013	-939
Gross margin adj.	43.0%	40.7%	43.0%	41.0%	42.8%	-0.2%	1.8%		
Gross margin	40.9%	38.1%	39.9%	38.7%	40.8%	-0.1%	2.1%	39.4%	39.4%
Segment margin	18.0%	18.2%	17.9%	17.1%	19.1%	1.1%	2.0%	17.7%	18.1%
Automotive	19.8%	22.4%	22.1%	18.1%	18.4%	-1.4%	0.3%	21.3%	20.3%
Green Industrial Power	15.2%	16.3%	8.9%	11.7%	9.8%	-5.3%	-1.8%	13.1%	11.8%
Power & Sensor Systems	18.3%	14.5%	17.4%	20.4%	24.9%	6.6%	4.5%	16.0%	19.6%
Connected Secure Systems	11.2%	12.2%	7.2%	5.6%	9.7%	-1.5%	4.1%	10.5%	8.8%

Source: Company, Trigon

SIEMENS ENERGY / ENERGY EQUIPMENT

Wyniki 2Q26: backlog, marże i cash flow wchodzą na wyższy poziom

#Sytuacja rynkowa

- Popyt pozostaje wyjątkowo mocny w Gas Services i Grid Technologies, wspierany przez elektryfikację, rosnące zużycie energii, data centers, modernizację sieci i potrzebę stabilnych źródeł mocy
- Gas Services pozyskał w kwartale 15 GW zamówień, w tym konwersje wcześniejszych rezerwacji slotów, a pipeline na 2027 jest oceniany jako bardzo obiecujący w USA, Azji, na Bliskim Wschodzie i w przyszłych projektach niemieckich elektrowni
- Popyt na turbiny gazowe pozostaje oparty przede wszystkim na conventional power, a centra danych stanowią dodatkowe źródło wzrostu, szczególnie dla średnich turbin umożliwiających szybkie wdrożenie rozproszonego zasilania
- Rynek Grid Technologies pozostaje strukturalnie silny, szczególnie w dużych transformatorach, GIS, HVDC i infrastrukturze data centers
- W offshore wind część dużych projektów została przesunięta na 2027, co obniża bieżące zamówienia Siemens Gamesa
- Backlog grupy wzrósł do 162mld EUR i zapewnia widoczność na kilka lat, a w wybranych produktach lead time sięgają 3-4 lat
- Nowe zamówienia w większości biznesów wchodzą do backlogu z marżami wyższymi od historycznej średniej, ponieważ spółka utrzymuje selektywność projektową, dyscyplinę cenową i preferencję wartości nad wolumenem

#Wyniki finansowe

- Zamówienia osiągnęły rekordowe 17,9mld EUR, przychody 11,4mld EUR (+19% r/r), a book-to-bill wyniósł 1,57x
- Marża skorygowana wzrosła do rekordowych 14,2%, a wynik przed one-offami ponad trzykrotnie do 1,6 mld EUR dzięki skali
- Gas Services osiągnął 10mld EUR zamówień, 3,8mld EUR przychodów oraz 17,3% marży, przy 60% udziale usług w sprzedaży i backlogu 73mld EUR
- Grid Technologies zwiększył sprzedaż o 29% do 3,6mld EUR, osiągnął 19,9% marży i 51mld EUR backlogu dzięki transformatorom, wyższym wolumenom i lepszej jakości realizowanego portfela
- Siemens Gamesa po raz pierwszy od 4Q22 osiągnęła dodatni wynik kwartalny z marżą 2,7%, wspierany wzrostem offshore i usług, choć wolne przepływy pieniężne nadal były ujemne

#Koszty i marże

- Rozbudowa średnich turbin zwiększyła roczną zdolność produkcyjną z ~50 urządzeń w 2025 do ~80 w 2026, natomiast nowe moce dużych turbin zaczną wspierać wyniki od 2027
- Zarząd nie planuje obecnie dodatkowych dużych projektów greenfield w turbinach, koncentrując się na produktywności istniejących zakładów, robotyzacji, AI na produkcji i wzmacnianiu pionowego łańcucha dostaw
- Ryzyka podaży odlewów i odkuwek zmniejszyły się względem sytuacji sprzed 6-9 miesięcy, lecz napięcia w łańcuchu dostaw mogą utrzymywać się jeszcze przez kilka kwartałów
- Marża 4Q26 powinna być niższa niż rekordowy poziom 3Q26 z powodu sezonowości usług, miksu, timingów projektowych i kosztów korporacyjnych, lecz zarząd podkreśla, że 3Q26 nie stanowi szczytu rentowności

#Outlook/guidance

- Guidance na 2026 został podtrzymany: wzrost porównywalnych przychodów 14-16%, marża skor. 10-12%, wynik netto ~4mld EUR, zarząd wskazuje na górny przedział marży i FCF >8mld EUR
- Gas Services powinien odnotować słabszy sezonowo 4Q26, lecz pipeline wskazuje na ponowne mocne zamówienia w pierwszej połowie 2027 i dalszą ekspansję marży w średnim terminie
- Siemens Gamesa pozostaje na ścieżce osiągnięcia break-even w całym 2026, a poprawa segmentu ma stopniowo ograniczać zmienność i ryzyko wykonania na poziomie grupy
- Inwestycje brownfield i greenfield w Grid Technologies będą zwiększać moce do końca dekady, a rozbudowa kompetencji EPC obejmuje również USA i projekty HVDC
- W listopadzie Siemens Energy przedstawi zaktualizowane średnioterminowe cele, szczegóły jakości backlogu, perspektyw marżowych i dalszej alokacji kapitału
- Zarząd ocenia globalny rynek turbin gazowych na około 110-120 GW rocznie, z potencjalnym dodatkowym popytem do 20 GW związanym z data centers, przy około połowie bazowego rynku przypadającej na USA

R&S GROUP / ENERGY EQUIPMENT

Wyniki 2Q26: transformacja portfela postępuje, lecz utility pozostaje przejściowym hamulcem dla wyników

#Sytuacja rynkowa

- Strukturalny popyt na transformatory pozostaje bardzo silny dzięki modernizacji sieci, elektryfikacji, decentralizacji energetyki i rozwojowi centrów danych, a rekordowy backlog bliski 360mln CHF, jest wyższy o 17% r/r i obejmuje coraz więcej zamówień z realizacją w latach 2027–2028
- Popyt na olejowe transformatory dystrybucyjne osłabł dwucyfrowo w części utility w Wielkiej Brytanii i Szwajcarii, ponieważ klienci redukują zapasy zbudowane po pandemii, a niedobór wykwalifikowanych instalatorów ogranicza tempo montażu urządzeń
- Zarząd ocenia osłabienie utility jako przejściowe i niezwiązane z cenami ani konkurencją, lecz nie zakłada jego ustąpienia w najbliższych miesiącach, dlatego prognozy uwzględniają utrzymanie słabszego popytu w tym obszarze
- Popyt na transformatory suche jest bardzo mocny i przekracza możliwości produkcyjne grupy, przez co część zamówień jest utracona z powodu terminów dostaw wynoszących kilka miesięcy
- R&S rozszerza ekspozycję na centra danych, magazyny energii, fotowoltaikę, infrastrukturę i przemysł, a pozyskane projekty obejmują m.in. data center STARGATE, zamówienie DEWA oraz przetarg Tauron na 400 transformatorów

#Wyniki finansowe

- Raportowany order intake został obciążony przesunięciem projektów przekraczającym 15mln CHF do 3Q26, a po korekcie o sprzedaż biznesu non-core, FX i przesunięcia był niższy o około 1% r/r.
- Sprzedaż 1H26 została obciążona ~10mln CHF przesuniętych dostaw transformatorów mocy, ponieważ dwóch klientów w Niemczech nie ukończyło fundamentów, a po uwzględnieniu FX oraz przesunięć spadek przychodów wyniósł -4% zamiast -13%
- Rosnący udział transformatorów mocy wydłuża konwersję backlogu na przychody, lecz jednocześnie poprawia widoczność, jakość marżową portfela

#Koszty i marże

- Marża EBITDA wyniosła 19% mimo ponad 100 pracowników zatrudnionych przed uruchomieniem fabryki w Łodzi (skor. ~20%)
- Koszty ramp-upu zakładów, dodatkowe zatrudnienie i nakłady na rozbudowę mocy są uwzględnione w guidance, natomiast wypełnianie nowych zdolności oraz korzystniejszy miks transformatorów mocy powinny wspierać przyszłą rentowność
- Zarząd oczekuje stabilnej marży w 2H26 i podtrzymuje przedział 19–21%, przy czym komunikacja podczas Q&A wskazuje na dolną granicę przedziału jako podstawowy scenariusz

#Outlook/guidance

- Guidance sprzedaży na 2026 wynosi 410-420mln CHF, przy czym ponad 80% oczekiwanych przychodów 2H26 jest już pokryte backlogiem
- Średnioterminowe cele pozostają niezmienione: organiczny wzrost sprzedaży 8-12% rocznie w trzyletnim cyklu, marża EBITDA 19–21%, dywidenda 0,50 CHF na akcję i docelowy dług netto/EBITDA około 1x.
- Nowa fabryka transformatorów mocy w Łodzi ma rozpocząć działalność w 4Q26, Bochnia jest zwiększana z 100 do >150 urządzeń miesięcznie

CHFm(reported)	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	H/H	Y/Y	FY25	LTM
Order intake	141.0	164.5	244.8	232.0	216.8	-7%	-11%	476.8	448.8
Order backlog	218.2	278.0	305.7	325.7	357.9	10%	17%	325.7	357.9
Net sales	109.9	172.7	206.3	208.5	179.2	-14%	-13%	414.8	387.7
EBITDA	25.6	41.9	43.9	42.8	34.0	-21%	-23%	86.7	76.8
EBIT	24.0	38.7	40.2	39.0	30.2	-23%	-25%	79.2	69.2
Net profit	12.1	29.1	28.8	29.3	-	-	-	58.1	-
EPS (CHF)	0.42	0.89	0.77	0.79	-	-	-	1.56	-
Free cash flow	5.5	-181.7	5.2	42.9	11.5	-73%	121%	42.9	48.1
Net debt	-5.1	91.3	104.0	62.9	-	-	-	62.9	-
FTE (end period)	635	1192	1285	1328	1340	0.9%	4.3%	1328	1340
EBITDA margin	23.3%	24.2%	21.3%	20.5%	19.0%	-1.6%	-1.6%	20.9%	19.8%
EBIT margin	21.8%	22.4%	19.5%	18.7%	-	-	-	19.1%	17.9%
Net profit margin	11.0%	16.9%	14.0%	14.1%	-	-	-	14.0%	-

Source: Company, Trigon

BASLER / MACHINE VISION

Wyniki 2Q26: silny wzrost order intake, jednak realizacja przejściowo ograniczona przez zerwane łańcuchy dostaw

#Sytuacja rynkowa

- Rynek machine vision rozwija się lepiej od oczekiwań: niemiecki rynek notuje +25% w zamówieniach i +9% w sprzedaży, główne motory popytu to semiconductors, elektronika konsumencka, logistyka oraz hardware data center
- Basler widzi bardzo mocne, szeroko rozproszone momentum popytowe we wszystkich regionach, przy czym zdecydowanie najsilniejsze w Chinach, głównie w segmencie półprzewodników i elektroniki, oraz wyraźne ożywienie w logistyce (szczególnie w USA)
- Spółka obserwuje wysoką intensywność konkurencji, zwłaszcza w Azji i Chinach, ale jak dotąd nie notuje istotnego wpływu napięć geopolitycznych (wojna na Bliskim Wschodzie, taryfy USA) na popyt
- Około 10–15% zamówień w 2Q wynikało z wcześniejszego składania zleceń przez klientów w reakcji na wydłużające się lead time, a typowy horyzont portfela zamówień wydłużył się z dwóch do 3-4 miesięcy
- Po stronie klientów w całym łańcuchu semiconductors/AI zarządy raportują utrzymujący się bardzo pozytywny sentyment na 2H26 i 2027, z podkreśleniem, że obecna faza jest naturalnym cyklem wzrostowym, odmiennym od covidowego szoku popytowego, ale przy świadomości, że w dłuższym horyzoncie nastąpi cykliczne schłodzenie

#Koszty i marże

- Marża brutto w 1H26 osiągnęła ok. 51,6%, wyraźnie powyżej celu 50%, co wynika z efektu skali przy niezmięnionej bazie pracowników oraz oszczędności kosztów komponentów, spółka sygnalizuje, że tak wysoki poziom nie powtórzy się w 2H26
- CFO wskazuje, że przy potencjalnie niższych przychodach w 2H26 (trzęsienie ziemi w Japonii wstrzymało produkcję u dostawcy komponentów) obniży się stopień pokrycia kosztów pośrednich, a dodatkowo planowane bonusy dla pracowników produkcji oraz zmienne wynagrodzenia obniżą marżę brutto, która może spaść do ok. 47%-49%

#Outlook/guidance

- Rynek computer vision pozostanie w ocenie zarządu w fazie stopniowo rozszerzającego się ożywienia poza semi/elektronikę/logistykę, przy utrzymaniu wysokiej niepewności geopolitycznej i rosnących napięciach po stronie podaży, które ograniczają możliwość pełnego skomumowania popytu
- Spółka zakłada dalsze zacieśnianie łańcuchów dostaw i wydłużenie lead time'ów w najbliższych miesiącach, z kluczowym ryzykiem w postaci trzęsienia ziemi w Kumamoto i czasowego wyłączenia fabryki Sony (image sensors), co spowoduje 2-3 tygodniowy pełny przestój i dodatkowe ryzyko utraty części zamówień
- Zarząd podkreśla, że ograniczeniem dla wyników nie jest obecnie popyt, lecz dostępność komponentów, a górny przedział prognozy zależy przede wszystkim od skali zaburzeń w dostawach sensorów Sony
- Spółka po raz kolejny podniosła guidance na 2026, z pierwotnych 247-270mln EUR sprzedaży i 9,5%-13% marży EBIT do EUR 270-290 mln sprzedaży i 12,5%-14,5% marży EBIT, wskazując, że obecne ograniczenia są wyłącznie po stronie podaży, a nie popytu, oraz że uwzględnią w prognozie spodziewane bonusy i zmienne wynagrodzenia pracowników
- Zarząd podkreśla, że przy obecnym tempie wzrostu ma realną szansę osiągnąć już w 2026 poziomy marży zakładane w średnioterminowym guidance, przez co obecny mid-term guidance staje się zbyt konserwatywny (aktualizacja za 1-2 kwartały)
- Sytuacja podażowa w 2027 prawdopodobnie pozostanie napięta, ponieważ cykle produkcyjne półprzewodników sięgają około 30 tygodni, zapasy buforowe dostawców są niskie, a popyt nadal rośnie.
- Basler rozpoczął już planowanie dostaw na 2027 i zakłada możliwość zwiększenia wolumenów produkcji względem 2026, lecz realizacja będzie zależała od wczesnego zabezpieczenia capacity u dostawców
- Rozwój produktów koncentruje się na systemach TDI dla elektroniki i półprzewodników, kamerach 3D dla logistyki, interfejsie GMSL oraz cyfrowych modelach produktów w NVIDIA Omniverse, co ma ułatwić klientom projektowanie i testowanie systemów przed zakupem hardware

EURm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Incoming order	61.2	58.5	65.3	85.6	94.4	54%	10%	237.1	303.8
Book-to-bill	1.17x	1.04x	1.16x	1.11x	1.26x			1.1x	1.1x
Revenue	52.2	56.3	56.5	77.3	75.0	44%	-3%	224.5	265.1
Gross profit	23.8	27.3	27.1	39.8	38.8	63%	-3%	106.4	133.0
EBIT	2.5	5.8	3.2	17.6	13.5	440%	-23%	17.7	40.1
Net income	1.5	4.8	0.5	13.0	10.6	607%	-18%	11.6	28.9
Operating cash flow	7.0	11.5	10.1	7.6	9.0	29%	18%	30.1	38.2
Investing cash flow	-2.7	-2.0	-2.6	-2.8	-1.0	-	-	-9.1	-8.4
FCF	4.1	9.7	6.6	4.8	8.2	100%	71%	18.6	29.3
Gross margin	45.6%	48.5%	48.0%	51.5%	51.7%	6.1%	0.2%	47.4%	50.2%
EBIT margin	4.8%	10.3%	5.7%	22.8%	18.0%	13.2%	-4.8%	7.9%	15.1%
Net profit margin	2.9%	8.5%	0.9%	16.8%	14.1%	11.3%	-2.7%	5.2%	10.9%

Source: Company, Trigon

NIEMIADÓW - PGM

Zakończenie pierwszego etapu odbioru technicznego linii do elaboracji amunicji wielkokalibrowej

- Odbiór u producenta linii, KONSTRUKTA-Industry, zakończony z wynikiem pozytywnym, bez okoliczności wpływających na harmonogram inwestycji;
- Linie trafią do JV Elaboracja Niewiadów (FIZ119 z Grupy Fidera oraz ZSP Niewiadów) i posłużą do elaboracji amunicji artyleryjskiej 155 mm, czołgowej 120 mm i moździerzowej 120 mm;
- Odbiór końcowy, transport i dostawa do zakładu planowane na przełom sierpnia i września 2026 r.;
- Po zakończeniu inwestycji linie będą własnością Elaboracji Niewiadów; ZSP odpowiada za odbiór, transport, instalację i przygotowanie infrastruktury.

RYNEK KOLEJOWY

Polregio zawarło z Pesą umowę na dostawę 6 EZT z opcją na kolejnych 16 sztuk

- Wartość umowy podstawowej wynosi 264mln PLN brutto, a wraz z opcją 969mln PLN

ICEYE / RYNEK SPACE

Scaleup Europe wybrał Iceye na pierwszą inwestycję

- Scaleup Europe, europejski fundusz o budżecie 5 mld EUR, dokonał pierwszej inwestycji w polsko-fińską spółkę satelitarną Iceye
- Funduszem zarządza szwedzki EQT, który wraz z General Atlantic poprowadził czerwową rundę finansowania Iceye
- Iceye pozyskało łącznie 1 mld EUR w ramach nowego kapitału oraz transakcji wtórnych na istniejących udziałach
- Wycena spółki przekroczyła 10 mld EUR, wzmacniając jej pozycję jednego z najcenniejszych europejskich scaleupów technologicznych
- Według nieoficjalnych informacji Scaleup Europe zainwestował około 300 mln EUR, obejmując nowe i istniejące udziały
- Fundusz ma zapobiegać przejmowaniu europejskich spółek deep-tech przez zagraniczne koncerny oraz finansować ich globalną ekspansję z Europy
- Scaleup Europe będzie wspierał spółki od rundy B wzwyż, działające m.in. w kosmosie, sztucznej inteligencji i technologiach kwantowych
- Prezes Rafał Modrzewski wskazał, że Iceye rozważa w przyszłości debiut giełdowy w Europie

RYNEK DEFENCE / THALES

Francja przechodzi od planów do przemysłowej produkcji dronów - Reuters

- Od początku 2026 r. ogłoszono co najmniej sześć partnerstw francuskich firm motoryzacyjnych i obronnych w obszarze produkcji dronów
- Francja chce wykorzystać skalę, automatyzację i kontrolę kosztów sektora automotive do uruchomienia masowej produkcji systemów bezzałogowych
- Zapowiedziane projekty Renault, Schaefflera i Forvii mogą łącznie zapewnić moce przekraczające 60 tys. dronów rocznie, skala pozostanie jednak wielokrotnie niższa niż w Ukrainie, która zakłada produkcję 10 mln dronów w 2026
- Forvia rozważa budowę mocy pozwalających na produkcję 1 tys. dronów przechwytyjących miesięcznie dla europejskiego partnera obronnego
- Renault i Thales planują od 2027 r. produkować do 1 tys. sztuk amunicji krążącej Toutatis miesięcznie
- Delair i Schaeffler budują francuską linię mającą osiągnąć do listopada moce około 100 dronów dziennie
- Celem Francji nie jest szybkie zbudowanie milionowych zapasów, lecz utrzymanie zdolności produkcyjnych umożliwiających gwałtowne zwiększenie dostaw podczas kryzysu
- Francuski Senat ocenia obecne zapasy, liczące jedynie kilka tysięcy dronów, jako niewystarczające do osiągnięcia wymaganej masy operacyjnej
- Rząd przeznaczył 150 mln EUR na rozwój krajowego sektora dronowego, jednak branża wskazuje na nadal niewystarczający poziom zamówień
- Niemcy mają obecnie wyprzedzać Francję pod względem finansowania krótkodystansowych dronów wojskowych

RYNEK DEFENCE

Włochy wykorzystają elastyczność fiskalną UE do zwiększenia wydatków na obronność i zieloną energię - Politico

- Włochy zamierzają wykorzystać poluzowane reguły fiskalne UE do zwiększenia wydatków obronnych i energetycznych w latach 2026-2028.
- Rzym wystąpi do KE o dodatkowe wydatki odpowiadające 0,9% PKB na obronność oraz 0,6% PKB na zieloną energię.
- Dodatkowe nakłady mają zostać wyłączone z unijnych limitów wydatkowych i kalkulacji deficytu budżetowego.
- Wniosek do Komisji ma zostać złożony do połowy sierpnia, po oczekiwanej zgodzie włoskiego parlamentu.
- Program obronny obejmie nowe wieloletnie inwestycje oraz możliwe przesunięcia środków przewidzianych już w obowiązujących regulacjach
- Włochy przeznaczały na obronność 2% PKB w 2025 r. i pozostają jednym z najmniej wydających członków NATO
- Zwiększenie wydatków ma wspierać dojście do nowego celu NATO, zakładającego łączne nakłady obronne na poziomie 5% PKB
- Decyzja może zaostrzyć napięcia przed wyborami; część koalicji rządzącej, szczególnie Liga, sprzeciwia się wyższym wydatkom wojskowym.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

BUDIMEX (BDX PW; BUY; TP PLN 900)

Zawarcie umowy z Bechtel Polska o wartości 208.9 mln PLN netto

- Spółka zawarła umowę na wykonanie robót ziemnych i przygotowanie terenu budowy elektrowni jądrowej w gminie Choczewo;
- Termin zakończenia kontraktu wyznaczono na 18 sierpnia 2028 r.;

BUDIMEX (BDX PW; BUY; TP PLN 900)

Podpisanie umowy z RSD o wartości 143.7 mln CZK netto

- Spółka podpisała umowę na budowę pasa ruchu powolnego na drodze I/43 k. Závisti (powiat Blansko);
- To odcinek sąsiadujący z kontraktem na I/43 pod Černą Horą, pozyskanym kilka dni temu;
- W Czechach spółka realizuje też 7.6 km autostrady D35 Džbánov – Litomyšl oraz zbiornik na Kroune w Kutnie.

ROBYG

Wniosek do UOKiK o zgodę na wspólną realizację projektu mieszkaniowego ROBYG

- Spółka oraz firma Mam Projekt (Firma zajmująca się działalnością w zakresie projektów związanych z rynkiem nieruchomości) złożyły do UOKiK wniosek o zgodę na utworzenie wspólnego przedsiębiorcy;
- Podmioty zamierzają wspólnie zrealizować inwestycję deweloperską w zakresie budownictwa mieszkaniowego na terenie Warszawy.

UNIBEP

Podpisanie umowy z GDDKiA o wartości 331.7 mln PLN netto

- Umowa dotyczy zaprojektowania i budowy ok. 16 km obwodnicy Starogardu Gdańskiego w ciągu drogi krajowej nr 22;
- Czas na realizację zadania to 39 miesięcy od daty podpisania umowy (przy czym w przypadku robót budowlanych nie wlicza się w to okresów zimowych od 16 grudnia do 15 marca);

- Zakończenie inwestycji planowane jest na 3Q30.

SEGRO / PROLOGIS

Przejęcie Segro przez Prologis za 14 mld GBP

- Brytyjska Grupa z sektora nieruchomości, Segro, zaakceptowała ofertę przejęcia o wartości 14 mld GBP złożoną przez jej amerykańskiego rywala, firmę Prologis;
- Zgodnie z umową Prologis zapłaci 1032 penty za każdą akcję Segro, co stanowi premię w wysokości 39% w stosunku do ceny zamknięcia z 23 czerwca, czyli dnia poprzedzającego ujawnienie informacji o planach przejęcia;
- Wartość transakcji implikuje wycenę brytyjskiej Spółki przy mnożniku P/BV na poziomie 1.11;
- Akcjonariusze Segro otrzymają wynagrodzenie głównie w akcjach (dzięki czemu mogą wejść w posiadanie do 9% połączonej firmy), z częściową alternatywą gotówkową w wysokości 3.5 mld GBP;
- W wyniku fuzji powstanie platforma nieruchomości zarządzająca aktywami o wartości ok. 269 mld USD, z europejskim portfelem o powierzchni 368 mln stóp kwadratowych, co powiększy europejską obecność Prologis o 47%;
- Finalizacja transakcji spodziewana jest w pierwszej połowie przyszłego roku, pod warunkiem uzyskania akceptacji ze strony akcjonariuszy Segro oraz odpowiednich organów regulacyjnych.

BIOTECH

CELON PHARMA (CLN PW; BUY; TP 38.8) / RYNEK FARMACEUTYCZNY

Eli Lilly zwiększa nakłady na badania kliniczne w Polsce – PB

- Eli Lilly prowadzi w Polsce ponad 60 badań klinicznych wszystkich faz; nakłady wzrosły ze 100 mln PLN w 2024 r. do ponad 120 mln PLN w 2025 r. i czterokrotnie w ciągu ośmiu lat. Koncern jest drugim graczem na polskim rynku badań klinicznych po J&J, a Polska jest dla niego 9. rynkiem globalnie i 2. w Europie po Niemczech.
- Leki na bazie tirzepatytu (Mounjaro, Zepbound) nie są w Polsce refundowane, podobnie jak produkty NOVO NORDISK. Spółka wystąpiła o refundację dla pacjentów z cukrzycą typu 2 (ok. 3 mln osób) i negocjuje warunki dla leków na otyłość, choroby hematologiczne i chorobę Leśniowskiego-Crohna; złożono też wniosek o refundację donanemabu (Alzheimer).
- Celon Pharma pracuje nad własną wersją semaglutytu, którą ma wytwarzać w nowym zakładzie na Słowacji, przygotowując się na otwarcie rynku po wygaśnięciu patentów.
- Barię rozwoju rynku badań klinicznych pozostają procedury unijne - formalny termin zgody to 60 dni, realny 90-120 dni. Udział EOG w globalnych badaniach spadł w dekadę z 22% do 12%, a Chin wzrósł z 5% do 18%.

OTHER INFORMATION

MERCATOR MEDICAL: Przedwstępne warunkowe umowy nabycia nieruchomości w Krakowie za 12 mln PLN

- 5 sierpnia spółka zależna Mercator Estates VI zawarła z podmiotami niepowiązanymi warunkowe przedwstępne umowy nabycia dwóch nieruchomości w Krakowie w rejonie ul. Wrocławskiej o łącznej powierzchni ok. 0.1 ha. Łączna cena to 12 mln PLN netto (powiększona o VAT lub PCC);
- Umowy przyrzeczone mają zostać zawarte najpóźniej do 26 lutego 2027 r., pod warunkiem spełnienia warunków formalnoprawnych i wyniku due diligence nieruchomości;
- Na działkach planowana jest budowa budynku mieszkalnego wielorodzinnego z lokalami usługowymi w parterach - kontynuacja rozbudowy ramienia deweloperskiego grupy.

RAFAMET: Zawarcie umowy z partnerem z Tajlandii

- Spółka potwierdziła otrzymanie zamówienia od firmy NPSE JOINT VENTURE CO., LTD. z Tajlandii na dostawę tokarki podtorowej typu UGE;
- Wartość przedmiotu umowy wynosi nieco ponad 1.25 mln EUR, co stanowi równowartość około 5.38 mln PLN;
- Zgodnie z ustaleniami, dostawa i montaż urządzenia mają nastąpić na przełomie 3Q27 i 4Q27.

INSIDER TRADING

DEVELIA

objął 867,1 tys. akcji serii K @ 1,1049 PLN w ramach realizacji warrantów subskrypcyjnych serii A (program motywacyjny); transakcja poza rynkiem regulowanym.

PKP CARGO

Paweł Miłek (Wiceprezes Zarządu ds. Restrukturyzacji) kupił 1,0 tys. akcji @ 10.32 PLN.

POLIMEX MOSTOSTAL

Enea S.A., podmiot związany z członkiem RN, kupiła 375 tys. akcji @ 2,00 PLN poza systemem obrotu oraz sprzedała 375 tys. akcji @ 6,42-6,48 PLN na GPW.

SHARE BUYBACK PROGRAM

MONNARI TRADE

Nabycie 1,7 tys. akcji @ 5,46 PLN.

BLOCK TRADES

ROBYG

Wolumen: 34,0 tys. @ 20,00 PLN
% kapitału: 0,04%

STALEXPORT AUTOSTRADY

Wolumen: 200,0 tys. @ 1,85 PLN
% kapitału: 0,08%

STALEXPORT AUTOSTRADY

Wolumen: 96,8 tys. @ 1,86 PLN
% kapitału: 0,04%

BONDS

KCI

Spółka KCI poinformowała o wyemitowaniu 10 tys. obligacji serii R o wartości nominalnej 1000 PLN każda, w związku z czym emisja o łącznej wartości 10 mln PLN pomyślnie doszła do skutku.

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

STALEXPORT AUTOSTRADY: Uchwała NWZA o obniżeniu kapitału zakładowego i wypłacie 0,74 PLN na akcję

- Kapitał zakładowy zostanie obniżony o 182.97 mln PLN (z 185.45 mln PLN do 2.47 mln PLN) poprzez zmniejszenie wartości nominalnej akcji z 0.75 PLN do 0.01 PLN;
- Cała kwota 182.97 mln PLN trafi do akcjonariuszy, tj. 0.74 PLN na akcję;
- Dzień ustalenia listy uprawnionych przypadnie na pierwszy dzień roboczy po upływie 6 miesięcy od ogłoszenia wpisu obniżenia do KRS, a wypłata piątego dnia roboczego po tym dniu.

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	135.9	16%	17,736	10.7	9.4	8.3	1.3	1.3	1.2	13%	14%	15%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	181.0	155.0	17%	22,932	10.9	8.6	7.6	1.2	1.1	1.0	11%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	124.2	121.1	3%	49,713	12.6	11.3	10.5	1.9	1.7	1.6	15%	15%	15%	77
Handlowy	BHW	Hold	128.0	123.0	4%	16,071	11.4	11.6	10.6	1.7	1.6	1.6	15%	14%	15%	59
ING	ING	Sell	420.0	447.0	-6%	58,155	14.3	12.3	10.5	2.9	2.6	2.4	20%	21%	23%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,070	1,046	2%	198,792	11.9	11.2	10.7	1.6	1.5	1.5	13%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,150.0	1,419.5	-19%	60,397	15.8	13.2	11.4	2.4	2.1	1.9	15%	16%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	18.0	20.6	-12%	24,930	16.9	11.1	9.8	2.1	1.8	1.6	12%	16%	17%	67
Moneta	MONET	Sell	173.0	197.0	-12%	100,667	14.7	13.9	13.4	3.1	3.0	2.9	21%	22%	22%	71
OTP	OTP	Buy	51,714	46,750	11%	13,090	10.8	9.2	8.8	2.0	1.8	1.7	19%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Buy	274.0	253.0	8%	66,405	11.3	10.0	9.1	1.9	1.8	1.7	17%	18%	18%	72
PKO BP	PKO	Hold	122.0	108.4	13%	135,525	12.4	10.2	9.2	2.2	2.1	1.9	18%	20%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	740.0	720.0	3%	73,576	14.1	11.8	10.3	2.1	2.0	1.8	15%	17%	18%	—
Kruk	KRU	Buy	550.0	430.2	28%	8,408	7.0	6.6	6.2	1.4	1.2	1.1	20%	18%	17%	79
PZU	PZU	Hold	74.0	72.6	2%	62,692	10.2	9.7	9.2	1.7	1.6	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	134.0	4%	324	—	—	14.5	7.3	19.5	5.6	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	170.0	139.4	22%	2,440	9.9	10.9	10.8	6.7	7.1	6.8	—	—	—	45
Aïlleron	ALL	Buy	17.4	15.0	16%	185	10.5	9.7	8.4	5.9	5.1	4.4	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	52.0	45.2	15%	45,966	23.1	18.2	15.3	12.5	10.6	9.2	3%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	22.0	18.3	20%	461	9.6	9.1	8.9	4.4	4.2	3.9	6%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	10.0	10.8	-8%	2,376	34.5	13.3	12.1	5.2	5.2	5.0	1%	1%	3%	80
Answear.com	ANR	Buy	25.5	20.2	26%	385	12.6	9.9	8.4	6.7	5.9	5.2	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65.0	52.0	25%	3,042	7.4	7.0	5.4	7.3	6.7	4.9	5%	10%	13%	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	25.8	21.1	23%	253	11.9	11.9	8.3	8.2	4.3	3.4	0%	0%	8%	—
Asbis	ASB	Hold	120.0	116.3	3%	6,455	10.5	8.2	7.7	7.6	6.3	5.7	2%	4%	6%	—
Asmodee	ASMDEE	Hold	151.0	164.5	-8%	38,941	80.3	72.4	61.2	34.7	32.3	28.4	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	86.0	9%	2,874	16.9	16.4	14.8	12.2	11.5	10.6	4%	5%	6%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208.0	214.0	-3%	17,762	21.5	20.6	19.4	—	—	—	6%	6%	4%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	75.0	74.8	0%	3,882	17.2	15.9	14.3	9.9	8.9	8.0	3%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	75.0	57.0	32%	2,466	6.1	6.1	5.9	8.1	7.2	6.8	8%	13%	13%	—
Auto Partner	APR	Buy	33.5	29.6	13%	3,866	14.2	12.0	10.6	9.8	8.4	7.5	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	19.5	—	1,934	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	5,850.0	5,465.0	7%	18,040	18.4	16.2	14.9	11.6	10.0	8.5	2%	2%	3%	59
Biocellix	BCX	Buy	128.4	80.4	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	40.0	24.1	66%	465	19.0	16.3	3.4	5.9	5.0	1.3	0%	0%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	900	740	22%	18,892	24.9	21.0	17.5	15.0	12.6	10.5	4%	5%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.3	70.7	64%	449	—	11.4	—	—	6.7	—	0%	0%	0%	—
CD Projekt	CDR	Buy	319.0	253.5	26%	25,327	61.8	39.7	9.4	52.8	31.5	6.1	0%	0%	2%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	20.7	87%	1,116	8.0	115.2	37.3	60.1	17.6	12.5	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Hold	1,308.9	1,369.0	-4%	736,508	23.6	21.0	27.0	8.5	7.9	8.5	3%	3%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.2	2.6	-16%	565	—	8.9	8.0	37.8	3.4	3.4	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	671.0	540	24%	378	8.7	11.1	29.3	4.9	5.5	9.9	7%	11%	8%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	980.0	725.0	35%	2,541	107.7	49.2	32.6	43.5	24.4	15.7	0%	0%	0%	—
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	26.30	17.05	54%	3,806	22.7	19.7	9.9	5.3	5.1	4.0	8%	8%	8%	—
Comp	CMP	Hold	94.0	101.2	-7%	2,075	25.5	15.2	13.2	13.2	9.2	8.1	4%	4%	5%	—
CSG	CSG	Buy	23.0	18.2	26%	18,224	17.1	12.8	10.7	10.2	8.2	6.9	—	—	—	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	15.5	36%	7,578	6.9	4.3	4.1	9.6	6.8	6.9	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	199.2	15%	3,051	37.6	21.1	16.4	16.3	12.2	9.7	1%	1%	1%	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	16.9	9%	10,815	18.0	13.1	11.3	6.7	6.2	5.8	0%	0%	3%	80
Dadelo	DAD	Buy	105.0	82.6	27%	964	26.4	21.7	17.1	16.2	13.6	10.6	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11.5	10.4	10%	4,828	10.2	9.6	9.3	9.2	8.2	7.8	7%	7%	8%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	197.0	164.5	20%	5,553	20.5	18.6	17.6	10.4	9.4	8.8	2%	2%	2%	—
Digital Network	DIG	Sell	260.0	311.0	-16%	1,420	22.2	18.3	16.0	11.9	10.4	9.2	2%	2%	3%	—
Dino Polska	DNP	Buy	40.0	31.9	26%	31,226	18.4	14.7	12.4	11.3	9.0	7.5	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Hold	300.0	252.0	19%	6,501	9.4	9.1	8.4	7.5	7.5	6.5	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.0	41%	2,047	14.0	6.5	3.9	8.9	5.9	3.9	16%	16%	16%	—
Erbud	ERB	Hold	25.0	22.2	13%	265	—	40.8	12.9	8.3	4.8	4.7	0%	4%	2%	—
Enea	ENA	Buy	22.7	20.5	11%	10,849	4.6	4.8	5.9	4.0	4.6	5.4	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	72.0	55.2	30%	968	—	15.1	13.8	4.5	4.0	4.0	6%	6%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review	-	4.9	—	681	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	26.2	15%	73	12.1	9.9	9.2	6.9	5.8	5.3	10%	10%	10%	—
Ferro	FRO	Buy	40.0	34.2	17%	726	11.7	9.8	8.7	7.8	6.7	6.0	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,171.0	12,110.0	9%	2,257,000	7.8	7.3	5.8	5.2	4.5	3.3	4%	4%	6%	75
GPW	GPW	Sell	78	104	-25%	4,357	18.2	17.0	16.7	14.8	13.5	13.0	3%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	54	53	2%	3,645	13.7	12.9	12.3	9.6	8.9	8.2	6%	6%	6%	—
GTC	GTC	Hold	3.0	2.3	30%	1,321	—	88.0	18.6	49.7	24.6	20.2	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	28.5	22.3	28%	996	4.4	5.1	6.0	2.1	2.5	3.0	22%	20%	18%	5
H&M	HMB	Sell	126.0	177.5	-29%	283,720	22.2	21.0	19.8	8.5	8.4	8.1	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	61.5	58.5	5%	182,324	25.3	23.1	21.1	14.1	12.9	11.8	3%	3%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15.6	15.5	1%	33,291	44.4	35.6	27.1	10.4	9.0	7.8	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	1,100.0	979.0	12%	13,871	13.2	11.3	10.0	9.3	8.1	7.1	0%	0%	0%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	22.0	17.4	27%	10,918	16.5	12.9	11.8	5.9	5.4	5.1	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Sell	23.1	25.6	-10%	3,008	38.7	7.9	4.6	1.5	1.1	0.7	0%	0%	0%	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,290.0	9%	12,719	17.9	15.7	12.8	11.4	10.5	9.2	4%	5%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	325.7	346.1	-6%	69,220	9.0	9.6	11.1	5.3	5.6	6.0	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	25,500.0	22,000.0	16%	40,892	15.1	13.6	12.1	7.6	6.7	5.9	4%	4%	5%	77
Lumina Metals	LMCU	Buy	15.8	9.7	63%	2,940	—	—	—	—	—	—	0%	0%	0%	—
Mabion	MAB	Under Review	-	8	—	141	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Buy	271	223	22%	3,143	32.3	27.3	23.3	10.6	9.6	8.7	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Sell	71.2	80.5	-12%	841	7.1	10.1	—	5.1	6.7	—	5%	5%	0%	—
Mirbud	MRB	Under Review	-	12.0	—	1,326	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
MLP Group	MLG	Buy	120.0	105.0	14%	2,519	9.0	6.0	4.7	10.6	9.0	7.5	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	387.7	379.0	2%	1,331	13.8	12.3	11.9	9.2	8.2	7.7	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Sell	92.0	97.6	-6%	7,518	28.2	17.4	13.1	7.7	6.2	5.2	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	4,527.0	4,608.0	-2%	3,463	8.0	6.9	6.4	4.1	3.7	3.3	7%	7%	8%	71
Molecure	MOC	Buy	11.6	6.1	92%	150	3.1	2.8	—	1.4	0.9	—	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	52.5	38.8	35%	1,583	6.2	6.0	5.5	6.7	6.4	5.8	13%	13%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	166	131	26%	16,202	26.6	19.0	15.3	6.5	5.7	4.6	3%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Buy	860.0	798.0	8%	3,705	17.6	15.7	14.2	9.5	8.5	7.6	2%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	8.2	9.4	-12%	511	35.3	31.6	25.5	10.1	8.6	7.5	3%	2%	2%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	102.8	56%	1,161	12.7	11.4	10.3	8.0	7.5	6.8	3%	5%	6%	—
Orange	OPL	Hold	16.2	15.6	4%	20,414	18.4	16.5	14.2	5.7	5.6	5.2	4%	5%	5%	61
Orlen	PKN	Hold	156.5	150.2	4%	174,373	6.4	7.7	8.8	3.4	3.9	4.6	5%	5%	6%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	78.3	67.3	16%	1,363	13.0	11.5	9.9	5.6	4.6	4.1	3%	4%	5%	—
PCF Group	PCF	Under Review	-	3.7	—	170	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	220.0	156.5	41%	78,250	5.3	4.3	4.0	4.4	4.4	4.9	0%	0%	0%	60
Pekabex	PBX	Under Review	-	9.0	—	223	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	45.6	46.6	-2%	26,909	17.6	15.9	14.4	7.9	7.2	6.6	—	—	—	57
PGE	PGE	Buy	11.9	10.9	9%	24,456	4.4	6.3	6.3	3.6	4.9	4.9	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	253.0	54%	1,686	10.0	9.7	8.7	6.1	5.6	5.0	7%	10%	10%	0
Polenergia	PEP	Hold	64.6	64.5	0%	4,981	49.5	47.1	28.6	14.6	14.1	6.4	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	6.8	68%	1,758	11.3	9.5	8.7	4.4	2.9	2.2	0%	0%	0%	—
Poltreg	PTG	Buy	36.5	25.8	41%	153	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	195.0	147.1	33%	2,141	9.3	9.5	9.1	6.3	6.2	5.5	5%	5%	5%	—
Rheinmetall	RHM	Buy	1,700.0	1,213.8	40%	56,793	37.0	26.0	19.0	20.4	14.3	10.5	1%	1%	2%	75
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.9	16.0	112%	370	—	12.8	29.9	—	6.0	9.8	0%	0%	0%	—
Saab	SAABB	Buy	750.0	624.9	20%	339,560	39.9	28.9	23.0	21.9	16.8	13.5	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	135.6	68%	430	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	39.0	28.0	39%	530	—	31.7	17.5	11.5	8.5	6.4	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	52.5	42.1	25%	1,184	21.6	17.0	13.5	12.4	10.0	7.9	1%	3%	4%	—
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	84.6	18%	1,067	12.6	10.8	10.5	7.5	6.5	6.1	—	—	—	—
Synektik	SNT	Hold	398.0	373.6	7%	3,186	18.1	16.3	14.0	12.7	10.8	9.2	3%	4%	4%	—
Tauron	TPE	Buy	10.8	9.3	17%	16,239	7.0	6.7	7.0	5.6	5.6	5.9	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	98.3	107.1	-8%	694	12.7	9.3	8.6	8.2	6.0	5.4	9%	8%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	71.1	20%	1,633	17.4	11.8	7.7	9.0	5.2	2.9	5%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.5	26%	713	7.8	7.2	6.5	6.4	5.9	5.3	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400.0	314.0	27%	433,320	5.1	4.7	4.4	4.3	3.7	3.4	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Hold	173.8	168.0	3%	1,318	4.5	14.0	10.8	4.0	6.7	5.8	4%	2%	2%	—
Vercom	VRC	Buy	158.0	135.6	17%	3,014	25.7	19.8	16.0	18.5	14.3	11.5	2%	2%	3%	—
Voxel	VOX	Buy	130.0	128.0	2%	1,344	16.0	13.1	11.9	7.8	6.3	5.5	2%	4%	4%	—
VRG	VRG	Under Review	-	5.6	—	1,304	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	65.2	0%	1,941	11.1	16.7	14.6	6.2	5.6	5.3	2%	3%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	9.0	14.5	-38%	268	17.6	16.4	16.8	5.2	5.4	5.2	4%	0%	4%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	11.5	5%	1,187	—	32.3	14.3	5.2	4.7	4.5	0%	0%	0%	67
XTB	XTB	Hold	144.0	161.0	-11%	18,929	11.8	13.8	11.8	8.1	9.2	7.6	3%	6%	5%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	74.7	61%	220	—	36.5	10.1	—	14.9	5.9	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Hold	34.0	31.4	8%	31,493	24.9	19.3	15.5	8.8	7.6	6.6	—	—	—	—

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

TRIGON DOM MAKLESKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepca@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	<i>Head of Research</i>	Dominik Niszczyński, CFA TMT, E-commerce	<i>Senior Analyst</i>
Maciej Marcinowski Strategy, Banks, Financials	<i>Deputy Head of Research</i>	Łukasz Rudnik Strategy, Foreign Markets, Industrials	<i>Senior Analyst</i>
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	<i>Senior Analyst</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, 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. | Mogilska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieście w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | NIP 676-10-44-221 KRS 000003318. 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.